

达仁堂 (600329.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩稳健增长，研发与销售持续发力

业绩简评

公司发布 2023 年半年度报告，2023 年上半年实现收入 40.9 亿元，同比+8%；实现归母净利润 7.2 亿元，同比+54%；实现扣非归母净利润 7.1 亿元，同比+53%；

单季度来看，2023Q2 实现收入 19.3 亿元，同比+3%；实现归母净利润 3.2 亿元，同比+20%；实现扣非归母净利润 3.2 亿元，同比+19%。

经营分析

多管齐下稳定药材供应。近年中药材受供需两端影响，连续三年趋势性上涨，康美·中国中药材价格总指数从 2022 年 6 月的 1738.89 点涨到 2023 年 6 月的 2144.72 点位。2023 年上半年，公司从 GAP 基地建设、数字化追溯、保供采销工作三个维度展开行动，稳定药材供应。GAP 基地建设方面，公司进一步完善 GAP 质量管理体系，推动 GAP 基地建设，完成川芎、金银花基地的培训，“三无一全”申报及年度内审工作，顺利通过金银花“三无一全”现场核查。数字化追溯方面，公司完成 400 余个品规中药材、中药饮片溯源工作，完成中药材、投料用中药饮片及原料药的数字化追溯工作。保供采销工作方面，公司在药材采购过程中，积极对接源头，不断拓展和优化供应商目录，按供应计划，提前适量储备，保障药材供应的稳定，延缓了上游价格对成本的冲击。

销售团队大力开拓终端，积极展开商业交互。2023 年上半年，公司销售团队抓住机遇，在各平台多模式，多渠道，多品种增强商务交互，参与中康 SIC 省区会，与头部连锁及省级连锁客户商务洽谈，储备推广客户，开发空白市场。同时公司启动“中国心·健康行”——连锁药店慢病管理“心”赋能计划，开展“爱嗓中国计划”，清咽滴丸挂网 24 个省市，全国铺货 400 家余连锁，开发医疗终端 2000 余家。

科技研发持续加强。公司重视核心大产品的二次开发，目前有聚焦速效救心丸、清咽滴丸等主品的重点科研项目 27 项。同时，公司已完成 4 款健康酒的样品制备工作，部分大健康项目已进入处方确认和样品制备阶段。。

盈利预测、估值与评级

我们维持 2023-2025 年盈利预期，预计公司分别实现归母净利润 10.7 亿元 (+24%)、12.8 亿元 (+20%)、14.9 亿元 (+16%)。维持公司“买入”评级。

风险提示

原材料成本上升风险，市场开拓不及预期风险，产品集采降价风险。

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：40.23 元

相关报告：

- 《达仁堂公司点评：业绩增长超预期，看好混改后成效逐步显现》，2023.4.30
- 《达仁堂公司点评：业绩增长符合预期，看好混改后成效逐步显现》，2023.4.2
- 《达仁堂公司深度研究：混改后叠加销售改革，多产品发力业绩可期》，2023.1.9



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,908	8,249	8,910	10,088	11,678
营业收入增长率	4.60%	19.42%	8.01%	13.22%	15.76%
归母净利润(百万元)	769	862	1,069	1,284	1,486
归母净利润增长率	16.24%	12.05%	24.06%	20.09%	15.75%
摊薄每股收益(元)	0.994	1.114	1.388	1.667	1.929
每股经营性现金流净额	1.10	0.88	0.24	1.67	1.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.08%	13.21%	14.93%	16.18%	16.84%
P/E	31.59	26.12	28.98	24.13	20.85
P/B	3.82	3.45	4.33	3.91	3.51

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	6,604	6,908	8,249	8,910	10,088	11,678	货币资金	1,987	2,283	2,883	2,725	3,416	3,958
增长率	4.6%	19.4%	8.0%	13.2%	15.8%		应收款项	2,007	2,011	2,785	3,040	3,166	3,665
主营业务成本	-4,028	-4,150	-4,956	-5,168	-5,800	-6,656	存货	1,488	1,525	1,429	1,876	1,907	2,188
%销售收入	61.0%	60.1%	60.1%	58.0%	57.5%	57.0%	其他流动资产	121	605	148	132	140	150
毛利	2,576	2,757	3,294	3,742	4,287	5,021	流动资产	5,604	6,425	7,245	7,774	8,629	9,961
%销售收入	39.0%	39.9%	39.9%	42.0%	42.5%	43.0%	%总资产	67.6%	70.9%	71.3%	70.8%	72.2%	74.4%
营业税金及附加	-58	-64	-77	-89	-101	-117	长期投资	825	756	816	865	905	945
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	1,457	1,483	1,462	1,624	1,642	1,652
销售费用	-1,458	-1,556	-1,969	-2,094	-2,320	-2,686	%总资产	17.6%	16.4%	14.4%	14.8%	13.7%	12.3%
%销售收入	22.1%	22.5%	23.9%	23.5%	23.0%	23.0%	无形资产	211	210	383	468	515	558
管理费用	-357	-373	-378	-437	-464	-537	非流动资产	2,680	2,642	2,912	3,210	3,329	3,436
%销售收入	5.4%	5.4%	4.6%	4.9%	4.6%	4.6%	%总资产	32.4%	29.1%	28.7%	29.2%	27.8%	25.6%
研发费用	-149	-161	-153	-178	-202	-234	资产总计	8,283	9,067	10,157	10,983	11,958	13,398
%销售收入	2.3%	2.3%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	短期借款	1	32	106	5	5	5
息税前利润 (EBIT)	553	602	717	944	1,200	1,448	应付款项	1,742	2,011	2,606	2,833	3,005	3,453
%销售收入	8.4%	8.7%	8.7%	10.6%	11.9%	12.4%	其他流动负债	420	392	622	675	746	828
财务费用	27	46	40	44	53	66	流动负债	2,164	2,434	3,333	3,514	3,756	4,286
%销售收入	-0.4%	-0.7%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.6%	长期贷款	30	0	151	151	151	151
资产减值损失	-5	-18	-58	-8	-6	-4	其他长期负债	140	119	120	107	51	51
公允价值变动收益	0	0	0	-1	-1	-1	负债	2,333	2,553	3,605	3,772	3,958	4,488
投资收益	160	213	274	260	240	210	普通股股东权益	5,808	6,364	6,521	7,163	7,933	8,825
%税前利润	20.9%	24.5%	28.0%	20.8%	16.0%	12.1%	其中：股本	774	773	773	770	770	770
营业利润	785	867	980	1,250	1,496	1,729	未分配利润	3,244	3,782	4,264	4,905	5,676	6,567
%营业收入	11.9%	12.5%	11.9%	14.0%	14.8%	14.8%	少数股东权益	141	149	30	48	66	84
营业外收支	-17	6	0	0	0	0	负债股东权益合计	8,283	9,067	10,157	10,983	11,958	13,398
税前利润	768	873	980	1,250	1,496	1,729							
利润率	11.6%	12.6%	11.9%	14.0%	14.8%	14.8%							
所得税	-88	-86	-107	-162	-195	-225							
所得税率	11.5%	9.8%	10.9%	13.0%	13.0%	13.0%							
净利润	680	787	873	1,087	1,302	1,504							
少数股东损益	18	18	11	18	18	18							
归属于母公司的净利润	662	769	862	1,069	1,284	1,486							
净利率	10.0%	11.1%	10.4%	12.0%	12.7%	12.7%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	680	787	873	1,087	1,302	1,504	每股指标						
少数股东损益	18	18	11	18	18	18	每股收益	0.855	0.994	1.114	1.388	1.667	1.929
非现金支出	119	136	179	125	142	150	每股净资产	7.508	8.229	8.432	9.299	10.300	11.457
非经营收益	-148	-211	-318	-246	-238	-208	每股经营现金净流	0.868	1.102	0.876	0.236	1.667	1.539
营运资金变动	21	141	-57	-785	78	-261	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.555	0.667	0.772
经营活动现金净流	671	852	677	182	1,284	1,185	回报率						
资本开支	-182	-128	-106	-373	-212	-208	净资产收益率	11.39%	12.08%	13.21%	14.93%	16.18%	16.84%
投资	41	-335	-113	320	-41	-41	总资产收益率	7.99%	8.48%	8.48%	9.73%	10.74%	11.09%
其他	215	151	207	260	240	210	投入资本收益率	8.18%	8.29%	9.36%	11.14%	12.79%	13.88%
投资活动现金净流	74	-312	-12	207	-13	-39	增长率						
股权募资	8	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-5.58%	4.60%	19.42%	8.01%	13.22%	15.76%
债权募资	0	0	180	-105	-56	0	EBIT 增长率	-0.17%	8.86%	18.99%	31.78%	27.11%	20.63%
其他	-246	-245	-416	-442	-524	-605	净利润增长率	5.78%	16.24%	12.05%	24.06%	20.09%	15.75%
筹资活动现金净流	-237	-245	-237	-546	-580	-605	总资产增长率	5.61%	9.46%	12.02%	8.14%	8.87%	12.04%
现金净流量	508	296	428	-157	691	542	资产管理能力						
							应收账款周转天数	79.8	80.6	81.5	95.0	85.0	85.0
							存货周转天数	139.7	132.5	108.8	132.5	120.0	120.0
							应付账款周转天数	60.1	55.6	48.7	60.0	55.0	55.0
							固定资产周转天数	64.8	60.9	49.9	49.9	43.1	36.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-32.88%	-34.57%	-40.07%	-35.63%	-40.75%	-42.67%
							EBIT 利息保障倍数	-20.7	-13.2	-18.0	-21.4	-22.6	-22.0
							资产负债率	28.17%	28.16%	35.49%	34.34%	33.10%	33.50%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-01-09	买入	28.87	42.00~42.00
2	2023-04-02	买入	40.39	N/A
3	2023-04-30	买入	43.02	N/A

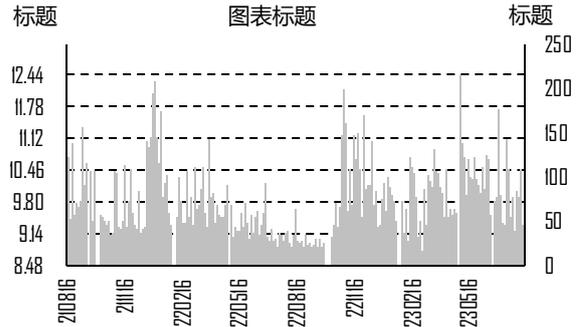
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806