

中药老字号破局焕新生，“三核九翼”乘势再启航

2022 年 12 月 09 日

► **三百年兼收并蓄，大股东混改完成，达仁堂开启新发展时代。**达仁堂自成立以来，对三百年历史的“乐家老铺”家传制药经验与现代先进技术兼收并蓄。上世纪九十年代起，公司围绕中药现代化改革战略，推进了上市、国企改革等多项举措。为贯彻落实天津市委、市政府关于深化国企改革、推进国企混合所有制改革的战略部署，公司大股东天津医药集团于 2021 上半年完成混改，逐渐激活创新机制、提质增效。2022 年 5 月，“天津中新药业集团股份有限公司”正式更名为“津药达仁堂集团股份有限公司”，并完成了相关配套工作。自此，达仁堂破局新生，开启了新发展时代。

► **“三核九翼”战略布局，营销改革迎风起。**2022 上半年，达仁堂全力推动津药集团“三核九翼”整体战略落地实施。公司新增挂网产品 28 个；四大中成药销售板块实现中期既定目标；速效救心丸实现不含税收入 7.70 亿元。公司工业模块围绕“产销分离、集约化、平台化”布局，近来成立了商销事业部营销平台、第三终端营销平台等，完成了药品流通业务资产重组方案，成立了药材资源中心，并统筹科研成果；公司商业模块围绕“立足天津，覆盖全国，辐射全球”布局，以国际贸易部为实体、开展面向全球的中成药销售，推进达仁堂连锁大药房建设，探索达仁堂医院全新运营模式等。通过公司内部结构优化、整体战略建设等举措，稳步朝着“十四五”业绩目标进军。

► **速效救心丸一枝独秀，潜力产品千帆竞发。**公司逐步形成了以速效救心丸为核心的心血管用药产品矩阵，提供多病种解决方案，统筹形成协同效应。公司“十四五”目标实现依托于“1+5”战略的建设，工业端（基本为中成药业务）的业绩增长目标 2023 年起每年营收增速不低于 18%（其中 2023 年以 2021 年为基准）。具体到产品来讲，预期目标销售规模 20 亿元以上的产品是速效救心丸，其适应症也逐步拓展，获多个专家指南推荐，在心血管病防、治、救各环节用药的渗透率提升还有广阔空间。预期目标销售规模 5-10 亿元的产品是通脉养心丸、清咽滴丸。预期目标销售规模在 3-5 亿元的产品是胃肠安丸、癍痧片、癍痧胶囊。其他产品如清肺消炎丸、川贝枇杷滴丸预期销售额每年实现不低于 20% 的增长。

► **投资建议：**公司核心产品量价齐升，产品矩阵日益丰富，预计 2022-2024 年公司业务营业收入达到 73.61/82.85/95.48 亿元。公司高毛利产品比例逐步提升，2022-2024 年毛利率分别为 42.21%/42.73%/44.36%。我们选取云南白药、同仁堂、片仔癀作为可比公司，2022/2023/2024 年 PE 均值分别为 45/37/31 倍。随着公司产品结构优化升级，2022/2023/2024 年 PE 分别为 26/21/17 倍。考虑到公司大股东混改完成，公司内部管理运营结构优化，产销分离逐步完善，未来业绩具有成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**研发进展的不确定性；成本把控的风险；政策性风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,908	7,361	8,285	9,548
增长率（%）	4.6	6.6	12.5	15.2
归属母公司股东净利润（百万元）	769	886	1,094	1,380
增长率（%）	16.2	15.2	23.5	26.2
每股收益（元）	0.99	1.15	1.41	1.78
PE	30	26	21	17
PB	3.6	3.3	3.0	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 8 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

29.66 元


分析师 周超泽

执业证书：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师 许睿

执业证书：S0100521110007

电话：021-80508867

邮箱：xurui@mszq.com

研究助理 宋丽莹

执业证书：S0100121120015

邮箱：songliying@mszq.com

目录

1 三百年兼收并蓄，而今开启新发展时代	3
1.1 传承三百年制药技术，迎接中药现代化征程	3
1.2 大股东津药混改完成，开启业绩增长新曲线	5
1.3 公司业绩表现较稳健，中成药业务发展向好	7
2 “三核九翼”战略布局，营销改革迎风起	11
2.1 依托“三核九翼”战略，做大做强绿色中药	11
2.2 内部优化促公司降本增效，静待十四五业绩兑现	13
3 速效救心丸一枝独秀，潜力产品千帆竞发	15
3.1 覆盖多品种剂型产品，心血管产品矩阵齐聚力	15
3.2 心血管用药市场广阔，中成药各终端销售突破	16
3.3 速效救心丸可用于预防与治疗，起效迅速且安全性较高	17
3.4 速效救心丸定价偏低，仍具备潜在的提价空间	19
4 盈利预测与投资建议	23
4.1 盈利预测假设与业务拆分	23
4.2 估值分析	24
5 风险提示	25
插图目录	27
表格目录	27

1 三百年兼收并蓄，而今开启新发展时代

1.1 传承三百年制药技术，迎接中药现代化征程

“乐家老铺”三百年老店，传承中医文化历久弥新。达仁堂是三百年老店“乐家老铺”的正宗后裔，由乐氏第十二代传人乐达仁先生于1914年在天津创办。自成立以来，达仁堂对“家传秘制”的制药经验与现代先进技术兼收并蓄，几代人传承和恪守经营信条“只求药料真实，不惜重资，炮制之术必求其精”。上世纪九十年代以来，公司围绕中药现代化改革战略，推进了上市、国企改革等多项举措。

图1：公司创办起源



图2：公司现代发展历程



资料来源：华源医药网，民生证券研究院绘制

资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

中华老字号，荣获多项权威认证。自 1917 年起，达仁堂先后在北京、大连、上海、香港等地开设了 18 家分号；1980 年以后，达仁堂进入快速发展时期，围绕“人才、装备、技术、管理、产品”五个领域变革发展，获“全国企业管理优秀奖”等全国性奖项；1990 年以来，达仁堂先后被认定为“国家一级企业”、“中华老字号”，“达仁堂清宫寿桃丸传统制作技艺”、“达仁堂安宫牛黄丸传统制作技艺”也入选国家非物质文化遗产名录。

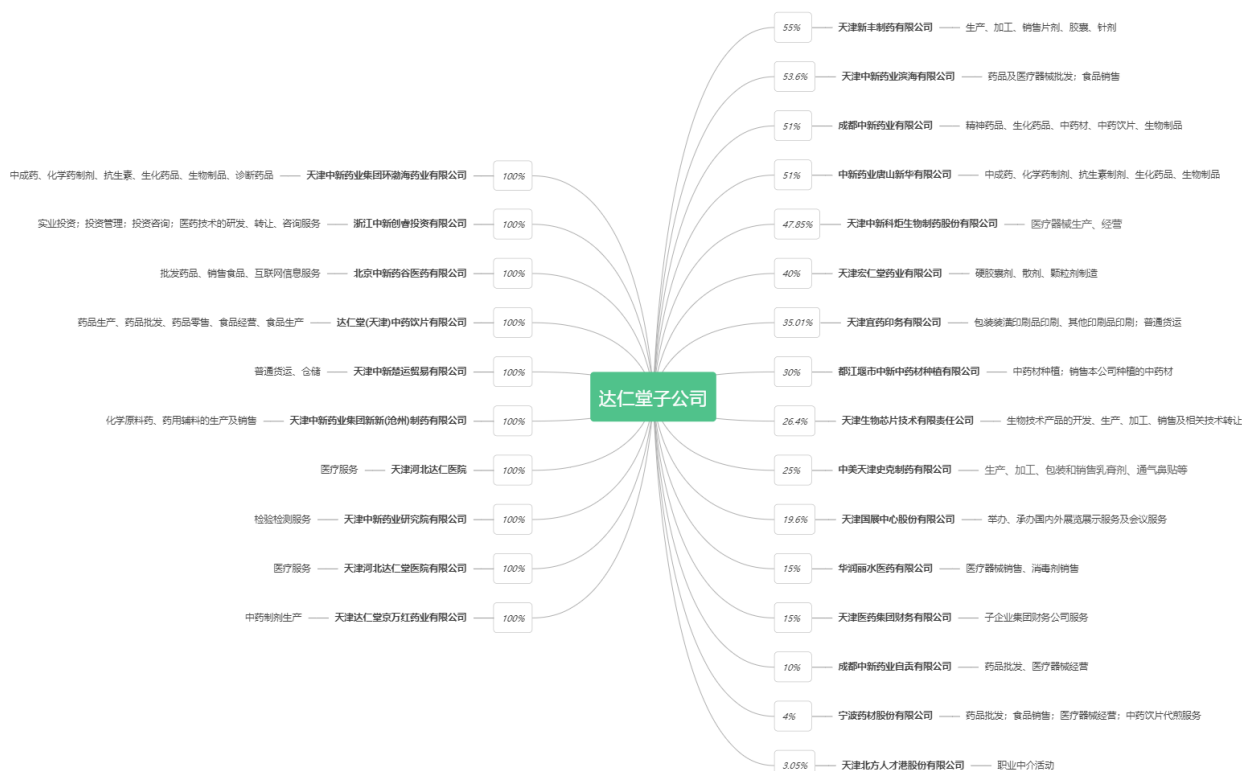
图3： 公司所获部分奖项



资源来源：公司官网，民生证券研究院整理

公司子公司众多，已形成中药生产企业集群，拟收购京万红剩余股权。公司旗下共有 9 家控股全资子公司、16 家参股子公司。逐步形成了以隆顺榕、达仁堂、乐仁堂、六中药、京万红等中成药生产企业为核心，药材公司和中药饮片厂等为配套的中药生产企业群，公司还拥有化学原料药及制剂的生产企业新新制药厂、通过合作建立的生物制药企业中新科炬等。2022 年下半年，公司拟收购天津津兰集团公司所持天津达仁堂京万红药业有限公司 47.98%股权，收购完成后将持有京万红药业 100%股权。

图4：达仁堂子公司情况（截至 2022 年 11 月 29 日）



资料来源：Wind，民生证券研究院

拥有原料与生产基地，兼具成本优势与产能保障。公司为保证速效救心丸的重点原料川芎的质量稳定、成本可控，与位于川芎道地产区的企业共同出资、组建了都江堰市中新中药材种植有限公司，开展川芎规范化种植。公司新成立药材资源中心，强化对内保供应与对外搞经营两个职能，具备较好成本优势。下属隆顺榕制药厂、达仁堂制药厂、乐仁堂制药厂、中新制药厂顺利取得澳大利亚联邦药物管理局（TGA）（相当于中国食品药品监督管理局）颁发的 GMP 证书，并持续引入新工艺和新技术，建立了先进的滴丸制造和中药口服固体制剂产业基地，具备强大生产能力。

图5：达仁堂滴丸制造生产基地

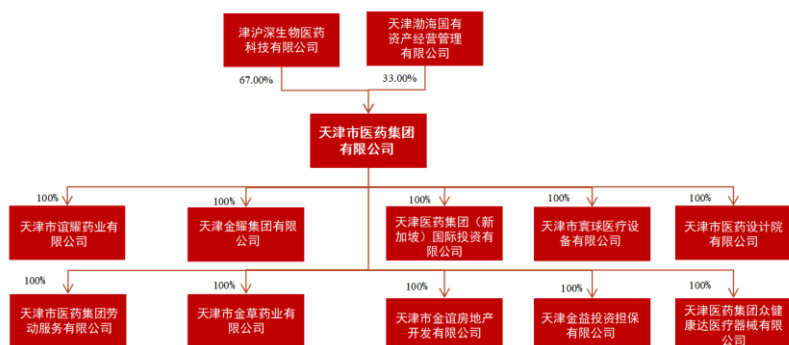


资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2 大股东津药混改完成，开启业绩增长新曲线

公司大股东为津药集团，国资背景助力企业发展。天津医药集团（津药集团）完成混改后，由津沪深医药持股 67%，渤海国资持股 33%。津沪深医药，其主要股东为上海琉璃光医药（控股股东为上海市国资委）以及深圳前海富荣资产管理有限公司，其中上海琉璃光医药是一家从事生物产品研发、医疗器械生产和医药商业的新兴混合所有制企业。渤海国资是天津市政府重大产业项目投融资的主体和优化配置资源的国有企业，代表天津市国资委对所属国有资产开展经营管理。

图6：大股东天津医药集团（津药集团）股权结构（截至 2022 年 9 月 19 日）



资料来源：Wind，民生证券研究院

大股东迅速完成混改，激活企业发展活力。为深入贯彻落实天津市委、市政府关于深化国企改革、推进国企混合所有制改革的战略部署，2020 年 9 月达仁堂（原中新药业）与津药药业（原天药股份）发布公告，按照《企业国有资产交易

监督管理办法》的要求，开始推进股权转让等相关事宜，渤海国资 67%股权进行产权转让。同年12月确认津沪深为本次交易的受让方，双方签署《产权交易合同》。半年后，津药集团的股权转让完成工商变更登记手续，国企混改尘埃落定。此次混改将有效促进企业创新机制、提质增效；同时，借助外力使得津药集团稳固主业，进一步发展产业链。

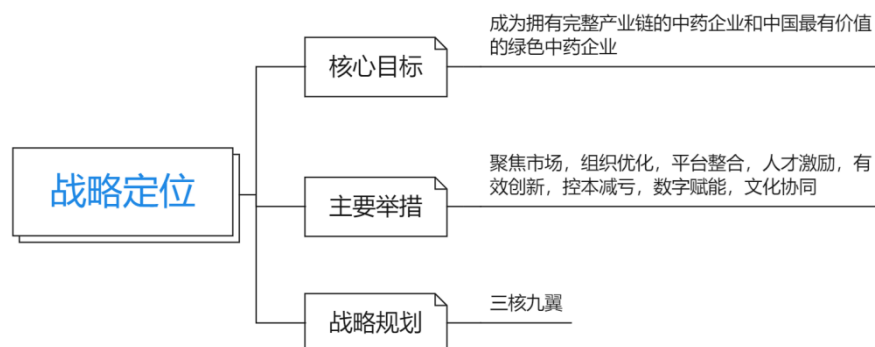
图7：大股东天津医药集团混改进程



资料来源：金融界，民生证券研究院

混改开篇之年，全面把握战略定位与提升品牌辨识度。2022 年是大股东完成混改之后的第一个完整财年，公司继续着重进行内部梳理和降本增效。2022 年上半年公司高举“成为拥有完整产业链的中药企业和中国最有价值的绿色中药企业”的核心目标，跟随天津医药“聚焦市场，组织优化，平台整合，人才激励，有效创新，控本减亏，数字赋能，文化协同”号召，提出“三核九翼”的战略规划。2022 年 5 月 18 日，“天津中新药业集团股份有限公司”正式更名为“津药达仁堂集团股份有限公司”；5 月 26 日，公司 A 股证券简称变更为“达仁堂”，并完成相关配套工作。公司主动开启“二次创业”，未来发展将迈入新的台阶。

图8：达仁堂战略定位



资料来源：公司年报，民生证券研究院

管理层焕新，中药公司管理经验丰富，全面引领营销改革。2021 年 7 月张铭

芮女士入职津药集团，担任董事、总经理；2021 年 12 月被选为津药集团旗下上市公司达仁堂（原中新药业）董事长。此前张铭芮女士 2006 年至 2021 年共 15 年任职于太极集团，历任太极集团公司常务副总经理、董事、副总经理。2022 年 8 月达仁堂聘任王磊女士为公司总经理，王磊女士自 1993 年 7 月入职达仁堂（原中新药业），历任达仁堂（原中新药业）监事、副总经理、总经理、董事，京万红药业常务副总经理、总经理、副董事长，津药集团营销管理中心副总经理，熟悉大股东及上市公司体系，具有丰富的公司生产、销售和管理经验。此外，2022 年公司的各层级也正在进行管理人员的调整和聘任工作，调整落定后，将有望按照计划，使营销改革全面落地。

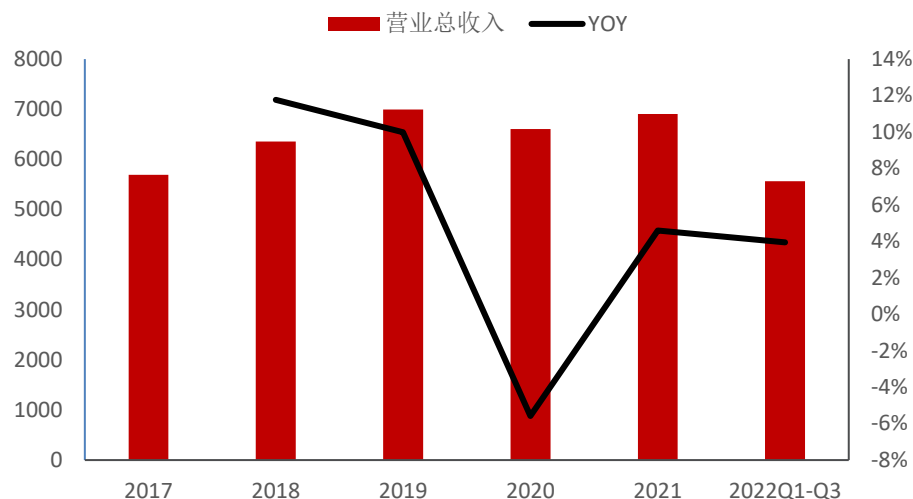
图9：达仁堂新任董事长张铭芮履历



资料来源：公司公告，民生证券研究院

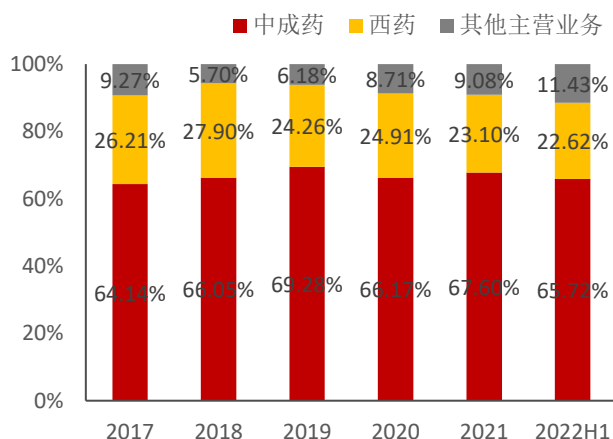
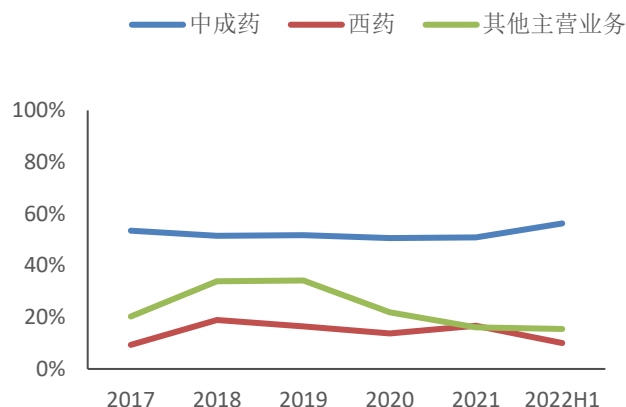
1.3 公司业绩表现较稳健，中成药业务发展向好

营收逐步改善，大品种贡献度较好。公司营业总收入从 2017 年的 56.89 亿元增长到 2021 年的 69.08 亿元；2022 Q1-Q3 总计营收 55.63 亿元，同比增长 3.94%。其中，2020 年受疫情影响，行业经济增长节奏减缓，总营收出现短暂下滑。2021 年疫情影响逐渐消除，总营收恢复增长；主要是大品种销售收入同比增长所致，速效救心丸实现销售收入 13 亿元。

图10：达仁堂营业总收入（百万元）及增长率


资料来源：Wind，民生证券研究院

中成药业务主导，整体收入结构稳定。公司以绿色中药为核心，业务涵盖中药全产业链，集生产、经营、科研为一体发展。其中药材种植、中药材贸易、中成药研发生产及销售、中药饮片生产销售等为主导业务，其余业务为医药商业物流、药品零售等。近5年来，中成药业务营收占比在67%左右，毛利率在53%左右；西药业务营收占比在25%左右，毛利率在14%；其他主营业务营收占比在8%左右，毛利率波动略大，在15-33%左右。

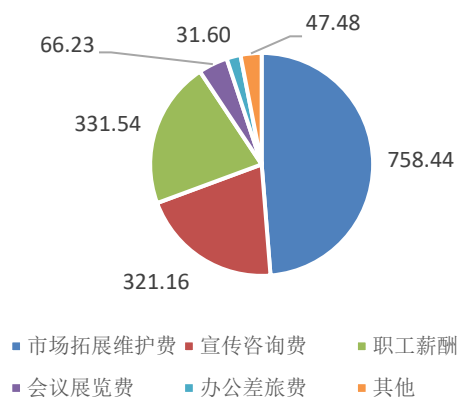
图11：达仁堂各业务收入占比情况（百万元）

图12：达仁堂各业务毛利率情况 (%)


资料来源：Wind，民生证券研究院

销售费用基本稳定，品牌与渠道建设赋能销售。近年来，公司重视品牌与渠道建设，销售费用率维持在25%左右。基于公司“十四五”规划，以品牌建设与营销管理优化为营收打基础，2022上半年已完成了速效救心丸等品种经销商渠道与价格体系的重新构建。广告推广方面，通过达仁堂（药谷）平台积极推进非遗项目

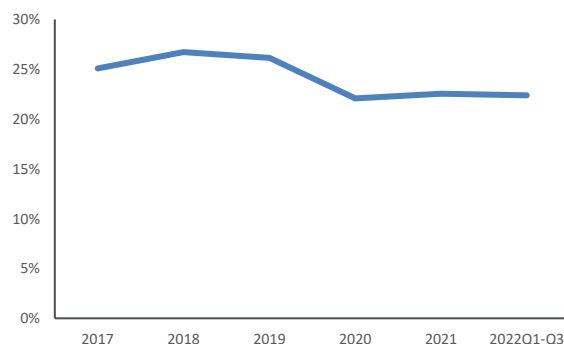
品宣,开展线上线下老字号等推广活动;营销拓展方面,推进大品种战略,扎实做好专业化、学术化推广,积极利用 B2B、B2C、O2O 拓宽营销渠道。

图13: 2021 年公司销售费用分布情况 (百万元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

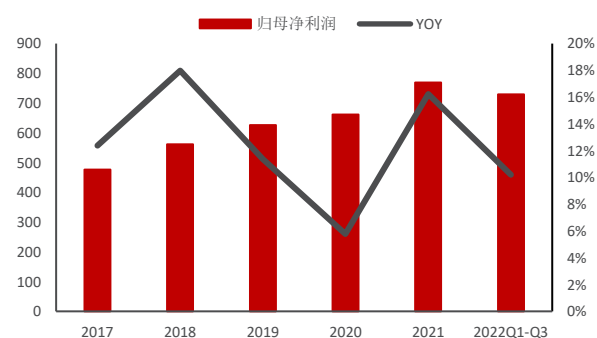
图14: 公司销售费用率 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

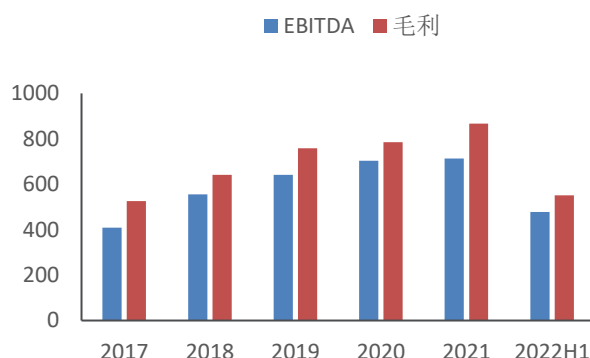
归母净利润持续增长, 盈利能力持续向好。公司归母净利润从 2017 年的 4.76 亿元增长到 2021 年的 7.69 亿元, CAGR 为 13%, 2022Q1-Q3 实现 7.29 亿元。归母净利润由内生增长与外生投资两部分组成, 1) 内生增长方面, 公司的 EBITDA 从 2017 年的 4.09 亿元增长到 2021 年的 7.13 亿元, CAGR 为 13%, 主营业务的盈利能力逐步增强。

图15: 达仁堂归母净利润 (百万元) 及增长率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图16: 达仁堂 EBITDA 及毛利 (百万元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2) 外生投资方面, 中美史克与宏仁堂是公司的重点联营企业, 2022H1 两个企业合计投资收益占当期归母净利润的 22.39%。中美史克 (中美天津史克制药有限公司) 成立于 1987 年, 是葛兰素史克(GSK)在中国设立的合资企业。中美史克生产、出售西药及生化药品, 代表产品有新康泰克、芬必得、史克肠虫清、百多邦等。达仁堂公司控股其 25% 的股份, 2022H1 贡献投资收益 0.84 亿元。

宏仁堂(天津宏仁药业有限公司)主要运营硬胶囊剂、散剂、颗粒制造等业务,代表产品有血府逐瘀胶囊、养血生发胶囊等。达仁堂公司控股其 40%的股份,2022H1 贡献投资收益 0.21 亿元。

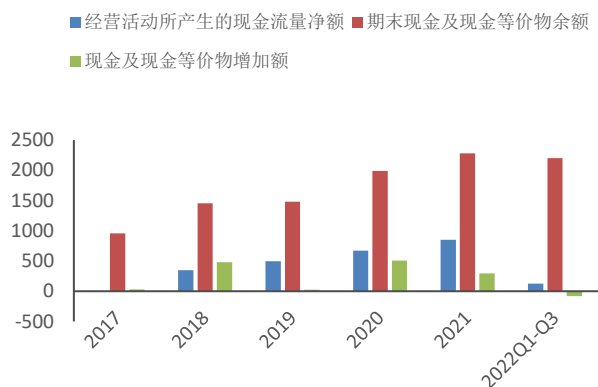
表1: 联营公司收益分析 (亿元)

联营公司	2019 年	2020 年	2021 年	2022H1
中美史克	5.70	4.80	6.10	3.36
达仁堂投资中美史克收益	1.43	1.20	1.53	0.84
宏仁堂	0.60	0.71	0.85	0.53
达仁堂投资宏仁堂收益	0.24	0.28	0.34	0.21

资料来源: Wind, 民生证券研究院

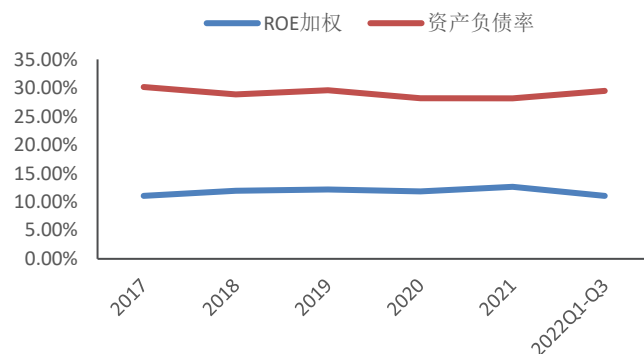
经营性现金流稳定, 负债水平基本健康。2017 年以来公司经营性现金流量与营收规模基本匹配, 其中 2017 年经营性现金流量净额为 -0.4 亿元, 是购买商品、接受劳务支付的现金增加所致; 2022Q1-Q3 经营性现金流量净额为 1.26 亿元, 主要是购买商品、接受劳务支付的现金同比增加导致。公司净资产收益率保持相对稳定, 其中 2022Q1-Q3 ROE 为 11.06%, 同比增长 0.47%。公司资产负债率维持在 30%左右, 负债水平基本健康。

图17: 公司现金流量净额 (百万元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图18: 公司净资产收益率与资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2 “三核九翼”战略布局，营销改革迎风起

2.1 依托“三核九翼”战略，做大做强绿色中药

2.1.1 全力推动战略改革，建立营销新秩序

聚焦主业，大品种销售稳中有升。2022 年上半年，公司全力推动津药集团“三核九翼”整体战略规划在公司层面落地实施，力争在市场营销板块实现高质量发展的率先突破，仅上半年，公司新增挂网产品 28 个；四大中成药销售板块在变革的基础上，实现中期既定的经营发展目标，大品种总体稳中有升，速效救心丸实现不含税收入 7.70 亿元。

图19：津药集团“三核九翼”战略规划



资料来源：公司年报，民生证券研究院

三核齐发力，2022 上半年各项工作稳步推进，建立营销新秩序。

第一核：是聚焦心脑血管，构建心脑血管产品线。公司以“中国心·健康行”作为主线，建立了速效救心丸分渠道、分规格运营的医疗、零售双线专业化团队运营的营销新秩序。

第二核：公司立足皮肤创面修复，以京万红软膏为主品种，强化创面修复品牌，探索布局功能性护肤赛道。公司对千万级销售额的京万红软膏进行了销售政策调整和渠道布局，2022Q1 新客户首营备案等工作对发货等影响已逐步消化；同时 2022 年上半年进一步加强开发等级医院和零售连锁。价格和包装方面，京万红零售端 20g 和 50g 规格线上线下价格也有一定幅度提升，目前已针对京万红品牌唤醒进行包装升级。

第三核：以百年老字号“达仁堂”承载精品国药，整合公司旗下养生健康补益类产品，打造精品国药和补益大健康产品营销平台。2022 年上半年达仁堂（药谷）积极推动达仁堂清宫寿桃丸传统制作技艺、安宫牛黄丸制作技艺、达仁堂牛黄清心丸制作技艺等非遗项目品宣工作，推动线上线下老字号推广活动、品牌建设、销售赋能。

图20：公司全国营销品宣活动



资料来源：津药达仁堂公众号，津滨网，民生证券研究院

2.1.2 工业与商业优化，两只脚推动改革进程

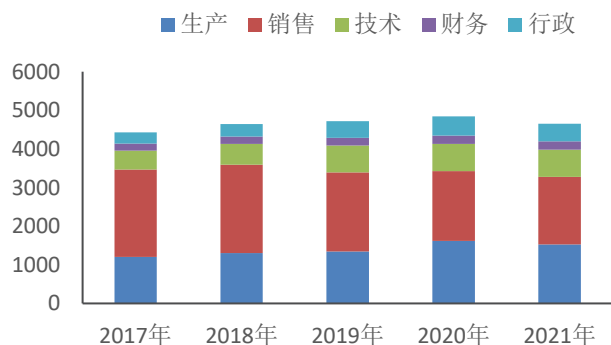
工业模块布局：产销分离、集约化、平台化。首先，整合了销售公司、营销公司、达仁堂营销平台，并成立商销事业部营销平台，致力于打造乐仁堂、隆顺榕、达仁堂及京万红等企业普药产品和第三终端营销平台。其次，公司药品流通业务资产重组方案落地，新成立的子公司天津中新医药有限公司完成商业板块整合。除此以外，公司新成立了药材资源中心，强化对内保供应和对外搞经营两个职能；进一步推进天津、亳州两个饮片厂一体化运营。最后，统筹科研项目，确定研发工作内容和考核机制，实现项目和资源高效调配。

商业模块布局：立足天津，覆盖全国，辐射全球。天津中新医药有限公司是天津市药品经销龙头企业。销售公司和营销公司等单位主营公司旗下重点品种，营销网络覆盖全国。公司以国际贸易部为实体，开展面向全球的中成药销售。其次，公司推进达仁堂连锁大药房建设，探索达仁堂医院全新运营模式。除此以外，公司引入首席制造官等管理层新鲜血液，进行部室职能与组织架构的调整，并优化人员结构与配置，资源向一线营销倾斜。

2.2 内部优化促公司降本增效，静待十四五业绩兑现

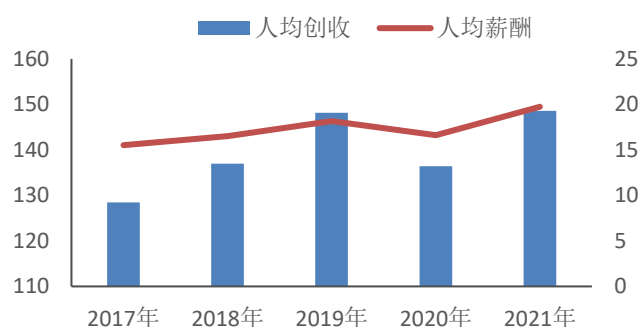
员工构成优化，人均营收和利润提高。截至 2021 年底，公司的员工规模为 4650 人，近 5 年以来，生产类与技术类人员占比各上升 5pct 左右，销售类人员占比则从 2017 年的 51.15% 减少到 37.53%。员工构成的优化与队伍精简后，人均创收逐年提升。

图21：公司员工构成



资料来源：Wind，民生证券研究院

图22：人均营收（万元）

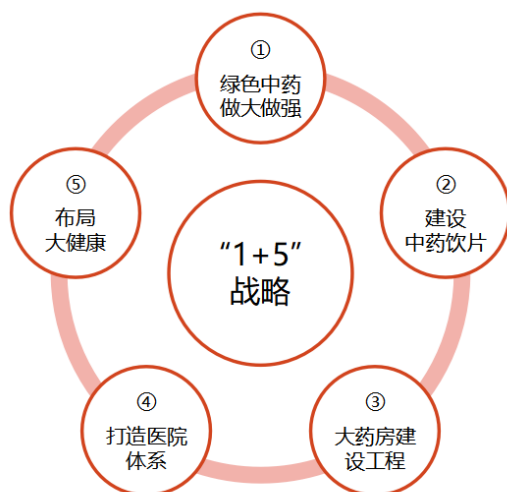


资料来源：Wind，民生证券研究院

依托整体战略建设，静待十四五业绩兑现。公司“十四五”目标实现依托于“1+5”战略的建设，工业端（基本为中成药业务）的业绩增长目标是以 2021 年为基准，2023 年起每年营收增速不低于 18%。具体到产品来讲，预期目标销售规模 20 亿元以上的产品是速效救心丸，尽量实现营收翻一番；预期目标销售规模 5-10 亿元的产品是通脉养心丸、清咽滴丸；预期目标销售规模在 3-5 亿元的产品是胃肠安丸、癍痧片、痹祺胶囊；其他产品如清肺消炎丸、川贝枇杷滴丸预期每年实

现不低于 20% 的增长。

图23：达仁堂“十四五”战略规划



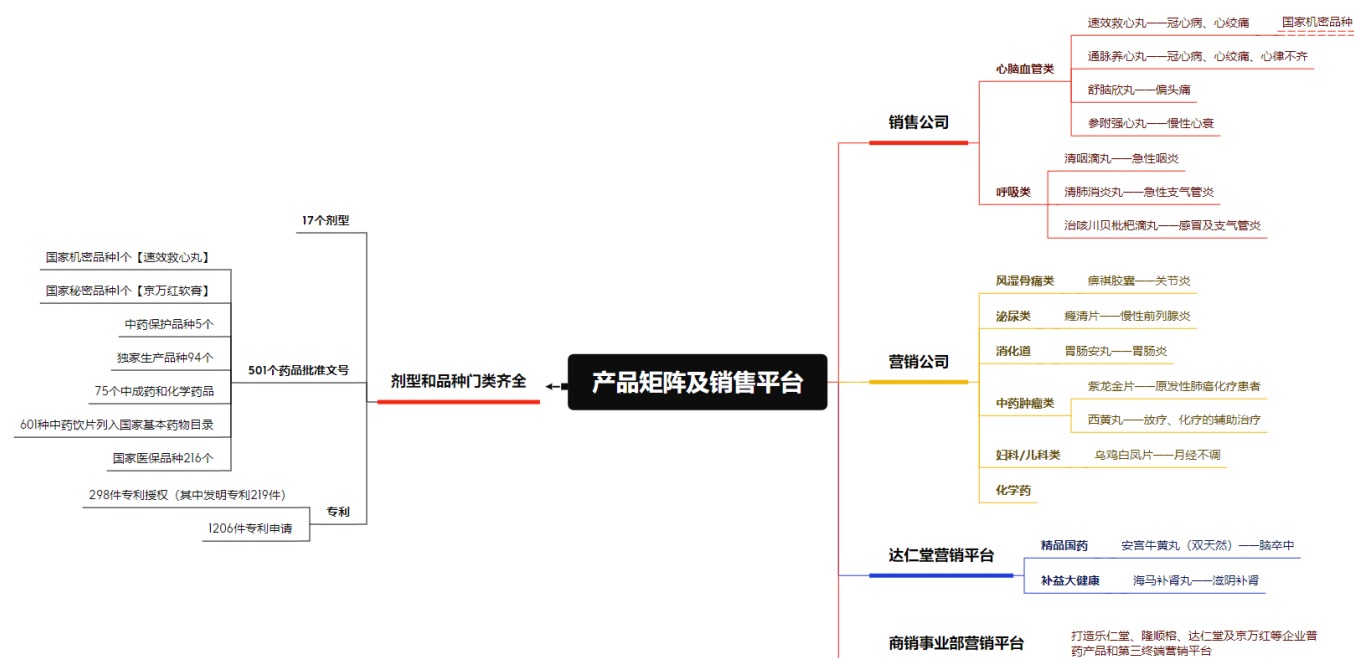
资料来源：Wind，民生证券研究院

3 速效救心丸一枝独秀，潜力产品千帆竞发

3.1 覆盖多品种剂型产品，心血管产品矩阵齐聚力

公司产品门类丰富，创造中医药多个“第一”。公司共有 17 个剂型产品、501 个药品批准文号，门类齐全。拥有 1 个独家“国家机密处方”（速效救心丸）、3 个国家秘密品种、5 个中药保护品种，研制了中国第一个中成药片药——银翘解毒片，第一个规模化生产的中药滴丸制剂产品——速效救心丸。知名产品包括速效救心丸、京万红软膏、痹祺胶囊、紫龙金片等。

图24：达仁堂产品矩阵及销售平台



资料来源：公司年报，民生证券研究院整理

以速效救心丸为核心的产品矩阵，提供心血管领域多病种解决方案。速效救心丸是心血管类中药保密品种，用以提升冠脉血供给流量。其他心血管产品安宫牛黄丸、牛黄清心丸、柏子养心丸等核心品种，紧密围绕速效救心丸，形成产品矩阵并达成协同效应，覆盖了冠心病、慢性心衰、心律不齐等心血管病症的治疗。

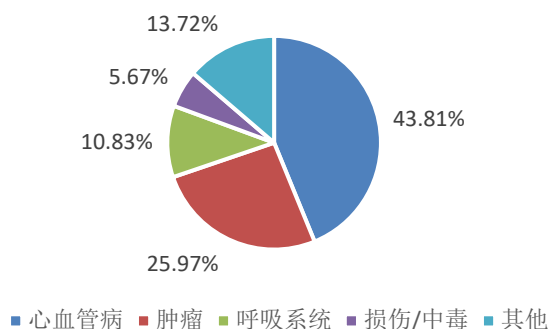
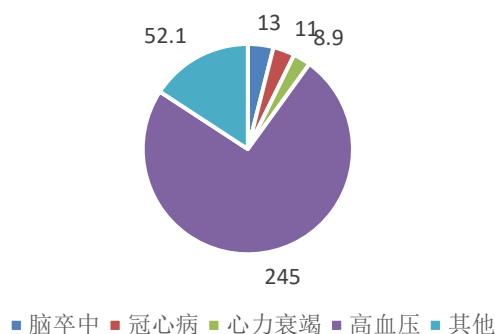
表2：达仁堂心血管系列产品

序号	品种	适应症
1	速效救心丸	冠心病、心绞痛
2	安宫牛黄丸	中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血、败血症
3	牛黄清心丸	风痰阻窍所致的头晕目眩、痰涎壅盛、神志混乱、言语不清及惊风抽搐、癫痫
4	柏子养心丸	心气虚寒，心悸易惊，失眠多梦，健忘
5	天王补心丸	心阴不足，心悸健忘，失眠多梦，大便干燥
6	参附强心丸	慢性心力衰竭引起的心悸、气短、胸闷喘促、面肢浮肿
7	牛黄降压丸	高血压
8	血脂宁丸	痰浊阻滞型高脂血症

资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.2 心血管用药市场广阔，中成药各终端销售突破

心血管疾病发病率与死亡率居高不下，冠心病患者规模不小。据《中国心血管病健康和疾病报告 2020》，近年来我国心血管病的发病率与致死率居首位，并处于持续上升阶段。该报告指出，2020 年我国心血管病患者人数在 3.3 亿人左右，其中冠心病在 1139 万人左右。其中，2018 年农村、城市心血管病分别占死因的 46.66%和 43.81%，冠心病患者数量不少且死亡率偏高，农村、城市冠心病死亡率分别为 128.24/10 万和 120.18/10 万。

图25：2018 年中国城市居民主要疾病死因占比 (%)

图26：2020 年我国心血管疾病患者构成 (百万人)


资料来源：中国心血管病健康和疾病报告，民生证券研究院

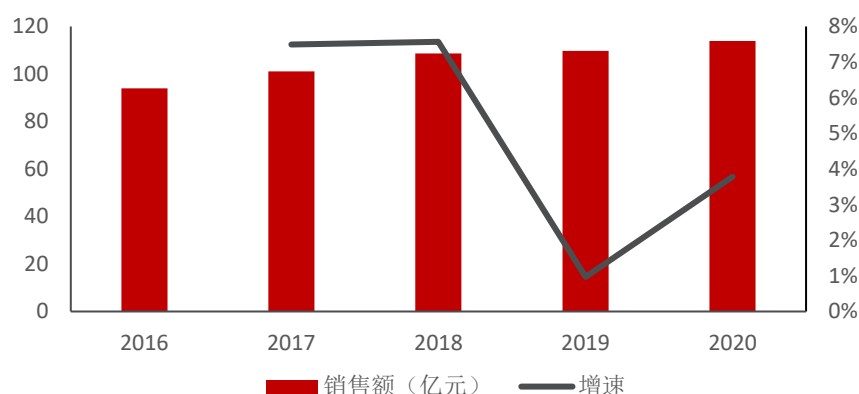
资料来源：中国心血管病健康和疾病报告，民生证券研究院

心血管中成药在公立医疗端、零售终端的销售均不断突破。我国公立医疗端中成药口服制剂市场份额由 2015 年的 34.8%增至 2021 上半年的 57.5%；心血管类中成药口服制剂 TOP10 产品市场份额由 2015 年的 50.2%提升至 2021 上半年的 54.5%。2020 年我国零售药店端心脑血管类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 10%；其销售规模在中成药大类中排名第三。

表3：2021 年公立医疗端心脑血管类中成药内服用药 TOP10

排名	产品名称	市场份额
1	复方丹参滴丸	9.71%
2	通心络胶囊	8.14%
3	麝香保心丸	7.25%
4	参松养心胶囊	6.63%
5	稳心颗粒	6.62%
6	银杏叶片	3.83%
7	银丹心脑通软胶囊	3.65%
8	速效救心丸	3.21%
9	芪苈强心胶囊	2.37%
10	银杏叶滴丸	2.04%

资料来源：米内网，民生证券研究院

图27：中国城市零售终端心脑血管中成药销售情况


资料来源：中康资讯，民生证券研究院

3.3 速效救心丸可用于预防与治疗，起效迅速且安全性较高

速效救心丸获专家指南推荐，适用心脑血管病防治救全程。在心脑血管疾病的预防、治疗与急救中，有速效救心丸、阿司匹林、硝酸甘油三种常用药。但阿司匹林只能运用在心脑血管疾病的预防与治疗阶段，而硝酸甘油只适用于急救。《速效救心丸治疗冠心病中国专家共识》《冠心病稳定型心绞痛中医诊疗专家共识》等专家共识指出，速效救心丸可用于心绞痛发作时的治疗，冠心病、心绞痛的预防与长期治疗，也可作为胸痛发作时常用药。目前速效救心丸“救心”急救形象深入人心，在心绞痛预防与日常用药方面渗透率还有进一步提升的空间。

表4：心脑血管常用药比较

药物名称	适用范围	使用注意事项	起效特点
速效救心丸	抗心肌缺血、保护心脏、降低血黏度、解痉镇痛；兼具 预防、治疗与急救 三重功效。	出现胸闷、心前区不适、左肩酸沉等先兆症状时，应迅速含服	服用后几分钟就能生效，可有效防止猝死
阿司匹林	预防和治疗， 不可用于急救 ；已经发生过心脑血管疾病和极可能会发生心脑血管疾病的人群最适用	晚上空腹时服用效果最好	对于急性心梗，阿司匹林起效比较慢，至少几个小时。如果身边没有其他急救药，只有阿司匹林，服用的剂量应是 300 毫克
硝酸甘油	冠心病 人急救时最适用 ，冠心病典型心绞痛为阵发性胸闷、憋气、胸痛，出现在胸骨后，可放射到心前区和左臂，当发作时感觉到压榨痛或闷胀，甚至窒息伴濒死恐惧感	坐着含服比其他体位更好	舌下给药约 2-3 分钟起效，5-7 分钟达到最大效应

资料来源：牧益堂，民生证券研究院

国家保密品种速效救心丸，疗效好且安全性佳。速效救心丸的主要成分为川芎与冰片，川芎主要具备川芎嗪与阿魏酸钠两个有效成分，均有较强的扩张微血管、改善微循环的作用；冰片的化学成分为 2-茨醇，多用于兴奋中枢神经系统、抗菌消炎等。达仁堂采用国际先进的固体分散技术，进行提取、分离与精制，将其制成含量准确、质量稳定的滴丸剂型，使其更快作用于靶器官。因此，其兼具西药速效的特点，又传承中药毒副作用小的优势，长期服用无耐药性、安全性佳。

表5：速效救心丸成分分析

主要成分	来源	药理作用
川芎	《本草纲目》称其为“血中气药”，具有活血化瘀、行气开郁、疏风止痛的作用。	川芎含有川芎嗪、阿魏酸钠等主要有效活性成分，两者均有较强的扩张微血管、改善微循环、降低血液黏度、降低毛细血管通透性等作用，临床上多用于治疗心脑血管疾病、肺动脉高压、慢性肾功能衰竭和抗凝等。
冰片	《本草纲目》称其为“疗喉痹、脑通、鼻嚏、齿痛、伤寒舍出、小儿痘陷。通诸窍、散郁火”	冰片化学成分为 2-茨醇，可透过细胞壁、引起细胞膜损伤、破坏及改变其通透性；可以拮抗 PGE 和抑制炎症介质释放等。临床上多用于兴奋中枢神经系统、提神醒脑、抗菌消炎，治疗咽喉肿痛、中耳炎等。

资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

全国市场加大速效救心丸推广，应用场景可延伸至家中常备药品及慢病用药。速效救心丸不仅可作为冠心病和心绞痛急性发作用药，也可以作为慢病用药进行舌下含服。药品说明书指出，急性发作时，可一次舌下含服 10-15 粒；一般情况下，患者一天服用 3 次，一次 4-6 粒。2022 年公司营销策略调整后，达仁堂的销售公司作为速效救心丸的统一销售平台，不仅可以在全国范围内进行速效救心丸的推广销售，扩大产品在全国的影响力，同时能够拓展速效救心丸在家中常备急救药和慢病领域 2 种应用场景，进而推动公司大单品速效救心丸在全国范围内销量的提升。

图28：速效救心丸用法用量说明



资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.4 速效救心丸定价偏低，仍具备潜在的提价空间

速效救心丸是国家机密品种，具备涨价实力。国宝级中药速效救心丸是国家机密品种、国家中药保护品种、全国中医医院急诊必备中成药，已入选国家基本药物目录和国家医保目录。相较于其他抗心绞痛及冠心病产品的日用药费用，公司产品定价属于中下水平。

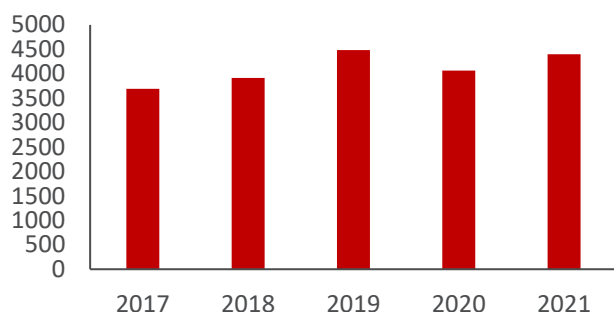
表6：速效救心丸竞品分析

产品	历史	生产企业	适应症	日用药金额	最新中标价格	每日用量
速效救心丸	1982 年，由章臣桂教授发明成功中国第一项纯中药治疗冠心病滴丸制剂。	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，一日三次
心血康	1987 年，由李伯刚研究员等承担了中国科学院“六五”、“七五”重点科研课题并成功研制“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，一日三次
麝香保心丸	20 世纪 70 年代研制成新一代成方制剂“麝香保心丸”，源于宋代著名方书《太平惠民和剂局方》所记载的苏合香丸。	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，一日三次
血塞通胶囊	通过药物提纯的方式从三七中提取三七总皂苷，原研厂家是昆药集团。	云南白药	冠心病、心绞痛	3.73 元	29.85 元/24 粒	一日一粒，一日三次
复方丹参滴丸	本方源于上海医科大学附属华山医院临床经验方。	天力士	冠心病、心绞痛	4.35 元	26.1 元/180 丸	一次 10 丸，一日三次
脑心通胶囊	基于赵步长专家提出的“供血不足乃万病之源”、“脑心同治”的医学理论研制。	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，一日三次
稳心颗粒	传承自被称为医圣的东汉张仲景《伤寒杂病论》，在 1995 年获生产批号。	步长制药	室性早搏、房性早搏	7.77 元	46.62 元/18 袋	一次 1 袋，一日三次
通心络胶囊	1982 年，由吴以岭专家基于络病典籍记载处方研究生成处方。	以岭药业	冠心病、心绞痛	7.93 元	26.44 元/30 粒	一日 2-4 粒，一日三次

资料来源：各公司年报，民生证券研究院整理

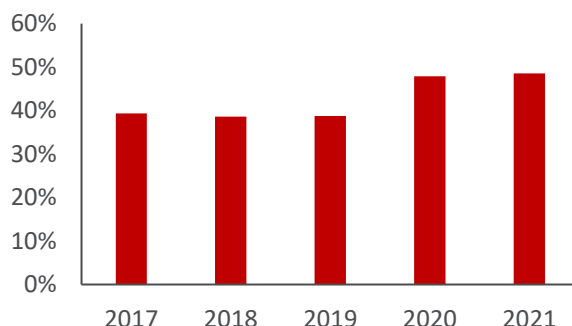
速效救心丸年销量四千万盒，院内占比近一半。据医药魔方数据，速效救心丸中标价为 0.25 元/丸，对应每瓶价格为 15 元，日均价格约 3~5 元，2017-2021 年销售量约 3500~4500 万盒，其中医院集中招标采购占比 40%~50%。

图29：速效救心丸销售量（万盒）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图30：招标采购速效救心丸医疗机构合计实际采购量占比



资料来源：公司年报，民生证券研究院

中药材上涨增加成本压力，低价药品速效救心丸具备潜在涨价空间。公司从2015年开始提价，从日用药费用不足3元提升到4元。2014年速效救心丸纳入国家发展改革委定价范围内的低价药品清单目录，在中成药日均费用不超过5元的前提下企业可以进行自主提价。同时，受中药材价格上涨影响产品成本上涨，适当提价有利于产品保持稳定的毛利率。

图31：川芎价格走势（元/kg）



资料来源：中药材天地网，民生证券研究院

图32：冰片价格走势（元/kg）



资料来源：中药材天地网，民生证券研究院

若单价提升20%，速效救心丸有望实现年销售额15~20亿元。我们假设速效救心丸价格增长20%，即单价提升到0.3元/丸时，日均价格为3.6~5.4元，假设年销售量继续稳定在近年来的4000-4500万盒，则对应销售额为14~16亿元；由于目前速效救心丸的渗透率仍有进一步提升空间，若继续加强院内外营销推广致使销售额提升至5500万盒，则对应年销售额接近20亿元。

表7：速效救心丸单价变化销售额测算（百万元）

速效救心丸单价变化销售额测算（百万元）						
服用次数（次/天）	3	-	-	-	-	-
服用量（丸/次）	4~6（长期服用）	-	-	-	-	-
单丸价格（元/丸）	0.25	0.3	0.35	0.4	0.45	0.5
日均价格（元/天）	4	4.5	5.3	6	7	8
单瓶价格（元/瓶）	15	18	21	24	27	30
包装（瓶/盒）	2~3	-	-	-	-	-
假设单盒价格（元/盒）						
	30	36	42	48	54	60
假设销售量（万盒）	3500	1050	1260	1470	1680	2100
	4000	1200	1440	1680	1920	2400
	4500	1350	1620	1890	2160	2700
	5000	1500	1800	2100	2400	3000
	5500	1650	1980	2310	2640	3300

资料来源：产品说明书，民生证券研究院测算

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们对公司业务的未来预测如下：公司核心产品量价齐升，产品矩阵日益丰富，预计 2022-2024 年公司业务营业收入达到 73.61/82.85/95.48 亿元，同比增速分别为 7%/13%/15%，由于高毛利产品比例逐步提升，预期公司毛利率分别为 42.21%/42.73%/44.36%。

未来中成药是公司主要销售与推广的产品，其业务条线充实、多年来建立了稳定的品牌影响力，未来还将实现跨越式发展，预计 2022-2024 年营业收入达到 50.43/58.84/70.60 亿元，毛利率目前较为可观，随着高毛利品种的比重扩大，还将持续提升。

西药业务厚积薄发，多个优势品种增长逐渐凸显，预计 2022-2024 年营业收入达到 16.44/16.93/17.44 亿元，毛利率基本保持稳定。

其他主营业务营收预期小幅提升，毛利率保持现有水平，预计 2022-2024 年营业收入为 6.58/6.91/7.26 亿元。

其他业务虽体量相对较小，但毛利率较为可观，预计 2022-2024 年营业收入为 0.16/0.17/0.18 亿元。

表8：达仁堂业绩拆分及盈利预测

年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收 (百万元)	6,993.88	6,603.65	6,907.54	7,361.10	8,284.64	9,547.56
YOY	10%	-6%	5%	7%	13%	15%
毛利率	42.14%	39.01%	39.91%	42.21%	42.73%	44.36%
中成药 (百万元)	4,845.37	4,369.71	4,669.54	5,043.10	5,883.62	7,060.34
YOY	15%	-10%	7%	8%	20%	20%
毛利率	51.71%	50.62%	50.90%	54.79%	54.40%	55.00%
西药 (百万元)	1,696.79	1,645.03	1,595.78	1,643.65	1,692.96	1,743.75
YOY	-4%	-3%	-3%	3%	3%	3%
毛利率	16.48%	13.70%	16.68%	14.00%	13.00%	13.00%
其他主营业务 (百万元)	432.47	575.27	626.90	658.25	691.16	725.72
YOY	19%	33%	9%	5%	5%	5%
毛利率	34.21%	21.94%	16.06%	15.46%	15.46%	15.46%
其他业务 (百万元)	19.25	13.64	15.33	16.10	16.90	17.75
YOY	-14%	-29%	12%	5%	5%	5%
毛利率	71.52%	92.29%	88.74%	75.00%	75.00%	75.00%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

预期公司费用率总体保持平稳。销售体系基本已经进入成熟阶段，未来销售费用率将保持稳定；公司管理架构已经日渐完善，管理费用率波动较小；公司较为注重研发，研发费用率预计保持相应水平。

表9：达仁堂费用情况预测

年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用(百万元)	1, 829.06	1, 457.88	1, 556.45	1,656.25	1,887.24	2,253.22
销售费用率	26%	22%	23%	23%	23%	24%
管理费用(百万元)	364.86	357.25	373.22	441.67	497.08	544.21
管理费用率	5%	5%	5%	6%	6%	6%
研发费用(百万元)	133.36	149.20	161.05	169.31	190.55	219.59
研发费用率	2%	2%	2%	2%	2%	2%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

我们选取3家中医药企业云南白药、同仁堂、片仔癀作为可比公司，可比公司均为历史悠久的头部品牌中药公司，拥有国家保护品种，公司与可比公司在产品结构和产品销售渠道上具有相似性，2022/2023/2024年可比公司PE均值分别为45/37/31倍。随着公司产品结构优化升级，2022/2023/2024年PE分别为26/21/17倍。考虑到公司大股东混改完成，公司内部管理运营结构优化，产销分离逐步完善，未来业绩具有成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表10：达仁堂与可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000538.SZ	云南白药	58.90	2.19	2.00	2.51	2.96	27	29	23	20
600085.SH	同仁堂	48.54	0.89	1.03	1.22	1.43	55	47	40	34
600436.SH	片仔癀	268.84	4.03	4.56	5.48	6.63	67	59	49	41
均值							49	45	37	31
600329.SH	达仁堂	29.66	0.99	1.15	1.41	1.78	30	26	21	17

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 12 月 8 日

5 风险提示

1) **产品销售不及预期。**行业内部价格战力度加大，产品放量低于预期。

2) **成本把控的风险。**中医药行业受到原材料供应价格影响较大，近年来，中药材价格整体有一定上浮，部分药材价格上涨明显。虽然公司已建立起了自己的原材料供应渠道，但仍需要面临整个行业成本变动的大趋势。

3) **政策性风险。**药品研发、注册、上市流程均受到严格的审批和监管制约。近年来“两票制”等医药政策变动对于公司产品的销售渠道、产品销量和产品价格带来一定程度的不确定性，进而增加业绩变动风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,908	7,361	8,285	9,548
营业成本	4,150	4,254	4,744	5,312
营业税金及附加	64	67	75	87
销售费用	1,556	1,656	1,888	2,253
管理费用	373	443	500	548
研发费用	161	169	191	220
EBIT	595	783	931	1,178
财务费用	-46	-61	-82	-108
资产减值损失	-10	-7	-8	-9
投资收益	213	199	273	334
营业利润	867	1,041	1,285	1,620
营业外收支	6	1	2	3
利润总额	873	1,042	1,286	1,623
所得税	86	135	167	211
净利润	787	906	1,119	1,412
归属于母公司净利润	769	886	1,094	1,380
EBITDA	713	942	1,092	1,342

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,283	3,067	4,020	5,243
应收账款及票据	1,871	1,724	1,630	1,494
预付款项	49	51	57	64
存货	1,525	1,547	1,616	1,778
其他流动资产	697	687	678	690
流动资产合计	6,425	7,077	8,000	9,269
长期股权投资	730	763	795	828
固定资产	1,152	1,166	1,188	1,217
无形资产	198	197	195	192
非流动资产合计	2,642	2,611	2,607	2,618
资产合计	9,067	9,689	10,607	11,886
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,242	1,263	1,294	1,421
其他流动负债	1,191	1,242	1,400	1,540
流动负债合计	2,434	2,504	2,694	2,961
长期借款	0	25	25	25
其他长期负债	119	119	119	120
非流动负债合计	119	144	144	145
负债合计	2,553	2,649	2,838	3,106
股本	773	773	773	773
少数股东权益	149	170	195	227
股东权益合计	6,514	7,040	7,769	8,781
负债和股东权益合计	9,067	9,689	10,607	11,886

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.60	6.57	12.55	15.24
EBIT 增长率	0.80	31.53	18.95	26.54
净利润增长率	16.24	15.19	23.46	26.17
盈利能力 (%)				
毛利率	39.91	42.21	42.73	44.36
净利率	11.13	12.04	13.20	14.45
总资产收益率 ROA	8.48	9.14	10.31	11.61
净资产收益率 ROE	12.08	12.90	14.44	16.13
偿债能力				
流动比率	2.64	2.83	2.97	3.13
速动比率	1.76	1.97	2.16	2.34
现金比率	0.94	1.22	1.49	1.77
资产负债率 (%)	28.16	27.34	26.76	26.13
经营效率				
应收账款周转天数	79.47	70.00	54.00	40.00
存货周转天数	130.66	130.00	120.00	115.00
总资产周转率	0.80	0.78	0.82	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	0.99	1.15	1.41	1.78
每股净资产	8.23	8.88	9.79	11.06
每股经营现金流	1.10	1.34	1.53	1.86
每股股利	0.50	0.50	0.52	0.53
估值分析				
PE	30	26	21	17
PB	3.6	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	29.02	21.17	17.39	13.23
股息收益率 (%)	1.69	1.69	1.74	1.79

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	787	906	1,119	1,412
折旧和摊销	118	159	160	164
营运资金变动	141	170	176	199
经营活动现金流	852	1,039	1,180	1,436
资本开支	-128	-95	-113	-129
投资	-335	-47	-47	-47
投资活动现金流	-312	111	173	199
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	25	0	0
筹资活动现金流	-245	-366	-401	-411
现金净流量	296	784	952	1,223

插图目录

图 1: 公司创办起源.....	3
图 2: 公司现代发展历程.....	3
图 3: 公司所获部分奖项.....	3
图 4: 达仁堂子公司情况 (截至 2022 年 11 月 29 日)	4
图 5: 达仁堂滴丸制造生产基地.....	5
图 6: 大股东天津医药集团 (津药集团) 股权结构 (截至 2022 年 9 月 19 日)	5
图 7: 大股东天津医药集团混改进程.....	6
图 8: 达仁堂战略定位.....	6
图 9: 达仁堂新任董事长张铭芮履历.....	7
图 10: 达仁堂营业总收入 (百万元) 及增长率.....	8
图 11: 达仁堂各业务收入占比情况 (百万元)	8
图 12: 达仁堂各业务毛利率情况 (%)	8
图 13: 2021 年公司销售费用分布情况 (百万元)	9
图 14: 公司销售费用率 (%)	9
图 15: 达仁堂归母净利润 (百万元) 及增长率.....	9
图 16: 达仁堂 EBITDA 及毛利 (百万元)	9
图 17: 公司现金流量净额 (百万元)	10
图 18: 公司净资产收益率与资产负债率 (%)	10
图 19: 津药集团“三核九翼”战略规划.....	11
图 20: 公司全国营销品宣活动.....	12
图 21: 公司员工构成	13
图 22: 人均营收 (万元)	13
图 23: 达仁堂“十四五”战略规划	14
图 24: 达仁堂产品矩阵及销售平台	15
图 25: 2018 年中国城市居民主要疾病死因占比 (%)	16
图 26: 2020 年我国心血管疾病患者构成 (百万人)	16
图 27: 中国城市零售终端心脑血管中成药销售情况	17
图 28: 速效救心丸用法用量说明.....	19
图 29: 速效救心丸销售量 (万盒)	21
图 30: 招标采购速效救心丸医疗机构合计实际采购量占比.....	21
图 31: 川芎价格走势 (元/kg)	21
图 32: 冰片价格走势 (元/kg)	21

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 联营公司收益分析 (亿元)	10
表 2: 达仁堂心血管系列产品	16
表 3: 2021 年公立医疗端心脑血管类中成药内服用药 TOP10	17
表 4: 心脑血管常用药比较	18
表 5: 速效救心丸成分分析	18
表 6: 速效救心丸竞品分析	20
表 7: 速效救心丸单价变化销售额测算 (百万元)	22
表 8: 达仁堂业绩拆分及盈利预测	23
表 9: 达仁堂费用情况预测	24
表 10: 达仁堂与可比公司 PE 数据对比.....	24
公司财务报表数据预测汇总.....	26

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026