

中成药

达仁堂 (600329.SH)

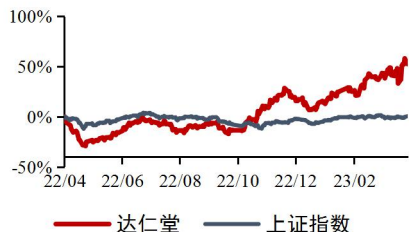
买入-B(维持)

战略清晰，营销整合初见成效

2023年4月3日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年4月3日

收盘价(元):	38.99
年内最高/最低(元):	41.48/17.98
流通A股/总股本(亿):	5.66/7.73
流通A股市值(亿):	220.63
总市值(亿):	301.57

基础数据：2022年12月31日

基本每股收益:	1.12
摊薄每股收益:	1.12
每股净资产(元):	8.47
净资产收益率:	13.33

资料来源：最闻

分析师:

魏贇

执业登记编码: S0760522030005

邮箱: weiyun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2022 年年报，全年实现收入 82.49 亿元 (+19.42%)，归母净利润 8.62 亿元 (+12.05%)，扣非归母净利润 7.69 亿元 (+3.94%)。2022Q4 单季度实现收入 26.86 亿元 (+72.71%)，归母净利润 1.33 亿元 (+23.41%)，扣非归母净利润 1.21 亿元 (+16.5%)。实现经营活动现金流净额 6.77 亿元，实现 EPS1.12 元。

事件点评

➢ **战略层面实施“1+5”布局，落实“三核九翼”规划。**“1+5”布局是中长期产业规划，“1+”是打造达仁堂主品牌，以此为引领，明确“隆顺榕”、“乐仁堂”、“京万红”等子品牌定位。“5”是布局五大产业方向：绿色中药做大做强；强化精品饮片业务，整合中药饮片资源，布局 GAP 基地建设；“达仁堂大药房”精品国药连锁建设；探索“药道地，精医道”的医养结合为中医特色的达仁堂中医诊疗品牌连锁；整合公司旗下品牌和产品资源，布局药食同源的大健康品类和功能性品类业务。“三核九翼”是中成药板块中短期方向。第一核是构建心脑血管产品线。以速效救心丸为龙头，统筹舒脑欣滴丸、通脉养心丸、参附强心丸等产品矩阵的市场协同，提供心脑血管领域多病种解决方案。第二核是立足皮肤创面修复，以京万红软膏为主品种，强化创面修复品牌。第三核则是以“达仁堂”承载精品国药。“九翼”是推动以清咽滴丸为代表的呼吸类产品、以胃肠安丸为代表的消化类产品、以痹祺胶囊为代表的风湿骨痛类产品、以癃清片为代表的泌尿类产品、以乌鸡白凤片为代表的妇儿类产品、以紫龙金片为代表的肿瘤类产品等专科线发展。

➢ **推动营销创新，推进成药提质上量。**2022 年公司管理费用率为 4.58%，同比下降 0.8pct；销售费用率为 23.87%，同比增长 1.3pct。工业板块毛利率 56.49%，同比下降 0.23pct，ROE（摊薄）13.21%，同比提升 1.12pct。2023 年速效救心丸增长 2.3 亿元，销量增长 15%；重新启动清宫寿桃丸销售，销售收入同比增长 288.7%；京万红降库存明显，金芪降糖片同比增幅达到 20%。清肺消炎丸、清咽滴丸销售量分别同比增长 59.89%、47.11%。

公司去年进行了组织架构调整，优化工业营销组织架构，突出营销平台专业品类定位，构建快速响应的营销体系。1、成立商销事业部营销平台，打造普药产品和第三终端营销平台。2、成立天津中新医药完成商业板块整合。3、新成立药材资源中心，推进药材公司经营模式转变，强化对内保供应和对外经营两个职能。4、推进达仁堂连锁大药房建设，探索达仁堂医院全新运营模式。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





今年，营销层面以“骄子工程”立足做大主品，提升盈利能力和费用摊销水平；以“宝贝计划”发掘产品独家或有特色治疗优势的产品潜能，构建多元产品矩阵；以“青苗计划”培育潜力品种，储能蓄势。规范价格体系，推动销售工作全面下沉到市场。向多终端销售拓展，拓展商业专科医院及互联网医疗模块、商业医药零售模块；强化电商平台，拓展第四终端市场；布局出海业务，助力品牌和业务提升。

➤ **“十四五”产品规划明确。**根据公司“十四五”规划，在2022年稳定基础结构之后，2023年开始每年工业板块收入增长目标不低于18%（2023年以2021年为基础）。“十四五”末，规划速效救心丸销售规模20亿元以上；通脉养心丸和清咽滴丸是5-10亿元规模；胃肠安丸、癃清片和痹祺胶囊是3-5亿元规模；清肺消炎丸和治咳川贝枇杷滴丸计划每年不低于20%的增速。安宫牛黄丸、牛黄清心丸、清宫寿桃丸三个国家级非遗产品以及海马补肾丸等产品将依托达仁堂销售公司，重点打造精品国药。未来会以达仁堂为主强化品牌建设，进行全产业链赋能。

#### 投资建议

➤ 公司控股股东混改落地，公司中药品牌、品种、老字号资源丰富，已经制定了十四五规划，以三核九翼、五大战略、叠加品牌建设，在营销变革、经营改善、激励到位的前提下，我们认为公司的收入和利润增速继续增长。预计公司2023~2025年归母净利润分别为10.25亿元、12.34亿元、14.96亿元，EPS分别为1.32、1.60、1.93元，PE分别为29.4、24.4、20.2倍，维持“买入-B”评级。

#### 风险提示

➤ 包括但不限于：疫情反复；上游药材价格上涨；集采导致产品降价；管理和营销优化效果不及预期；核心品种提价及销售不及预期等。

#### 财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,908	8,249	9,216	10,424	11,803
YoY(%)	4.6	19.4	11.7	13.1	13.2
净利润(百万元)	769	862	1,025	1,234	1,496
YoY(%)	16.2	12.0	18.9	20.4	21.3
毛利率(%)	39.9	39.9	40.9	41.4	41.9
EPS(摊薄/元)	0.99	1.11	1.32	1.60	1.93
ROE(%)	12.1	13.3	15.5	16.6	17.7
P/E(倍)	39.2	35.0	29.4	24.4	20.2
P/B(倍)	4.7	4.6	4.5	4.0	3.5
净利率(%)	11.1	10.4	11.1	11.8	12.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6425	7245	7233	8226	9099
现金	2283	2883	2704	2962	3448
应收票据及应收账款	1871	2245	2251	2961	3092
预付账款	49	72	72	94	90
存货	1525	1429	1684	1618	1899
其他流动资产	697	617	522	591	570
<b>非流动资产</b>	2642	2912	3236	3598	3979
长期投资	730	760	980	1203	1426
固定资产	1152	1128	1254	1398	1545
无形资产	203	292	303	319	338
其他非流动资产	558	731	700	678	670
<b>资产总计</b>	9067	10157	10469	11824	13078
<b>流动负债</b>	2434	3333	3494	4049	4283
短期借款	0	102	202	117	64
应付票据及应付账款	1242	1406	1580	1861	2113
其他流动负债	1191	1826	1713	2070	2106
<b>非流动负债</b>	119	272	243	216	188
长期借款	0	151	123	95	67
其他非流动负债	119	120	120	120	120
<b>负债合计</b>	2553	3605	3738	4264	4470
少数股东权益	149	30	51	75	105
股本	773	773	773	773	773
资本公积	1374	1048	1048	1048	1048
留存收益	4218	4700	5109	5559	6065
归属母公司股东权益	6364	6521	6680	7485	8502
<b>负债和股东权益</b>	9067	10157	10469	11824	13078

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	852	677	775	1037	1305
净利润	787	873	1045	1259	1526
折旧摊销	117	119	115	136	157
财务费用	-46	-40	-37	-34	-45
投资损失	-213	-274	-217	-226	-233
营运资金变动	131	-64	-131	-98	-100
其他经营现金流	77	63	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-312	-12	-223	-272	-306
<b>筹资活动现金流</b>	-245	-237	-882	-414	-456
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.11	1.32	1.60	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	0.88	1.00	1.34	1.69
每股净资产(最新摊薄)	8.23	8.43	8.64	9.68	10.99

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	6908	8249	9216	10424	11803
营业成本	4150	4956	5448	6108	6857
营业税金及附加	64	77	86	97	110
营业费用	1556	1969	2166	2397	2656
管理费用	373	378	396	438	484
研发费用	161	153	170	191	214
财务费用	-46	-40	-37	-34	-45
资产减值损失	-18	-58	-42	-53	-62
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	213	274	217	226	233
<b>营业利润</b>	867	980	1170	1409	1708
营业外收入	9	3	0	0	0
营业外支出	3	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	873	980	1170	1409	1708
所得税	86	107	125	150	182
<b>税后利润</b>	787	873	1045	1259	1526
少数股东损益	18	11	20	25	30
<b>归属母公司净利润</b>	769	862	1025	1234	1496
EBITDA	921	1029	1215	1473	1777

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	4.6	19.4	11.7	13.1	13.2
营业利润(%)	10.4	13.1	19.4	20.4	21.3
归属于母公司净利润(%)	16.2	12.0	18.9	20.4	21.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	39.9	39.9	40.9	41.4	41.9
净利率(%)	11.1	10.4	11.1	11.8	12.7
ROE(%)	12.1	13.3	15.5	16.6	17.7
ROIC(%)	11.2	11.8	13.8	15.3	16.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	28.2	35.5	35.7	36.1	34.2
流动比率	2.6	2.2	2.1	2.0	2.1
速动比率	1.7	1.6	1.4	1.5	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	3.6	4.0	4.1	4.0	3.9
应付账款周转率	3.9	3.7	3.7	3.6	3.5
<b>估值比率</b>					
P/E	39.2	35.0	29.4	24.4	20.2
P/B	4.7	4.6	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	30.6	26.9	23.0	18.7	15.2

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

