

混改注入活力，百年老字号二次腾飞

——达仁堂（600329）首次覆盖

买入(上调)

2023年10月23日

报告关键要素：

2021年3月公司大股东天津医药集团混改收官，随后公司层面进行了管理层更换、营销平台重塑、内部招聘薪酬制度改革、品种梳理等一系列动作。公司作为传承百年的中医药老字号，中药资源丰厚，优质品种数量多，在新势能驱动下价值有望被持续挖掘。

投资要点：

● 深厚的品牌积淀，庞大的产品储备

公司历经百年传承，旗下拥有4家中华老字号品牌，5个国家级非遗项目，6个中国驰名商标、5家核心生产企业，中药品种资源丰厚。

从品种数量看，截至2023年上半年，公司拥有22种剂型，共599个药品批准文号，其中1个国家机密品种（速效救心丸），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）；从竞争格局看，公司除了拥有122个独家品种外，竞争格局为全国2家、全国3家、全国4家、全国5家的品种数量分别为55个、33个、22个和17个。从医保和基药品种看，公司122个独家品种2022年进入医保目录的有16个，涵盖了心脑血管、呼吸、泌尿、消化、妇儿、骨科等13个类别。2022年进入医保目录又是基药品种、独家品种的包括速效救心丸、清咽滴丸、金芪降糖片、京万红软膏、癃清片和乌鸡白凤片。

● 混改带来公司内部新活力

管理层方面，2021年12月和2022年分别聘用张铭芮女士为董事长和王磊女士为总经理，二位领导在中医药领域有丰富的品牌和销售经验；

销售重塑方面，公司整合子公司销售团队，取消原来销售垂直条线，按照不同产品线划分销售条线，形成六大营销平台暨心脑血管和呼吸线、专科产品线、精品国药线、普药营销线、皮肤和医美线、大健康平台。公司2023年上半年扩充团队200余人，岗位向一线岗位倾斜；

降本增效方面，公司2022年成立上游药材基地和智能制造中心，降本提质，推动自建GAP基地建设，运营效率提升；

品种梳理方面，公司聚焦“三核九翼”，“十四五”规划中，设置了多个

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8249.25	9379.50	10702.02	12251.61
增长比率(%)	19.42	13.70	14.10	14.48
归母净利润(百万元)	861.79	1056.97	1298.76	1597.58
增长比率(%)	12.05	22.65	22.88	23.01
每股收益(元)	1.12	1.37	1.69	2.07
市盈率(倍)	27.28	22.24	18.10	14.71
市净率(倍)	3.60	3.54	2.96	2.46

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	770.25
流通A股(百万股)	565.87
收盘价(元)	30.09
总市值(亿元)	231.77
流通A股市值(亿元)	170.27

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：黄婧婧

执业证书编号：S0270522030001

电话：18221003557

邮箱：huangjj@wlzq.com.cn

品种体量规划，包括速效救心丸 20 亿以上；通脉养心丸和清咽滴丸 5 到 10 亿，胃肠安丸、癃清片、痹祺胶囊 3 到 5 亿，清肺消炎丸和治咳川贝枇杷滴丸计划每年不低于 20% 的增长等，彰显公司发展信心。

● 速效救心丸稳健增长，医疗端具备更大成长空间

行业角度，作为行业销售领先品种，将受益于行业需求持续增长、集中度提升；应用场景角度，急救功能根深蒂固，长服应用场景是拓展方向，有望零售和医疗双管齐下；混改角度，在公司营销重塑下，医疗端持续推进循证证据研究和学术推广、推进胸痛中心建设，扩大速效救心丸在患者的触达率，零售端加强和头部连锁合作，零售和医疗渠道市场份额有望进一步提升；提价角度，理论上因为成本压力存提价动力，但各个省招标政策等有一定限制，提价存在一定挑战，短期内提价预期低；集采角度，独家竞品中，天士力的复方丹参滴丸和上海和黄药业的麝香保心丸纳入地方集采，价格分别下降 15% 和 9%，降幅温和。若速效救心丸未来纳入集采，预计降幅较温和。

● 多个产品有望低基数下实现高增长，新版基药目录值得期待

公司重点监控的 13 个大品种 2023 年上半年销售额同比增长 24%，在工业收入中占比达 75%，大品种战略效果明显。

1) 多个品种过去几年主动调整，未来恢复性增长是基础。通脉养心丸 2020 年因公司主动性控货影响销量，目前渠道库存水平健康；清咽滴丸公司 2020 年撤网重新定位，2023 年公司资源倾斜，已开启量价齐升趋势；

2) 调整销售政策，持续增长可期。公司 2022 年上半年开始对京万红软膏进行了销售政策调整、分渠道的布局、价格重塑，推动京万红软膏持续增长；

3) 多个品种有望纳入基药，实现从区域销售扩张至全国。通脉养心丸、清肺消炎丸、胃肠安丸、痹祺胶囊治疗方向分别为冠心病心绞痛心律失常、支气管炎、消化不良腹泻、风湿骨痛，这四个品种有望纳入新版基药目录，实现放量；

4) 随销售改革深入，精品国药价值有望被进一步挖掘。“三核九翼”中第三核是以百年老字号“达仁堂”承载精品国药，公司安宫牛黄丸属于 5 家双天然品种之一，3 家非遗品种之一。随着公司营销改革持续深化，营销资源和能力提升，精品国药领域产品价值有望持续被挖掘，实现销售增长。

盈利预测与投资建议：公司是传承百年的中华老字号，中药资源丰厚，混改后注入发展新活力，在营销能力提升，营销策略重塑，人员激励增加等多方面新驱动力下，公司产品有望实现持续增长，潜力产品价值将被持续挖掘。预计 2023/2024/2025 年收入为 93.80 亿元/107.02 亿元/122.51 亿元，对应归母净利润 10.57 亿元/12.99 亿元/15.98 亿元，对应 EPS1.37 元/股、1.69 元/股、2.07 元/股，P/E 为 22.24/18.10/14.71 (对应 2023 年 10 月 19 日收盘价)，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素: 上游原材料价格波动风险、集采降价超预期风险、混改成效低于预期风险

正文目录

1 津药达仁堂：混改助力百年老字号二次腾飞	6
1.1 传承近百年，与北京同仁堂同出一宗	6
1.2 独家产品数量上百个，传承和创新双管齐下	6
1.3 混改：津药集团混改注入新活力，“十四五”目标清晰.....	9
1.3.1 混改后国资和民营混合背景，管理层经验丰富	9
1.3.2 经营效率提升，降本提质显成效	10
1.3.3 成立六大营销平台，按产品属性重新整合销售资源	11
1.3.4 聚焦“三核九翼”，心脑血管和呼吸用药贡献领先.....	12
1.4 混改成效初显	12
2 速效救心丸：心血管领域优势产品，医院和零售双轮驱动	13
2.1 心血管药物需求空间大，速效救心丸市占率稳步提升	13
2.2 纳入多个权威指南，推荐“急救”“常备”场景	15
2.3 理论上存提价动力，短期提价预期低	16
2.4 部分竞品已纳入集采，价格降幅温和	16
3 多个产品具备成长潜力，有望成为业绩新增量	17
3.1 通脉养心丸：渠道库存处健康水平，恢复性增长可期	17
3.2 清咽滴丸：重新定位后有望突破历史最高水平	18
3.3 胃肠安丸：销量稳定增长，未来有望通过区域性扩张实现量增	19
3.4 京万红软膏：销售政策重塑和适应症拓展是成长驱动力	19
3.5 精品国药：随改革深化价值有望被持续挖掘	20
4 盈利预测	21
5 投资建议	22
6 风险提示	22

图表 1：公司拥有 4 个中华老字号、6 个中国驰名商标、5 项国家级非遗、5 家核心生产企业	6
图表 2：公司各治疗领域产品	6
图表 3：公司独家生产品种数量	7
图表 4：达仁堂不同竞争格局品种数量	7
图表 5：公司主要品种基本情况（黄色底为 6 个独家医保基药品种）	8
图表 6：公司零售端和医院端销售额和增速：亿元	9
图表 7：公司零售端和医院端销售额占比	9
图表 8：23Q1&2022 年达仁堂 TOP10 大单品销售额完成情况（亿元）	9
图表 9：公司股权架构（截至 2023H1）	10
图表 10：公司 GAP 基地建设	11
图表 11：公司制造管理相关效率指标向好	11
图表 12：公司营销平台整合（六大营销平台）	12
图表 13：公司各治疗领域收入和增速：百万元	12
图表 14：公司近十年营业收入和归母净利润：百万元	13
图表 15：公司近几年各项费用率	13
图表 16：公司近几年毛利率和净利率	13
图表 17：公立医院中成药竞争格局	14

图表 18: 城市实体药店中成药竞争格局	14
图表 19: 2020 年中国城乡居民死因构成	14
图表 20: 中国城乡居民心血管死亡率 (1/10 万)	14
图表 21: 速效救心丸医疗端市占率	15
图表 22: 速效救心丸零售端市占率	15
图表 23: 速效救心丸入选多个指南/共识/路径	15
图表 24: 速效救心丸医疗机构中标价: 元	16
图表 25: 公司心脑血管领域毛利率	16
图表 26: 中成药心血管用药 TOP10 品种: 亿元	17
图表 27: 复方丹参滴丸和麝香保心丸集采情况	17
图表 28: 通脉养心丸销量和增速	18
图表 29: 通脉养心丸医疗机构采购量和中标价: 元	18
图表 30: 清咽滴丸销量和增速	19
图表 31: 清咽滴丸医疗机构采购量和中标价: 元	19
图表 32: 胃肠安丸销量和增速	19
图表 33: 胃肠安丸医疗机构采购量和中标价: 元	19
图表 34: 京万红软膏销量和增速	20
图表 35: 达仁堂海马补肾丸	20
图表 36: 达仁堂安宫牛黄丸	20
图表 37: 达仁堂牛黄清心丸	21
图表 38: 达仁堂清宫寿桃丸	21
图表 39: 公司业绩拆分 (百万元)	21

1 津药达仁堂：混改助力百年老字号二次腾飞

1.1 传承近百年，与北京同仁堂同出一宗

达仁堂是有着340余年历史清代乐家老铺的正宗后裔，与北京同仁堂同出一宗。1914年乐氏第十二代传人乐达仁先生在天津估衣街创办京都达仁堂乐家老药铺，1915年乐达仁创办了全国第一家中药工厂，创新了传统中药行业前店后厂的小作坊式的经营模式。经过近百年的传承，公司旗下拥有4家中华老字号品牌，5个国家级非遗项目，6个中国驰名商标、5家核心生产企业。

图表1:公司拥有4个中华老字号、6个中国驰名商标、5项国家级非遗、5家核心生产企业

4个中华老字号	6个中国驰名商标	5项国家级非遗	5家核心生产企业
		<ul style="list-style-type: none"> • 达仁堂清宫寿桃丸传统制作技艺 • 达仁堂安宫牛黄丸制作技艺 • 达仁堂牛黄清心丸制作技艺 • 隆顺榕卫药制作技艺 • 京万红软膏组方与制作技艺 	<ul style="list-style-type: none"> • 达仁堂制药厂 • 隆顺榕制药厂 • 乐仁堂制药厂 • 京万红药业 • 第六中药厂

资料来源：公司路演资料，万联证券研究所

1.2 独家产品数量上百个，传承和创新双管齐下

► 覆盖心脑血管、呼吸等多个领域，传承和创新并行

公司医药工业领域覆盖心脑血管、呼吸、消化、儿科、风湿骨痛、妇科、精品国药等多个领域，各领域均有一到两个重点发展的产品，例如心脑血管核心品种包括速效救心丸、通脉养心丸等；呼吸类包括清肺消炎丸、清咽滴丸等；消化类包括胃肠安丸等。公司品种矩阵兼具传承和创新，例如京万红软膏与通脉养心丸出自经典名方，速效救心丸、清咽滴丸和清宫寿桃丸则是锐意创新的代表产品，创新使津药达仁堂拥有历久弥新的生命力。

图表2:公司各治疗领域产品

治疗领域	品种名称
心脑血管类	速效救心丸 通脉养心丸 舒脑欣滴丸 参附强心丸 清心牛黄片、醒脑降压丸、羊痫疯癫丸、通脉滴丸等
呼吸类	清肺消炎丸 清咽滴丸 清喉利咽颗粒 止嗽定喘丸 治咳川贝枇杷滴丸 止嗽定喘 华山参滴丸 泄白丸 沉香舒郁
消化类	胃肠安丸 肝炎康复丸 泻痢固肠片 消食退热糖浆 百效丸 消积化虫糖浆 消积化滞片 固肠胶囊 补沉化瘀丸 木香通气丸等
儿科类	小儿解热丸 小儿清肺丸 保幼化风丸 小儿久嗽丸 小儿疏表丸 小儿消食健胃丸 夜尿宁丸 小儿增食丸 小儿健身片 小儿止嗽糖浆 小儿和胃丸
风湿骨痛类	痹祺胶囊 止痛紫金丸 风湿关节炎丸 骨痛丸 风湿镇痛丸 追风片 追风活络酒 散风活血膏 伤科壮骨膏
妇科类	乌鸡白凤片 湿消丸 济坤丸 湿经丸 胎产金丹 调经化瘀丸 乳癌丸 养荣百草丸 女金糖浆 玄归滴丸
皮肤类	京万红软膏 橡皮生肌膏 京万红痔疮膏 顽癣敌软膏

肿瘤类	紫龙金片 生血丸 益肺清化膏
泌尿类	癃清片
补益类	清宫寿桃丸 海马补肾丸
内分泌类	金芪降糖片 参杞消渴胶囊
其他类	牙痛停滴丸 和胃安眠丸 祛风化痰丸 清眩软胶囊 补心片 一粒珠 复方蟾蜍丸

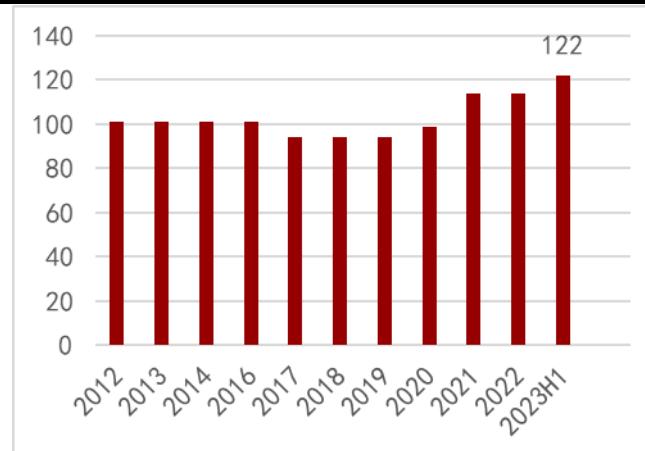
资料来源：公司路演资料，万联证券研究所

► 独家产品数量上百个，众多产品竞争格局好

从品种数量看，截至2023年上半年，公司拥有22种剂型，共599个药品批准文号，其中1个国家机密品种（速效救心丸），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），122个独家生产品种。截至2022年末，公司有75个品种及601种中药饮片收载于2018年版《国家基本药物目录》；2023年1月18日，国家医疗保障局召开新闻发布会公布了2022年国家医保药品目录调整结果，公司185个品种进入医保目录。

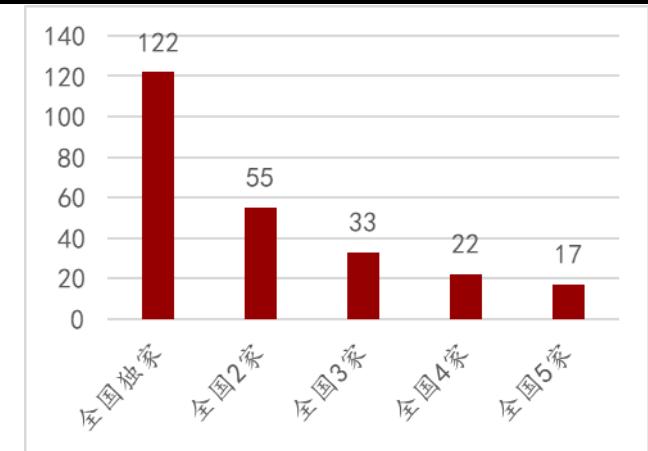
从竞争格局维度看，公司除了拥有122个独家品种外，竞争格局为全国2家、全国3家、全国4家、全国5家的品种数量分别为55个、33个、22个和17个。

图表3:公司独家生产品种数量



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表4:达仁堂不同竞争格局品种数量



资料来源：公司路演资料，万联证券研究所

► 独家医保品种16个，包含6个基药品种

公司16个独家产品进入2022年医保目录，涵盖了心脑血管、呼吸、泌尿、消化、妇儿、骨科等13个类别。其中，心脑血管类独家产品为速效救心丸和通脉养心丸；骨科类独家产品为痹祺胶囊；呼吸类独家产品为清咽滴丸、清肺消炎丸、治咳川贝枇杷滴丸；消化类独家产品为胃肠安、金芪降糖片、养胃片、痔血丸；皮肤类独家产品为京万红软膏，其他独家产品有益化清肺膏、紫龙金片、癃清片、乌鸡白凤片、黄连羊肝片。

2022年进入医保目录又是基药品种、独家品种的包括速效救心丸、清咽滴丸、金芪降糖片、京万红软膏、癃清片和乌鸡白凤片。

图表5:公司主要品种基本情况 (黄色底为6个独家医保基药品种)

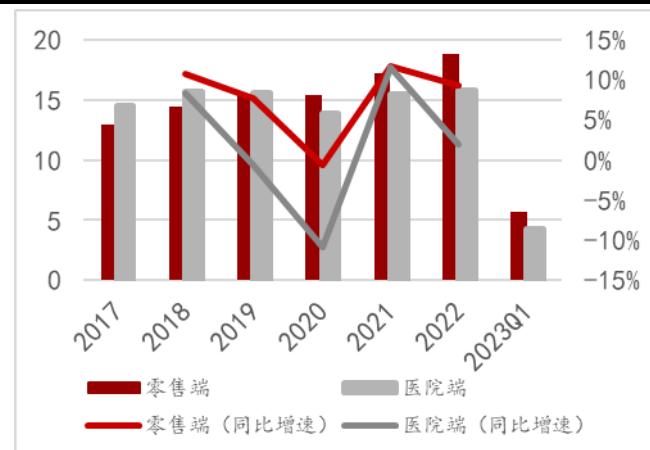
主要治疗领域	品种	处方药	独家品种	国家基药 目录	国家医保 目录	中药保护 品种
心脑血管	速效救心丸	✓	✓	✓	✓	
	通脉养心丸	✓	✓		✓	✓
	舒脑欣滴丸					✓
	牛黄清心丸 (局方)	✓			✓	
呼吸系统	安宫牛黄丸			✓	✓	
	清咽滴丸		✓	✓	✓	
	清肺消炎丸		✓		✓	
	藿香正气软胶囊			✓	✓	
消化系统	治咳川贝枇杷滴丸		✓		✓	✓
	胃肠安丸	✓	✓		✓	
	养胃片		✓			
糖尿病用药	痔血片	✓	✓			
	金芪降糖片	✓	✓	✓	✓	
	紫龙金片	✓	✓		✓	✓
肿瘤疾病用药	益肺清化膏	✓	✓		✓	
	京万红软膏	✓	✓	✓	✓	
外科用药	痹祺胶囊	✓	✓		✓	
泌尿系统疾病 用药	癃清片	✓	✓	✓	✓	
	乌鸡白凤片		✓	✓	✓	
妇科	海马补肾丸	✓				
男科用药	黄连羊肝片	✓	✓			
五官	注射用头孢替唑钠 (分包装)		✓			
	注射用头孢西酮钠 (分包装)		✓			
抗感染用药						

资料来源：公司公告，公司官方公众号，万联证券研究所

► 双跨产品数量多，零售和医院双轮驱动

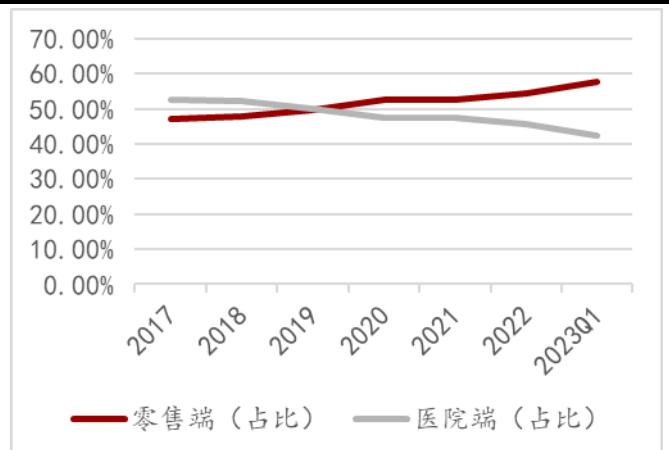
近几年，公司零售渠道成长性高于医院渠道，2017年到2022复合增长率分别为7.66%和1.73%，2020年收入占比首次零售端超过医疗端，占比分别为52.56%和47.44%。

图表6:公司零售端和医院端销售额和增速: 亿元



资料来源: 中康CHIS系统, 万联证券研究所

图表7:公司零售端和医院端销售额占比

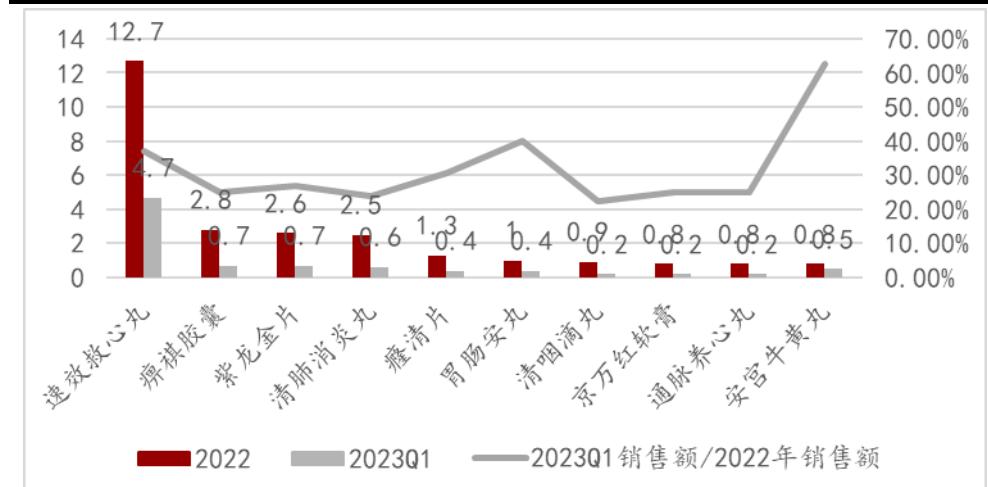


资料来源: 中康CHIS系统, 万联证券研究所

从终端 (零售+医疗) 销售额看, 2022年前10名品种依次为速效救心丸 (12.7亿元)、痹祺胶囊 (2.8亿元)、紫龙金片 (2.6亿元)、清肺消炎丸 (2.5亿元)、癃清片 (1.3亿元)、胃肠安丸 (1亿元)、清咽滴丸 (0.9亿元)、京万红软膏 (0.8亿元)、通脉养心丸 (0.8亿元)、安宫牛黄丸 (0.8亿元), 销售额过亿的品种有6个。

以2022年为基准看2023年一季度销售额完成度, 从高到低依次为安宫牛黄丸 (62.50%)、胃肠安丸 (40.00%)、速效救心丸 (37.01%)、癃清片 (30.77%)、紫龙金片 (26.92%)、痹祺胶囊 (25.00%)、京万红软膏 (25.00%)、通脉养心丸 (25.00%)、清肺消炎丸 (24.00%)、清咽滴丸 (22.22%), 完成度超过25%的品种有8个, 超过50%的品种有1个。

图表8:23Q1&2022年达仁堂 TOP10 大单品销售额完成情况 (亿元)



资料来源: 中康CHIS系统, 万联证券研究所

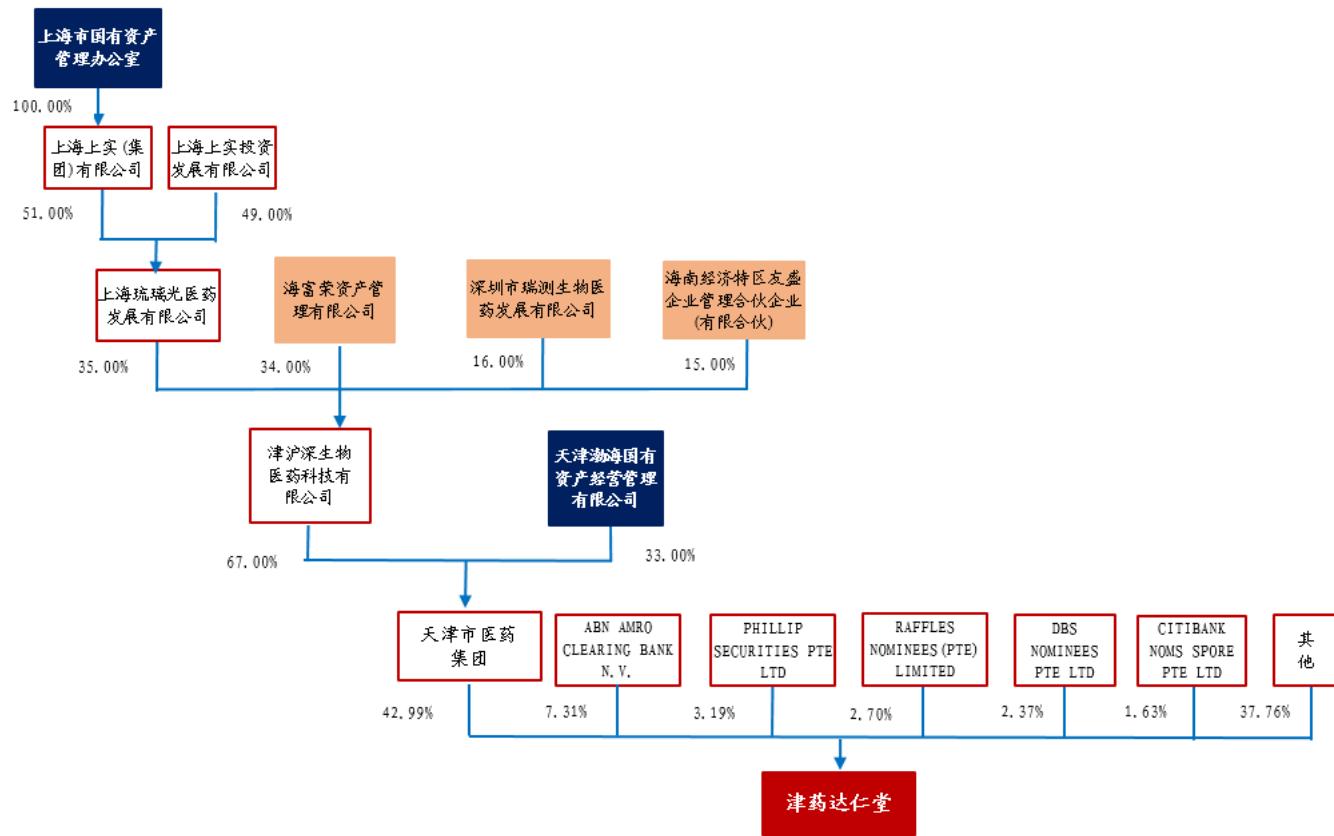
1.3 混改: 津药集团混改注入新活力, “十四五”目标清晰

1.3.1 混改后国资和民营混合背景, 管理层经验丰富

天津市医药集团原为天津渤海国资全资下属企业。2020年9月29日, 天津渤海国资将持有的医药集团67%股权在天津产权交易中心进行产权转让。上海上实集团为参与医药集团混改, 牵头成立津沪深生物医药科技有限公司。2021年3月26日, 天津医药集团混改圆满收官, 正式成为混合所有制企业, 津沪深公司和天津渤海国资分别持有天津市医药集团67%和33%比例股权。津沪深公司背后股东共有四家, 分别为上海琉璃光医药、深圳前海富荣资产管理有限公司、深圳市瑞测生物医药发展有限公司、海南经济特区友盛企业管理合伙企业, 持股比例分别为35%、34%、16%、15%, 其中上海

琉璃光医药往上穿透为上海市国有资产监督管理办公室。混改后公司呈现国资和民营混合背景，无实际控制人。

图表9:公司股权架构 (截至 2023H1)



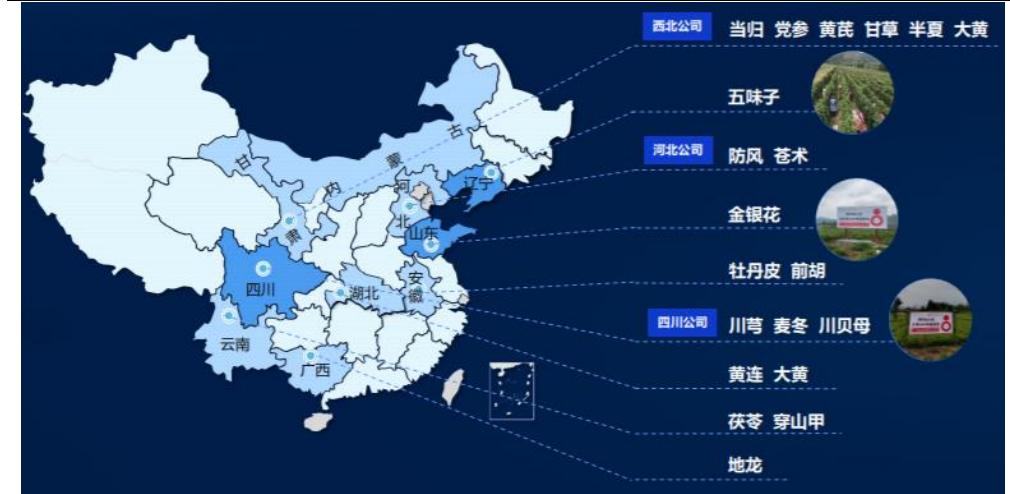
资料来源: wind, 万联证券研究所

2021年12月，董事会选举张铭芮女士为公司董事长。张铭芮董事长曾担任太极销售总经理，在医药行业深耕多年，对企业经营模式、管理具有丰富经验。2022年第五次董事会决策聘任王磊女士为公司总经理。王磊女士自1993年7月入职中新药业，先后任职于达仁堂制药厂、中新药业中成药部策划处、中新药业工业部、乐仁堂制药厂，2013年以来先后任京万红药业总经理，津药集团营销管理中心主任副总经理。

1.3.2 经营效率提升，降本提质显成效

公司医药工业领域形成了以达仁堂、隆顺榕、乐仁堂、六中药、京万红等中成药生产企业为智能制造核心，药材公司和中药饮片厂等为前端药材资源中心的中药生产企业群。公司2022年成立药材资源中心，工作之一为推动达仁堂GAP基地建设，截至2023年8月，公司已拓展川芎、金银花、五味子三个品种自建GAP基地，另外还有黄连、大黄、红花、茯苓、三七、重楼、当归、丹参、黄芪、人参和麦冬共11个品种的云天上联盟贡献基地。公司未来将根据成药和饮片等业务需要，结合市场需求，在全国各省市道地药材种植基地布局200余品种中药材基地，预计种植面积达10万余亩，强化公司上游药材供应、质量、成本稳定可控。

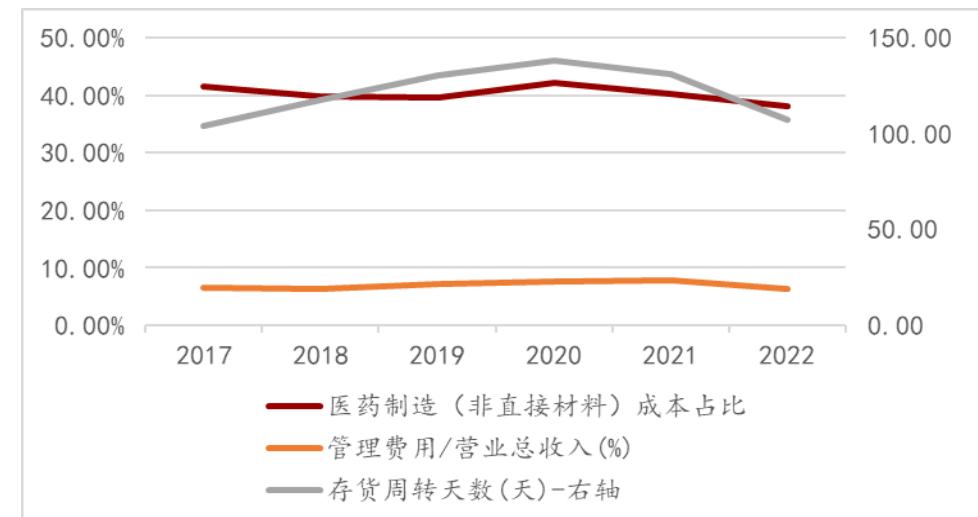
图表10:公司 GAP 基地建设



资料来源：西普会，万联证券研究所

公司成立智能制造中心，推动工业制造精益化管理规划，降低生产制造成本，压缩前置时间，优化生产周期，提高生产经营效率。公司厘清产品生产成本，跟踪、监控重点产品单位成本变化情况，发现异常波动，及时预警调整。重新梳理全品种的产品价值链，规划产销衔接流程，制定《产销协同管理制度》，常态化开展供应链集采，工业生产紧密围绕降本增效开展工作，通过合理调度，科学排产，实施节能项目，提高用能效率。2022年全年立项开展挖潜增效项目58项，采购成本，产值能耗，工时利用，周转效率等方面均有优化。从财务角度看出，公司医药制造(非直接材料)成本占比、存货周转率和管理费用率2022年均有所下降。

图表11:公司制造管理相关效率指标向好



资料来源：公司公告，万联证券研究所

1.3.3 成立六大营销平台，按产品属性重新整合销售资源

公司2022年成立了达仁堂健康科技产业发展分公司，统揽各销售平台工作，整合子公司销售团队，取消原来销售垂直条线，按照不同产品线划分销售条线。形成六大营销平台暨心脑血管和呼吸线、专科产品线、精品国药线、普药营销线、皮肤和医美线、大健康平台。各平台设置省区负责人负责相关市场开发和维护工作。

图表12:公司营销平台整合 (六大营销平台)

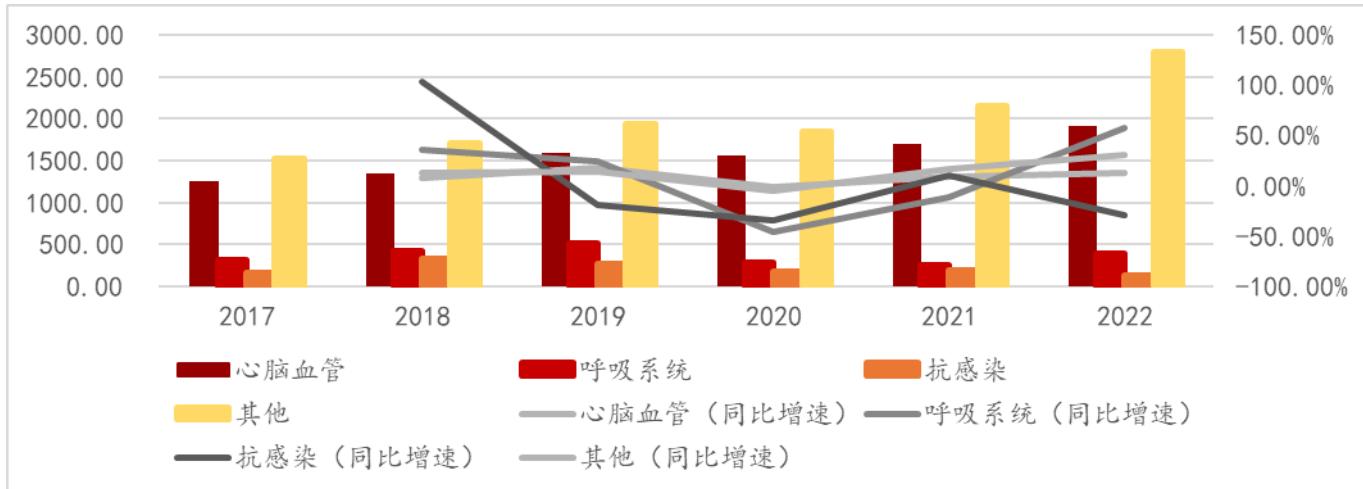
销售平台	聚焦领域	平台特点
销售公司 (津欣平台)	心脑血管、呼吸、消化	分为医疗和零售渠道
营销平台 (津乐平台)	医疗专科产品线: 风湿骨痛、泌尿、肿瘤 、慢阻肺、妇儿等	医疗端是主战场
达仁堂销售公司 (津达平台)	精品国药、药酒系列等	精品国药板块开发中医馆百余家、加强对牛黄清心丸空白医院的 开发工作、针对安宫牛黄丸，推进与零售连锁药房签订战略合作 协议，成功开发西北地区系列连锁，并进入系列首推、重新启动 清宫寿桃丸销售
京万红销售团队 (津美平台)	皮肤和医美线: 医疗和零售渠道的创面修 复、内分泌等产品线	京万红20g规格新装上市，社会库存逐步合理化 金芪降糖片新开发医院上千家
营销事业部 (津隆平台)	普药营销线: 针对中成药普药布局第三终 端市场	以“多品种、多渠道、多模式”创建省区合伙人模式
电商部	拓展第四终端，推动旗下产品在京东、天猫、抖音、小红书等线上的自营覆盖	

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

1.3.4 聚焦“三核九翼”，心脑血管和呼吸用药贡献领先

公司中成药板块聚焦“三核九翼”产品线，第一核是构建心脑血管产品线。以速效救心丸为龙头，统筹舒脑欣滴丸、通脉养心丸、参附强心丸等产品矩阵的市场协同；第二核是立足皮肤创面修复，以京万红软膏为主品种，强化创面修复品牌；第三核是以百年老字号“达仁堂”承载精品国药；“九翼”是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专科线发展。心脑血管用药、呼吸系统用药、收入贡献较大，2022年收入规模分别为19.16亿元(+12.66%)、3.88亿元(+57.17%)。

图表13:公司各治疗领域收入和增速: 百万元



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

1.4 混改成效初显

公司作为老牌天津国企，此前受制于经营机制等原因，存在渠道管理效率偏低、速效救心丸等明星产品定价混乱、内部薪酬体系未完全实现市场化对标等问题。公司大股东津药集团2021年一季度混改落地，2022年是公司混改后的开篇之年。公司2022年全年营业收入创近十年新高，营业收入和归母净利润分别实现82.49亿元(+19.42%)和8.62亿元(+12.05%)；2023年上半年分别实现40.88亿元(+8.31%)和7.22亿元

(+54.12%)。

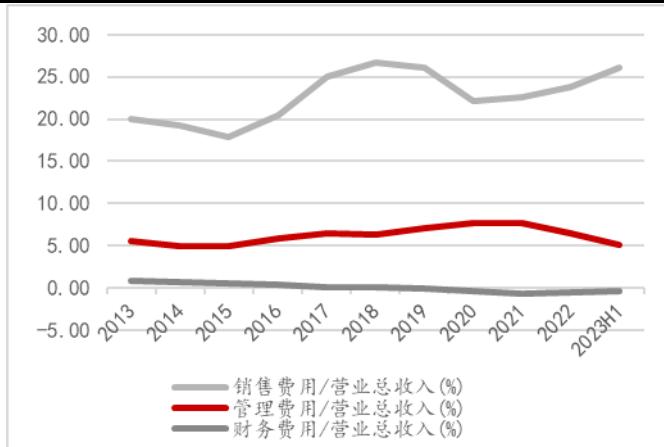
图表14:公司近十年营业收入和归母净利润: 百万元



资料来源：公司公告，万联证券研究所

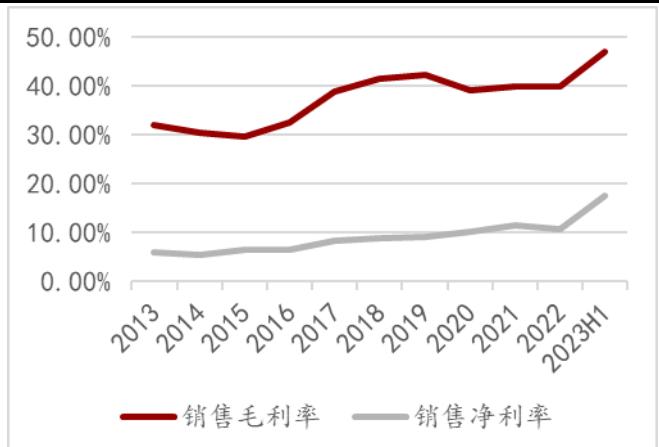
公司众多优质品种需要在营销改革下释放销售势能，因此混改后销售费用率持续提升；降本增效提升公司内部经营效率带来管理费用率降低，毛利率和净利率受益于公司混改后收入体量持续增长以及费用效率提升，2022年到2023年上半年呈现提升趋势。

图表15:公司近几年各项费用率



资料来源：wind，万联证券研究所

图表16:公司近几年毛利率和净利率



资料来源：wind，万联证券研究所

2 速效救心丸：心血管领域优势产品，医院和零售双轮驱动

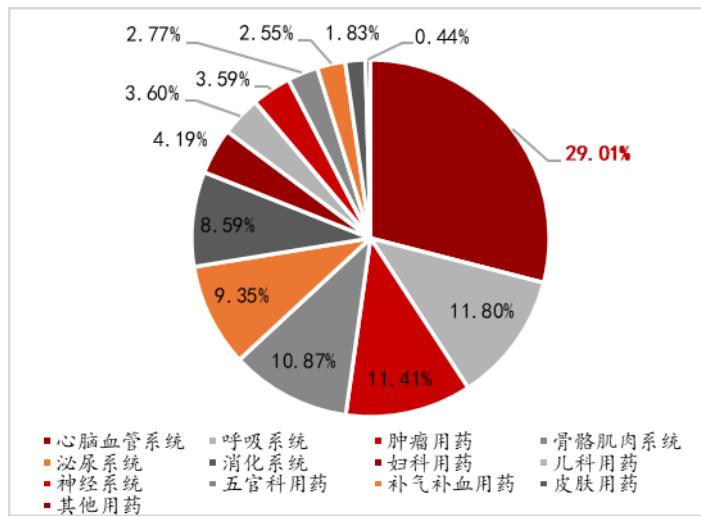
速效救心丸1982年上市至今40余年，属国家机密品种、独家产品、国家基药品种、医保甲类品种、国家中药保护品种、全国中医医院急诊必备中成药，是治疗冠心病、心绞痛的常用药。2021年公司联合第三方开展了速效救心丸产品市场调研，收集并总结各方反馈。在速效救心丸主要市场的医生、患者调研中发现，速效救心丸是冠心病患者院前自我用药的口服中成药首选产品，普遍用于院前急救，是冠心病急救备用药，也是冠心病患者的对症长服用药。

2.1 心血管药物需求空间大，速效救心丸市占率稳步提升

米内网数据显示，2021年中国零售药店终端心脑血管中成药销售额超过150亿元，2022年同比略有增长，2022年市场份额为4.41%，在中成药中占比位列第七，2022年中国公立医院终端心脑血管中成药销售额378亿元，2022年市场份额为29.01%，在中成药中

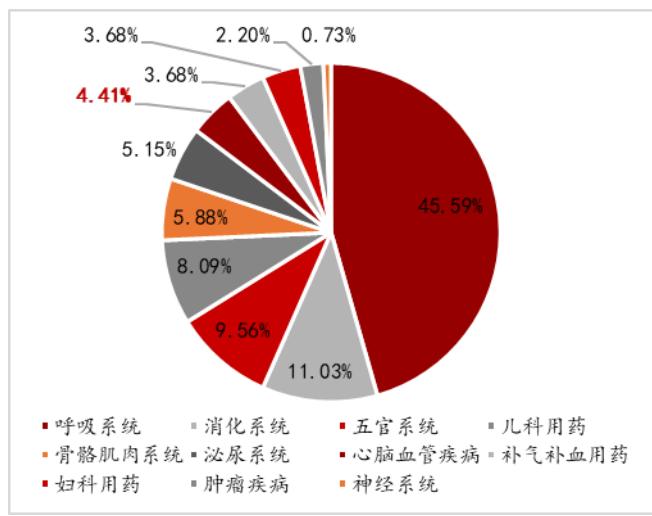
占比居首位。

图表17:公立医院中成药竞争格局



资料来源：米内网，万联证券研究所

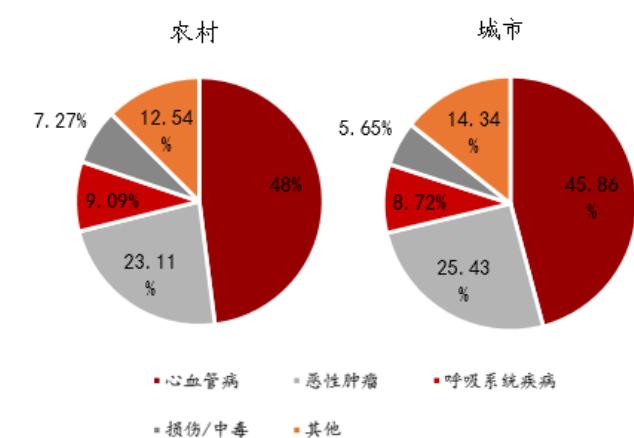
图表18:城市实体药店中成药竞争格局



资料来源：米内网，万联证券研究所

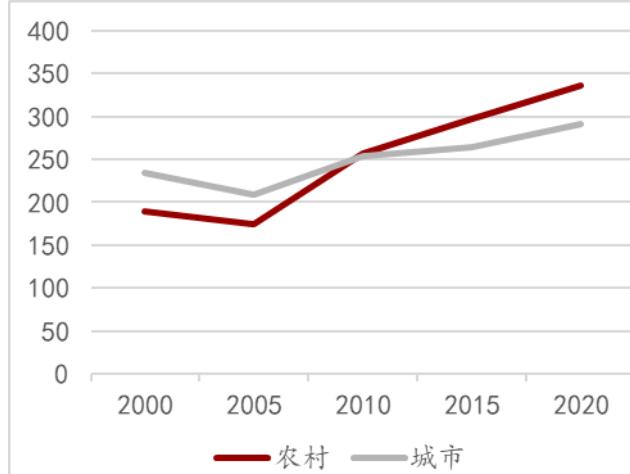
根据《中国心血管健康与疾病报告2022概要》，推算CVD现患人数3.3亿，心血管是中国城乡居民死因占比最高的疾病，死亡率逐年上升，农村居民心血管疾病死亡率从2000年的189人/10万人提高至2020年的336人/10万人，城市居民从2000年的234人/10万人提高至2020年的291人/10万人。高患者基数和逐年上升的死亡率，心血管用药需求空间大。

图表19:2020年中国城乡居民死因构成



资料来源：《中国心血管健康与疾病报告2022概要》，万联证券研究所

图表20:中国城乡居民心血管死亡率 (1/10 万)



资料来源：《中国心血管健康与疾病报告2022概要》，万联证券研究所

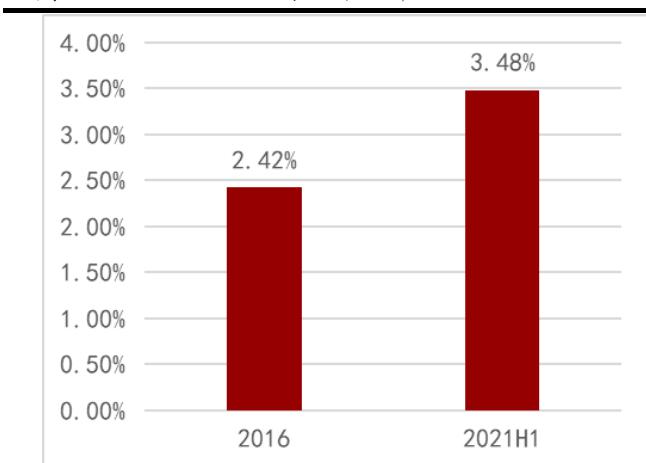
市场份额方面，心血管中成药品牌排名TOP20的产品医疗端总市占率从2016年的59.57%增长至2021年中期的68.34%；零售端稳定在60%到62%之间；

集中度和市场规模方面，近五年，心血管中成药零售端CR20基本稳定，销售额在32.5亿到35.5亿之间；医疗端TOP20销售额2016年接近140亿元，2020年接近200亿元，2021年中期已经突破107亿元。说明心血管用药零售端集中度和市场规模均较稳定，医疗端集中度和市场规模持续提升，具备更大增长潜力。

医疗端心血管中成药中，速效救心丸市场占有率排名第七，从2016年的2.42%提升到2021年中期的3.48%；零售端市场占有率排名第三，从2016年的6.27%提升到2021H1

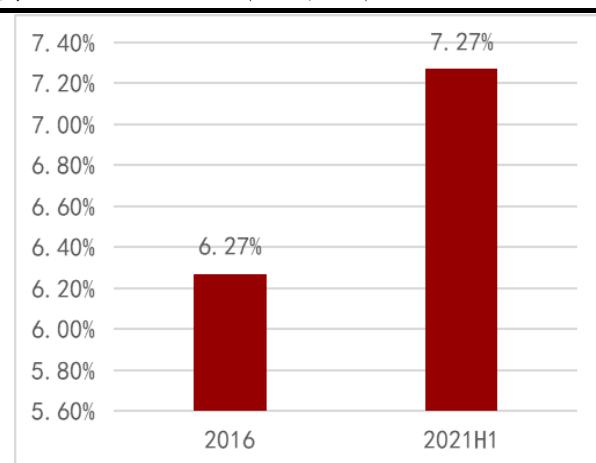
预计值的7.27%。速效救心丸在医疗和零售端的市场占有率均获得一定的提升。

图表21:速效救心丸医疗端市占率



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表22:速效救心丸零售端市占率



资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.2 纳入多个权威指南，推荐“急救”“常备”场景

速效救心丸入选多篇相关治疗领域的指南/共识/路径，充分印证了速效救心丸良好的产品疗效、安全性获业内专家的一致认可。共识推荐速效救心丸可广泛应用于心绞痛急性发作、稳定型冠心病心绞痛预防与长期治疗以及急性冠脉综合征患者围术期治疗中，疗效明确。公司通过学术推广，搭建以“速效救心丸”为核心的心脑血管产品群，进行临床专家体系建设，增强临床医生对品牌势能的认知认同，并与中国心血管健康联盟合作，共同推进地市级胸痛中心项目的建设，强化速效救心丸“常备”的意识。

图表23:速效救心丸入选多个指南/共识/路径

发布时间	指南/共识/路径	发布机构	相关内容
2022年9月	硝酸酯类药物低反应性或耐药人群的急诊识别与处理中西医专家共识	中华医学会急诊医学分会	产生耐药时，速效救心丸可以考虑作为补充或替代。该共识临床指导从急诊处理角度更加印证了速效救心丸的治疗作用，以及在急诊领域的地位
2022年4月	糖尿病心肌病病证结合诊疗指南	中国中医科学院中医内分泌学学科带头人倪青教授团队	速效救心丸主要适应症为糖尿病心肌病痰浊瘀阻证。速效救心丸在指南中的推荐证据级别高、推荐位置靠前，能够极大的填补速效救心丸在糖尿病疾病领域中的空白
2022年3月	动脉粥样硬化中西医防治专家共识（2021年）	中国中西医结合学会心血管病专业委员会血脂与动脉粥样硬化学组	冠状动脉粥样硬化性心脏病心绞痛发作时气滞血瘀证，可含服复方丹参滴丸、速效救心丸等
2021年4月	中成药治疗冠心病临床应用指南（2020年）	《中成药治疗优势病种临床应用指南》标准化项目组	在治疗心绞痛急性发作时，推荐使用速效救心丸、复方丹参滴丸、麝香保心丸、宽胸气雾剂
2020年10月	冠状动脉血运重建术后心绞痛中西医结合诊疗指南	世界中医药联合会心血管病专业委员会、中国中西医结合学会心血管病专业委员会等	冠脉血运重建后心绞痛的中医治疗当区分发症治疗和缓解期辩证治疗。发作时对推荐宽胸气雾剂、速效救心丸、复方丹参滴丸。
2019年11月	冠心病稳定型心	中华中医药学会心血管病	心绞痛急性发作期可选服：速效救心丸、复

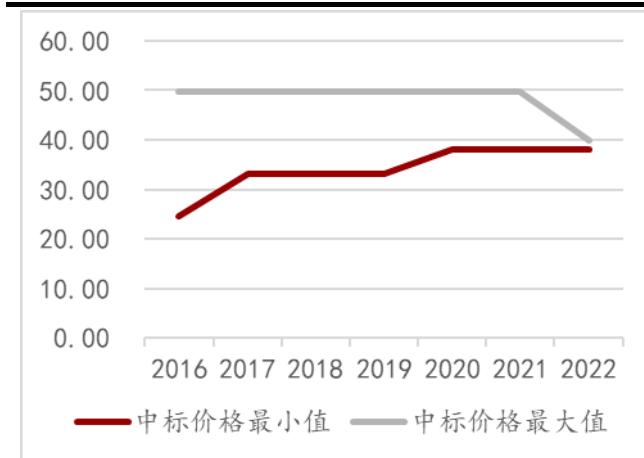
	绞痛中医诊疗指南（2019年版）	分会	方丹参滴丸、麝香保心丸、宽胸气雾剂
2019年3月	稳定性冠心病中西医结合康复治疗专家共识	中国中医药研究促进会中西医结合心血管病预防与康复专业委员会	稳定性冠心病辨证论治中气滞血瘀型推荐血府逐瘀胶囊、心可舒片、速效救心丸、复方丹参滴丸、麝香保心丸等
2018年6月	冠心病合理用药指南（第2版）	国家卫生计生委合理用药专家委员会中国药师协会	冠心病心血瘀阻分型推荐使用速效救心丸、麝香保心丸、复方丹参滴丸、银杏叶胶囊、血府逐瘀汤、精制冠心片等；气滞血瘀分型推荐使用速效救心丸、复方丹参气雾剂、血府逐瘀汤、宽胸气雾剂、银丹心脑通软胶囊等
2017年4月	经皮冠状动脉介入治疗围手术期心肌损伤中医诊疗专家共识	世界中医药学会联合会介入心脏病专业委员会、中华中医药学会介入心脏病学专家委员会等	有益于PCI围手术期心肌保护的口服中成药：包括速效救心丸（适用于气滞血瘀患者）

资料来源：公司官方公众号，《中国中西医结合杂志》，CNKI，万联证券研究所

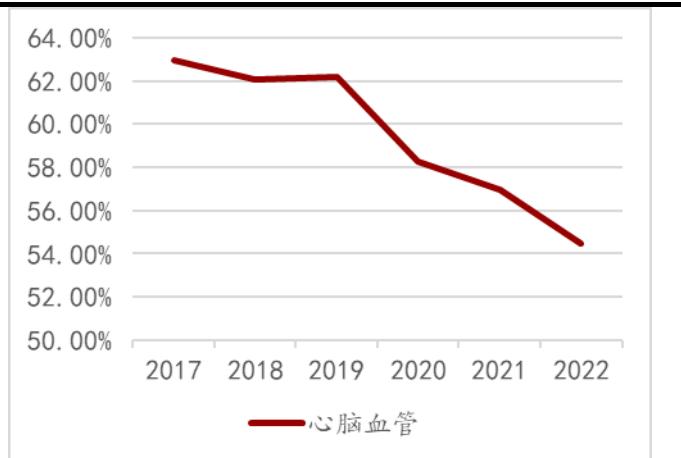
2.3 理论上存提价动力，短期提价预期低

价格方面，2014年4月26日国家发布低价药目录，日均金额不超过5元的可以纳入目录，公司速效救心丸符合条件，提价后目前日均金额也只有4元。速效救心丸医疗机构最高中标价格从49.8元/盒降低至2022年的39.91元/盒，最低中标价2020年到2022年一直维持在38元/盒。受上游成本影响，心脑血管用药毛利率持续下滑。目前速效救心丸很大一部分在医疗体系销售，各个省招标政策等有一定限制，提价存在一定挑战。

图表24:速效救心丸医疗机构中标价：元



图表25:公司心脑血管领域毛利率



资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.4 部分竞品已纳入集采，价格降幅温和

速效救心丸竞品主要包括复方丹参滴丸、通心络胶囊、麝香保心丸、参松养心胶囊、稳心颗粒等。复方丹参滴丸在医疗端和零售端都是心血管第一大品种。速效救心丸在医疗端和零售端心血管中成药领域市场份额排名分别为第八和第四。

图表26:中成药心血管用药 TOP10 品种: 亿元

公立医疗市场 (2022H1)				零售市场 (2022)			
排名	产品名称	市场份额	是否纳入地方/国家集采	排名	产品名称	销售额	是否纳入地方/国家集采
1	复方丹参滴丸	9.37%	✓	1	复方丹参滴丸	6	✓
2	通心络胶囊	8.21%		2	复方丹参片	6	✓
3	麝香保心丸	7.91%	✓	3	银杏叶片	4	✓
4	参松养心胶囊	6.22%		4	速效救心丸	4	
5	稳心颗粒	5.97%		5	银杏叶提取物片	3	
6	银丹心脑通软胶囊	3.98%		6	稳心颗粒	3	
7	银杏叶片	3.74%	✓	7	参松养心胶囊	2	
8	速效救心丸	3.03%		8	丹参保心茶	2	
9	芪苈强心胶囊	2.46%		9	麝香保心丸	1	✓
10	银杏叶滴丸	2.06%	✓	10	通心络胶囊	1	

资料来源:，以岭药业年报，米内网，万联证券研究所

速效救心丸竞品中，通心络胶囊、参松养心胶囊、稳心颗粒、银丹心脑通软胶囊、芪苈强心胶囊等尚未纳入地方或国家集采；复方丹参滴丸、麝香保心丸、银杏叶片、复方丹参片、银杏叶滴丸已纳入地方或国家集采，其中复方丹参滴丸和麝香保心丸是独家品种。复方丹参滴丸在北京集采和广东联盟集采中价格降幅15%，麝香保心丸降幅9%，降价温和。

图表27:复方丹参滴丸和麝香保心丸集采情况

品种	生产企业	集采批次	覆盖省份	规格	中标价 格: 元	原价: 元	降价幅度
复方丹参滴丸	天士力	2022年北京市中成药带量采购	北京市	27mg/丸 *180	22.18	26.08	15%
		广东联盟中成药集中带量	青海 宁夏 海南 河南 山西 广东		22.176	26.08	15%
麝香保心丸	上海和黄药业	2022年北京市中成药带量采购	北京市	22.5mg/丸 *42	29.51	32.4	9%
		广东联盟中成药集中带量	青海 宁夏 海南 河南 山西 广东		29.505	32.4	9%

资料来源: datayes, 万联证券研究所

3 多个产品具备成长潜力，有望成为业绩新增量

公司重点监控的13个大品种2023年上半年销售额同比增长24%，在工业收入中占比达75%，大品种战略效果明显。公司除了大单品速效救心丸以外，其他多个品种有望在营销重塑或重新定位下贡献第二条增长曲线。

3.1 通脉养心丸: 渠道库存处健康水平，恢复性增长可期

通脉养心丸1965年1月上市，出自经典名方，为乐仁堂制药厂独家品种，对冠心病心律失常非常有效，对于长期心脑血管保护也很有特色，养脑养心。组方具有药食同源的特性，安全性高，适合老年患者长期服用调养心脏。

通脉养心丸销量2020年大幅下滑，主要是因为公司对该产品进行渠道库存清理。目前通脉养心丸渠道库存处健康水平，恢复性增长是基础；目前主要集中在医疗端，零售端有望和速效救心丸联动，取决于公司推广力度；主要销售区域集中在京津冀特别是天津地区，销售渠道以医疗端为主。基药目录调整在即，通脉养心丸已被纳入多个国家权威临床指南和路径推荐，作为心脑血管领域长服品种，有望纳入基药目录，实现从区域性销售扩张至全国销售。

图表28:通脉养心丸销量和增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表29:通脉养心丸医疗机构采购量和中标价：元



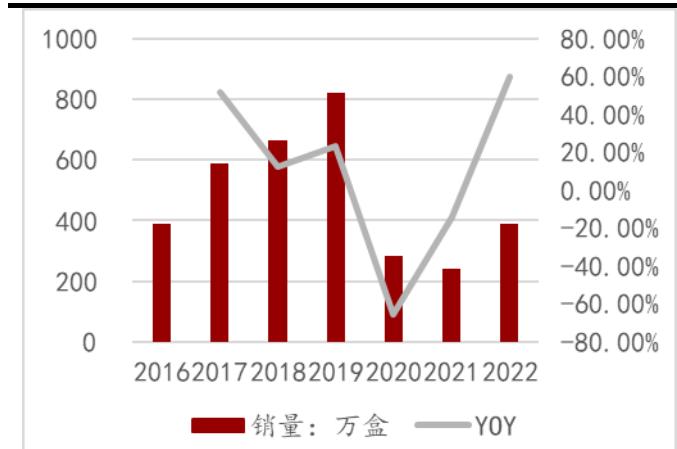
资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.2 清咽滴丸：重新定位后有望突破历史最高水平

清咽滴丸是基药，医保和OTC品种，由六神丸和清音丸处方化裁而来，四味主药非常有特色，通过舌下含服到达粘膜，快速有效保护，公司提倡声音工作者常备。清咽滴丸是国务院联防联控新冠疫情防控指南推荐用药，并入选《新型冠状病毒感染后长期症状中医诊疗专家共识》。

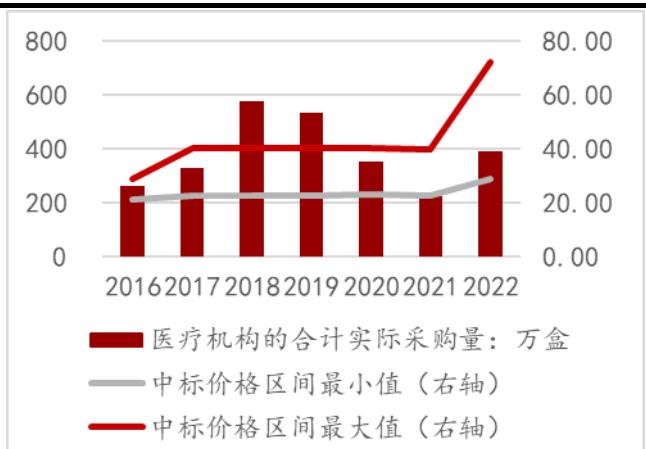
清咽滴丸2022年医院中标价大幅提升，以及过去几年销量萎缩主要是因为公司对清咽滴丸提价重新挂网，导致医疗端销量萎缩。销售回归正常后，量价齐升，恢复至历史最高体量可期。混改后公司加大了对清咽滴丸的重视程度和资源投入力度，之前是代理商销售模式，现在改为自营销售。截至2023年上半年，清咽滴丸挂网24个省市，全国铺货400家余连锁，开发医疗终端2000余家。在销售策略重塑下清咽滴丸有望实现高增长，超过历史最高水平。

图表30:清咽滴丸销量和增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表31:清咽滴丸医疗机构采购量和中标价: 元



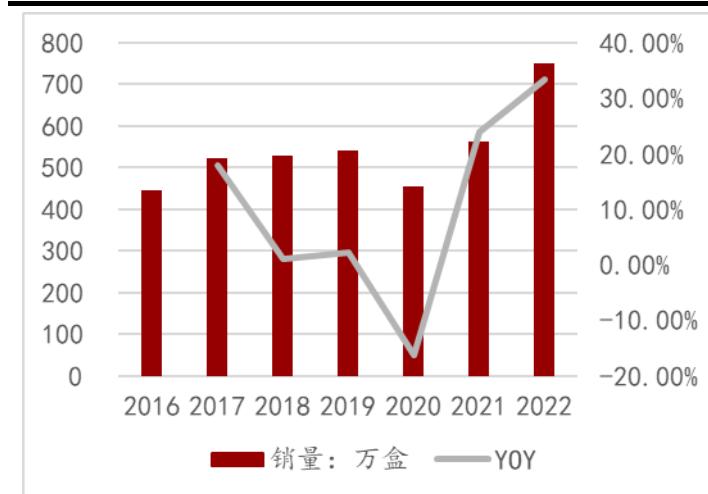
资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.3 胃肠安丸：销量稳定增长，未来有望通过区域性扩张实现量增

胃肠安丸是公司消化品类黄金单品之一，独家品种，全国医保品种，以名贵四香“木香、沉香、檀香、麝香”等十味中药科学配比，通过提供“胃肠同治”的新的综合解决方案，主治消费者“胀痛泻”三大症状。胃肠安丸为微丸剂型，具有“用量小，效果好”的特点，目前已有三十余项发明专利，包括处方、工艺、检测方法、新用途等多个方面。2022年胃肠安丸进入2部儿科领域专家共识——《儿童功能性消化不良中西医结合诊治专家共识》、《中西医结合防治小儿腹泻病专家共识》。公司开展多方位的胃肠安丸产品学术推广，开发多家大型等级医院，2020年儿童装胃肠安丸成功挂网。

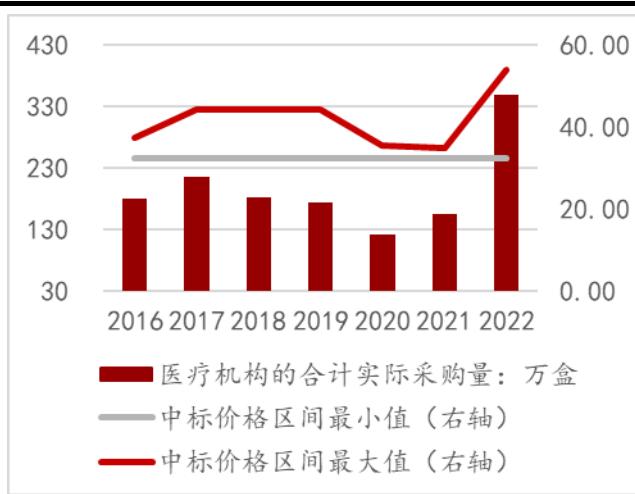
胃肠安丸2019年由于医院终端受采购量、处方量限制的影响，全年医疗机构采购量有所下降，2020年以来胃肠安丸销量稳步提升，中标价整体稳定。公司“十四五”目标是将胃肠安丸打造成3到5亿收入体量的产品，显示公司对胃肠安丸的重视程度。目前胃肠安丸销售区域主要集中在京津地区，未来若进入基药目录将有望实现从区域性销售扩张至全国，实现量增。

图表32: 胃肠安丸销量和增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表33: 胃肠安丸医疗机构采购量和中标价: 元



资料来源：公司公告，万联证券研究所

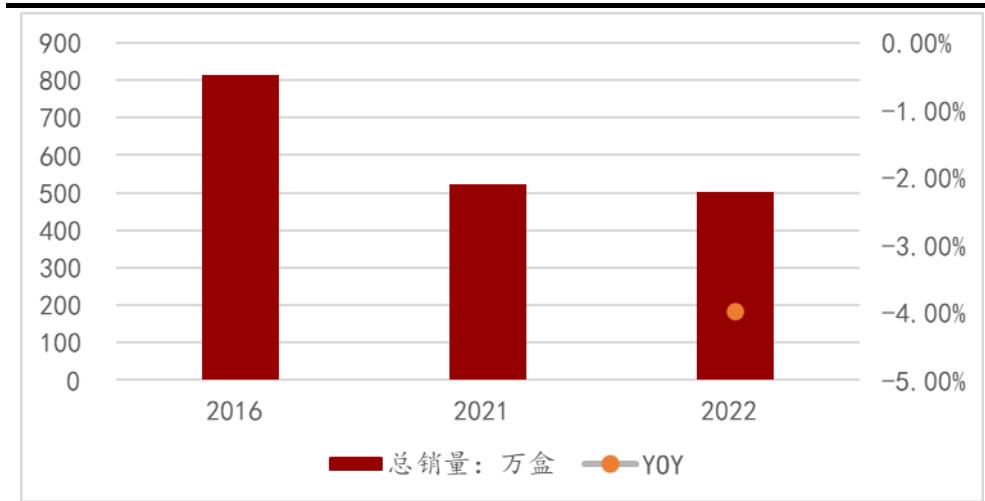
3.4 京万红软膏：销售政策重塑和适应症拓展是成长驱动力

京万红软膏是一种外用纯中药制剂，科技部保密品种，组方上承东汉有名医生、外科鼻祖华佗的“黄连解毒膏”，后由华佗的弟子吴普代代相传，至安徽省有名中医吴香山继承并发扬光大。上世纪60年代，抗美援越战争期间急需治疗炮火烧伤好的药物，吴香山将秘方“黄连解毒膏”无偿献给社会，在天津工农兵中药厂(今达仁堂)生产，

1970年药膏正式批复生产，并命名为“京万红”。此外，京万红软膏对久不愈合慢性创面褥疮、糖尿病足治疗有一定治疗效果，诠释了中医外用药“煨脓长肉”的作用机理。2022年《京万红软膏治疗糖尿病足溃疡临床疗效及改善创面微环境的研究》纳入到《代谢相关疾病的中西医结合防治关键技术及方案优化研究》的重要子课题项目，2023年上半年，京万红软膏进入《日晒伤基层诊疗指南》、《冻伤中医诊疗指南》。

公司2022年上半年开始对京万红软膏进行了销售政策调整和渠道分渠道的布局，重新遴选原有的经销商，主动控货，梳理新价格、新包装、新规格，所以销售受到了改革影响，全年看同比略微下滑。价格方面，公司2022年上半年对50克和20克线上线下规格都有提价，查询实体药店价格，50克规格60元左右，20克规格28元左右。价格重塑和销售改革推动京万红软膏持续增长。

图表34:京万红软膏销量和增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.5 精品国药：随改革深化价值有望被持续挖掘

公司执行的“三核九翼”里面其中第三核就是以百年老字号“达仁堂”承载精品国药，由达仁堂销售公司（津达平台）负责销售，品种包括安宫牛黄丸、清宫寿桃丸、牛黄清心丸（局方）等。精品国药是公司作为百年老字号中药传承的重要部分，混改后纳入战略规划中。公司安宫牛黄丸属于5家双天然品种之一，3家非遗品种之一。随着公司品牌力提升，营销改革持续深化，精品国药领域产品价值有望持续被挖掘，实现销售增长。

图表35:达仁堂海马补肾丸



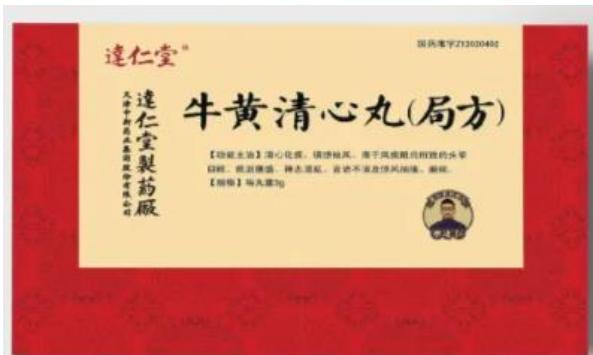
图表36:达仁堂安宫牛黄丸



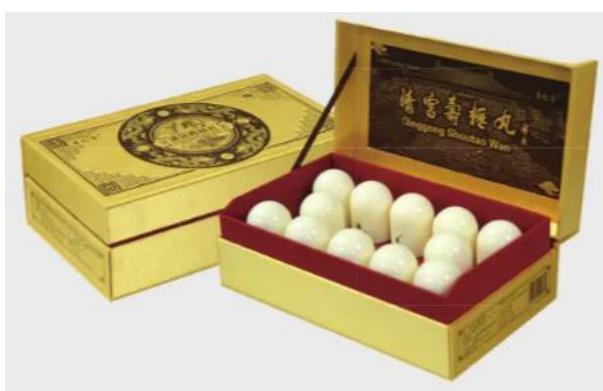
资料来源：公司产品手册，万联证券研究所

资料来源：公司产品手册，万联证券研究所

图表37:达仁堂牛黄清心丸



图表38:达仁堂清宫寿桃丸



资料来源：公司产品手册，万联证券研究所

资料来源：公司产品手册，万联证券研究所

4 盈利预测

公司主营业务包括医药制造、医药流通以及中医药特色医院等，医药制造覆盖心脑血管用药、呼吸系统用药、抗感染用药等。心脑血管核心品种包括速效救心丸、通脉养心丸等；呼吸系统核心品种包括清咽滴丸、清肺消炎丸等；抗感染领域核心品种包括癃清片等，其他重点品种包括胃肠安丸、安宫牛黄丸等。我们预测医药制药(抵消前)2023年、2024年、2025年收入增速分别为19.25%、19.18%、19.11%，毛利率分别为56.81%、56.92%、57.02%；医药流通(抵消前)2023年、2024年、2025年收入增速分别为2.00%、2.00%、2.00%，毛利率分别为5.30%、5.30%、5.30%；其他业务2023年、2024年、2025年收入增速分别为10.00%、10.00%、10.00%，毛利率分别为70.00%、70.00%、70.00%。

图表39:公司业绩拆分 (百万元)

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营收		6907.54	8249.25	9379.50	10702.02	12251.61
YOY		4.60%	19.42%	13.70%	14.10%	14.48%
总成本		4150.42	4955.59	5491.40	6117.73	6841.37
YOY		3.05%	19.40%	10.81%	11.41%	11.83%
毛利率		39.91%	39.93%	41.45%	42.84%	44.16%
1、医药制造	收入	4283.33	5229.37	6235.81	7431.85	8852.25
	YOY	10.97%	22.09%	19.25%	19.18%	19.11%
	毛利率	56.72%	56.49%	56.81%	56.92%	57.02%
	成本	1853.95	2275.22	2693.45	3201.59	3804.62
2、医药流通	收入	5952.99	6079.92	6201.52	6325.55	6452.06
	YOY	-0.41%	2.13%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	5.31%	5.36%	5.30%	5.30%	5.30%
	成本	5636.85	5753.82	5872.84	5990.30	6110.10
3、抵消	收入	(3344.14)	(3082.21)	(3082.21)	(3082.21)	(3082.21)
	YOY	2.57%	3%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	(3342.15)	(3079.37)	(3082.21)	(3082.21)	(3082.21)
4、其他	收入	15.36	22.17	24.39	26.83	29.51

YOY	-42.76%	44.33%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	88.43%	73.29%	70.00%	70.00%	70.00%
成本	1.78	5.92	7.32	8.05	8.85

资料来源：公司公告，万联证券研究所

5 投资建议

公司是传承百年的中华老字号，中药资源丰厚，混改后注入发展新活力，在营销能力提升，营销策略重塑，人员激励增加等多方面新驱动力下，公司产品有望实现持续增长，潜力产品价值将被持续挖掘。预计2023/2024/2025年收入为93.80亿元/107.02亿元/122.51亿元，对应归母净利润10.57亿元/12.99亿元/15.98亿元，对应EPS1.37元/股、1.69元/股、2.07元/股，对应PE为22.24/18.10/14.71(对应2023年10月19日收盘价30.52元)，首次覆盖给予“买入”评级。

6 风险提示

上游原材料价格波动风险、集采降价超预期风险、混改成效低于预期风险

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8249	9380	10702	12252
同比增速 (%)	19.42	13.70	14.10	14.48
营业成本	4956	5491	6118	6841
毛利	3294	3888	4584	5410
营业收入 (%)	39.93	41.45	42.84	44.16
税金及附加	77	0	0	0
营业收入 (%)	0.93	0.00	0.00	0.00
销售费用	1969	2439	2836	3308
营业收入 (%)	23.87	26.00	26.50	27.00
管理费用	378	394	439	490
营业收入 (%)	4.58	4.20	4.10	4.00
研发费用	153	188	235	282
营业收入 (%)	1.86	2.00	2.20	2.30
财务费用	-40	0	0	0
营业收入 (%)	-0.48	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-56	0	0	0
信用减值损失	-2	0	0	0
其他收益	7	0	0	0
投资收益	274	328	396	478
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	980	1196	1470	1808
营业收入 (%)	11.88	12.76	13.74	14.76
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	980	1196	1470	1808
营业收入 (%)	11.88	12.76	13.74	14.76
所得税费用	107	140	171	211
净利润	873	1057	1299	1598
营业收入 (%)	10.59	11.27	12.14	13.04
归属于母公司的净利润	862	1057	1299	1598
同比增速 (%)	12.05	22.65	22.88	23.01
少数股东损益	11	0	0	0
EPS (元/股)	1.12	1.37	1.69	2.07

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.12	1.37	1.69	2.07
BVPS	8.47	8.62	10.31	12.38
PE	27.28	22.24	18.10	14.71
PEG	2.26	0.98	0.79	0.64
PB	3.60	3.54	2.96	2.46
EV/EBITDA	24.69	16.49	12.94	10.00
ROE	13.21%	15.92%	16.36%	16.75%
ROIC	8.96%	15.09%	15.53%	15.94%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2883	2465	3529	4801
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	2245	2587	2930	3359
存货	1429	1803	1967	2177
预付款项	72	72	82	92
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	617	479	585	677
流动资产合计	7245	7406	9092	11106
长期股权投资	760	794	829	862
固定资产	1128	1102	1071	1039
在建工程	334	364	388	410
无形资产	281	326	375	429
商誉	85	127	176	229
递延所得税资产	208	240	240	240
其他非流动资产	116	115	112	110
资产总计	10157	10475	12284	14426
短期借款	102	152	212	275
应付票据及应付账款	1406	1532	1737	1931
预收账款	0	0	0	0
合同负债	219	281	310	354
应付职工薪酬	206	202	230	260
应交税费	197	142	178	212
其他流动负债	1306	1376	1589	1830
流动负债合计	3333	3533	4044	4587
长期借款	151	151	151	151
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	9	8	8	8
其他非流动负债	111	112	112	112
负债合计	3605	3804	4315	4858
归属于母公司的所有者权益	6521	6640	7939	9537
少数股东权益	30	30	30	30
股东权益	6552	6671	7970	9567
负债及股东权益	10157	10475	12284	14426

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量净额	677	361	836	967
投资	-113	-33	-33	-32
资本性支出	-106	-193	-195	-204
其他	207	308	396	478
投资活动现金流量净额	-12	83	168	242
债权融资	-24	25	0	0
股权融资	0	-76	0	0
银行贷款增加 (减少)	204	51	59	64
筹资成本	-402	-863	0	0
其他	-14	2	0	0
筹资活动现金流量净额	-237	-861	59	64
现金净流量	428	-418	1064	1272

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场