

同仁堂三季度营收基本没有增长，单季毛利率还有所下滑，业绩表现低于市场预期。

杜鹏/文

2022年以来，同仁堂（600085.SH）股价并没有跟随指数及板块调整，反而于10月末创下历史新高，最高市值逼近800亿元。

然而，与其靓丽股价形成鲜明反差的是，公司业绩表现并不好。近期发布的三季报显示，其营收仅有微幅增长，如果没有应收款粉饰，大概率将出现下滑。与此同时，公司第三季度毛利率有所下滑，表明终端销售面临压力。此外，公司在不缺钱的情况下，却仍对外大量借钱。

同仁堂尽管短期业绩欠佳，但是长期前景仍被市场看好。券商认为，公司大单品未来有望继续保持量价提升，提供增长动力。

### 应收款粉饰营收

同仁堂2022年前三季度实现营业收入109亿元，同比增长2.03%；净利润10.03亿元，同比增长9.01%。第三季度，公司实现营业收入33.93亿元，同比增长2.09%；净利润2.59亿元，同比下滑12.33%。

这份业绩显著低于市场预期，同仁堂股价在财报公布后第一个交易日开盘直接一字板跌停，并最终在跌停价收盘。次日，公司股价开盘再度接近跌停，全天收盘下跌3.85%。两个交易日，公司股价最大跌幅19%，市值最大蒸发147亿元。

同仁堂2021年前三季度营收增长18%，而2022年前三季度营收仅增长2.03%，相比往年显著放缓。更值得关注的是，2022年三季度末，公司应收账款同比增长18.7%至16.38亿元，相比期初增加63.15%。

2022年前三季度，同仁堂营收同比增加金额仅有2.17亿元，而应收账款相比期初增加额为6.34亿元。如果没有应收账款增加贡献，营收大概率出现下滑。

对于营收表现，同仁堂2022年三季报声称，公司高效统筹疫情防控和生产经营，持续深化营销改革，努力克服新冠肺炎疫情散发等不利因素影响，营业收入同比略有增长。这段话表明，公司经营端确实受到疫情影响。

同仁堂主营业务包括医药工业和医药商业，两者2021年营收分别为88.76亿元、2.41亿元，毛利率分别为48.13%、31.51%。医药工业以生产和销售传统中成药为

主业，主要通过线下零售药店实现销售；医药商业以批发和零售业务为主。

2022年以来，全国多地散发疫情，与感冒相关的四大类药品被管控销售，对药店的客流影响较大。药店是同仁堂最主要的销售渠道，自然会受到疫情较大影响。

### 单季毛利率下降

同仁堂2022年前三季度净利润增长9.01%，高于仅有2%的营收增速，这主要受益于毛利率同比提升0.43个百分点至48.39%。

《证券市场周刊》注意到，2021年年末，公司旗下核心品种有所提价。

按照产品适应症，同仁堂以心脑血管类和补益类两大品类为核心进行研发和营销布局，两大品类2021年营收占医药工业板块营收的比例分别为40.88%、16.4%。

2021年11月底，同仁堂下发调价通知，安宫牛黄丸的销售价格从780元/丸提升至860元/丸，涨幅约10%，新价格从2021年12月1日开始执行。2021年12月底，同仁牛黄清心丸、同仁乌鸡白凤丸、牛黄清胃丸、局方至宝丸、壮骨药酒、跌打丸等宣布提价，6个品种加权平均提价约15%-25%。

不过，从单季度来看，同仁堂毛利率表现却不乐观。财报显示，2022年前三个季度，同仁堂各季毛利率分别为48.25%、51.4%、45.39%，三季度环比下滑明显，同比下降2.56个百分点。

同仁堂提价节点在2021年12月，2022年三季度仍然处于提价受益周期内，为何期间毛利率却出现下滑了呢？

对此，同仁堂2022年三季报并没有给出解释。不过，根据其业务结构推断，最大的可能是公司两大业务板块占比有所变动所致。公司医药工业和医药商业2021年毛利率分别为48.13%、31.51%，医药工业营收占比下降、医药商业营收占比上升，自然导致综合毛利率下降。

在核心产品提价的情况下，同仁堂医药工业营收占比在2022年三季度仍有下降，说明终端销售状况不容乐观。

在毛利率下降的情况下，同仁堂积极压缩各种费用开支，2022年第三季度销售费用从7.28亿元减少至6.84亿元，研发费用从4846万元减少至3984万元。不过，这仍未能抵消毛利率下降影响，公司第三季度净利润还是同比下滑12.33%。

除了损益表以外，同仁堂资产负债表也有值得商榷的地方。

同仁堂是一家并不缺钱的上市公司，2022年三季度末，账面上货币资金高达113.84亿元。与此同时，公司创造现金能力强劲，每年都有巨额真金白银流入，2020-2021年及2022年前三季度，经营现金流净额分别为21.75亿元、34.26亿元、24.13亿元。

然而，同仁堂却向金融机构借了不少的有息负债。2022年三季度末，公司短期借款3.34亿元、一年内到期的非流动负债4.48亿元、长期借款12.39亿元，有息负债合计20.21亿元。

同仁堂既然不缺钱，为何还要对外大量借钱呢？这种做法或许并不符合全体股东利益。在此背后，上市公司有部分贷款来自集团。

10月28日，同仁堂发布公告称，控股股东同仁堂集团对上市公司及控股子公司同仁堂科技、同仁堂商业以委托贷款形式拨付国有资本经营预算资金共计8560万元即将期满，公司及控股子公司将与控股股东继续签订委托贷款协议。

不缺钱的同仁堂为何要接受来自集团的委托贷款呢？

前景仍被看好

同仁堂尽管短期业绩表现欠佳，但其长期前景仍被市场所看好。

2021年，同仁堂逐步完成核心管理层调整，原公司总经理邱淑兵接任董事长，原公司副总经理张朝华接任总经理。现任董事长邱淑兵曾任职于同仁堂药酒分公司、同仁堂股份公司、同仁堂商业公司、同仁堂中药配方颗粒公司、同仁堂生物制品公司等。

对此，天风证券认为，邱淑兵深谙公司多项业务的管理，其余核心管理团队也多为业务骨干出身，新一届管理层任命完成有利于公司经营的持续和稳定，推进业务进一步发展。

2022年以来，尽管受到疫情影响及业绩面临挑战，但以邱淑兵为首的管理层仍然给全体员工进行加薪。财报显示，公司2022年前三季度支付给职工以及为职工支付的现金同比增加6.75%至21.19亿元，高于2%的营收增幅，这有利于调动职工积极性。

在医药工业板块，同仁堂深入贯彻大品种战略。

其中，安宫牛黄丸是公司核心大单品。国海证券发布的研究报告称，2020年安宫牛黄丸相关收入对总营收贡献比高达23.42%。如果换算成对医药工业板块贡献，比例将直接翻倍。

安宫牛黄丸由11味名贵药材精制而成，主要功效为清热、开窍、安神。从国内市场竞争格局看，安宫牛黄丸已被同仁堂贴上品牌标签，同仁堂一家独大，占比持续稳定过半，品牌优势显著。

同仁堂安宫牛黄丸销售额近年来一直保持30%以上的高速增长，2020年疫情原因导致增速放缓，米内网数据显示2021年同仁堂安宫牛黄丸销售额增速迅速回暖至28.34%，未来成长空间依然巨大。

从量来看，2021年国内零售市场安宫牛黄丸总体销售量约735万丸，未来随着适应症扩大，国海证券预计2030年销售量将达到2500万丸左右，有2-3倍增量空间。从价来看，同仁堂安宫牛黄丸天然原材料稀缺且存在使用限制，产品具备护城河属性，存在长期提价空间。

除了安宫牛黄丸以外，同仁堂重点发展的大单品还包括同仁大活络丸、同仁牛黄清心丸、六味地黄丸、灵芝孢子粉、金匮肾气丸。与此同时，同仁堂产品储备丰富，拥有800余个中成药品种，常年生产的超过400种，有利于发掘潜力大品种。

国海证券认为，同仁堂研发策略围绕大品种开展，同步进行大品种的二次培育及适应症拓展，以扩容现有大品种的规模体量，未来大品种具备持续快速增长的动力。

在行业层面，中医药政策红利持续释放，国家大力支持中医药事业，深化医疗保障制度改革与医疗服务定价改革，坚持中西医并重，支持和促进中医药传承创新发展。信达证券认为，疫情催化新零售渠道变革，线上渠道高速扩张，催化品牌集中度进一步提升，品牌延展、渠道扩张、定价能力强的品牌中药企业将逐渐步入高质量发展阶段。

《证券市场周刊》给同仁堂证券部发去了采访函，截至发稿未收到回复。