

2024年04月12日

证券研究报告·2023年年报点评

达仁堂(600329) 医药生物

当前价: 31.57元

目标价: ——元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## “三核九翼”夯实基础，大单品增速亮眼

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年报,实现营业收入82.2亿元,同比减少0.3%,归母净利润9.9亿元,同比增加14.5%,扣非净利润9.5亿元,同比增加23.8%。
- “三核九翼”强基础,深耕主品增业绩。** 报告期商业端实现营业收入37.62亿元(-11.19%),受到疫后商业模式多元化发展影响。工业端实现营业收入49.30亿元(+10.34%),其中主要主品中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,清咽滴丸实现销售额连续两年翻番,主品带动收入端增长。按照治疗领域来看,心脑血管收入同比增加20.17%,得益于速效救心丸的增长,报告期速效救心丸已覆盖50万家药店,10万家医疗终端。呼吸系统收入同比37.44%,清咽滴丸和清肺消炎丸带动增长。消化系统同比降低23.63%。五官科类收入同比增加91.51%,得益于京万红软膏销量大幅增加。消化系统类收入同比降低23.63%;泌尿系统收入同比降低1.65%。
- 守正创新赋新能,精益生产提质量。** 公司积极拓展创新药研究,报告期内公司开展药学研究4项,药理研究21项,临床研究15项,药经1项,技改技革125项,同时提高对速效救心丸、京万红软膏、紫龙金片、益肺清化膏等大品种的二次开发,强化产品竞争力。2023年公司开展智能制造精益生产,不断完善长期可持续发展体系,实现毛利率44.01%(+4.08pp),工业毛利率69.67%做出贡献,降本增效取得显著效果。研发费用率2.25%(+0.39pp),主要系本期研发投入同比增加。销售费用率25.86%(+1.99pp),销售费用率26.1%(+3.6pp),主要是市场拓展维护费、宣传咨询费增加导致。管理费用率4.64%(+0.06pp),主要是职工薪酬增加所致。财务费用率-0.19%(+0.29pp),原因为利息费用增加增加。此外,2023年公司投资收益为3.08亿元(+12.36%),主要是中美天津史克贡献2.45亿元。
- 积极拓展新渠道,国际市场增收益。** 公司紧跟药品传统渠道向线上和院外加速分化趋势,积极开拓电商渠道,推动牙痛停滴丸、乌鸡白凤片等产品在电商渠道曝光的曝光度,进一步提升其知名度,2023年电商业务首年销售收入突破4000万元。同时,公司积极开拓国际市场,在国际市场销售收入突破4000万,同比增长25%,并且积极推动速效救心丸、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、精制银翘解毒片进入东南亚等穆斯林地区市场。
- 盈利预测:** 考虑到公司未来“十四五”战略目标清晰,利润率仍然有持续提升空间,预计2024-2026年归母净利润分别为12.1、14.9和17.9亿元,对应PE为20倍、16倍和14倍。
- 风险提示:** 费用管控不及预期、新药研发周期长、中药材成本上涨明显、产品提价不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8222.31	9031.78	9981.49	11047.12
增长率	-0.33%	9.84%	10.52%	10.68%
归属母公司净利润(百万元)	986.71	1210.48	1490.81	1789.73
增长率	14.49%	22.68%	23.16%	20.05%
每股收益EPS(元)	1.28	1.57	1.94	2.32
净资产收益率ROE	14.58%	18.24%	18.39%	24.44%
PE	25	20	16	14
PB	3.66	3.53	3.37	3.20

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 阮雯

执业证号: S1250522100004

电话: 021-68416017

邮箱: rw@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.70
流通A股(亿股)	5.66
52周内股价区间(元)	24.82-55.3
总市值(亿元)	243.14
总资产(亿元)	102.30
每股净资产(元)	8.57

### 相关研究

1. 达仁堂(600329): 毛利提升显著, 投资收益增厚业绩 (2023-08-23)

## 关键假设

假设 1：因公司提高对速效救心丸、京万红软膏、紫龙金片、益肺清化膏等大品种的二次开发，产品适应症增强，假设 2024-2026 年中成药的销量增长分别为 8%、8%和 8%。其中重点产品速效救心丸扩大院内院外覆盖范围，产品适应症逐步从急救用药改为预防用药，服用场景增加，预计速效救心丸销量在 2024-2026 年的增速分别为 15%、15%和 15%。二线产品清咽滴丸、安宫牛黄丸、京万红软膏、清肺消炎丸假设 2024-2026 年销量增速分别为 15%、15%和 15%。中成药毛利率假设 2024-2026 年分别为 58%、60%和 62%。

假设 2：西药产品有望正常保持增长趋势，假设 2024-2026 年西药销量增长分别为 2%、2%和 2%，价格保持不变。

表：达仁堂收入及毛利分拆

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
中成药	收入	58.36	63.03	68.07	73.52
	增速	3%	8%	8%	8%
	毛利	33.42	36.56	40.84	45.58
	毛利率	57%	58%	60%	62%
西药	收入	16.97	17.31	17.66	18.01
	增速	-5%	2%	2%	2%
	毛利	1.04	1.56	1.59	1.62
	毛利率	6%	9%	9%	9%
其他	收入	6.73	9.98	14.08	18.94
	增速	-15%	48%	41%	34%
	毛利	1.60	2.49	3.80	5.68
	毛利率	24%	25%	27%	30%
合计	收入	82.22	90.31	99.81	110.47
	增速	-0.33%	9.84%	10.52%	10.68%
	毛利	36.06	40.89	46.23	52.88
	毛利率	44%	45%	46%	48%

数据来源：wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8222.31	9031.78	9981.49	11047.12	净利润	968.71	1255.68	1544.88	1854.64
营业成本	4604.08	4942.94	5357.87	5758.55	折旧与摊销	129.65	257.05	277.36	286.12
营业税金及附加	79.05	40.64	44.92	49.71	财务费用	-15.62	1.81	2.00	2.21
销售费用	2126.43	2330.20	2495.37	2761.78	资产减值损失	-71.86	0.00	0.00	0.00
管理费用	381.63	451.59	499.07	552.36	经营营运资本变动	-206.66	339.13	-181.52	-197.48
财务费用	-15.62	1.81	2.00	2.21	其他	-115.72	-172.60	-157.16	-150.33
资产减值损失	-71.86	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>688.49</b>	<b>1681.06</b>	<b>1485.57</b>	<b>1795.16</b>
投资收益	308.11	155.00	165.00	175.00	资本支出	-51.68	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-517.24	46.39	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-568.91</b>	<b>6.39</b>	<b>-35.00</b>	<b>-35.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1096.98</b>	<b>1419.60</b>	<b>1747.26</b>	<b>2097.51</b>	短期借款	-19.84	-81.80	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.61	0.26	-0.38	-0.37	长期借款	89.74	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1095.36</b>	<b>1419.86</b>	<b>1746.88</b>	<b>2097.14</b>	股权融资	-75.85	0.00	0.00	0.00
所得税	126.66	164.18	201.99	242.49	支付股利	-859.15	-983.68	-1206.76	-1486.24
净利润	968.71	1255.68	1544.88	1854.64	其他	31.33	-39.71	-2.00	-2.21
少数股东损益	-18.00	45.20	54.07	64.91	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-833.77</b>	<b>-1105.19</b>	<b>-1208.76</b>	<b>-1488.45</b>
归属母公司股东净利润	986.71	1210.48	1490.81	1789.73	<b>现金流量净额</b>	<b>-714.15</b>	<b>582.27</b>	<b>241.81</b>	<b>271.71</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2125.20	2707.47	2949.28	3220.99	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2334.66	2494.79	2792.85	3081.42	销售收入增长率	-0.33%	9.84%	10.52%	10.68%
存货	1566.52	1652.49	1797.59	1936.85	营业利润增长率	11.93%	29.41%	23.08%	20.05%
其他流动资产	525.30	61.42	67.88	75.13	净利润增长率	10.93%	29.62%	23.03%	20.05%
长期股权投资	882.31	1032.31	1192.31	1362.31	EBITDA 增长率	14.33%	38.60%	20.74%	17.72%
投资性房地产	13.03	13.03	13.03	13.03	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1434.74	1227.79	1000.51	764.48	毛利率	44.01%	45.27%	46.32%	47.87%
无形资产和开发支出	396.74	387.17	377.60	368.04	三费率	30.31%	30.82%	30.02%	30.02%
其他非流动资产	951.61	951.09	950.57	950.05	净利率	11.78%	13.90%	15.48%	16.79%
<b>资产总计</b>	<b>10230.10</b>	<b>10527.55</b>	<b>11141.62</b>	<b>11772.28</b>	ROE	14.58%	18.24%	21.39%	24.44%
短期借款	81.80	0.00	0.00	0.00	ROA	9.47%	11.93%	13.87%	15.75%
应付和预收款项	1531.82	1714.43	1857.88	1992.21	ROIC	25.60%	35.34%	46.26%	54.99%
长期借款	241.03	241.03	241.03	241.03	EBITDA/销售收入	14.73%	18.58%	20.30%	21.60%
其他负债	1730.21	1689.19	1821.68	1949.61	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3584.86</b>	<b>3644.65</b>	<b>3920.60</b>	<b>4182.86</b>	总资产周转率	0.81	0.87	0.92	0.96
股本	770.16	770.16	770.16	770.16	固定资产周转率	7.56	8.37	9.64	12.91
资本公积	975.21	975.21	975.21	975.21	应收账款周转率	3.66	3.78	3.87	3.84
留存收益	4828.02	5054.82	5338.87	5642.36	存货周转率	3.01	3.04	3.06	3.04
归属母公司股东权益	6600.69	6793.15	7077.20	7380.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.28%	—	—	—
少数股东权益	44.55	89.75	143.82	208.73	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6645.24</b>	<b>6882.90</b>	<b>7221.02</b>	<b>7589.42</b>	资产负债率	35.04%	34.62%	35.19%	35.53%
负债和股东权益合计	10230.10	10527.55	11141.62	11772.28	带息债务/总负债	9.01%	6.61%	6.15%	5.76%
					流动比率	2.03	2.10	2.13	2.17
					速动比率	1.54	1.60	1.63	1.66
					股利支付率	87.07%	81.26%	80.95%	83.04%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1211.00	1678.45	2026.62	2385.84	每股收益	1.28	1.57	1.94	2.32
PE	24.64	20.09	16.31	13.59	每股净资产	8.63	8.94	9.38	9.85
PB	3.66	3.53	3.37	3.20	每股经营现金	0.89	2.18	1.93	2.33
PS	2.96	2.69	2.44	2.20	每股股利	1.12	1.28	1.57	1.93
EV/EBITDA	17.78	12.43	10.17	8.53					
股息率	3.53%	4.05%	4.96%	6.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---