

品牌打造协同营销改革，多效赋能业绩增长

2023 年 07 月 16 日

➤ **事件：**达仁堂发布 2023 年半年度业绩预告，2023 年上半年度归母净利润 7~7.5 亿元，同比增长 50~60%；扣非归母净利润 7~7.4 亿元，同比增长 50~60%。

➤ **混改落地成效凸显，2023 上半年业绩增长超预期。**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。2023H1 归母净利润 7~7.5 亿元，同比增长 50~60%。扣非归母净利润约为 5.7 亿元，7~7.4 亿元，同比增长 50~60%。2023Q2 归母净利润 3~3.5 亿元，同比增长 12~30%；扣非归母净利润 3~3.5 亿元，同比增长 14~31%。

➤ **深入落实“三核九翼”战略规划，聚能公司核心主品。**公司中成药板块聚焦“三核九翼”产品线，逐步形成了以速效救心丸为核心的心血管用药产品矩阵。明星品种速效救心丸口碑高，获多个专家指南推荐，同时公司还多次进行二次开发，不断拓展其适应症，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。关于“十四五”产品的规划，预期速效救心丸目标销售规模 20 亿元以上，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，3-5 亿元的产品是胃肠安丸、癆清片、癆祺胶囊；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。

➤ **商业规划全面清晰，营销改革多面增效。**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。全力推进医疗和零售分线管理，实现医疗带动零售，双轮驱动发展。在营销端，公司构建医疗学术体系，以医疗市场为主战场，确立“商销即纯销”的终端分级管理理念，通过强化财务管控，平台利润率有所提升。同时公司还全力布局第三终端市场，创立电商部，推动旗下产品在京东、天猫、抖音、小红书等线上的自营覆盖，拓展渠道，提高产品可及性。

➤ **投资建议：**公司坚定落实“三核九翼”发展战略，彰显历史底蕴，释放改革活力，争做创新国药领跑者，以“做大做强绿色中药”为战略定位，持续推进“1+5”战略规划，预计核心产品速效救心丸、通脉养心丸、清咽滴丸等产品销售收入稳步增长。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 12/15/18 亿元，PE 分别为 26/21/17 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**研发进展的不确定性；代理业务的经营风险；政策性风险；产品销售不及预期的风险；药品注册进度的不确定性。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8,249	9,044	10,435	12,089
增长率 (%)	19.4	9.6	15.4	15.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	862	1,199	1,496	1,847
增长率 (%)	12.0	39.1	24.8	23.4
每股收益 (元)	1.12	1.56	1.94	2.40
PE	36	26	21	17
PB	4.7	4.5	3.9	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 7 月 14 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

40.06 元


分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

研究助理 宋丽莹

执业证书：S0100121120015

邮箱：songliying@mszq.com

相关研究

1. 达仁堂 (600329.SH) 深度报告：中药老字号破局焕新生，“三核九翼”乘势再启航-2022/12/09

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,249	9,044	10,435	12,089
营业成本	4,956	5,401	6,150	7,100
营业税金及附加	77	83	96	110
销售费用	1,969	2,035	2,233	2,478
管理费用	378	434	470	544
研发费用	153	181	209	242
EBIT	685	922	1,290	1,629
财务费用	-40	-67	-76	-115
资产减值损失	-56	0	0	0
投资收益	274	362	325	345
营业利润	980	1,364	1,702	2,100
营业外收支	0	1	2	3
利润总额	980	1,365	1,704	2,103
所得税	107	150	187	231
净利润	873	1,215	1,516	1,872
归属于母公司净利润	862	1,199	1,496	1,847
EBITDA	805	1,038	1,408	1,745

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,883	3,293	4,820	6,614
应收账款及票据	2,245	2,057	1,944	1,788
预付款项	72	65	78	90
存货	1,429	1,924	2,022	2,237
其他流动资产	617	272	351	434
流动资产合计	7,245	7,611	9,215	11,164
长期股权投资	760	760	760	760
固定资产	1,128	1,132	1,132	1,132
无形资产	281	281	281	281
非流动资产合计	2,912	2,932	2,930	2,933
资产合计	10,157	10,543	12,145	14,097
短期借款	102	152	202	252
应付账款及票据	1,406	1,569	1,634	1,790
其他流动负债	1,826	1,643	2,032	2,430
流动负债合计	3,333	3,363	3,868	4,471
长期借款	151	176	176	176
其他长期负债	120	120	120	122
非流动负债合计	272	296	296	298
负债合计	3,605	3,659	4,164	4,769
股本	773	770	770	770
少数股东权益	30	46	66	91
股东权益合计	6,552	6,884	7,980	9,328
负债和股东权益合计	10,157	10,543	12,145	14,097

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.42	9.64	15.37	15.85
EBIT 增长率	15.03	34.60	39.93	26.33
净利润增长率	12.05	39.13	24.79	23.44
盈利能力 (%)				
毛利率	39.93	40.28	41.06	41.27
净利率	10.45	13.26	14.34	15.28
总资产收益率 ROA	8.48	11.37	12.32	13.10
净资产收益率 ROE	13.21	17.54	18.91	20.00
偿债能力				
流动比率	2.17	2.26	2.38	2.50
速动比率	1.70	1.65	1.80	1.93
现金比率	0.86	0.98	1.25	1.48
资产负债率 (%)	35.49	34.71	34.29	33.83
经营效率				
应收账款周转天数	94.96	70.00	54.00	40.00
存货周转天数	105.29	130.00	120.00	115.00
总资产周转率	0.86	0.87	0.92	0.92
每股指标 (元)				
每股收益	1.12	1.56	1.94	2.40
每股净资产	8.47	8.88	10.27	11.99
每股经营现金流	0.88	1.25	2.19	2.65
每股股利	1.12	0.54	0.68	0.84
估值分析				
PE	36	26	21	17
PB	4.7	4.5	3.9	3.3
EV/EBITDA	34.78	26.98	19.89	16.05
股息收益率 (%)	2.80	1.36	1.70	2.10

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	873	1,215	1,516	1,872
折旧和摊销	121	116	118	115
营运资金变动	-57	26	378	398
经营活动现金流	677	965	1,688	2,041
资本开支	-106	-104	-101	-103
投资	-113	0	0	0
投资活动现金流	-12	267	223	241
股权募资	0	-21	0	0
债务募资	180	74	50	50
筹资活动现金流	-237	-822	-384	-488
现金净流量	428	411	1,527	1,794

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