



降本增效成果初显，渠道拓展助力增长

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年半年报,实现营业收入39.7亿元,同比减少3.0%,归母净利润6.58亿元,同比减少9.0%,扣非归母净利润6.34亿元,同比减少11.0%。
- “三核九翼”强基础,深耕主品增业绩。** 2024上半年商业实现营业收入15.8亿元(-14.5%),主要是受疫后商业模式多元化发展影响。工业端实现营业收入26.2亿元(+4.25%),在同期高基数基础上延续增长态势。公司主品在广东、江苏等爆破省份实现高速发展,清咽滴丸开发医疗终端近2000家,收入同比翻番;京万红开发医疗终端600余家;速效救心丸覆盖医疗终端近10万户,其中一万余家重点关注医疗终端月均破千盒。另外实现条包新上市销售7个产品,已经生产49.4万盒向市场供货,同时10个产品已具备生产条件。完成10个沉睡品种的恢复生产计划。
- 主营业务毛利率增长亮眼。** 2024上半年实现毛利率49.93%(+3.07pp),主要产品中成药60.26%(+1.78pp)。本报告期内实施精益降本项目128项,年内OEE设备综合效率整体提升2.7%,能源单耗预计下降13.6%,降本增效取得显著效果。公司四费率存在短期波动:研发费用率1.18%(-0.09pp),主要系本期研发投入同比减少。销售费用率26.00%(-0.07pp),主要是市场拓展维护费同比减少导致。管理费用率5.96%(+2.12pp),主要是同期回购限制性股票,股权激励费用冲回所致。财务费用率-0.04%(+0.37pp),主要是公司为获取更高的资金收益购买大额存单,本金对应利息计入投资收益,使得财务费用项下利息收入同比减少。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%。
- 药物二次开发焕新活力,渠道架构调整持续优化。** 公司积极推进现有药物二次开发研究,2024年上半年达仁堂重点品种累计发表论文25篇,其中SCI论文7篇。《速效救心丸通过miR-193a-3p/ALKBH5通路减轻心肌缺血/再灌注诱导的自噬》发表于《Phytomedicine》,影响因子7.9,《基于整合策略探讨清宫寿桃丸改善衰老性认知减退的作用机制》的最新研究成果发表在《药学生物学》杂志2024年开年第一期。同时,公司多方拓展销售渠道,提升品牌力。在“突出专业运营”方面,设置了医疗、零售、创新三大事业部,以强化渠道策略和打法的专业性;在“突出渠道下沉”方面,业务单元从省级进一步下沉到城市,以加强对终端的覆盖能力
- 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年利润分别为11.8、14.6和17.5亿元,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	8945.88	9886.55	10942.04
增长率	-0.33%	8.80%	10.52%	10.68%
归属母公司净利润(百万元)	986.71	1179.32	1457.85	1751.71
增长率	14.49%	19.52%	23.62%	20.16%
每股收益EPS(元)	1.28	1.53	1.89	2.27
净资产收益率ROE	14.58%	17.86%	21.02%	24.05%
PE	24	20	16	14
PB	3.60	3.49	3.33	3.17

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)	24.82-37.68
总市值(亿元)	239.29
总资产(亿元)	119.01
每股净资产(元)	8.14

相关研究

- 达仁堂(600329): “三核九翼”夯实基础,大单品增速亮眼(2024-04-16)
- 达仁堂(600329): 毛利提升显著,投资收益增厚业绩(2023-08-23)

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	8945.88	9886.55	10942.04	净利润	968.71	1223.36	1510.73	1815.24
营业成本	4604.08	4895.93	5306.91	5703.78	折旧与摊销	129.65	257.05	277.36	286.12
营业税金及附加	79.05	71.57	79.09	87.54	财务费用	-15.62	-5.01	-9.05	-9.84
销售费用	2126.43	2308.04	2471.64	2735.51	资产减值损失	-71.86	0.00	0.00	0.00
管理费用	381.63	447.29	494.33	547.10	经营营运资本变动	-290.55	343.97	-187.28	-202.84
财务费用	-15.62	-5.01	-9.05	-9.84	其他	-31.82	-215.72	-150.28	-147.09
资产减值损失	-71.86	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	688.49	1603.66	1441.48	1741.59
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	投资活动现金流净额	-568.91	6.39	-35.00	-35.00
营业利润	1096.98	1383.06	1708.64	2052.96	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
利润总额	1095.36	1383.32	1708.25	2052.58	股权融资	-75.85	0.00	0.00	0.00
所得税	126.66	159.95	197.53	237.34	支付股利	-859.15	-983.68	-1175.70	-1453.38
净利润	968.71	1223.36	1510.73	1815.24	其他	31.33	-32.90	9.05	9.84
少数股东损益	-18.00	44.04	52.88	63.53	筹资活动现金流净额	-833.77	-1098.38	-1166.65	-1443.53
归属母公司股东净利润	986.71	1179.32	1457.85	1751.71	现金流量净额	-714.15	511.67	239.83	263.06
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	2636.87	2876.70	3139.76	成长能力				
应收和预付款项	2334.66	2471.06	2766.29	3052.11	销售收入增长率	-0.33%	8.80%	10.52%	10.68%
存货	1566.52	1683.76	1828.01	1969.71	营业利润增长率	11.93%	26.08%	23.54%	20.15%
其他流动资产	525.30	60.84	67.24	74.41	净利润增长率	10.93%	26.29%	23.49%	20.16%
长期股权投资	882.31	1032.31	1192.31	1362.31	EBITDA 增长率	14.33%	35.02%	20.91%	17.82%
投资性房地产	13.03	13.03	13.03	13.03	获利能力				
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%	30.74%	29.91%	29.91%
其他非流动资产	951.61	951.09	950.57	950.05	净利率	11.78%	13.68%	15.28%	16.59%
资产总计	10230.10	10463.92	11072.26	11693.89	ROE	14.58%	17.86%	21.02%	24.05%
短期借款	81.80	0.00	0.00	0.00	ROA	9.47%	11.69%	13.64%	15.52%
应付和预收款项	1531.82	1698.12	1840.21	1973.26	ROIC	25.60%	34.12%	44.56%	53.06%
长期借款	241.03	241.03	241.03	241.03	EBITDA/销售收入	14.73%	18.28%	20.00%	21.29%
其他负债	1730.21	1674.18	1805.40	1932.12	营运能力				
负债合计	3584.86	3613.33	3886.65	4146.42	总资产周转率	0.81	0.86	0.92	0.96
股本	770.16	770.16	770.16	770.16	固定资产周转率	7.56	8.29	9.55	12.78
资本公积	975.21	975.21	975.21	975.21	应收账款周转率	3.66	3.76	3.87	3.84
留存收益	4828.02	5023.66	5305.81	5604.14	存货周转率	2.93	2.88	2.90	2.89
归属母公司股东权益	6600.69	6762.00	7044.14	7342.47	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	88.59	141.46	205.00	资本结构				
股东权益合计	6645.24	6850.58	7185.60	7547.47	资产负债率	35.04%	34.53%	35.10%	35.46%
负债和股东权益合计	10230.10	10463.92	11072.26	11693.89	带息债务/总负债	9.01%	6.67%	6.20%	5.81%
					流动比率	2.03	2.10	2.13	2.17
					速动比率	1.54	1.58	1.62	1.65
					股利支付率	87.07%	83.41%	80.65%	82.97%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	1211.00	1635.10	1976.95	2329.23	每股收益	1.28	1.53	1.89	2.27
PE	24.25	20.29	16.41	13.66	每股净资产	8.63	8.90	9.33	9.80
PB	3.60	3.49	3.33	3.17	每股经营现金	0.89	2.08	1.87	2.26
PS	2.91	2.67	2.42	2.19	每股股利	1.12	1.28	1.53	1.89
EV/EBITDA	17.46	12.57	10.27	8.61					
股息率	3.59%	4.11%	4.91%	6.07%					

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

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。

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
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	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	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@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
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
