

业绩平稳增长，改革加速推进

——达仁堂 (600329.SH) 2022年三季报点评报告

买入|维持

报告要点：

● 事件：公司发布2022年三季报，实现营业收入55.63亿元、归属于上市公司股东的净利润7.29亿元，分别比去年同期增长3.94%、10.20%，EPS为0.95元，公司业绩符合市场预期。

● 业绩平稳增长，费用率管控良好

就单季度来看，公司2022Q3实现收入17.88亿元，同比增长4.47%；归母净利润2.60亿元，同比增长30.77%，整体来看，公司三季度收入继续保持平稳增长，利润增速较快主要与非经常性损益有关。2022Q1-3公司销售费用率为22.38%，同比下降0.22pct；管理费用率为4.85%，同比下降0.99pct；研发费用率为1.66%，同比下降0.1pct；财务费用率为-0.59%，同比下降0.15pct，整体来看，公司各项费用管控良好。

● 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，2022Q1-3继续平稳增长，预计与公司销售改革有关，2023年有望迎来放量。

● 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

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25倍、20倍和16倍，维持“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。

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)	32.32	27.80	24.96	19.96	15.94

资料来源：Wind,国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元): 32.32 / 18.55

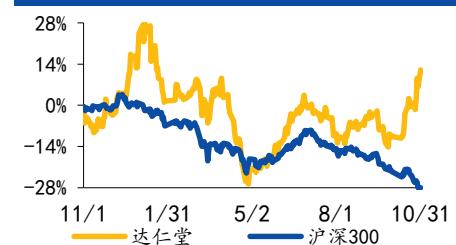
A股流通股(百万股): 765.87

A股总股本(百万股): 773.44

流通市值(百万元): 21176.25

总市值(百万元): 21385.70

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-达仁堂 (600329.SH) 首次覆盖报告：老字号即将发新芽，小滴丸尚有大空间》

2022.08.19

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

财务预测表

资产负债表					
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					
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					
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
盈利能力					
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	32.32	27.80	24.96	19.96	15.94
P/B	3.68	3.36	3.13	2.84	2.54
EV/EBITDA	21.23	19.72	18.43	15.00	12.15

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，本报告清晰准确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

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
邮编：230000
传真：(0551) 62207952

上海

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：200135
传真：(021) 68869125
电话：(021) 51097188