

# 达仁堂 (600329)

## 百年品牌底蕴，混改落地焕发新生

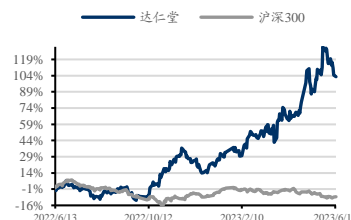
买入 (首次)

2023年06月13日

证券分析师 朱国广  
执业证书: S0600520070004  
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	8,249	9,275	10,504	12,017
同比	19%	12%	13%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	862	1,114	1,390	1,738
同比	12%	29%	25%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.12	1.45	1.81	2.26
P/E (现价&最新股本摊薄)	42.59	32.94	26.40	21.12

### 股价走势



关键词: #行业整合 #困境反转

### 投资要点

- 核心逻辑:** 1) 公司拥有百年历史传承, 底蕴深厚, 2022年5月更名为“津药达仁堂”, 回归老字号; 2) 公司借助混改契机, 已完成组织结构优化以及营销体系、营销资源整合; 3) 公司“三核九翼”战略持续推进, 速效救心丸、清咽滴丸、京万红软膏等各产线单品有望在营销改革背景下多点开花, 助力公司完成“十四五”工业板块营收每年18%增长等目标。
- 百年传承底蕴深厚, 混改落地开启新征程。** 公司与乐氏家族一脉相承, 拥有隆顺德、达仁堂、乐仁堂、京万红等中华老字号企业, 百年历史传承, 底蕴深厚。截至2022年报, 公司拥有22种剂型, 599个药品批准文号, 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, 114个独家生产品种, 以及223个国家医保品种。公司2021年完成混改, 引入民资, 不仅使公司依托于国企背景维系运营的稳健发展, 同时融入新血液, 利于整合资源、激发企业活力、提升营销效率。2022年5月, 公司更名为“津药达仁堂集团股份有限公司”, 正式回归老字号品牌, 开启发展新时代。
- “十四五”规划明确, “三核九翼”产品布局实现多点开花。** 公司“十四五”经营目标为以2021年为基数, 2023-2025年工业板块营收每年增长率不低于18%。公司中成药聚能核心主品, 由大单品速效救心丸、京万红软膏、安宫牛黄丸等以点带面, 推动“三核九翼”系列产品线快速增长。具体到产品线: 25年“三核”中的心脑血管产品线销售收入达到41亿元, 精品国药系列达到7亿元, 创面修复达到2亿元, “九翼”呼吸、消化、风湿骨痛领域分别达到9亿元、7亿元、5亿元。具体到品种: 速效救心丸起效快, 性价比高仍有提价空间, 打造成超过20亿元销售规模; 通脉养心丸主推日常服、清咽滴丸独家基药品种优势明显打造成为5-10亿元规模的产品; 胃肠安丸、癍清片、癍祺胶囊打造成3-5亿元产品; 清肺消炎丸和治咳川贝枇杷滴丸每年不低于20%的增长。
- 组织管理优化、营销策略改革和产业链条重塑, 助力业绩新增长。管理层更替:** 任命前太极集团副总经理张铭芮女士为公司董事长, 营销管理经验丰富, 郭珉先生为董事、王磊女士为总经理; **营销平台整合:** 通过津药科技分公司统筹, 产销分离, 设置津欣、津乐、津达、津美四大平台以及国际部、电商部等事业部门, 销售考核标准化, 经营管理中心化, 利于未来资源调配; **市场销售多面增效:** 全力推进医疗和零售分线管理, 实现医疗带动零售, 双轮驱动发展。2022年医疗端开发医院数千户, 开展学术会议数百场, 零售端精品国药开发中医馆百余家, 速效对连锁及单店进行精准动销。速效救心丸全年增长2.3亿元, 销售规模达15.3亿元。
- 盈利预测与投资评级:** 考虑到公司拥有百年传承, 底蕴深厚, 混改落地+营销改革背景下, 公司“三核九翼”战略持续推进, 各产品线有望多点开花, 我们预计公司2023-2025E归母净利润分别为11.14/13.90/17.38亿元, 对应当前股价PE分别为33/26/21倍。首次覆盖, 给与“买入”评级。
- 风险提示:** 营销体系改革进展不及预期, 市场竞争加剧, 原材料涨价等风险。

### 市场数据

收盘价(元)	47.65
一年最低/最高价	21.05/56.26
市净率(倍)	5.34
流通 A 股市值(百万元)	26,963.61
总市值(百万元)	36,702.42

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.93
资产负债率(% ,LF)	36.20
总股本(百万股)	770.25
流通 A 股(百万股)	565.87

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 百年达仁堂底蕴深厚，混改落地焕发新生</b> .....	<b>5</b>
1.1. 传承御药精髓品类，恪守专业品牌积淀.....	5
1.2. 子公司分工明确，实现产业链业务全覆盖.....	7
1.3. 业绩稳健向好，盈利逐步提升.....	8
<b>2. 混改结合组织管理优化、营销策略改革和产业链条重塑，助力业绩新增长</b> .....	<b>10</b>
2.1. 借助混改契机，管理层优化调整引领企业新风气.....	10
2.2. 营销策略改革通过营销平台整合、产业中心建设、和组织机构再造.....	11
2.3. 产业链条重塑，“1+5”战略布局为市场转型导定航向.....	12
<b>3. “三核九翼”营销体系，从点到面实现多点开花</b> .....	<b>14</b>
3.1. 根据产品线及产品特点重新规划为“三核九翼”的营销体系 .....	14
3.2. 扎根心脑血管产品线，以速效救心丸为核心，开展“篮子工程”带动系列性产品矩阵... 15	
3.2.1. 焦点管线心血管类疾病的中药市场持续上涨且空间广阔.....	15
3.2.2. 速效救心丸多次入选为指南推荐药物，性价比高，起效快.....	16
3.2.3. 速效救心丸声名远扬受广泛认可，明星单品十四五期间翻倍目标.....	19
3.2.4. 通脉养心丸主推日常服用，养心治本的安全功效利于日常防治.....	20
3.3. 京万红软膏作为创面修复类代表，积极拓展糖足适应症.....	21
3.4. 精品国药百年传承，补益类产品竞争格局良好.....	23
3.5. “九翼”打造专科类产品线，大单品战略提供工业增长动力 .....	25
<b>4. 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>27</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>28</b>

## 图表目录

图 1:	达仁堂历史传承时间轴.....	7
图 2:	达仁堂股权结构 (截至 2022 年报) .....	7
图 3:	达仁堂子公司分工明确, 实现产业链业务全覆盖 (截至 2022 年报) .....	8
图 4:	达仁堂 2017-2022 年营收 (亿元) 及其增速 .....	9
图 5:	达仁堂 2017-2022 年归母净利润 (亿元) 及其增速 .....	9
图 6:	达仁堂 2020-2022 年营业收入按治疗领域 (亿元) .....	9
图 7:	达仁堂 2017-2022 年营业收入按板块 (亿元) .....	9
图 8:	达仁堂 2017-2022 年销售及分业务毛利率 .....	10
图 9:	达仁堂 2017-2022 年销售、管理、财务和研发费用率 .....	10
图 10:	津药健康科技公司统筹管理各销售平台 .....	12
图 11:	1+5”战略布局为市场转型导定航向 .....	13
图 12:	“三核九翼”的战略规划 .....	15
图 13:	2020 年中国城市居民主要疾病死因构成比 .....	15
图 14:	2005-2020 年中国城乡居民心血管病死亡率变化 .....	15
图 15:	2022 年我国样本医院终端中成药大类格局 .....	16
图 16:	我国样本医院终端心脑血管疾病中成药销售额 .....	16
图 17:	速效救心丸的提价历程与预期 .....	19
图 18:	速效救心丸零售药店销售额 .....	19
图 19:	速效救心丸样本医院销售额 .....	19
图 20:	速效救心丸零售药店市场份额 .....	20
图 21:	速效救心丸样本医院市场份额 .....	20
图 22:	速效救心丸销售收入预测 .....	20
图 23:	通脉养心丸的院内端和零售端的销售额 (百万元) .....	21
图 24:	中国糖尿病患者人数及患病率 .....	22
图 25:	糖足患病率及发病率 .....	22
图 26:	达仁堂精品国药系列改革措施 .....	24
图 27:	牛黄清心丸零售药店市场规模 .....	24
图 28:	达仁堂安宫牛黄丸份额 .....	25
图 29:	天然牛黄价格 .....	25
图 30:	清咽滴丸的独家性质 .....	26
图 31:	清咽滴丸的院内端和零售端的销售额 (百万元) .....	26
图 32:	胃肠安丸铺货情况 .....	26
表 1:	达仁堂主要产品梳理 .....	5
表 2:	达仁堂高管介绍 .....	11
表 3:	完成混改后开展的弘扬品牌文化、展现营销转型的具体措施例举 .....	13
表 4:	速效救心丸成分表 .....	17
表 5:	速效救心丸入选指南情况 .....	17
表 6:	速效救心丸与其他冠心病中成药的同类对比 .....	18
表 7:	京万红大健康系列 .....	23
表 8:	收入预测 (百万元) .....	27

表 9: 可比公司估值..... 28

## 1. 百年达仁堂底蕴深厚，混改落地焕发新生

### 1.1. 传承御药精髓品类，恪守专业品牌积淀

津药达仁堂集团股份有限公司达仁堂制药厂（简称“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。津药达仁堂集团的前身，天津中新药业集团股份有限公司（中新药业），在 1981 年成立，专门从事中药产品的研发、生产和销售，拥有一批以速效救心丸为代表的家喻户晓的中成药产品，从明清至今建立了独树一帜的中国传统老字号企业。天津市医药集团（津药集团）是其控股母公司，从事中成药、中药材、化学药、营养保健品的生产经营和医药商业，建立了医药工业和医药商业两大核心业务领域。

**优势品种数量众多。**达仁堂拥有隆顺榕、达仁堂、乐仁堂和京万红 4 个中华老字号品牌，隆顺榕、达仁堂、乐仁堂、松柏、京万红和痹祺 6 件驰名商标，以及 14 个非物质文化遗产代表性项目（其中 5 个为国家级项目），经过上百年的传承和数十年的开拓，奠定了公司深厚的品牌底蕴。同时拥有 22 种剂型，599 个药品批准文号，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，114 个独家生产品种，以及 223 个国家医保品种。

**公司的主要产品销售增量不断。**2022 年速效救心丸销售额突破 15 亿元；2021 年，公司有速效救心丸、痹祺胶囊、通脉养心丸、安宫牛黄丸、清肺消炎丸五个销售过亿元品种，另有京万红软膏、胃肠安丸、牛黄清心系列等销售额近亿元品种。

表1: 达仁堂主要产品梳理

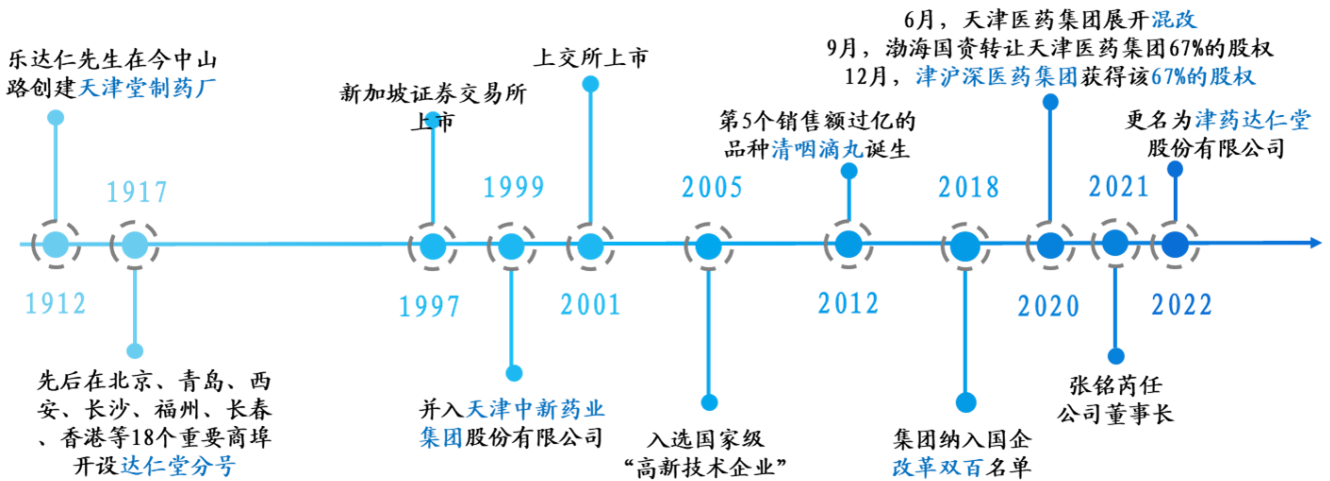
分类	产品	图例	适应症/主治功能	独家	基药	医保	样本医院 销售额	零售端 销售额
心脑血管 疾病	速效救心丸		行气活血，祛瘀止痛，增加冠脉血流量，缓解心绞痛。用于气滞血瘀型冠心病、心绞痛。	是	是	甲类		
	通脉养心丸		养心补血，通脉止痛。用于胸痹心痛，心悸怔忡，心绞痛，心率不齐等。	是	否	乙类		
	舒脑欣滴丸		理气活血，化瘀止痛。用于血虚血瘀引起的偏头痛，症见头痛、头晕、视物昏花、健忘、失眠等。	否	否	否		
	安宫牛黄丸		清热解毒，镇惊开窍。用于热病，邪入心包，高热惊厥，神昏谵语；中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血、败血症见上述证候者。	否	是	甲类		
	牛黄清心丸 (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。	否	否	乙类		
外科 用药	京万红软膏		活血解毒，消肿止痛，去腐生肌。用于轻度水、火烫伤，疮疡肿痛，创面溃烂。	是	是	甲类		

呼吸系统疾病	清咽滴丸		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，急性咽炎见上述证候者。	是	是	甲类		
	清肺消炎丸		清肺化痰，止咳平喘。用于痰热阻肺，咳嗽气喘，胸胁胀痛，吐痰黄稠；上呼吸道感染，急性支气管炎，慢性支气管炎急性发作见上述证候者。	是	否	乙类		
	藿香正气软胶囊		解表化湿，理气和中。用于外感风寒、内伤湿滞或夏伤暑湿所致的感冒，症见头痛昏重、胸膈痞闷、脘腹胀痛、呕吐泄泻；胃肠型感冒见上述证候者。	是	是	乙类		
	治咳川贝枇杷滴丸		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。	是	否	乙类		
消化系统疾病	胃肠安丸		芳香化浊，理气止痛，健胃导滞。用于湿浊中阻、食滞不化所致的腹泻、纳差、恶心、呕吐、腹胀、腹痛；消化不良、肠炎、痢疾见上述证候者。	是	否	乙类		
泌尿系统疾病	癃清片		清热解毒，凉血通淋。用于下焦湿热所致的热淋，症见尿频、尿急、尿痛、腰痛、小腹坠胀；亦用于慢性前列腺炎腺炎湿热蕴结兼瘀血症，症见小便频急，尿后余沥不尽，尿道灼热，会阴少腹腰骶部疼痛或不适等。	是	是	乙类		
风湿骨痛疾病	痹祺胶囊		益气养血，祛风除湿，活血止痛。用于气血不足，风湿瘀阻，肌肉关节酸痛，关节肿大、僵硬变形或肌肉萎缩，气短乏力；风湿、类风湿性关节炎，腰肌劳损，软组织损伤属上述证候者。	是	否	乙类		
肿瘤疾病	紫龙金片		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。	否	否	乙类		
男科用药	海马补肾丸		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	无	

数据来源：公司公告，开思数据库，东吴证券研究所

中新药业于 1997 年在新加坡证券交易所上市，后于 2001 年在上海证交所上市，是第一家 A+S 上市形式的国有大型医药集团。2018 年公司被列入国企改革双百名单。2021 年控股股东津药集团着力落实国企改革发展，完成混合所有制改革。2022 年 5 月正式更名为“津药达仁堂集团股份有限公司”，公司 A 股证券简称变更为“达仁堂”，并相继推动商标注册，分子公司更名，品牌发布等配套工作。

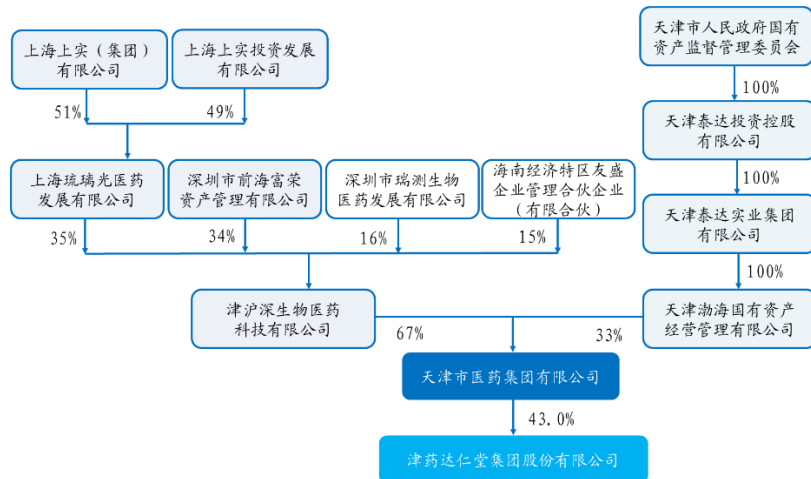
图1: 达仁堂历史传承时间轴



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

津药集团于 2021 年完成混改后, 津沪深医药公司获得天津医药集团 67% 股权, 并成为天津市医药集团控股股东, 天津渤海国有资产经营管理有限公司 (简称“渤海国资”) 持股 33%。本次变动后, 达仁堂控股股东医药集团及其持股数量不变, 津沪深医药间接控股达仁堂; 津沪深医药无实际控制人。据此, 达仁堂同为无实际控制人。混改完成后, 不仅使公司依托于国企背景维系运营的稳健发展, 同时融入新血液, 利于整合资源、激发企业活力、提升营销效率。

图2: 达仁堂股权结构 (截至 2022 年报)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

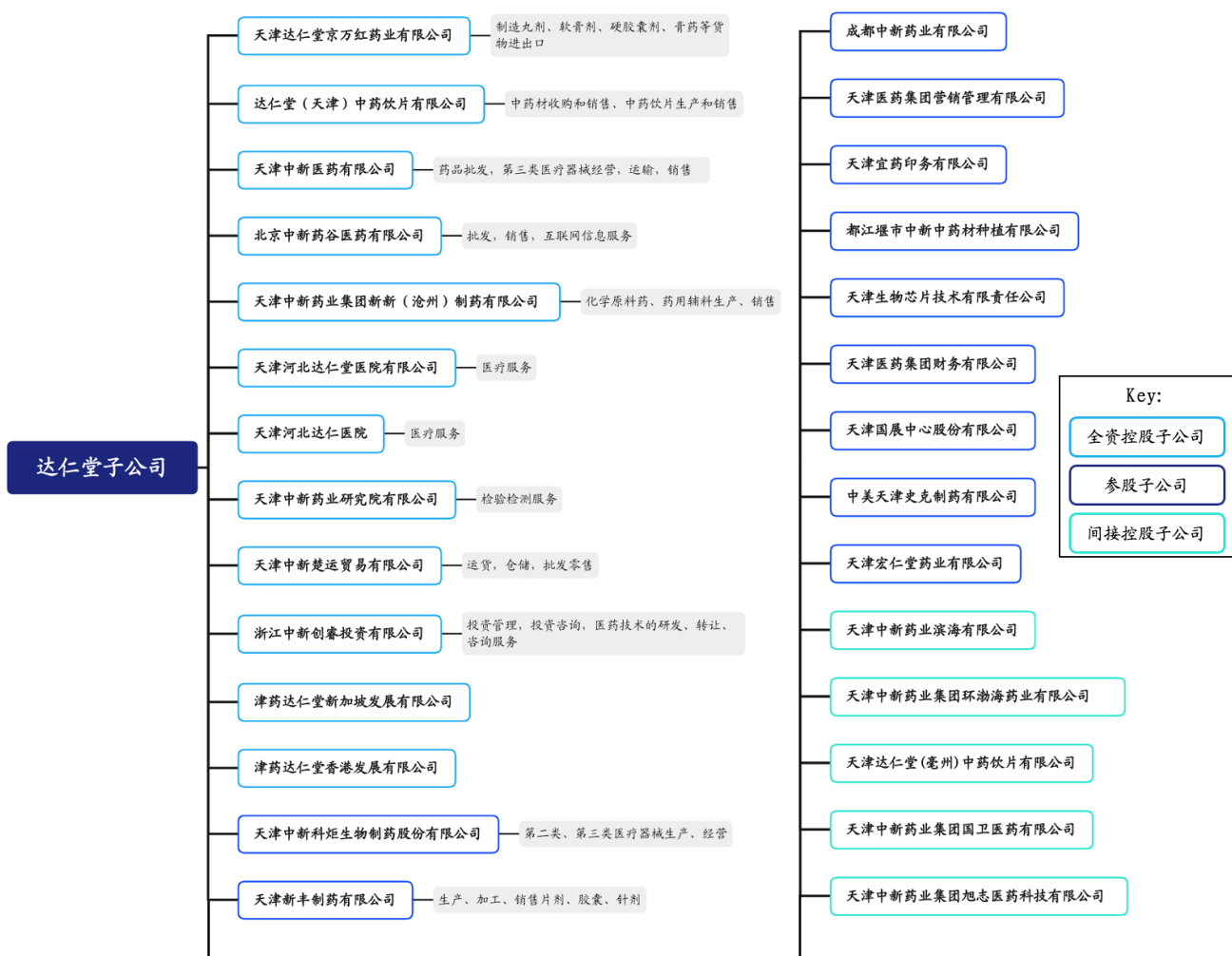
## 1.2. 子公司分工明确, 实现产业链业务全覆盖

公司产业架构涵盖中药全产业链, 集中药的研发、生产、经营、科研、和物流为一体。截至 2023 年 4 月, 公司旗下 26 家子公司, 包括 12 家直接控股全资子公司、5 家间接控股子公司、2 家控股子公司、以及 8 家参股公司。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。公司还拥有化学原料药及制剂

的生产企业新新制药厂、和通过合作建立的生物制药企业中新科炬等。2022 年下半年，达仁堂收购了天津津兰集团公司所持天津达仁堂京万红药业有限公司的剩余股权，收购完成后持有京万红药业 100% 股权。

**自营原料及生产基地，打通上游产业链。**在医药制造领域形成了以达仁堂、隆顺榕、乐仁堂、六中药、京万红等中成药生产企业为智能制造核心，药材公司和中药饮片厂等为前端药材资源中心的中药生产企业群，并拥有化学原料药及制剂的生产企业新新制药厂、头孢菌素生产企业天津新丰制药等企业。下属隆顺榕制药厂、达仁堂制药厂、乐仁堂制药厂、中新制药厂均取得澳大利亚医药产品管理局（TGA）颁发的 GMP 证书。公司实现了中药生产的全程质量控制，并拥有先进的滴丸制造和中药口服固体制剂产业基地，具备强大的生产能力。

图3: 达仁堂子公司分工明确，实现产业链业务全覆盖（截至 2022 年报）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

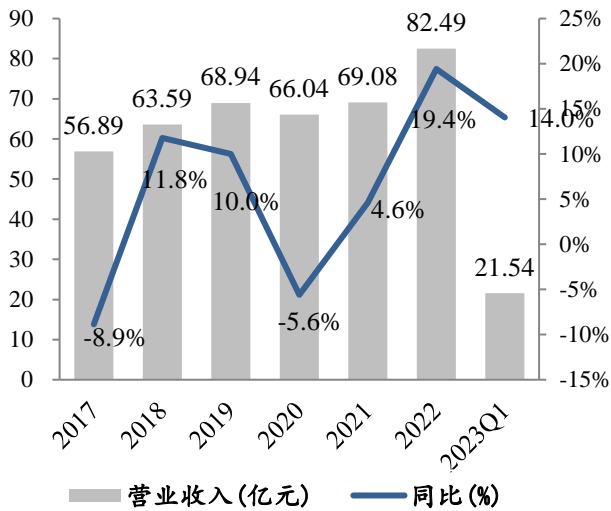
### 1.3. 业绩稳健向好，盈利逐步提升

营业收入自 2017 年呈稳定增长趋势。2017-2022 年间公司营业收入从 56.89 亿元增加至 82.49 亿元，复合增长率 7.7%。2020 年受到疫情影响，营收下降 6%；后随着疫情



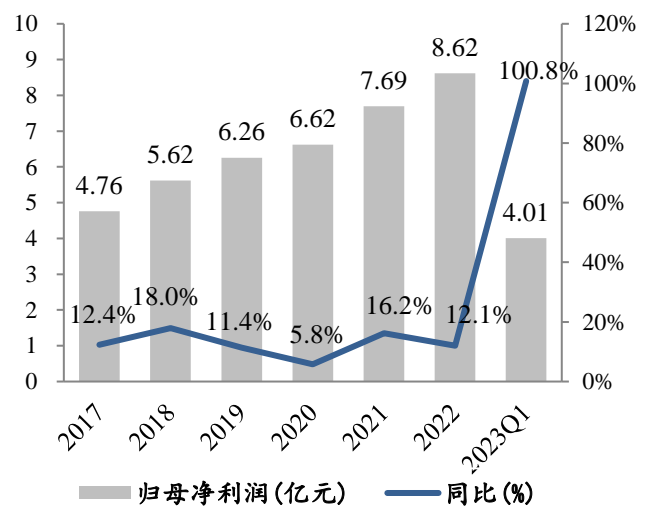
影响逐渐减小以及近年来国家陆续推出对中医药的支持政策，2021 年业绩迅速恢复，营收 69.1 亿 (+11%)。2022 年，营收 82.49 亿元 (+19.42%)，归母净利润 8.62 亿元 (+12.05%)，扣非归母净利润 7.69 亿元 (+3.94%)。2023Q1，营收 21.54 亿元 (+14.03%)。归母净利润逐年增长，由 2017 年的 4.76 亿元增长至 2022 年的 8.62 亿元，复合增长率 12.6%。2023Q1 归母净利润 4.01 亿元 (+100.79%)，超预期增长主要系销售收入的增加以及公司收入结构改变所致。

图4：达仁堂 2017-2022 年营收 (亿元) 及其增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

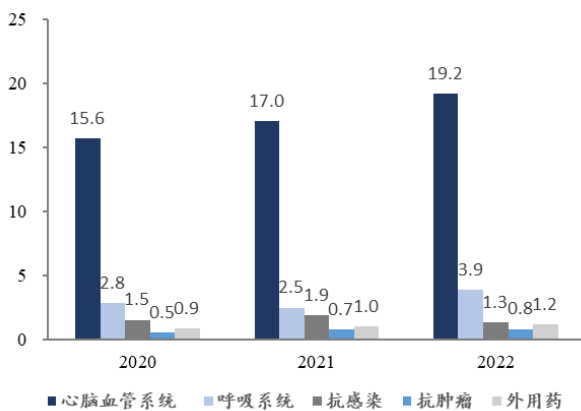
图5：达仁堂 2017-2022 年归母净利润 (亿元) 及其增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

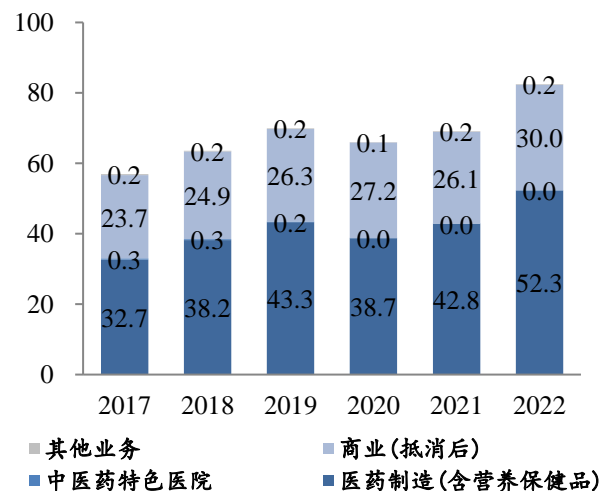
**主营业务：**公司业务主要为医药流通和医药工业两大板块，两者贡献了公司大部分的营收和利润。其中对于公司利润贡献最大的板块是医药工业，占利润比重 75%左右，且毛利率最高（稳定在 55%以上）；医药流通板块毛利率则一直处于 5%左右。按主要治疗领域或药品划分，以心脑血管系统为核心产品线，其中的速效救心丸为龙头核心产品为公司贡献最多收入。

图6：达仁堂 2020-2022 年营业收入按治疗领域 (亿元)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

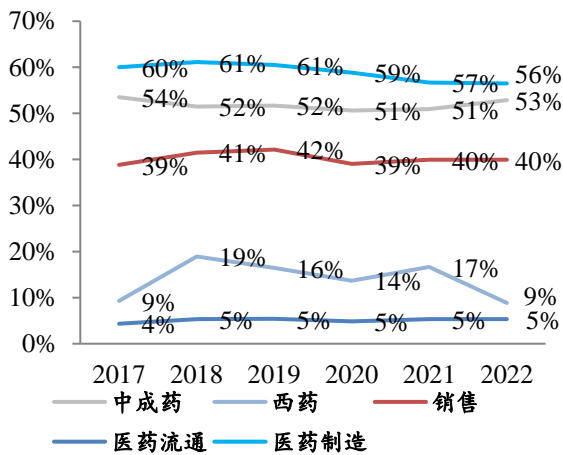
图7：达仁堂 2017-2022 年营业收入按板块 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

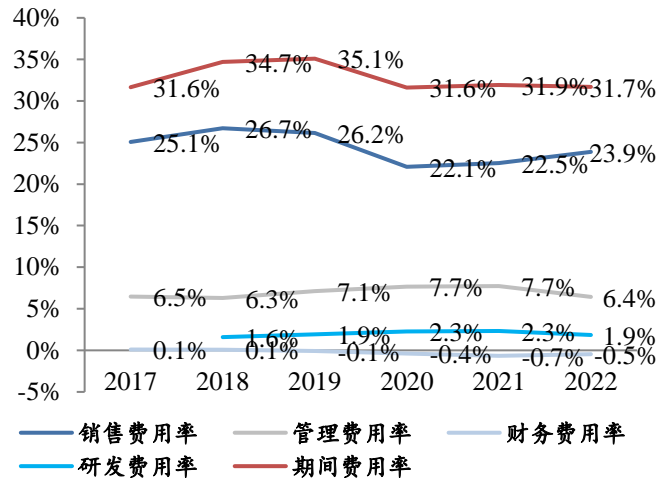
**盈利能力:** 2017-2021 年, 毛利率分别为 38.83%、41.45%、42.14%、39.01%、39.91%, 每年均在 38% 以上, 基本保持稳定, 其中医药制造板块毛利率维持在 56% 以上。期间费用方面, 近年来公司期间费用率保持稳定, 为 31.7%。其中销售费用率随着公司营销体系的改革有所上升, 管理费用率随公司组织结构调整优化同步下降, 2022 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 23.9%、6.4%、1.9%、-0.5%。其中管理费用率明显下降, 主要系公司优化组织管理已见成效。

图8: 达仁堂 2017-2022 年销售及分业务毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 达仁堂 2017-2022 年销售、管理、财务和研发费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 混改结合组织管理优化、营销策略改革和产业链条重塑, 助力业绩新增长

### 2.1. 借助混改契机, 管理层优化调整引领企业新风气

混改完成后, 不仅使公司依托于国企背景维系运营的稳健发展, 同时融入民资新血液, 利于整合资源、激发企业活力、提升营销效率。2020 年 9 月, 医药集团 67% 股权在天津产权交易中心以公开挂牌方式进行转让, 截至天津产权交易中心挂牌结束, 津沪深医药公司为唯一摘牌方, 津沪深医药为医药集团 67% 股权的最终受让方。津药集团原先由渤海国资 100% 控股, 在 2021 年完成混改后, 津沪深医药持股 67% 股权、渤海国资持股 33%。津沪深医药的主要股东为上海琉璃光医药 (控股股东为上海市国资委) 及深圳前海富荣资产管理有限公司。渤海国资是天津市政府重大项目建设投融资的主体和合理配置资源的国有企业, 代表天津市国资委对所属国有资产进行企业管理。2022 年, 医药集团开展国有企业混合所有制改革通过股权转让形式引入投资者。

本次变动后, 公司控股股东医药集团及其持股数量不变, 津沪深医药间接控股本公司。但津沪深医药任一股东从股东会、董事会方面均无法单独对津沪深医药实施控制, 津沪深医药无控股股东及实际控制人。达仁堂实际控制人由天津市人民政府国有资产监督管理委员会变更为无实际控制人。

公司在各层级积极地推进管理层的优化与任命调整，带来积极新风气。2021年7月，张铭芮女士入职津药集团担任董事、总经理；2021年12月被任命为津药集团旗下上市公司达仁堂（原中新药业）董事长。在此之前，张铭芮女士在2006年至2021年曾任太极集团常务副总经理、董事、副总经理。拥有丰富的从业经历及管理经验。

表2：达仁堂高管介绍

姓名	职务	任职日期	简介
张铭芮	董事长、董事、党委书记	2021.12	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；2021年7月入职天津市医药集团有限公司。现任天津市医药集团有限公司董事、总经理；天津中新药业集团股份有限公司董事长。
王磊	董事、总经理	2022.08	自1993年7月入职天津中新药业。2013年5月至2013年6月，任中新药业监事；2013年6月至2018年3月，历任天津中新药业集团股份有限公司副总经理、总经理；2015年5月至2018年5月，任天津中新药业集团董事；2018年3月至今，历任京万红药业常务副总经理、总经理、副董事长；2022年1月至2022年8月，任津药集团营销管理中心副总经理；2022年8月至今，任达仁堂总经理。具有丰富的公司生产、销售和管理经验。
郭珉	董事	2021.09	现任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；天津中新药业集团股份有限公司董事。
毛蔚雯	董事	2022.12	1996年5月至2001年4月，任上海市医药有限公司团委书记职务；2001年4月至2009年3月，历任上药公司销售总部客户服务部经理、沪西分公司经理兼党支部书记、上药控股总经理助理兼办公室主任、上海医药物流中心有限公司总经理等职务；2009年3月至2014年2月，任上药公司人力资源部总经理职务；2014年3月至2021年5月，任上海盛源集团董事、常务副总裁职务；2021年5月至2021年12月，任津药集团人力总监职务；2021年12月至今，任津药集团首席人力资源官。
朱海峰	独立董事	2022.12	2022年至今担任虾皮（Shopee）长期战略规划总监。之前曾担任波士顿咨询大中华区董事经理，华夏幸福国际战略和产业发展部总经理，云图海外合伙人，在企业管理咨询、金融和创业孵化领域有丰富的经验。
张宇	首席制造官	2022.04	1995年7月至2019年5月，就职于天津中新药业乐仁堂制药厂，历任乐仁堂制药厂销售分公司地区经理、科技质量部部长、生产总监、厂长助理、总工程师等职务；2019年5月至2022年3月，历任天津市医药集团有限公司运营管理部副部长、生产运行部副部长。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.2. 营销策略改革通过营销平台整合、产业中心建设、和组织机构再造

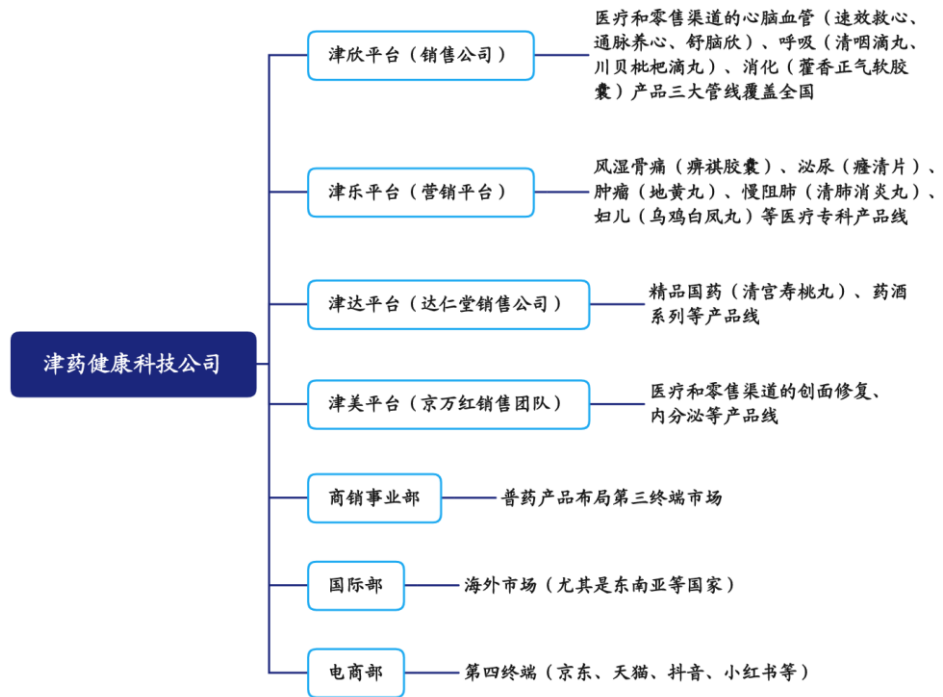
达仁堂不断优化组织机构，通过平台化整合，专业化建设，扁平化运营，中心化管理，全局化共享，完善经营导向的组织体系。加强各板块（工业、商业），各业务（供、产、销、研）线条的职能清晰，业务协同。

**（1）营销平台整合：**通过津药科技分公司统筹各营销平台，销售考核标准化，经营管理中心化。按照立足稳定、品类协同、创新突破、专业发展的调整原则，聚焦市场、整合营销，构建快速响应的营销体系，整合销售公司、营销公司、达仁堂销售团队、京万红销售团队，实现产销分离。目前，各销售平台已完成产品线调整，组织架构建设工作，迈入健康发展快车道。2023年初，公司成立津药达仁堂集团股份有限公司健康科技产业发展分公司（简称“津药健康科技”），从而以津药健康科技为抓手，统一协调各销售平台工作，实现下属工业企业平台化、中心化、流程化、精细化管理，利于未来资源调配。

目前销售公司（津欣平台）负责医疗和零售渠道的心脑血管、呼吸、消化产品线；

营销平台（津乐平台）负责风湿骨痛、泌尿、肿瘤、慢阻肺、妇儿等医疗专科产品线；达仁堂销售公司（津达平台）负责精品国药、药酒系列等产品线；京万红销售团队（津美平台）负责医疗和零售渠道的创面修复、内分泌等产品线；此外，2022 年公司成立商销事业部运营普药产品；整合国际部负责海外市场，成立电商部发力第四终端。

图10: 津药健康科技公司统筹管理各销售平台



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**(2) 产业中心建设。**2022 年公司整合既有产业资源，成立药材资源中心，统筹上游药材和饮片业务；成立智能制造中心，推动工业制造精益化管理；按照“聚合资源、集中突破、开放合作”的方针，将研发资源统归于津药达仁堂中药研究院；落实药品流通业务资产重组方案，成立子公司天津中新医药有限公司整合商业板块。公司持续出台、修订和完善各方面配套制度，推动流程再造。

**(3) 组织机构再造：精简管理指数，完善考核激励。**持续推动定编，定岗，定责工作，完善管理制度，实施业务流程再造，梳理部室职能。本部经营管理部室由 14 个调整为 12 个，调整后的机构设置：证券与投资部（董事会办公室）、总经理办公室、战略管理部、药材资源中心、智能制造中心、财务中心、人力资源中心、质量管理部、EHS 部、产品规划部、数字与 IT 部、审计部。

同时，不断完善人力资源管理体系，优化薪酬激励机制，绩效考评机制，体现以奋斗者为本的高绩效文化，开展岗位竞聘工作，引入高管等各级管理和业务人才，并指导下属企业规划组织变革。

2.3. 产业链条重塑，“1+5”战略布局为市场转型导定航向

“1”是坚持品牌引领，打造达仁堂主品牌，明确子品牌的细分定位，围绕老字号品牌建设守正创新，全面加强品牌建设。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”。

“5”是指中医药相关的五个产业方向，i)做大做强绿色中药；ii)强化精品饮片业务，整合中药饮片资源，布局 GAP 基地建设；iii)“达仁堂大药房”精品国药连锁建设；iv)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模式；v)布局大健康产业，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。

“+”是指以“达仁堂”作为主品牌引领公司发展，赋能中医药相关的五个产业。通过品牌与业务协同发展，当期与中期合理统筹，“1+5”战略布局是达仁堂中远期产业发展的航道图。

图11: 1+5”战略布局为市场转型导定航向



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司营销网络覆盖全国，销售渠道包括医疗市场、零售市场、第三终端和线上渠道。一方面打造“渠道规范、价格有序、终端动销”的系统化规范管理体系；另一方面推进医疗和零售分线管理，实现医疗带动零售，双轮驱动发展。

表3: 完成混改后开展的弘扬品牌文化、展现营销转型的具体措施例举

活动分类	活动内容
线下品牌推广活动	举办乐仁堂建厂百年华诞誓师大会和隆顺榕建厂 188 年品牌推广活动。
	陆续参与开展达仁堂品牌文化走进南开大学 MBA 案例课堂活动。
	参与深圳虫洞市集，搭建“国药更国潮虫洞药局”品牌专区。
线上品牌推广活动	开展“搓药丸、装药袋”老字号焕新体验活动。
	举办“达仁故事”、“独立女性”特约脱口秀专场。
	开展“世界急救日”等新媒体主题传播活动，精准传播“40 岁以上人群随身携带速效救心丸”的用药理念，累计线上曝光量 5.26 亿次以上。
医疗学术推广活动	推广“天津药材”微信公众号；开设“毛玉泉”抖音账号。 创立电商部，推动旗下产品在京东、天猫、抖音、小红书等线上的自营覆盖，拓展渠道，提高产品可及性。 参加第五届药品安全合作联席会、西湖论坛、西普会等全国性行业会议。

零售营销推广活动	<p>2022 年全年累计开发医院数千户，开展学术会议数百场。</p> <p>打造标杆型科室和标杆型医院，召开速效救心丸医疗招商会，覆盖各级终端，并推动商业配送点位调整。</p> <p>优化速效救心丸 180 粒规格连锁合作质量，聚焦全国性连锁，赋能省内头部连锁；加强终端动销，通过学术引领、专业培训、创新陈列、店员激励、销售竞赛、团购抢抓、体验式营销、慢病管理、会员活动和公益活动等。</p> <p>开展“速效救心丸营销新秩序——省级战略合作启动会”，对各省一级经销商进行渠道规范化管理，二级经销商进行“渠道规范+地推活动”管理，对连锁及单店进行精准动销。</p> <p>精品国药板块开发中医馆百余家，广泛开展店员培训、科普教育，加强对牛黄清心丸空白医院的开发工作。</p> <p>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。</p> <p>重新启动清宫寿桃丸销售，销售收入同比增长 288.7%。</p> <p>京万红销售团队，精准营销降库存，品牌学术助动销，京万红 20g 规格新装上市，社会库存逐步合理化。</p> <p>金芪降糖片新开发医院上千家，金芪降糖片同比增幅达 20%，上榜中国家庭常备用药。</p> <p>商销事业部针对中成药普药全力布局第三终端市场，以“多品种、多渠道、多模式”创建省区合伙人模式，激活的 13 个睡眠品种销量同比增加 1018%。</p> <p>天津市委副书记、市长廖国勋廖国勋市长和副市长王卫东先后到公司调研，了解公司百年历史，鼓舞了公司的发展信心。</p> <p>公司旗下现代中药产业园荣获“我最喜爱的滨海网红打卡地”称号。</p>
社会责任与成就	<p>乐仁堂被市文旅局授“天津市工业旅游示范基地”。</p> <p>“中新药业现代中药产业园”和“达仁堂中药文化展览馆”被市卫健委认定为“天津市中医药文化宣传教育基地”。</p> <p>作为全国唯一中药代表企业在药品安全合作联席会上进行了企业社会责任发布，展示公司在药品安全、中医药文化传播等方面的工作成效和责任担当。</p>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

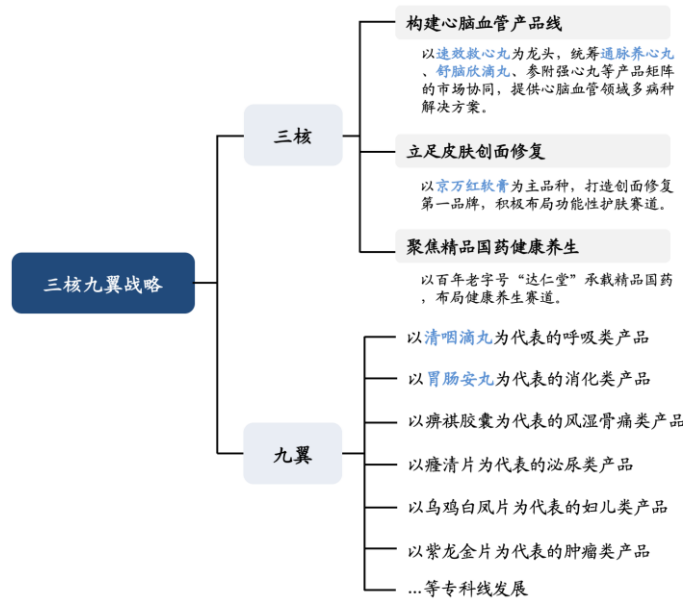
### 3. “三核九翼”营销体系，从点到面实现多点开花

#### 3.1. 根据产品线及产品特点重新规划为“三核九翼”的营销体系

公司中成药聚能核心主品，打造“三核九翼”产品线。**三核**：1) 心脑血管产品线，以速效救心丸为龙头，统筹通脉养心丸、舒脑欣滴丸、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；2) 皮肤创面修复，以京万红软膏为主品种，强化创面修复品牌；3) 百年老字号“达仁堂”精品国药，推动清宫寿桃丸、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等产品。**九翼**：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。

公司积极响应《十四五医药工业发展规划》，力争在十四五期间打造速效救心丸 20 亿元以上销售规模；将通脉养心丸、清咽滴丸打造成为 5-10 亿元规模的产品；胃肠安丸、痹祺胶囊、癃清片销售规模达到 3-5 亿元；清肺消炎丸和治咳川贝枇杷滴丸每年不低于 20% 的增长。

图12: “三核九翼”的战略规划



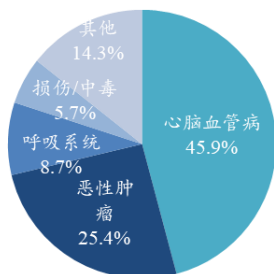
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

### 3.2. 扎根心脑血管产品线, 以速效救心丸为核心, 开展“篮子工程”带动系列性产品矩阵

#### 3.2.1. 焦点管线心血管类疾病的中药市场持续上涨且空间广阔

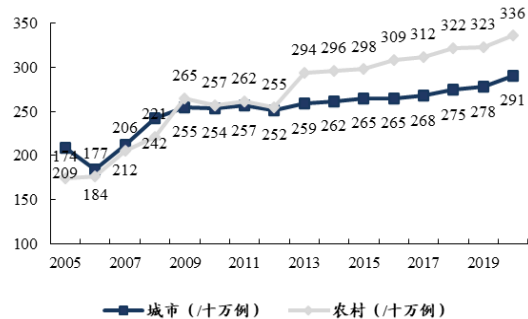
心血管疾病所引发的死亡率高, 人群基数大, 临床需求急迫。是发病率和死亡率位居前列的全球性疾病, 也是我国城乡居民首位死因。《中国卫生健康统计年鉴 2021》显示, 2020 年我国城市和农村居民心血管疾病的死亡率分别达 291/10 万和 336/10 万, 分别占比 48.00%和 45.86%, 远超其他主要疾病死因占比。根据《中国心血管健康与疾病报告(2020 年)》, 2019 年我国心血管现患病人数大约 3.3 亿人, 相比 2018 年增加了 4000 万人。

图13: 2020 年中国城市居民主要疾病死因构成比



数据来源: 《卫生统计年鉴 2021》, 东吴证券研究所

图14: 2005-2020 年中国城乡居民心血管病死亡率变化

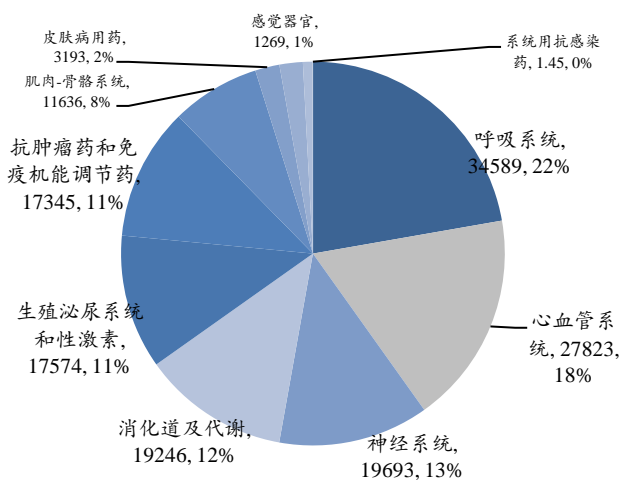


数据来源: 《中国心血管健康与疾病报告》, 东吴证券研究所

心脑血管疾病中多数病种为长期慢性病，其中的心悸、气短、胸闷、胸痛、头痛、眩晕、中风、健忘等均属于中医药治疗优势明显的病种，中成药在治疗慢性病方面具有辨证施治、标本兼顾等独特优势，我国心脑血管中成药市场保持快速发展态势。目前我国心血管药物包括调脂药、抗心衰药、抗心律失常药、抗高血压药、抗心绞痛药等化学药，以及复方丹参滴丸、速效救心丸、通心络胶囊等中成药。

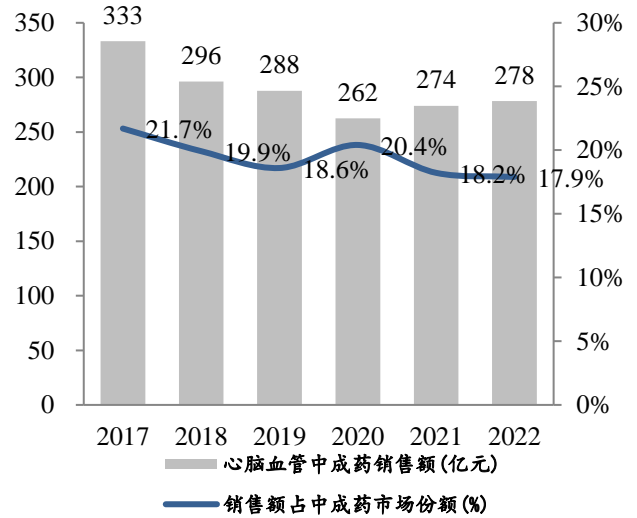
心脑血管疾病用药一直位于我国中成药医院端临床用药前二大类。根据开思数据库，2022年，我国公立医疗机构终端中成药大类格局中，心脑血管疾病用药销售额达278亿元，占比达18%。

图15: 2022年我国样本医院终端中成药大类格局



数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

图16: 我国样本医院终端心脑血管疾病中成药销售额



数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

### 3.2.2. 速效救心丸多次入选为指南推荐药物，性价比高，起效快

速效救心丸为含服滴丸，主要成分为川芎、冰片等，具有行气活血，祛瘀止痛的功效，可以增加冠脉血流量。一般可用于治疗心绞痛、气滞血瘀型冠心病、心肌缺血、冠状动脉粥样硬化性心脏病等病症。

- **心绞痛:** 速效救心丸适用于治疗气滞血瘀型心绞痛，速效救心丸的组成包括川芎和冰片，川芎主要的功效是行气活血，对于气滞血瘀型心绞痛患者更为适合。
- **心肌缺血:** 速效救心丸可以有效地减慢心率，减轻心肌耗氧，患者服用速效救命丸，能够有效地缓解心肌缺血所引起的胸闷、疲倦、乏力、恶心、呕吐、心慌、气短等症状。
- **心脏病:** 速效救心丸具有扩张冠状动脉、增加冠脉血流量、保护心肌细胞、抑制粥样斑块形成的功效，冠状动脉粥样硬化性心脏病患者在急性发作的时候，可以通过舌下含化的方式服用，服用后可以快速缓解症状。
- **长期预防:** 《速效救心丸治疗冠心病中国专家共识》推荐速效救心丸还可广泛应用于稳定型冠心病预防、心绞痛预防、长期治疗、急性冠脉综合征患者围术期治疗中，疗效明确。



表4: 速效救心丸成分表

主要成分	来源	活性成分	药理分析	临床应用
川芎	《本草纲目》称其“血中气药”，具有活血化瘀、行气开郁、疏风止痛的作用	川芎含有川芎、阿魏酸钠等主要有效活性成分	两者均有较强的扩张微血管、改善微循环、降低血液黏度、降低毛细血管通透性等作用	临床上多用于治疗心脑血管疾病、肺动脉高压、慢性肾功能衰竭和抗凝等
冰片	《本草纲目》称其“疗喉痹、脑通、鼻嚏、齿痛、伤寒舍出、小儿痘陷。通诸窍、散郁火”	冰片化学成分为2-茨醇	可透过细胞壁、引起细胞膜损伤、破坏及改变其通透性;可以拮抗 PGE 和抑制炎症介质释放等	临床上多用于兴奋中枢神经系统、提神醒脑、抗菌消炎, 治疗咽喉肿痛、中耳炎等

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

**速效救心丸属于国家机密品种, 获多项国家背书。**速效救心丸由我国著名药学家章臣桂教授研制开发, 自 1982 年上市以来, 积累了近 40 年的临床应用经验。是传统医药与现代科学技术完美结合的典范, 既具备了西药高效、速效的特点, 又继承了中药标本兼治、毒副作用小的优势。长期服用效果更加显著, 是临床预防和治疗多种心脑血管疾病的首选良药。已被认定为国家中药保护品种、全国中医医院急诊必备中成药, 入选国家基本药物目录和国家医保目录。

速效救心丸入选《糖尿病心肌病病证结合诊疗指南》, 作为强推荐用药用于精准医疗模式下的糖尿病中医防治与管理; 入选《硝酸酯类药物低反应性或耐药人群的急诊识别与处理中西医专家共识》, 作为唯一推荐用药, 推荐用于硝酸酯耐药患者的治疗; 入选中国中西医结合学会心血管病专业委员会 2017 年发布的《动脉粥样硬化中西医结合诊疗专家共识》, 推荐用于动脉粥样硬化患者的治疗; 入选 2018 年中华中医药学会心血管病分会《冠心病稳定型心绞痛中医诊疗专家共识》, 推荐为胸痛发作期常用中成药。

表5: 速效救心丸入选指南情况

题目	单位	时间
糖尿病心肌病病证结合诊疗指南	中国中医科学院中医内分泌学学科带头人	2022
中成药治疗冠心病临床应用指南	《中成药治疗冠心病临床应用指南》 标准化项目组	2021
速效救心丸治疗冠心病中国专家共识	中国中西医结合学会	2019
稳定性冠心病中西医结合康复治疗专家共识	中国中医药研究促进会中西医结合 心血管病预防与康复专业委员会	2019
急性 ST 段抬高型心肌梗死溶栓治疗的合理用药指南 (第 2 版)	国家卫生计生委合理用药专家委员会、 中国药师协会	2019
冠心病稳定型心绞痛中医诊疗专家共识	中华中医药学会心血管病分会	2018
冠心病合理用药指南 (第 2 版)	国家卫生计生委合理用药专家委员会、 中国药师协会	2018
动脉粥样硬化中西医结合诊疗专家共识	中国中西医结合学会心血管病专业委员会 血脂与动脉粥样硬化化学组	2017
急性 ST 段抬高型心肌梗死溶栓治疗的合理用药指南	国家卫生计生委合理用药专家委员会、 中国药师协会	2016
急性心肌梗死中西医结合诊疗专家共识	中国医师协会中西医结合医师分会等	2014

数据来源: 各版诊疗指南, 东吴证券研究所

速效救心丸针对冠心病的急性发作尤为有效。冠心病是指供给心脏营养物质的血管

-冠状动脉发生粥样硬化或痉挛，使冠状动脉管腔狭窄或阻塞，导致心肌缺血或坏死而引起的心脏病。冠心病急性发作时最常见、最危险的症状是心绞痛，若不及时救治，会给患者带来生命危险。因此，冠心病患者要随身携带急救药，并懂得正确使用，以防不测。

在心脑血管疾病的预防、治疗与急救中，中成药有速效救心丸、复方丹参滴丸、麝香保心丸、通心络、心血康软胶囊这五种常用药。2021年中国中药协会药物经济专业委员会指出，相较于复方丹参滴丸和麝香保心丸，速效救心丸成本最低、效果和效用最高。2020年研究表明，在临床治疗冠心病心绞痛的过程中，相较于丹参片，速效救心丸能更进一步优化治疗效果，有效减少患者心绞痛持续的时间并降低发作的频率。在治疗冠心病心绞痛的药物中，速效救心丸是患者性价比非常高的选择。2022年中国零售药店心脑血管疾病中成药产品销售额分别位列第一、第二的复方丹参滴丸和通心络胶囊每日用药价格分别为5.34元和10.10元，速效救心丸销售量位列第八，但每日用药价格仅为3.97元。考虑到速效救心丸的市场份额、品牌价值、药效认可度、国家机密品种的地位，仍有较大的提价空间。

表6: 速效救心丸与其他冠心病中成药的同类对比

产品	适用范围	销售额(亿) 开思数据	平均单价 (元/盒)	规格	日均用量	日均费用 (元)
速效救心丸	药效十分迅速，3-5分钟起效。具有预防、治疗和急救三重功效。冠心病高危人群必备，主要是应急时使用。作用是行气活血，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。	12.66	39.74	150丸*40mg	5丸*3次	3.97
复方丹参滴丸 (天士力)	起效慢于速效救心丸，3-8分钟起效。用于气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛；冠心病心绞痛见上述证候者。	24.79	32.05	180丸*27mg	10丸*3次	5.34
麝香保心丸 (和黄药业)	5-6分钟起效。用于气滞血瘀所致的胸痹，症见心前区疼痛、固定不移；心肌缺血所致的心绞痛、心肌梗死见上述证候者。	16.03	36.43	60丸*22.5mg	1.5丸*3次	7.58
通心络胶囊 (以岭药业)	1周起效。主治冠心病心绞痛属心气虚乏，血瘀络阻证，症见胸部憋闷，刺痛，绞痛，固定不移，心悸自汗，气短乏力，舌质紫黯或有瘀斑，脉细涩或结代。亦用于气虚血瘀络阻型中风病，症见半身不遂或偏身麻木，口舌歪斜，言语不利。	14.64	33.63	40粒*0.26g	3粒*3次	10.10
心血康软胶囊 (地奥制药)	1-2周起效。活血化瘀，行气止痛，扩张冠脉血管，改善心肌缺血。用于预防和治疗冠心病、心绞痛及瘀血内阻之胸痹、眩晕、气短、心悸、胸闷或痛	4.80	21.13	20粒*0.1g	1.5粒*3次	4.75

数据来源：《中国药房》，开思数据库，东吴证券研究所

根据2014年的《国家发展改革委关于改进低价药品价格管理有关问题的通知》（低价药政策），允许生产经营者在日均费用标准内，西药日用金额不超过3元，中药日用金额不超过5元，即可纳入低价药品政策管理。低价药政策加大了扶持力度，鼓励生产和临床使用低价药品。只要价格不违反国家低价药品政策，医疗机构可参考周边省份价格，随行就市与生产企业谈判形成供货价格。速效救心丸属于低价药范围，于是自2015年从近3元的日均费用开始提价；2022年，日均价格近4元，最低中标价为39.8元。

图17: 速效救心丸的提价历程与预期



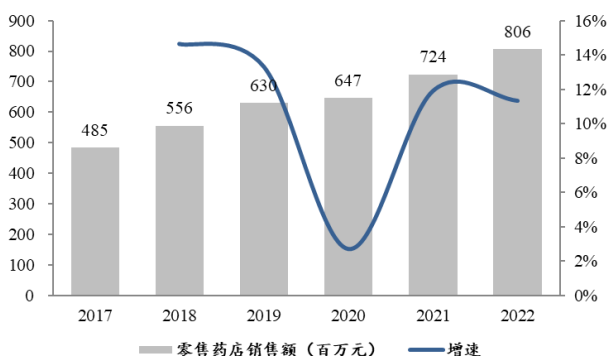
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.2.3. 速效救心丸声名远扬受广泛认可, 明星单品十四五期间翻倍目标

速效救心丸销售额逐年提升并已突破 15 亿元。速效救心丸是引领增长的主力。速效救心丸从 2015 年开始提价并在 2017 年顺利完成提价, 2018 年公司开始享受提价红利, 营业收入增长 12%, 净利润增长 20%, 业绩趋于改善。根据公司年报, 2021 年疫后业绩恢复, 速效救心丸实现销售收入 13 亿元, 同比增长 9.47%; 2022 年, 速效救心丸全年增长 2.3 亿元, 纯销增长 5 亿元, 实现年销售额 15.3 亿元。

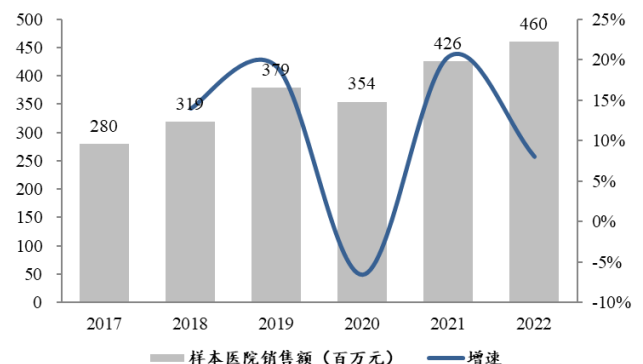
速效救心丸在心血管疾病内服中成药医院端和零售端市场的销售份额占有率均稳定提升。根据开思数据库, 在心脏病中成药的大基数市场中, 速效救心丸 2017-2022 年的销售额、零售市场销售份额、样本医院销售额、市场销售份额均逐年提升。其中零售药店销售额从 2017 年的 4.9 亿元提升至 8.1 亿元, 市场份额已由 2017 年的 1.6% 提升至 2022 年的 3.5%, 样本医院销售额从 2017 年的 2.8 亿元提升至 2022 年的 4.6 亿元, 市场份额已由 2017 年 0.9% 提升至 2022 年的 2.0%。

图18: 速效救心丸零售药店销售额



数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

图19: 速效救心丸样本医院销售额



数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

图20: 速效救心丸零售药店市场份额

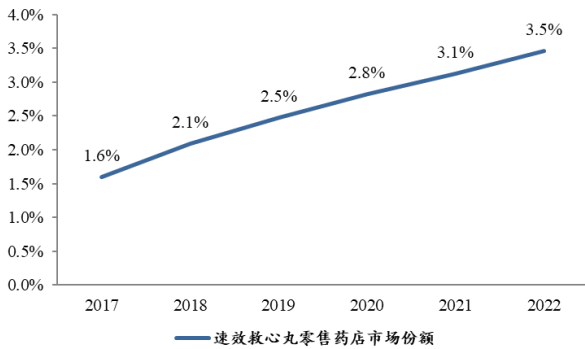
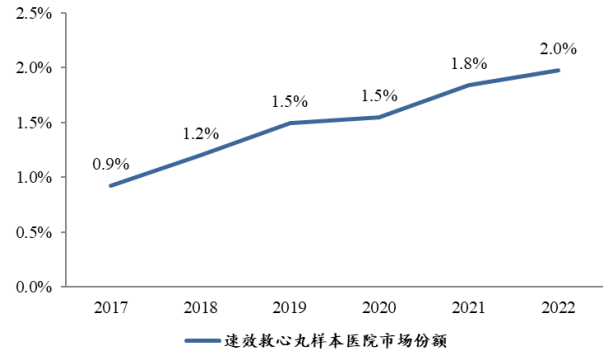


图21: 速效救心丸样本医院市场份额

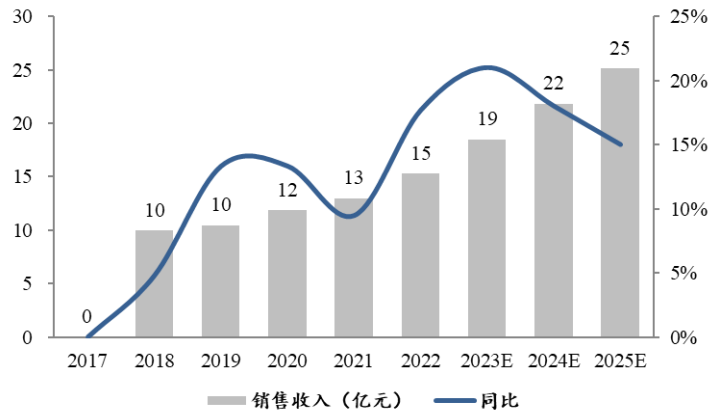


数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

我们认为: 1) 市场方面, 随着我国人口老龄化加速以及心血管危险因素流行, 心脑血管疾病的患病率不断上升、临床需求不断增长、患者人数持续增加; 2) 销售方面, 借助混改契机落地市场营销改革, 尤其注重速效救心丸的零售终端动销+经销商的渠道规范+医疗学术推广活动+线上线下的达仁堂品牌力推广; 3) 人才方面, 优化薪酬激励机制+绩效考评机制, 公司速效救心丸有望于 24 年突破 20 亿体量, 25 年销售收入达 25 亿元。

图22: 速效救心丸销售收入预测



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

### 3.2.4. 通脉养心丸主推日常服用, 养心治本的安全功效利于日常防治

通脉养心丸, 是在临床上常用的中成药, 全方具有益气养阴、通脉止痛之功效。它的组成为: 地黄、鸡血藤、麦冬、甘草、制何首乌、阿胶、五味子、党参、龟甲(醋制)、大枣、桂枝等 11 味药。用于冠心病心绞痛及心律不齐之气阴两虚证, 症见胸痛, 胸闷, 心悸, 气短, 脉结代。常规用量为一次 40 丸, 每日 1-2 次。

通脉养心丸处方经典, 是基于天津名医董晓初先生的传统药方, 由国医大师阮士怡教授研制, 并由张伯礼院士牵头完成多项相关的二次研发项目以及临床循证研究。由经

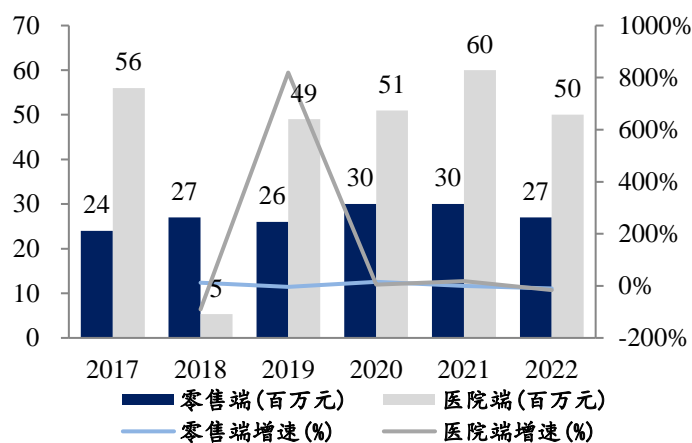
典方剂炙甘草汤和生脉散加减而成，组方配伍科学合理，是治疗冠心病、心律失常不可多得的经典中成药。

**通脉养心丸具备较强的产品背书。**通脉养心丸自上世纪 60 年代上市后，临床应用近 50 年。目前通脉养心丸已进入全国 28 个省市的医保乙类，并在 2010 年进入天津市基本药物集中采购目录。通脉养心丸先后被纳入《中成药临床应用指南·心血管疾病分册》、《临床路径释义-心血管病分册》等指南或共识中，被推荐治疗冠心病心绞痛、冠心病稳定性心绞痛、阵发性心房纤颤等疾病。

**通脉养心丸定位在养心治本的独特防治效，适用广泛，适合常服。**其具有独特的养心治本功效，能够全方位补养心之气血阴阳，因此能够显著改善患者出现的心胸隐痛、心慌气短、体倦乏力、早跳等症状。可用于治疗冠心病、心律失常等心脏疾病，特别适用于中老年、女性、体质虚弱及介入或搭桥手术后的患者。上市近 50 年，近千万患者应用，未发现任何不良反应，安全性高，适合长期服用。它的作用机理区别于市场上活血化瘀为主的中成药，对于心梗后的心肌保护、预防左室重构、预防室壁瘤形成，以及对于心功能的恢复和抗纤维化有着优异的临床效果。鉴于其较为温和的组方，对于有冠心病隐患并心律失常的患者，在医生指导下适合长期服用。

**通脉养心丸作为心脑血管系列三大“强心”产品之一，有望冲击 5-10 亿销售额。**通脉养心丸 2022 年销售额约为 7,700 万元左右，销售主要在京津冀地区。在未来的推广上，公司着力打造速效救心丸与通脉养心丸联合用药，形成协同效应。目前通脉养心丸年销售额为亿元级别，考虑到潜在的常服需求，未来有望实现 5-10 亿级销售额。

图23: 通脉养心丸的院内端和零售端的销售额（百万元）



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

### 3.3. 京万红软膏作为创面修复类代表，积极拓展糖足适应症

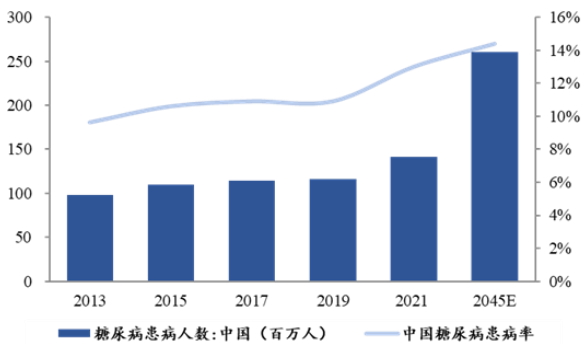
京万红软膏的组方制作技艺为国家级非遗项目，功效是活血解毒，消肿止痛，去腐生肌。可以用于虫咬皮炎，烧伤、烫伤、灼伤，外科伤口感染，痤疮、毛囊炎、带状疱疹，痔疮肛裂，糖尿病足和褥疮。基于良好疗效，京万红软膏先后被列入《国家基本药物临床应用指南》、医保甲类、OTC 乙类药物目录、《全国中医医院急诊（室）必备用

药》、《军队合理医疗药品目录品种》等多部用药目录。

**京万红软膏用于糖尿病足的治疗。**根据 IDF 世界糖尿病报告（第 10 版），2021 年我国 20-79 岁人群中糖尿病患者约有 1.41 亿，预计到 2045 年将增加至 1.74 亿；《中国糖尿病足诊疗指南（2020）》显示，糖足在糖尿病患者中的患病率为 4%-10%，粗略估算我国 2021 年糖足患者达 560 万-1410 万人，患者人群较为广阔。

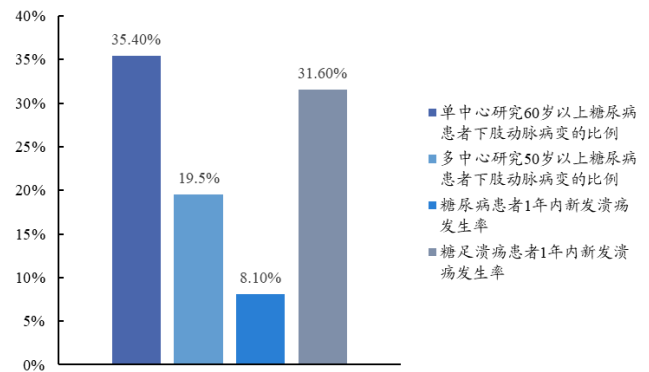
糖尿病足具有病情复杂、治疗困难、耗费医疗和社会资源等特点。随着对京万红软膏的深入研究也发掘出它对于压疮、糖尿病足等难治性创伤的显著疗效，同时，京万红软膏被收录在 6 大指南中：《中国创面诊疗指南》、《糖尿病足溃疡中医循证临床实践指南》、《中国糖尿病足防治指南》、《中国糖尿病足诊治指南》、《糖尿病足病中医病证结合诊疗指南》、《糖尿病足肌腱暴露疮面中医干预指南》，肯定了其权威疗效。2021 年《糖尿病足病中医药病证结合诊疗指南》指出，京万红软膏可外敷于糖尿病足溃疡疮面分泌物少、异味轻、肉芽渐红的患者。

图24：中国糖尿病患者人数及患病率



数据来源：IDF，东吴证券研究所

图25：糖足患病率及发病率



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

**达仁堂收购京万红药业，深耕细作京万红软膏的营销战略。**2022 年 9 月，达仁堂以不超过 4.5 亿元收购控股子公司京万红药业剩余 47.98% 股权，交易完成后京万红药业成为达仁堂的全资子公司。京万红药业的主要产品“京万红软膏”与“痹祺胶囊”，分别是公司“三核九翼”战略的“皮肤创面修复”与“风湿骨病”领域的主打产品。本次收购，有利于公司聚焦战略布局，进一步深耕细作。

**橡皮生肌膏、功能型护肤等产品与京万红软膏一道构成第二核一皮肤创面修复。**橡皮生肌膏由金银花、地榆、紫草、地黄、穿山甲、土鳖虫、白蔹、槐米、刺猬皮、冰片、黄连、黄柏等 39 味组成。具有清热解毒、化瘀止痛、收敛止血的作用。用于初期内痔、肛裂、肛周炎、混合痔等。2020 年，橡皮生肌膏进入国家重点研发计划“糖尿病足中西医结合防治方案的循证评价及疗效机制研究”课题，项目可明确橡皮生肌膏临床优势，形成可推广应用的中医药促进糖尿病足肌腱暴露创面愈合的高质量循证医学证据和成

熟有效方案。未来有望拓展新适用领域。

京万红旗下大健康系列包含润手霜系列、凝时精致护肤系列等，作为公司第二核的重要补充，在打响公司品牌知名度，丰富产品线等方面起着重要作用。

表7: 京万红大健康系列

序号	京万红系列护肤品	产品名称	产品示例
1	东方花韵润手霜	樱花亮肤型	
2		茉莉舒缓型	
3		晚香玉滋养型	
4	凝时紧致化妆品	精华水	
5		养日霜	
6		滋养晚霜	
7		滋养面膜	
8		眼部精华素	
9		氨基酸洁面乳	

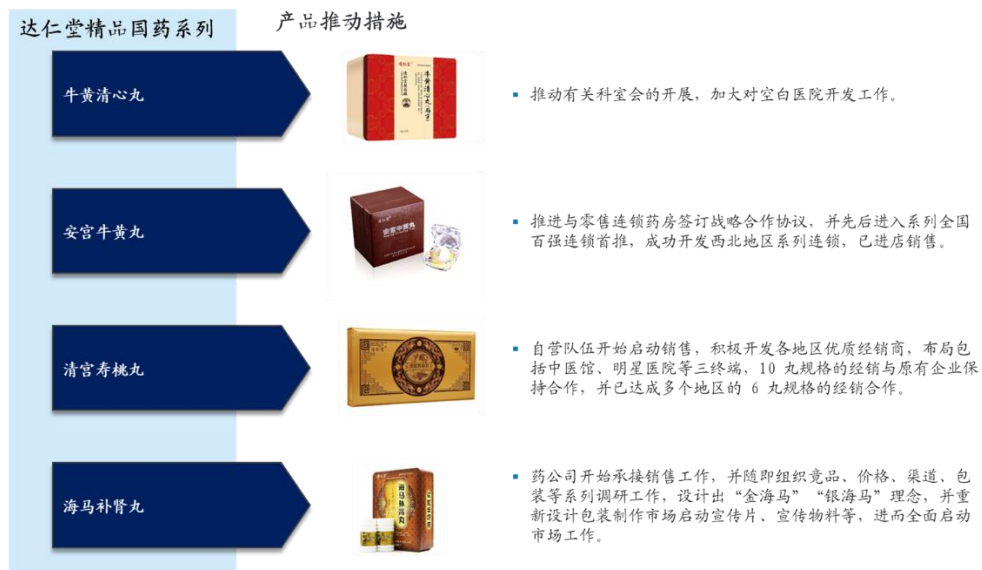
数据来源：京万红官网，东吴证券研究所

目前公司京万红软膏、橡皮生肌膏以及大健康系列收入规模仍较小，未来随着京万红软膏糖足领域的推广以及公司对等级医院和零售药店的不断开发，2025 年公司创面修复领域有望实现收入 2 亿元。

### 3.4. 精品国药百年传承，补益类产品竞争格局良好

公司第三核则是以百年老字号“达仁堂”承载精品国药。2022 年，公司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。针对牛黄清心丸、安宫牛黄丸、清宫寿桃丸、海马补肾丸等品种均制定了明确清晰的改革推动措施，例如针对牛黄清心丸，扩大科室的覆盖，增加空白医院的覆盖；针对安宫牛黄丸，推进与零售药房签订战略合作协议等。我们认为凭借公司传承百年的品牌已经对不同补益类产品的针对性措施的开展，2025 年公司精品国药系列销售收入有望突破 7 亿元。

图26: 达仁堂精品国药系列改革措施

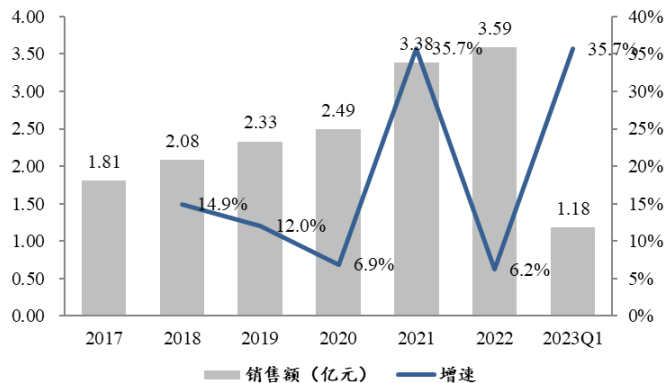


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

牛黄清心丸入选非遗名录, 强化终端推广有望持续放量, 牛黄清心丸源自大医张仲景经典著作《金匱要略》中的“薯蓣丸”治疗风疾百症, 后经宋代太医局加减化, 形成 29 位牛黄清心丸, 收录在政府主编的《太平惠民和剂局方》, 故又称牛黄清心丸(局方)。2021 年 6 月, “达仁堂牛黄清心丸制作技艺”入选第五批国家级非物质文化遗产项目名录。是目前唯一入选国家非遗项目的牛黄清心丸。

根据开思数据库, 2022 年牛黄清心丸(含局方、同仁牛黄清心丸)零售药店规模已达到 3.59 亿元, 2017-2022 年间复合增长率达 15%。得益于广誉远以及达仁堂等企业的推广, 牛黄清心丸(局方)市占率不断提高, 已由 2017 年的 8%提升至 2022 年的 19%。2020 年, 公司积极做好牛黄清心丸医院规格调换资质备案工作积极进行终端推广, 全年累计实现销售收入 9465 万元, 同比增长 241%。未来随着牛黄清心丸科室会的开展以及空白医院的覆盖, 牛黄清心丸业绩有望持续增加。

图27: 牛黄清心丸零售药店市场规模



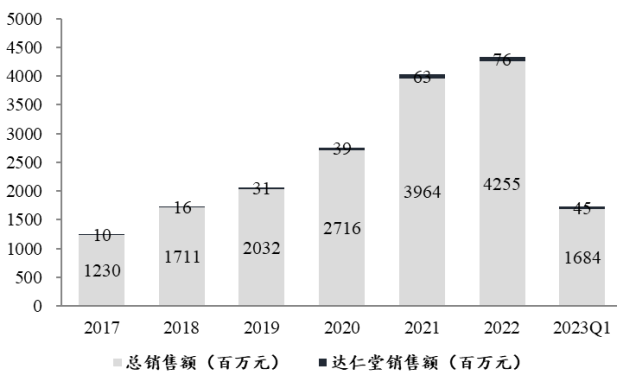
数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所



**安宫牛黄丸双天然优势明显，成长空间十足。**公司安宫牛黄丸是国内五家允许使用天然麝香的企业之一（其余四家分别为北京同仁堂、广誉远、片仔癀、南京同仁堂），相对具有稀缺性。根据中药材天地网，天然牛黄价格目前已高达 80 万元/公斤，亳州市场从 2022 年初至今已上涨超过 85%。成本端的压力将为公司带来充分的涨价动力。

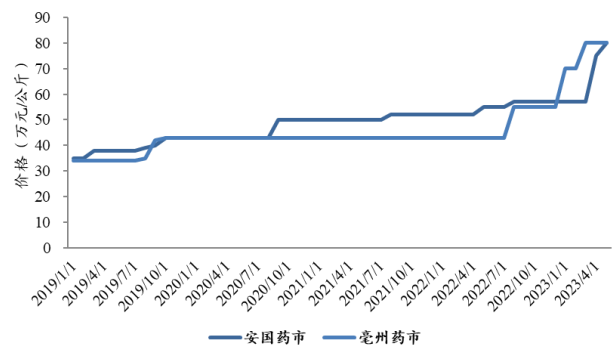
此外，目前安牛市场集中度高，根据开思数据库数据，2022 年零售药店安宫牛黄丸市场规模达 43 亿元，2017-2022 年间复合增长率为 28%，其中，尽管公司已由 2017 年的 1000 万元提升至 2022 年的 7600 万元，2017-2022 年间复合增长率达 50%，但体量仍较小，市占率仅为 2%，仍有相当大的提升空间。我们认为，随着公司安牛与零售药店协议框架的落地以及销售区域的扩大，公司安牛拥有较大潜力。

图28：达仁堂安宫牛黄丸份额



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

图29：天然牛黄价格



数据来源：中药材天地网，东吴证券研究所

### 3.5. “九翼”打造专科类产品线，大单品战略提供工业增长动力

**清咽滴丸作为呼吸类代表，享受独家基药红利。**清咽滴丸的功效是疏风清热，解毒利咽。具备抗炎、抗菌、及抗病毒的“三抗”的药理作用。1) 清咽滴丸可在细胞水平抗单纯疱疹病毒、腺病毒实验中表现出明确的直接抑制作用和阻断病毒侵入细胞的作用。2) 清咽滴丸可通过调节炎症因子（TNF- $\alpha$ 、IFN- $\gamma$ 、IL-6 及 IL-10）及免疫细胞（T、B 淋巴细胞等）从而达到有效抗炎的作用。3) 在上海中医药大学附属市中医医院、曙光医院、龙华医院等五家单位，进行了 360 例清咽滴丸治疗急慢性咽炎的临床疗效观察，显示清咽滴丸对咽炎的疗效总有效率为 92.5%，且无任何不良药物反应。

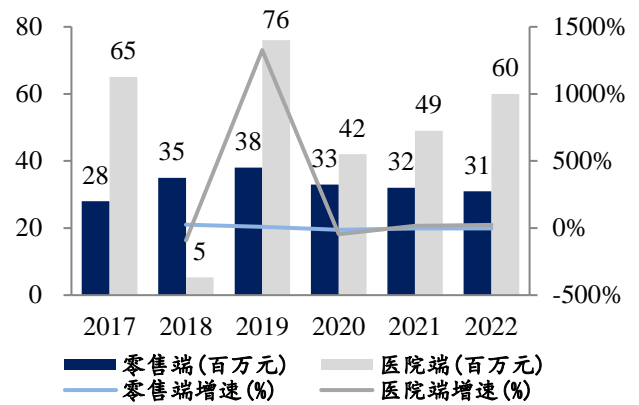
**清咽滴丸作为公司独家基药品种，有望引领公司呼吸类增长。**2021 年，公司取消清咽滴丸的代理模式，将清咽滴丸的营销转为公司内部销售公司，对其资源倾斜更多，未来院内有望凭借其独家、基药身份持续放量。此外，公司针对清咽滴丸正在申请 OTC 认证，若未来能成功落地，有望成为公司 OTC 市场在咽喉类中成药的引领产品。我们认为，公司清咽滴丸将与清肺消炎丸等产品一道，带动公司呼吸类产品高速增长，2025 年公司呼吸类产品销售额有望突破 9 亿元。

图30: 清咽滴丸的独家性质



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图31: 清咽滴丸的院内端和零售端的销售额 (百万元)

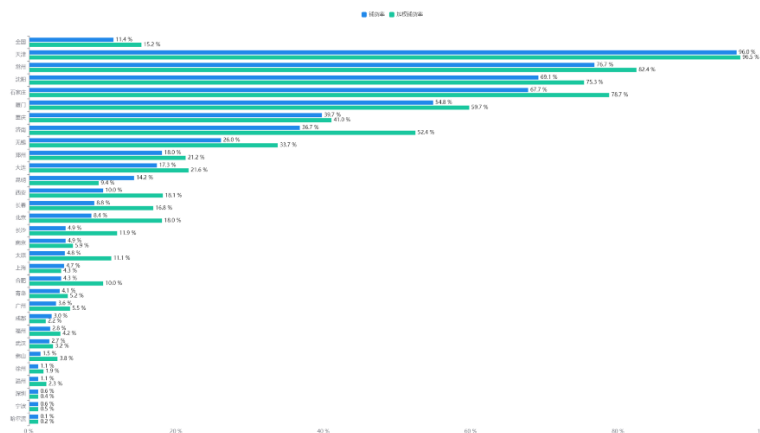


数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

**胃肠安丸仍以京津地区为主, 未来面向全国空间大。**胃肠安是达仁堂的独家医保品种, 具有芳香化浊、理气止痛、健胃导滞的功效, 是用木香、沉香、枳壳等多种中药制成的中药丸剂。主要适用于治疗消化不良、肠炎、痢疾、功能性消化不良、肠易激综合症、功能性腹泻等胃肠道疾病, 常见的症状包括腹泻、纳差、恶心、呕吐、腹胀、腹痛等。服用方法一般是饭后半小时温水送服, 成人一次 20 丸, 一日三次。不仅能改善胃肠功、解痉止泻, 同时对于大肠杆菌、痢疾杆菌等多种肠道致病菌也有抑菌的作用, 还有抗小儿轮状病毒的作用。

**胃肠安积极推进学术推广。**2022 年, 胃肠安丸进入 2 部儿科领域专家共识: 《儿童功能性消化不良中西医结合诊治专家共识》和《中西医结合防治小儿腹泻病专家共识》。根据开思数据库, 2022 年胃肠安丸销售额约 1.04 亿元, 主要集中在京津地区, 在其余省份铺货较少。未来随着胃肠安丸逐步面向全国市场, 有望凭借其起效快、适用人群广泛等优势, 抢占全国市场。我们预计公司 2025 年公司在消化领域有望实现销售收入 7 亿元。

图32: 胃肠安丸铺货情况



数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

除清咽滴丸、胃肠安丸之外, 公司还拥有风湿类产品痹祺胶囊、泌尿类瘰清片、妇

儿类乌鸡白凤丸、肿瘤类紫龙金片等丰富的专科产品矩阵。公司的“九翼”板块，是“三核”的重要补充，公司持续推进大单品战略，以各个专科产品线的大单品带动板块增长，为公司工业增长提供强有力的支撑。

#### 4. 盈利预测与投资评级

核心假设：

- (1) 医药流通：公司医药流通业务主要为公司医药制造业务以及其他企业提供仓储物流等服务，考虑到公司重点聚焦工业板块，我们预计医药流通 23-25 年保持稳定，毛利率为 5%。
- (2) 医药制造：考虑到公司作为百年老字号，底蕴丰富，拥有 22 种剂型，599 个药品批准文号，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，114 个独家生产品种，以及 223 个国家医保品种。同时公司混改落地，营销体系不断优化，并已完成主要管理层更替；同时公司“十四五”规划目标明确具体，参照公司“十四五”规划，我们认为公司有望在十四五期间实现速效救心丸超过 20 亿元销售规模；通脉养心丸、清咽滴丸打造成为 5-10 亿元规模的产品；胃肠安丸、癯清片、痹祺胶囊打造成 3-5 亿元产品，2023-2025 年公司医药制造增速分别为 19.9%/19.5%/20.1%；同时，公司营销体系优化背景毛利率有望显著提升，我们预计公司医药制造板块毛利率将达 60%。

表8：收入预测（百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
医药流通	5,907.39	5,977.26	5,952.99	6,079.92	6,079.92	6,079.92	6,079.92
YOY	8.9%	1.2%	-0.4%	2.1%	0	0	0
毛利率	5.4%	4.8%	5.3%	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
医药制造	4308.26	3860.06	4283.33	5229.37	6268.48	7491.91	8998.42
YOY	13.5%	-10.4%	11.0%	22.1%	19.9%	19.5%	20.1%
毛利率	60.5%	58.9%	56.7%	56.5%	60.0%	60.0%	60.0%
其他	53.33	26.83	15.36	22.17	26.60	31.92	38.31
YOY	-28.4%	-49.7%	-42.8%	44.3%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	37.9%	59.1%	88.4%	73.3%	70.0%	70.0%	70.0%
抵消	-3275.1	-3260.5	-3344.14	-3082.21	-3100.00	-3100.00	-3100.00
合计	6,993.88	6,603.65	6,907.54	8,249.25	9275.00	10503.75	12016.65
YOY	10.0%	-5.6%	4.6%	19.4%	12.4%	13.2%	14.4%
毛利率	42.1%	39.0%	39.9%	39.9%	44.0%	45.9%	47.7%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

考虑到公司作为百年老字号，底蕴深厚，混改落地+营销改革下，公司“三核九翼”战略有望多点开花，我们预计公司 2023-2025E 归母净利润分别为 11.14/13.90/17.38 亿元，对应当前股价 PE 分别为 33/26/21 倍。

参照公司主要业务板块，我们选取在中药处方药领域布局较深的以岭药业、在 OTC 布局较深的华润三九，综合性中药企业太极集团，中药消费品代表企业同仁堂作为可比公司，并进行可比公司估值，公司估值水平低于太极集团、同仁堂，高于华润三九、以岭药业估值水平，略低于行业平均水平，我们看好公司作为百年老字号混改落地后的长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元）				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002603.SZ	以岭药业	26.90	1.41	1.50	1.73	1.98	19.03	17.89	15.58	13.59
600129.SH	太极集团	60.54	0.63	1.36	1.87	2.53	96.41	49.96	36.94	27.61
000999.SZ	华润三九	61.22	2.48	2.90	3.37	3.96	24.71	21.10	18.16	15.48
600085.SH	同仁堂	55.77	1.04	1.23	1.42	1.64	53.64	45.43	39.14	33.92
	平均值						48.45	33.59	27.46	22.65
600329.SH	达仁堂	47.65	1.12	1.45	1.81	2.26	42.59	32.94	26.40	21.12

数据来源：Wind, 东吴证券研究所，股价为 2023 年 6 月 12 日收盘价，以岭药业、华润三九、同仁堂盈利预测为 Wind 一致预期，太极集团盈利预测为东吴证券研究所报告。

## 5. 风险提示

- （1）营销改革进展不及预期。本次营销改革涉及细节较多，耗时较长，并需要各部门持续磨合，达仁堂作为大体量公司，部门众多，若部门之间协调不到位，可能会影响公司营销改革进展，进而影响公司业绩情况。
- （2）市场竞争加剧风险。面对疫情后新形势，各大药企必然纷纷发力，以求在新格局下占据优势。公司主要品种速效救心丸、清咽滴丸、安宫牛黄丸等均存在市场份额较大的龙头企业以及众多市场份额较小的竞争对手。既要努力对旧有的龙头产品发起冲击，也要警惕新产品的后来居上。存在竞争加剧风险。
- （3）原材料涨价风险。中药原材料价格上涨在过去几年持续存在，公司主打产品安宫牛黄丸的原材料天然牛黄在 2020 年至 2023 年 1 月总计涨价四次，截至目前天然牛黄价格市场价格集中在 80-85 万元/公斤，较去年同期上涨约 45%。名贵原材料的价格若持续上涨，将导致公司生产成本承压，对公司利润端造成影响。

## 达仁堂三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>7,245</b>	<b>6,434</b>	<b>9,161</b>	<b>10,279</b>	<b>营业总收入</b>	<b>8,249</b>	<b>9,275</b>	<b>10,504</b>	<b>12,017</b>
货币资金及交易性金融资产	2,883	1,931	3,844	4,514	营业成本(含金融类)	4,956	5,191	5,682	6,287
经营性应收款项	2,796	2,929	3,464	3,838	税金及附加	77	93	105	132
存货	1,429	1,455	1,702	1,790	销售费用	1,969	2,344	2,636	3,087
合同资产	0	0	0	0	管理费用	378	513	579	672
其他流动资产	137	119	151	136	研发费用	153	241	294	300
<b>非流动资产</b>	<b>2,912</b>	<b>2,875</b>	<b>2,836</b>	<b>2,785</b>	财务费用	(40)	(62)	(34)	(91)
长期股权投资	760	790	820	850	加:其他收益	7	0	0	0
固定资产及使用权资产	1,131	1,078	1,024	967	投资净收益	274	320	350	370
在建工程	334	334	334	334	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	281	267	252	238	减值损失	(58)	0	0	0
商誉	85	85	85	85	资产处置收益	1	1	1	1
长期待摊费用	7	7	7	7	<b>营业利润</b>	<b>980</b>	<b>1,276</b>	<b>1,592</b>	<b>2,001</b>
其他非流动资产	314	314	314	304	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>10,157</b>	<b>9,309</b>	<b>11,997</b>	<b>13,064</b>	<b>利润总额</b>	<b>980</b>	<b>1,276</b>	<b>1,592</b>	<b>2,001</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,333</b>	<b>2,240</b>	<b>3,519</b>	<b>2,825</b>	减:所得税	107	147	183	240
短期借款及一年内到期的非流动负债	106	106	106	106	<b>净利润</b>	<b>873</b>	<b>1,129</b>	<b>1,409</b>	<b>1,761</b>
经营性应付款项	1,406	469	1,583	687	减:少数股东损益	11	15	18	23
合同负债	219	260	284	314	<b>归属母公司净利润</b>	<b>862</b>	<b>1,114</b>	<b>1,390</b>	<b>1,738</b>
其他流动负债	1,603	1,406	1,546	1,718	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.12	1.45	1.81	2.26
非流动负债	272	272	272	272	EBIT	685	893	1,207	1,538
长期借款	151	151	151	151	EBITDA	805	1,030	1,346	1,679
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	39.93	44.03	45.90	47.68
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	10.45	12.01	13.24	14.46
其他非流动负债	119	119	119	119	收入增长率(%)	19.42	12.43	13.25	14.40
<b>负债合计</b>	<b>3,605</b>	<b>2,511</b>	<b>3,790</b>	<b>3,097</b>	归母净利润增长率(%)	12.05	29.31	24.76	24.99
归属母公司股东权益	6,521	6,752	8,143	9,880					
少数股东权益	30	45	64	87					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,552</b>	<b>6,798</b>	<b>8,206</b>	<b>9,967</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,157</b>	<b>9,309</b>	<b>11,997</b>	<b>13,064</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	677	(265)	1,686	413	每股净资产(元)	8.43	8.77	10.57	12.83
投资活动现金流	(12)	221	251	281	最新发行在外股份(百万股)	770	770	770	770
筹资活动现金流	(237)	(908)	(24)	(24)	ROIC(%)	9.13	11.40	13.77	14.49
现金净增加额	428	(952)	1,913	670	ROE-摊薄(%)	13.21	16.50	17.07	17.59
折旧和摊销	121	137	139	141	资产负债率(%)	35.49	26.98	31.59	23.70
资本开支	(106)	(49)	(49)	(49)	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.59	32.94	26.40	21.12
营运资本变动	(57)	(1,234)	465	(1,142)	P/B(现价)	5.65	5.44	4.51	3.71

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

