

多个治疗领域收入高增长，整体盈利能力提升

——达仁堂（600329）点评报告

买入（维持）

2024年04月25日

报告关键要素：

2024年3月30日，公司发布2023年年报。2023年，公司实现营业收入82.22亿元（-0.33%），归母净利润9.87亿元（+14.49%），扣非归母净利润9.52亿元（+23.80%）。2023Q4，公司实现营业收入24.29亿元（-9.57%），归母净利润1.29亿元（-3.01%），扣非归母净利润1.10亿元（-8.33%）。

投资要点：

工业板块收入双位数增长，核心产品收入创新高。2023年公司工业板块实现收入49.30亿元（+10.34%），商业板块实现收入37.62亿元（-11.19%），商业板块拖累公司整体业绩。具体看，销售额过亿品种达到10个，其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。

心脑血管、呼吸领域、五官科收入高增长。2023年公司心脑血管用药营收23.73亿元（+20.17%），呼吸系统用药营收3.87亿元（+37.44%），消化系统用药营收2.32亿元（-23.63%），泌尿系统用药营收1.95亿元（-1.65%），五官科用药营收2.66亿元（+91.51%）。从具体产品销量情况来看，心脑血管领域的速效救心丸、通脉养心丸、安宫牛黄丸销量分别为5776万盒（+14.16%）、378万盒（-20.85%）、152万盒（+48.5%）；呼吸领域的清肺消炎丸销量575万盒（+16.5%）；泌尿系统的癃清片销量337万盒（+1.72%）；消化系统的胃肠安丸销量528万盒（-29.55%），五官科的清咽滴丸销量702万盒（+80.79%）。

2023年，公司在国际市场销售收入突破4000万，同比增长25%。依托津药达仁堂新加坡发展有限公司推动产品出海，筹备海外店，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，年内新增单天然安宫牛黄丸（香港）、通脉养心丸（香港）、牛黄解毒片（马来西亚）3个品种获批中药注册；新增特制清心丸（马来西亚）、安宫牛黄丸（澳门）2个品种上市销售；上调牛黄清心丸等6个品种出口价格；实现痧药丸

基础数据

总股本(百万股)	770.16
流通A股(百万股)	565.87
收盘价(元)	33.58
总市值(亿元)	258.62
流通A股市值(亿元)	190.02

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

混改注入活力，百年老字号二次腾飞

分析师：

黄婧婧

执业证书编号：S0270522030001

电话：18221003557

邮箱：huangjj@wlzq.com.cn

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8222.31	9219.48	10472.92	11720.00
增长比率(%)	-0.33	12.13	13.60	11.91
归母净利润(百万元)	986.71	1140.91	1351.83	1619.07
增长比率(%)	14.49	15.63	18.49	19.77
每股收益(元)	1.28	1.48	1.76	2.10
市盈率(倍)	26.21	22.67	19.13	15.97
市净率(倍)	3.92	3.34	2.84	2.41

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

等 5 个品种扭亏。

整体盈利能力提升，销售费用率提升拖累净利率。2023 年公司整体销售毛利率 44.01%（同比增长 4.08 个百分点），销售净利率 11.78%（同比增长 1.20 个百分点）。费用率方面，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），财务费用率-0.19%（同比增长 0.29 个百分点），三项费用率合计 30.31%（同比增长 2.34 个百分点）。

盈利预测与投资建议：公司是传承百年的中华老字号，中药资源丰富，混改后注入发展新活力，基于公司业务发展以及新发布的业绩报告，我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 11.41 亿元/13.52 亿元/16.19 亿元（调整前为 12.99 亿元/15.98 亿元/-），对应 EPS1.48 元/股、1.76 元/股、2.10 元/股，对应 PE 为 22.67/19.13/15.97（对应 2024 年 4 月 24 日收盘价 33.58 元），维持“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

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8222	9219	10473	11720
同比增速 (%)	-0.33	12.13	13.60	11.91
营业成本	4604	5171	5769	6324
毛利	3618	4048	4703	5396
营业收入 (%)	44.01	43.91	44.91	46.04
税金及附加	79	0	0	0
营业收入 (%)	0.96	0.00	0.00	0.00
销售费用	2126	2489	2880	3258
营业收入 (%)	25.86	27.00	27.50	27.80
管理费用	382	406	450	492
营业收入 (%)	4.64	4.40	4.30	4.20
研发费用	185	184	230	270
营业收入 (%)	2.25	2.00	2.20	2.30
财务费用	-16	0	0	0
营业收入 (%)	-0.19	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-72	0	0	0
信用减值损失	-23	0	0	0
其他收益	22	0	0	0
投资收益	308	323	387	457
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	0	0	0	0
营业利润	1097	1291	1530	1833
营业收入 (%)	13.34	14.01	14.61	15.64
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	1095	1291	1530	1833
营业收入 (%)	13.32	14.01	14.61	15.64
所得税费用	127	151	178	214
净利润	969	1141	1352	1619
营业收入 (%)	11.78	12.37	12.91	13.81
归属于母公司的净利润	987	1141	1352	1619
同比增速 (%)	14.49	15.63	18.49	19.77
少数股东损益	-18	0	0	0
EPS (元/股)	1.28	1.48	1.76	2.10

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	1.28	1.48	1.76	2.10
BVPS	8.57	10.05	11.81	13.91
PE	26.21	22.67	19.13	15.97
PEG	1.81	1.45	1.03	0.81
PB	3.92	3.34	2.84	2.41
EV/EBITDA	25.39	16.47	13.40	10.67
ROE	14.95%	14.74%	14.87%	15.11%
ROIC	10.36%	14.02%	14.21%	14.52%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2125	3004	4068	5356
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	2225	2500	2840	3177
存货	1567	1694	1877	2078
预付款项	76	77	89	98
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	559	589	687	745
流动资产合计	6552	7864	9560	11453
长期股权投资	882	961	1045	1134
固定资产	1048	991	928	861
在建工程	386	421	457	495
无形资产	318	363	412	457
商誉	66	85	102	114
递延所得税资产	266	266	266	266
其他非流动资产	712	712	712	713
资产总计	10230	11663	13482	15494
短期借款	82	106	128	144
应付票据及应付账款	1126	1380	1513	1649
预收账款	0	0	0	0
合同负债	146	211	228	252
应付职工薪酬	251	240	279	308
应交税费	154	170	204	222
其他流动负债	1555	1524	1768	1953
流动负债合计	3233	3525	3992	4385
长期借款	241	241	241	241
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	7	7	7	7
其他非流动负债	104	104	104	104
负债合计	3585	3877	4344	4736
归属于母公司的所有者权益	6601	7742	9093	10713
少数股东权益	45	45	45	45
股东权益	6645	7786	9138	10757
负债及股东权益	10230	11663	13482	15494

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	688	770	901	1059
投资	-606	-78	-85	-88
资本性支出	-141	-160	-163	-155
其他	178	323	387	457
投资活动现金流净额	-569	85	140	213
债权融资	-801	0	0	0
股权融资	3	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	871	24	22	16
筹资成本	-877	0	0	0
其他	-29	0	0	0
筹资活动现金流净额	-834	24	22	16
现金净流量	-714	879	1064	1288

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收到任何形式的补偿。

免责声明

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