

达仁堂 (600329)

2023 年报点评: 混改持续推进, 工业端表现亮眼

买入 (维持)

2024 年 04 月 04 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

研究助理 向潇

执业证书: S0600122080021

xiangx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	8,249	8,222	9,077	10,164	11,234
同比	19.42%	-0.33%	10.40%	11.98%	10.52%
归母净利润 (百万元)	861.79	986.71	1,194.62	1,457.48	1,745.21
同比	12.05%	14.49%	21.07%	22.00%	19.74%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.12	1.28	1.55	1.89	2.27
P/E (现价&最新摊薄)	26.41	23.06	19.05	15.61	13.04

投资要点

■ **事件:** 2023 年全年实现营业收入 82.22 亿元 (-0.33%, 同比, 下同), 实现归母净利润 9.87 亿元 (+14.49%), 实现扣非归母净利润 9.52 亿元 (+23.8%), 业绩符合我们预期。

■ **“三核九翼”战略持续推进, 主力产品表现亮眼:** 2023 年, 公司工业收入 49.30 亿元, 同比增长 10.34%, 商业收入 37.61 亿元, 同比下降 11.19%。公司系统推进“三核九翼”战略, 持续深耕主品有战绩。销售额过亿品种达到 10 个, 核心品种速效救心丸销售额首次突破 20 亿元, 清咽滴丸、安宫牛黄丸、京万红软膏、清肺消炎丸进入 2 亿元品种梯队; 其中清咽滴丸连续两年实现翻倍增长, 京万红软膏实现 50 万家药店, 10 万家医疗终端覆盖, 其余品种市场覆盖率同样得到显著提升。分产品线看, 23 年公司心脑血管线实现收入 23.72 亿元 (+20.17%), 呼吸系统线实现收入 3.87 亿元 (+37.44%), 消化系统受公司主动进行渠道调整影响, 实现收入 2.32 亿元 (-23.63%), 泌尿系统实现收入 1.95 亿元 (-1.65%); 五官科实现收入 2.66 亿元 (+91.51%)。

■ **海外及电商渠道快速上量, 学术推广进展可喜:** 23 年为公司电商事业部发展元年, 电商业务首年销售收入即突破 4000 万元, 同时推动公司二三线品种牙痛停滴丸、乌鸡白凤片等产品在电商渠道增强曝光; 公司国际化发展持续推进, 2023 年, 公司在国际市场销售收入突破 4000 万, 同比增长 25%。推动速效救心丸、乌鸡白凤丸、六味地黄丸、长城牌新明目上清片、长城牌新清肺抑火片、精制银翘解毒片首次通过 HALAL 认证, 为拓展东南亚等穆斯林地区市场打下基础。未来海外事业部有望维持高速增长。除此之外, 公司新增 10 个品种进入 20 个国家和省市级指南、共识, 未来有望通过学术成果的转化, 在院端实现稳健增长。

■ **控费能力进一步提升, 24 年目标明确:** 23 年公司销售费用 21.63 亿元 (+7.98%), 管理费用 3.82 亿元 (+0.99%), 财务费用 -1562 万元 (+60.72%), 研发费用 1.85 亿元 (+20.56%), 管理费用及销售费用均低于工业收入增速。2024 年, 公司目标明确, 在市场营销领域围绕“产品求突破, 区域广覆盖, 渠道强渗透”开展工作, 推动公司心脑血管、呼吸、消化、精品国药品类重点产品再创佳绩, 推动核心工业保持两位数增长。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司投资收益部分 23 年基数较高, 且混改过程中需要持续的费用投入, 我们将 24-25 年盈利预测由 13.9/17.4 亿元下调至 11.9/14.6 亿元, 同时预计 26 年公司归母净利润为 17.5 亿元, 当前市值对应 PE 为 19/16/13X, 同时我们看好公司作为百年老字号在混改落地后的发展, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 市场竞争加剧, 原材料涨价等风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.66
一年最低/最高价	23.40/56.26
市净率(倍)	3.58
流通 A 股市值(百万元)	17,349.52
总市值(百万元)	23,613.05

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.57
资产负债率(% ,LF)	35.04
总股本(百万股)	770.16
流通 A 股(百万股)	565.87

相关研究

《达仁堂(600329): 达仁堂 2023 中报点评: 业绩符合预期, 混改落地激发百年底蕴活力》

2023-08-15

《达仁堂(600329): 百年品牌底蕴, 混改落地焕发新生》

2023-06-13

达仁堂三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,552	6,859	9,131	10,563	营业总收入	8,222	9,077	10,164	11,234
货币资金及交易性金融资产	2,125	2,741	3,877	5,588	营业成本(含金融类)	4,604	4,834	5,186	5,533
经营性应收款项	2,729	2,835	3,349	3,487	税金及附加	79	91	102	124
存货	1,567	1,119	1,762	1,312	销售费用	2,126	2,451	2,795	3,089
合同资产	0	0	0	0	管理费用	382	408	457	506
其他流动资产	131	164	143	176	研发费用	185	236	285	337
非流动资产	3,678	3,641	3,601	3,549	财务费用	(16)	(30)	(48)	(82)
长期股权投资	882	912	942	972	加:其他收益	22	0	0	0
固定资产及使用权资产	1,055	1,002	946	889	投资净收益	308	280	280	280
在建工程	386	386	386	386	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	318	303	289	275	减值损失	(95)	0	0	0
商誉	66	66	66	66	资产处置收益	0	1	1	1
长期待摊费用	5	5	5	5	营业利润	1,097	1,368	1,669	2,009
其他非流动资产	966	966	966	956	营业外净收支	(2)	0	0	0
资产总计	10,230	10,500	12,732	14,112	利润总额	1,095	1,368	1,669	2,009
流动负债	3,233	2,292	3,048	2,659	减:所得税	127	157	192	241
短期借款及一年内到期的非流动负债	85	85	85	85	净利润	969	1,210	1,477	1,768
经营性应付款项	1,126	620	1,253	745	减:少数股东损益	(18)	16	19	23
合同负债	146	242	259	277	归属母公司净利润	987	1,195	1,457	1,745
其他流动负债	1,876	1,345	1,450	1,553	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.28	1.55	1.89	2.27
非流动负债	352	352	352	352	EBIT	817	1,057	1,339	1,646
长期借款	241	241	241	241	EBITDA	950	1,195	1,479	1,788
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.01	46.74	48.98	50.75
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	12.00	13.16	14.34	15.54
其他非流动负债	108	108	108	108	收入增长率(%)	(0.33)	10.40	11.98	10.52
负债合计	3,585	2,644	3,400	3,011	归母净利润增长率(%)	14.49	21.07	22.00	19.74
归属母公司股东权益	6,601	7,795	9,253	10,998					
少数股东权益	45	60	80	103					
所有者权益合计	6,645	7,856	9,332	11,101					
负债和股东权益	10,230	10,500	12,732	14,112					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	688	468	989	1,554	每股净资产(元)	8.57	10.12	12.01	14.28
投资活动现金流	(569)	181	181	191	最新发行在外股份(百万股)	770	770	770	770
筹资活动现金流	(834)	(34)	(34)	(34)	ROIC(%)	10.48	12.34	13.29	13.73
现金净增加额	(714)	615	1,136	1,711	ROE-摊薄(%)	14.95	15.32	15.75	15.87
折旧和摊销	133	138	140	142	资产负债率(%)	35.04	25.18	26.70	21.34
资本开支	(141)	(49)	(49)	(49)	P/E (现价&最新股本摊薄)	23.06	19.05	15.61	13.04
营运资本变动	(166)	(633)	(381)	(109)	P/B (现价)	3.45	2.92	2.46	2.07

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>