

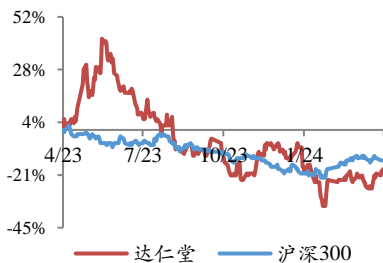
核心产品速效救心丸持续放量，盈利能力稳步提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-12

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价（元） | 31.57 |
| 近12个月最高/最低（元） | 56.26/23.40 |
| 总股本（百万股） | 770 |
| 流通股本（百万股） | 566 |
| 流通股比例（%） | 73.51 |
| 总市值（亿元） | 243 |
| 流通市值（亿元） | 179 |

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

- 【华安医药】公司点评达仁堂：Q3利润短期承压，前三季度核心产品收入稳定 2023-11-20
- 【华安医药】公司点评达仁堂：上半年利润增长显著，毛利率提升明显 2023-08-17

主要观点：

事件

达仁堂发布2023年年度报告。公司23年营业收入为82.22亿元，同比-0.33%；归母净利润为9.87亿元，同比+14.49%；扣非归母净利润为9.52亿元，同比+23.80%；经营性现金流净额为6.88亿元，同比+1.66%。

事件点评

● 公司盈利能力持续提升，毛利率持续优化

2023年公司销售毛利率为44.01%，同比增长4.08个百分点；销售净利率为11.78%，同比增长1.19个百分点；销售费用率25.86%，同比增长1.99个百分点；管理费用率4.64%，同比增长0.06个百分点；研发费用率2.25%，同比增长0.39个百分点；财务费用率-0.19%，同比增长0.29个百分点。

2023Q4营业收入为24.29亿元，同比-9.57%；归母净利润为1.29亿元，同比-3.25%；扣非归母净利润为1.10亿元，同比-8.50%。

● 公司核心产品持续放量，速效救心丸销售额突破20亿元

分行业来看，工业板块收入49.30亿元，同比+10.34%，商业板块收入37.62亿元，同比-11.19%；分产品来看，中成药板块58.36亿元，同比+3.26%，西药板块16.97亿元，同比-4.84%。公司核心产品持续放量，速效救心丸销售额首次突破20亿元，23年全年销售5776万盒，同比+14.16%；呼吸类产品持续维持高需求，23年清咽滴丸销售702万盒，同比+80.79%、清肺消炎丸销售575万盒，同比+16.5%。同时公司主要产品清咽滴丸、安宫牛黄丸、京万红软膏、清肺消炎丸进入2亿元品种梯队。**核心产品持续放量，呼吸类产品维持高增长。**

达仁堂参股子公司中美天津史克制药有限公司（持股25%），2023年净利润9.80亿元，同比+39.01%。

● 公司持续推进“三核九翼”和“1+5”新布局

达仁堂全面推进布局“三核九翼”和“1+5”战略布局，产品端，23年公司市场开拓工作围绕“三核九翼”战略，持续深耕主品发展，销售额过亿品种达到10个。“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，同时，公司进一步布局上游中药材基地建设，23年公司建设川芎、金银花、五味子种植基地4000亩。

按照十四五发展规划，公司心脑血管核心产品速效救心丸，力争突破收入达到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”，23年销售额突破20亿元。考虑到根据公司23年年报披露业绩，23年收入受商业板块影响较大，但核心业务仍具活力，我们下调了盈利预测，公司2024-2026年收入预计分别91.2/101.8/113.8亿元（24-25年前预测值为94.5/105.5亿元），分别同比增长11%/12%/12%；归母净利润预计分别为11.5/13.9/17.0亿元（24-25年前预测值为11.8/14.4亿元），分别同比增长17%/21%/23%，对应估值为21X/18X/14X。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 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 8222 | 9120 | 10179 | 11384 |
| 收入同比 (%) | -0.3% | 10.9% | 11.6% | 11.8% |
| 归属母公司净利润 | 987 | 1149 | 1389 | 1703 |
| 净利润同比 (%) | 14.5% | 16.5% | 20.8% | 22.6% |
| 毛利率 (%) | 44.0% | 44.6% | 45.2% | 46.0% |
| ROE (%) | 14.9% | 14.8% | 15.2% | 15.7% |
| 每股收益 (元) | 1.28 | 1.49 | 1.80 | 2.21 |
| P/E | 26.29 | 21.15 | 17.51 | 14.28 |
| P/B | 3.93 | 3.14 | 2.66 | 2.24 |
| EV/EBITDA | 25.39 | 15.92 | 12.73 | 9.86 |

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 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 6552 | 7766 | 9362 | 11253 | 营业收入 | 8222 | 9120 | 10179 | 11384 |
| 现金 | 2125 | 2972 | 3997 | 5319 | 营业成本 | 4604 | 5056 | 5574 | 6153 |
| 应收账款 | 2173 | 2391 | 2679 | 2991 | 营业税金及附加 | 79 | 88 | 98 | 109 |
| 其他应收款 | 34 | 52 | 50 | 61 | 销售费用 | 2126 | 2426 | 2667 | 2926 |
| 预付账款 | 76 | 78 | 89 | 97 | 管理费用 | 382 | 456 | 504 | 546 |
| 存货 | 1567 | 1589 | 1824 | 1974 | 财务费用 | -16 | -12 | -21 | -31 |
| 其他流动资产 | 578 | 683 | 722 | 812 | 资产减值损失 | -72 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 3678 | 3841 | 3990 | 4144 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 882 | 959 | 1058 | 1146 | 投资净收益 | 308 | 342 | 381 | 427 |
| 固定资产 | 1048 | 1041 | 1022 | 1007 | 营业利润 | 1097 | 1255 | 1516 | 1859 |
| 无形资产 | 318 | 378 | 426 | 480 | 营业外收入 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 其他非流动资产 | 1430 | 1464 | 1485 | 1512 | 营业外支出 | 5 | 3 | 3 | 3 |
| 资产总计 | 10230 | 11607 | 13351 | 15397 | 利润总额 | 1095 | 1254 | 1515 | 1858 |
| 流动负债 | 3233 | 3482 | 3862 | 4236 | 所得税 | 127 | 125 | 152 | 186 |
| 短期借款 | 82 | 82 | 82 | 82 | 净利润 | 969 | 1128 | 1364 | 1672 |
| 应付账款 | 615 | 707 | 762 | 851 | 少数股东损益 | -18 | -21 | -25 | -31 |
| 其他流动负债 | 2536 | 2693 | 3018 | 3303 | 归属母公司净利润 | 987 | 1149 | 1389 | 1703 |
| 非流动负债 | 352 | 352 | 352 | 352 | EBITDA | 950 | 1361 | 1622 | 1959 |
| 长期借款 | 241 | 241 | 241 | 241 | EPS (元) | 1.28 | 1.49 | 1.80 | 2.21 |
| 其他非流动负债 | 111 | 111 | 111 | 111 | | | | | |
| 负债合计 | 3585 | 3834 | 4214 | 4588 | | | | | |
| 少数股东权益 | 45 | 24 | -2 | -33 | | | | | |
| 股本 | 770 | 770 | 770 | 770 | | | | | |
| 资本公积 | 975 | 975 | 975 | 975 | | | | | |
| 留存收益 | 4855 | 6005 | 7394 | 9097 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 6601 | 7750 | 9139 | 10842 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 10230 | 11607 | 13351 | 15397 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 会计年度 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 688 | 776 | 904 | 1161 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 987 | 1149 | 1389 | 1703 | 营业收入 | -0.3% | 10.9% | 11.6% | 11.8% |
| 折旧摊销 | 133 | 99 | 102 | 102 | 营业利润 | 11.9% | 14.4% | 20.8% | 22.6% |
| 财务费用 | 25 | 9 | 9 | 9 | 归属于母公司净利 | 14.5% | 16.5% | 20.8% | 22.6% |
| 投资损失 | -308 | -342 | -381 | -427 | 获利能力 | | | | |
| 营运资金变动 | -166 | -119 | -190 | -195 | 毛利率 (%) | 44.0% | 44.6% | 45.2% | 46.0% |
| 其他经营现金流 | 1172 | 1248 | 1554 | 1868 | 净利率 (%) | 12.0% | 12.6% | 13.6% | 15.0% |
| 投资活动现金流 | -569 | 79 | 130 | 170 | ROE (%) | 14.9% | 14.8% | 15.2% | 15.7% |
| 资本支出 | -141 | -187 | -153 | -170 | ROIC (%) | 10.4% | 14.0% | 14.4% | 15.0% |
| 长期投资 | -606 | -75 | -98 | -87 | 偿债能力 | | | | |
| 其他投资现金流 | 178 | 342 | 381 | 427 | 资产负债率 (%) | 35.0% | 33.0% | 31.6% | 29.8% |
| 筹资活动现金流 | -834 | -9 | -9 | -9 | 净负债比率 (%) | 53.9% | 49.3% | 46.1% | 42.4% |
| 短期借款 | -20 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 2.03 | 2.23 | 2.42 | 2.66 |
| 长期借款 | 90 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 1.51 | 1.74 | 1.92 | 2.16 |
| 普通股增加 | -3 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 资本公积增加 | -73 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.80 | 0.79 | 0.76 | 0.74 |
| 其他筹资现金流 | -828 | -9 | -9 | -9 | 应收账款周转率 | 3.78 | 3.81 | 3.80 | 3.81 |
| 现金净增加额 | -714 | 847 | 1025 | 1322 | 应付账款周转率 | 7.48 | 7.15 | 7.31 | 7.23 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.28 | 1.49 | 1.80 | 2.21 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 0.89 | 1.01 | 1.17 | 1.51 |
| | | | | | 每股净资产 | 8.57 | 10.06 | 11.87 | 14.08 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 26.29 | 21.15 | 17.51 | 14.28 |
| | | | | | P/B | 3.93 | 3.14 | 2.66 | 2.24 |
| | | | | | EV/EBITDA | 25.39 | 15.92 | 12.73 | 9.86 |

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达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方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。