

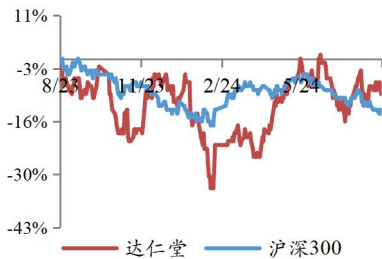
上半年工业端高基数下维持稳定增长，Q2 业绩短期承压

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-15

收盘价（元）	32.72
近 12 个月最高/最低（元）	38.04/23.40
总股本（百万股）	770
流通股本（百万股）	766
流通股比例（%）	99.44
总市值（亿元）	252
流通市值（亿元）	251

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

1.【华安医药】公司点评达仁堂：核心产品速效救心丸持续放量，盈利能力稳步提升 2024-04-15

2.【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

主要观点：

事件

达仁堂发布 2024 年半年度报告。公司 2024 年上半年实现营业收入 39.65 亿元，同比-3.02%；归母净利润 6.58 亿元，同比-8.97%；扣非归母净利润 6.34 亿元，同比-11.01%。

事件点评

● 同期基数高导致单季增速承压，财务质量进一步提升

公司 2024Q2 收入为 18.79 亿元，同比-2.83%；归母净利润为 2.70 亿元，同比-15.95%；扣非归母净利润为 2.58 亿元，同比-18.68%。24 年上半年公司整体毛利率为 49.93%，同比+3.07 个百分点；期间费用率 33.10%，同比+2.34 个百分点；其中销售费用率 26.00%，同比-0.07 个百分点；管理费用率（含研发费用）7.14%，同比+2.03 个百分点；财务费用率-0.04%，同比+0.38 个百分点；经营性现金净流入额为 5.55 亿元，同比+353.48%。

● 工业端高基数下维持增长，产品力获得新发展

分行业来看，上半年公司工业收入 26.2 亿元，在同期高基数基础上保持 4.25% 增长，商业收入 15.8 亿元，同比下降 14.5%。实现归属于母公司股东的净利润 6.58 亿元，史克等联营企业投资收益同比减少 0.74 亿元，公司自营净利润 5.3 亿元，同比增幅 2%。

产品力持续提升，广东、江苏等关键市场实现高速增长。清咽滴丸在这两个省份的医疗终端数量接近 2000 家，收入同比增长一倍。京万红也成功扩展至 600 多家医疗终端。速效救心丸通过 12 场区域会和 1484 场科室会，共收集了 10135 份病例，覆盖近 10 万家医疗终端，其中超过一万家重点终端的月均销量已突破千盒。

● 科技创新提升学术，营销架构向新而行

公司有序推进中药创新发展，启动了经典名方自研平台建设，并与多个研究机构签订合作协议，开展相关研究。速效救心丸与中国心血管健康联盟-胸痛中心合作项目取得突破进展，已完成病例入组 337 例，并成功纳入天津市 120 急救采购目录。

公司在 2024 年上半年累计发表论文 25 篇，其中 SCI 论文 7 篇，展示了公司的科研实力。清肺消炎丸和痹祺胶囊分别入选循证指南，获得了高证据质量和推荐用药评价。此外，公司的“清咽滴丸在制备抗新冠病毒的药物中的应用”和“清宫寿桃丸在制备自身免疫性调节药物方面的应用”获得了国家发明专利授权，体现了公司的创新能力。推动营销端“产品-渠道-区域”三个维度向“经营管理”转型。健康科技公司 2.0 版本的营销架构调整，旨在推动营销端的转型，实现“产品求突破、区域广覆盖、渠道强渗透”的营销策略。新架构强化了营销引领作用，通过贴近业务和赋能支持，提升了组织效率。同时，通

过设置医疗、零售、创新三大事业部，加强了渠道策略和打法的专业性。

● **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”，产品力持续发展。我们维持此前盈利预测，2024-2026 年收入预计分别 91.2/101.8/113.8 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，分别同比增长 17%/21%/23%，对应估值为 22X/18X/15X。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	21.92	18.14	14.80
P/B	3.93	3.25	2.76	2.32
EV/EBITDA	25.39	16.57	13.28	10.31

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	11254	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	11608	13351	15398	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	主要财务比率				
股本	770	770	770	770	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	975	975	975	975	成长能力				
留存收益	4855	6005	7394	9097	营业收入	-0.3%	10.9%	11.6%	11.8%
归属母公司股东权益	6601	7750	9139	10842	营业利润	11.9%	14.4%	20.8%	22.6%
负债和股东权益	10230	11608	13351	15398	归属于母公司净利	14.5%	16.5%	20.8%	22.6%
					获利能力				
					毛利率 (%)	44.0%	44.6%	45.2%	46.0%
					净利率 (%)	12.0%	12.6%	13.6%	15.0%
					ROE (%)	14.9%	14.8%	15.2%	15.7%
					ROIC (%)	10.4%	14.0%	14.4%	15.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	35.0%	33.0%	31.6%	29.8%
					净负债比率 (%)	53.9%	49.3%	46.1%	42.4%
					流动比率	2.03	2.23	2.42	2.66
					速动比率	1.51	1.74	1.92	2.16
					营运能力				
					总资产周转率	0.80	0.79	0.76	0.74
					应收账款周转率	3.78	3.81	3.80	3.81
					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(薄)	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	21.92	18.14	14.80
					P/B	3.93	3.25	2.76	2.32
					EV/EBITDA	25.39	16.57	13.28	10.31

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述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。