

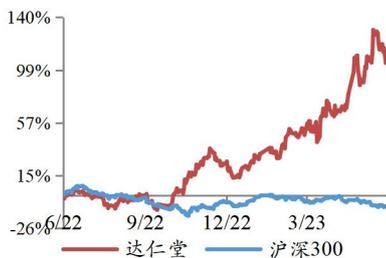
混改落地，百年中药企业焕发新生态

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-06-11

收盘价（元）	47.96
近12个月最高/最低（元）	54.12/20.76
总股本（百万股）	770
流通股本（百万股）	566
流通股比例（%）	73.47
总市值（亿元）	369
流通市值（亿元）	271

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

主要观点：

● 百年中药企业，混改后焕发新机。

达仁堂 1914 年在天津创办，2001 年在上海证券交易所挂牌上市。2020 年母公司天津市医药集团有限公司（天津医药集团）完成国企混改，其 67% 股权公开挂牌转让项目的最终受让方为津沪深生物医药科技有限公司（津沪深医药）。混改后，天津市国资委不再为达仁堂实际控制人，津沪深医药间接控达仁堂，津沪深医药无实际控制人。2021 年 12 月，张铭芮女士担任董事长，她曾担任太极集团公司常务副总经理，行业经验丰富。公司产品覆盖广泛，以中药业务为主，同时涵盖化学药业务。主打产品速效救心丸知名度高，销售广泛。

● 依托主打产品“速效救心丸”，打造心脑血管产品线。

近年，我国心脑血管疾病发病率和死亡率持续增长，心脑血管相关药品需求量持续增长。“速效救心丸”在心脑血管治疗领域，知名度高，销量和市占率持续增长，2021 年速效救心丸实现收入 13 亿元，2022 年继续维持增长。公司依托“速效救心丸”建立了心脑血管产品线，公司计划通过持续学术推广和速效救心丸的知名度来带动心脑血管系列产品销售。在医疗端，以“中国心，健康行”作为工作主线，全年累计开发医院数千户，开展学术会议数百场，着力打造标杆型科室和标杆型医院。

● 公司全面推动“三核九翼”和“1+5”新布局，重点产品的二次开发，持续开展科研创新

2022 年，达仁堂全面布局“三核九翼”中短期战略规划和“1+5”中长期战略布局，2023 年公司计划继续推进，力争市场营销板块新突破。公司市场开拓工作围绕着“三核”开展，建立心脑血管线产品线：强化以京万红软膏为主的皮肤品牌建设和精品国药系列产品。公司在“三核”的基础上建设“九翼”协同产品布局优化。“1+5”战略布局聚焦“达仁堂”主品牌，精心布局中医药相关产业。

2022 年，达仁堂研发投入总额为 1.51 亿元，目前完成了速效救心丸、通脉养心丸、胃肠安丸等共计 12 个中药重点品种，6 个潜力品种的资料整理，提出研发方向 55 条，形成科研项目立项建议 27 项，完成 33 个项目的节点目标。

● 投资建议

达仁堂拥有百年历史，2020 年完成混改，提出并推动全新“三核九翼”和“1+5”战略规划。公司拥有知名产品“速效救心丸”，并建立心脑血管产品线。随着公司战略布局的推进，未来业绩具有发展潜力。我们预计公司 2023~2025 年收入分别 91.8/103.7/117.6 亿元，分别同比增长 11%/13%/14%，归母净利润分别为 10.8/13.3/16.3 亿元，分别同比增长 25%/23%/23%，

对应估值为 34X/28X/23X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8249	9176	10368	11764
收入同比 (%)	19.4%	11.2%	13.0%	13.5%
归属母公司净利润	862	1077	1328	1631
净利润同比 (%)	12.0%	25.0%	23.3%	22.8%
毛利率 (%)	39.9%	40.3%	41.6%	43.0%
ROE (%)	13.2%	14.2%	14.9%	15.5%
每股收益 (元)	1.12	1.40	1.72	2.12
P/E	25.98	34.30	27.81	22.65
P/B	3.45	4.86	4.14	3.50
EV/EBITDA	24.69	22.88	18.48	14.85

资料来源: wind, 华安证券研究所

● **风险提示**

政策风险, 成本上升风险, 研发风险等。

正文目录

1 达仁堂：百年中药企业，混改后焕发新机.....	5
2 全面推动“三核九翼”和“1+5”新布局，力求核心产品销量再上阶梯.....	10
2.1 推进“三核九翼”和“1+5”战略布局，稳定发展绿色中药.....	10
2.2 依托王牌产品“速效救心丸”，打造心脑血管产品线.....	12
2.3 公司其它产品线丰富，京万红和精品国药产品布局清晰.....	14
2.4 重点产品二次开发，持续开展科研创新.....	16
3 盈利预测与投资建议.....	17
3.1 盈利预测与估值分析.....	17
3.2 投资逻辑与建议.....	18
风险提示：.....	19
财务报表与盈利预测.....	20

图表目录

图表 1 公司介绍	5
图表 2 公司发展历程	5
图表 3 公司混改前股权架构 (截止 2020 年年报)	6
图表 4 公司混改后股权架构 (截止至 2022 年年报)	6
图表 5 达仁堂主要子公司	6
图表 6 达仁堂 2023-2025 年股东回报规划: 现金分红条件及政策	7
图表 7 达仁堂 2023-2025 年股东回报规划: 利润分配方案	7
图表 8 达仁堂高管团队	7
图表 9 达仁堂 2016-2023Q1 营业总收入情况 (亿元, %)	8
图表 10 达仁堂 2016-2023Q1 归母净利润情况 (亿元, %)	8
图表 11 达仁堂 2016-2023Q1 毛利率和净利率 (%)	9
图表 12 达仁堂 2016-2023Q1 费用结构 (%)	9
图表 13 达仁堂 2016-2023Q1 营业收入按产品拆分 (亿元)	10
图表 14 达仁堂 2016-2023Q1 各产品在营业收入中占比 (%)	10
图表 15 津药集团“三核九翼”整体战略规划示意图	10
图表 16 津药集团“1+5”战略布局示意图	11
图表 17 2015 年城市居民主要疾病死亡率构成	12
图表 18 2020 年城市居民主要疾病死亡率构成	12
图表 19 速效救心丸市占率	13
图表 20 2017-2022 年速效救心丸销量	13
图表 21 达仁堂心脑血管产品线主要产品	13
图表 22 达仁堂除心脑血管产品外的主要产品	14
图表 23 公司主要研发项目基本情况	16
图表 24 业绩拆分 (百万元)	17
图表 25 可比估值	17

1 达仁堂：百年中药企业，混改后焕发新机

津药达仁堂集团股份有限公司是以绿色中药为核心，集生产、经营、科研为一体，业务涵盖中药全产业链，覆盖中药材种植、中药材贸易、中成药研发生产及销售、中药饮片生产销售、医药商业物流、药品零售、化学原料及制剂、生物医药、营养保健品的研发生产销售等众多领域。2022年在党的二十大报告提出的“促进中医药传承创新发展”的指引下，达仁堂领跑创新国药行业。达仁堂具有超过三百年的中药制药经验及对先进技术的兼收并蓄。

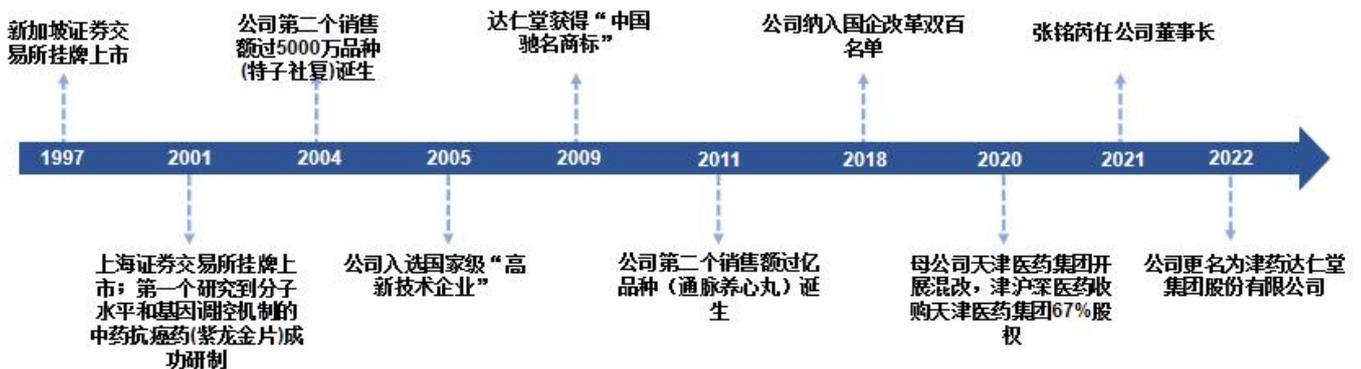
图表 1 公司介绍



资料来源：公司公告，华安证券研究所

三百年中药老店，上市近百年，混改后注入新活力。达仁堂是有着三百年历史的“乐家老铺”的正宗后裔，由乐氏第十二代传人乐达仁先生于1914年在天津创办。从1917年起，达仁堂先后在北京、大连、上海、香港等地开设了18家分号，销售药物1000余种。1980年以后，达仁堂进入快速现代化发展的时期，在人才、装备、技术、管理、产品等五个方面形成强大阵营。公司1997年在新加坡证券交易所挂牌上市，2001年在上海证券交易所挂牌上市，成为首家在国内外两地上市的国有医药集团。2018年公司纳入国企改革双百名单，2020年母公司混改完成，津沪深生物医药科技有限公司（津沪深医药）收购天津市医药集团有限公司（天津医药集团）67%的股权，2022年公司更名为津药达仁堂集团股份有限公司。2022年5月26日，公司A股证券简称变更为“达仁堂”，并相继推动商标注册。公司聚焦“达仁堂”品牌，全面升级“达仁堂”品牌竞争力，定位“传承创新新国药”。

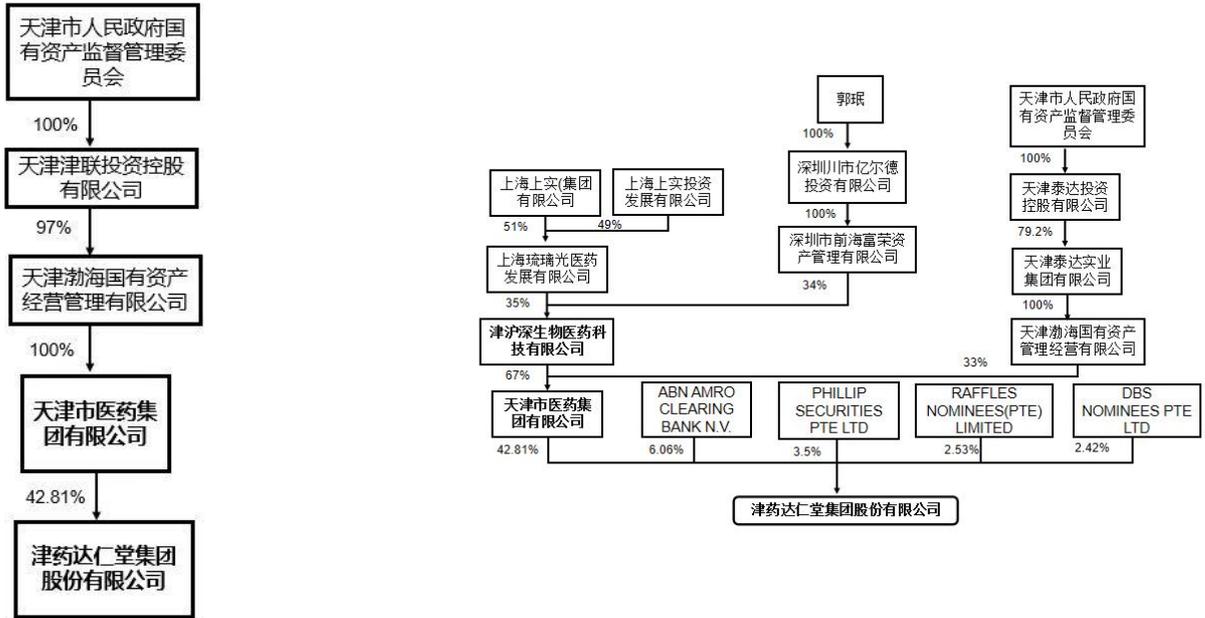
图表 2 公司发展历程



资料来源：公司公告，ifind，华安证券研究所

混改落地，母公司天津医药集团大股东变更为津沪深医药。2020年达仁堂母公司天津医药集团完成混改，津沪深医药收购其67%的股权。2021年股权转让完成，天津医药集团控股股东由天津市人民政府国有资产监督管理委员会转变为津沪深生物医药科技有限公司。同时津沪深医药成为达仁堂的间接控股股东，津沪深医药无实际控制人。

图 3 公司混改前股权架构(截止 2020 年年报) 图 4 公司混改后股权架构 (截止至 2023 年 6 月 9 日)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：ifind，华安证券研究所

图 5 达仁堂主要子公司

子公司名称	持有股份	子公司从事领域
天津达仁堂京万红药业有限公司	100% (控股)	制造丸剂、软膏剂、硬胶囊剂、膏药等货物进出口
达仁堂(天津)中药饮片有限公司	100% (控股)	中药材收购和销售、中药饮片生产和销售
天津中新医药有限公司	100% (控股)	中西药贸易
天津宏仁药业有限公司	40%	硬胶囊剂、散剂、颗粒制造、汽车货运
中美天津史克制药有限公司	25%	生产及出售西药及生化药品等

资料来源：公司公告，华安证券研究所

混改完成，公司着眼于可持续发展建设，推出三年股东回报规划。2023年4月1日，公司发布《达仁堂2023-2025年股东回报规划》，根据公司的发展情况讨论了2023-2025年的股东回报计划，在发展经营良好的情况下，原则上公司每年分配的利润不低于当年实现的经营现金净流量与当年实现的可分配利润的15%两者当中数额较小者。具体的利润分配方案将根据实际的经营情况而定。若董事会认为公司资产规模、经营规模等与公司股本规模不匹配时，可以在满足上述现金股利分配的前提下，采用发放股票股利方式进行利润分配；如果公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%。

图表 6 达仁堂 2023-2025 年股东回报规划：现金分红条件及政策

采用现金分红的条件	年度或半年度实现的净利润为正值，且不低于每股 0.05 元人民币； 年度实现的可分配利润，实现的现金净流量与经营活动现金流量为正值； 审计机构对公司年度财务报告出具标准无保留意见的审计报告； 公司未来十二个月内无重大对外投资计划或重大现金支出
现金分红政策	原则上公司每年分配的利润不低于当年实现的经营现金净流量与当年实现的可分配利润的 15% 两者当中数额较小者，具备现金分红条件的，公司应当采用现金分红进行利润分配； 公司依据《上市公司证券发行管理办法》公开发行证券时，需满足“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十”； 当年未分配的可分配利润可留待以后年度进行分配；公司利润分配不得超过累计可分配利润的范围

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7 达仁堂 2023-2025 年股东回报规划：利润分配方案

公司发展阶段及情况	利润分配方案
属成熟期且无重大资金支出安排	现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%；
属成熟期且有重大资金支出安排	现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%；
属成长期且有重大资金支出安排期	现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%；

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司高管团队人才济济，张铭芮任公司董事长。公司董事长张铭芮女士于 2021 年 12 月正式担任达仁堂董事长，她曾就职于太极集团公司常务副总经理、重庆太极实业（集团）股份有限公司董事、重庆太极实业（集团）股份有限公司副总经理，具有丰富的中药企业销售、管理经验。此外，2022，达仁堂新聘任张宇先生为公司首席制造官（CPO），聘任王磊女士为总经理，朱光明先生为总经理助理，完成部室职能梳理，规划对组织架构进行适应性调整，旨在切实把公司本部打造成“能力中心”、“服务中心”，实现有管理型向业务管控型转变。在现有职能部室的基础上规划成立财务中心、人力资源中心、智能制造中心等职能部门，以充分满足战略发展的需要。

图表 8 达仁堂高管团队

姓名	职务	任职情况
张铭芮	董事长、党委书记	2021 年 7 月入职天津市医药集团有限公司，现任津药达仁堂集团股份有限公司董事长；天津市医药集团有限公司董事、总经理。历任太极集团公司常务副总经理、重庆太极实业（集团）股份有限公司董事、重庆太极实业（集团）股份有限公司副总经理。
郭珉	董事	现任津药达仁堂集团股份有限公司董事，津沪深生物医药科技有限公司总经理；天津市医药集团有限公司副董事长兼执行董事。
毛蔚雯	董事	现任津药达仁堂集团股份有限公司董事；天津市医药集团有限公司首席人力资源官。2021 年 5 月至 2021 年 12 月，任天津市医药集团有限公司人力总监职务。

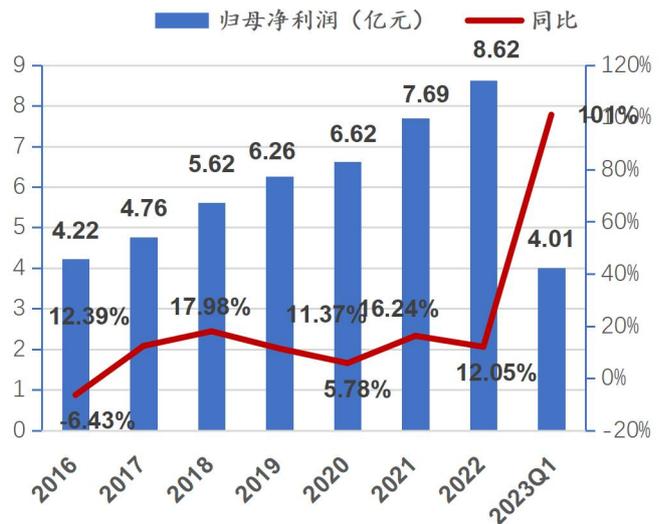
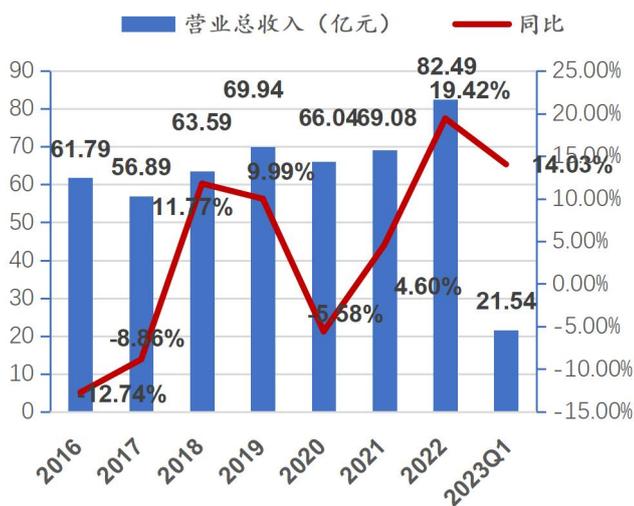
王磊	董事、总经理	现任津药达仁堂集团股份有限公司董事、总经理。2022年1月至2022年8月，任天津市医药集团营销管理中心副总经理。
焦艳	董事会秘书	2007年12月至今，任津药达仁堂集团股份有限公司董事会秘书。历任公司A股证券事务代表与S股证券事务代表。
王远熙	监事会主席	现任津药达仁堂集团股份有限公司监事、监事会主席；历任天津市医药集团有限公司党委办公室主任、董事会办公室主任、党委组织部部长。
幸建华	监事	2021年5月入职天津市医药集团有限公司，现任津药达仁堂集团股份有限公司监事；历任中广核铀业发展有限公司副总经理兼总会计师、中国雄安集团有限公司财务负责人。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司混改完成，公司收入恢复增长。2017年，公司营业收入下降为56.89亿元，同比降低8.86%，主要是速效救心丸，紫龙金片等品种在医疗机构的采购量有所下降，导致中医药流通业务收入下降6.2亿元，降幅为9.87%。2019年，公司营业收入回升至69.94亿元，同比增长9.99%，但是，2020年，由于疫情影响，行业经济发展节奏滞缓，公司营业收入为66.04亿元，同比下降5.58%。2021年，公司完成混改。**2022年公司营业收入为82.49亿元，同比增长19.42%，主要是清肺消炎丸和清咽滴丸销售同比增加。**2023年一季度公司营业收入为21.54亿元，同比增长14.03%。

公司盈利能力跟随收入持续增长。2016年至2022年，公司归母净利润稳定增长。2020年受疫情影响，归母净利润同比增幅下降，但仍呈增长趋势。2023年一季度公司归母净利润实现高增长至4.01亿元，同比增长101%。**混改完成后，公司营业收入和归母净利润增长稳定。**

图表 9 达仁堂 2016-2023Q1 营业总收入情况 (亿元, %) 图表 10 达仁堂 2016-2023Q1 归母净利润情况 (亿元, %)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

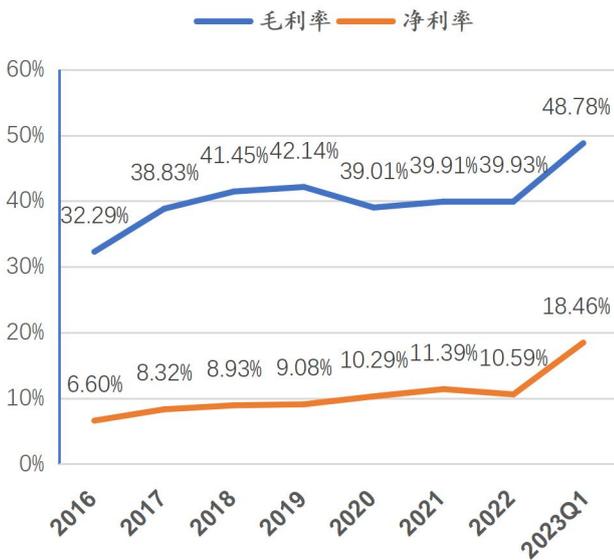
资料来源：iFinD，华安证券研究所

公司毛利率稳中有升。在2016年至2018年公司毛利率由32.29%增长至41.45%后，保持在40%左右。2023年一季度毛利率进一步增长至48.78%，主要原

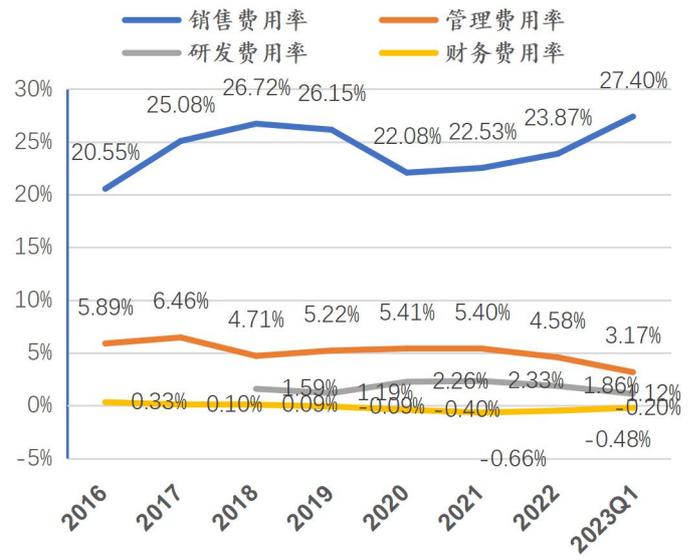
因为生产和管理效率提升。同时，净利率一直维持稳定增长，主要是因为公司的销售费用率和管理费用率呈下降趋势。2023年一季度净利率实现稳步增长，为18.46%。

公司费用率管控良好。药企在开发产品时，尤其是新产品需要公司较多的投入市场推广，导致药企的销售费用率偏高。2020年，达仁堂的销售费用率降低，维持在22%左右。2022年的销售费用率回升至23.87%，主要是市场拓展维护费用和宣传咨询费增长，2023年第一季度继续增长至27.40%。管理费用率在2021年后持续下降，2023年第一季度为3.17%。公司的研发费用率和财务费用率维持稳定，且处于较低水平，2023年第一季度分别为1.12%和-0.2%。公司经营管理维持稳定。

图表 11 达仁堂 2016-2023Q1 毛利率和净利率 (%)



图表 12 达仁堂 2016-2023Q1 费用结构 (%)

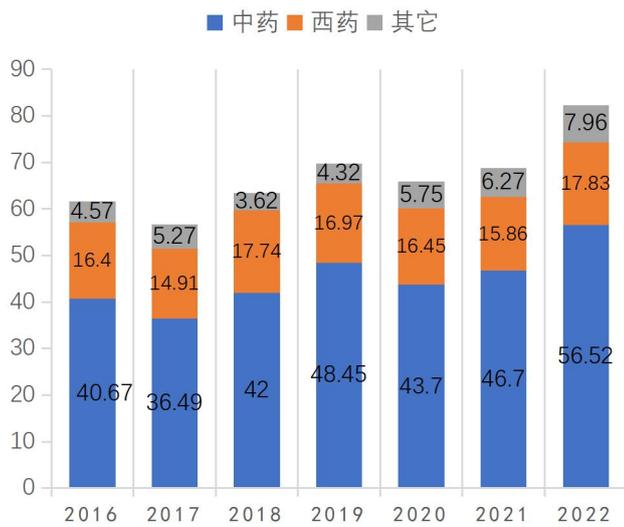


资料来源：iFinD，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

公司产品涵盖广泛，以中药业务为主，同步发展现代化学药业务。公司主营业务按产品可以分为中成药、西药和其他产品。**中药板块是公司的主营业务。**自2016年至今，中药营业收入占总体营业收入近70%。2022年中药板块营业收入为56.52亿元，占总营收比例为69%。在中药领域，达仁堂形成了以隆顺榕、达仁堂、乐仁堂、六中药、京万红等中成药生产企业为核心，药材公司和中药饮片厂等为配套的中药生产企业群，知名产品以速效救心丸为主。此外，在化学药方面公司也在同步发展，拥有化学原料药及制剂的生产企业津药达仁堂集团股份有限公司新新制药厂以及通过合作建立的生物制药企业中新科炬等。

图表 13 达仁堂 2016-2023Q1 营业收入按产品拆分(亿元) 图表 14 达仁堂 2016-2023Q1 各产品在营业收入中占比(%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

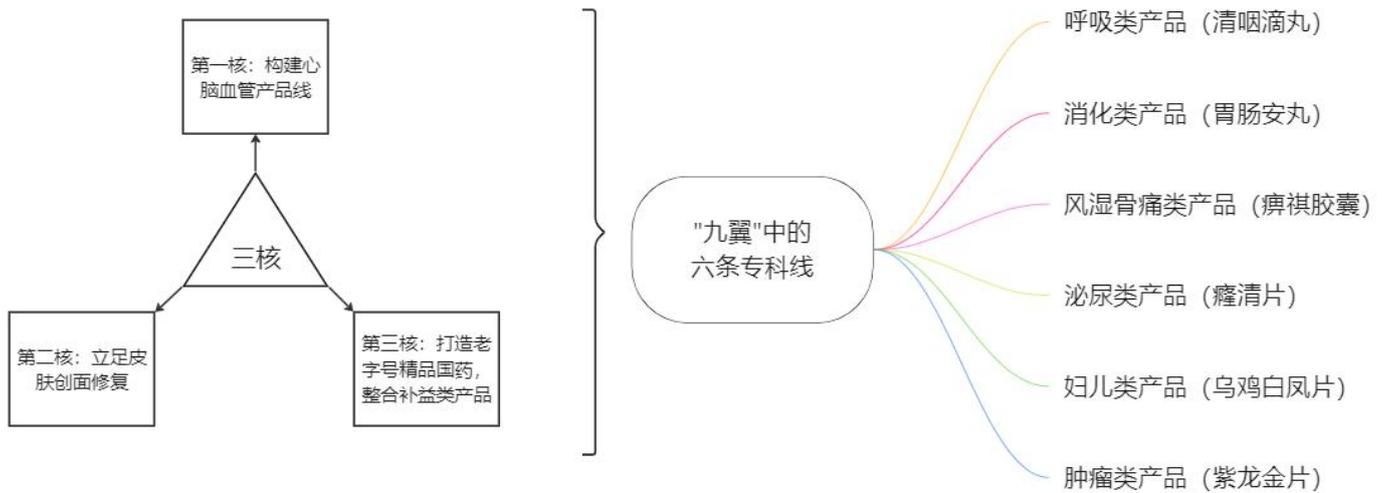
2 全面推动“三核九翼”和“1+5”新布局，力求核心产品销量再上阶梯

2.1 推进“三核九翼”和“1+5”战略布局，稳定发展绿色中药

津药集团“三核九翼”战略规划(中短期)和“1+5”战略布局(中长期)全面推进,力争在市场营销板块实现高质量发展的新突破。2022年上半年,以津药集团混改为契机,公司全面推进“三核九翼”战略规划在公司层面落地实施,在中短期内指引公司前进,统领产品全生命周期规划,资源全要素科学整合。此外,2022年全年公司开始筹划“1+5”战略布局,引领达仁堂中远期产业发展。

“三核九翼”战略规划中的市场开拓工作围绕着公司核心产品展开,统领产品全生命周期规划:“第一核”是聚焦心脑血管,构建心脑血管产品线。以速效救心丸为龙头,全力统筹舒脑欣滴丸、通脉养心丸、参附强心丸等产品矩阵的市场协同,打造心脑血管多元化的优质产品线,以提供心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,探索布局功能性护肤赛道;“第三核”则是以百年老字号“达仁堂”承载精品国药,整合公司旗下养生健康补益类产品,打造精品国药和补益大健康产品营销平台。在“三核”建设的基础上,协同营销架构优化和组织建设,推动“九翼”板块有利延伸,打造多元化发展平台,实现大品种集群多点开花。达仁堂主要负责落实津药集团“九翼”布局中,主要的6类专科线建设,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突破发展。

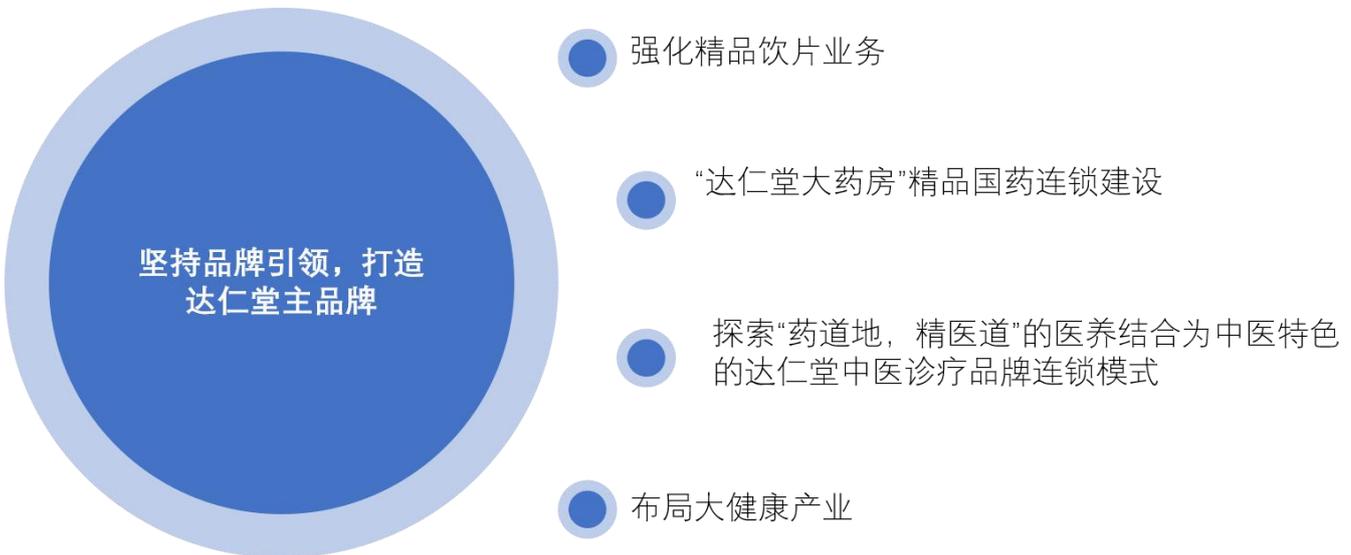
图表 15 津药集团“三核九翼”整体战略规划示意图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

“1+5”战略布局聚焦“达仁堂”主品牌, 精心布局中医药中长期产业线。“1”是打造“达仁堂”主品牌, 品牌发布等配套工作, 全面升级“达仁堂”品牌竞争力, 定位“传承创新新国药”, 2022年, 董事长携全新品牌标识和系列化包装设计亮相“西普”盛会, 提升达仁堂的行业影响力。“5”是赋能中医药相关产业, 以绿色中药为中心, 强化精品饮片业务, 探索建设精品国药和医养结合的中医诊疗连锁模式, 前瞻布局大健康产业。

图表 16 津药集团“1+5”战略布局示意图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

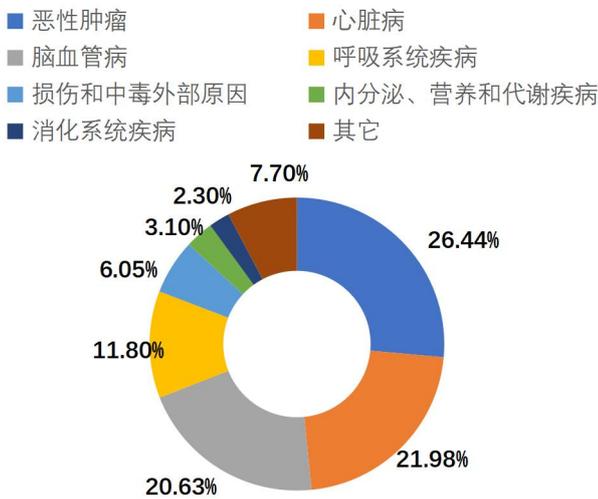
公司新战略为核心产品发展保驾护航, 速效救心丸力争十四五期间翻一番。根据公司十四五目标规划, 2022年稳定基础结构, 从2023年开始, 以2021年为基数, 每年增长目标不低于18%。心脑血管核心产品速效救心丸, 在2021年13亿规模的基础上, 十四五目标计划再翻一番, 突破20亿; 此外, 十四五目标计划“中国

心·健康行”行动主推产品通脉养心丸和呼吸系统主打产品清咽滴丸，达到 5-10 亿元规模；胃肠安丸，癯清片和痹祺胶囊达到 3-5 亿元规模。

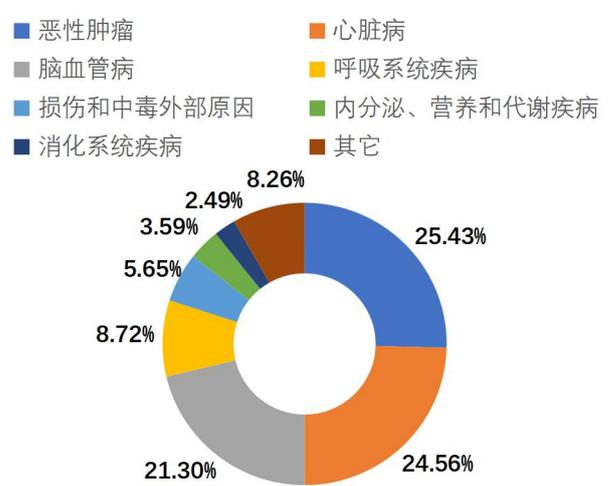
2.2 依托王牌产品“速效救心丸”，打造心脑血管产品线

心脑血管疾病发病率和死亡率持续增加，心脑血管相关药品需求量持续增长。心脑血管疾病（心脏病和脑血管病）的死亡率一直居高不下，且持续增加。2015 年，心脏病死亡率为 21.98%，脑血管病死亡率为 20.63%，合计心脑血管疾病死亡率占所有疾病的 42.61%，远超过恶性肿瘤(26.44%)。这一数据在 2020 年增长到 45.86%，其中心脏病增长较大，上升了 2.58 个百分点。心脑血管疾病的患病率也在持续上升，根据 2020 年中国心血管健康与疾病报告预测，全国现有患病人数约 3.3 亿人，其中冠心病患者有 1139 万人，位列第三，占 3.4%。

图表 17 2015 年城市居民主要疾病死亡率构成



图表 18 2020 年城市居民主要疾病死亡率构成

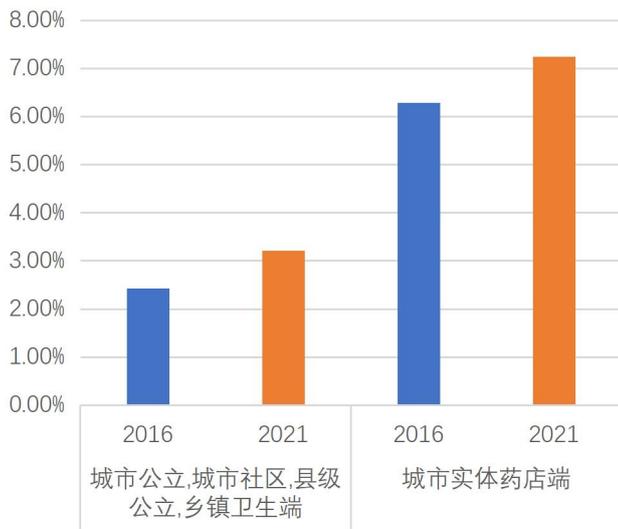


资料来源：2020 年中国心血管健康与疾病报告，华安证券研究所

资料来源：2020 年中国心血管健康与疾病报告，华安证券研究所

国宝级旗舰中药，速效救心丸，知名度高，销售情况良好。速效救心丸是达仁堂的中药独家产品，同时也是国家机密品种。速效救心丸能增加冠脉血流量，起效快，兼具预防，治疗和急救三重功效，在患者和医生中广为流传，上市 40 周年以来，累计产销上千亿粒，患者群体大。**速效救心丸销量和市占率持续增长。**2017-2019 年，速效救心丸从每年销售 3690.7 万盒持续增长到 4484.2 万盒，2020 年受疫情影响，销售下降到 4064.1 万盒，同比下降 9.37%，2021 年，混改完成后，销量恢复到疫情前水平，2022 年销售 5059.7 万盒，同比增长 15.00%，创历史新高。速效救心丸在城市公立，城市社区，县级公立，乡镇卫生端，速效救心丸市场占有率从 2016 年的 2.43% 提升到 2021 年的 3.21%；而在城市实体药店端，速效救心丸市场占有率排名第二，占有率从 2016 年的 6.28% 提升到 2021 年的 7.24%。

图表 19 速效救心丸市占率



图表 20 2017-2022 年速效救心丸销量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司已初步完成以速效救心丸为龙头，全力发展舒脑欣滴丸、通脉养心丸等产品为矩阵的心脑血管产品线构建。2022 年，公司以“中国心·健康行”为全年的销售方针力争实现医疗赋能零售、终端占有率上升、消费者信任度提升。目前公司通过加强心脑血管产品线的学术推广，依托速效救心丸的知名度带动其它产品销售。2022 年公司累计开发医院数千户，开展学术会议数百场，着力打造标杆型科室和标杆型医院。

优化产品经销商，进一步稳定产品终端价格。达仁堂目前已经重新构建了速效救心丸等产品的经销商渠道和价格体系，市场正在逐步适应这一新变化。公司正在对各省一级经销商进行渠道规范化管理，对二级经销商实施“渠道规范+地推活动”管理，并精准推广连锁店和单店销售。销售公司平台也积极着手推进通脉养心丸的交接事宜，确保费用真实性，严格控制产品流向，各项工作稳步推进。舒脑欣滴丸在医疗领域面临地方医保取消支付的挑战，为此，公司将以第三终端市场为突破口，与国药乐仁堂健康公司展开战略合作，开启新的发展征程。同时，在稳定现有销量的基础上，公司还计划进一步开发广西等省区的代理商渠道，以促进参附强心丸的销售。

图表 21 达仁堂心脑血管产品线主要产品

	示意图	适应症	是否为处方药	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录
速效救心丸		行气活血，祛瘀止痛，增加冠脉血流量，缓解心绞痛。用于气滞血瘀型冠心病、心绞痛。	是	是	是

通脉养心丸		养心补血，通脉止痛。用于胸痹心痛，心悸怔忡，心绞痛，心率不齐等。	是	否	是
牛黄清心丸(局方)		清心化痰，镇惊祛风。用于风痰阻窍所致的头晕目眩、痰涎壅盛、神志混乱、言语不清及惊风抽搐、癫痫。	是	否	是
安宫牛黄丸		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。	是	是	是
舒脑欣滴丸		理气活血，化瘀止痛。用于血虚血瘀引起的偏头痛，症见头痛、头晕、视物昏花、健忘、失眠等。	否	否	否
参附强心丸		益气助阳，强心利水。用于慢性心力衰竭而引起的心悸、气短、胸闷喘促、面肢浮肿等症，属于心肾阳衰者。	是	否	否

资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

2.3 公司其它产品线丰富，京万红和精品国药产品布局清晰

达仁堂，经过上百年的传承和发展，已经形成了完整的产品体系。目前，公司共拥有 22 种剂型，共 599 个药品批准文号，包含 1 个国家机密品种（速效救心丸），1 个国家秘密品种（京万红软膏），5 个中药保护品种（舒脑欣滴丸、治咳川贝枇杷滴丸、牙痛停滴丸、通脉养心丸、紫龙金片），国家医保品种 223 个。

图表 22 达仁堂除心脑血管产品外的主要产品

	主要治疗领域	适应症	是否为处方药	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录
清肺消炎丸	呼吸系统疾病用药	行气活血，祛瘀止痛，增加冠脉血流量，缓解心绞痛。用于气滞血瘀型冠心病、心绞痛。	是	是	是
胃肠安丸	消化系统疾病用药	养心补血，通脉止痛。用于胸痹心痛，心悸怔忡，心绞痛，心率不齐等。	是	否	是
京万红软膏	外科用药	清心化痰，镇惊祛风。用于风痰阻窍所致的头晕目眩、痰涎壅盛、神志混乱、言语不清及惊风抽搐、癫痫。	是	否	是
癯清片	泌尿系统疾病用药	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。	是	是	是
藿香正气软胶囊	呼吸系统疾病用药	理气活血，化痰止痛。用于血虚血瘀引起的偏头痛，症见头痛、头晕、视物昏花、健忘、失眠等。	否	否	否
紫龙金片	肿瘤疾病用药	益气养血，清热解毒，理气化痰。用于气血两虚证原发性肺癌化疗者，症见神疲乏力、少气懒言、头昏眼花、食欲不振、气短自汗、咳嗽、疼痛。	是	否	是
清咽滴丸	呼吸系统疾病用药	疏风清热，解毒利咽。用于风热喉痹，咽痛，咽干，口渴；或微恶风，发热，咽部红肿，急性咽炎见上述症候者。	否	是	是
金芪降糖片	糖尿疾病用药	清热益气。用于消渴病气虚内热证，症见口渴喜饮，易饥多食，气短乏力。轻、中型2型糖尿病见上述证候者。	是	是	是
海马补肾丸	男科用药	滋阴补肾，强壮健脑。用于身体衰弱，气血两亏，肾气不足，面黄肌瘦，心跳气短，腰酸腿疼，健忘虚喘。	是	否	否
治咳川贝枇杷滴丸	呼吸系统疾病用药	清热化痰止咳。用于感冒、支气管炎属痰热阻肺证，症见咳嗽、痰黏或黄。	否	否	是
注射用头孢替唑钠(分包装)	抗感染用药	败血症、肺炎、支气管炎、支气管扩张症(感染时)、慢性呼吸系统疾病的继发性感染、肺脓肿、腹膜炎、肾盂肾炎、膀胱炎、尿道炎。	是	否	否

注射用头孢西酮钠(分包装)	抗感染用药	用于敏感菌所致的呼吸系统, 消化系统(胆道感染, 腹膜炎), 泌尿系统, 生殖系统, 皮肤与软组织、骨与关节感染; 本品也可作为外科手术前的预防用药。	是	否	否
---------------	-------	---	---	---	---

资料来源: 公司官网, 公司公告, 华安证券研究所

达仁堂收购京万红药业剩余股份, 京万红软膏发展潜力大。2022年9月, 达仁堂收购了其子公司剩余的47.9826%股权, 京万红药业已经成为达仁堂的全资子公司。**京万红软膏销售布局全面升级。**2022年, 公司对京万红软膏进行了销售政策调整和渠道布局, 新客户首营备案等工作对发货等影响已逐步消化。上半年加强了开发等级医院和零售连锁。同时启动了品牌的包装升级工作, 目前, 零售端20g和50g规格的线上线下价格有一定幅度提升。

打造“精品国药”系列和大健康销售平台, 进一步推广百年老字号旗下经典中药产品。精品国药板块开发中医馆百余家, 同时公司加强对牛黄清心丸空白医院的开发工作; 针对安宫牛黄丸, 推进与零售连锁药房签订战略合作协议, 成功开发西北地区系列连锁, 并进入系列首推, 重新启动清宫寿桃丸销售, 销售收入同比增长288.7%。

2.4 重点产品二次开发, 持续开展科研创新

达仁堂具有研发、生产和物流一体的医药产业架构。现拥有1个国家级企业技术中心、6个市级企业技术中心、1个企业重点实验室、1个市级技术工程中心、1个市级中药现代化技术工程中心及国家人事部批准的博士后科研工作站, 拥有专利402件, 其中发明专利256件, 形成了自有研发和产品转化平台。

公司中药重点产品进行二次研发, 持续开发临床价值。达仁堂围绕以市场需求为导向, 持续开展新品研发、重点品种二次开发, 挖掘重点品种临床使用价值。2022年, 研发投入总额为1.51亿元, 目前完成了速效救心丸、通脉养心丸、胃肠安丸等共计12个中药重点品种, 6个潜力品种的资料整理, 提出研发方向55条, 形成科研项目立项建议27项, 完成33个项目的节点目标; 此外, 通过真实世界临床研究项目实现31家“空白”医院药品进院。补肺颗粒II期临床试验、清胰颗粒新药开发研究, 大品种原料替代等重点项目稳步推进。2022年4月速效救心丸作为中成药治疗板块中的推荐用药被写入由倪青教授团队组织编写的《糖尿病心肌病病证结合诊疗指南》。同时, 公司开展了2个品种的仿制药一致性评价工作, 其中格列齐特缓释片已获得国家药品监督管理局批准, 通过仿制药质量与疗效一致性评价。

图表 23 公司主要研发项目基本情况

研发项目	适应症	所属类别	所处阶段
补肺颗粒	COPD 稳定期	中药创新药	临床研究
中药大品种开发 (速效救心丸等)	—	—	二次开发
格列齐特缓释片一致性评价	当单用饮食疗法, 运动治疗和减轻体重不足以控制血糖水平的成人2型糖尿病	—	已获批

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测与估值分析

我们将公司的业绩拆分为中成药、西药和其他业务三个板块进行预测：1) 中成药板块是公司的核心业务，中药独家产品速效救心丸，知名度高，规模不断扩张；以速效救心丸为核心建设的心脑血管系统用药产品线高速发展；同时，围绕着达仁堂品牌的其它专科产品线同步发展；中成药业务的稳定增长是公司发展的基石。2) 西药和其它业务发展稳定，预计收入和毛利率将保持平稳增长。

图表 24 业绩拆分 (百万元)

			2022A	2023E	2024E	2025E
百万元	营业收入		8249	9176	10368	11764
		(+/-%)	19.4%	11.2%	13.0%	13.5%
	营业成本		4956	5479	6050	6710
		毛利率	39.9%	40.3%	41.6%	43.0%
	一、 中成药		5652	6446	7440	8621
		YOY	21.0%	14.0%	15.4%	15.9%
		占公司收入百分比	68.5%	70.2%	71.8%	73.3%
		毛利率	52.9%	51.6%	52.0%	52.5%
	二、 西药		1783	1854	1947	2044
		YOY	11.7%	4.0%	5.0%	5.0%
		占公司收入百分比	21.6%	20.2%	18.8%	17.4%
		毛利率	8.9%	12.0%	13.0%	14.0%
	三、 其它		796	876	981	1099
		YOY	24.0%	10.0%	12.0%	12.0%
		占公司收入百分比	9.7%	9.5%	9.5%	9.3%
		毛利率	16.7%	17.0%	20.0%	22.0%

资料来源：ifind，华安证券研究所测算

我们选取了申万行业分类中同属中药 II 分类下的，2023 年 6 月 9 日市值在 300-500 亿元区间内的可比公司：东阿阿胶、太极集团和以岭药业。截止 2023 年 6 月 9 日，一致预测显示可比公司 2023-2025 年 PE 平均为 34X/27X/22X;我们预测达仁堂 2023-2025 年，PE 为 34X/28X/23X。

图表 25 可比估值

	股票		总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
	代码	名称		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
可比公司	000423.SZ	东阿阿胶	337	7.80	10.00	12.02	14.42	34	34	28	23
	600129.SH	太极集团	338	3.50	6.63	8.99	12.04	48	51	38	28
	002603.SZ	以岭药业	449	23.62	25.23	28.97	32.90	21	18	15	14
	平均值		375	11.64	13.95	16.66	19.79	34	34	27	22
公司	600329.SH	达仁堂	369	8.62	10.77	13.28	16.31	26	34	28	23

资料来源: ifind (一致预测: 2023/6/09), 华安证券研究所

3.2 投资逻辑与建议

百年中药企业，混改后焕发新机。

达仁堂 1914 年在天津创办，2001 年在上海证券交易所挂牌上市。2020 年母公司天津市医药集团有限公司（天津医药集团）完成国企混改，其 67% 股权公开挂牌转让项目的最终受让方为津沪深生物医药科技有限公司（津沪深医药）。混改后，天津市国资委不再为达仁堂实际控制人，津沪深医药间接控达仁堂，津沪深医药无实际控制人。2021 年 12 月，张铭芮女士担任董事长，她曾担任太极集团公司常务副总经理，行业经验丰富。

公司产品覆盖广泛，以中药业务为主，同时涵盖化学药业务。主打产品速效救心丸知名度高，销售广泛。

依托主打产品“速效救心丸”，打造心脑血管产品线。

近年，我国心脑血管疾病发病率和死亡率持续增长，心脑血管相关药品需求量持续增长。“速效救心丸”在心脑血管治疗领域，知名度高，销量和市占率持续增长，2021 年速效救心丸实现收入 13 亿元，2022 年继续维持增长。公司依托“速效救心丸”建立了心脑血管产品线，公司计划通过持续学术推广和速效救心丸的知名度来带动心脑血管系列产品销售。在医疗端，以“中国心，健康行”作为工作主线，全年累计开发医院数千户，开展学术会议数百场，着力打造标杆型科室和标杆型医院。

公司全面推动“三核九翼”和“1+5”新布局，重点产品的二次开发，持续开展科研创新

2022 年，达仁堂全面布局“三核九翼”中短期战略规划和“1+5”中长期战略布局，2023 年公司计划继续推进，力争市场营销板块新突破。公司市场开拓工作围绕着“三核”开展，建立心脑血管管线产品线；强化以京万红软膏为主的皮肤品牌建设和精品国药系列产品。公司在“三核”的基础上建设“九翼”协同产品布局优化。“1+5”战略布局聚焦“达仁堂”主品牌，精心布局中医药相关产业。

2022 年，达仁堂研发投入总额为 1.51 亿元，目前完成了速效救心丸、通脉养心丸、胃肠安丸等共计 12 个中药重点品种，6 个潜力品种的资料整理，提出研发方向 55 条，形成科研项目立项建议 27 项，完成 33 个项目的节点目标。

投资建议

达仁堂拥有百年历史，2020 年完成混改，提出并推动全新“三核九翼”和“1+5”战略规划。公司拥有知名产品“速效救心丸”，并建立心脑血管产品线。随着公司战略布局的推进，未来业绩具有发展潜力。我们预计公司 2023~2025 年收入分别

91.8/103.7/117.6 亿元，分别同比增长 11%/13%/14%，归母净利润分别为 10.8/13.3/16.3 亿元，分别同比增长 25%/23%/23%，对应估值为 34X/28X/23X。首次覆盖，给予“买入”投资评级

风险提示：

- **政策风险：**

医药行业是有着严格规范并受到严肃监管的行业。国务院机构改革从顶层设计上理顺了“三医”（医药、医保、医疗）管理后，医药行业开启了“三医联动”新时代，行业受政策影响更为明显。

集采常态化和制度化，带量采购的扩围，国家医保局正式启动《DRG/DIP 支付方式改革三年行动方案》等政策的持续推进，给行业带来一定的不确定性。此外，诸如可能发生各地区招投标或挂网进度不一致、区域中标价格差异或企业供货政策不同可能造成市场价格混乱，招标挂网价格公示及区域间的价格联动、价格互采等间接影响。

- **成本上升风险：**

中医药行业受到原材料供应价格影响较大，近年来，中药材价格整体有一定上浮，部分药材价格上涨明显。中药材的稳定供应和成本可控也是近年来行业面临的不确定性之一。中成药品种对人工要求较高，对人员数量和能力都有一定的要求，随着员工薪酬水平与社会保障水平的提升，企业未来可能面临用工成本上升的风险。

- **研发风险：**

新药研发具有投入大、周期长和风险高等特点，近年来《药品管理法》、《药品注册管理办法》等法律规范相继发布实施，诸多配套规范性文件及技术指导原则也已陆续出台，国家对新药研发各个阶段的技术审评标准不断提高。新药研发及其上市后的推广也会受到研发合作单位、行业政策、市场环境等客观因素的影响，存在新药研发失败、新药不能如期上市、上市后成长慢等潜在风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7245	8562	10426	12518	营业收入	8249	9176	10368	11764
现金	2883	3732	5021	6450	营业成本	4956	5479	6050	6710
应收账款	2146	2215	2600	2895	营业税金及附加	77	85	96	109
其他应收款	61	61	72	80	销售费用	1969	2110	2385	2706
预付账款	72	72	83	90	管理费用	378	440	498	565
存货	1429	1797	1865	2134	财务费用	-40	-22	-31	-44
其他流动资产	655	686	785	869	资产减值损失	-56	0	0	0
非流动资产	2912	2826	2774	2697	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	760	797	830	865	投资净收益	274	305	345	391
固定资产	1128	927	730	523	营业利润	980	1214	1497	1838
无形资产	281	320	382	432	营业外收入	3	2	2	2
其他非流动资产	742	782	832	877	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	10157	11388	13200	15215	利润总额	980	1213	1496	1837
流动负债	3333	3476	3942	4304	所得税	107	121	150	184
短期借款	102	102	102	102	净利润	873	1091	1346	1653
应付账款	724	795	881	976	少数股东损益	11	14	18	22
其他流动负债	2507	2579	2959	3227	归属母公司净利润	862	1077	1328	1631
非流动负债	272	272	272	272	EBITDA	805	1463	1742	2071
长期借款	151	151	151	151	EPS (元)	1.12	1.40	1.72	2.12
其他非流动负债	120	120	120	120					
负债合计	3605	3748	4214	4576					
少数股东权益	30	45	62	84					
股本	773	770	770	770					
资本公积	1048	1048	1048	1048					
留存收益	4700	5777	7106	8737					
归属母公司股东权益	6521	7595	8924	10555					
负债和股东权益	10157	11388	13200	15215					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	677	755	1193	1266	成长能力				
净利润	862	1077	1328	1631	营业收入	19.4%	11.2%	13.0%	13.5%
折旧摊销	121	286	294	299	营业利润	13.1%	23.8%	23.3%	22.8%
财务费用	13	7	7	7	归属于母公司净利	12.0%	25.0%	23.3%	22.8%
投资损失	-274	-305	-345	-391	获利能力				
营运资金变动	-57	-324	-109	-302	毛利率 (%)	39.9%	40.3%	41.6%	43.0%
其他经营现金流	931	1415	1454	1954	净利率 (%)	10.4%	11.7%	12.8%	13.9%
投资活动现金流	-12	104	103	170	ROE (%)	13.2%	14.2%	14.9%	15.5%
资本支出	-106	-168	-211	-189	ROIC (%)	9.0%	13.4%	14.1%	14.6%
长期投资	-113	-33	-31	-32	偿债能力				
其他投资现金流	207	305	345	391	资产负债率 (%)	35.5%	32.9%	31.9%	30.1%
筹资活动现金流	-237	-10	-7	-7	净负债比率 (%)	55.0%	49.1%	46.9%	43.0%
短期借款	102	0	0	0	流动比率	2.17	2.46	2.64	2.91
长期借款	151	0	0	0	速动比率	1.72	1.93	2.15	2.39
普通股增加	0	-3	0	0	营运能力				
资本公积增加	-326	0	0	0	总资产周转率	0.81	0.81	0.79	0.77
其他筹资现金流	-163	-7	-7	-7	应收账款周转率	3.84	4.14	3.99	4.06
现金净增加额	428	849	1289	1429	应付账款周转率	6.84	6.89	6.86	6.88

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李昌幸，医药分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。