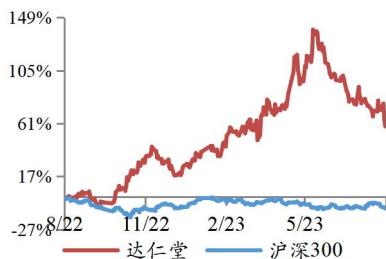


上半年利润增长显著，毛利率提升明显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-17

收盘价（元）	35.95
近12个月最高/最低（元）	54.12/20.76
总股本（百万股）	770
流通股本（百万股）	566
流通股比例（%）	73.47
总市值（亿元）	277
流通市值（亿元）	203

公司价格与沪深300走势比较

分析师：谭国超

执业证书号: S0010521120002

邮箱: tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号: S0010522070002

邮箱: licx@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】达仁堂深度报告：混改落地，百年中药企业焕发新生态
2023-06-12

主要观点：
事件

达仁堂发布2023年上半年度报告。2023年上半年，公司实现营业收入为40.88亿元，同比+8.31%；归母净利润为7.22亿元，同比+54.12%；扣非归母净利润为7.12亿元，同比+53.41%；经营性现金流量净额为1.22亿元，同比+37.48%。其中第二季度营业收入为19.34亿元，同比+2.57%，归母净利润为3.22亿元，同比+19.51%；扣非归母净利润为3.17亿元，同比+19.28%。

事件点评
● 23H1 经营情况稳健，毛利率提升显著

23H1公司整体毛利率为46.86%，同比+5.67个百分点；销售费用率为26.07%，同比+3.39个百分点；管理费用率为3.84%，同比-0.82个百分点；财务费用率为-0.41%，同比+0.28个百分点；由于研发投入同比减少，研发费用率为1.27%，同比-0.19个百分点。公司盈利能力显著提升。

● 中成药板块收入增长显著，参股子公司中美史克净利润近乎翻倍

公司主营业务收入分产品可拆分为中成药板块收入30.51亿元，同比+22.98%；西药板块收入7.36亿元，同比-13.83%；其它板块收入为2.95亿元，同比-31.51%，中成药板块收入增长显著。

达仁堂参股子公司中美天津史克制药有限公司（持股25%），2023年上半年净利润6.58亿元，同比+95.67%，利润贡献大。

● 全面推动“三核九翼”和“1+5”新布局，“中国心”计划延续，“中国噪”计划启动，十四五发展目标明晰

达仁堂全面布局“三核九翼”中短期战略规划和“1+5”中长期战略布局，2023年公司计划继续推进，力争市场营销板块新突破。公司市场开拓工作围绕着“三核”开展，在延续“中国心”计划基础上，启动“中国噪”计划。公司在“三核”的基础上建设“九翼”协同产品布局优化。

“1+5”战略布局聚焦“达仁堂”主品牌，精心布局中医药相关产业。

按照十四五发展规划，公司心脑血管核心产品速效救心丸，在2021年13亿规模的基础上，力争突破20亿；“中国心·健康行”行动主推产品通脉养心丸和呼吸系统主打产品清咽滴丸，达到5-10亿元规模；胃肠安丸，癃清片和痹祺胶囊达到3-5亿元规模。

● 投资建议：维持“买入”评级

达仁堂拥有百年历史，公司拥有知名产品“速效救心丸”，并建立心脑血管产品线。随着公司战略布局的推进，未来业绩具有发展潜力。我们预计公司2023~2025年收入分别91.8/103.7/117.6亿元，分别同比增长11%/13%/14%，归母净利润分别为10.8/13.3/16.3亿元，分别同比增长25%/23%/23%，对应估值为26X/21X/17X。因此我们维持“买入”投资评级。

● 风险提示

政策风险，成本上升风险，研发风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8249	9176	10368	11764
收入同比 (%)	19.4%	11.2%	13.0%	13.5%
归属母公司净利润	862	1077	1328	1631
净利润同比 (%)	12.0%	25.0%	23.3%	22.8%
毛利率 (%)	39.9%	40.3%	41.6%	43.0%
ROE (%)	13.2%	14.2%	14.9%	15.5%
每股收益 (元)	1.12	1.40	1.72	2.12
P/E	25.98	25.71	20.85	16.97
P/B	3.45	3.65	3.10	2.62
EV/EBITDA	24.69	16.56	13.16	10.38

资料来源：wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7245	8562	10426	12518	营业收入	8249	9176	10368	11764
现金	2883	3732	5021	6450	营业成本	4956	5479	6050	6710
应收账款	2146	2215	2600	2895	营业税金及附加	77	85	96	109
其他应收款	61	61	72	80	销售费用	1969	2110	2385	2706
预付账款	72	72	83	90	管理费用	378	440	498	565
存货	1429	1797	1865	2134	财务费用	-40	-22	-31	-44
其他流动资产	655	686	785	869	资产减值损失	-56	0	0	0
非流动资产	2912	2826	2774	2697	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	760	797	830	865	投资净收益	274	305	345	391
固定资产	1128	927	730	523	营业利润	980	1214	1497	1838
无形资产	281	320	382	432	营业外收入	3	2	2	2
其他非流动资产	742	782	832	877	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	10157	11388	13200	15215	利润总额	980	1213	1496	1837
流动负债	3333	3476	3942	4304	所得税	107	121	150	184
短期借款	102	102	102	102	净利润	873	1091	1346	1653
应付账款	724	795	881	976	少数股东损益	11	14	18	22
其他流动负债	2507	2579	2959	3227	归属母公司净利润	862	1077	1328	1631
非流动负债	272	272	272	272	EBITDA	805	1463	1742	2071
长期借款	151	151	151	151	EPS (元)	1.12	1.40	1.72	2.12
其他非流动负债	120	120	120	120					
负债合计	3605	3748	4214	4576					
少数股东权益	30	45	62	84					
股本	773	770	770	770					
资本公积	1048	1048	1048	1048					
留存收益	4700	5777	7106	8737					
归属母公司股东权	6521	7595	8924	10555					
负债和股东权益	10157	11388	13200	15215					
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E					
经营活动现金流	677	755	1193	1266	成长能力				
净利润	862	1077	1328	1631	营业收入	19.4%	11.2%	13.0%	13.5%
折旧摊销	121	286	294	299	营业利润	13.1%	23.8%	23.3%	22.8%
财务费用	13	7	7	7	归属于母公司净利	12.0%	25.0%	23.3%	22.8%
投资损失	-274	-305	-345	-391	获利能力				
营运资金变动	-57	-324	-109	-302	毛利率 (%)	39.9%	40.3%	41.6%	43.0%
其他经营现金流	931	1415	1454	1954	净利率 (%)	10.4%	11.7%	12.8%	13.9%
投资活动现金流	-12	104	103	170	ROE (%)	13.2%	14.2%	14.9%	15.5%
资本支出	-106	-168	-211	-189	ROIC (%)	9.0%	13.4%	14.1%	14.6%
长期投资	-113	-33	-31	-32	偿债能力				
其他投资现金流	207	305	345	391	资产负债率 (%)	35.5%	32.9%	31.9%	30.1%
筹资活动现金流	-237	-10	-7	-7	净负债比率 (%)	55.0%	49.1%	46.9%	43.0%
短期借款	102	0	0	0	流动比率	2.17	2.46	2.64	2.91
长期借款	151	0	0	0	速动比率	1.72	1.93	2.15	2.39
普通股增加	0	-3	0	0	营运能力				
资本公积增加	-326	0	0	0	总资产周转率	0.81	0.81	0.79	0.77
其他筹资现金流	-163	-7	-7	-7	应收账款周转率	3.84	4.14	3.99	4.06
现金净增加额	428	849	1289	1429	应付账款周转率	6.84	6.89	6.86	6.88
					每股指标(元)				
					每股收益	1.12	1.40	1.72	2.12
					每股经营现金流薄	0.88	0.98	1.55	1.64
					每股净资产	8.43	9.86	11.59	13.70
					估值比率				
					P/E	25.98	25.71	20.85	16.97
					P/B	3.45	3.65	3.10	2.62
					EV/EBITDA	24.69	16.56	13.16	10.38

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李昌幸，医药分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。