

中成药

达仁堂 (600329.SH)

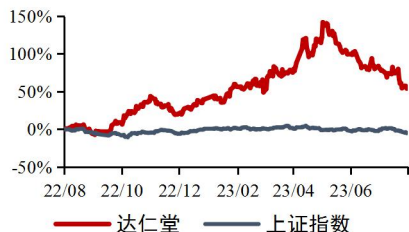
买入-B(维持)

大品种战略+联营企业高收益，推动利润显著增长

2023年8月25日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月24日

收盘价(元):	34.69
年内最高/最低(元):	56.26/21.09
流通A股/总股本(亿):	5.66/7.70
流通A股市值(亿):	196.30
总市值(亿):	267.20

基础数据：2023年6月30日

基本每股收益:	0.94
摊薄每股收益:	0.94
每股净资产(元):	8.30
净资产收益率:	11.18

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2023年中报,上半年公司实现营业收入40.88亿元(+8.31%),归母净利润7.22亿元(+54.12%),扣非归母净利润7.12亿元(+53.41%),实现EPS0.94元,经营性现金流量净额为1.22亿元,同比+37.48%。
- 2023单Q2公司实现收入为19.34亿元(+2.57%),归母净利润为3.22亿元(+19.51%),扣非净利润为3.17亿元(+19.28%)。

事件点评

- **降本增效，毛利率、净利率提升。**2023年上半年，公司工业生产围绕降本增效开展工作。2023H1毛利率为46.86% (+5.67pcts)，与医药商业销售占比下降有关，净利率17.48% (+4.81pcts)。费用率方面，2023H1公司的销售费用率26.07% (+3.39pcts)，管理费用率3.84% (-0.82pcts)，研发费用率1.27% (-0.19pcts)。销售费用率的提升，与市场拓展维护费和职工薪酬同比增加有关。管理费用同比-10.8%，主要系回购限制性股票，股权激励费用冲回。
- **工业+投资收益带动利润增长。**上半年，公司工业板块产品销售收入及毛利额稳步增长，同时公司投资的联营公司经营业绩也大幅增长。2023H1公司确认联营企业和合营企业投资收益为1.95亿元(+94.09%)，中美史克(持股25%)23H1收入21.29亿元(+43.02%)，利润6.58亿元(+95.67%)，剔除相关影响后归母净利润为5.27亿元(+43.20%)。从二季度情况来看，联营企业和合营企业投资收益为0.95亿元(+69.21%)，剔除相关影响后归母净利润为2.27亿元(+6.40%)。总体来说，一季度发货势头较好，二季度零售和三终端市场整体发展放缓。
- **销售方面奋力开拓终端，扩展商业交互。**一季度发货势头较好，二季度零售和三终端市场整体发展放缓。公司坚定推进“三核九翼”战略，加强各平台、多模式、多渠道、多品种的商务交互，与头部连锁及省级连锁客户商务洽谈，开发空白市场。与全国百强连锁全品类精准营销合作，重点推进心血管品类慢病赋能计划以及清咽滴丸、胃肠安丸等品种进场与动销计划。其中，清咽滴丸挂网24个省市，全国铺货400余家连锁，开发医疗终端2000余家。
- **核心大产品二次开发，梳理沉睡品种并再激活。**聚焦速效救心丸、清咽滴丸等主品的重点科研项目27项，推进中药传统制剂剂型提升工作，开展物质基础研究，梳理599个文号，按计划完成沉睡品种的调研工作，部分



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



产品已获恢复生产检查批复。

投资建议

➤ 公司混改落地，增长动能持续强劲。公司以三核九翼、五大战略、叠加品牌建设，在组织架构调整、营销变革、经营改善、激励到位的前提下，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.46、1.68、2.02 元，对应 PE 分别为 23.7、20.6、17.1 倍。我们看好公司未来一段时间的发展，维持“买入-B”评级。

风险提示

风险因素包括但不限于：营销改革不及预期的风险，核心产品销售不及预期风险，投资收益波动的风险，原材料成本上涨风险等。

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	9,101	10,019	11,036
YoY(%)	4.6	19.4	10.3	10.1	10.2
净利润(百万元)	769	862	1,126	1,295	1,559
YoY(%)	16.2	12.0	30.7	15.0	20.4
毛利率(%)	39.9	39.9	42.8	43.7	44.3
EPS(摊薄/元)	1.00	1.12	1.46	1.68	2.02
ROE(%)	12.1	13.3	16.8	17.1	18.0
P/E(倍)	34.7	31.0	23.7	20.6	17.1
P/B(倍)	4.2	4.1	3.9	3.5	3.1
净利率(%)	11.1	10.4	12.4	12.9	14.1

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
流动资产	6425	7245	6982	7960	8645
现金	2283	2883	2670	2946	3603
应收票据及应收账款	1871	2245	2089	2858	2660
预付账款	49	72	156	67	166
存货	1525	1429	1546	1501	1652
其他流动资产	697	617	520	588	564
非流动资产	2642	2912	3349	3726	4143
长期投资	730	760	1114	1409	1732
固定资产	1152	1128	1236	1334	1425
无形资产	203	292	303	319	338
其他非流动资产	558	731	696	665	647
资产总计	9067	10157	10330	11686	12788
流动负债	2434	3333	3257	3748	3765
短期借款	0	102	217	59	64
应付票据及应付账款	1242	1406	1447	1729	1836
其他流动负债	1191	1826	1592	1960	1866
非流动负债	119	272	243	214	185
长期借款	0	151	123	94	65
其他非流动负债	119	120	120	120	120
负债合计	2553	3605	3499	3962	3950
少数股东权益	149	30	53	79	110
股本	773	773	770	770	770
资本公积	1374	1048	1048	1048	1048
留存收益	4218	4700	5150	5621	6149
归属母公司股东权益	6364	6521	6778	7646	8728
负债和股东权益	9067	10157	10330	11686	12788

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	852	677	710	1075	1352
净利润	787	873	1149	1321	1590
折旧摊销	117	119	114	133	149
财务费用	-46	-40	-35	-35	-51
投资损失	-213	-274	-350	-290	-320
营运资金变动	131	-64	-168	-53	-16
其他经营现金流	77	63	0	0	0
投资活动现金流	-312	-12	-202	-220	-246
筹资活动现金流	-245	-237	-887	-412	-450
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.12	1.46	1.68	2.02
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	0.88	0.92	1.40	1.76
每股净资产(最新摊薄)	8.26	8.47	8.80	9.93	11.34

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6908	8249	9101	10019	11036
营业成本	4150	4956	5207	5637	6149
营业税金及附加	64	77	85	93	103
营业费用	1556	1969	2348	2525	2704
管理费用	373	378	364	391	430
研发费用	161	153	168	183	200
财务费用	-46	-40	-35	-35	-51
资产减值损失	-18	-58	-34	-40	-46
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	213	274	350	290	320
营业利润	867	980	1289	1483	1785
营业外收入	9	3	0	0	0
营业外支出	3	3	0	0	0
利润总额	873	980	1289	1483	1785
所得税	86	107	141	162	195
税后利润	787	873	1149	1321	1590
少数股东损益	18	11	22	26	31
归属母公司净利润	769	862	1126	1295	1559
EBITDA	921	1029	1335	1543	1842

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	4.6	19.4	10.3	10.1	10.2
营业利润(%)	10.4	13.1	31.5	15.0	20.4
归属于母公司净利润(%)	16.2	12.0	30.7	15.0	20.4
获利能力					
毛利率(%)	39.9	39.9	42.8	43.7	44.3
净利率(%)	11.1	10.4	12.4	12.9	14.1
ROE(%)	12.1	13.3	16.8	17.1	18.0
ROIC(%)	11.2	11.8	15.0	15.9	16.8
偿债能力					
资产负债率(%)	28.2	35.5	33.9	33.9	30.9
流动比率	2.6	2.2	2.1	2.1	2.3
速动比率	1.7	1.6	1.5	1.6	1.7
营运能力					
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	4.2	4.1	4.0
应付账款周转率	3.9	3.7	3.7	3.6	3.5
估值比率					
P/E	34.7	31.0	23.7	20.6	17.1
P/B	4.2	4.1	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	26.8	23.5	18.4	15.6	12.7

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 3 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

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

