

证券研究报告—深度报告

医药保健

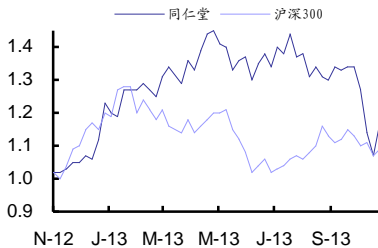
制药与生物

同仁堂 (600085)
推荐

合理估值: 25 元 昨收盘: 19.36 元 (上调评级)

2013 年 11 月 21 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,311/1,311
总市值/流通(百万元)	25,416/25,416
上证综指/深圳成指	2,136/8,306
12 个月最高/最低(元)	25.04/16.01

相关研究报告:

《同仁堂: 偏低毛利率水平形成经营压力》——2008-03-25
 《同仁堂: 中期业绩增长 2%》——2007-08-22
 《业绩大幅下降, 期待恢复性增长 20070327》——2007-03-27
 《同仁堂: 内在运营情况好于预期》——2006-08-22
 《同仁堂: 06 年面临改革、增长压力》——2006-03-29

证券分析师: 刘勃

电话: 0755-82133400
 E-MAIL: liuqing2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513050005

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396
 E-MAIL: hepg@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司研究

待挖掘的宝藏, 有望步入价值回归之路

● 同仁堂的核心价值是什么? 得到充分发挥了吗?

同仁堂的核心资产就是“同仁堂”品牌, “同仁堂”品牌内涵丰富, 承载着对旗下医馆、药店等医疗服务, 药品和养生保健品的品质背书, 以及市场对“同仁堂”品牌价值扩张的强烈预期, 理应衍生出更多的商业机会。但受体制和行业大环境制约(价格竞争&品质忽略), 同仁堂品牌价值远未激活, 产品毛利率长期徘徊在 50% 左右, 远低于品牌内涵细分的白药、阿胶、天士力等, 甚至阻碍了其在处方药市场发展; 过去十年时间里同仁堂 A 股业绩仅实现翻番增长, 而白药已增长 15 倍。同仁堂未来应有巨大可挖掘的空间。

● 同仁堂能改变吗? 内部有能力, 外部机遇渐趋成熟

从自身能力角度, 同仁堂依靠品牌优势和“低毛利&高周转”模式占据 OTC 价值链的一极, 为长期持续增长奠定良好基础; 公司品种资源丰富, 潜力品种众多; 核心高管团队稳定, 经营思路不断优化; 通过数次资产运作(分拆同仁堂科技及同仁堂国药等), 逐步实现向现代中药、现代养生保健、海外市场扩张, 体现出战略智慧。

从外部机遇角度, 公司众多优质产品价格低廉, 若“低价药品目录”等政策红利落地, 则全面受益未来业绩弹性较强; 集团“十二五”规划为上市公司提出发展目标, 优质资产注入值得关注; 三中全会后, 国企改革有望为公司激励和经营注入活力。内部能力与外部机遇结合, 有望推动公司进入新阶段。

● 未来展望: 抓住机遇, 步入价值回归之路!

或有的行业性机遇: 政策纠偏! 中成药产业链回归“重源头(原药材)、重制造(真材实料)、重品质”路径; 价格回归(体现品牌品质价值); 基药制度回归合理采购与使用——打开处方药渠道, 与 OTC 渠道共同构成增长点。

● 中长线价值突出, 给予“推荐”评级, 目标价 25 元

资本市场长期给予同仁堂估值溢价, 近期调整后, 估值已回落至历史中位。预测 13-15 年 EPS 为 0.51/0.62/0.74 元, 对应增速 17%/21%/20%。2014 年若给予 25X 估值, 则对应股价为 15.5 元, 目前股价 19.5 元, 则对应公司隐含的预期价值仅约 4 元, 并未给予过高预期。考虑到公司未来有望释放的巨大内含价值, 目前的股价、市值安全且具中长线有吸引力, 给予“推荐”评级, 目标价格 25 元。

盈利预测和财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	6,108	7,504	8,826	10,858	13,168
(+/-%)	%	22.8 %	17.6%	23.0%	21.3%
净利润(百万元)	438	570	664	804	967
(+/-%)	%	30.1%	16.5%	21.0%	20.4%
摊薄每股收益(元)		0.44	0.51	0.62	0.74
EBIT Margin	13.1%	14.5%	14.6%	14.2%	14.0%
净资产收益率(ROE)	12.6%	14.3%	14.9%	16.1%	17.0%
市盈率(PE)	58.0	44.6	38.0	31.4	26.1
EV/EBITDA	30.4	26.4	21.0	17.9	15.6
市净率(PB)	7.3	6.4	5.68	5.04	4.44

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

同仁堂的核心价值是什么？	3
同仁堂品牌价值充分发挥了吗？	3
能改变吗？能——自身有能力，外部机遇亦逐渐成熟	3
自身能力之：同仁堂品牌占据 OTC 价值链一极——品牌力	4
自身能力之：品种资源丰富，宝藏仅挖掘一角	6
自身能力之：核心高管团队稳定，经营思路不断优化	7
自身能力之：资产战略运作成功，资产架构不断优化	8
外部机遇之：集团“十二五”目标明确，优质资产能否注入值得关注	9
外部机遇之：产品价格有望提升	10
外部机遇之：走在机制改革的路上	10
未来展望：抓住机遇，步入价值回归之路	11
依托自身已有能力和资源去寻求发展，成功概率较高——云南白药的启示	11
同仁堂有望迎来价值回归之路	12
给予“推荐”评级，目标价 25 元	12
附表：财务预测与估值	13
国信证券投资评级	14
分析师承诺	14
风险提示	14
证券投资咨询业务的说明	14

图表目录

图 1：可比上市公司应收账款天数（天）	3
图 2：同仁堂与云南白药 10 年利润增速比较（%）	3
图 3：OTC 企业与消费者沟通的三条通道	4
图 4：各个 OTC 典型企业在零售药店利益链中的位置	5
图 5：同仁堂业绩趋势，及管理层变化情况	8
图 6：北京同仁堂集团架构	9
图 7：云南白药发展路径分析	11
图 8：医药生物板块和同仁堂绝对估值情况	12
图 9：同仁堂与医药生物板块估值溢价率情况	12
表 1：同仁堂一线产品情况	7
表 2：同仁堂二线产品概览	7

同仁堂的核心价值是什么？

无疑，同仁堂的核心资产是“同仁堂”品牌，“同仁堂”品牌的狭义内涵为“最优品质的中药”；广义内涵则会延伸到颇具历史文化积淀并略显神秘色彩的东方养生、保健、天人合一等更广大的领域。这与云南白药传递的活血止血，东阿阿胶传递的补气补血等针对细分领域的清晰诉求是不同的。白药和阿胶通过充分利用其在细分领域清晰的内涵获得了跨越式发展、步入价值回归之路，但对于同仁堂来说，其品牌传递的理念更深厚，可能衍生出的商业机会更多，但同时也需要企业做的更精细，能够使博大的品牌内涵在多个领域清晰化——定位。

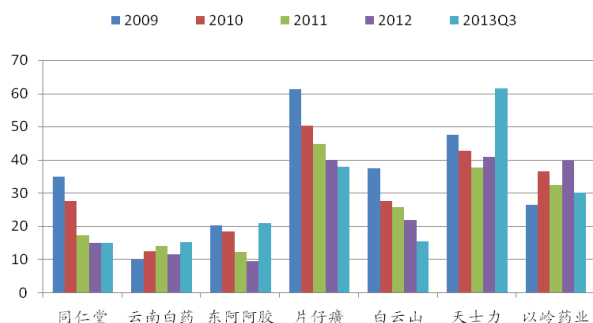
“同仁堂”品牌承载着对旗下医馆、药店等医疗健康服务，药品和养生保健品的品质背书，以及市场对“同仁堂”品牌价值扩张的强烈预期。同仁堂的最优发展战略一定是依托于“同仁堂”品牌，去放大每个品类、品种的价值，甚至未来将品牌价值延伸到大健康各领域中。

同仁堂品牌价值充分发挥了吗？——尚有巨大空间

我们认为同仁堂突出的品牌价值在同仁堂上市公司经营中有一定的体现，但并未充分发挥，比如公司应收账款的天数，是行业内最低的几家之一，这充分的体现了“同仁堂”品牌为公司带来的极强的渠道谈判能力；但另一方面，在如何利用品牌价值，促进公司跨越式发展方面，又受制于体制和行业竞争环境因素的影响，潜力并未得到充分释放。

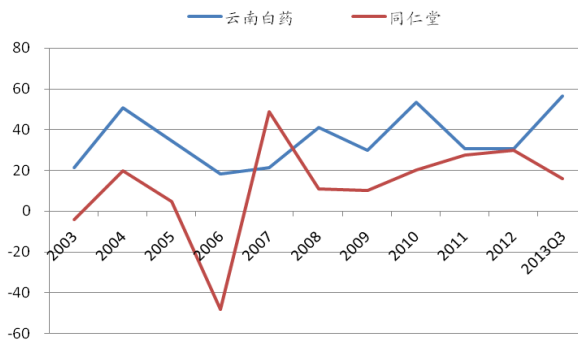
同属于品牌和资源型企业的云南白药，充分利用品牌定位，在过去 10 年经历了快速的发展，净利润增长 15 倍，年均增速超过 30%，而同期同仁堂利润仅实现翻番增长（云南白药的发展模式见后文分析）。

图 1：可比上市公司应收账款天数（天）



资料来源：wind、国信证券经济研究所

图 2：同仁堂与云南白药 10 年利润增速比较（%）



资料来源：wind、国信证券经济研究所

过往制约公司发展的最主要行业性因素是什么？价格竞争，以及对品质的忽略。使得同仁堂的品牌品质价格淹没在普通企业及其同类产品之中。原药材涨价、人工等综合成本上升，而产品价格受抑，不断压缩同仁堂利润空间。毛利率变化趋势清晰反应了这一压制因素：与云南白药、片仔癀、天士力等拥有“独家”产品的企业相比，同仁堂的自产产品毛利率仅 50% 左右，而“独家”产品的毛利率高达 75% 以上。过低的毛利率水平制约了同仁堂产品的运作空间，在整个

“医药-医疗”产业链青睐“高价药”的畸形情况下，同仁堂甚至无法开拓处方药渠道。其药品“物美价廉”的优势无法得以发挥。

或有的行业性机遇？政策纠偏！中成药产业链回归“重源头（原药材）、重制造（真材实料）、重品质”路径；价格回归（体现品牌品质价值）；基药制度回归回合采购与使用——打开处方药渠道，与 OTC 渠道共同构成增长点。

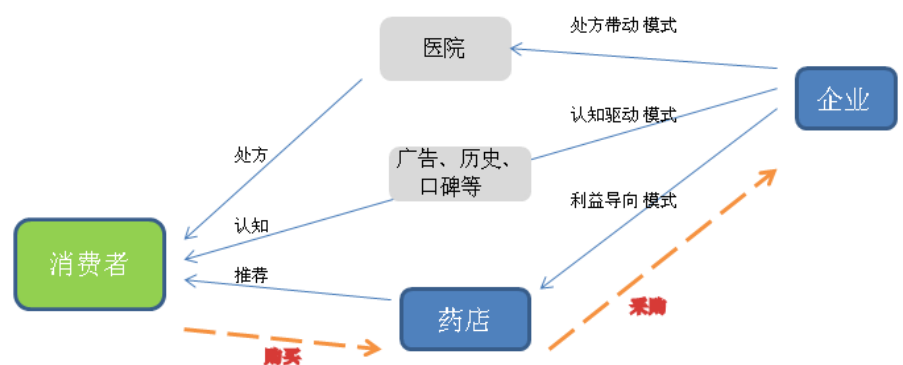
能改变吗？自身有能力，外部机遇亦趋成熟

自身能力之：同仁堂品牌占据 OTC 价值链一极——品牌力

同仁堂品牌价值发挥最充分的是在 OTC 市场，OTC 市场有其特有个性，OTC 药品生产企业与患者沟通基于 3 种基本模式：

- ✓ **处方带动模式：**该模式运作的关键节点在医院，即 OTC 企业像处方药企业一样运作，通过在医院对医生进行教育，使医生对符合适应症的患者处方中使用该企业的 OTC 产品，而患者经过医院内医生处方的带动，未来形成自主在零售药店购药。这个模式比较成功的企业是天士力对于丹参滴丸和养血清脑颗粒的运作。通常使用这个模式的药品针对的适应症多为慢性病。
- ✓ **认知驱动模式：**该模式运作节点在品牌，即 OTC 企业依托于广告、企业发展历史、口碑等方式形成消费者的认知和认可，进而消费者购药中主动购买该企业产品。这个模式成功的例子众多，如同仁堂、三九、江中等。通常使用这个模式的药品为日常生活的常见多发病，如感冒、发烧、胃肠道、皮肤等，或补益类产品。该模式先期投入大，若营销得当，有望后续迎来收获，风险在于如果产品定位不佳，消费者认可不够，先期投入可能落空。
- ✓ **利益导向模式：**该模式运作节点在药店，即 OTC 企业将与药店合作列为首选，通过让利给药店，使药店在患者购药过程中积极推荐其品种，从而获得销量，实现药店和企业的双赢。该模式通过当期让利给渠道，有望较快体现效果，风险较小，但是长期发展被绑架在渠道上，不具备长期竞争力。

图 3：OTC 企业与消费者沟通的三条通道



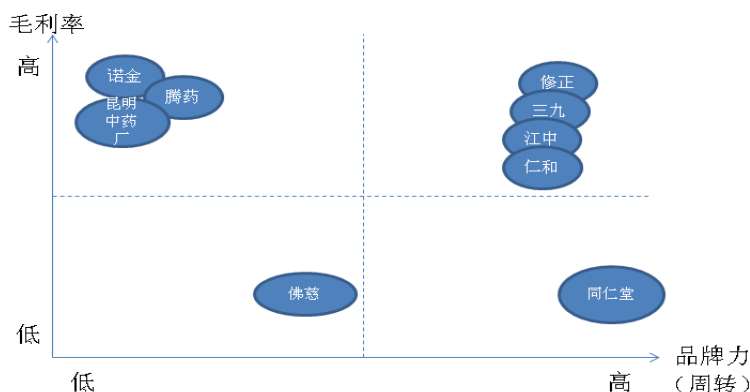
资料来源：国信证券经济研究所

OTC 零售药店的毛利为药品购进与卖出差价，费用主要由房屋租金+店员工资+水电煤等开支构成，扣除以上费用和税务后，即为药店利润。

OTC 零售药店**价值链核心**在于：选择对其来讲**毛利高和周转快**的产品销售。毛利高，即生产厂家让利给药店较多，药品进销差价大，药店销售此类产品获得利润较多。周转快（品牌力），即药品库存周期短，走货快，不积压库存，满足此特性的产品通常为知名品牌药。

在高毛利和快周转之间存在一定的矛盾。通常周转快的品牌药物生产企业给予零售药店的利润空间较小，药店并不倾向于主动向消费者推荐。而对零售药店来讲高毛利的产品，通常是生产企业自身不强势，品牌影响力一般，要依靠药店员工的推荐，才能被患者购买，所以会将较大的利润空间让渡给零售药店。

图 4：各个 OTC 典型企业在零售药店利益链中的位置



资料来源：国信证券经济研究所，注：所列只是典型企业，不代表行业整体，且因数据所限，定位或有偏差

我们将一些企业依据以上两个维度进行了定位，通过其在零售药店的利益链中的定位，判断这些 OTC 企业的竞争力孰高孰低：

- 1) **高毛利&高周转**的企业中以修正、三九、江中、仁和等企业为佳。其依靠广告宣传树立起企业和产品的品牌，形成对消费者的拉动力；将产品的利润空间合理分配给渠道，实现了渠道的推动力。从而占据了药店利益链的最高端。
- 2) **低毛利&高周转**的企业以同仁堂为代表。同仁堂依托历史传承建立起强大的品牌影响力，对消费者形成极高的吸引；但是因为公司的经营策略，对渠道让利较少，且部分品种为政府定价，竞争企业较多，导致目前产品的价格略低，能让渡给渠道的利润有限，以上两点导致同仁堂产品较难获得渠道的大力支持。同仁堂仅占据 OTC 价值链的一极---品牌力，但与修正、三九等依靠后天打造形成的品牌不同的是，同仁堂品牌的历史积淀传递出更多的厚重感和亲和力，品牌力处于更高层级。
- 3) **高毛利&低周转**的企业为广州诺金、腾冲制药、昆明制药等不知名地方企业。这类企业通常品牌影响力较低，或为地方性品牌，很难依靠品牌形成产品的高周转。这类企业采取了将利润空间让渡给药店的方式，实现了产品的销售。但这类企业让利后，自身利润率有限，丧失了经营品牌的资金支持，其命运掌握在渠道手中，很难成为优秀的公司。
- 4) **低毛利&低周转**的企业为佛慈等企业。这类企业具有地方品牌，或没有品牌优势，所以很难形成全国市场内消费者的拉动；另外，由于生产的产品多为限价品种，竞争激烈，可操作的利润空间有限，也难形成渠道的推动力。这类企业中，佛慈尚属于地方品牌，兼老字号，若是不知名企业，则只能依靠低劣投料降低成本以维持生产，或是面临倒闭困境。

我们认为，中国药店行业未来会逐步整合，大型连锁药店的出现是长期趋势，药店的议价能力会更强，满足零售药店价值链“高毛利（对 OTC 药品生产企业意味着渠道共建）和高周转（对 OTC 药品生产企业意味着品牌再造）”的 OTC

企业才能在未来的发展中获得长期的成长。

同仁堂已经占据了 OTC 价值链的一极，即品牌力，若能够在品牌力上进一步提升，在渠道共建上有所强化，则公司即能迎来跨越式发展：

✓ 提升 OTC 价值链一极——建设伞形品牌体系

当今社会信息庞杂，具有清晰定位的产品，才能获得消费者的有效记忆和认知，例如白加黑品牌，依靠“白天吃白片不瞌睡，夜晚吃黑片睡得香”，在感冒药中获得了高度认可。

依托历史传承，“同仁堂”品牌获得广泛而深刻社会认同，即“同仁堂”代表“最优质的传统中成药”，这是同仁堂所拥有的核心资源和能力。但在此基础上，同仁堂品牌价值的实现仍需要依托于定位清晰的具体品种，以使母品牌价值落地。公司应加强细分子品种市场定位，比如将感冒清热颗粒打造成同仁堂母品牌下针对感冒的首推子品牌药物，类似的在妇科、骨科等诸多细分治疗领域着力建设起若干诉求清晰的明星品种，最终形成“品牌伞形结构”，形成子母品牌相互促进的良性局面。这个模式的最佳代表为 999 品牌，相比之下同仁堂基于历史传承的品牌厚度，发展空间有望更胜一筹。

✓ 打造 OTC 价值链另一极——渠道共建

由于机制原因，同仁堂当前渠道仍相对被动，约 80% 的产品通过一级代理商销售，剩余部分通过自有药店销售，对渠道的控制力有限，产品覆盖率，渠道关系仍有非常大的改善空间。改进方向具体包括：

- 1) 精细化渠道管理，扩张渠道覆盖，使同仁堂的极其丰富的品种能够在更多的渠道展现。
- 2) 创新高毛利品种——通过创新，上市自主定价的高毛利品种，并在企业和药店之间实现合理利润分配，实现双赢，符合价值链和谐发展的关系，迎合产业趋势。
- 3) 打造二线品种，并将二线品牌利润空间适当让渡给渠道，促进二线品牌的销售，实现公司于渠道的共赢。
- 4) 适当提高应收账款周期，鼓励渠道拿货，现款现货的经营模式并非最优。

综上所述，同仁堂已经占据 OTC 价值链的一极，这是对于一个企业发展极其重要的能力。若同仁堂能在品牌建设和渠道建设上有所推进，相信其销售规模有望实现若干倍的成长。

自身能力之：品种资源丰富，宝藏仅挖掘小小一角

同仁堂拥有 800 多个药品文号，产品适应症覆盖心脑血管、妇科、骨科、呼吸、糖尿病、皮肤、滋补等众多领域。形成了以安宫牛黄丸、大活络丸、牛黄清心丸等为代表的同仁堂十大品牌药，以华佗再造丸、感冒清热颗粒等为代表的同仁堂十大名药，及众多优秀品种。

目前公司销售规模过亿元的一线产品多为竞争性产品，生产企业较多，但同仁堂依然依靠卓越的品牌品质优势，成为同类产品中最受认可，规模较大的品种之一。

成为规模过亿的产品，主要归结于两个方面：首先部分产品群众认知度较高，群众基础好，如大活络丸、牛黄清心丸、国公酒等；其次在部分品种上同仁堂

采用了跟随策略，即其他企业大力宣传，同仁堂依靠卓越的品牌力后来居上，如乌鸡白凤丸、六味地黄丸、阿胶等。

在相对被动的经营模式下，在竞争较激烈的细分产品品类中，公司的产品仍依靠卓越的品牌优势，成为细分品类里具有竞争力的品种之一，这是同仁堂品牌价值的最有力体现。

表 1: 同仁堂一线产品情况

公司	产品	规模	适应症
同仁堂股份	大活络丸	约 2 亿	祛风，舒筋，活络，除湿。用于风寒湿痹引起的肢体疼痛，手足麻木，筋脉拘挛，中风瘫痪等
	牛黄清心丸	约 2.5 亿	气血不足，痰热上扰引起胸中郁热，惊悸虚烦，头目眩晕，中风不语，口眼歪斜，半身不遂等
	乌鸡白凤丸	约 2 亿	补气养血，调经止带。用于气血两虚，身体瘦弱，腰膝酸软，月经不调，崩漏带下等
	国公酒	约 1.5 亿	散风祛湿，舒筋活络。用于风寒湿邪闭阻所致的痹病，症见关节疼痛沉重、屈伸不利、手足麻木
同仁堂科技	六味地黄丸	约 3.5 亿	滋阴补肾。用于肾阴亏损，头晕耳鸣，腰膝酸软，骨蒸潮热，盗汗遗精
	感冒清热颗粒	约 1.5 亿	疏风散寒，解表清热。用于风寒感冒，头痛发热，恶寒身痛，鼻流清涕，咳嗽咽干
	牛黄解毒片	约 1.5 亿	清热解毒。用于火热内盛，咽喉肿痛，牙龈肿痛，口舌生疮，目赤肿痛
股份和科技均生产	安宫牛黄丸	约 2.5 亿	清热解毒，镇惊开窍。用于热病，邪入心包，高热惊厥，神昏谵语；中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血、败血症见上述证候者
唐山营养保健	阿胶	约 1 亿	补血滋阴，润燥，止血。用于血虚萎黄，眩晕心悸，心烦不眠，肺燥咳嗽

资料来源：年报、公司网站、国信证券经济研究所

公司的二线、三线产品数量众多，其中不乏疗效优异，竞争格局良好的潜力品种。此外，公司积极开展研发，不断上市新品种，产品线进一步丰富。如同一座待挖掘的宝藏，静候内、外条件成熟，发现价值、挖掘价值。

表 2: 同仁堂二线产品概览

愈风宁心片	冠心苏合滴丸	琼浆药酒	愈风宁心滴丸
紫雪	局方至宝丸	大败毒胶囊	西黄丸
再造丸	壮骨药酒	知柏地黄丸	加味逍遥丸
京制咳嗽痰喘丸	塞隆风湿酒	贞芪益肾颗粒	百合更年期丸
偏瘫复原丸	儿童清肺口服液	金匱肾气丸	乳核内消液
骨刺消痛液	消栓再造丸	板蓝根颗粒	生脉饮
狗皮膏	安神健脑液	气管炎丸	藏青果喉片
止渴降糖胶囊	皮肤病血毒丸	感冒软胶囊	
感冒软胶囊	藿香祛暑（软胶囊）	牛黄降压片	

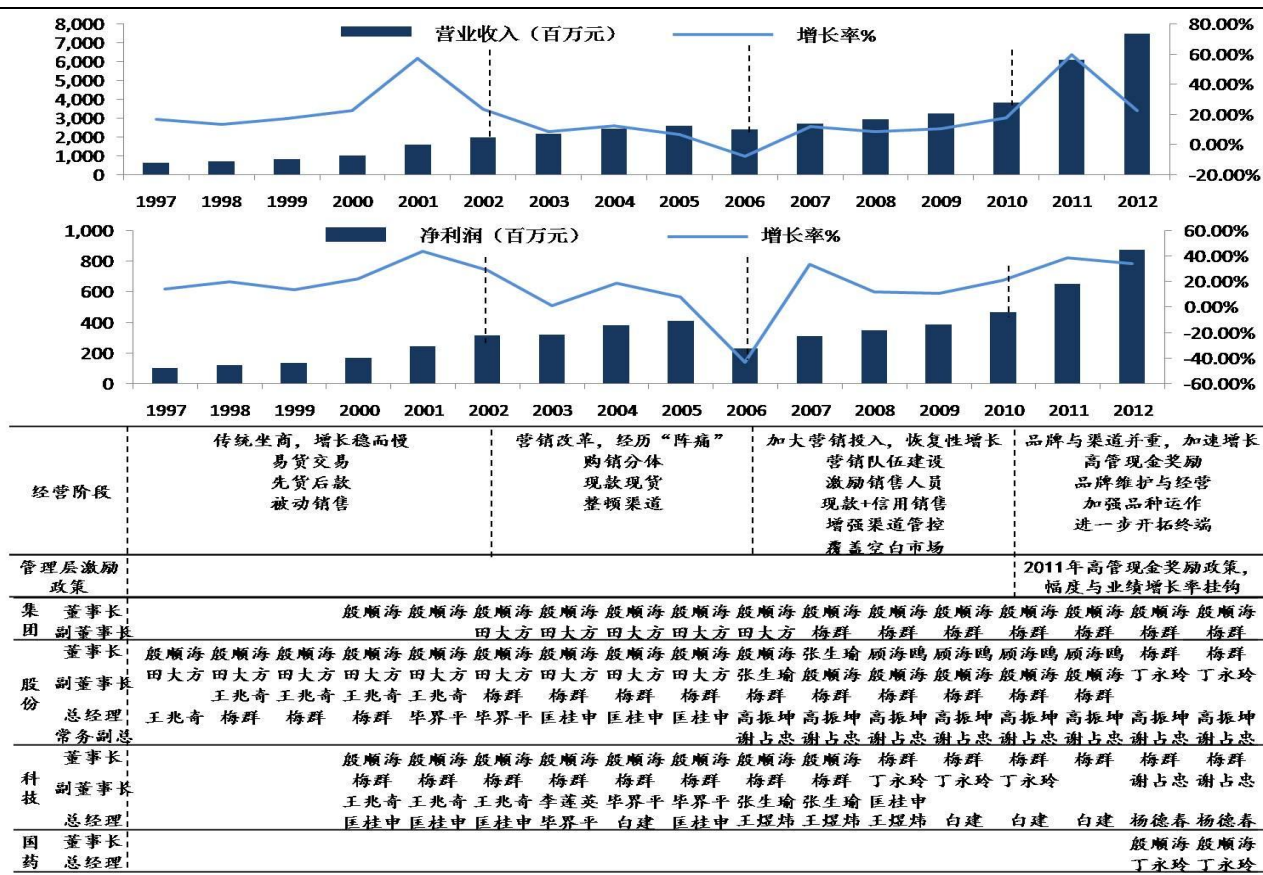
资料来源：公告、SFDA、国信证券经济研究所整理

自身能力之：核心高管团队稳定，经营思路不断优化

同仁堂董事和高管均在公司任职多年，文化兼容性良好。以殷顺海、梅群为核心的老一代仍将引领公司未来一届董事会的运行（2012-2015 年），中生代丁永玲、高振坤等已经开始承担更多职责。高管团队的稳定和有序衔接，利于保障同仁堂的稳健经营。

日常经营层面不断优化：营销上主动出击，加强与媒体合作，走进社区，营销工作下沉到终端，提升了消费者和渠道对同仁堂品牌的认知度和认可度。加强渠道管控，确保价格体系稳定。调研市场需求，为建立终端营销体系积累经验。

图 5: 同仁堂业绩趋势, 及管理层变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，11 年高增长与商业公司资产注入有关，实际调整后增速为稳健增长

我们认为，尽管受到体制制约，国企构架下的管理层激励难以实现，但从大的方向上看，公司管理层表现出足够的战略智慧：

- ✓ **同仁堂 A 股公司**通过分拆**同仁堂科技 (HK1666)**在香港上市,促进了同仁堂向现代中药领域的快速发展,并且实现了管理层持股。同仁堂科技分拆之后一度实现了业绩高速增长,强烈拉动同仁堂 A 股母公司的业绩增长,同时分红回报也相当优厚。
 - ✓ 再次地,同仁堂 A 股和同仁堂科技 H 股公司,通过分拆**同仁堂国药 (HK8138)**在香港单独上市,促进了同仁堂向现代中药保健品领域的快速发展,以及海外市场发展,并且管理层自身在二级市场增持,体现了对同仁堂国药未来发展的强烈信心。
 - ✓ 此外,同仁堂集团(同仁堂 A 股控股母公司)通过与民营资本合资发展**同仁堂健康药业**,促进了同仁堂品牌向保健养生领域发展及大健康品牌连锁经营的跨越,并且引入了更市场化的运营机制。
- 上述战略设计和执行能力体现了同仁堂高层的智慧。

图 6: 北京同仁堂集团架构



资料来源：公司公告、公司网站、国信证券经济研究所整理

外部机遇之：集团“十二五”目标明确，优质资产能否注入值得关注

集团整体框架下发展现代制药业、零售商业和医疗服务三大板块，拥有药品、保健食品、食品、化妆品、参茸饮片 5 大类 1500 余种产品；25 个生产基地、

75 条通过国内外 GMP 认证的生产线；1500 余家零售终端和 130 多家医疗网点；一个国家级工程中心和博士后科研工作站，同仁堂研究院和同仁堂中医医院为科技创新平台的主体。

同仁堂集团连续 15 年保持两位数增长，实现了每五年翻一番。2011 年资产总额 140 亿元，销售收入 163 亿，利润 13.16 亿元。“十一五”期间，集团共开发上市新产品 194 种。集团“十二五”发展规划：“**主要经济指标翻一番，零售及医疗网点突破 2000 家，新产品研发上市 300 种……**”集团发展目标的提出，同样会对贡献集团收入和利润一半的上市公司提出业绩发展要求。

此外，集团下属健康药业发展迅猛，将同仁堂品牌优势扩展到健康养生领域，已经拥有门店、专柜千余家，收入和利润情况良好，不排除借助合适的时机开展资本运作。

外部机遇之：产品价格有望回升

首先，依靠同仁堂品牌力，部分品种有提价空间。公司下属产品丰富，安宫牛黄丸（天然牛黄）、牛黄清心丸、国公酒、阿胶、骨刺消痛液等相当数量的品种为自主定价品种，其中部分品种有望依靠同仁堂的强势品牌，实现价格的稳步提升。

比如 2012 年年中，公司将安宫牛黄丸的终端价格提高了约 70%，为出厂价提升及渠道运营打开了空间。

其次，发改委正在讨论的“低价药品目录”有望带来政策红利。公司产品线上有相当多的品种为竞争性品种，在长期的价格压力下，日用药金额很低。比如公司的一线产品中，六味地黄丸、感冒清热颗粒、牛黄解毒片等均为日用药金额偏低的产品。若发改委的低价药新政出台，比如对日服用金额低于 5 元的品种，容许自主定价，则同仁堂的大批低价药品有望依靠品牌优势，实现溢价销售，由此带来的业绩弹性较强。

从提价幅度判断，短期至少应能够对冲原材料成本的上涨。价格拐点之后，价值回归之路可期。

外部机遇之：体制、机制改革可期

随着“十八届三中全会”提出“国企改革”的战略部署，同仁堂作为医药行业的国企典型代表，“国企改革”有望释放红利：比如市场一直关心的激励不充分问题，在国企改革的背景下，是否能够开展对管理层和员工的股权激励，是否能够充分执行现金激励计划都成为值得期待的方面。若以上改革取得突破，则有望释放管理层的经营热情，使公司运营机制大幅改善，促进同仁堂品牌价值的放大，使公司进入新的发展阶段。

未来展望：抓住机遇，步入价值回归之路

依托自身已有能力和资源去寻求发展，成功概率较高——云南白药的启示

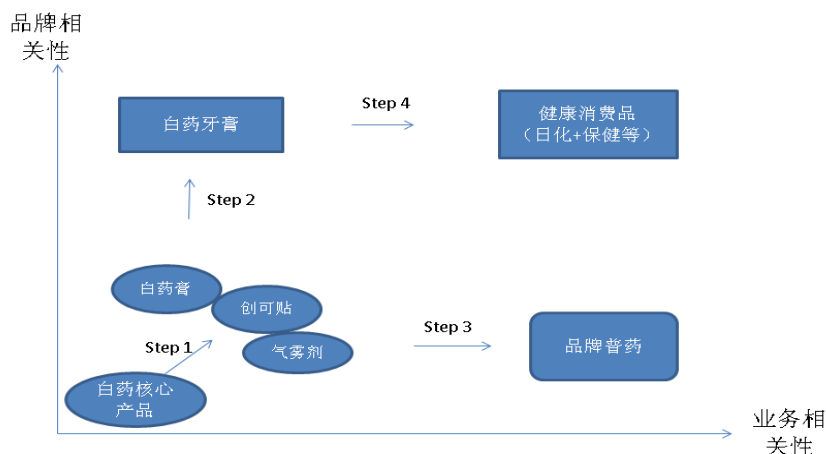
企业在设计自身发展战略的时候，出发点一定是首先思考清楚自身拥有什么核心资源和竞争力。成功绝非必然，只有依托于自己擅长的领域，借助于已有的优势资源去寻求发展才能有较大的成功概率。

依托于自身核心能力和资源，获得成功的典型案例来自云南白药：截止目前白药发展历程可以概括为四个步骤：

- ✓ **Step1: 同心扩张：**依托于白药核心产品，通过剂型创新进入贴膏（风湿骨病中老年人）、创可贴（家庭日常划伤）、气雾剂（运动人群）等细分市场，并依靠白药品牌清晰内涵（消肿、止痛、止血）优势成为细分领域的领导企业。
- ✓ **Step2: 品牌相关性扩张：**借助白药品牌内涵（消肿、止痛、止血）占据牙膏市场中易出血群体的细分市场。消费品成功首要要素是品牌定位，白药品牌高度清晰的品牌内涵，使白药牙膏在止血牙膏市场较容易获得认知。
- ✓ **Step3: 业务性扩张：**依靠长期运作白药核心产品和衍生产品所形成的对OTC市场的经验积累，切入品牌普药市场，正在并有望获得持续的成长，成为品牌普药的知名企业。
- ✓ **Step4: 进军健康消费品：**由于仍处于发展阶段的早期，并且一定程度上要求企业具有不同的能力，建议关注大健康业务的进展。

云南白药正是依靠已有能力和资源，不断的进行相关性扩张，成功概率大大提升，企业规模不断壮大。同仁堂发展的核心也是要明晰自身的核心能力和资源。

图 7：云南白药发展路径分析



资料来源：国信证券经济研究所

同仁堂有望迎来价值回归之路

如前文所述：同仁堂自身拥有极强的品牌优势，拥有超过 800 个药品品种和大量的养生保健品批文，管理层具有战略设计和执行能力，以及稳健的管理理念。在新的历史时期，有望依靠集团发展规划，借助国家改革红利的释放（包括低价药品定价改革和国企改革）实现跨越式发展，进入新阶段。

估值中枢回落至均值位置，股价安全且具一定吸引力，给予“推荐”评级，目标价 25 元

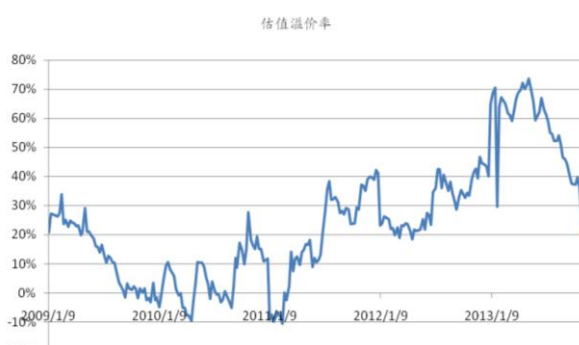
我们选择新医改启动以来的 2009 年至今的近 5 年数据作为比较的基准。从绝对估值和相对估值角度看，同仁堂当前估值水平处于自身的平均值附近。对于同仁堂长期以来存在的相对于板块溢价较多的情况，尤其考虑到其增速平稳于 20% 左右的区间，而估值却维持在 35X 左右的水平。我们认为，这是市场给予优质资产内含价值的溢价，即同仁堂所拥有的品牌和品种，实际的潜在价值远远大于当前受制于体制制约的表观价值。

图 8：医药生物板块和同仁堂绝对估值情况



资料来源：wind、国信证券经济研究所，13 年采用预期 PE 估值

图 9：同仁堂与医药生物板块估值溢价率情况



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理，13 年采用预期 PE 估值

在 2011 年公司整合商业公司和实行现金激励后，资本市场对公司有望突破机制制约，充分挖掘潜力形成一定预期，但截至目前，公司的经营仍是稳健的，暂未表现出革命性变化，尤其 2013 年三季度增速受到行业负面因素压制有所降低（主要是公司商业业务中参茸等高值类产品受国家反腐倡廉影响，销售受抑），估值有所回落。但我们认为，公司的资产内含价值巨大，且不会随着时间而消失；在新的时期，有望依靠内部能力和外部机遇的协同作用，进入新的发展时期。在估值近期回落到相对合理位置的当下开始持有，则有望分享公司的稳健成长，并获得机制改善后公司盈利大幅增长的“期权”。

预计同仁堂 13-15 年 EPS 分别为 0.51/0.62/0.74 元，对应增速为 17%/21%/20%。参考 14 年业绩，给予 25X 估值，则对应股价为 15.5 元，目前股价 19.4，则对应公司隐含价值仅约 4 元，并未给予过高预期。考虑到公司估值回落到历史中间位置，及包含的巨大待释放内在价值，目前的股价安全且具有中长线吸引力，给予“推荐”评级，一年期目标价格 25 元，对应 2014 年 PE 估值为 40 倍。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	3640	3700	3850	4200	营业收入	7504	8826	10858	13168
应收款项	562	725	892	1082	营业成本	4209	5011	6232	7559
存货净额	3680	4367	5438	6612	营业税金及附加	75	88	109	132
其他流动资产	199	265	326	395	销售费用	1403	1633	2009	2436
流动资产合计	8080	9057	10506	12289	管理费用	676	806	962	1197
固定资产	1113	1189	1163	1034	财务费用	9	(33)	(34)	(44)
无形资产及其他	295	283	271	259	投资收益	8	15	15	15
投资性房地产	143	143	143	143	资产减值及公允价值变动	(90)	(90)	(90)	(90)
长期股权投资	37	45	53	61	其他收入	0	0	0	0
资产总计	9668	10717	12136	13786	营业利润	1049	1245	1507	1813
短期借款及交易性金融负债	239	342	271	200	营业外净收支	27	0	0	0
应付款项	1496	1774	2209	2686	利润总额	1076	1245	1507	1813
其他流动负债	1164	1185	1466	1786	所得税费用	198	224	271	326
流动负债合计	2899	3301	3946	4672	少数股东损益	309	357	432	520
长期借款及应付债券	1026	1026	1026	1026	归属于母公司净利润	570	664	804	967
其他长期负债	139	179	219	259					
长期负债合计	1165	1205	1245	1285	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4064	4506	5191	5957		2012	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	1626	1768	1939	2146	净利润	570	664	804	967
股东权益	3979	4444	5006	5683	资产减值准备	(6)	16	(2)	(9)
负债和股东权益总计	9668	10717	12136	13786	折旧摊销	104	130	150	161
					公允价值变动损失	90	90	90	90
					财务费用	9	(33)	(34)	(44)
					营运资本变动	(99)	(561)	(545)	(606)
					其它	136	126	174	216
					经营活动现金流	795	464	669	819
					资本开支	(68)	(300)	(200)	(100)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(76)	(308)	(208)	(108)
					权益性融资	89	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(330)	(199)	(241)	(290)
					其它融资现金流	1412	103	(70)	(71)
					融资活动现金流	842	(97)	(311)	(361)
					现金净变动	1561	60	150	350
					货币资金的期初余额	2079	3640	3700	3850
					货币资金的期末余额	3640	3700	3850	4200
					企业自由现金流	868	324	673	968
					权益自由现金流	2280	454	631	932

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生		黄学军	021-60933142		
		马韬	021-60933157		
固定收益		交通运输		机械	
董德志	021-60933158	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
赵婧	021-60875174	岳鑫	0755-82130432	陈玲	021-60875162
刘鹏		糜怀清	021-60933167	杨森	0755-82133343
魏玉敏				朱海涛	
钢铁及新材料		房地产		医药	
郑东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678	贺平鸽	0755-82133396
		黄道立	0755-82130685	丁丹	0755-82139908
				杜佐远	0755-82130473
				胡博新	0755-82133263
				刘勍	0755-82133400
电子		计算机		传媒	
刘翔	021-60875160	高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322
陈平	021-60933151			刘明	010-88005319
卢文汉	021-60933164				
零售、纺织服装及快销品		电力及公共事业		银行	
朱元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	王婧	
轻工		建筑工程及建材		家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678	曾婵	0755-82130646
通信		电力设备		新能源	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
食品饮料		旅游		农业	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
基础化工及石化		金融工程		基金评价与研究	
朱振坤	010-88005317	林晓明	021-60875168	李腾	010-88005310
		陈志岗	0755-82136165	钱晶	021-60875163
		吴子昱	0755-22940607	潘小果	0755-82130843
		周琦	0755-82133568		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				