

# 达仁堂 (600329)

## 达仁堂 2023 中报点评：业绩符合预期，混改落地激发百年底蕴活力

买入 (维持)

2023 年 08 月 15 日

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

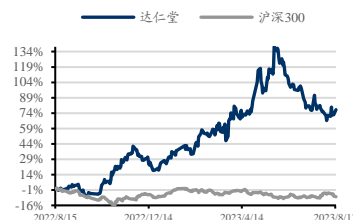
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	8,249	9,275	10,504	12,017
同比	19%	12%	13%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	862	1,114	1,390	1,738
同比	12%	29%	25%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.12	1.45	1.81	2.26
P/E (现价&最新股本摊薄)	35.96	27.81	22.29	17.83

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **段落提要:** 2023H1 公司实现营收 40.9 亿元 (+8.31%, 同比, 下同); 归母净利润 7.2 亿元 (+54.12%); 扣非归母净利润 7.12 亿元 (+53.41%); 经营现金流量 1.22 亿元 (+37.48%); 业绩符合我们预期。
- **单 Q2 利润端稳步增长, 联营企业表现亮眼:** 分季度看, 23Q2 公司营业收入保持稳步增长, 实现营收 19.33 亿元 (+2.6%); 归母净利润 3.22 亿元 (+19.5%); 扣非归母净利润 3.17 亿元 (+19.3%), 利润端在前期高基数背景下仍实现稳步增长。此外, 23H1 公司投资收益 1.99 亿元 (+89%); 23Q2 公司投资收益 9729 万元 (+71%), 主要系联营企业中史克表现亮眼。分业务看, 公司以中成药为核心的战略持续推进, 中成药板块实现收入 30.51 亿元 (+23.0%), 西药板块实现收入 7.36 亿元 (-13.8%)。
- **组织管理优化明显, 盈利能力显著提升:** 自公司完成混改以来, 组织管理优化、营销策略改革和产业链条重塑效果明显, 管理费用明显下降。2023H1, 公司毛利率显著提升, 毛利率达 46.86% (+5.67pp), 其中中成药毛利率达 58.48% (+2.21pp), 相较 21 年同期提升 4.41pp。2023H1 公司管理费用 1.57 亿元 (-10.78%), 管理费用率 3.84% (-0.82pp), 管理优化效果显著。此外, 公司医药工业占比不断提升, 带动公司整体净利率提升显著, 2023H1 净利率为 17.67% (+5.25pp)。未来随着工业板块收入占比的持续增加, 公司净利率有望进一步提升。
- **“三核九翼”战略持续推进, 助力完成“十四五”规划:** 2023H1, 公司“三核九翼”整体战略规划快速落地, 坚持学术推动: 新增速效救心丸进入《中国老年高血压管理指南》、通脉养心丸进入《冠状动脉粥样硬化性心脏病患者药物治疗管理路径专家共识》等; 23Q2 在零售及三终端发货放缓背景下, 各销售团队紧抓机遇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: 清咽滴丸挂网 24 个省市, 全国铺货 400 余家余连锁, 开发医疗终端 2000 余家。我们认为, 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% 以上增长等目标。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润为 11.14/13.90/17.38 亿元, 对应当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 28/22/18 倍, 我们看好公司作为百年老字号在混改落地后的的发展, 维持“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, 原材料涨价等风险等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	40.23
一年最低/最高价	21.09/56.26
市净率(倍)	4.89
流通 A 股市值(百万元)	22,764.87
总市值(百万元)	30,987.16

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.22
资产负债率(% ,LF)	38.35
总股本(百万股)	770.25
流通 A 股(百万股)	565.87

### 相关研究

《达仁堂(600329): 百年品牌底蕴, 混改落地焕发新生》  
2023-06-13

## 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)	35.96	27.81	22.29	17.83
营运资本变动	(57)	(1,234)	465	(1,142)	P/B (现价)	4.77	4.59	3.81	3.14

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>