

医疗组

达仁堂 买入（首次评级）

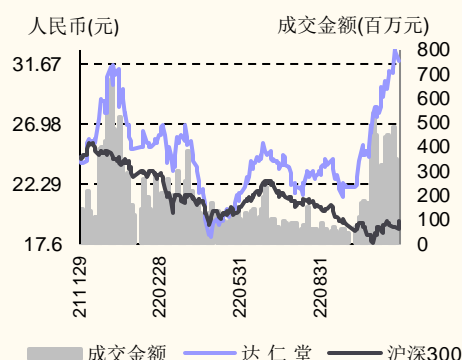
公司深度研究

市场价格（人民币）：28.87元

目标价格（人民币）：42.00元

市场数据（人民币）

总股本(亿股)	7.73
已上市流通A股(亿股)	5.66
总市值(亿元)	220.82
年内股价最高最低(元)	33.20/18.13
沪深300指数	3981
上证指数	3158

**混改后叠加销售改革，多产品发力业绩可期****公司基本情况（人民币）**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,604	6,908	7,417	8,980	9,878
营业收入增长率	-5.58%	4.60%	7.38%	21.07%	10.00%
归母净利润(百万元)	662	769	884	1,074	1,242
归母净利润增长率	5.78%	16.24%	15.00%	21.44%	15.63%
摊薄每股收益(元)	0.855	0.994	1.144	1.389	1.606
每股经营性现金流净额	0.87	1.10	1.12	1.33	1.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.39%	12.08%	12.88%	14.22%	14.77%
P/E	20.48	31.59	25.45	20.95	18.12
P/B	2.33	3.82	3.28	2.98	2.68

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中华老字号底蕴深厚，混改为公司进一步注能。**津药达仁堂集团股份有限公司前身为天津中新药业集团股份有限公司，主营中药产品的研发、生产和销售，拥有一批以速效救心丸为代表的家喻户晓的中成药产品，品牌底蕴深厚。2020年公司控股股东天津市医药集团有限公司启动混改，医药集团67%股权通过公开挂牌转让给津沪深生物医药科技有限公司，2021年5月公司完成股东变更。公司积极借势津药集团混改，销售板块深度优化改革，目前各销售平台已完成产品线调整与组织架构建设工作，步入适应发展阶段。
- **核心药物仍有价格空间，销售体制改革焕发新活力。**速效救心丸为公司核心品种，预计未来销售额将稳定增长：1）知名度高，2021年在城市药店端心血管中成药领域市占率排名第二，并被多个专家共识列为推荐用药；2）冠心病患者基数巨大且发病率呈上升趋势，产品相较于中成药竞品具有更好的效费比，未来渗透率有望持续上升实现进一步放量。3）速效救心丸2017年完成价格体系重新构建，距离低价药政策封顶价尚有较大空间，未来看好量价齐升。此外公司多个二线品种年销售超过亿元，销售仍有进一步增长潜力，有望增厚公司长期业绩。公司上半年对销售体系进行了优化调整：1）对销售板块进行中心化平台化管理，按照产品品类来划分为四大销售团队，聚力全国渠道建设；2）销售渠道上持续优化，大力开拓医疗端销售，重点突破具有销售增长潜力的医院和科室；3）积极探索电商运营模式，利用B2B、B2C、O2O等互联网模式拓宽营销渠道。
- **参股 OTC 细分赛道龙头中美史克，投资收益稳定。**中美史克历经多年发展在中国 OTC 领域占有重要地位，公司持有其 25%股份，2021 年相关投资收益超 1.5 亿元。中美史克旗下拥有芬必得、新康泰克等多个知名产品，其中芬必得已成为国内解热镇痛 OTC 龙头产品，近期新冠用药需求增长亦将有力拉动芬必得、新康泰克等产品销售增长，增厚公司投资收益。

投资建议

- 公司明星产品打开品牌优势，多产品全面发力，我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 8.8/10.7/12.4 亿元，同比增长 15%/21%/16%。我们选用相对估值法（市盈率法）对公司进行估值，给予 2023 年 30 倍 PE，目标价 42 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

- 原材料成本上升风险，市场开拓不及预期风险，产品集采降价风险。

袁维

分析师 SAC 执业编号：S1130518080002

(8621)60230221

yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

达仁堂：中华老字号底蕴深厚，混改为公司进一步注能.....	3
速效救心丸持续发力，二线品种多点开花.....	5
速效救心丸为公司明星单品，未来看好量价齐升持续发力.....	5
二线品种实现多点突破，产品结构进一步优化.....	7
参股中美史克，投资收益稳定.....	7
销售体制改革，焕发新活力.....	8
盈利预测与投资建议.....	9
风险提示.....	10

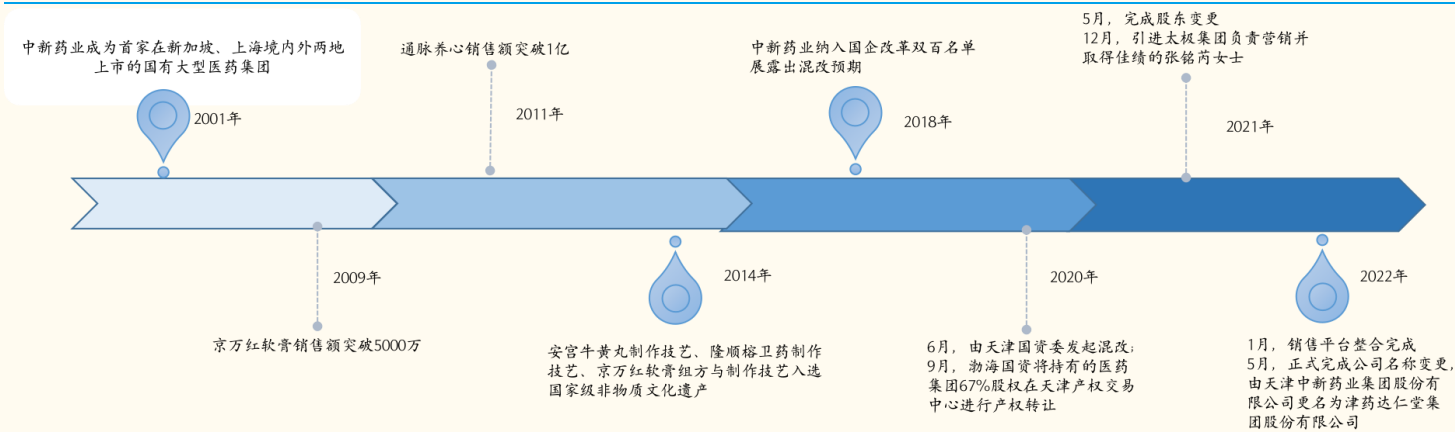
图表目录

图表 1：达仁堂发展历史.....	3
图表 2：公司营收及增长情况.....	4
图表 3：公司归母净利润及增长情况.....	4
图表 4：公司收入结构（按产品分）.....	4
图表 5：公司整体及分业务毛利率情况.....	4
图表 6：公司销售、管理、研发费用率情况.....	5
图表 7：2021 年中国城市实体药店端心脑血管中成药品牌 TOP10.....	5
图表 9：三种心血管领域中成药效费比数据.....	6
图表 8：2012 年-2022 年上半年样本医院速效救心丸销售额（万元）.....	6
图表 10：公司二、三线产品发展战略.....	7
图表 11：公司参股中美史克投资收益（百万元）.....	8
图表 12：公司营收区域分布情况.....	9
图表 13：公司主营业务盈利预测.....	10
图表 14：主要费用率预测.....	10
图表 15：可比公司估值比较（市盈率法，数据截至 2023.1.8）.....	10

达仁堂：中华老字号底蕴深厚，混改为公司进一步注能

- **公司拥有深厚的老字号品牌积淀。**津药达仁堂集团股份有限公司前身为天津中新药业集团股份有限公司，主营中药产品的研发、生产和销售，拥有一批以速效救心丸为代表的家喻户晓的中成药产品，明清以来形成了颇具特色的传统老字号品牌。公司目前拥有隆顺榕、达仁堂、乐仁堂、松柏、京万红和痹祺 6 件中国驰名商标；隆顺榕、达仁堂、乐仁堂和京万红等 4 个中华老字号品牌；14 个非物质文化遗产代表性项目，其中 5 个为国家级项目。达仁堂经过上百年的传承和数十年的开拓，奠定了公司深厚的品牌底蕴。

图表 1：达仁堂发展历史



来源：公司年报，wind，国金证券研究所

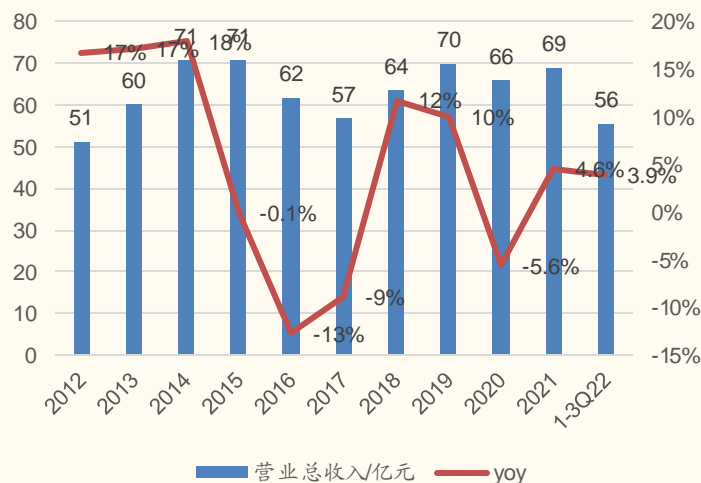
- **公司通过混改转型为混合所有制企业。**2020 年由天津国资委启动混改，2021 年 5 月公司完成股东变更，混改后天津国资委持股 33%，67%股权转让给津沪深生物医药，公司积极借势津药集团混改，精心谋划中长期发展蓝图，编制“十四五”战略规划，注入动能。
- **混改带来销售板块优化改革。**公司聚焦“以营销为龙头，做大做强绿色中药”的发展重点，不断深化组织改革，优化营销组织架构。2021 年 7 月，公司引进原太极集团副总经理张铭芮女士，并于当年年底任命为公司董事长，深化推进协同赋能市场营销，稳固推进科技创新、效能提升等方面重点工作。公司对销售板块进行中心化平台化改革，按照产品品类划分销售团队，突出营销平台专业品类定位，重新制定销售考核 KPI。通过整合销售公司、营销公司、达仁堂营销平台、成立商销事业部营销平台，公司致力于打造乐仁堂、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。目前各销售平台已完成产品线调整，组织架构建设工作，步入适应发展阶段。

盈利能力逐步提升，费用管控持续优化

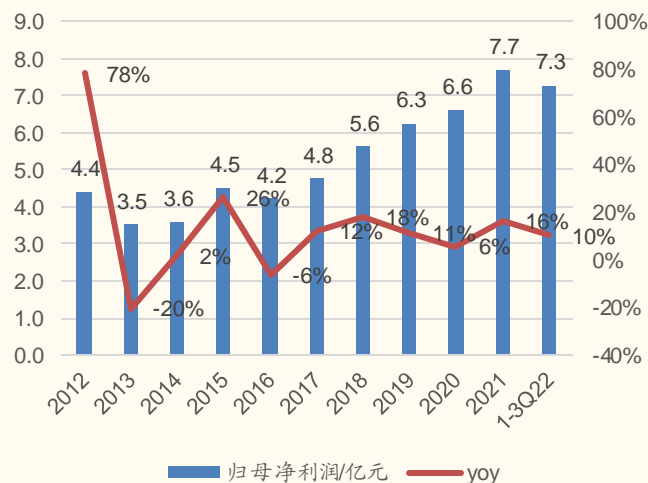
- **2017 年核心品种完成架构体系重构，公司业绩改善趋势明显。**速效救心丸从 2015 年开始提价并在 2017 年顺利完成提价，2018 年公司享受提价红利，营业收入增长 12%，净利润增长 20%，业绩趋势性改善。公司收入结构拆分中，中成药占比超过 60%，毛利率是所有品类中最高的，而速效救心丸又是中成药里的核心单品，因此速效对提价对净利率的提升贡献巨大。此外，医药流通占比在 2017-2019 年持续提高，由于医药流通的毛利率接近 60%，是医药制造的 12 倍左右，所以也会对公司毛利提升产生积极影响。
- **2021、2022 年公司业绩迅速恢复。**2020 年受到疫情影响，营收下降 6%。随着疫情影响辐射减小以及近年来国家持续推出对中医药的支持政策，2021 年公司业绩迅速恢复，营收达到 69.1 亿；2022 年前三季度公司营收

实现 55.6 亿，同比增长 4%；归母净利润 7.3 亿，同比增长 10%，顺利完成当期的生产及销售指标。

图表 2：公司营收及增长情况



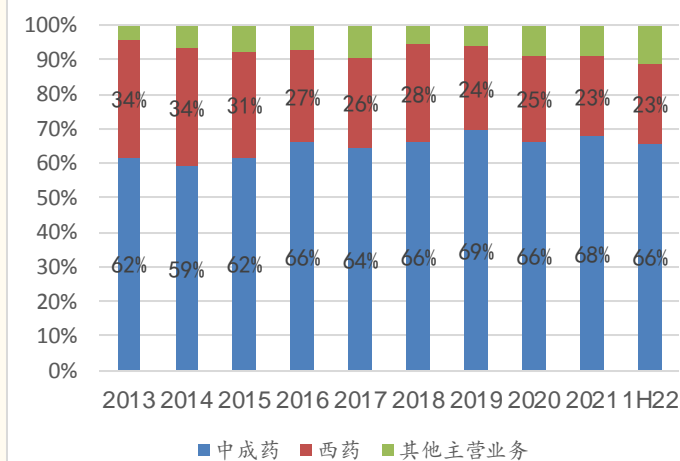
图表 3：公司归母净利润及增长情况



来源：wind，国金证券研究所

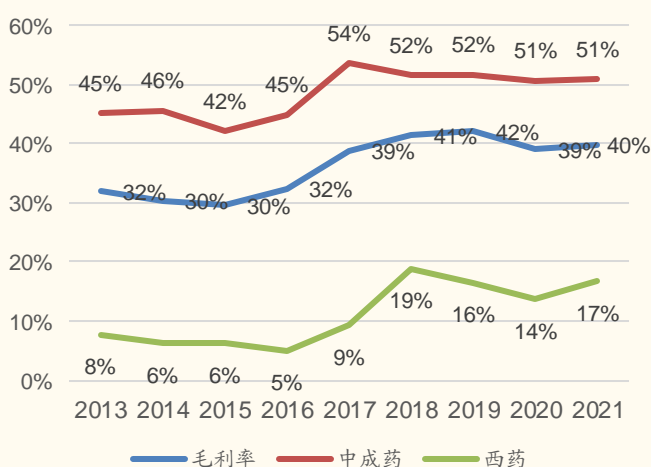
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：公司收入结构（按产品分）



来源：wind，国金证券研究所

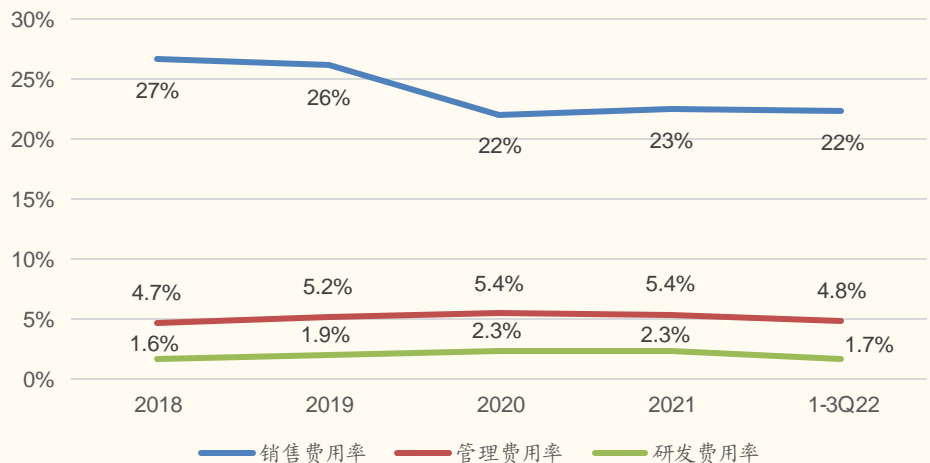
图表 5：公司整体及分业务毛利率情况



来源：wind，国金证券研究所

- **销售费用稳中有降。**由于 2018 年“两票制”在全国范围内的全面实施，部分原先为底价代理的品种(尤其是处方药)改为终端代理模式，提升开票价格的同时支付给合作推广方的市场推广服务费也相应提升，因此销售费用在 2018 年略有上升。但是 2020 年公司强化销售费用预算的刚性约束，提高预算使用效率：减少销售人员职工薪酬、市场拓展维护费、宣传咨询费，销售费用大幅下降。2022 年上半年，公司各销售平台不断修订管理制度，持续优化业务流程，优化差旅费、业务招待费、通信费标准及报账流程，进一步严格费用把关，核实费用的流向，多方优化以降低销售费用。
- **管理、研发费用率保持稳定。**研发费用逐年同比增加是研发投入增加所致，但是由于营业收入的同幅增加，研发费用率保持稳定。管理费用的增加主要由于职工薪酬同比增加，符合国内工资逐年增长的趋势。

图表 6：公司销售、管理、研发费用率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

速效救心丸持续发力，二线品种多点开花

速效救心丸为公司明星单品，未来看好量价齐升持续发力

- **速效救心丸属于国家机密品种，知名度高、市占率逐年提升。**速效救心丸为公司核心品种，为《中华人民共和国药典》第一个纯中药滴丸制剂，由我国著名药学专家章臣桂教授研制开发，自1982年上市以来，积累了近40年的临床应用经验。速效救心丸属于心血管疾病内服中成药，主治行气活血，祛瘀止痛，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。中国中西医结合学会心血管病专业委员会2017年发布的《动脉粥样硬化中西医结合诊疗专家共识》中，推荐速效救心丸可用于动脉粥样硬化患者的治疗。2018年中华中医药学会心血管病分会《冠心病稳定型心绞痛中医诊疗专家共识》，推荐速效救心丸为胸痛发作期常用中成药。
- 根据米内网统计心血管疾病内服中成药领域数据，在城市公立医院、城市社区医院、县级公立医院、乡镇卫生院等院内市场，速效救心丸市场占有率排名第七，占有率从2016年的2.43%提升到2021年的3.21%；而在城市实体药店端，速效救心丸市场占有率在心脑血管整体领域排名第六，在心脑血管领域排名第二，占有率从2016年的6.28%提升到2021年的7.24%。

图表 7：2021 年中国城市实体药店端心脑血管中成药品牌 TOP10

排名	产品名称	企业简称	销售额（亿元）
1	安宫牛黄丸	北京同仁堂股份同仁堂制药	14+
2	安宫牛黄丸	北京同仁堂科技制药	9+
3	复方丹参滴丸	天士力医药集团	6+
4	脑心通胶囊	陕西步长制药	4+
5	复方丹参片	白云山和记黄埔中药	3+
6	速效救心丸	津药达仁堂集团	3+
7	安宫牛黄丸	山西广誉远国药	2+
8	安宫牛黄丸	南京同仁堂药业	2+
9	稳心颗粒	山东步长制药	2+
10	血塞通软胶囊	昆药集团	2+

来源：米内网，国金证券研究所

- **冠心病患者基数巨大，速效救心丸优势独特有望持续放量。**冠状动脉粥样硬化性心脏病心绞痛是由于暂时性心肌缺血引起的以胸痛为主要特征的临床综合征，是冠状动脉硬化性心脏病的最常见表现。根据《中国卫生和计划生育统计年鉴（2015）》，2002—2014年随着人民生活水平的提高，由于膳食结构的不合理、吸烟等易患因素的影响，冠状动脉粥样硬化性心脏病

的发病率和致残率呈逐年上升的趋势且患病年龄趋于年轻化。《中国心血管病报告 2017》推算现我国冠状动脉粥样硬化性心脏病患病人数已达 1100 万。目前市场上用于治疗心血管疾病的主要中成药品种包括复方丹参滴丸、速效救心丸和麝香保心丸等。根据 ZHANG Xue-Bin 等人的一项药物经济学评价研究，速效救心丸同复方丹参滴丸和麝香保心丸相比，在治疗稳定型心绞痛适应症方面疗效最好，成本最低，是治疗稳定型心绞痛的优势方案。

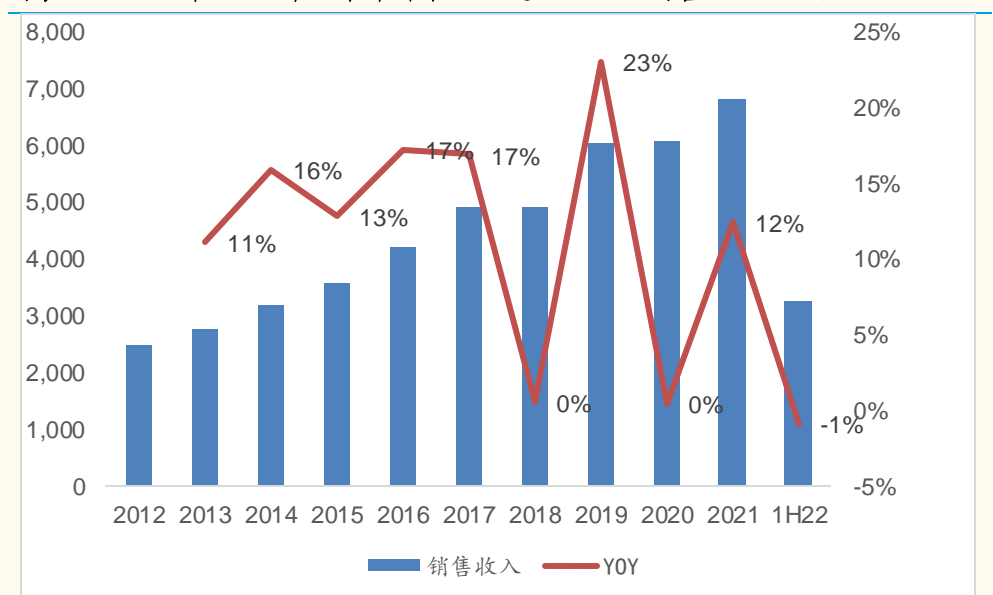
图表 8：三种心血管领域中成药效费比数据

观察指标	效果(E,%)	成本(C,元)	C/E(元)	* $\Delta C/\Delta E$ (元)	# $\Delta C/\Delta E$ (元)
52 周无心血管事件比例(%)					
速效	89.32	1 805.65	20.22	—	—
丹参	91.30	2 074.42	22.72	—	—
麝香	88.93	2 767.96	31.13	—	—
心绞痛缓解有效(%)					
速效	83.66	1 805.65	21.58	—	—
丹参	74.53	2 074.42	27.83	-29.44	—
麝香	76.87	2 767.96	36.01	-141.72	—
心绞痛发作次数变化(次/周)					
速效	0.57	1 805.65	3 167.81	—	—
丹参	0.56	2 074.42	3 704.32	—	—
麝香	0.52	2 767.96	5 323.00	—	—

来源：经济学评价，国金证券研究所

- **速效救心丸销售额稳步增长，2022 年单品收入有望突破 15 亿。**根据根据中国医药工业信息中心 PDB 药物综合数据库，速效救心丸在样本医院年销售额稳步提升，从 2012 年的 2462.14 万元增长至 2021 年的 6811.31 万元，2012-2021 年 CAGR 达 11.91%。2021 年，公司速效救心丸实现销售收入 13 亿元，同比增长 9.47%，2022 年上半年实现销售收入为 7.70 亿元，全年收入有望超过 15 亿元。

图表 9：2012 年-2022 年上半年样本医院速效救心丸销售额（万元）



来源：PDB，国金证券研究所

- **未来有望量价齐升。**根据 2014 年出台的《国家发展改革委关于改进低价药品价格管理有关问题的通知》，允许生产经营者在日均费用标准内，根据药品生产成本和市场供求状况自主制定或调整零售价格，保障合理利润。其中西药日用金额不超 3 元，中药日用金额不超 5 元。速效救心丸提价前日用药费用不足 3 元，根据公司年报，速效救心丸于 2017 年完成提价，当年药品集中招标采购最低中标价从每盒 24.55 元提高至每盒 33.10 元，2018 年速效救心丸年销售额首次突破 10 亿元大关。2021 年速效救心丸最低中标价为 38 元（每盒 40mg*60 粒*2 瓶），按照每日 12 粒服用量测算（说明书用法用量为一次 4—6 粒，一日 3 次；急性发作时，一次 10-15 粒），日用药金额为 3.8 元。考虑到速效救心丸的品牌价值及市场认可度，仍有较充分的提价空间。

二线品种实现多点突破，产品结构进一步优化

- **公司多个后线品种销售额破亿，未来有望保持高增速。**公司经过百余年的传承积淀，津药达仁堂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，除速效救心丸以外，还拥有 1 个国家秘密品种（京万红软膏），5 个中药保护品种（舒脑欣滴丸、治咳川贝枇杷滴丸、牙痛停滴丸、通脉养心丸、紫龙金片），114 个独家生产品种，75 个中成药和化学药品种及 601 种中药饮片收载于 2018 年版《国家基本药物目录》，国家医保品种 223 个。公司多个二线品种销售已经突破亿元销售大关。
- 围绕“三核九翼”战略，推进后线产品协同发展。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，重点聚焦心脑血管产品线、功能性护肤赛道及打造精品国药和补益大健康产品营销平台，推动各产品线协同发展。

图表 10：公司二、三线产品发展战略

产品名称	发展战略及执行情况
通脉养心丸	积极落实通脉养心丸交接事宜，规范费用真实性，严管产品流向，各项工作稳步推进。
舒脑欣滴丸	在医疗端面临地方医保取消支付的挑战，公司以第三终端市场为突破口，与国药乐仁堂健康公司战略合作，开启发展新征程。
参附强心丸	在稳定现有销量基础上，进一步开发广西等省区代理商。
京万红软膏	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。2022 年一季度，公司对京万红软膏进行了销售政策调整和渠道布局，新客户首营备案等工作对发货等影响已逐步消化。2022 年上半年进一步加强开发等级医院和零售连锁。通过价格梳理，京万红零售端 20g 和 50g 规格的线上线下价格有一定幅度提升，公司现已启动了京万红品牌唤醒的包装升级工作。
牛黄清心丸	推动牛黄清心丸有关科室会的开展，加大对空白医院开发工作。
安宫牛黄丸	推进与零售连锁药房签订战略合作协议，并先后进入系列全国百强连锁首推，成功开发西北地区系列连锁，并已进店销售。
清宫寿桃丸	启动清宫寿桃丸的销售，积极布局包括中医馆、明星医院等三终端。2022 年上半年自营队伍积极开发各地区优质经销商。10 丸规格清宫寿桃丸的经销与原有企业保持合作，并已达成多个地区的 6 丸规格的经销合作。
其他后线产品	协同营销架构优化和组织建设，推动以清咽滴丸为代表的呼吸类产品、以胃肠安丸为代表的消化类产品、以痹祺胶囊为代表的风湿骨痛类产品、以癃清片为代表的泌尿类产品、以乌鸡白凤片为代表的妇儿类产品、以紫龙金片为代表的肿瘤类产品等公司其他产品线突破发展，推动“九翼”板块有利延伸，并对公司工业销售起到更强有力的支撑作用。

来源：公司公告，国金证券研究所

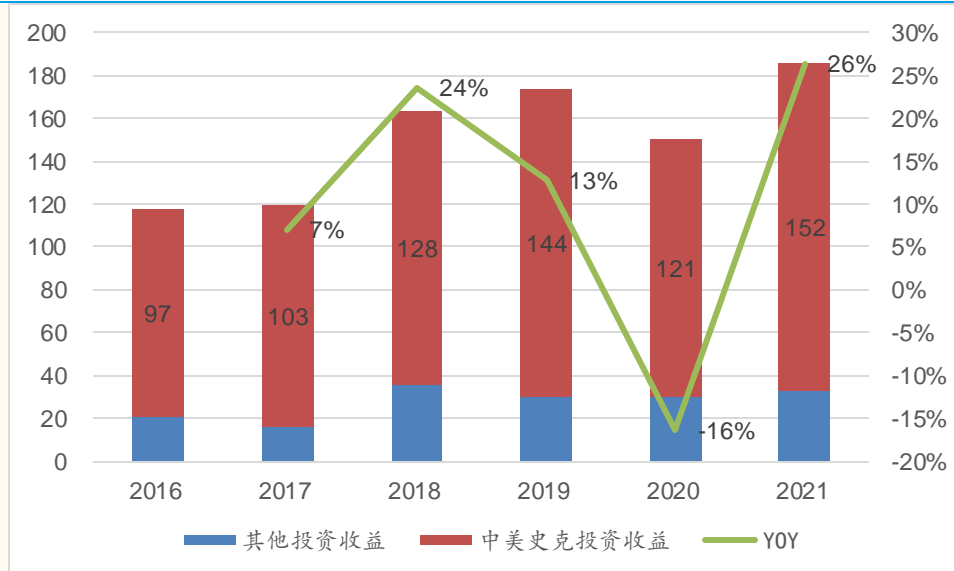
参股中美史克，投资收益稳定

- 中美天津史克制药有限公司（简称：中美史克）成立于 1987 年，是著名的跨国制药集团葛兰素史克在中国合资兴建的现代化制药企业。公司引进国际先进水平的制药设备和监控系统，同时拥有世界先进的缓释胶囊等项工

艺技术，历经多年发展在中国 OTC 领域占有重要地位，推出了芬必得、百多邦、新康泰克、史克肠虫清等多个知名产品。

- 芬必得是解热镇痛类 OTC 药品知名品牌，1991 年在中国上市，作为安全性良好的非甾体抗炎药物，凭借 12 小时缓释技术能够持久有效止痛且副作用低，成功填补了当时我国在缓释胶囊制作工艺上的空白。经过多年的市场培育，芬必得已经逐渐成长为国内止疼药品市场的龙头产品，看好其未来增长空间。

图表 11：公司参股中美史克投资收益（百万元）



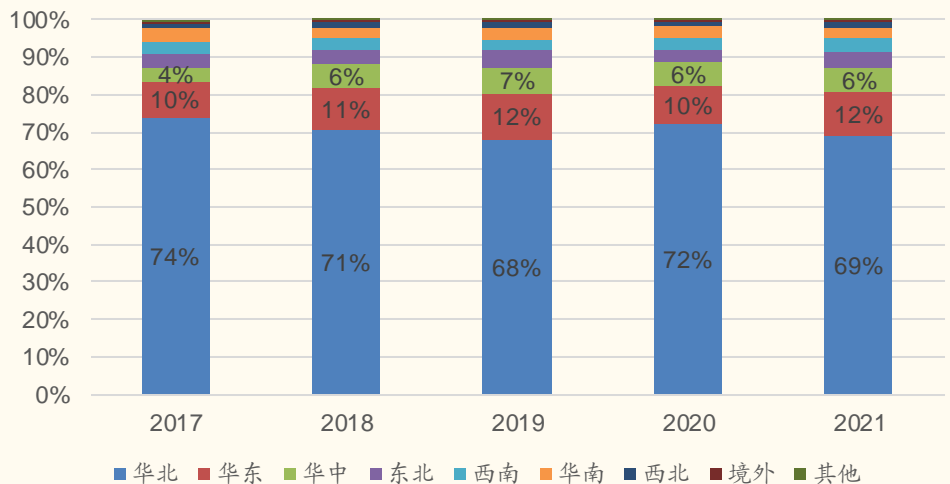
来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前，葛兰素史克为中美天津史克的控股股东，持股比例 55%，达仁堂和天津医药集团分别持股 25% 和 20%。参股中美史克贡献的投资收益为公司投资收益的主要部分，近年来除 2020 年外均保持稳定上升趋势。2021 年中美天津史克净利润达 6.10 亿元，对应投资收益 1.52 亿元。此外，近期新冠 OTC 用药需求增加，将促进芬必得、新康泰克等相关药物销量增长。预计未来中美史克将持续为公司稳定贡献投资收益。

销售体制改革焕发新活力

- **进一步完善渠道建设，打开全国销售市场。**公司 2022 年上半年对销售板块进行了优化，整体优化思路为对销售板块进行中心化平台化管理，其体现为按照产品品类来划分销售团队。公司有四大销售团队：销售公司、营销公司、达仁堂销售团队，商销事业部。四大团队聚力打开全国销售市场。其中销售公司负责心脑血管品种和呼吸道品种的销售，心脑血管品种包括速效救心丸、舒脑欣滴丸、通脉养心、参附强心。是今年打造的中国新健康四大主要品牌，呼吸道品种主要是清咽滴丸、治咳川贝枇杷滴丸、华山参滴丸。营销公司负责六大品类线：风湿骨痛类、消化道类、中医肿瘤类、妇科儿科类和小儿系列、泌尿类，达仁堂销售团队负责达仁堂产品、精品国药、大健康类产品和海马补肾。商销事业部负责普药第三终端和商销部分销售。公司立足于天津地区，销售区域以华北为主，2021 年华北地区营业收入占比达 69%。除华北外，其他区域市场覆盖度较低，未来增量空间较大。随着全国市场的进一步拓展，产品销量有望加速提高。

图表 12：公司营收区域分布情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司在销售渠道上持续优化，大力开拓医疗端销售。**公司销售团队在医疗端持续发力，2022 年初召开速效救心丸省级医疗招商会，覆盖各级终端超三万家，并集中力量对销售增长潜力较大的医院实现重点突破，着力打造标杆科室和标杆型医院。从心血管疾病内服中成药领域销售数据看，品牌中药的销售规模增长不仅源于行业规模的提升，更来源于集中度的提升，并且主要来源于医疗端。相对而言，TOP 产品和品牌中药汇聚在业内优质企业旗下，更好获得了医患认可，更快适应了产业政策，TOP 产品保持医疗端的增长是其保持市场地位的压舱石。
- **公司营销网络覆盖全国及国际市场。**多年来，公司坚持与龙头商业企业合作，将众多优质产品通过便捷的营销网络销往全国各地。不断加强零售终端的服务力度，持续拓宽三终端渠道覆盖范围，持续强化对各层级市场的服务能力。对于公司医药制造板块生产的自有工业品种，公司现有销售模式分为自营模式、代理模式或二者相结合模式。公司积极探索电商运营模式，利用 B2B、B2C、O2O 等互联网模式拓宽营销渠道。同时，公司进一步加强网络营销管理，积极推进线上线下宣传销售一体化。

盈利预测与投资建议

- **中成药：**核心品种速效救心丸销售稳步上升，预计未来提价将进一步促进销售增长，单品年销售额预计可以突破 20 亿元。二三线品种多点突破，持续优化公司销售结构，多个单品销售额已经破亿。公司销售考核体系优化至 2023 年全面落地，将有力推动销售增长，得益于核心品种及二三线品种的收入增长推动，预计 22-24 年实现同比增速 10%、22%、16%，毛利率得益于品牌建设推进及提价政策将得到提升，预计 22-24 年为 56%、57%、57%。
- **西药：**公司所售西药均为仿制药品种，市场竞争较为激烈，集采政策对价格影响较大，近年来收入呈缓慢下滑趋势，预计 22-24 年同比增速维持在-1%，毛利率考虑到市场竞争及集采限价等因素进一步降低，预计 22-24 年维持在 10%的水平。

图表 13：公司主营业务盈利预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,994	6,604	6,908	7,417	8,980	9,878
YOY	10%	-6%	5%	7%	21%	10%
营业成本	4,047	4,028	4,150	-4,376	-5,208	-5,650
毛利率	42%	39%	40%	41%	42%	43%
中成药类						
营业收入	4,845	4,370	4,670	5,136	6,267	7,269
YOY%	15%	-10%	7%	10%	22%	16%
营业成本	2,340	2,158	2,293	2,260	2,695	3,126
毛利率	52%	51%	51%	56%	57%	57%
占总营业收入比例	69%	66%	68%	69%	70%	74%
西药类						
营业收入	1,697	1,645	1,596	1580	1564	1548
YOY%	-4%	-3%	-3%	-1%	-1%	-1%
营业成本	1,417	1,420	1,330	1420	1408	1394
毛利率	16%	14%	17%	10%	10%	10%
占总营业收入比例	24%	25%	23%	21%	17%	16%

来源：国金证券研究所

- **费用率：**随着公司面向全国市场发力渠道建设，预计销售费用率将有一定上升；公司管理费用管控逐渐优化，管理费用率将有一定下降；公司持续重视研发，研发费用率将较 2022 年以前有所上升。

图表 14：主要费用率预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	26.2%	22.1%	22.5%	23.0%	23.0%	23.0%
管理费用率	5.2%	5.4%	5.4%	4.9%	4.6%	4.6%
研发费用率	1.9%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **我们选取可比公司，采用市盈率法进行估值。**我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 8.8/10.7/12.4 亿元，同比增长 15%/21%/16%，选用相对估值法（市盈率法）对公司进行估值。公司属中药企业，我们选择类似属性的同仁堂、济川药业、以岭药业和健民集团作为可比公司，给予 2023 年 30 倍 PE，目标价 42 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 15：可比公司估值比较（市盈率法，数据截至 2023.1.8）

代码	名称	股价	EPS					PE				
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
600085	同仁堂	42.30	0.75	0.89	1.03	1.22	1.43	31.78	50.26	40.94	34.80	29.66
600976	健民集团	52.80	0.96	2.12	2.60	3.27	4.04	26.35	37.27	20.32	16.16	13.07
002603	以岭药业	29.28	1.01	0.80	0.97	1.15	1.36	25.19	24.37	30.10	25.42	21.51
600129	太极集团	30.86	0.12	-0.94	0.61	0.95	1.39	112.36	-23.91	50.22	32.52	22.27
中位数										35.52	28.97	21.89
600329	达仁堂	28.87	0.86	0.99	1.14	1.39	1.61	20.48	31.59	24.97	20.56	17.78

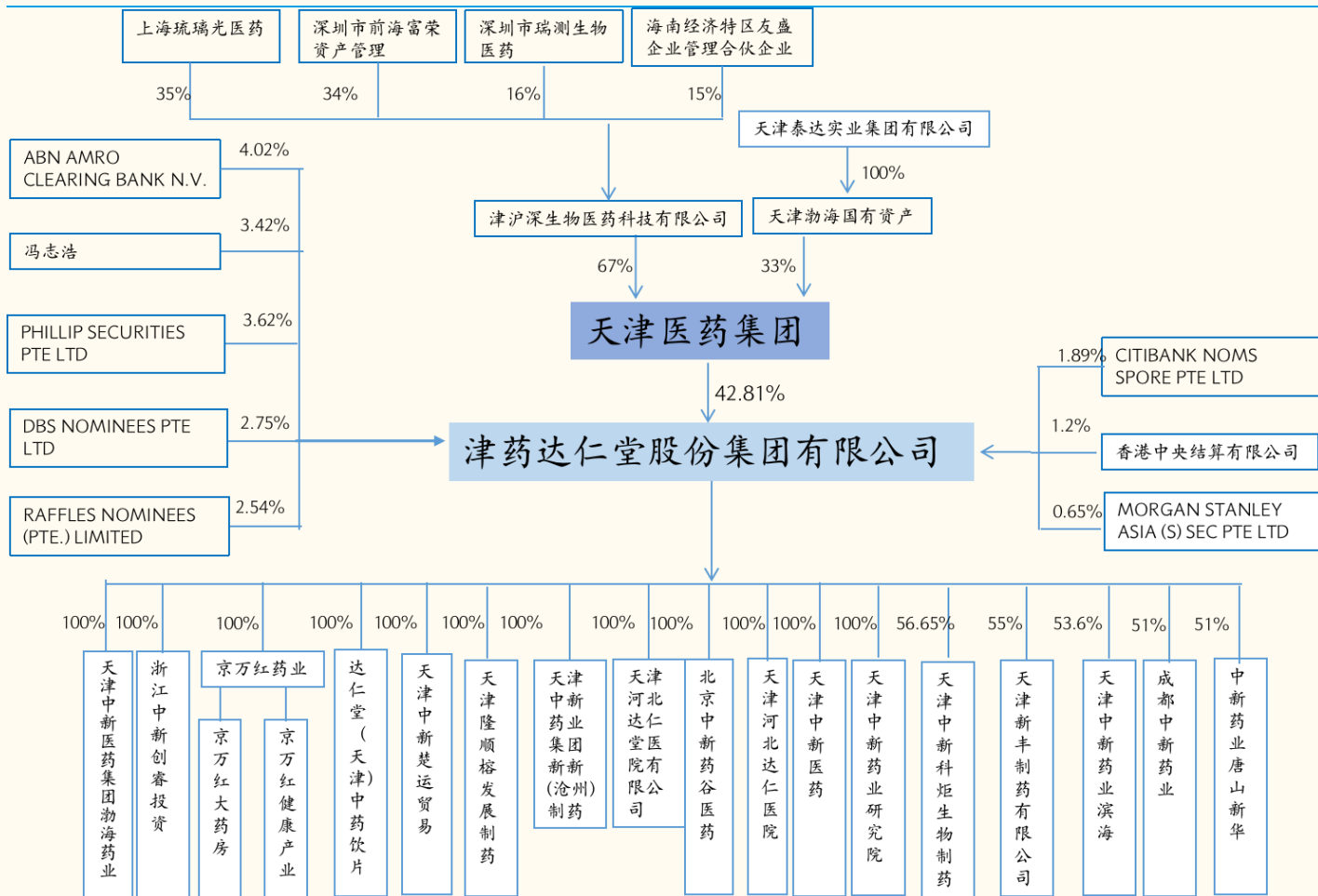
来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- **原材料成本上升风险：**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，中药材的稳定供应和成本可控也是近年来行业面临的不确定性之一。若中药材价格明显上升，将会对公司盈利能力造成不利影响。

- **市场开拓不及预期风险：**公司目前销售区域以华北为主，2021 年华北地区营业收入占比达 69%。除华北外，其他区域市场覆盖度较低，若后续其他区域市场开拓进度不及预期，将对公司销售及盈利产生不利影响
- **产品集采降价风险：**随着国家医改体制的逐步深入，医保控费不断趋严，国家已经组织首次中成药集中采购，公司产品一旦纳入集采，将对公司收入带来影响。

附录：公司股权结构



来源：wind，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	6,994	6,604	6,908	7,417	8,980	9,878
增长率		-5.6%	4.6%	7.4%	21.1%	10.0%
主营业务成本	-4,047	-4,028	-4,150	-4,376	-5,208	-5,650
%销售收入	57.9%	61.0%	60.1%	59.0%	58.0%	57.2%
毛利	2,947	2,576	2,757	3,041	3,772	4,228
%销售收入	42.1%	39.0%	39.9%	41.0%	42.0%	42.8%
营业税金及附加	-65	-58	-64	-70	-85	-94
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-1,829	-1,458	-1,556	-1,706	-2,065	-2,272
%销售收入	26.2%	22.1%	22.5%	23.0%	23.0%	23.0%
管理费用	-365	-357	-373	-363	-413	-454
%销售收入	5.2%	5.4%	5.4%	4.9%	4.6%	4.6%
研发费用	-133	-149	-161	-171	-216	-247
%销售收入	1.9%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	554	553	602	731	992	1,161
%销售收入	7.9%	8.4%	8.7%	9.8%	11.1%	11.8%
财务费用	6	27	46	56	70	83
%销售收入	-0.1%	-0.4%	-0.7%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-26	-5	-18	-8	-6	-4
公允价值变动收益	-3	0	0	-1	-1	-1
投资收益	186	160	213	260	200	210
%税前利润	25.0%	20.9%	24.5%	25.1%	15.9%	14.5%
营业利润	759	785	867	1,037	1,255	1,448
营业利润率	10.9%	11.9%	12.5%	14.0%	14.0%	14.7%
营业外收支	-16	-17	6	0	0	0
税前利润	743	768	873	1,037	1,255	1,448
利润率	10.6%	11.6%	12.6%	14.0%	14.0%	14.7%
所得税	-108	-88	-86	-135	-163	-188
所得税率	14.5%	11.5%	9.8%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	635	680	787	902	1,092	1,260
少数股东损益	10	18	18	18	18	18
归属于母公司的净利润	626	662	769	884	1,074	1,242
净利率	8.9%	10.0%	11.1%	11.9%	12.0%	12.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	635	680	787	902	1,092	1,260
少数股东损益	10	18	18	18	18	18
非现金支出	127	119	136	117	124	131
非经营收益	-252	-148	-211	-106	-194	-204
营运资金变动	-15	21	141	-49	4	-122
经营活动现金净流	495	671	852	864	1,026	1,064
资本开支	-167	-182	-128	-44	-187	-183
投资	-98	41	-335	329	-41	-41
其他	165	215	151	260	200	210
投资活动现金净流	-101	74	-312	545	-28	-14
股权募资	28	8	0	2	0	0
债权募资	-222	0	0	31	-56	0
其他	-177	-246	-245	-389	-391	-391
筹资活动现金净流	-370	-237	-245	-356	-447	-391
现金净流量	24	508	296	1,053	551	659

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,479	1,987	2,283	3,336	3,886	4,546
应收款项	1,809	2,007	2,011	2,406	2,667	2,934
存货	1,595	1,488	1,525	1,589	1,712	1,858
其他流动资产	252	121	605	123	132	138
流动资产	5,135	5,604	6,425	7,453	8,398	9,474
%总资产	65.5%	67.6%	70.9%	74.4%	75.9%	77.5%
长期投资	929	825	756	796	836	876
固定资产	1,364	1,457	1,483	1,462	1,476	1,484
%总资产	17.4%	17.6%	16.4%	14.6%	13.3%	12.1%
无形资产	182	211	210	303	352	395
非流动资产	2,708	2,680	2,642	2,564	2,666	2,758
%总资产	34.5%	32.4%	29.1%	25.6%	24.1%	22.5%
资产总计	7,843	8,283	9,067	10,017	11,064	12,232
短期借款	1	1	32	0	0	0
应付款项	1,537	1,742	2,011	2,324	2,621	2,851
其他流动负债	620	420	392	496	598	663
流动负债	2,157	2,164	2,434	2,820	3,219	3,514
长期贷款	30	30	0	67	67	67
其他长期负债	133	140	119	98	41	41
负债	2,320	2,333	2,553	2,985	3,327	3,622
普通股股东权益	5,388	5,808	6,364	6,865	7,552	8,407
其中：股本	773	774	773	773	773	773
未分配利润	2,772	3,244	3,782	4,279	4,967	5,822
少数股东权益	135	141	149	167	185	203
负债股东权益合计	7,843	8,283	9,067	10,017	11,064	12,232

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.814	0.855	0.994	1.144	1.389	1.606
每股净资产	7.008	7.508	8.229	8.875	9.764	10.870
每股经营现金净流	0.644	0.868	1.102	1.117	1.327	1.376
每股股利	0.300	0.300	0.500	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	11.61%	11.39%	12.08%	12.88%	14.22%	14.77%
总资产收益率	7.98%	7.99%	8.48%	8.83%	9.71%	10.15%
投入资本收益率	8.52%	8.18%	8.29%	8.95%	11.06%	11.64%
增长率						
主营业务收入增长率	9.99%	-5.58%	4.60%	7.38%	21.07%	10.00%
EBIT增长率	19.26%	-0.17%	8.86%	21.31%	35.81%	16.97%
净利润增长率	11.37%	5.78%	16.24%	15.00%	21.44%	15.63%
总资产增长率	10.38%	5.61%	9.46%	10.48%	10.46%	10.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	70.3	79.8	80.6	95.0	85.0	85.0
存货周转天数	131.8	139.7	132.5	132.5	120.0	120.0
应付账款周转天数	56.3	60.1	55.6	60.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	60.6	64.8	60.9	52.1	41.8	36.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.01%	-32.88%	-34.57%	-46.48%	-49.37%	-52.01%
EBIT利息保障倍数	-89.7	-20.7	-13.2	-13.1	-14.2	-14.1
资产负债率	29.58%	28.17%	28.16%	29.80%	30.07%	29.61%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	7	9	20
增持	0	2	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.22	1.18	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;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,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402