

老字号即将发新芽，小滴丸尚有大空间

——达仁堂(600329.SH)首次覆盖报告

报告要点:

● 公司底蕴深厚、资源丰富，大股东混改完成有望带来新活力

公司是国内知名的老牌中成药生产企业，旗下共拥有 22 家分公司、10 家全资子公司、7 家控股子公司和 6 家参股公司，其中包括达仁堂、隆顺榕、乐仁堂和京万红 4 家中华老字号企业。2021 年混改完成后，新任董事长张铭芮即对销售体系进行改革，有望持续激发业绩潜力，实现业绩加速增长。

● 主力产品速效救心丸成长空间广阔，有望加速放量

心血管疾病人口基数庞大，死亡率逐年上升，专科医院和从业人员数量逐年递增，城市医疗终端和零售药店终端中成药销售规模不断增长。公司核心产品速效救心丸剂量小、起效快、安全高效，是性价比最高的冠心病心绞痛的治疗良药之一。相较于其他同类竞品，速效救心丸目前定价偏低，日用金额在 4 元左右，未来仍具提价空间。销售改革后，速效救心丸销售力度有望持续加大，2021 年销售额为 13 亿元，2022H1 销售额为 7.77 亿元，未来仍有较大提升空间。

● 公司二三线产品众多，积极布局有望促进放量

公司二三线产品众多，其中通脉养心丸、胃肠安丸、清肺消炎丸、安宫牛黄丸和京万红软膏销售额已经突破亿元，通过实施大品种战略，加大对京津冀以外区域的推广力度，销售体量可更上一层楼。脑舒欣滴丸、紫龙金片为国家二级保护品种，清咽滴丸已被纳入国家基本药物目录和国家医保目录的 OTC 药物，也是公司即将重点打造的产品，未来销售额均有望突破亿元。整体来看，公司二三线产品众多，通过销售方面的积极布局，未来有望快速放量。

● 投资建议与盈利预测

随着公司大股东混改完成，公司进行销售、管理等方面改革，有望激发销售活力。核心产品速效救心丸成长空间较大，有望持续快速放量。公司二三线产品较多，随着推广力度的加大，有望持续贡献业绩增量。预计 2022-2024 年，公司实现营业收入分别为 72.93 亿元、81.90 亿元和 93.45 亿元，实现归母净利润分别为 8.57、10.71 和 13.41 亿元，对应 EPS 分别为 1.11 元/股、1.39 元/股和 1.73 元/股，对应 PE 分别为 19 倍、16 倍和 13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

营销改革效果未达预期，核心产品销售不及预期，产品降价风险。

买入|首次推荐

基本数据

52 周最高/最低价(元): 33.66 / 18.55

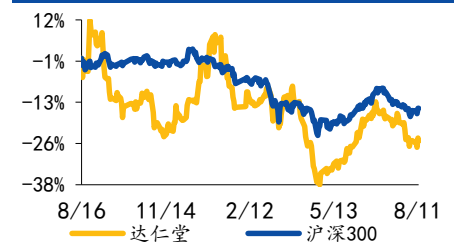
A 股流通股(百万股): 765.87

A 股总股本(百万股): 773.44

流通市值(百万元): 16895.05

总市值(百万元): 17062.15

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

附表: 盈利预测

| 财务数据和估值 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 6603.65 | 6907.54 | 7293.48 | 8189.65 | 9344.50 |
| 收入同比(%) | -5.58 | 4.60 | 5.59 | 12.29 | 14.10 |
| 归母净利润(百万元) | 661.70 | 769.14 | 856.68 | 1071.31 | 1341.85 |
| 归母净利润同比(%) | 5.78 | 16.24 | 11.38 | 25.05 | 25.25 |
| ROE(%) | 11.39 | 12.08 | 12.52 | 14.21 | 15.96 |
| 每股收益(元) | 0.86 | 0.99 | 1.11 | 1.39 | 1.73 |
| 市盈率(P/E) | 25.79 | 22.18 | 19.92 | 15.93 | 12.72 |

资料来源: Wind, 国元证券研究所

目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1 达仁堂完成混改，国企老树发新芽..... | 4 |
| 1.1 达仁堂底蕴深厚，混改功成助力新发展 | 4 |
| 1.2 业绩稳健增长，盈利能力逐步提升 | 5 |
| 2 主力产品速效救心丸成长空间广阔..... | 7 |
| 2.1 心血管疾病死亡率逐年增长，中成药市场不断拓展..... | 7 |
| 2.2 广泛认可和高性价比建立有效产品壁垒 | 9 |
| 2.3 速效救心丸日用价格较低，未来提价值得期待 | 11 |
| 3 二三线品种蓄势待发，有望带动新增长..... | 12 |
| 4 联营企业中美天津史克有望贡献稳定投资收益..... | 16 |
| 5 盈利预测与投资建议..... | 16 |
| 5.1 盈利预测..... | 16 |
| 5.2 投资建议..... | 17 |
| 6 风险提示 | 18 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 1：达仁堂发展历史 | 4 |
| 图 2：达仁堂股权结构 | 5 |
| 图 3：公司营业收入及增长 | 5 |
| 图 4：公司归母净利润及增长 | 5 |
| 图 5：公司营业收入构成情况 | 6 |
| 图 6：公司不同板块毛利率情况..... | 6 |
| 图 7：公司整体毛利率和净利率..... | 6 |
| 图 8：公司历年销售费用率、管理费用率和研发费用率 | 7 |
| 图 9：中国城乡居民心血管病死亡率变化 | 8 |
| 图 10：中国城乡地区冠心病死亡率变化趋势 | 8 |
| 图 11：2018 年中国城市居民主要疾病死因占比 | 8 |
| 图 12：2018 年中国农村居民主要疾病死因占比 | 8 |
| 图 13：中国心血管专科医院数量..... | 9 |
| 图 14：中国心血管病医院医疗机构人数及增速..... | 9 |
| 图 15：中国城市医疗终端心脑血管中成药销售情况..... | 9 |
| 图 16：中国城市零售药店终端心脑血管中成药销售情况 | 9 |
| 图 17：达仁堂通脉养心丸历年销售量 | 13 |
| 图 18：达仁堂胃肠安丸历年销售量 | 14 |
| 图 19：达仁堂清肺消炎丸历年销售量 | 14 |
| 图 20：达仁堂清咽滴丸历年销售量 | 15 |
| 图 21：达仁堂舒脑欣滴丸、紫龙金片和癯清片历年销售量..... | 15 |
| 图 22：中美天津史克历年营业收入及增速 | 16 |
| 图 23：中美天津史克历年归母净利润及增速 | 16 |

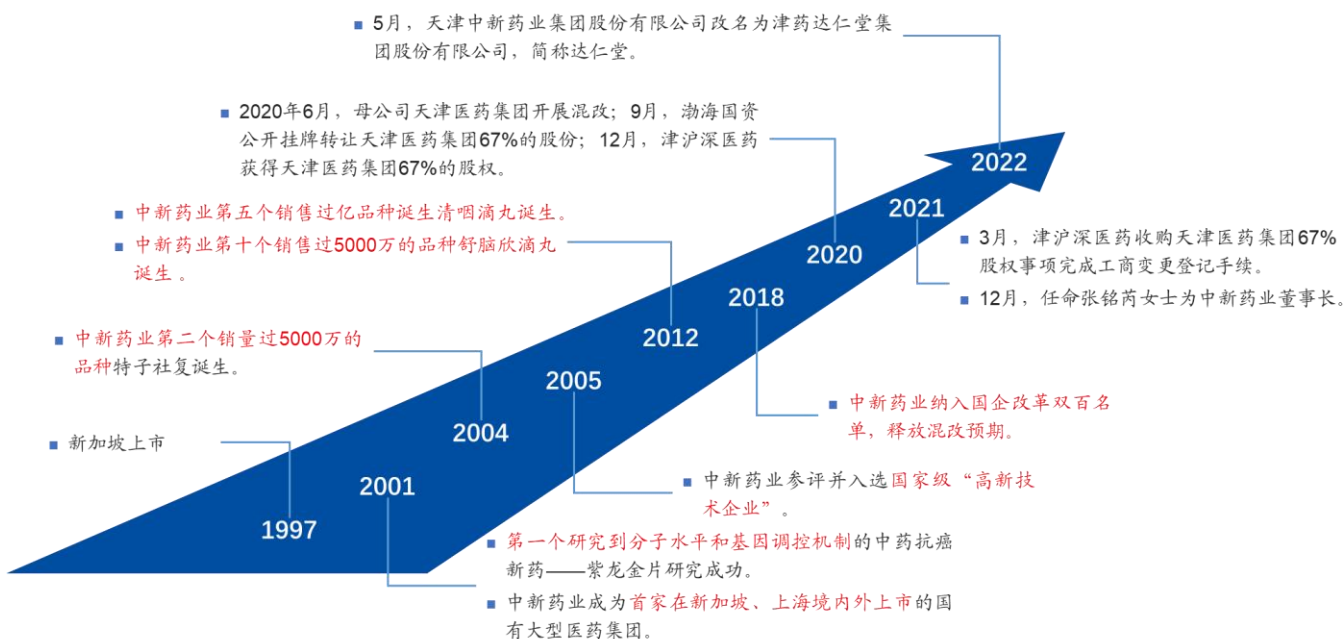
| | |
|--|----|
| 表 1：速效救心丸与同类竞品效用分析比较 | 10 |
| 表 2：2021 年中国零售药店心脑血管疾病中成药产品 TOP10..... | 11 |
| 表 3：速效救心丸同类药日用金额比较..... | 12 |
| 表 4：公司主要产品基本情况 | 12 |
| 表 5：达仁堂收入拆分 | 17 |
| 表 6：可比公司估值对比..... | 18 |

1 达仁堂完成混改，国企老树发新芽

1.1 达仁堂底蕴深厚，混改功成助力新发展

津药达仁堂集团股份有限公司是一家由天津医药集团控股的国家高新技术企业，以中药创新为特色，集生产、经营、科研为一体，主要从事中成药、中药材、化学药、营养保健品的生产经营和医药商业领域，形成了中药工业和医药商业两大核心业务板块。目前，公司旗下共拥有 22 家分公司、10 家全资子公司、7 家控股子公司和 6 家参股公司，其中包括达仁堂、隆顺榕、乐仁堂和京万红 4 家中华老字号企业。

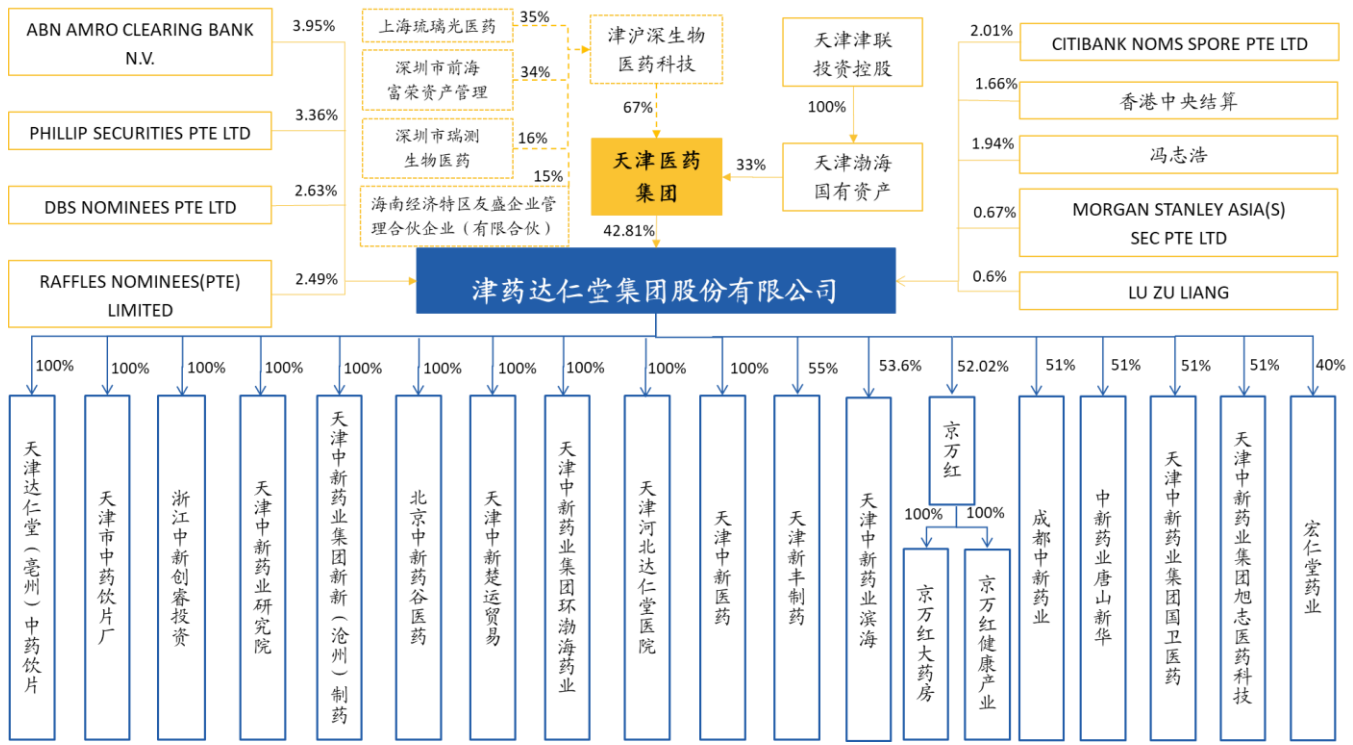
图 1：达仁堂发展历史



资料来源：Wind，国元证券研究所

公司控股股东天津医药集团已于 2021 年 3 月完成混改，津沪深医药获得天津医药集团 67% 股权。2021 年 12 月达仁堂选举原太极集团副总经理张铭芮女士为新董事长，张铭芮董事长上任后，开启对公司销售层面的改革，有望推动公司业绩增长。

图 2：达仁堂股权结构



资料来源：Wind, 国元证券研究所

1.2 业绩稳健增长，盈利能力逐步提升

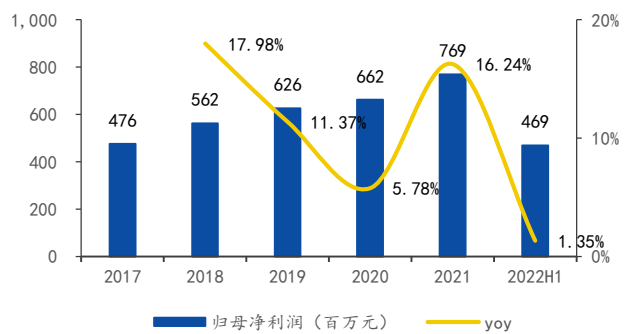
2017 年完成速效救心丸提价后，公司收入明显增长。2019 年营业收入增至近 70 亿元，2020 年受疫情影响，收入有所下降，2021 年营收迅速回升，达 69 亿元，2022 年上半年营业收入 37.75 亿元，同比增长 3.69%。公司归母净利润逐年增长，由 2017 年的 4.76 亿元增长至 2021 年的 7.69 亿元，复合增长率达 12.74%。2022 年上半年归母净利润为 4.69 亿元，同比增长 1.35%。

图 3：公司营业收入及增长



资料来源：Wind, 国元证券研究所

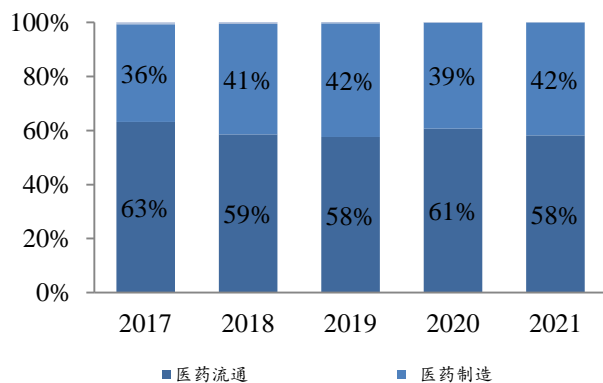
图 4：公司归母净利润及增长



资料来源：Wind, 国元证券研究所

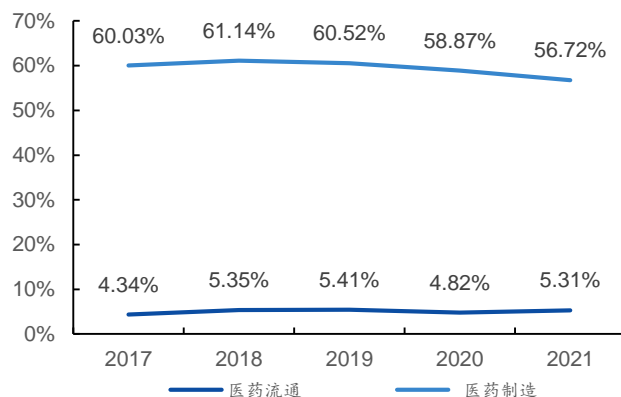
公司业务主要为医药流通和医药制造两大板块，两者贡献了公司大部分的营收和利润。毛利率方面，医药流通板块毛利率一直处于 5%左右；医药制造板块毛利率最高，稳定在 55%以上。

图 5：公司营业收入构成情况



资料来源：Wind, 国元证券研究所

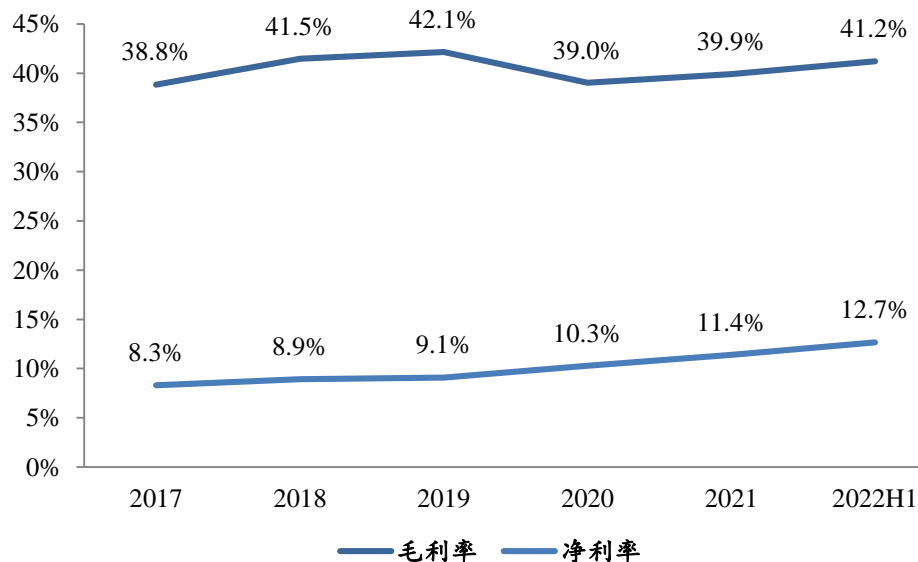
图 6：公司不同板块毛利率情况



资料来源：Wind, 国元证券研究所

自 2017 年至今，公司整体毛利率和净利率呈现上升趋势，分别由 38.8%和 8.3%提升至 41.2%和 12.7%。公司盈利能力提高主要源于医药制造板块比重提高及销售费用率与管理费用率的降低。

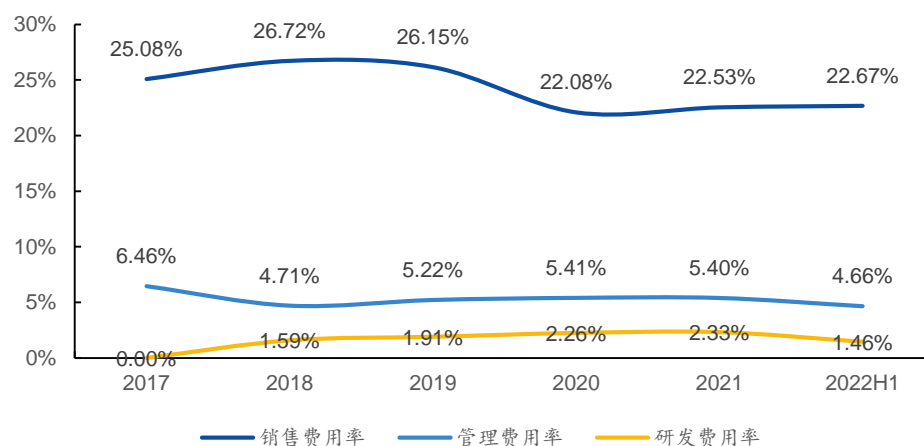
图 7：公司整体毛利率和净利率



资料来源：Wind, 国元证券研究所

公司销售费用率、管理费用率自 2017 年起稳中有降。销售费用率从 2017 年的 25.08% 下降至 2022H1 的 22.67%，管理费用率从 2017 年 6.46% 降至 2022H1 的 4.66%。研发费用率自 2017 年略有上升，2021 年提升至 2%左右。

图 8：公司历年销售费用率、管理费用率和研发费用率



资料来源：Wind，国元证券研究所

2 主力产品速效救心丸成长空间广阔

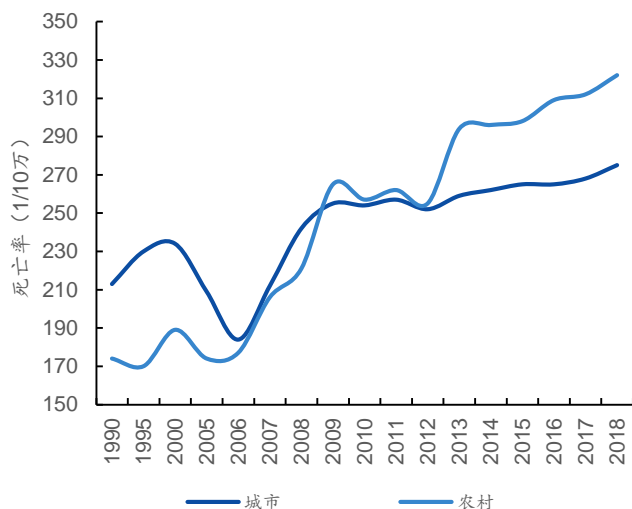
速效救心丸的生产厂家为中新药业旗下核心企业——第六中药厂。第六中药厂创建于 1958 年，前身为天津市药材公司药材培植场，是天津市重点企业之一。速效救心丸具有行气活血，祛瘀止痛的功效，可以增加冠脉血流量，缓解心绞痛，用于气滞血瘀型冠心病、心绞痛。

2.1 心血管疾病死亡率逐年增长，中成药市场不断拓展

心脑血管疾病是心脏血管和脑血管疾病的统称，泛指由于高脂血症、血液黏稠、动脉粥样硬化、高血压等所导致的心脏、大脑及全身组织发生的缺血性或出血性疾病。根据《中国心血管健康与疾病报告（2021 年）》，中国心血管病患病率处于持续上升阶段，推算可得目前心血管患病人数大约为 3.3 亿人，其中冠心病患者大约为 1139 万人，患者基数较大。

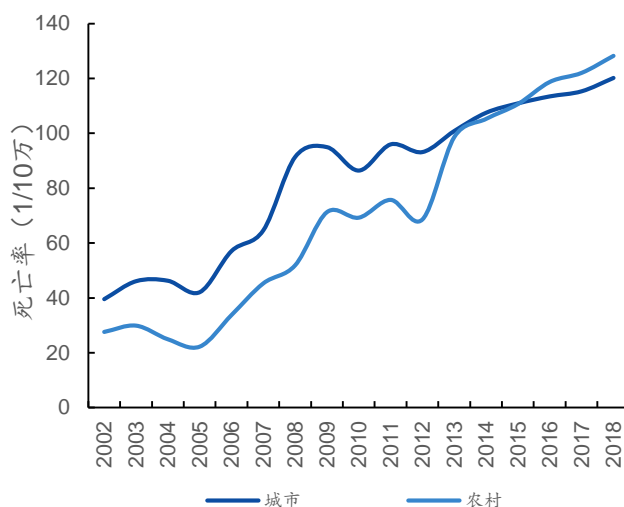
我国城乡居民的主要疾病包括心血管疾病、肿瘤、呼吸疾病、损伤/中毒和消化疾病，心血管疾病的死亡率从 2006 年便逐年攀升，一直位列榜首。2018 年，我国城市和农村居民心血管疾病的致死率分别达到 275/10 万和 322/10 万。根据国家心血管中心报告，2018 年冠心病死亡率继续呈现 2012 年以来的增长趋势，我国城市和农村居民冠心病死亡率分别为 120.18/10 万和 128.24/10 万。

图 9：中国城乡居民心血管病死亡率变化



资料来源：国家心血管病中心，国元证券研究所

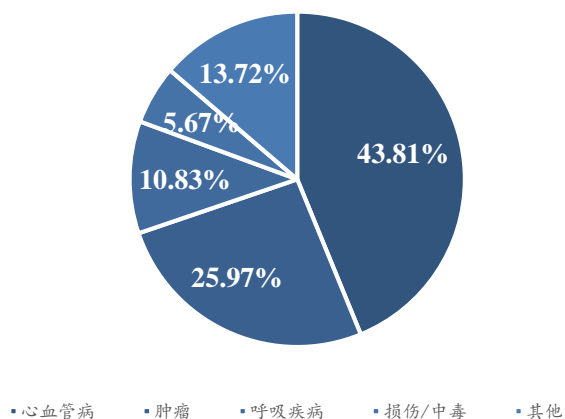
图 10：中国城乡地区冠心病死亡率变化趋势



资料来源：国家心血管病中心，国元证券研究所

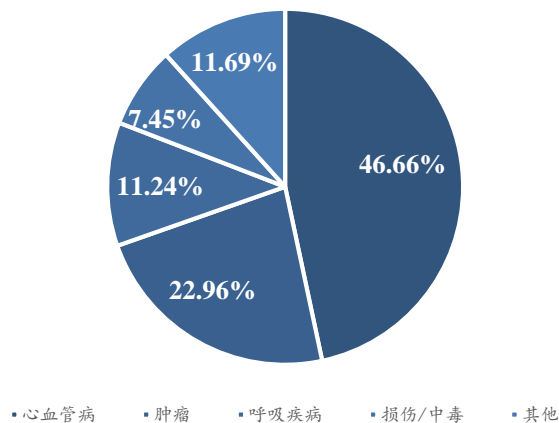
心血管疾病死亡率一路走高，在我国城市和农村居民主要致死疾病的死因中占比接近一半。2018 年，我国城市和农村居民主要疾病的死因中，心血管疾病分别占比 43.81%和 46.66%，远超其他主要疾病死因占比。

图 11：2018 年中国城市居民主要疾病死因占比



资料来源：国家心血管病中心，国元证券研究所

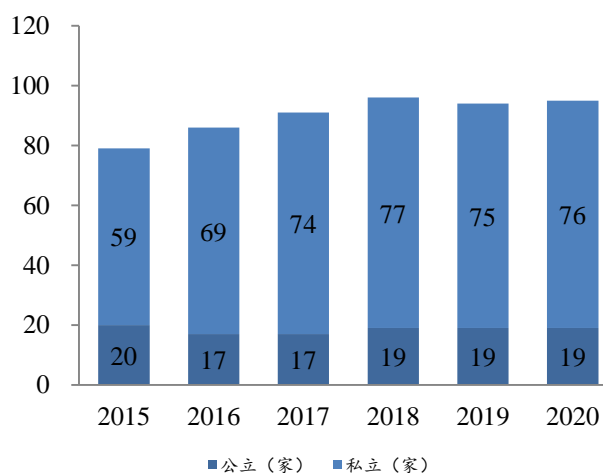
图 12：2018 年中国农村居民主要疾病死因占比



资料来源：国家心血管病中心，国元证券研究所

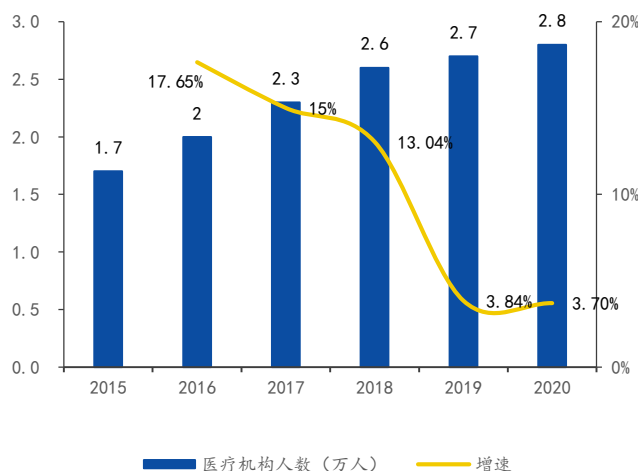
心脑血管疾病患病人口基数大、死亡率高的特点，使得政府和市场对心血管病的预防和医治越来越重视，中国心血管专科医院的数量已经从 2015 年的 79 家增长至 2020 年的 95 家，心血管病医院医疗机构的人数也从 1.7 万人持续增加至 2.8 万人。

图 13: 中国心血管专科医院数量



资料来源: 国家卫生健康委员会, 国元证券研究所

图 14: 中国心血管病医院医疗机构人数及增速

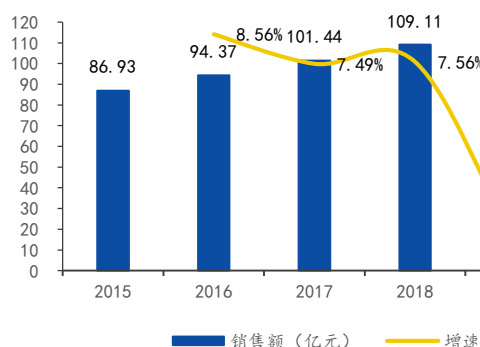


资料来源: 国家卫生健康委员会, 国元证券研究所

心脑血管药物一般可分为西药与中药, 中成药主要包括银杏类、丹参类、三七类、灯盏花类、川芎类以及复方制剂等。与化学药相比, 心脑血管中成药治疗方案灵活, 毒副作用较小, 预防保健、适合长期使用治疗慢性病的优点较为突出。

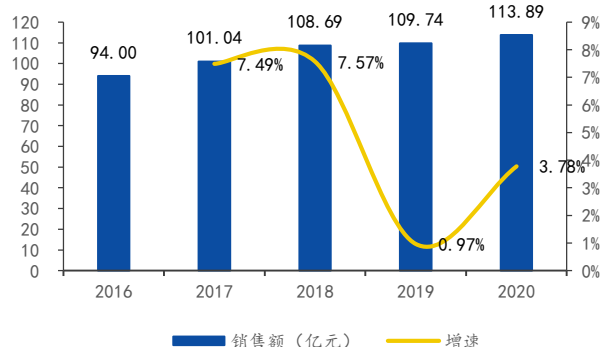
2015年至2019年, 我国城市医疗终端和零售药店终端心脑血管中成药的销售并驾齐驱, 平稳增长。2019年, 我国城市医疗终端心脑血管中成药销售额突破110亿元, 2015年至2019年平均复合增长率为6.1%。2020年, 我国零售药店终端心脑血管中成药销售市场突破110亿元, 同比增长3.78%, 占中成药总体规模超过10%, 销售规模在中成药大类中排名第三, 低于呼吸系统疾病用药的26.6%和消化系统疾病用药的12.2%。

图 15: 中国城市医疗终端心脑血管中成药销售情况



资料来源: 观研网, 国元证券研究所

图 16: 中国城市零售药店终端心脑血管中成药销售情况



资料来源: 观研网, 国元证券研究所

2.2 广泛认可和高性价比建立有效产品壁垒

速效救心丸是公司的核心品种, 由中新药业首席技术专家章臣桂在1982年研制成

功，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。速效救心丸从问世之初就以显著、独特的疗效，及其剂量小、起效快、生物利用度高、服用方便、安全高效等特点，在近四十年的临床应用中深得广大医患双方的信赖，不仅声震国内，还远销海外，救治了无数的心脏病人，为人类的生命健康事业做出了卓越的贡献。

速效救心丸是传统医药与现代科学技术完美结合的典范，独特的配方、高新技术的应用及先进的剂型等多方面突出的优势，使速效救心丸既具备了西药高效、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。

2019 年的《速效救心丸治疗冠心病中国专家共识》中，推荐心绞痛发作时使用速效救心丸。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，有研究表明，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。简言之，在治疗冠心病心绞痛的药物中，速效救心丸是患者性价比最高的选择。

表 1：速效救心丸与同类竞品效用分析比较

| 序号 | 论文 | 结论 | 发布时间 |
|----|----------------------------------|--|--------|
| 1 | 《速效救心丸和复方丹参滴丸治疗冠心病心绞痛的效果评价》 | 速效救心丸治疗冠心病心绞痛的效果更好，能有效缓解心绞痛，减轻中医证候，保护和修复心肌损伤，且安全性高，值得优先选择。 | 2022 年 |
| 2 | 《速效救心丸稳定型心绞痛的药物经济学评价》 | 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，具有一定的经济学优势。 | 2021 年 |
| 3 | 《速效救心丸和硝酸甘油片急救心绞痛的疗效观察》 | 速效救心丸与硝酸甘油片在心绞痛急救中均具有积极导向。 | 2020 年 |
| 4 | 《对比观察速效救心丸与复方丹参片治疗冠心病心绞痛的临床效果差异》 | 临床治疗冠心病心绞痛的过程中，患者服用速效救心丸可促使优化治疗效果，有效减少患者心绞痛持续的时间并降低其发作的频率。 | 2020 年 |
| 5 | 《冠心病心绞痛速效制剂的临床应用调查及应用建议》 | 建议稳定型或程度较轻冠心病心绞痛患者可选以速效救心丸等药物为代表的中药速效制剂 | 2019 年 |
| 6 | 《对比速效救心丸与丹参滴丸治疗冠心病伴心绞痛患者的安全性》 | 在冠心病伴心绞痛的临床治疗种，速效救心丸的治疗效果更好，不仅效果显著，而且安全性高。 | 2018 年 |
| 7 | 《速效救心丸和麝香保心丸治疗冠心病心绞痛的经济性分析》 | 速效救心丸和麝香保心丸治疗冠心病心绞痛效果相当，但速效救心丸的经济学更佳，可使资源最优化，适用于临床应用。 | 2018 年 |

资料来源：中国知网，国元证券研究所

2021 年，在城市零售药店终端，速效救心丸位列心脑血管中成药销售第五名。根据米内网统计，2021 年，在城市公立、城市社区、县级公立、乡镇卫生端的心血管疾病内服中成药领域，速效救心丸市场占有率排名第七，占有率从 2016 年的 2.42%

提升到 2021 年中期的 3.48%；而在城市实体药店端，速效救心丸市场占有率排名第三，占有率从 2016 年的 6.27% 提升到 2021 年预计值的 7.27%。公司速效救心丸作为一线品种，在医疗和零售端的市场占有率均获得一定的提升。

表 2：2021 年中国零售药店心脑血管疾病中成药产品 TOP10

| 排名 | 产品 | 适应症 | 销售额（亿元） |
|----|---------|---|---------|
| 1 | 安宫牛黄丸 | 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 | 26.1 |
| 2 | 复方丹参片 | 气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛；冠心病心绞痛 | 6.8 |
| 3 | 复方丹参滴丸 | 气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛；冠心病心绞痛 | 6.3 |
| 4 | 脑心通胶囊 | 气虚血滞、脉络瘀阻所致中风中经络，半身不遂、肢体麻木、口眼歪斜、舌强语蹇及胸痹心痛、胸闷、心悸、气短；脑梗塞、冠心病心绞痛 | 5.0 |
| 5 | 速效救心丸 | 气滞血瘀型冠心病，心绞痛 | 3.9 |
| 6 | 银杏叶片 | 瘀血阻络所致的胸痹心痛，中风，半身不遂，舌强语蹇；冠心病稳定型心绞痛、脑梗死 | 3.2 |
| 7 | 血塞通软胶囊 | 瘀血闭脉络证的中风中经络恢复期，症见偏瘫，半身不遂，口舌歪斜，舌强言蹇或不语；或用于心血瘀阻型冠心病心绞痛 | 3.0 |
| 8 | 稳心颗粒 | 气阴两虚，心脉瘀阻所致的心悸不宁，气短乏力，胸闷胸痛；室性早搏、房性早搏 | 2.8 |
| 9 | 血塞通片 | 脑络瘀阻，中风偏瘫，心脉瘀阻，胸痹心痛；脑血管病后遗症，冠心病、心绞痛 | 2.2 |
| 10 | 银杏叶提取物片 | 老年人慢性神经感觉和认知的病理性缺陷的症状治疗；下肢慢性阻塞性动脉病的间歇性跛行(2期) | 1.8 |

资料来源：米内网，国元证券研究所

2.3 速效救心丸日用价格较低，未来提价值得期待

2014 年，国家出台低价药政策，中成药日均费用不超过 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。公司的速效救心丸也属于低价药范围，遂自 2015 年开始提价，公司业绩也因此显著增长。2017 年提价完成后，40mg*120 粒规格速效救心丸提价后平均中标价在 35 元以上，日用药金额从之前的 3 元提升到接近 4 元。

和其他心血管疾病中成药相比，速效救心丸的日用药金额并不高。2020 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三、第四的复方丹参滴丸和脑心通胶囊每日用药价格分别为 4.35 元和 5.48 元，速效救心丸销售量位列第五，但每日用药价格仅为 3.98 元。按照速效救心丸目前的市场份额、国家机密品种的地位以及广泛的品牌认可度，公司产品仍有较大的提升空间。

表 3：速效救心丸同类药日用金额比较

| 产品 | 生产企业 | 适应症 | 日用药金额 (元) | 最新中标价格 | 每日用量 |
|--------|--------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| 心血康 | 地奥制药 | 冠心病、心绞痛 | 2.84 元 | 12.6 元/20 粒 | 一次 1-2 粒，一日 3 次 |
| 麝香保心丸 | 上海和黄药业 | 心绞痛、心肌梗死 | 3.47 元 | 32.4 元/42 丸 | 一次 1-2 丸，一日 3 次 |
| 血塞通胶囊 | 云南白药 | 冠心病、心绞痛 | 3.88 元 | 31 元/24 粒 | 一日 1 粒，一日 3 次 |
| 速效救心丸 | 达仁堂 | 气滞血瘀型冠心病、心绞痛 | 3.98 元 | 39.8 元/150 丸 | 一次 4-6 丸，一日 3 次 |
| 复方丹参滴丸 | 天力士 | 冠心病、心绞痛 | 4.35 元 | 26.1 元/180 丸 | 一次 10 丸，一日 3 次 |
| 脑心痛胶囊 | 步长制药 | 脑梗塞、冠心病、心绞痛 | 5.48 元 | 29.22 元/48 粒 | 一日 2-4 粒，一日 3 次 |
| 稳心颗粒 | 步长制药 | 室性早搏、房性早搏 | 7.77 元 | 46.62 元/18 袋 | 一次 1 袋，一日 3 次 |
| 通心络胶囊 | 以岭药业 | 冠心病、心绞痛 | 7.93 元 | 26.44 元/30 粒 | 一日 2-4 粒，一日 3 次 |

数据来源：药智数据，国元证券研究所

3 二三线品种蓄势待发，有望带动新增长

公司历史沉淀深厚、中药资源丰富，经过百余年的传承、发展，中新药业已形成以中药创新为统领的发展思路，致力于全科、优质、高效、速效药品的创新研发和制造，目前拥有独家产品达到 114 个。公司通过实施大品种战略，已形成以速效救心丸和通脉养心丸等为代表的心脑血管用药，以清肺消炎丸和清咽滴丸等为代表的呼吸系统用药，以胃肠安丸为代表的消化系统用药，以京万红软膏为代表的皮肤用药，以紫龙金片和生血丸等为代表的抗肿瘤中药等系列大产品群。

表 4：公司主要产品基本情况

| 主治领域 | 产品名称 | 适应症 | 是否纳入国家基药目录 |
|----------|-------|---|------------|
| 心脑血管疾病用药 | 速效救心丸 | 气滞血瘀型冠心病、心绞痛。 | 是 |
| | 通脉养心丸 | 胸痹心痛，心悸怔忡，心绞痛，心率不齐等。 | 否 |
| | 舒脑欣滴丸 | 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 |
| | 安宫牛黄丸 | 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。 | 是 |
| 呼吸系统疾病用药 | 清肺消炎丸 | 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。 | 否 |
| | 清咽滴丸 | 风热喉痹，咽痛，咽干，口渴；或微恶风，发热，咽 | 是 |

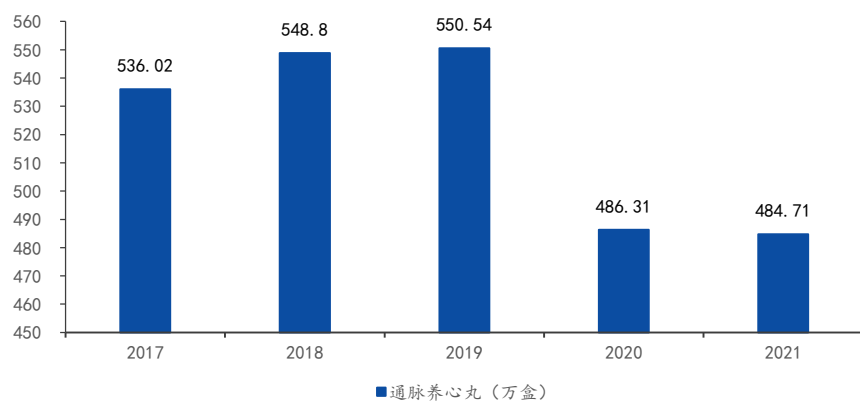
| | | | |
|----------|----------|--|---|
| | | 部红肿，急性咽炎。 | |
| | 藿香正气软胶囊 | 外感风寒、内伤湿滞或夏伤暑湿所致的感冒；胃肠型感冒。 | 是 |
| 消化系统疾病用药 | 胃肠安丸 | 于湿浊中阻、食滞不化所致的腹泻、纳差、恶心、呕吐、腹胀、腹痛；消化不良、肠炎、痢疾。 | 否 |
| 泌尿系统疾病 | 癃清片 | 下焦湿热所致的热淋，慢性前列腺炎湿热蕴结兼瘀血证。 | 是 |
| 肿瘤疾病用药 | 紫龙金片 | 气血两虚证原发性肺癌化疗者。 | 否 |
| 外科用药 | 京万红软膏 | 轻度水、火烫伤，疮疡肿痛，创面溃烂。 | 是 |
| 抗感染用药 | 注射用头孢替唑钠 | 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。 | 否 |
| | 注射用头孢西酮钠 | 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 | 否 |

数据来源：公司公告，国元证券研究所

公司的主要产品销售额的分布已形成众星拱月之势。速效救心丸销售额已经突破 10 亿元；通脉养心丸、胃肠安丸、清肺消炎丸、安宫牛黄丸和京万红软膏均在亿元以上；紫龙金片、清咽滴丸和癃清片销售额有望跨越亿元大关。

通脉养心丸是国医大师阮诗怡的经典处方，主要成分为地黄、鸡血藤、何首乌、阿胶、麦冬、党参等，有益气养阴、通脉止痛之效，用于冠心病心绞痛及心率不齐之气阴两虚证。通脉养心丸目前销售额约在 1.5 亿左右，销售主要在京津冀地区。公司为充分学习贯彻国家《十四五医药工业发展规划》，将全面推动以速效救心丸和通脉养心丸为主打产品的“中国心·健康行”行动，提升通脉养心丸的知名度，助力销售增长。

图 17：达仁堂通脉养心丸历年销售量

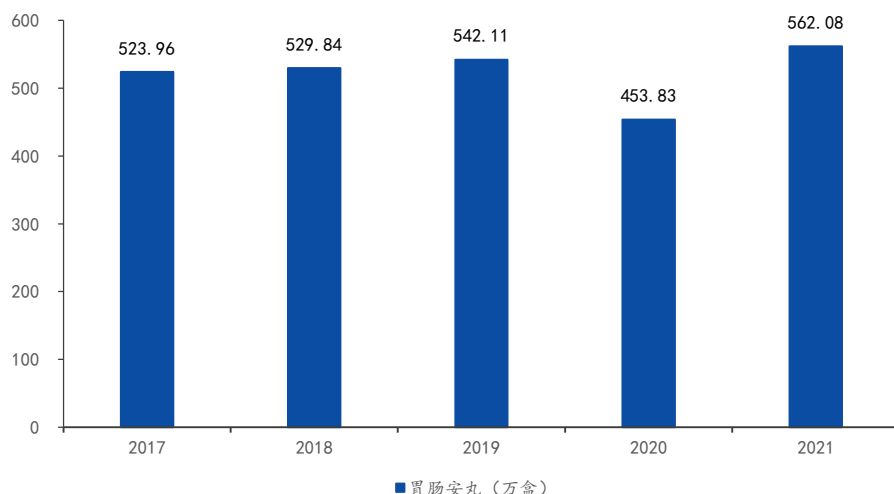


资料来源：Wind，国元证券研究所

胃肠安丸是公司的独家医保品种，主要成分为木香、沉香、枳壳、檀香、大黄、厚

朴、人工麝香等，有芳香化浊、理气止痛、健胃导滞之效，用于湿浊中阻，食滞不化所致的腹泻、纳差、恶心、呕吐、腹胀、腹痛等。对胃肠道疾病的治疗立竿见影、功效迅速。胃肠安丸目前销售额约为 1.3 亿元，产品销售推广主要在京津地区。除去 2020 年受新冠疫情影响，自 2017 年至 2021 年，销售量一直稳步增长，未来增长情况乐观。

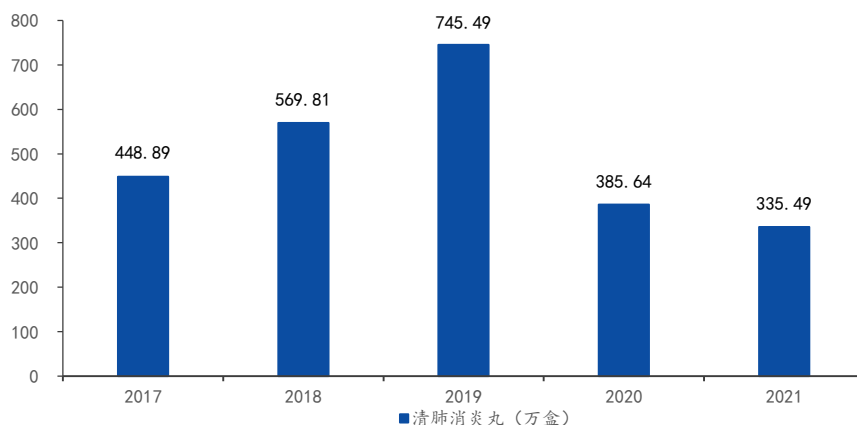
图 18：达仁堂胃肠安丸历年销售量



资料来源：Wind, 国元证券研究所

清肺消炎丸是治疗重咳喘的中药产品，主要成分为麻黄、石膏、地龙、牛蒡子、葶苈子、牛黄、苦杏仁（炒）、羚羊角，有清肺化痰、止咳平喘之功效，可用于痰热阻肺，咳嗽气喘，胸胁肿胀，吐痰黄稠。产品目前销售额在 1.3-1.4 亿元左右，呼吸系统中成药市场空间较大，未来有望继续增长。

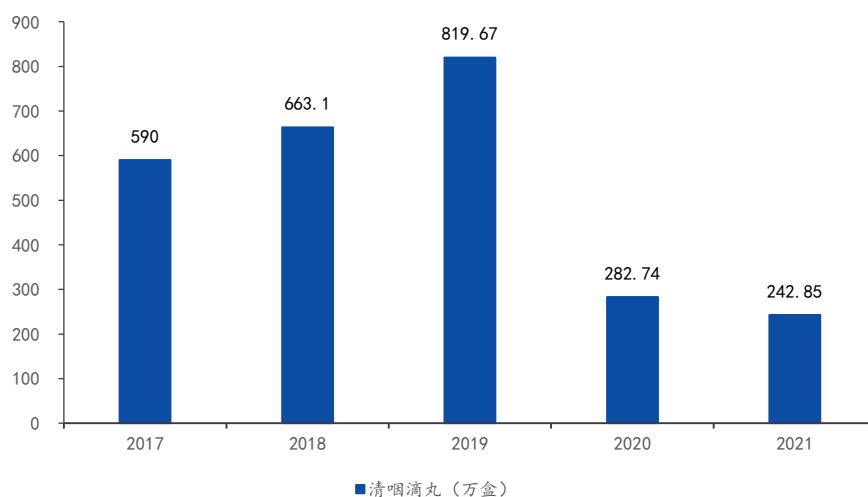
图 19：达仁堂清肺消炎丸历年销售量



资料来源：Wind, 国元证券研究所

清咽滴丸主要成分为薄荷脑、青黛、冰片、诃子、甘草、人工牛黄，有疏风清热、解毒利咽之效，用于风热喉痹、咽痛、咽干、口渴、咽部红肿、急性咽炎等。该产品已被纳入国家基本药物目录和国家医保目录的 OTC 药物，是公司即将在 OTC 市场重点打造的产品，增长空间巨大。

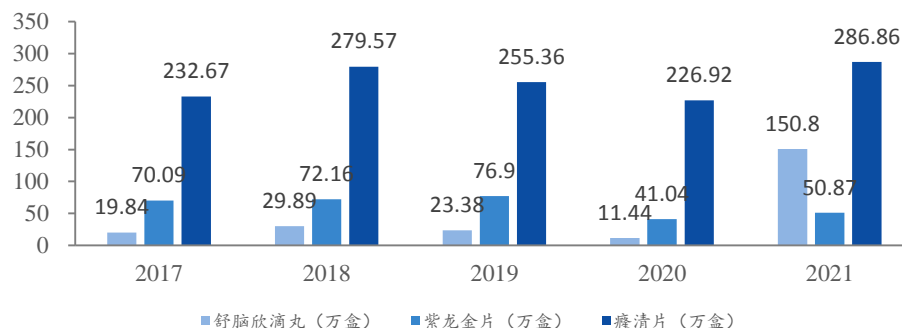
图 20：达仁堂清咽滴丸历年销售量



资料来源：Wind, 国元证券研究所

公司其他二线产品还有脑舒欣滴丸、紫龙金片和癃清片等。脑舒欣滴丸为心血管疾病中成药，可以理气活血、化瘀止痛，用于血虚血瘀引起的偏头痛。紫龙金片为肿瘤用药，可以益气养血、清热解毒、理气化瘀，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。癃清片为泌尿系统用药，可以清热解毒、凉血通淋，用于下焦湿热所致热淋，症见尿频、尿急、尿痛、腰痛、小腹坠痛；亦用于慢性前列腺炎湿热蕴结兼瘀血证。其中脑舒欣滴丸和紫龙金片都是中药二级保护品种，未来增长潜力巨大。

图 21：达仁堂舒脑欣滴丸、紫龙金片和癃清片历年销售量



资料来源：Wind, 国元证券研究所

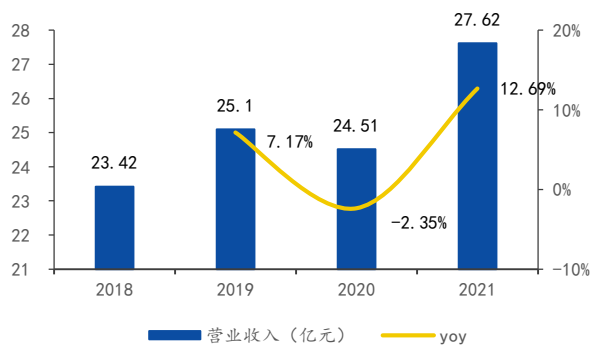
4 联营企业中美天津史克有望贡献稳定投资收益

中美天津史克制药有限公司成立于 1987 年，是跨国制药集团葛兰素史克在中国的合资企业，是中国最大的医药合资企业之一，拥有国际先进水平的制药设备和监测设备，同时拥有世界先进的缓释胶囊及青霉素裂解等多项工艺技术。目前，中美天津史克的控股股东是葛兰素史克，持股 55%，达仁堂和天津医药集团分别持股 25% 和 20%。

中美天津史克主要生产胶囊、片剂、软膏三种剂型。目前公司有 51 种化学药品，正在申请上市的有 12 种，已经获批上市的有 21 种。公司代表产品有新康泰克、芬必得、必理通、泰胃美、史克肠虫清、兰美抒、百多邦、舒适达、伯克纳等。

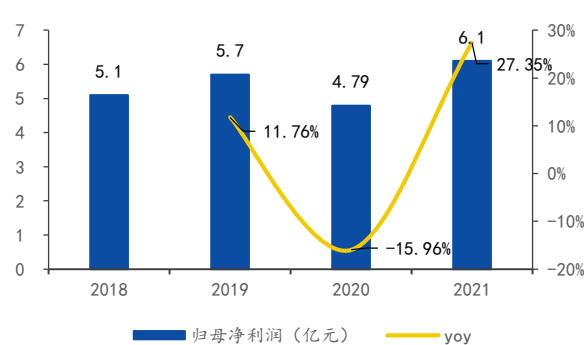
中美天津史克产品丰富、盈利能力强。近年来，利润和营业收入都呈快速增长趋势，预计未来将继续保持，公司也将会收获稳定的投资收益。

图 22：中美天津史克历年营业收入及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 23：中美天津史克历年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

关键假设：

- 1：心血管疾病市场前景广阔，公司的主要产品速效救心丸市场地位稳固，品牌认可度高，治疗效果好，仍具备较大发展空间，同时，公司产品定价相对较低，存在一定的提价空间。预计 2022-2024 年公司速效救心丸收入增速分别为 12%、20% 和 25%；
- 2：公司二三线种众多，通过实施大品种战略，可以充分发掘销售潜力，为公司贡献更多增量业绩。预计 2022-2024 年公司其他品种收入合计增速分别为 9.83%、18.51% 和 18.58%；
- 3：医药流通业务是公司传统业务，整体发展较为成熟，预计未来仍将保持平稳增长。预计 2022-2024 年公司医药流通业务收入增速分别为 2%、2% 和 2%。

表 5：达仁堂收入拆分

| 收入拆分（亿元） | | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|------|---------|---------|---------|---------|
| 医药流通 | 收入 | 59.52 | 60.72 | 61.93 | 63.17 |
| | 增速 | -0.41% | 2.00% | 2.00% | 2.00% |
| | 成本 | 56.36 | 57.68 | 58.83 | 60.01 |
| | 毛利 | 3.16 | 3.04 | 3.10 | 3.16 |
| | 毛利率 | 5.31% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 医药制造 | 收入 | 41.71 | 46.09 | 54.84 | 66.15 |
| | 增速 | 8.05% | 10.50% | 18.98% | 20.62% |
| | 成本 | 18.05 | 19.82 | 23.31 | 27.78 |
| | 毛利 | 23.66 | 26.27 | 31.53 | 38.37 |
| | 毛利率 | 56.72% | 57.00% | 57.50% | 58.00% |
| 内部抵消 | 收入 | (33.39) | (34.00) | (35.00) | (36.00) |
| | 成本 | (33.48) | (34.00) | (35.00) | (36.00) |
| 汇总 | 营业收入 | 67.96 | 72.93 | 81.90 | 93.44 |
| | 增速 | 2.91% | 7.31% | 12.29% | 14.10% |
| | 营业成本 | 41.02 | 43.58 | 47.22 | 51.87 |
| | 毛利 | 26.94 | 29.35 | 34.67 | 41.56 |
| | 毛利率 | 39.64% | 40.24% | 42.33% | 44.48% |

资料来源：wind，国元证券研究所

预计 2022-2024 年，公司实现营业收入分别为 72.93 亿元、81.90 亿元和 93.45 亿元，实现归母净利润分别为 8.57、10.71 和 13.41 亿元，对应 EPS 分别为 1.11 元/股、1.39 元/股和 1.73 元/股，对应 PE 分别为 19 倍、16 倍和 12 倍。

5.2 投资建议

随着公司大股东混改完成，公司进行销售、管理等方面改革，有望激发销售活力。核心产品速效救心丸成长空间较大，有望持续快速放量。公司二三线产品较多，随着推广力度的加大，有望持续贡献业绩增量。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值对比

| 证券代码 | 股票简称 | 收盘价（元） | 总市值（亿元） | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 600085.SH | 同仁堂 | 47.08 | 669.96 | 1.09 | 1.27 | 1.48 | 45 | 38 | 33 |
| 603567.SH | 珍宝岛 | 11.65 | 108.23 | 0.44 | 0.54 | 0.65 | 26 | 21 | 18 |
| 002603.SZ | 以岭药业 | 21.52 | 436.89 | 0.99 | 1.99 | 1.40 | 27 | 22 | 19 |
| | | | 平均值 | | | | 28 | 24 | 20 |
| 600329.SH | 达仁堂 | 23.88 | 151.34 | 1.11 | 1.39 | 1.73 | 19 | 16 | 12 |

资料来源：wind，国元证券研究所

备注：可比公司 EPS 来自 wind 一致预期（2022 年 8 月 19 日）

6 风险提示

- 1、公司内部整合不及预期风险：公司内部进行销售等改革，如改革进度不及预期，则未来释放业绩节奏可能不及预期；
- 2、行业竞争加剧风险：同类企业研发类似药物会加剧行业竞争；
- 3、提价进程不及预期等风险：公司产品提价会考虑多方面的因素，如果速效救心丸提价进度不及预期，可能对公司业绩存在一定影响。

财务预测表

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 5603.60 | 6424.99 | 6935.70 | 7885.11 | 9040.56 |
| 现金 | 1987.33 | 2283.18 | 2782.55 | 3293.65 | 3932.35 |
| 应收账款 | 1512.81 | 1536.99 | 1606.69 | 1822.15 | 2072.25 |
| 其他应收款 | 36.63 | 40.73 | 66.07 | 82.54 | 96.92 |
| 预付账款 | 49.41 | 48.54 | 64.84 | 63.19 | 70.54 |
| 存货 | 1487.72 | 1525.09 | 1623.48 | 1748.61 | 1922.27 |
| 其他流动资产 | 529.70 | 990.46 | 792.07 | 874.97 | 946.22 |
| 非流动资产 | 2679.79 | 2642.09 | 2553.04 | 2441.76 | 2319.24 |
| 长期投资 | 687.54 | 729.66 | 703.66 | 709.64 | 710.98 |
| 固定资产 | 1172.04 | 1151.65 | 1270.23 | 1240.47 | 1164.30 |
| 无形资产 | 202.51 | 198.19 | 197.52 | 196.41 | 193.55 |
| 其他非流动资产 | 617.70 | 562.60 | 381.62 | 295.25 | 250.40 |
| 资产总计 | 8283.39 | 9067.09 | 9488.74 | 10326.88 | 11359.79 |
| 流动负债 | 2163.85 | 2433.90 | 2346.07 | 2463.07 | 2596.35 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 666.34 | 598.61 | 673.20 | 721.93 | 788.33 |
| 其他流动负债 | 1497.51 | 1835.29 | 1672.87 | 1741.14 | 1808.02 |
| 非流动负债 | 169.64 | 119.35 | 132.51 | 129.95 | 127.23 |
| 长期借款 | 30.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 139.64 | 119.35 | 132.51 | 129.95 | 127.23 |
| 负债合计 | 2333.49 | 2553.26 | 2478.58 | 2593.02 | 2723.57 |
| 少数股东权益 | 141.49 | 149.35 | 169.23 | 194.74 | 226.24 |
| 股本 | 773.64 | 773.44 | 773.44 | 773.44 | 773.44 |
| 资本公积 | 1365.28 | 1374.20 | 1374.20 | 1374.20 | 1374.20 |
| 留存收益 | 3681.08 | 4218.25 | 4688.21 | 5391.35 | 6260.81 |
| 归属母公司股东权益 | 5808.41 | 6364.48 | 6840.93 | 7539.12 | 8409.98 |
| 负债和股东权益 | 8283.39 | 9067.09 | 9488.74 | 10326.88 | 11359.79 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 671.42 | 852.40 | 532.96 | 533.21 | 753.98 |
| 净利润 | 679.66 | 786.88 | 876.57 | 1096.81 | 1373.36 |
| 折旧摊销 | 112.56 | 116.51 | 113.38 | 123.27 | 128.20 |
| 财务费用 | -26.72 | -45.63 | -102.39 | -123.30 | -147.10 |
| 投资损失 | -160.41 | -213.49 | -200.00 | -210.00 | -220.00 |
| 营运资金变动 | 10.96 | 130.73 | -87.79 | -348.57 | -395.93 |
| 其他经营现金流 | 55.37 | 77.40 | -66.82 | -5.00 | 15.45 |
| 投资活动现金流 | 73.77 | -311.85 | 300.79 | 200.44 | 218.08 |
| 资本支出 | 189.16 | 156.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | -41.05 | 334.92 | -33.74 | 5.37 | 1.09 |
| 其他投资现金流 | 221.88 | 180.02 | 267.05 | 205.81 | 219.17 |
| 筹资活动现金流 | -237.26 | -244.70 | -334.38 | -222.56 | -333.36 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | -30.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 0.84 | -0.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 16.55 | 8.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | -254.65 | -223.41 | -334.38 | -222.56 | -333.36 |
| 现金净增加额 | 507.93 | 295.85 | 499.37 | 511.10 | 638.69 |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 6603.65 | 6907.54 | 7293.48 | 8189.65 | 9344.50 |
| 营业成本 | 4027.76 | 4150.42 | 4357.85 | 4721.93 | 5187.19 |
| 营业税金及附加 | 58.29 | 64.12 | 66.69 | 74.83 | 85.63 |
| 营业费用 | 1457.88 | 1556.45 | 1641.03 | 1883.62 | 2195.96 |
| 管理费用 | 357.25 | 373.22 | 386.55 | 425.86 | 476.57 |
| 研发费用 | 149.20 | 161.05 | 180.00 | 210.00 | 250.00 |
| 财务费用 | -26.72 | -45.63 | -102.39 | -123.30 | -147.10 |
| 资产减值损失 | 4.11 | -10.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 160.41 | 213.49 | 200.00 | 210.00 | 220.00 |
| 营业利润 | 785.18 | 866.68 | 992.15 | 1232.90 | 1541.42 |
| 营业外收入 | 3.56 | 9.34 | 6.01 | 6.71 | 6.91 |
| 营业外支出 | 20.68 | 3.21 | 11.30 | 10.16 | 9.38 |
| 利润总额 | 768.06 | 872.81 | 986.86 | 1229.45 | 1538.95 |
| 所得税 | 88.40 | 85.93 | 110.29 | 132.63 | 165.60 |
| 净利润 | 679.66 | 786.88 | 876.57 | 1096.81 | 1373.36 |
| 少数股东损益 | 17.96 | 17.73 | 19.88 | 25.50 | 31.51 |
| 归属母公司净利润 | 661.70 | 769.14 | 856.68 | 1071.31 | 1341.85 |
| EBITDA | 871.02 | 937.56 | 1003.15 | 1232.86 | 1522.51 |
| EPS (元) | 0.86 | 0.99 | 1.11 | 1.39 | 1.73 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | -5.58 | 4.60 | 5.59 | 12.29 | 14.10 |
| 营业利润 (%) | 3.45 | 10.38 | 14.48 | 24.27 | 25.02 |
| 归属母公司净利润 (%) | 5.78 | 16.24 | 11.38 | 25.05 | 25.25 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 39.01 | 39.91 | 40.25 | 42.34 | 44.49 |
| 净利率 (%) | 10.02 | 11.13 | 11.75 | 13.08 | 14.36 |
| ROE (%) | 11.39 | 12.08 | 12.52 | 14.21 | 15.96 |
| ROIC (%) | 20.43 | 22.09 | 22.69 | 26.80 | 31.61 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 28.17 | 28.16 | 26.12 | 25.11 | 23.98 |
| 净负债比率 (%) | 1.33 | 1.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动比率 | 2.59 | 2.64 | 2.96 | 3.20 | 3.48 |
| 速动比率 | 1.88 | 1.99 | 2.24 | 2.47 | 2.72 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.82 | 0.80 | 0.79 | 0.83 | 0.86 |
| 应收账款周转率 | 4.17 | 4.15 | 4.24 | 4.36 | 4.39 |
| 应付账款周转率 | 6.07 | 6.56 | 6.85 | 6.77 | 6.87 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.86 | 0.99 | 1.11 | 1.39 | 1.73 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.87 | 1.10 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 7.51 | 8.23 | 8.84 | 9.75 | 10.87 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 25.79 | 22.18 | 19.92 | 15.93 | 12.72 |
| P/B | 2.94 | 2.68 | 2.49 | 2.26 | 2.03 |
| EV/EBITDA | 16.27 | 15.11 | 14.12 | 11.49 | 9.31 |

投资评级说明:

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|---------------------------------|------------|--------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

| 合肥 | 上海 |
|------------------------------------|---------------------------------------|
| 地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编: 230000 | 邮编: 200135 |
| 传真: (0551) 62207952 | 传真: (021) 68869125 |
| | 电话: (021) 51097188 |