

# 基于市净率法的同仁堂股价估值分析

孙嘉鸿, 王璇琪

杭州电子科技大学, 浙江 杭州

收稿日期: 2022年4月19日; 录用日期: 2022年5月6日; 发布日期: 2022年5月26日

## 摘要

本文以国药名店同仁堂为研究对象, 通过可比公司法和直接预测法对市净率进行预估, 在此基础上对同仁堂股票进行估值。研究发现, 可比公司法的估值结果比直接预测市净率的方法更接近于实际股价, 其关键在于可比公司的选择。研究结果对科学评估我国名药店的股票价值具有参考价值, 也为后续研究打下了基础。

## 关键词

可比公司, 市净率法, 股票估值, 同仁堂

# Valuation Analysis of Tong Ren Tang's Price Based on PB Ratio Method

Jiahong Sun, Xuanqi Wang

Hangzhou Dianzi University, Hangzhou Zhejiang

Received: Apr. 19<sup>th</sup>, 2022; accepted: May 6<sup>th</sup>, 2022; published: May 26<sup>th</sup>, 2022

## Abstract

Taking a famous Chinese medicine store of Tong Ren Tang as the research object, this paper estimates the PB ratio by means of both comparable company law and directly forecasting method, and then evaluates the value of shares of Tong Ren Tang. The results show that valuation results based on comparable companies are closer to the actual stock price than the direct prediction way of PB ratio, while the key lies in the selection of comparable companies. The research results have reference value for scientific evaluation of the stock price of famous drugstores in China, and also lay a foundation for the follow-up research.

## Keywords

### Comparable Companies, The PB Ratio Method, Equity Valuation, Tong Ren Tang

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

对股价进行合理估值和预判是投资者能否做出理性决策以及股票市场能否健康发展的重要依据。近年来随着人民生活水平不断提高,越来越多的人选择通过中医中药预防和治疗疾病,中药需求量不断增加,中药行业蓬勃发展,同仁堂等国药名店经久不衰。因此,对中药行业龙头企业同仁堂进行股票估值分析,具有一定的行业代表性和现实意义。

目前围绕企业价值理论,以上市公司的财务数据和预期发展前景为依据,主要衍生出两类估值方法。一类是相对估值法,包括市盈率法、市净率法、市销率法和企业价值倍数法等;另一类是绝对估值法,包括折现现金流法、股利折现模型和经济增加值折现法等。本文采用市净率估值法对同仁堂 2021 年股票价值进行评估,为评估同仁堂之类的国药名店价值提供参考。

## 2. 文献综述

股票估值是上市公司对基本情况进行分析的重要手段,可分为绝对估值法和相对估值法两大类。程继爽(2009)认为绝对估值法中的贴现现金流模型能够很好的体现企业的真正价值,且不会受到其他企业和投资者预期的影响,但该模型要求对企业的未来现金流进行准确的预测[1]。依据目前我国上市公司的信息披露程度,在准确预测企业未来现金流方面还存在着一定的困难。桑菲菲(2020)在研究不同股票模型的行业适用性中指出,尽管股利折现模型也能反映资产长期的内在价值,但该模型更依赖于企业拥有稳定的股利分配政策,事实上,大多数公司的股利政策并不稳定[2]。李汶静等(2020)以 H 公司 2019 年的股票为例对于两种估值方法进行了综合比较,发现与实际股价相比固定股利增长模型下误差大于使用相对估值法下的误差,这是因为股利增长模型有来自公司内部因素以及假设因素对结果产生了一定的偏差[3]。在相对估值法中,对于发展较为成熟的公司来说,在市净率法下得出的估值在理论上比市盈率法更为精确。Lie 等(2002)通过相对估值法关于企业价值相关性的研究中指出市净率是最适用于企业价值评估的方法[4]。李彦甫(2016)认为对上市公司进行价值评估时选择的估值模型是否与该企业的基本特征相兼容才是重要的基本原则之一,并得出市净率模型对证券公司的价值评估具有较高的准确度和解释度[5]。胡晓明(2020)对财险公司的案例分析中也得出了市净率法下的股票估值理论依据更加清晰的结论[6]。以此看出市净率法在对成熟公司股票估值方面更为准确。由于市净率越小,表明该支股票被高估的可能性就越小,那么投资该股票的风险也将越小,大多数风险厌恶者也更偏向于用市净率的方法进行股票的估值。

市净率法的难点在于可比公司的选择。Alford (1992)提出了选择可比企业的标准,并对所选可比企业的标准因素进行了具体的分析,发现以企业的净资产收益率作为划分可比企业的标准[7]。武桐和姚定俊(2017)利用市净率法选取在经营范围、主营业务等方面类似的可比公司,结果发现在市净率法下的估值结果更接近于真实股价,能够更加反映出公司该股票是否被高估或者低估[8]。申凡伟和谭泽芸(2021)通过选择 4 家可比公司对上市公司中国建筑的投资价值采用了市净率法进行分析,发现估值结果与实际情况相符[9]。

从以上文献对股票估值法的分析中发现, 相对估值法和绝对估值法均存在一定的局限性。绝对估值法的局限性在于公司的内部因素以及假设因素容易对结果产生较大的偏差; 而相对估值法则来源于对市净率和市盈率等价值乘数的估计, 比如市净率法依赖于企业每股净资产的情况, 相对每股收益而言, 要求每股净资产更加稳定。因此, 对于股票估值应当根据不同的企业的实际情况, 考虑各个因素对估值结果的影响, 并判断估值结果与实际情况的误差大小, 最终选取适合企业的股票估值方法。

由于同仁堂作为中药行业的龙头企业, 规模大、盈利能力稳定, 从理论上来看, 适合采用市净率法进行估值。下文将通过选择可比公司, 采用市净率法对同仁堂进行股票估值, 并与直接预测市净率进行对比, 为探索评估国药名店价值的方法提供参考。

### 3. 案例介绍

北京同仁堂股份有限公司(以下简称为同仁堂)于1997年6月18日成立, 并于1997年6月25日在上海证券交易所正式挂牌。同仁堂是我国知名中药企业之一, 是久负盛名的中华老字号。业务范围包括现代化制药工业、零售医药和医疗服务, 以安宫牛黄丸等为代表的十大王牌产品家喻户晓, 蜚声海内外。在中医药行业里, 可谓是行业地位、历史文化的代表。2002年, 同仁堂被国家工业经济联合会和名牌战略推进委员会, 推荐为最具冲击世界名牌的16家企业之一。图1为同仁堂2010~2020年的公司净利润。

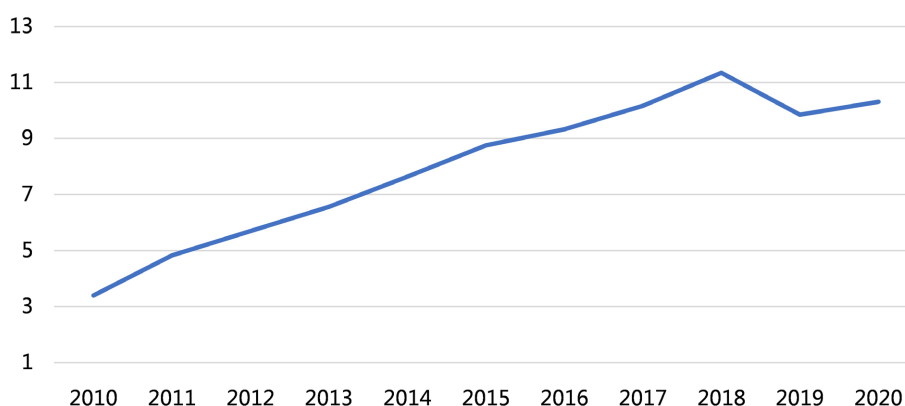


Figure 1. Net profit of Tong Ren Tang from 2010 to 2020 (100 million Yuan)

图1. 同仁堂2010~2020年公司净利润(亿元)

由图1可看出, 同仁堂各年度的净利润均为正, 表明其属于成熟且具有稳定盈利的企业。因此, 同仁堂的股票适合采用市净率法进行估值。

同仁堂2016~2020年主要财务指标见表1。

Table 1. Major financial indicators of Tong Ren Tang from 2016 to 2020

表1. 同仁堂2016~2020年主要财务指标

财务指标		2016	2017	2018	2019	2020
盈利能力(%)	净资产收益率	11.97	12.09	12.25	10.67	10.82
	销售净利率	12.92	13.02	12.83	11.76	12.60
	流动比率	3.43	3.29	3.31	3.29	2.95
偿还能力(%)	现金比率	149.42	132.35	141.56	154.43	149.17
	资产负债率	29.2	29.61	29.05	29.93	28.81

## Continued

营运能力(次)	应收账款周转率	13.51	12.75	12.00	11.05	8.24
	存货周转率	1.26	1.28	1.24	1.15	1.13
成长能力(%)	净利润增长率	6.63	11.50	4.64	-14.317	3.51
	净资产增长率	11.11	9.02	10.33	0.90	6.04

由于市净率法需要筛选可比公司, 下文将从盈利能力、偿还能力、营运能力和成长能力这四个方面为同仁堂估值选择可比公司。

#### 4. 估值分析

市净率法属于相对估值法, 主要通过选取可比公司, 计算可比公司的价格乘数, 通过该价格乘数得到目标公司理论价值的估计值。

市净率估值法的计算公式可表示为:

$$P = PB \times NAPS \quad (1)$$

其中,  $P$  为目标公司理论价值,  $PB$  为目标公司预测市净率,  $NAPS$  为目标公司预测每股净资产。

选择同仁堂为目标公司, 评估基准日为 2021 年 12 月 31 日。

##### 4.1. 可比公司法

本文参考 Alford (1992) [7] 提出的原则并结合张晓慧等(2015) [10] 的研究结果, 从盈利能力、偿债能力、营运能力和成长能力这四个方面的财务指标选择可比公司。首先, 利用同花顺数据库中筛选功能选出了同处中医药行业且主营业务相似的企业; 然后, 选择了上述大部分财务指标偏离同仁堂指标 20% 以内的 5 家上市公司作为可比公司, 分别为云南白药、步长制药、奇正藏药、马应龙和羚锐制药。这 5 家可比公司与同仁堂在盈利能力、偿还能力、营运能力、成长能力等方面类似。表 2 为可比上市企业 2020 年财务指标。

**Table 2.** Financial indicators at the end of 2020 for five comparable listed companies

**表 2.** 五家可比上市企业 2020 年末财务指标

财务指标		云南白药	步长制药	奇正藏药	马应龙	羚锐制药
盈利能力(%)	净资产收益率	14.46	13.61	17.01	14.71	13.34
	销售净利润	16.83	11.51	27.50	15.01	13.91
	流动比率	3.15	1.02	3.90	3.88	1.08
偿还能力(%)	现金比率	169.52	23.76	240.00	258.66	74.04
	资产负债率	30.56	39.65	40.92	23.79	32.84
营运能力(次)	应收账款周转率	6.28	12.85	47.32	30.02	3.70
	存货周转率	2.08	1.59	2.64	6.05	1.74
成长能力(%)	净利润增长率	32.06	-6.12	11.40	21.86	10.66
	净资产增长率	0.64	0.17	16.48	11.83	4.58

市净率计算公式为:

$$PB = \frac{P}{NAPS} \quad (2)$$

将各可比公司 2021 年 12 月 31 日收盘价  $P_i$  和每股净资产  $NAPS_i$  代入公式(2), 计算得到相应的市净率  $PB_i$ , 见表 3。

**Table 3.** Average price-to-book ratio of 5 comparable listed companies at the end of 2021 (%)

**表 3.** 5 家可比上市企业 2021 年末的市净率均值(%)

企业	云南白药	步长制药	奇正藏药	马应龙	羚锐制药
市净率 $PB_i$	3.54	1.67	5.47	4.04	4.00

因此, 求得这 5 家企业的平均市净率为:

$$PB = \frac{\sum_{i=1}^5 PB_i}{5} = 3.74\%$$

所以预测同仁堂 2021 年市净率为 3.74%。

表 4 为同仁堂 2015~2020 年每股净资产及增长率。

**Table 4.** Net assets and growth rate per share of Tong Ren Tang from 2015 to 2020

**表 4.** 同仁堂 2015~2020 年每股净资产及增长率

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020
每股净资产	5.19	5.68	6.14	6.75	6.73	7.17
增长率 $V_i$	/	9.44	8.10	9.93	-0.30	6.54

为简便计算, 本文选用 2016~2020 年的每股净资产的几何平均作为 2021 年预测每股净资产增长率, 公式为:

$$V = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n (1+V_i)} - 1 \quad (3)$$

将同仁堂 2016~2020 年的每股净资产增长率代入公式(3), 得到同仁堂 2021 年预测每股净资产增长率为:

$$V = 6.68\%$$

由此得到预测 2021 年每股净资产为:

$$NAPS = NAPS_0 \times (1+V) = 7.17 \times (1+6.68\%) = 7.65(\text{元})$$

将上述预测每股净资产  $NAPS$ 、预测市净率  $PB$  代入公式(1)得:

$$P = 7.65 \times 3.74 = 28.61(\text{元})$$

故计算得到同仁堂每股股价为 28.61 元, 计算结果与同仁堂在 2021 年 12 月 31 日的实际股价 44.98 元相比低了 36.39%。

## 4.2. 预测市净率法

作为市净率估值法中可比公司法的对比, 根据同仁堂 2016~2020 年市净率的变化趋势, 测算同仁堂在 2021 年的市净率。表 5 为同仁堂 2015~2020 年市净率及市净率增长率。

**Table 5.** Tong Ren Tang 2015~2020 price-to-book ratio  
**表 5.** 同仁堂 2015~2020 年市净率

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020
市净率	8.96	5.67	5.37	4.20	3.95	3.43
增长率 $V_i$	/	-36.7	-5.29	-21.79	-5.95	-13.16

首先, 计算这 5 年间公司市净率增长率的平均值。由于几何平均更适用于平均速率的计算, 所以选取几何平均数作为市净率增长率的平均值, 公式与计算同仁堂 2021 年预测每股净资产增长率相同, 将同仁堂 2016~2020 年市净率增长率代入公式(3)得到:

$$V = -17.4\%$$

然后, 由此估算得同仁堂在 2021 年的市净率为:

$$PB = PB_0 \times (1 + V) = 3.43 \times (1 - 17.4\%) = 2.83$$

最后, 将上述预测的每股净资产  $NAPS$ 、预测的市净率  $PB$  代入公式(1)得:

$$P = 7.65 \times 2.83 = 21.65(\text{元})$$

故 2021 年末的估计股价为 21.65 元。该估值结果与实际估计 44.98 元相比, 低了 51.88%。可见, 可比公司法在市净率法的运用中更为合理。

## 5. 结论

采用可比公司市净率法, 通过选取与同仁堂在盈利能力、偿还能力、营运能力、成长能力等方面类似的企业, 计算得到了 5 家可比企业的平均市净率。在此基础上, 根据同仁堂 2021 年每股净资产计算得到其每股股价。随后, 通过预测市净率法对同仁堂的股价进行估值对比。研究发现, 计算得出的每股股价均低于实际股价, 但可比公司市净率法估值结果优于预测市净率法。在实际操作中, 市净率法的估值结果还需乘上折扣系数进行调整(金辉等, 2017) [11], 这部分的研究工作将在后期展开。总之, 虽然市净率估值法的结果尚存在一定误差, 但对估计同仁堂之类的中国名药店价值仍具有参考价值; 在市净率法中, 可比公司法优于直接预测法。

## 致 谢

本文从选题到分析再到得出研究结论的整个过程, 都离不开金辉老师悉心的指导。在此, 向金老师表达真挚的谢意。当然, 文责自负。

## 参考文献

- [1] 程继爽, 程锋. 股票估值在我国的应用与展望[J]. 商业会计, 2009(17): 43-44.
- [2] 桑菲菲. 股票估值模型的行业适用性分析——以房地产行业为例[J]. 生产力研究, 2020(3): 111-114+118.
- [3] 李汶静, 张军, 刘慧. 股票估值方法的比较研究——以 H 公司为例[J]. 中国集体经济, 2020(26): 81-82.
- [4] Lie, E. and Lie, H.J. (2002) Multiples Used to Estimate Corporate Value. *Financial Analysts Journal*, **58**, 44-54. <https://doi.org/10.2469/faj.v58.n2.2522>
- [5] 李彦甫. 行业特征与行业特定估值模型研究[J]. 经济与管理研究, 2016, 37(10): 126-137.
- [6] 胡晓明, 钱逸鑫, 孙洁, 武志平. 财险公司市场法评估适用性案例分析[J]. 财会月刊, 2020(5): 20-26.
- [7] Alford, A.W. (1992) The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method. *Journal of Accounting Research*, **30**, 94-108. <https://doi.org/10.2307/2491093>

- [8] 武桐, 姚定俊. 中国文化传媒行业上市公司股票估值研究——以幸福蓝海股份有限公司为例[J]. 现代商业, 2017(33): 41-43.
- [9] 申凡伟, 谭泽荟. 基于股票估值方法的上市公司投资价值分析——以中国建筑为例[J]. 商业会计, 2021(9): 97-101.
- [10] 张晓慧, 孔淑慧. 企业价值评估市场法中可比公司选择优化研究——基于主成分分析的视角[J]. 经济研究参考, 2015(72): 51-61.
- [11] 金辉, 金晓兰. 基于行业 PE 和 PB 的我国新三板企业价值评估[J]. 中国资产评估, 2017(7): 33-38.