

## 医药生物

2019 年 04 月 26 日

# 同仁堂 (600085)

—— 相对估值处于历史底部，改革预期不断提升

报告原因：首次覆盖

## 买入 (首次评级)

市场数据：2019 年 04 月 25 日

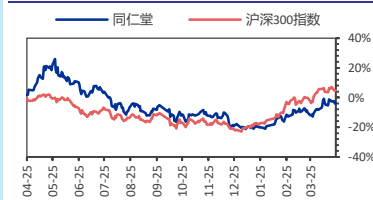
收盘价 (元)	31.59
一年内最高/最低 (元)	43.78/26.02
市净率	4.7
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	43325
上证指数/深证成指	3123.83/9907.63

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2018 年 12 月 31 日

每股净资产 (元)	6.75
资产负债率%	29.05
总股本/流通 A 股 (百万)	1371/1371
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

 闫天一 A0230517060001  
yanty@swsresearch.com

研究支持

 郑雪轩 A0230118100004  
zhengxx@swsresearch.com

联系人

 郑雪轩  
(8621)23297818×转  
zhengxx@swsresearch.com

投资要点：

- **显赫的历史地位与短期的发展瓶颈。**同仁堂创立于 1669 年，至今有 350 年的历史，历经清朝、民国与新中国，长盛不衰。“炮制虽繁必不敢省人工，品味虽贵必不敢减物力”成就了同仁堂“最高品质”的品牌内涵；雍正年间被指定为“官药”，1989 年被国家工商管理总局认定为第一个“中国驰名商标”（001 号），官方的背书为同仁堂赢得了煊赫的历史地位。另一方面，2002 年以来同仁堂利润增长落后于云南白药、东阿阿胶、片仔癀等可比公司；蜂业事件一定程度上损害了品牌形象。公司的短期发展遇到了一定挫折。
- **集团层面新董事长上任，资本市场期待积极变化。**自 1992 年成立同仁堂集团以来，集团在经营与干部任免方面具有较高的自主权。殷顺海、梅群等主要领导均为同仁堂集团内部成长、提拔任用的，在过去 20 年间也取得了优异成绩。蜂业事件后，王贵平履新，成为历史上第一位从外部委任的董事长。资本市场期待积极变化。
- **业绩增长确定性高：工业产能释放与商业零售毛利率提升。**由于大兴生产基地的建设与搬迁，过去几年公司的产能未能充分释放，部分产品出现了缺货。大兴生产基地在 2018 年已经实现部分达产，我们认为未来 3 年工业收入增长有望提速；公司目前在国有 808 家零售门店，其中 389 家均设立了中医医疗诊所，提高了用户粘性。与公司业态相似的大参林销售毛利率在 40% 左右，预期理顺机制后公司商业板块毛利率有较大提升空间。
- **相对估值处于底部区域，集团人事变化带来改革预期提升，首次覆盖给予“买入”评级。**公司过去十年相对估值中枢在 44 倍 PE 左右，由于负面事件影响、业绩增速放缓，目前估值处于底部区间。集团人事变化有望带来改革预期的提升与后续业绩增速的提升，我们预测 2019-2021 年公司归母净利润分别为 12.70 亿元、14.43 亿元、16.53 亿元，对应 PE 倍数分别为 34x、30x、26x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：由于人事调整，短期业绩不达预期

财务数据及盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	13,376	14,209	15,952	18,007	20,115
同比增长率 (%)	10.6	6.2	12.3	12.9	11.7
净利润 (百万元)	1,017	1,134	1,270	1,443	1,653
同比增长率 (%)	9.0	11.5	12.0	13.6	14.6
每股收益 (元/股)	0.74	0.83	0.93	1.05	1.21
毛利率 (%)	46.2	46.8	46.8	46.3	46.8
ROE (%)	12.1	12.2	12.5	13.0	13.5
市盈率	43	38	34	30	26

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

P/E 法相对估值：我们预计公司 2019、2020、2021 年归母净利润分别为 12.70、14.43、16.53 亿元，我们判断公司归母净利润增速有望回升，预计公司未来估值会逐步修复至历史平均水平。我们给予公司 2019 年 44 倍 P/E，对应市值为 559 亿。

FCFF 法绝对估值：我们对公司使用了三阶段的 FCFF 估值，得到公司目标价 40.41 元（对应市值 554 亿元）。

结合相对估值与绝对估值，我们认为公司的合理市值为 554 亿元，相比 2019 年 4 月 25 日收盘价 31.59 元，有 27.9% 的上升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设点

2019-2021 年，公司医药工业收入增速分别为 12%、13%、11%，毛利率分别为 55%、57%、57%。

2019-2021 年，公司医药商业收入增速分别为 12%、12%、12%，毛利率分别为 36%、37%、38%。

### 有别于大众的认识

市场认为：过去三年公司业绩增速放缓；P/E 估值相比其他中药公司较高。

我们认为：公司增速放缓跟产能周期有关，生产基地搬迁导致部分产品缺货，伴随着新基地的满产，固定资产回报率回升，有望拉动医药工业收入恢复增长；国企改革，内部增效，参照大参林等可比公司，医药商业部分毛利率有 4 个百分点以上的提升空间。

高端中药由于竞争格局好，在业绩增速接近的情况下普遍享有高于普通中药的估值。集团层面更换董事长后，市场预期会带来积极变化，估值有望修复至历史平均水平。

### 股价表现的催化剂

国企改革取得实质性进展：体外资产同仁堂健康、非全资子公司的少数股东权益等现状出现积极变化。

### 核心假设风险

改革需经历困难的过程，理顺机制之前可能会经历系列人事调整，人事变动对业务执行人员会造成负面影响，从而影响短期的业绩不达预期。

## 目录

<b>1. 显赫的历史地位与短期的发展瓶颈 .....</b>	<b>5</b>
1.1 显赫的历史地位：从清朝“官药”到 001 号“中国驰名商标” .....	5
1.2 短期发展的挫折：业绩增长低于竞争对手，蜂业事件影响品牌形象 .....	7
<b>2. 集团层面更换董事长，资本市场期待新变化 .....</b>	<b>8</b>
2.1 公司目前的股权架构较为复杂 .....	8
2.2 集团层面：新董事长履新，资本市场期待积极变化 .....	9
2.3 未来业绩增长的驱动力：工业产能释放与商业零售扩张 .....	10
<b>3.投资评级与估值 .....</b>	<b>14</b>

# 图表目录

图 1：同仁堂与乐氏家族的关系 .....	5
图 2：同仁堂历史发展的大事件汇总 .....	6
图 3：2002 年四大中药公司归母净利润比较（百万元） .....	7
图 4：以 2002 年为基准，四家中药业绩增长比较 .....	7
图 5：同仁堂与可比公司的部分经营数据指标对比 .....	7
图 6：同仁堂股份、同仁堂科技、同仁堂国药等资产与集团的股权关系梳理 .....	8
图 7：公司主营业务构成情况 .....	10
图 8：医药工业与医药商业毛利率较为稳定 .....	10
图 9：安宫牛黄丸的市场竞争格局 .....	11
图 10：大活络丸的市场竞争格局 .....	11
图 11：六味地黄丸的市场竞争格局 .....	11
图 12：阿胶的市场竞争格局 .....	11
图 13：几款药物的零售价格情况：同仁堂整体定价较高 .....	12
图 14：同仁堂国内零售门店数量增长情况 .....	12
图 15：同仁堂海外零售门店数量增长情况 .....	12
图 16：未来三年收入增长的分拆（亿元） .....	13
图 17：由上至下分别为公司近 10 年、5 年、3 年的 P/E Band .....	14
表 1：同仁堂股份部分非全资子公司，少数股东情况 .....	9
表 2：同仁堂集团新任董事长王贵平简历 .....	9
表 3：同仁堂股份固定资产、工业收入、在建工程对比情况（单位：亿元） .....	12
表 4：FCFF 估值核心假设表 .....	15
表 5：FCFF 估值核心假设表 .....	15
表 6：敏感性分析 .....	16

# 1. 显赫的历史地位与短期的发展瓶颈

## 1.1 显赫的历史地位：从清朝“官药”到 001 号“中国驰名商标”

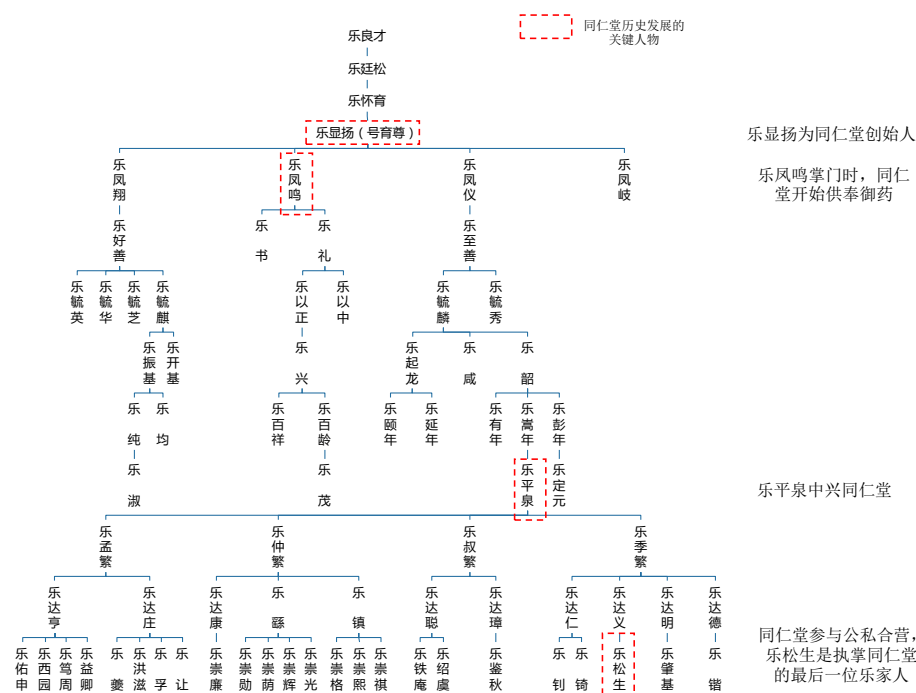
同仁堂创立于清康熙八年，公元 1669 年。因为药品疗效显著，声誉与日俱增，1723 年（雍正初年），同仁堂开始供奉御药房，独办官药直至清末近二百年，期间未被更换。由于承办官药，使同仁堂在同业间取得了官商一体的垄断地位（乐平川获得光绪帝册封的二品官衔，堪称红顶药商）。

清末民初，正值中国民族资本主义萌芽，同仁堂在兄弟 4 人的带领下开始向全国扩张，在各地开设了乐仁堂、宏仁堂、达仁堂、永仁堂等 40 多家药店。而同仁堂作为共有财产，由四大家族共管。按照祖训，同仁堂不开分店，全国各地的分店用“乐家老铺”作为共同的标识。

1949 年解放后，同仁堂由乐家十三代传人乐松生管理，他 1954 年积极参与公私合营，并于 1956 年受到毛主席的接见。1966 年“文革”开始，乐松生 1968 年去世。“乐氏家族”对同仁堂的影响力逐渐退出。

文革中，同仁堂的老匾被砸碎焚毁（康熙年间所立），同仁堂的品牌也不再使用。同仁堂药店改名“北京中药店”，同仁堂制药厂改名“北京中药一厂”、“北京中药二厂”。“安宫牛黄丸”改名“抗热牛黄丸”、“再造丸”改名“半身不遂丸”。

图 1：同仁堂与乐氏家族的关系

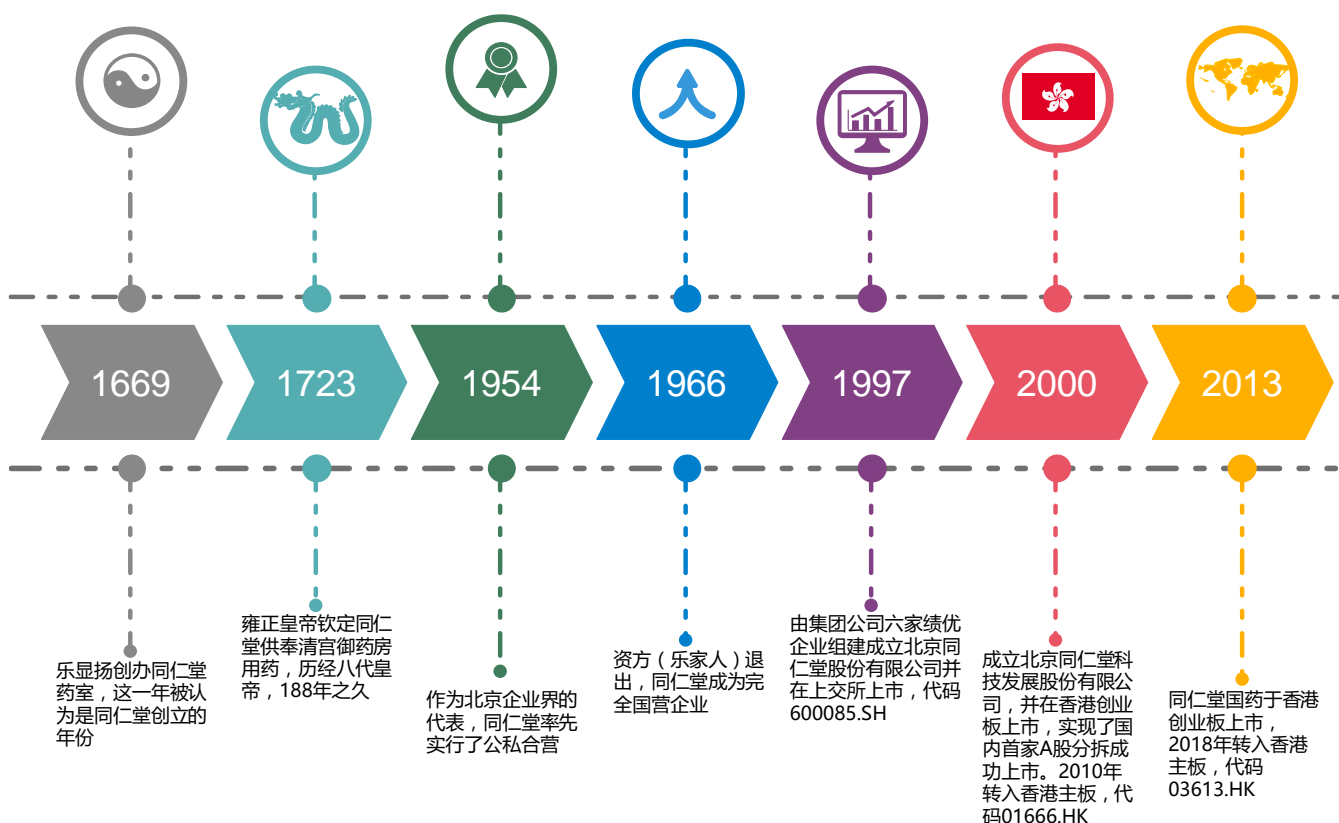


资料来源：《同仁堂：传承与发展》，申万宏源研究

虽然在文革期间几乎被毁，但“同仁堂”的品牌在人民大众心目中具有强大的号召力。1979年，经北京市政府批准，同仁堂厂、店、牌号得以恢复。1989年，国家工商行政管理局商标局认定“同仁堂”为驰名商标（0001号）。

1992年邓小平南巡讲话后，改革进一步深化，组建同仁堂集团被提上了议程。当时，北京市药材公司、北京同仁堂制药总厂、北京中药总厂都由北京市医药总公司管辖（北京医药总公司是北京医药集团的前身）。北京药材公司负责北京地区的中药原材料采购与销售，是当时销售体量最大的单位。最终，同仁堂集团的组建方案为：以北京市药材公司为基础，将同仁堂制药厂和大栅栏门市部吸纳其中，从北京市医药总公司管辖中独立出来，级别从正处级单位升格为计划单列的正局级单位，归市经委直接管理，经营、管理相对独立。另外合并之后，“同仁堂”字号、同仁堂商标的所有权由药厂转移到集团，在系统内使用，扩大了同仁堂商标、字号的使用范围和影响，扩大了同仁堂的规模。

图2：同仁堂历史发展的大事件汇总

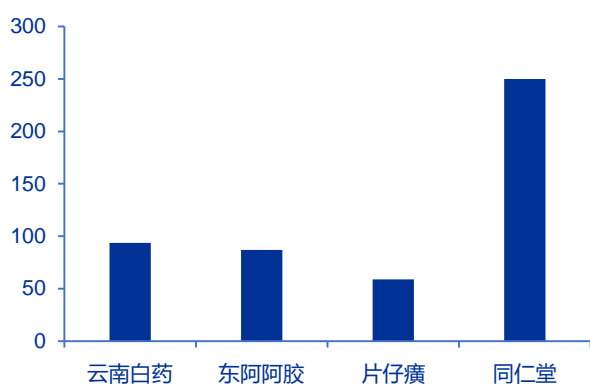


资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 1.2 短期发展的挫折：业绩增长低于竞争对手，蜂业事件影响品牌形象

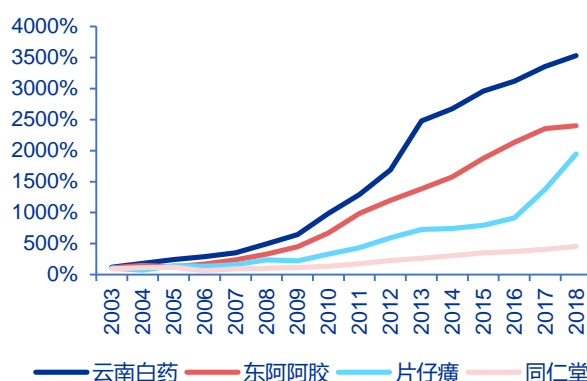
肇始于国企背景的龙头中药企业，我们认为可比公司有 4 家：同仁堂、云南白药、片仔癀、东阿阿胶。4 家中药公司上市时间均比较早，我们以 2002 年为基准，从归母净利润体量来看，2002 年同仁堂的净利润最大。复盘来看，激励机制较好的云南白药、东阿阿胶业绩增长率先发力；片仔癀 2014 年更换董事长，叠加消费升级，最近 4 年增速明显超越其他可比公司；同仁堂增速落后，具有较大的改善空间。

图 3：2002 年四大中药公司归母净利润比较（百万 元）



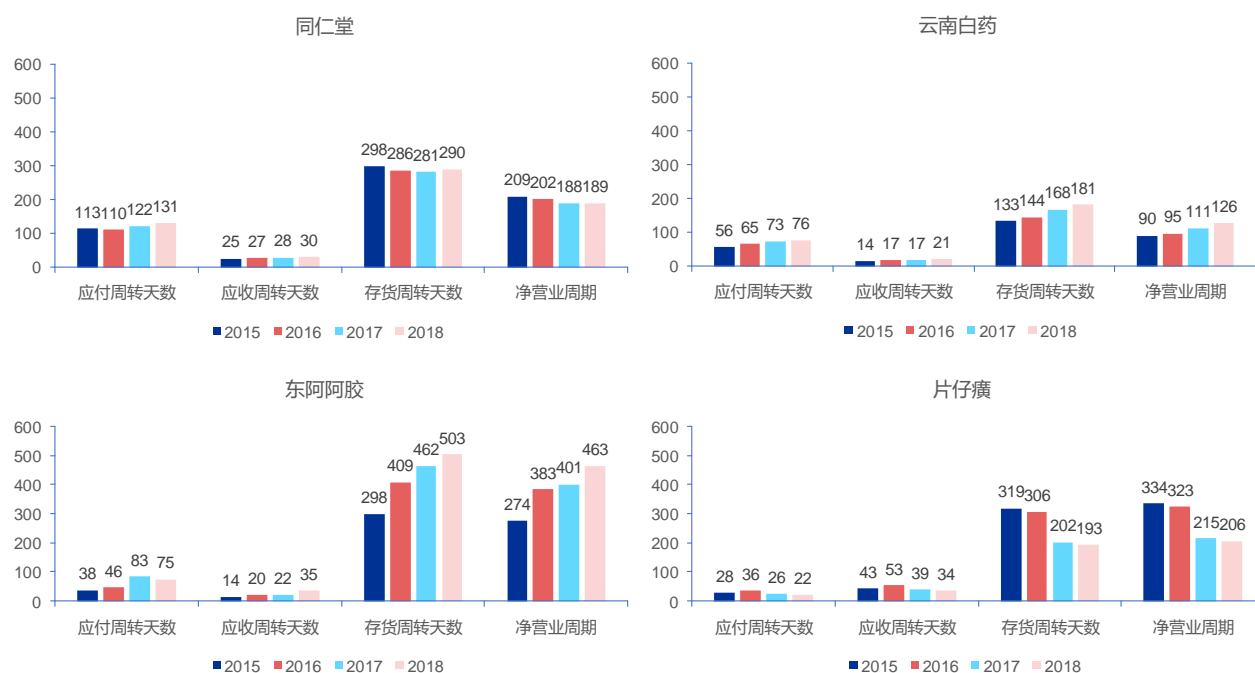
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：以 2002 年为基准，四家中药业绩增长比较



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：同仁堂与可比公司的部分经营数据指标对比



资料来源：Wind，申万宏源研究



公司 2019 年 2 月 11 日晚间公告，子公司北京同仁堂蜂业销售过期蜂蜜事件的调查已有了最新进展，滨海县市场监管局经调查认定，“同仁堂蜂业部分经营管理人员在盐城金蜂进行生产时，存在用回收蜂蜜作为原料生产蜂蜜、标注虚假生产日期的行为，违反了《食品安全法》有关规定，对此处以罚款人民币 1408.8 万元”。该事件经媒体报道、演绎后，对同仁堂品牌的声誉造成了较大影响。

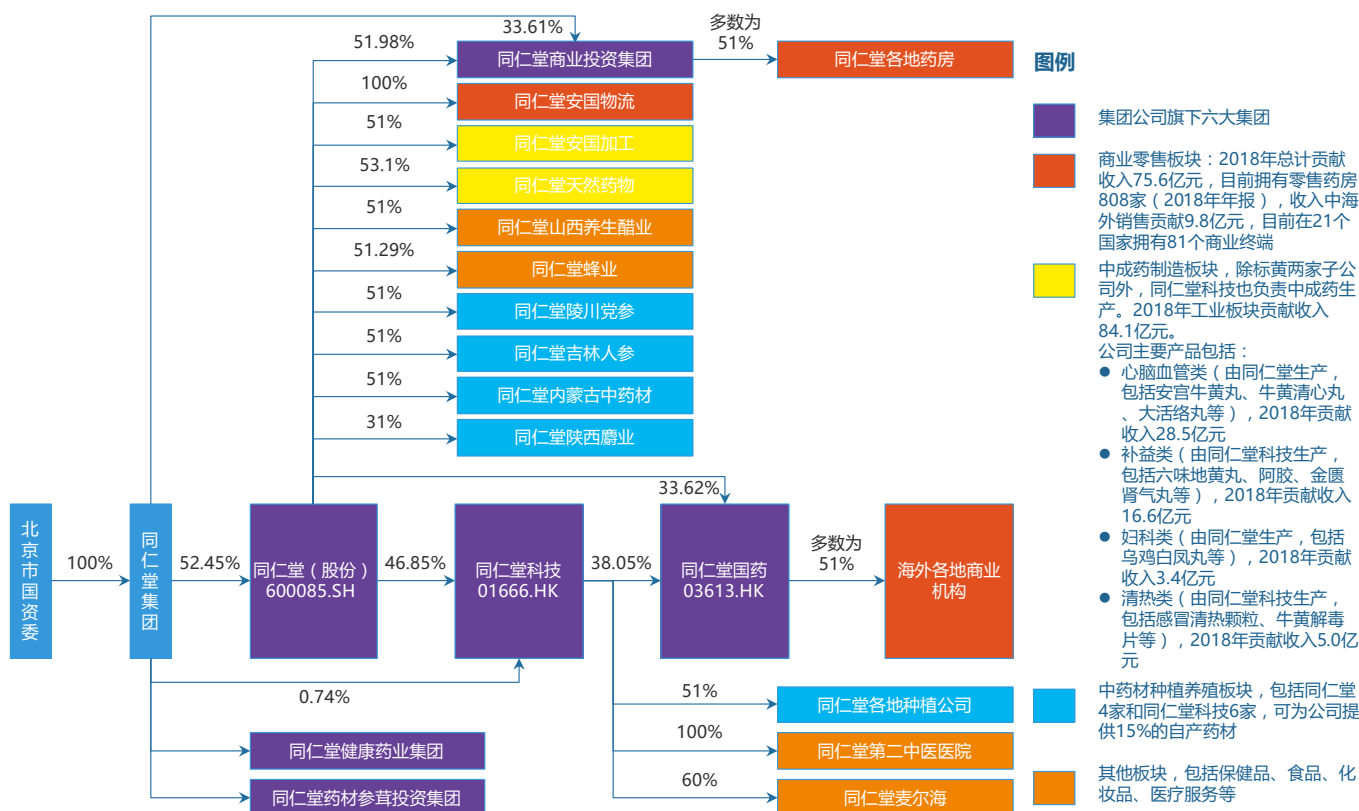
短期来看，同仁堂业绩增长慢于可比公司，蜂业事件影响品牌形象，发展遭遇了一定的挫折。

## 2. 集团层面更换董事长，资本市场期待新变化

### 2.1 公司目前的股权架构较为复杂

同仁堂集团下属六大二级集团，三个二级集团已经上市，具体结构如下图所示。

图 6：同仁堂股份、同仁堂科技、同仁堂国药等资产与集团的股权关系梳理



资料来源：Wind，申万宏源研究

六大子集团主营业务如下

1. 同仁堂股份（600085.SH）：1997 年上市，以传统名牌中药为主；
2. 同仁堂科技（01666.HK）：2007 年上市，以提取为核心的新型中药为主；
3. 同仁堂国药（03613.HK）：2013 年上市，以海外药店业务为主；



- 4.同仁堂健康：营养保健品为主；
- 5.同仁堂药材参茸：以药材饮片、参茸产品为主；
- 6.同仁堂商业：发展国内药店、零售网络为主。

六大集团的业务有一定重叠，比如同仁堂国药的定位是海外零售网络建设，但是也有灵芝孢子粉的工业生产业务。未来分工有望进一步明晰。

此外，以本次出现质量问题的同仁堂蜂业为例，其前身是金蜂公司，金蜂公司曾经是同仁堂、达仁堂的蜂蜜供应商，创始人为张阔海。2013 年，同仁堂股份收购了金蜂公司 51% 股权，余下的 49% 股权仍为张阔海持有。

**表 1：同仁堂股份部分非全资子公司，少数股东情况**

	少数股东占比	少数股东	少数股东穿透后的自然人
陵川党参	49%	陵川县太行中药材开发有限公司	两个自然人，李建锋（99%，总经理），张晓燕（1%，监事）
陕西麝业	40%	两个自然人，刘宏柱（20%，董事），刘亚明（20%，董事兼总经理）	
蜂业	48.71%	自然人张阔海（总经理）	
安国中药材加工	49%	安国市一达中药材有限公司	两个自然人，杨威（95%，总经理），李从芝（5%，监事）
山西养生醋业	49%	山西白家老药铺养生醋业有限公司	两个自然人，白原东，白雪，比例不详
吉林人参	49%	北京东兴堂科技发展有限公司	三个自然人，贾海涛（44.06%，执行董事），贾海岩（27.97%，总经理），贾海坤（27.97%）

资料来源：Wind，天眼查，申万宏源研究

## 2.2 集团层面：新董事长履新，资本市场期待积极变化

从北京医药总公司独立出来后，同仁堂集团在教育、管理、经营、干部任免方面具有较高的自主权。1992 年 7 月成立时，田裕民任总经理、罗万芬任党委书记，殷顺海、朱连富任副总经理，1993 年增补梅群为副总经理。其中殷顺海、梅群相继成长为集团的主要领导。

殷顺海（1954 年出生），曾任同仁堂制药二厂副书记，1995 年起担任同仁堂集团法人，相继担任董事长、党委书记等职，2014 年退休。

梅群（1956 年出生），1980 年就加入同仁堂制药厂，1993 年起担任同仁堂集团副总经理，2002 年起担任集团总经理，2014 年起担任集团董事长、党委书记。

王贵平 2019 年 2 月接替梅群，履新同仁堂集团董事长。这是集团历史上第一位从外部委任的董事长。市场期待拥有多年纪委工作经历的新任董事长为公司改革带来积极变化。

**表 2：同仁堂集团新任董事长王贵平简历**

时间	经历
1984.09—1988.07	内蒙古大学汉语系汉语言文学专业学生
1988.07—1990.04	内蒙古自治区畜牧局办公室科员
1990.04—1993.09	内蒙古自治区畜牧局党组秘书
1993.09—1996.08	内蒙古自治区政府办公厅农牧办主任科员
1996.08—1997.06	内蒙古自治区政府办公厅调研二处副处长
1997.06—1998.12	内蒙古自治区政府办公厅秘书、助理调研员
1998.12—2000.12	内蒙古自治区政府办公厅秘书、调研员
2000.12—2002.10	全国政协民族和宗教委员会办公室民族处处长
2002.10—2005.02	全国政协办公厅研究室理论局副局长（副局级）
2005.02—2006.05	北京市房山区政府副区长（挂职一年）
2006.05—2006.07	北京市怀柔区常委
2006.07—2006.12	北京市怀柔区常委、宣传部部长
2006.12—2012.07	北京市怀柔区常委、区纪委书记
2012.07—2014.01	北京市纪委常委、秘书长
2014.01—2016.03	北京市纪委副书记、秘书长
2016.03—2017.01	北京市纪委副书记、秘书长，北京市预防腐败局局长
2017.01—2017.06	北京市纪委副书记、秘书长，北京市监察委员会副主任

资料来源：政府官网，申万宏源研究

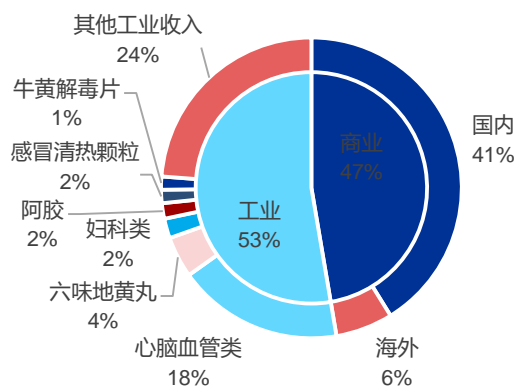
## 2.3 未来业绩增长的驱动力：工业产能释放与商业零售扩张

同仁堂股份目前业务主要分为医药工业与医药商业两部分

**医药工业：**心脑血管类包括安宫牛黄丸、牛黄清心丸、大活络丸等，由同仁堂股份生产；妇科类包括乌鸡白凤丸等，由同仁堂股份生产；六味地黄丸、阿胶、感冒清热颗粒、牛黄解毒片由同仁堂科技生产；灵芝孢子粉由同仁堂国药生产。

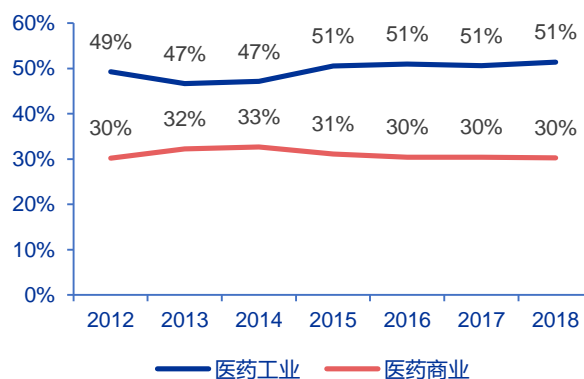
**医药商业：**国内销售主要由同仁堂股份负责（同仁堂科技只有一家药店）；海外销售由同仁堂国药负责。

图 7：公司主营业务构成情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

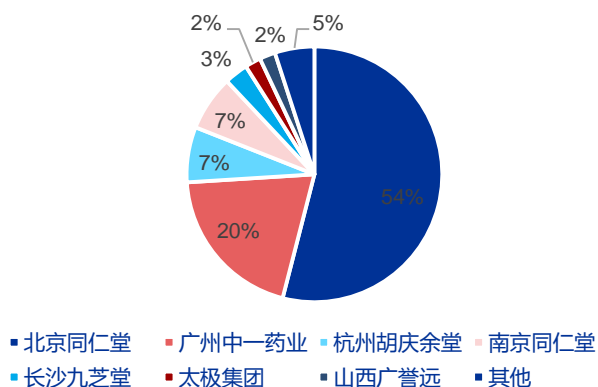
图 8：医药工业与医药商业毛利率较为稳定



资料来源：Wind，申万宏源研究

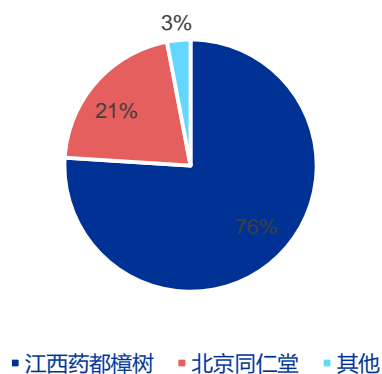
具体的产品拆分方面，安宫牛黄丸等传统优势品种，同仁堂的市占率保持高位；六味地黄丸等品种竞争较为激烈，同仁堂的并不占优势。我们认为理顺机制之后，同仁堂凭借品牌优势，重点品类的市占率有望提升。

图 9：安宫牛黄丸的市场竞争格局



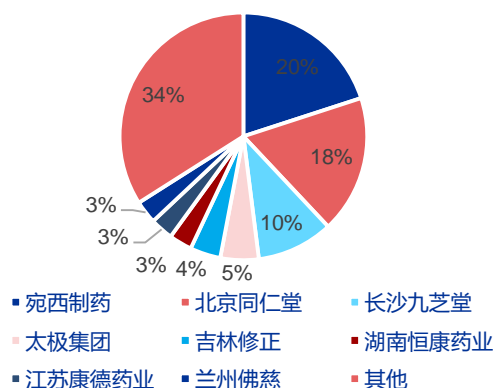
资料来源：米内网，申万宏源研究

图 10：大活络丸的市场竞争格局



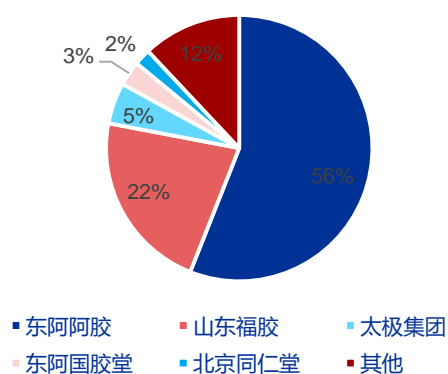
资料来源：米内网，申万宏源研究

图 11：六味地黄丸的市场竞争格局



资料来源：米内网，申万宏源研究

图 12：阿胶的市场竞争格局



资料来源：米内网，申万宏源研究

我们认为，云南白药的品牌内涵以“止血化瘀”为主、东阿阿胶为“补血”、片仔癀为“保肝护肝”。而同仁堂的品牌内涵与竞争对手相比更加丰富，正如古训所说“炮制虽繁必不敢省人工，品味虽贵必不敢减物力”，同仁堂的品牌内涵是“高品质”。350 年的历史沉淀，清代“官药”、“第一个中国驰名商标”的背书，同仁堂的产品定价会高于其他品牌。

图 13：几款药物的零售价格情况：同仁堂整体定价较高

安宫牛黄丸	元/丸	六味地黄丸	元/丸
同仁堂股份	560	九芝堂	0.11
同仁堂科技	580	同仁堂	0.17
广誉远	560	仲景	0.24
胡庆余堂	104	南京同仁堂	0.15
白云山中一药业	109	佛慈	0.10
南京同仁堂	449		
九芝堂	498		
太极集团桐君阁	440		

大活络丸	元/丸	阿胶	元/g
同仁堂	8.67	东阿阿胶	5.16
江西药都	3.50	同仁堂	4.70
仁和	7.38	福牌	2.00

资料来源：Wind，申万宏源研究

另外，公司新建大兴生产基地在 2018 年实现部分达产，并且实现了 190 余个品规的转移工作。未来 3 年随着公司在建工程的陆续转固，公司将打破产能的瓶颈，预计工业增长未来有望提速，工业收入/固定资产比值有望回升。

表 3：同仁堂股份固定资产、工业收入、在建工程对比情况（单位：亿元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
固定资产	9.58	11.33	13.06	13.91	15.33	19.52	21.85
医药工业收入	44.7	52.46	58.88	66.84	74.98	81.56	84.14
工业收入/固定资产	4.67	4.63	4.51	4.81	4.89	4.18	3.85
在建工程	1.55	2.64	5.62	8.72	13.32	12.62	14.15

资料来源：Wind，申万宏源研究

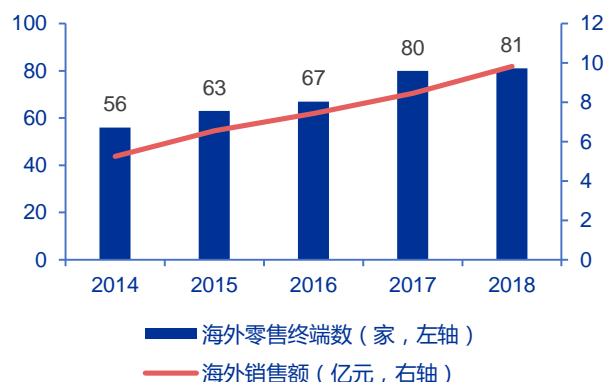
医药商业方面：坚持“名店、名药、名医”的发展策略，在 808 家零售门店中，有 389 家均设立了中医医疗诊所，依仗同仁堂品牌的影响力，通过坐堂医生提高用户的粘性，不仅仅是零售药店，更是连锁化的医疗服务机构。同仁堂国药是中药走出国门“一带一路”的典范，也显示了“同仁堂”品牌在中药行业的地位，预计海外销售额增长保持稳定。

图 14：同仁堂国内零售门店数量增长情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

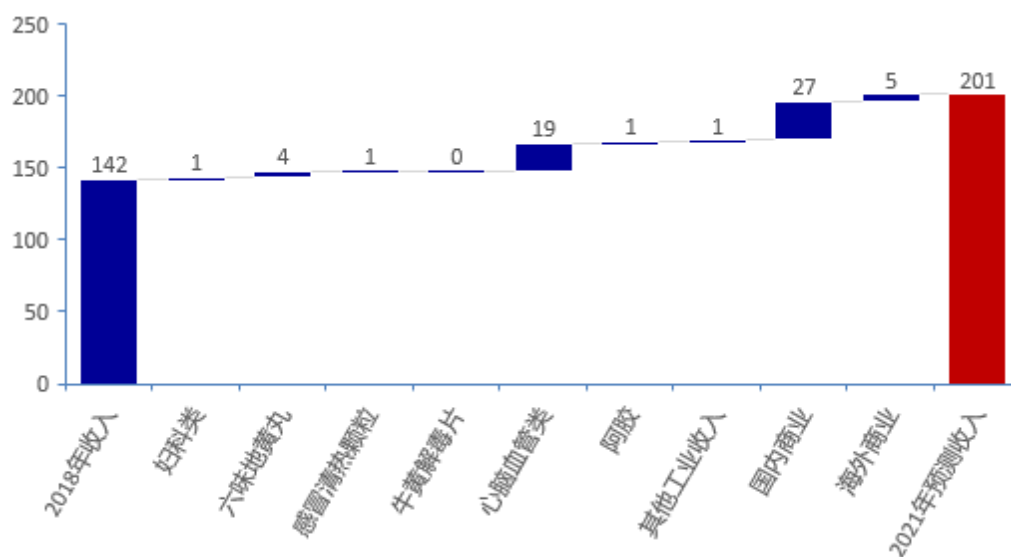
图 15：同仁堂海外零售门店数量增长情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

综上，考虑到大兴基地逐步满产，与过去三年相比，我们上调了公司未来三年医药工业收入的增速预测，医药商业增速维持稳定，收入增长的分拆如下所示。

图 16：未来三年收入增长的分拆（亿元）

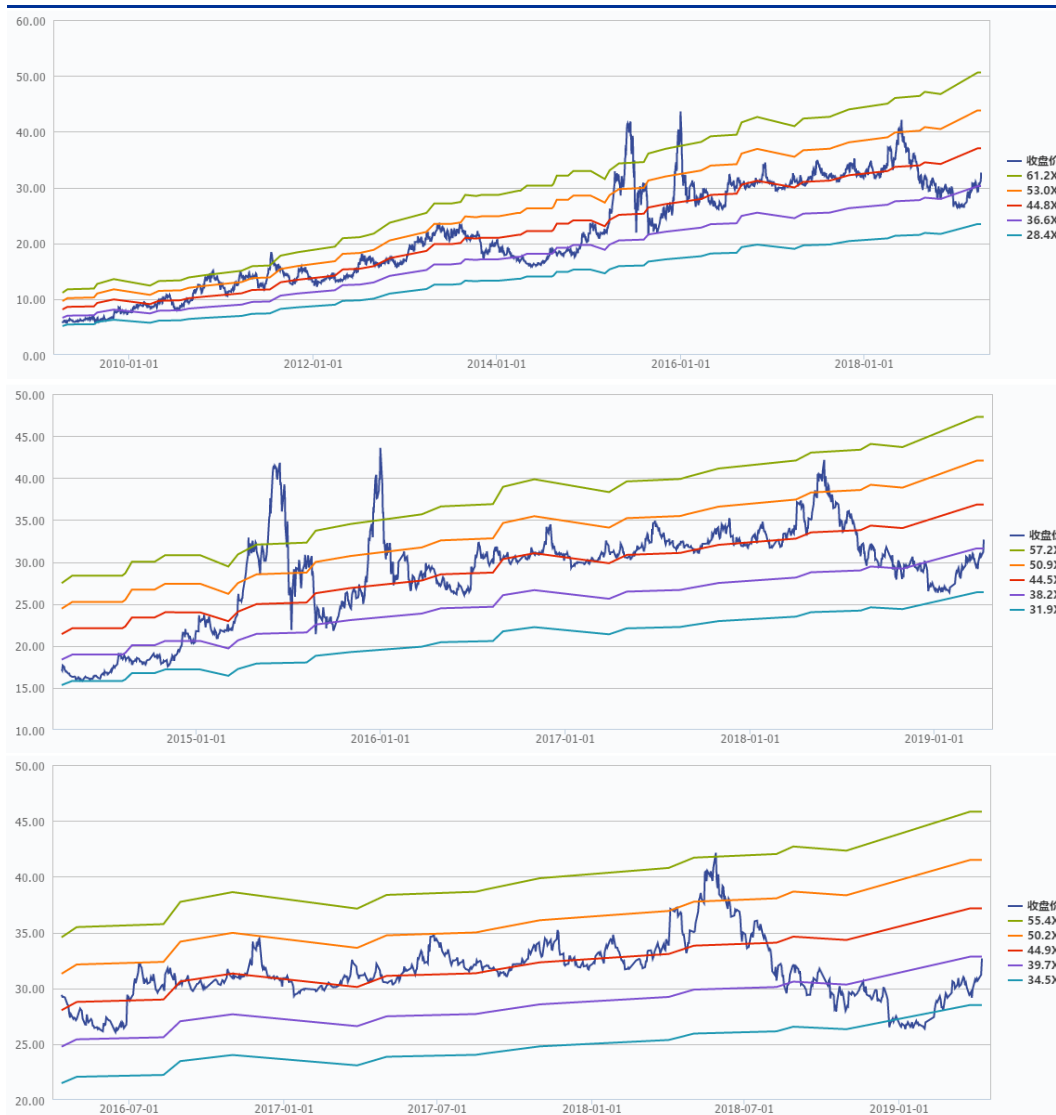


资料来源：Wind，申万宏源研究

### 3.投资评级与估值

P/E 法相对估值：我们预计公司 2019、2020、2021 年归母净利润分别为 12.70、14.43、16.53 亿元，同比分别增长 12.0%、13.6%、14.6%。公司近 10 年、近 5 年和近 3 年来的 P/E 估值中位值均为 44.5 倍左右，鉴于公司目前处于估值底部，而且根据我们上文的论述我们判断公司归母净利润增速有望回升，预计公司未来估值会逐步修复至历史平均水平。我们给予公司 2019 年 44 倍 P/E，对应市值为 559 亿。

图 17：由上至下分别为公司近 10 年、5 年、3 年的 P/E Band



资料来源：Wind，申万宏源研究

FCFF 法绝对估值：我们参照前文所述公司未来的向上趋势，给予公司未来 3 年逐步增长至 16%并在之后 3 年回落并稳定至 13%的 EBIT Margin，和增长至 22%并在之后 3 年稳定至 23%的 ROIC 代入模型。WACC 的计算中，最近一年的公司股价相对于沪深 300 指数的 $\beta$ 值为 0.9，将该 $\beta$ 值以及 3%的无风险利率和 5%的市场风险溢价代入 CAPM 模型得到公司的股权成本 7.5%，之后再代入公司近年 30%的资产负债率、5%的债务成本、

18 %的实际税率得到公司的 WACC 为 6.48%。对公司使用了三阶段的 FCFF 估值，得到公司目标价 40.41 元（对应市值 554 亿元）。

结合相对估值与绝对估值，我们认为公司的合理市值为 554 亿元，相比 2019 年 4 月 25 日收盘价 31.59 元，有 27.9%的上升空间，给予“买入”评级。

表 4：FCFF 估值核心假设表

估值阶段	年数	收入增长率	ROIC	EBIT Margin
显性阶段	3	—	—	—
半显性阶段	3	10.00%	22.00%	16.00%
递减过渡阶段	3	递减	趋于稳态	趋于稳态
永续	After 9 年	2.00%	23.00%	13.00%

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 5：FCFF 估值核心假设表

单位：百万元，元，百万股	价值	比例
显性半显性递减过渡价值	15,630	26%
终值	38,421	63%
核心企业价值	54,051	89%
加：非核心长期投资	18	0%
货币资金	6,858	11%
交易性金融工具净值	0	0%
企业总价值	60,927	100%
减：付息债务	1,481	2%
少数股东权益价值	5,268	9%
少数股东权益	5,268	
少数股权 PB	1.00	
股权价值	54,177	89%
总股本	1,371	
最新每股价值 2019/4/25	40.41	

资料来源：Wind，申万宏源研究



表 6：敏感性分析

每股价值		永续增长率								
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	4.9%	43.73	46.87	50.81	55.92	62.81	72.59	87.57	113.41	168.61
	5.4%	39.26	41.66	44.62	48.33	53.14	59.62	68.82	82.92	107.24
	5.9%	35.57	37.44	39.70	42.48	45.97	50.50	56.60	65.25	78.52
	6.4%	32.47	33.95	35.72	37.85	40.46	43.74	48.00	53.73	61.88
	6.9%	29.83	31.02	32.42	34.08	36.08	38.54	41.63	45.63	51.02
	7.4%	27.56	28.53	29.65	30.97	32.53	34.41	36.72	39.62	43.38
	7.9%	25.58	26.38	27.29	28.35	29.59	31.05	32.82	34.99	37.72

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 财务摘要

### 合并损益表

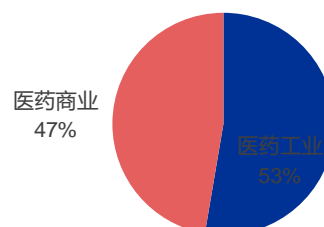
百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	13,376	14,209	15,952	18,007	20,115
医药工业	8,156	8,414	9,435	10,703	11,864
医药商业	6,765	7,560	8,496	9,550	10,740
内部抵消	-1,544	-1,765	-1,979	-2,245	-2,489
营业总成本	11,267	12,119	13,450	15,171	16,861
营业成本	7,191	7,567	8,486	9,672	10,708
医药工业	4,030	4,090	4,265	4,592	5,106
医药商业	4,710	5,272	5,398	6,043	6,673
内部抵消	-1,549	-1,796	-1,177	-963	-1,071
税金及附加	144	157	173	196	219
销售费用	2,659	2,953	3,318	3,764	4,224
管理费用	1,095	1,245	1,398	1,578	1,763
财务费用	0	-22	-28	-39	-53
资产减值损失	86	127	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	4	1	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	143	0	0	0
其他收益	27	43	23	31	33
营业利润	2,141	2,277	2,525	2,868	3,286
营业外收支	0	-23	0	0	0
利润总额	2,140	2,255	2,525	2,868	3,286
所得税	399	432	484	550	630
净利润	1,742	1,823	2,041	2,318	2,656
少数股东损益	724	688	771	875	1,003
归属于母公司所有者的净利润	1,017	1,134	1,270	1,443	1,653

资料来源：申万宏源研究

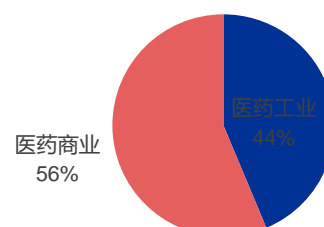
### 合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	14,683	16,014	17,706	19,895	22,726
现金及等价物	5,907	6,858	7,862	8,924	10,744
应收款项	2,756	2,722	2,856	3,027	3,203
存货净额	5,913	6,289	6,842	7,799	8,634
其他流动资产	107	146	146	146	146
长期投资	38	31	31	31	31
固定资产	3,216	3,603	3,987	4,247	4,069
无形资产及其他资产	771	829	829	829	829
资产总计	18,708	20,478	22,553	25,002	27,655
流动负债	4,463	4,844	5,289	5,879	6,394
短期借款	380	378	365	365	365
应付款项	3,516	3,779	4,236	4,825	5,340
其它流动负债	567	688	688	688	688
非流动负债	1,077	1,104	1,090	1,076	1,063
负债合计	5,540	5,948	6,379	6,955	7,457
股本	1,371	1,371	1,371	1,371	1,371
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2,006	2,007	2,007	2,007	2,007
其他综合收益	-8	45	45	45	45
盈余公积	643	719	803	899	1,009
未分配利润	4,403	5,119	5,908	6,810	7,848
少数股东权益	4,752	5,268	6,039	6,915	7,918

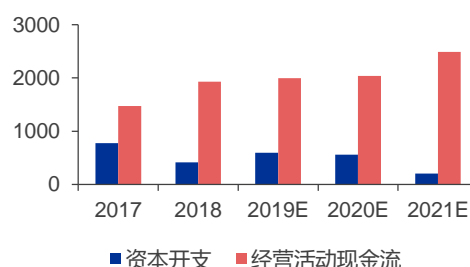
### 收入结构



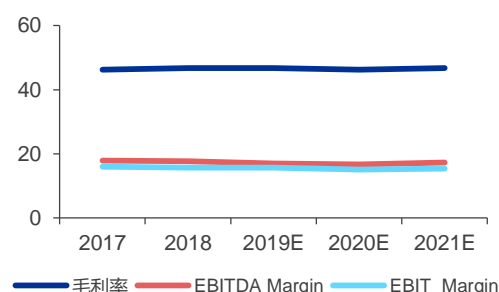
### 成本结构



### 资本开支与经营活动现金流



### 经营利润率(%)



股东权益	13,168	14,529	16,173	18,047	20,198
负债和股东权益合计	18,708	20,478	22,553	25,002	27,655

资料来源：申万宏源研究

## 合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,742	1,823	2,041	2,318	2,656
加：折旧摊销减值	331	403	215	297	385
财务费用	-20	-43	-28	-39	-53
非经营损失	-4	-33	0	0	0
营运资本变动	-576	-79	-230	-538	-496
其它	2	-142	0	0	0
经营活动现金流	1,473	1,928	1,998	2,039	2,492
资本开支	776	414	599	558	207
其它投资现金流	31	31	0	0	0
投资活动现金流	-745	-383	-599	-558	-207
吸收投资	65	61	0	0	0
负债净变化	2	-14	-26	-14	-14
支付股利、利息	635	699	369	406	452
其它融资现金流	0	2	0	0	0
融资活动现金流	-569	-650	-395	-420	-466
净现金流	57	986	1,004	1,061	1,820

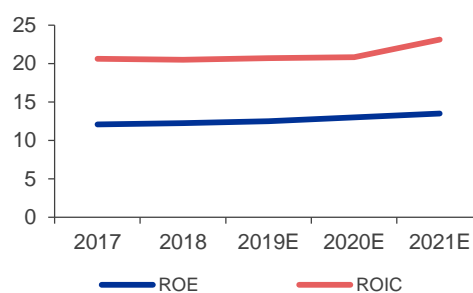
资料来源：申万宏源研究

## 重要财务指标

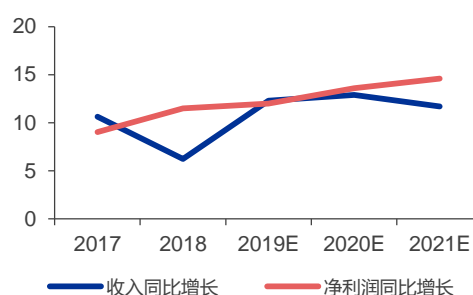
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)					
每股收益	0.74	0.83	0.93	1.05	1.21
每股经营现金流	1.07	1.41	1.46	1.49	1.82
每股红利	0.25	0.26	0.29	0.32	0.37
每股净资产	6.14	6.75	7.39	8.12	8.95
关键运营指标(%)					
ROIC	20.6	20.5	20.7	20.8	23.1
ROE	12.1	12.3	12.5	13.0	13.5
毛利率	46.2	46.8	46.8	46.3	46.8
EBITDA Margin	17.8	17.7	17.0	16.7	17.3
EBIT Margin	16.0	15.7	15.7	15.1	15.4
收入同比增长	10.6	6.2	12.3	12.9	11.7
净利润同比增长	9.0	11.5	12.0	13.6	14.6
资产负债率	29.6	29.1	28.3	27.8	27.0
净资产周转率	1.65	1.61	1.64	1.69	1.72
总资产周转率	0.75	0.73	0.74	0.76	0.76
有效税率	18.7	19.2	19.2	19.2	19.2
股息率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
估值指标(倍)					
P/E	43.3	38.8	34.7	30.5	26.6
P/B	5.2	4.8	4.3	4.0	3.6
EV/Sale	3.3	3.1	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	18.6	17.5	16.1	14.4	12.2

资料来源：申万宏源研究

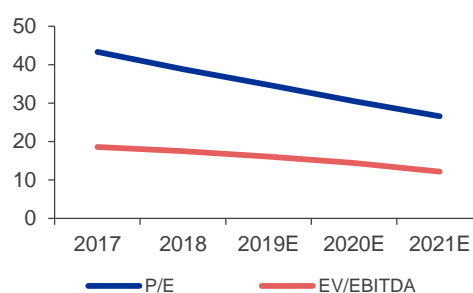
## 投资回报率趋势(%)



## 收入与利润增长趋势(%)



## 相对估值(倍)



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	<a href="mailto:chentao1@swsresearch.com">chentao1@swsresearch.com</a>
华北	李丹	010-66500631	13681212498	<a href="mailto:lidan4@swsresearch.com">lidan4@swsresearch.com</a>
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	<a href="mailto:xiewenni@swsresearch.com">xiewenni@swsresearch.com</a>
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	<a href="mailto:huxinwen@swsresearch.com">huxinwen@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。