百年精品国药的经营减法：从多元经营到工业聚焦

——达仁堂首次覆盖报告

公司深度

● **达仁堂已完成商业和股权投资剥离，聚焦优势中药工业主业主责**

津药达仁堂承袭 500 余年“乐家老铺”裔脉，公司现拥有达仁堂、隆顺榕、乐仁堂、京万红 4 家中华老字号企业，是传统中药精粹的传承代表。2024-2025 年，公司分两步完成天津中美史克 25%股权投资出售；2024 年 9 月开启剥离商业业务进程，采用商业资产作价入股、财务出表的间接模式，将全资子公司天津中新医药（原医药商业业务主体）的全部股权作价，以增资形式装入控股股东旗下津药太平医药有限公司，最终完成从医药商业+医药工业+股权投资等多元经营模式，向聚焦自身品牌和产品优势的中药工业主责主业转型。

公司当前财务报表完整和纯粹展现核心优势中药主营主业的经营状况，资产负债表（应收款、应付款和存货水平）和核心利润表（毛利率、扣非净利润率）显著改善。公司股东回报意识强，近年来出售股权投资获得的收益和经营业务利润绝大部分通过分红回馈股东，2022-2025 年，累计实现归母净利润 62.1 亿元，累计现金分红 65.2 亿元，四年股利支付率超过 100%。

● **主业经营：聚焦 13 大核心品种经营，速效救心丸成长再出发**

13 项核心品种营收占比逐年提升。2025 年，公司核心产品持续放量，以速效救心丸、清咽滴丸等为代表的 13 项重点品种销售收入突破 40 亿元，占公司总营收的 81%左右，大品种战略较为成功。2026 年上半年，公司 13 个重点品种累计实现销售额（含税）22.7 亿元，占公司整体销售的 82%，占比增加 2 个百分点。

速效救心丸成长再出发，清咽滴丸成长为咽喉中药领先品种。速效救心丸和清咽滴丸是公司前两大中药核心品种。2025 年，速效救心丸销售额（含税）21.66 亿元，同比增长 9.3%，不含税收入占公司总营收 39%左右；清咽滴丸销售额（含税）5.75 亿元，同比增长 58.5%，不含税收入占总营收 10.3%；**公司两大核心品种速效救心丸和清咽滴丸合计占公司总营收的 50%左右。**

速效救心丸从“急救”向“日常养护”的延伸，是达仁堂近年来核心的战略转向之一，底层逻辑是在“救命药”的高认知基础上，叠加“常备、常服、常换”的健康管理属性，从低频急救使用场景拉入高频慢病管理轨道。2026H1，速效救心丸含税销售额 13.8 亿元，同比增长 22%。清咽滴丸 2022-2023 年连续两年翻倍增长，2024-2025 年连续两年 60%左右增长，2025 年已经成长为年销售额超 5 亿元的咽喉中药领先品种。

● **中药行业：上游中药材成本压力缓解，独家品种集采降价压力小**

上游中药材价格下跌，缓解中成药成本压力。康美中药材价格指数从 2024 年 7 月高点的 2253 点，持续下跌到 2026 年 11 月 21 日的 1443 点，累计下跌 36%左右；近一年来，指数跟踪的 515 个中药材品种，价格下跌的品种数占比 44.3%，持平占 33.7%，上涨的仅有 22%。公司速效救心丸核心成分川芎价格指数从 2022 年初高点 3540 点下跌，累计跌幅超过 70%；冰片价格指数从 2023 年 11 月的高点 3283 点下跌，累计跌幅约 56%。上游中药材原料价格下跌，有利于缓解中成药成本压力，提升产品毛利率水平。

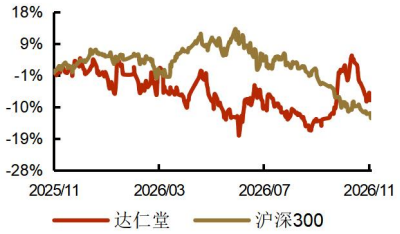
政策端有保有压，中成药集采独家品种降价幅度显著低于整体。中成药集采

推荐（首次评级）

李志新（分析师）
lizhixin@cctgsc.com.cn
登记编号：S0280523110001

市场数据	时间 2026.11.25
收盘价(元):	37.85
一年最低/最高(元):	33.83/48.20
总股本(亿股):	7.70
总市值(亿元):	291.48
流通股本(亿股):	5.67
流通市值(亿元):	214.64
近 3 月换手率(%):	39.26

股价一年走势



相关报告

进入深水区，目前已经完成四轮全国中成药集采，其中中成药独家品种降幅相对温和，低于整体降价幅度约 20 个百分点，另外零售为主的品种自由度高。医保端，2021-2025 年目录药品中成药数量上总体保持只增不减趋势，但是医保清退力度显著加大，2026 年医保目录调整方案明确，说明书中“禁忌”“不良反应”“注意事项”任意一项仍为“尚不明确”且未按期修改的中成药，列为重点调出对象，中成药进入医保目录将以说明书规范性和循证证据为前置条件，有利于促进优胜劣汰。

● 盈利预测与投资评级

盈利预测：我们预测公司 2026-2028 年，公司营业总收入分别为 47.80/50.32/54.83 亿元，分别同比增长-2.8%/5.3%/9.0%；毛利率分别为 76.0%/76.5%/77.0%；根据我们的财务预测模型，公司归母净利润分别为 10.73/11.83/13.58 亿元，分别同比增长-49.6%/10.2%/14.8%。公司 2026 年归母净利润下滑明显，主要是由于 2025 年出售中美史克 12%股权投资收益较高所致，2026 年不再有相关股权出售投资收益。

估值与投资评级：公司为精品国药传承代表企业，我们选取同为精品国药的生产企业片仔癀、同仁堂、云南白药和华润三九进行估值比较。

据 Wind 一致预期，2026 年可比公司平均 PE 倍数为 26X，达仁堂 PE（2026E）约 27X，估值与可比公司均值相当；另公司 2022-2025 年累计股利支付率超过 100%，重视股东回报；公司主力产品速效救心丸受益于我国人口老龄化大趋势，当前年销售额还有较大增长空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**1、心脑血管中成药品种较多、剂型较多、独家品种多，核心品种速效救心丸占公司主营收入较大比例，如果未来行业竞争加剧或集采，产品降价并幅度超出预期，难以以量补价，可能给公司主业经营增长带来压力。 2、清咽滴丸已经成长为年销售额 5 亿以上的咽喉中成药大品种，咽喉中成药依每年流感、新冠等流行情况有一定大小年波动，且销售主渠道在院外零售；如果拓展其他护嗓、护咽场景效果不及预期或者零售渠道资源投入不足，或将难以保持过往高速增长势头。 3、行业：中成药已经进行四轮全国集采，集采进入深水区；如果未来公司品种进入集采，注意降价幅度超出以量补价风险。 4、当前整体市场系统风险 。

财务摘要和估值指标（2026.11.25）

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,307	4,917	4,780	5,032	5,483
增长率(%)	-11.1	-32.7	-2.8	5.3	9.0
净利润(百万元)	2,229	2,131	1,073	1,183	1,358
增长率(%)	125.9	-4.4	-49.6	10.2	14.8
毛利率(%)	48.2	74.0	76.0	76.5	77.0
净利率(%)	30.5	43.3	22.5	23.5	24.8
ROE(%)	28.2	29.7	16.7	18.4	20.8
EPS(摊薄/元)	2.89	2.77	1.39	1.54	1.76
P/E	24.0	15.8	27.2	24.6	21.5
P/B	3.7	3.9	4.6	4.6	4.5

资料来源：Wind、诚通证券研究所，股价时间为 2026 年 11 月 25 日

投资要件

盈利预测、估值与评级

1）盈利预测：我们预测公司 2026-2028 年，公司营业总收入分别为 47.80/50.32/54.83 亿元，分别同比增-2.8%/5.3%/9.0%；毛利率分别为 76.0%/76.5%/77.0%；根据我们的财务预测模型，公司归母净利润分别为 10.73/11.83/13.58 亿元，分别同比增-49.6%/10.2%/14.8%。公司 2026 年归母净利润下滑明显，主要是由于 2025 年出售中美史克 12%股权投资收益较高所致，2026 年不再有相关股权出售投资收益。

2）估值与投资评级：公司为精品国药传承代表企业，我们选取同为精品国药的生产企业片仔癀、同仁堂、云南白药和华润三九进行估值比较。

据 Wind 一致预期，2026 年可比公司平均 PE 倍数为 26X，达仁堂 PE（2026E）约 27X，估值与可比公司均值相当；另公司 2022-2025 年累计股利支付率超过 100%，重视股东回报；公司主力产品速效救心丸受益我国人口老龄化大趋势，当前年销售额还有较大增长空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

关键假设

公司已经完成医药商业出表，从 2026 年开始只有医药工业营收，我们按公司 13 项核心产品和其他长尾产品分别给予营收增速假设，如下：

1）速效救心丸：公司核心主力产品，2026 年上半年含税销售收入 13.8 亿元，同比增长 22%，在公司加大终端覆盖，尤其是零售渠道拓展战略下，增速同比 2024-2025 年显著加快，我们假设 2026-2028 年，产品营收增速分别为 18%、15%和 12%，预期在 2028 年成长为年销售额达 30 亿元左右（不含税）的大品种。

2）清咽滴丸：公司第二大核心 OTC 品种，2022-2023 年连续两年销售额翻倍增长，2024-2025 年连续两年年均 60%左右高增长，成长为年销售额 5 亿元左右的重磅产品。清咽滴丸在公立医疗机构咽喉中成药市占率排第一，零售渠道前五，我们保守假设 2026-2028 年保持年均 8%左右增长。

我们与市场的观点的差异

达仁堂正处于“战略聚焦”的关键验证期。2024 年剥离低毛利医药商业、2025 年转让中美史克股权，使公司完成了从“多元经营”向“纯中药工业”的转型。当前市场关注点应从“一次性收益扰动”转向核心产品速效救心丸的放量持续性与扣非利润的修复质量。2026 年前三季度扣非净利润同比增长 11.46%，在中药行业整体承压的背景下展现出韧性。

股价上涨的催化因素

主力产品速效救心丸和清咽滴丸销售超预期；公司二线品种持续发力，贡献第二增长极。

投资风险

1、心脑血管中成药品种较多、剂型较多、独家品种多，核心品种速效救心丸占公司主营收入较大比例，如果未来行业竞争加剧或集采，产品降价幅度超出预期，难以以量补价，可能给公司主业经营增长带来压力。

2、清咽滴丸已经成长为年销售额 5 亿以上的咽喉中成药大品种，咽喉中成药

依每年流感、新冠等流行情况有一定大小年波动，且销售主渠道在院外零售；如果拓展其他护嗓、护咽场景效果不及预期或者零售渠道资源投入不足，或将难以保持过往高速增长势头。

3、行业：中成药已经进行四轮全国集采，集采进入深水区；如果未来公司品种进入集采，注意降价幅度超出以量补价风险。

4、当前整体市场系统风险。

目 录

1、 百年精品国药的经营减法：从多元经营到工业聚焦 7
1.1、 津药达仁堂：百年传统中药精粹的传承者 7
1.2、 中药企业的另类转型范例：剥离商业和股权投资，聚焦中药工业主责主业 7
1.3、 股权结构与股东回报：天津医药国资平台，注重股东回报 9
2、 核心业务：聚焦核心品种，走“精而专”路线 10
2.1、 产品矩阵：聚焦心脑、呼吸核心品种 10
2.2、 核心产品分析——速效救心丸：高品牌认知度，长期受益老龄化发展 12
2.3、 速效救心丸核心原料川芎和冰片价格大降，毛利率有提升空间 14
2.4、 核心产品分析——清咽滴丸：营收连续四年高增长 14
2.5、 潜力产品：京万红软膏、胃肠安丸贡献第二增长极 16
3、 行业环境：中药板块的“压力测试”与政策托底 18
3.1、 成本端：上游中药材价格大幅下跌，缓解中药原料端成本压力 18
3.2、 政策端：中成药集采进入深水区，独家品种降价相对温和 19
3.3、 医保端：有保有压，促进优胜劣汰 20
4、 盈利预测及投资评级 21
4.1、 关键假设及盈利预测 21
4.2、 估值及投资评级 22
5、 风险提示 23
附：财务预测摘要 24

图表目录

图 1： 津药达仁堂百年历史发展脉络梳理 7
图 2： 2025 年主要中药上市公司工商业营收占比对比 8
图 3： 2023-2026Q3 达仁堂应收应付款和存货变化 9
图 4： 2023-2026 前三季度达仁堂两率变化 9
图 5： 2023-2026H1 达仁堂主营收入结构变化 9
图 6： 2026H1 达仁堂营收结构拆分 9
图 7： 达仁堂（600329.SH）股权结构及业务架构 10
图 8： 2024-2026H1 达仁堂 13 大品种销售额及占比 11
图 9： 核心品种速效救心丸和清咽滴丸销售额高增长 11
图 10： 速效救心丸医疗终端和零售渠道销售分布 12
图 11： 清咽滴丸医疗终端和零售渠道销售分布 12
图 12： 2026H1 中国公立医疗机构终端心血管疾病中成药丸剂产品格局 13
图 13： 2015-2025 年我国 60 岁以上老年人数量比重 14
图 14： 2024 年我国各年龄段居民心脑血管疾病发病率 14
图 15： 2014-2026 年川芎价格指数走势 14
图 16： 2014-2026 年冰片价格指数走势 14
图 17： 2023-2025 年呼吸系统用药和清咽滴丸销售额 15
图 18： 2023-2025 年清咽滴丸不同渠道销量对比 15
图 19： 2023-2025 年达仁堂呼吸系统用药毛利率变化趋势 15
图 20： 2025 年公立医疗机构咽喉中成药市场格局 16
图 21： 2025 年咽喉中成药整体销售渠道分析 16
图 22： 2022-2025 年京万红软膏销量及同比增速 17

图 23： 2022-2025 年肠胃安丸不同渠道销量及增速 17
图 24： 2023-2025 年消化系统用药及胃肠安丸销售额 17
图 25： 2014-2026 年康美中药材价格指数趋势 18
图 26： 2025 年主要中药企业医药工业毛利率和直接材料总成本占比 18
图 27： 2025 年达仁堂医药工业成本构成 18
图 28： 第三批全国中成药集采独家品种和整体药品平均降价幅度比较 20
图 29： 2021-2025 年国家医保目录药品中成药数量及占比 21

表 1： 达仁堂主要药品品种一览 10
表 2： 2025 年公立医疗机构和城市药店心血管口服用药 TOP10 12
表 3： 历次全国中成药集采核心数据一览 19
表 4： 达仁堂主营业务关键假设及营收拆分 21
表 5： 可比公司估值比较 22

1、 百年精品国药的经营减法：从多元经营到工业聚焦

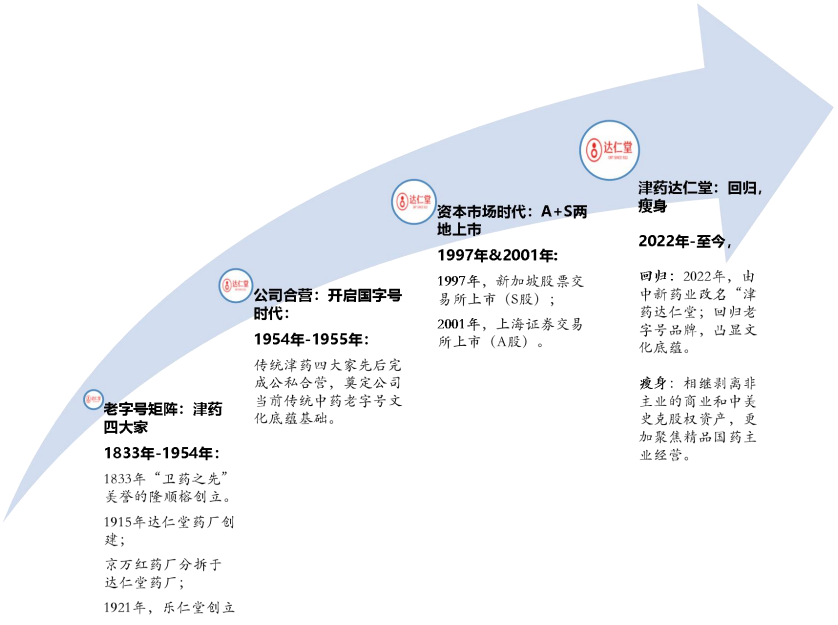
1.1、 津药达仁堂：百年传统中药精粹的传承者

津药达仁堂承袭 500 余年“乐家老铺”裔脉，公司现拥有达仁堂、隆顺榕、乐仁堂、京万红 4 家中华老字号企业，是传统中药精粹的传承代表。

公司中华老字号文化底蕴基础来自传统津药“四大家”。隆顺榕创始于 1833 年，有“卫药之先”的美誉，是天津本地历史最悠久的老药庄之一；1915 年乐达仁在津创建达仁堂制药厂，开启传统中药从手工向工业化标准制药道路；1921 年，乐佑申创立乐仁堂，为乐家同源分流；京万红以治疗烧烫伤的京万红软膏闻名，是四大家中特色鲜明的外用药品牌。1954-1955 年，传统津药“四大家”达仁堂、乐仁堂、隆顺榕和京万红相继实现公私合营，达仁堂制药厂等老字号成为“国药号”，也奠定了公司当前传统中药老字号文化和历史底蕴基础。

1997 年和 2001 年，集团分别在新加坡和上海证券交易所上市，开启公司“A+S”两地上市资本市场时代。2022 年 5 月，集团名称由“中新药业”更名为津药达仁堂，公司名称恢复代表传统精品国药的老字号，更加凸显中药品牌文化特质。

图 1： 津药达仁堂百年历史发展脉络梳理



资料来源：公司官网，诚通证券研究所

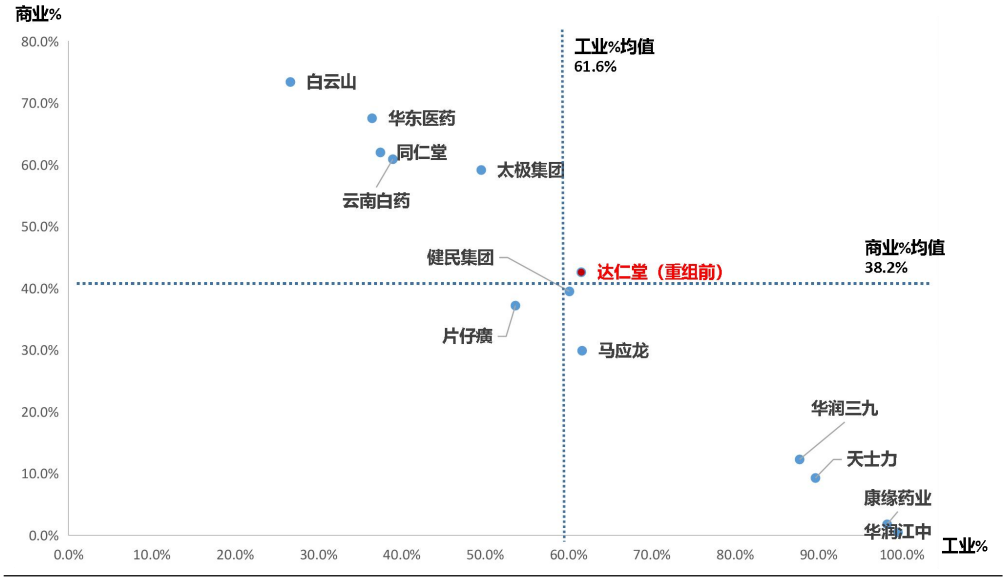
1.2、 中药企业的另类转型范例：剥离商业和股权投资，聚焦中药工业主责主业

国内主要中药企业普遍实行工商业一体化经营模式。国内中药企业主营业务大多横跨工业（制药工业）和商业（医药流通配送）双领域，形成工业为主、商业为辅的经营格局，工业分部一般是价值创造的核心，而商业分部则为整体营收规模的放大器。包括云南白药、同仁堂、片仔癀、华东医药、健民集团和业务重组前的达仁堂等在内的国内主要中药企业主营业务均包含工、商业。

中药企业主业双跨是一把典型“双刃剑”，从行业实践来看，利在“渠道掌控与规模效应”，弊在“低毛利陷阱与战略分散”；在流通配送环节利润率日渐微薄的环

境下，商业分部不仅不能贡献利润还亏损拖累，而且由于商业庞大资金垫付、回款周期长等因素，一方面长期占用运营资金，挤占工业核心业务发展资源，另外一方面还严重拉低整体毛利率和净利润率水平，弱化整体财务指标质量，从而进一步拉低市场估值水平。

图 2： 2025 年主要中药上市公司工商业营收占比对比

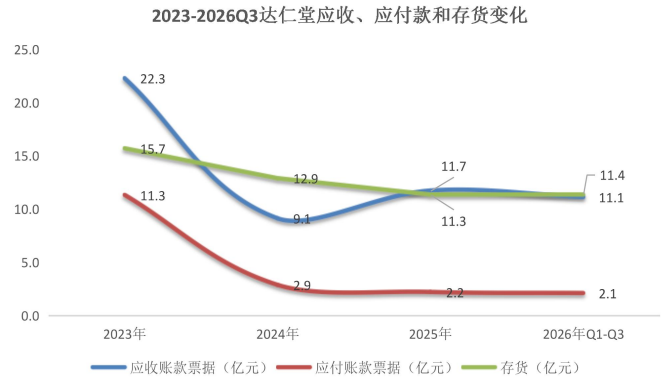


资料来源：Wind，各公司 2025 年报，诚通证券研究所

达仁堂的反向工商业一体化路径选择具有参考意义。达仁堂医药商业主要运营主体为天津中新医药有限，在剥离以前长期亏损，2023 年营收 37.2 亿元，净利润亏损超过 3000 万元；2024 年 1-4 月净利润亏损 1657 万元；且存在与控股股东天津医药集团之间的同业竞争问题。2024 年 9 月，达仁堂正式开启剥离商业业务进程，采用商业资产作价入股、财务出表的间接模式（对应完全出售剥离的直接模式），即将全资子公司天津中新医药有限公司（原医药商业业务主体）的全部股权作价，以增资形式装入控股股东旗下津药太平医药有限公司。交易完成后，达仁堂不再控股医药公司，转为持有太平医药 43.35%股权，商业板块完成从合并报表中出表，以长期股权投资方式体现。

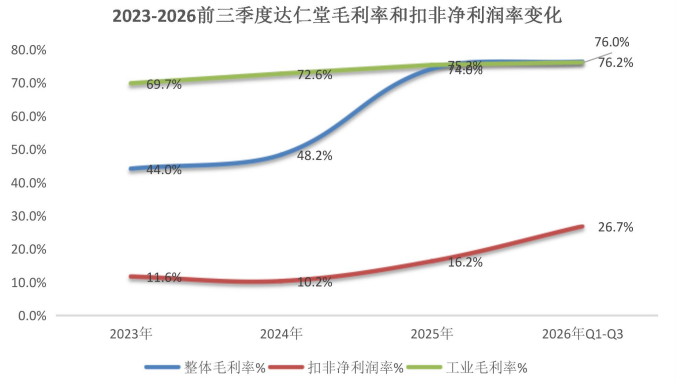
剥离商业业务后，达仁堂的资产负债表和核心利润表显著改善。2023-2026Q3，达仁堂资产负债表中应收、应付账款和票据、存货水平绝对值持续回落。利润表尤其改善明显，不再并表中新医药有限后，公司整体营收从 2023 年的 82.2 亿元，下降到 2025 年的 49.2 亿元，营收结构从医药工业、商业各半转到基本完全由医药工业贡献，但毛利率水平从剥离前（2023 年）的 44.0%，大幅上升到 2025 年的 74.0%，一方面是医药工业毛利率持续稳步提升，从 2023 年的 69.7%逐年提升到 2026H1 的 76.0%，另外也是剥离低商业后毛利率被动提升，2025 年公司整体毛利率已经基本贴合医药工业毛利率水平。扣非净利润率方面从 2023-2024 年的 10%左右，提升到 2025 年的 16.2%，2026 年前三季度继续大幅提升到 26.7%。

图 3： 2023-2026Q3 达仁堂应收应付款和存货变化



资料来源：Wind，公司 2023-2026 三季报，诚通证券研究所

图 4： 2023-2026 前三季度达仁堂两率变化

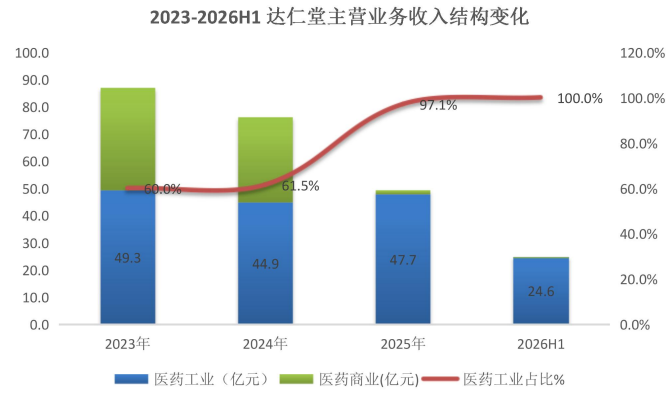


资料来源：Wind，公司 2023-2026 三季报，诚通证券研究所

分两步剥离中美史克股权投资，持续聚焦中药工业主责主业经营。2024 年-2025 年，达仁堂分两步剥离参股中美史克投资合计 25%股权，交易总价累计 33.8 亿元。2025 年 6 月底，公司公告已收到全部价款并完成工商变更，不再持有天津史克任何股权。我们认为公司剥离中美史克与剥离医药商业的逻辑一脉相承：把非核心的、不可控的利润来源变现，将资源和报表焦点集中到自有中药工业品牌上，公司财务报表体现以速效救心丸为核心产品矩阵内在价值更为纯正。

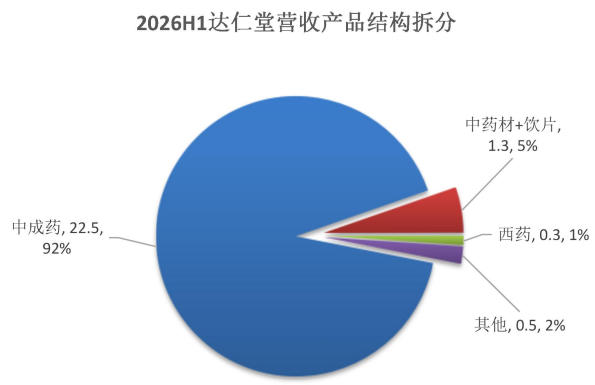
2025 年，达仁堂基本完成商业业务营收出表，工业端收入 47.7 亿元，同比增长 8.6%，其中中成药收入 44.6 亿元，同比增长 10.1%，扣非净利润 7.95 亿元，同比增长 6.6%，剥离后的主业开始温和修复。2026H1，中成药营收占比 92%，其他（中药材、西药和其他业务）占比 8%左右，公司聚焦中药工业主责主业经营完成充分。

图 5： 2023-2026H1 达仁堂主营收入结构变化



资料来源：Wind，公司 2023-2026H1 定期报告，诚通证券研究所

图 6： 2026H1 达仁堂营收结构拆分



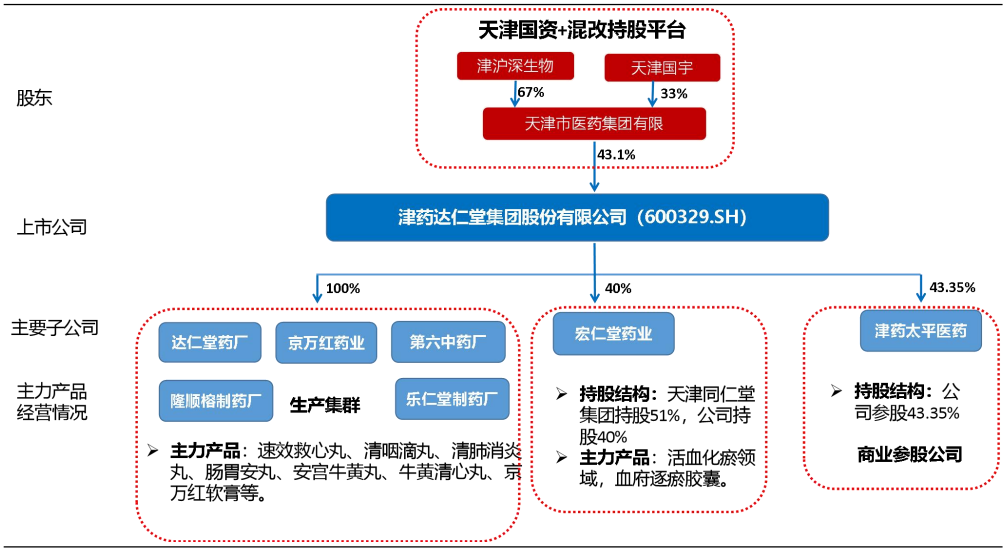
资料来源：Wind，公司 2026H1 中期报告，诚通证券研究所

1.3、 股权结构与股东回报：天津医药国资平台，注重股东回报

天津医药国资平台绝对持股。公司股东持股结构清晰简洁，天津市医药集团有限公司持有达仁堂 43.09% 的股份，是绝对的第一大股东。公司较早上市新加坡股票交易市场，S 股持股平台占据前十大股东较多，前十名股东持股稳定在 63%左右；截至 2026 年 9 月底，公司股东户数 6 万户，近两年来股东人数和户均持股数量均相对稳定。

稳定高派息率，股东回报较佳。公司是注重股东回报的典范，2022-2025 年，累计实现归母净利润 62.1 亿元，累计现金分红 65.2 亿元，四年派息率超过 100%，按当前总市值测算，四年年化股息率达到 5.5%左右。2022-2023 年，连续两年派息率均为 100%；2025 年派息率高达 173%，连续多年保持稳定高派息率。

图 7： 达仁堂（600329.SH）股权结构及业务架构



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、 核心业务：聚焦核心品种，走“精而专”路线

2.1、 产品矩阵：聚焦心脑、呼吸核心品种

生产企业集群以津药“四大家”为基底，实现中药上下游全产业链布局。公司以现代中药统领经营发展，打造了特色鲜明的医药工业矩阵，以达仁堂制药厂、隆顺榕制药厂、乐仁堂制药厂、京万红药业和第六中药厂为精品国药生产企业群；以药材公司、中药饮片厂等为药材资源前端，形成从源头把控到智能生产的完整中药产业群。

产品矩阵走精而专路线，独家品种数量较多。公司目前拥有 22 个剂型的 599 个药品批准文号，122 个独家生产文号，其中国宝级中药 2 个，速效救心丸为国家机密品种，京万红软膏为国家秘密品种，知名产品还包括清咽滴丸、痹祺胶囊、通脉养心丸、牛黄清心丸、安宫牛黄丸、清肺消炎丸、清宫寿桃丸、胃肠安丸等。**公司坚定聚焦心脑、呼吸等核心品类**，培育大品种梯队，形成以速效救心丸为代表心脑血管用药，以清咽滴丸、清肺消炎丸为代表的呼吸系统用药，以胃肠安丸为代表的消化系统用药。

表 1： 达仁堂主要药品品种一览

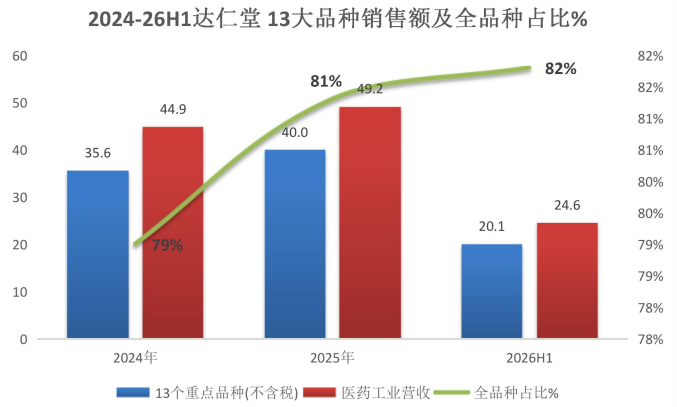
大类	疾病领域	主力品种	代表品种
1 核心领域	心脑血管：**核心品种速效救心丸**	**42 款产品，8 个独家品种**：速效救心丸、通脉养心丸、安宫牛黄丸、牛黄清心丸、再造丸等	
重点领域	呼吸系统：**核心品种清咽滴丸**	清咽滴丸、清肺消炎丸、清宁丸等	

	消化系统：**胃肠安丸**	胃肠安丸、藿香正气软胶囊等	
	其他用药（烧伤、泌尿、风湿骨伤等）	京万红软膏、痹祺胶囊、金芪降糖片、癃清片等	

资料来源：公司 2025 年报，公司官网，诚通证券研究所

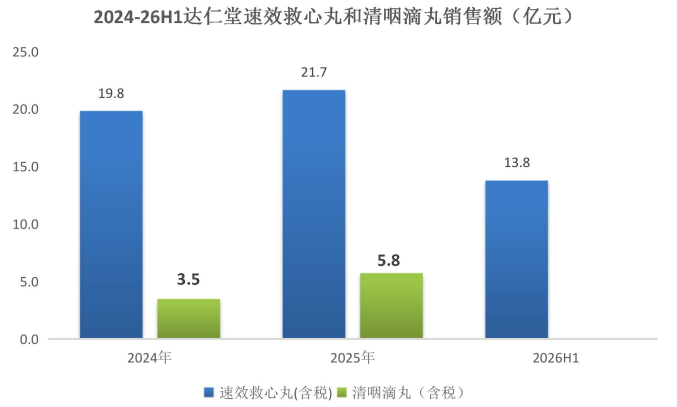
13 大品种营收占比高，核心品种为速效救心丸和清咽滴丸。2025 年，公司核心产品持续放量，公司以速效救心丸、清咽滴丸等为代表的 13 项重点品种销售收入突破 40 亿元，占公司总营收的 81%左右，大品种战略较为成功。其中，速效救心丸销售额（含税）21.66 亿元，同比增长 9.3%，不含税收入占公司总营收 39%左右；清咽滴丸销售额（含税）5.75 亿元，同比增长 58.5%，2024-2025 年连续两年保持 50%以上高增速，不含税收入占总营收 10.3%；公司两大核心品种速效救心丸和清咽滴丸合计占公司总营收的 50%左右。2026 年上半年，公司 13 个重点品种累计实现销售额（含税）22.7 亿元，占公司整体销售的 82%，占比增加 2 个百分点，其中速效救心丸销售额（含税）13.8 亿元，同比增长 22%。

图 8： 2024-2026H1 达仁堂 13 大品种销售额及占比



资料来源：Wind，公司 2024-2026H1 定期报告，诚通证券研究所

图 9： 核心品种速效救心丸和清咽滴丸销售额高增长



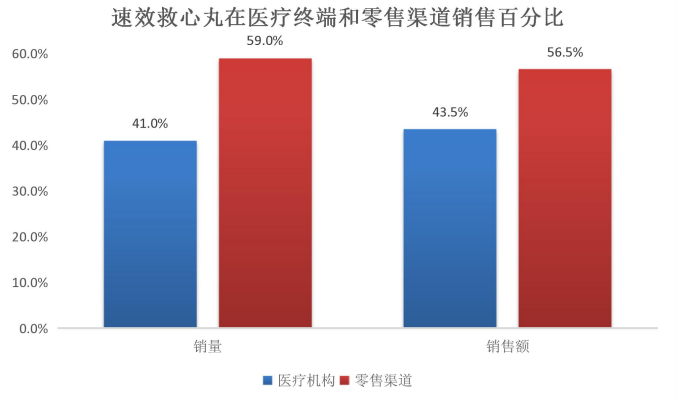
资料来源：Wind，公司 2024-2026H1 定期报告，诚通证券研究所

医院和零售渠道并重，渠道覆盖不断深化。公司主力产品医院渠道和零售销售渠道并举，医疗端强化心血管、呼吸等领域学术推广和纳入专家共识，扩大医疗终端覆盖；零售药店端贯彻“一路向 C”战略，通过开展各种健康活动、新零售（抖音、O2O、B2C）等多种方式和手段，加速终端覆盖和渠道渗透。核心产品速效救心丸零售渠道销量超过医疗终端，清咽滴丸零售渠道销量大幅增长，是产品销售额 2024-2025 年连续两年销售额同比 50%以上增长的源动力。

2025 年，核心产品速效救心丸含税销售额 21.7 亿元，总销量 5385 万盒，其中医疗终端采购量 2206 万盒，按各规格中标价计算总采购价 9.4 亿元，可推算零售渠道销量 3179 万盒，销售额约 12.3 亿元。速效救心丸在零售渠道销量和销售额占比分别为 59%和 56.5%。清咽滴丸为 OTC 品种，2025 年含税销售额 5.8 亿元，其中医疗终端采购量 607 万盒，按各规格中标价计算总采购价 3.4 亿元，可推算零售渠道含税销售额

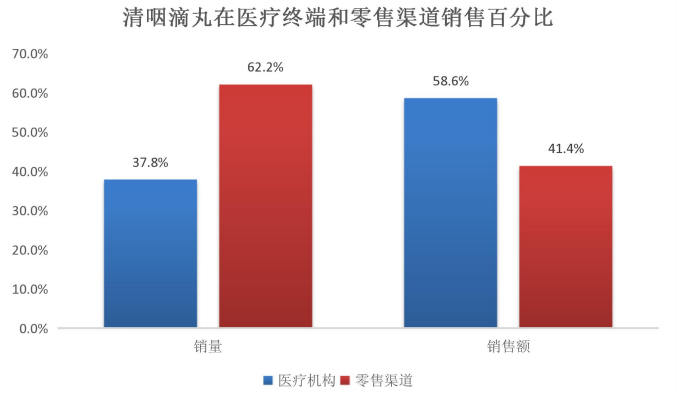
约 2.4 亿元，清咽滴丸在零售渠道销售占比 41%。

图 10： 速效救心丸医疗终端和零售渠道销售分布



资料来源：Wind，公司 2025 年报，诚通证券研究所

图 11： 清咽滴丸医疗终端和零售渠道销售分布



资料来源：Wind，公司 2025 年报，诚通证券研究所

2.2、 核心产品分析——速效救心丸：高品牌认知度，长期受益老龄化发展

速效救心丸是公司独家品种，属于国家机密配方品种，为国家医保甲类、国家基药，核心成分包括川芎和冰片，功能主治行气活血、祛瘀止痛，增加冠脉血流量、缓解心绞痛，用于气滞血瘀型冠心病，目前已纳入国家基药及医保甲类药目录。

速效救心丸是公司医药工业绝对主力品种。2024 年，速效救心丸含税销售额 19.8 亿元；2025 年，含税销售额 21.7 亿元，同比增长 9.3%，在公司 13 个重点产品营收中占比 54%左右，占公司医药工业整体营收 40%左右。2026 年上半年，速效救心丸含税销售额 13.8 亿元，同比增长 22%，增速同比 2025 年显著加快(+9.3%)，增长加速主要来自三个因素推动，一是零售渠道扩张，进一步提升全国零售药店终端覆盖率，上半年新增零售终端 1.15 万家；以广东省为例，目标连锁 46 家、目标连锁门店 21160 家，速效救心丸覆盖率自 96%增长至 100%；二是规格升级，大规格（240 粒）进驻老百姓、国大、大参林、漱玉、一心堂、益丰等 9 家头部连锁药店；三是服药场景从“急救”向“日常养护”延伸。

速效救心丸在医疗终端和零售药店终端心血管口服用药市场均排名靠前。心血管口服中成药剂型包括胶囊、滴丸、颗粒和片剂，其中以胶囊和滴丸两种剂型为主，绝大多数为独家品种。在服用方法上，滴丸一般采用舌下含服，经舌下毛细血管吸收入血，避免消化道吸收和肝脏首过效应，服用起效快，可适用于急救场景；胶囊剂、片剂及颗粒剂，均需吞服，需经消化道吸收再经肝首过，适合日常养护服用。

据米内网统计数据，不分中成药剂型，2025 年，速效救心丸在公立医疗机构心血管疾病中成药口服用药市场格局中排名第七位，在城市药店中成药心血管用药中排名第二位。

表 2： 2025 年公立医疗机构和城市药店心血管口服用药 TOP10

排名	公立医疗机构	城市药店
第 1 名	复方丹参滴丸（天士力）	复方丹参滴丸（天士力）
第 2 名	麝香保心丸（上海和黄药业）	**速效救心丸（津药达仁堂）**
第 3 名	稳心颗粒（步长制药）	参松养心胶囊（以岭药业）
第 4 名	参松养心胶囊（以岭药业）	银杏叶片*

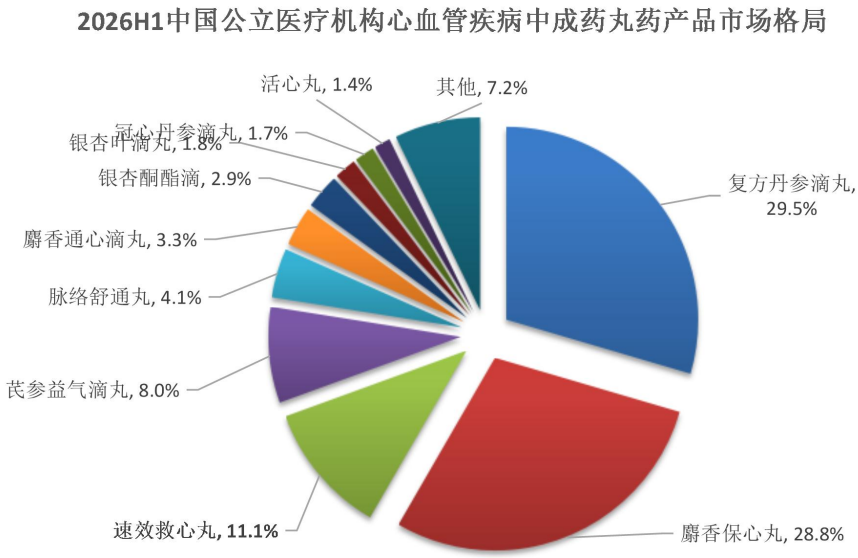
第 5 名	银丹心脑通软胶囊（贵州百灵）	复方丹参滴片*
第 6 名	通心络胶囊（以岭药业）	通心络胶囊（以岭药业）
第 7 名	**速效救心丸（津药达仁堂）**	稳心颗粒（步长制药）
第 8 名	芪苈强心胶囊（以岭药业）	麝香保心丸（上海和黄药业）
第 9 名	芪参益气滴丸（天士力）	芪苈强心胶囊（以岭药业）
第 10 名	银杏叶片*	丹参保心茶（天草药业）

资料来源：米内网，诚通证券研究所

备注：药品名（企业名）的为独家品种，后带*为非独家品种。

2026 年上半年，受益于零售渠道持续拓展和大规格包装进驻连锁药店，速效救心丸在零售市场心血管全品类排名中位列 TOP1。在强化零售渠道销售拓展同时，速效救心丸在公立医疗机构终端心血管疾病中成药丸药市场地位依然稳固，保持排名第三位，市占率 11.10%，仅次于复方丹参滴丸和麝香保心丸。

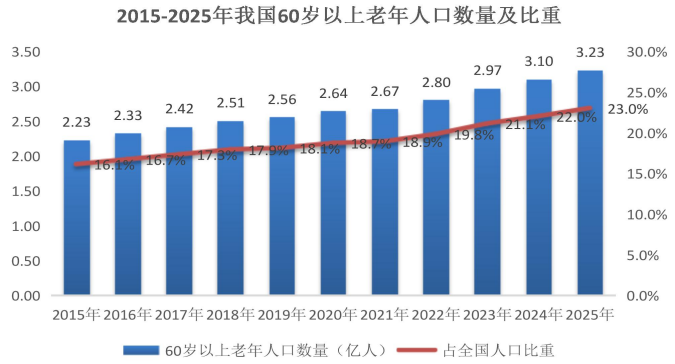
图 12： 2026H1 中国公立医疗机构终端心血管疾病中成药丸剂产品格局



资料来源：米内网，诚通证券研究所

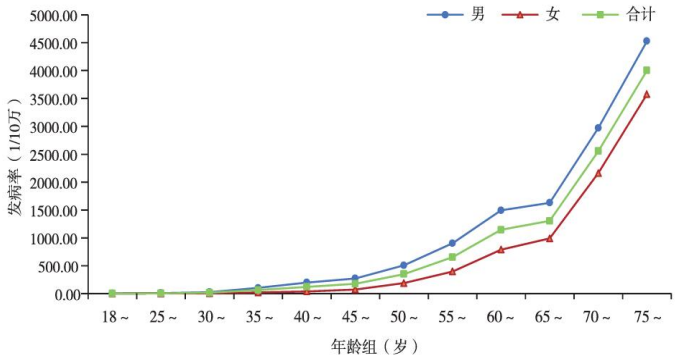
人口老龄化趋势下，国内心脑血管口服中成药市场规模中长期增长确定性强。我国人口老龄化正逐渐深化，据 2025 年国家老龄化事业发展公报显示，2025 年我国 60 岁以上老年人口数量达到 3.23 亿人，占全国总人口比重上升到 23.0%，从 2023 年开始就进入中度老龄化社会阶段（60 岁以上人口占比≥20%）。据国家心血管病中心发布的《2025 年中国心血管健康与疾病报告》统计数据，随着年龄增长，居民心脑血管发病率显著提升，50-60 岁，居民心脑血管发病率年龄相关显著上升，65 岁后，心脑血管发病率斜率急速变陡。速效救心丸为心脑血管中成药口服丸剂，具有预防、治疗和急救三重作用，采用舌下含服，直接经过舌下毛细血管吸收入血，无肝脏首过效应，服用快速起效，携带方便，可常备急用。

图 13： 2015-2025 年我国 60 岁以上老年人数量比重



资料来源：2025 年国家老龄化事业发展公报，诚通证券研究所

图 14： 2024 年我国各年龄段居民心脑血管疾病发病率



资料来源：2025 年中国心血管健康与疾病报告，诚通证券研究所

2.3、 速效救心丸核心原料川芎和冰片价格大降，毛利率有提升空间

速效救心丸核心成分包括川芎和冰片。川芎活血止痛、行气解郁，冰片醒脑开窍，二者配伍可增加冠状动脉血流量、缓解胸闷胸痛，是构成速效救心丸预防、治疗和急救三重作用的药材基础。

公司速效救心丸核心成分之一川芎价格指数从 2022 年初高点 3540 点，持续大幅下滑到目前 1050 点附近（2026 年 11 月 21 日），跌幅超过 70%；冰片价格指数从 2023 年 11 月的高点 3283 点，持续下跌到目前的 1445 点左右，累计跌幅约 56%。公司心血管毛利率近年来稳定在 77%左右，近一年来随着中药材价格指数回落，待高价格中药材原料库存去化后，公司毛利率有进一步上升空间。

图 15： 2014-2026 年川芎价格指数走势



资料来源：康美中药网，诚通证券研究所

图 16： 2014-2026 年冰片价格指数走势



资料来源：康美中药网，诚通证券研究所

2.4、 核心产品分析——清咽滴丸：营收连续四年高增长

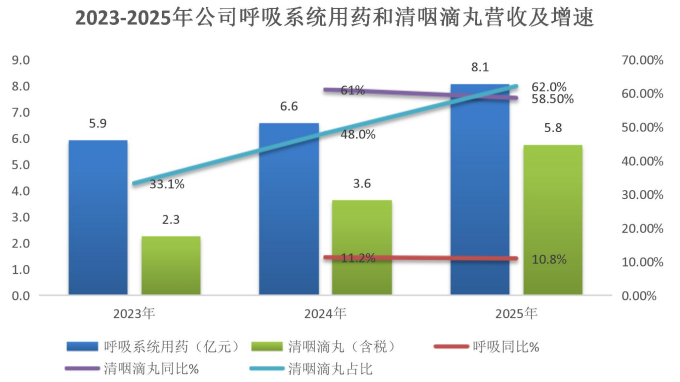
清咽滴丸是公司第二大独家品种，OTC 用药，为国家医保甲类、国家基药、OTC 甲类品种，主要成分含青黛、诃子、薄荷脑、冰片、人工牛黄、甘草等，疏风清热、解毒利咽，含服起效，主要用于风热引起的急性咽炎、咽喉肿痛。在呼吸系统感染如新冠、流感等症状中，咽喉疼痛是身体不适首要症状。

近年来，公司在夯实医疗终端建设的同时，积极扩容院外零售渠道。清咽滴丸作为 OTC 品种，合规通过各种跨界营销扩大产品知晓度，如“爱嗓中国计划”、《声生不息》综艺、草莓音乐节等。2022-2023 年，清咽滴丸销售额连续两年翻番增长；2024-2025 年，清咽滴丸含税销售额继续连续两年 60%左右的高增长，从 2023

年的 2.3 亿元（含税，下同）增长到 2025 年的 5.8 亿元，占公司呼吸系统用药营收比例从 33%提升到 62%左右，成为公司呼吸系统用药重点代表品种。

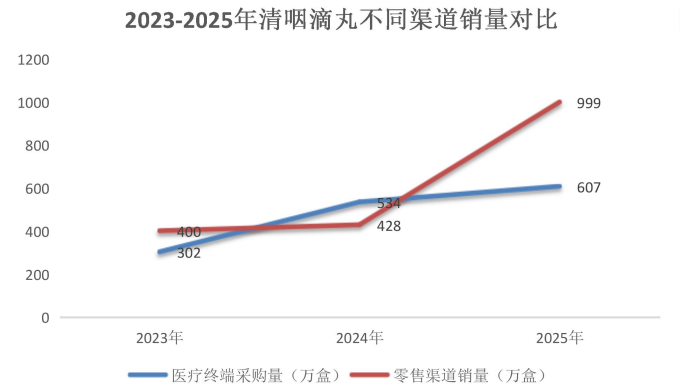
从增长来源分析，医疗终端和零售渠道销售增长接力推动清咽滴丸营收高成长。2024 年，清咽滴丸总销售量 962 万盒，销量同比增长 37%，其中医疗终端集中招采采购量 534 万盒（40 丸&60 丸两种规格），不分规格销量增长 76.8%，同期零售渠道销量增长 7%左右；2025 年，公司加大零售终端拓展，深入践行“一路向 C”战略方向，清咽滴丸零售渠道销量大幅增加到 999 万盒，大幅增长 133%，医疗终端渠道采购量 607 万盒，保持 13.6%左右的稳定较快增长。

图 17： 2023-2025 年呼吸系统用药和清咽滴丸销售额



资料来源：Wind，公司 2023-2025 年报，诚通证券研究所

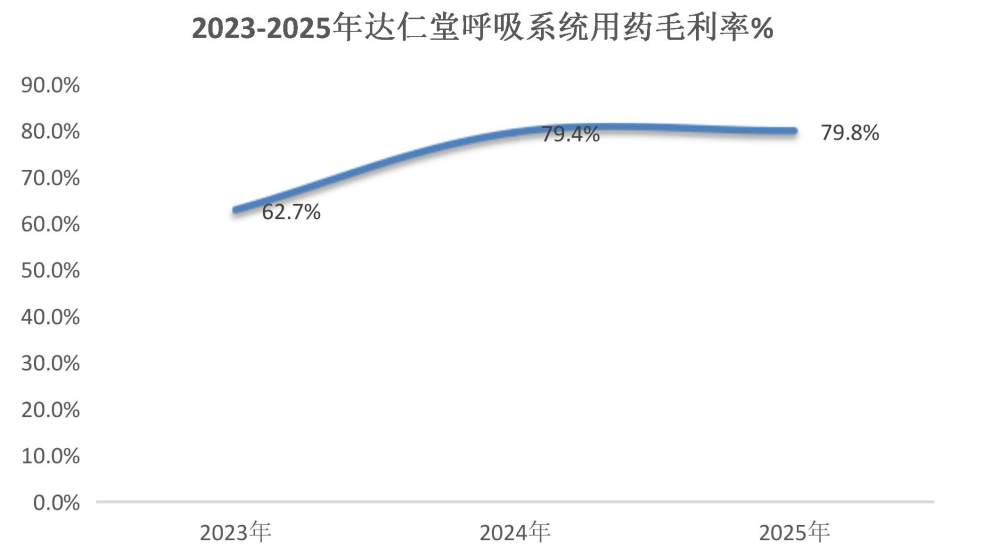
图 18： 2023-2025 年清咽滴丸不同渠道销量对比



资料来源：Wind，公司 2023-2025 年报，诚通证券研究所

清咽滴丸营收成长推动公司呼吸系统用药毛利率持续提升。随着清咽滴丸在呼吸系统用药销售占比提升（从 2023 年 33%提升到 2025 年 62%），公司呼吸系统用药毛利率持续较快提升，从 2023 年的 62.7%，提升到 2024 年的 79.4%，2025 年进一步提升到 79.8%。

图 19： 2023-2025 年达仁堂呼吸系统用药毛利率变化趋势



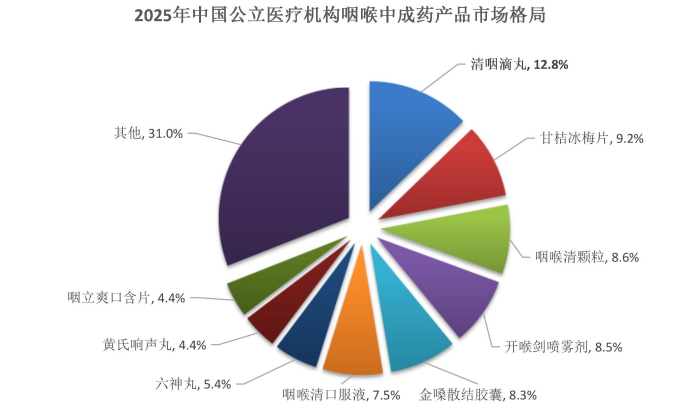
资料来源：Wind，公司 2023-2025 年报，诚通证券研究所

清咽滴丸在国内咽喉中成药领域已成为重磅品种：医疗终端第一，零售渠道前五。据米内网统计数据，2025 年中国三大终端六大市场咽喉中成药销售额超 70 亿元；公立医疗机构品牌 TOP20 中，17 个独家品种（含剂型独家，下同）上榜，津药达仁堂的清咽滴丸摘下桂冠，2025 年 40 丸/盒和 60 丸/盒两个规格，医疗机构渠

道累计含税销售额 3.4 亿元左右，市占率 12.8%左右；而零售药店品牌 TOP20 中，广西金嗓子的金嗓子喉片蝉联第一，广西金嗓子、桂林三金等表现亮眼，公司清咽滴丸零售渠道市场份额约 4.16%，排名前五。2025 年，公司清咽滴丸含税销售额 5.8 亿元，预计清咽滴丸在咽喉中成药整体市场中占比 8.3%左右。

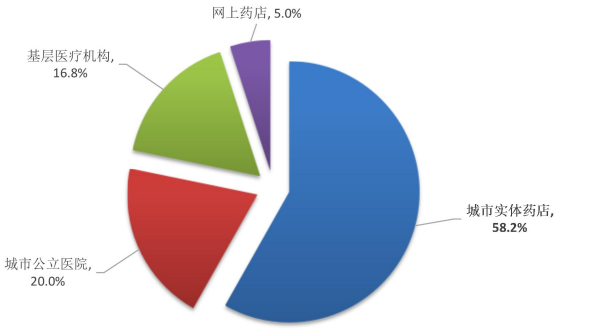
咽喉中成药以零售渠道销售为主。咽喉中成药销售渠道方面，城市实体药店包揽 2025 年咽喉中成药的“半壁江山”，市场份额达 58.21%，城市公立医院以约 20%的市场占比位居其后。从剂型上看，目前在售的咽喉中成药主要涉及 8 种剂型，其中片剂为主力军，以超 28 亿元的销售额高居首位；散剂/颗粒剂、丸剂分别排在第二和第三，销售额均在 13 亿元以上。2024 年清咽滴丸医疗终端销量放量后，2025 年公司加大零售终端拓展，深入践行“一路向 C”战略方向契合品种实际销售路径。

图 20： 2025 年公立医疗机构咽喉中成药市场格局



资料来源：米内网，诚通证券研究所

图 21： 2025 年咽喉中成药整体销售渠道分析



资料来源：米内网，诚通证券研究所

2.5、 潜力产品：京万红软膏、胃肠安丸贡献第二增长极

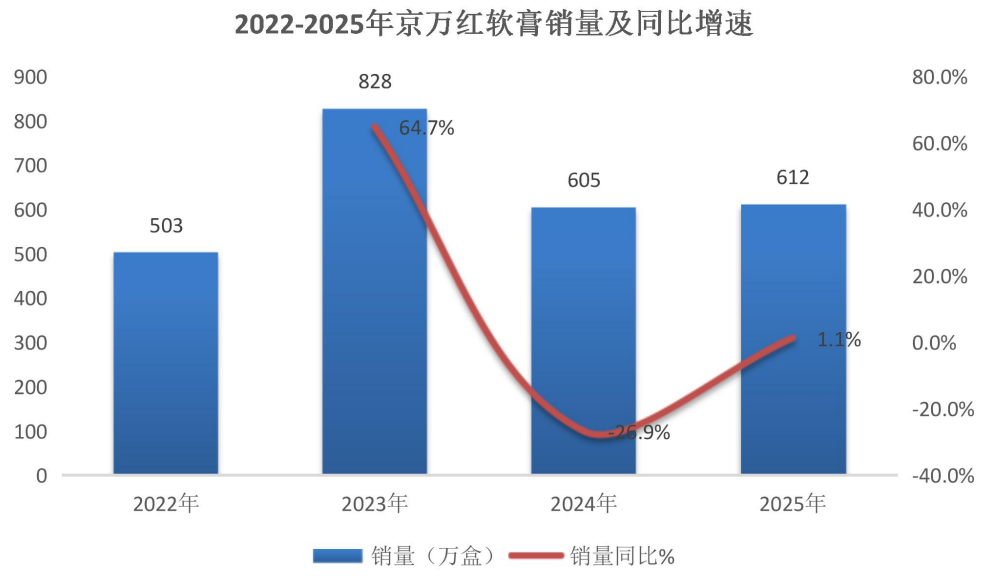
京万红软膏：京万红软膏为津药达仁堂的独家中成药，可用于水/火烫伤、疮疡肿痛、创面溃烂等，国家基药、医保甲类药、OTC 乙类药及国家秘密品种。其组方与制作技艺列入国家级非物质文化遗产，与速效救心丸共同构成公司的“双国宝”格局。据米内网统计数据，皮肤科中成药烧/烫伤亚类中，汕头美宝制药的独家品种湿润烧伤膏稳居第一，公司京万红软膏位列前三。

近年来，在速效救心丸、京万红软膏“双国宝”独特身份地位基础上，民众品牌认知度较高，终端触达率是产品销售放量的关键。公司持续贯彻“一路向 C”战略，积极扩容院外零售渠道，公司京万红软膏已实现较强的市场覆盖率，在 2023 年就已覆盖 50 万家药店和 10 万家医疗终端，销售额进入 2 亿元级别。2026 年上半年，京万红软膏在广东省的院外终端覆盖率已从 90%提升至 98.5%，在零售药店渠道具有较高的可及性。

2023 年，京万红软膏销量达 828 万盒，同比大增 64.7%，销售额突破 2 亿元。2024-2025 年稳定在 600 万盒左右。京万红正从传统的烧烫伤场景，向慢性创面修复（如糖尿病足、褥疮）延伸，并已获《中国创面诊疗指南》《中国糖尿病足诊治指南》等权威指南推荐。这一拓展使其避开了与美宝在急性烧烫伤红海市场的直接缠斗，切入了老龄化驱动的慢病创面蓝海。

在传统烧烫伤领域，汕头美宝制药的独家品种湿润烧伤膏市场排名第一，

图 22： 2022-2025 年京万红软膏销量及同比增速



资料来源：Wind，公司 2022-2025 年报，诚通证券研究所

胃肠安丸：肠胃安丸是公司乐仁堂独家品种，是公司消化系统用药主力品种，国家基药、医保乙类药，是由木香、沉香、枳壳、檀香、大黄、厚朴、朱砂、麝香、巴豆霜、大枣、川芎制成的中成药制剂。其具有芳香化浊、理气止痛、健胃导滞的功效，临床上可以用于治疗湿浊中阻、食滞不化所造成的腹泻、恶心、呕吐、腹胀等。此外还可以用于治疗消化不良、肠炎、细菌性痢疾、秋季腹泻、小儿积食、肠易激综合征、功能性腹泻等。

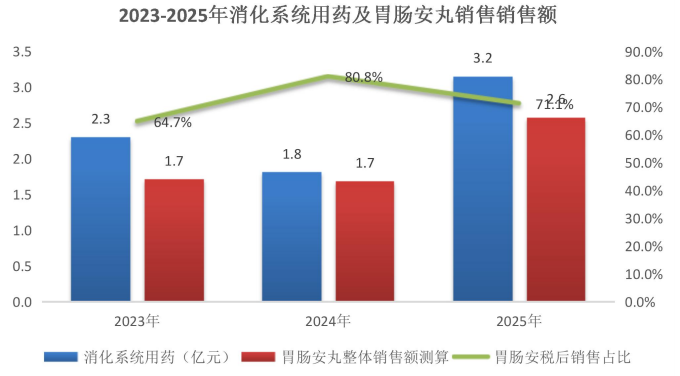
2025 年，胃肠安丸整体销量达 795 万盒，同比大增 53.1%，其中医疗机构药品集采中标三种规格累计 200 万盒，累计销售额接近 7500 万元，零售渠道及其他渠道销量 595 万盒，是贡献 2025 年销量大幅增长的主要渠道。我们按医疗机构最低规格中标价估算（0.08g/4 丸，36 丸*2/盒中标价 32.4 元/盒），2025 年公司肠胃安丸含税销售额达 2.6 亿元左右，占 2025 年消化系统用药营收总额的 71%左右。

图 23： 2022-2025 年肠胃安丸不同渠道销量及增速



资料来源：Wind，公司 2022-2025 年报，诚通证券研究所

图 24： 2023-2025 年消化系统用药及胃肠安丸销售额



资料来源：Wind，公司 2023-2025 年报，诚通证券研究所

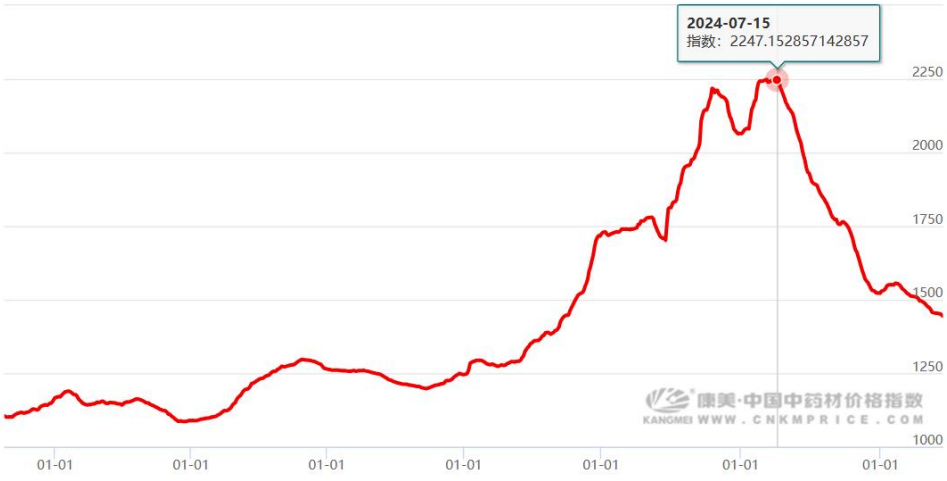
3、 行业环境：中药板块的“压力测试”与政策托底

3.1、 成本端：上游中药材价格大幅下跌，缓解中药原料端成本压力

据康美中药材网数据，康美中药材价格指数从 2024 年 7 月高点的 2253 点，持续下跌到 2026 年 11 月 21 日的 1443 点，累计下跌 36%左右；近一年来，指数跟踪的 515 个中药材品种，价格下跌的品种数占比 44.3%，持平占 33.7%，上涨的仅有 22%。

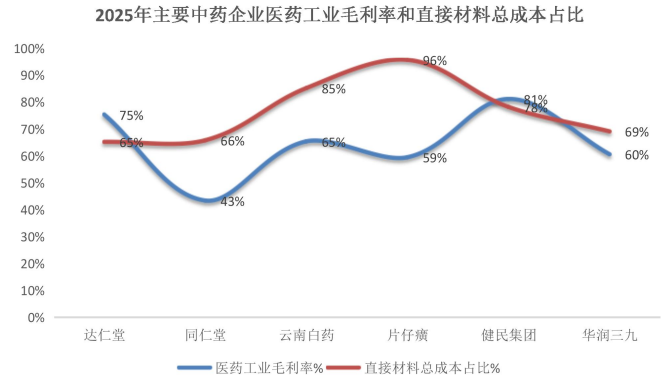
在自产中成药成本中，直接材料占总成本比例普遍在 65%以上，2025 年达仁堂直接材料占总成本 65%，同仁堂为 66%，云南白药为 85%，华润三九为 69%，健民集团为 78%，片仔癀直接材料占总成本最高，达到 96%。中成药毛利率越低，对成本敏感性越高，同样直接材料占总成本越高，毛利率对上游原材料价格波动越敏感。上游中药材价格指数大幅下跌，有利于缓解中药企业成本端压力，提升毛利率水平。

图 25： 2014-2026 年康美中药材价格指数趋势



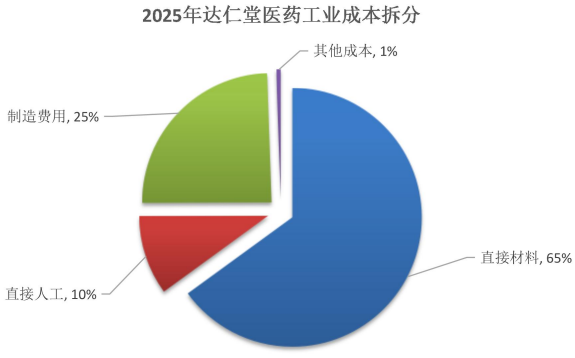
资料来源：康美中药网，诚通证券研究所

图 26： 2025 年主要中药企业医药工业毛利率和直接材料总成本占比



资料来源：Wind，各公司 2025 年报，诚通证券研究所

图 27： 2025 年达仁堂医药工业成本构成



资料来源：Wind，公司 2025 年报，诚通证券研究所

3.2、 政策端：中成药集采进入深水区，独家品种降价相对温和

中成药集采进入深水区，价格降幅好于化学仿制药。截至 2026 年 11 月，全国中成药联盟集采已由湖北省牵头开展四批，覆盖品种从首批的 19 省联盟扩展至全国范围，累计覆盖 305 种药品。各批次在品种数量、中选率和价格降幅上呈现明显的递进特征：前三批降幅逐步走高，第四批集采规则采用“价格分 60%+ 技术质量分 40%”综合评分，考察产能、质控、保供能力，对质量实行“一票否决”，不搞“唯低价论”，并允许未中选企业通过二次报价“复活”，平均价格降幅有所回落，独家品种降幅始终低于非独家品种。

表 3： 历次全国中成药集采核心数据一览

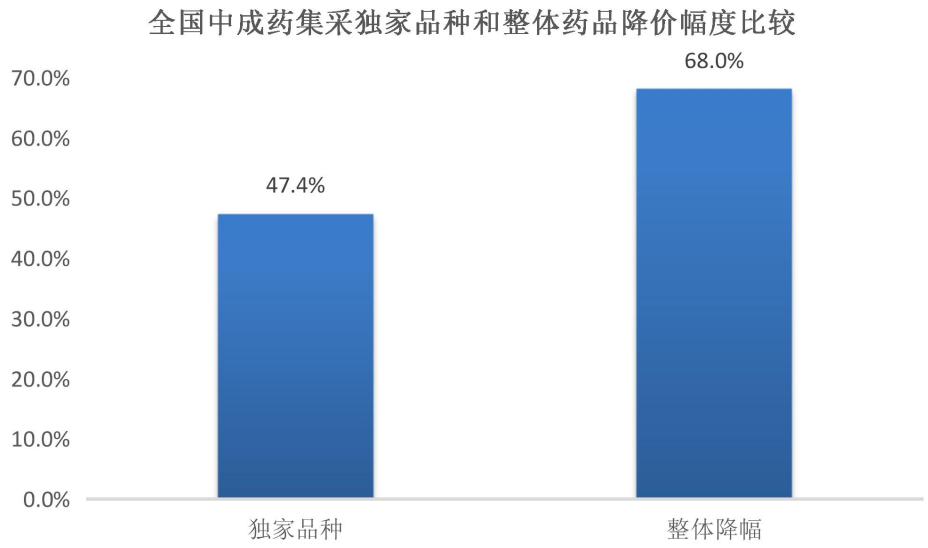
批次	启动/执行时间	品种/产品组数量	中选情况	平均降幅	关键特征
第一批	2021 年启动，2022 年执行	19 省联盟，182 个产品参与	97 家企业、111 个产品中选，中选率 62%	42.3%	以口服中成药为主，最大降幅 82.63%
第二批	2023 年	30 省联盟，涉及 16 个品种	63 家企业、68 个产品中选，中选率 71.6%	49.4%	首次扩围至 30 省，最高降幅 76.8%
第三批	2024 年 12 月开标，2025 年执行	20 个产品组、95 个产品	175 个产品拟中选，中选率约 31.47%	约 68%	从口服为主转向口服与注射剂并重，降幅显著走高，清开灵注射液降幅达 93.8%-95.9%
第四批	2026 年 4 月开标，2026 年 7 月落地	28 个采购组、89 种药品	243 家企业、310 个品规中选	超 50%	首次大规模纳入 OTC 与进口中成药，规则转向“优质优价”

资料来源：国家医保局、湖北省医保局、宁夏医保局、江苏省医药商业协会、诚通证券研究所

中成药独家品种降幅相对温和，零售龙头品种自由度高。中成药独家品种相对较多，且销售排名靠前，全国省级平台采购排名前 50 的中成药品种中，独家品种占 34 个，独家产品多、集中度高导致中成药集采产品替代性弱，企业降价动力不足。第三批集采中，独家品种平均降幅为 47.38%，显著低于整体 68%的降幅约 20 个百分点，第四批虽将独家品种纳入合并分组竞价，但其平均降幅仍维持在 30%-50%区间，低于 OTC 品种最高 70%的降幅，独家品种凭借临床不可替代性、市场独占性及品牌效应，仍有议价空间。

主要销售渠道在零售药店的品种，在集采中自由度高，江中药业作为健胃消食片零售龙头主要销售渠道来自零售药店与电商，在第四次中成药集采中选择弃标，提示头部品牌对“以价换量”的策略存在分化判断。

图 28： 第三批全国中成药集采独家品种和整体药品平均降价幅度比较



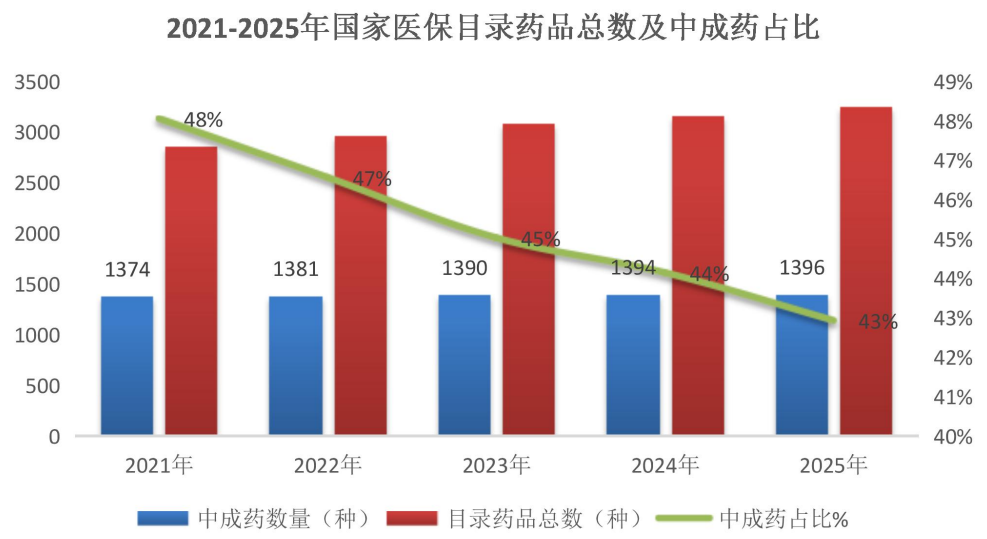
资料来源：国家医保局，达仁堂 2026 年半年报、诚通证券研究所

3.3、 医保端：有保有压，促进优胜劣汰

医保目录药品中成药数量上总体保持只增不减趋势。刚刚公布的 2026 年新版医保目录中，中成药总数达 1396 个；2021 年-2025 年版国家医保目录中成药品种数量，从 2021 年的 1374 个增加到 2025 年的 1396 个，累计新增 22 款中成药。其中，协议期谈判药品中，共有 61 种优质中成药或创新中成药通过协议谈判方式纳入医保目录。

医保目录清退力度显著加大，促进优胜劣汰。2026 年 7 月 1 日，国家药监局 2023 年发布的《中药注册管理专门规定》正式施行满三年，其中中成药再注册规范“第七十五条”同步进入执行期。中国中药协会监测数据显示，截至 2025 年底，我国共有中成药有效批准文号约 5.7 万个，涉及品种约 9000 个，其中超过 4 万个批文在“禁忌”“不良反应”“注意事项”中至少一项标注“尚不明确”，占比超七成。2026 年医保目录调整方案明确，说明书中“禁忌”“不良反应”“注意事项”任意一项仍为“尚不明确”且未按期修改的中成药，列为重点调出对象，中成药进入医保目录将以说明书规范性和循证证据为前置条件，有利于促进优胜劣汰。

图 29： 2021-2025 年国家医保目录药品中成药数量及占比



资料来源：国家医保局，诚通证券研究所

4、 盈利预测及投资评级

4.1、 关键假设及盈利预测

公司已经完成医药商业出表，从 2026 年开始只有医药工业营收，我们按公司 13 项核心产品和其他长尾产品分别给予营收增速假设，如下：

1）速效救心丸：公司核心主力产品，2026 年上半年含税销售收入 13.8 亿元，同比增长 22%，增速在公司加大终端覆盖，尤其是零售渠道拓展战略下，增速同比 2024-2025 年显著加快，我们假设 2026-2028 年，产品营收增速分别为 18%、15%和 12%，预期在 2028 年成长为年销售额达 30 亿元左右（不含税）的大品种。

2）清咽滴丸：公司第二大核心 OTC 品种，2022-2023 年连续两年销售额翻倍增长，2024-2025 年连续两年年均 60%左右高增长，成长为年营收 5 亿元左右销售额的重磅产品。清咽滴丸在公立医疗机构咽喉中成药市占率排第一，零售渠道前五，我们保守假设 2026-2028 年保持年均 8%左右继续增长。

表 4： 达仁堂主营业务关键假设及营收拆分

科目（单位：亿元）	指标	单位	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
整体营收	**营业收入**	亿元	82.07	72.93	49.18	47.81	50.33	54.84
	营收同比	%		-11.1%	-32.6%	-2.8%	5.3%	9.0%
	毛利率	%	44.0%	48.2%	74.0%	76.0%	76.5%	77.0%
分产品和业务								
一、医药工业	**营业收入**	亿元	49.30	44.91	47.72	47.81	50.33	54.84
	营收同比	%		-8.9%	6.3%	0.2%	5.3%	9.0%
	毛利率	%	69.7%	72.6%	75.2%	76.0%	76.5%	77.0%
1、13 款核心中成药	**营业收入**	亿元		35.60	40.00	41.48	44.63	48.86

	营收同比	%			12.4%	15.3%	14.3%	13.6%
	1)速效救心丸	**亿元**	17.40	17.55	19.17	**22.62**	**26.01**	**29.14**
	速效同比	%		0.8%	9.3%	18.0%	15.0%	12.0%
	2）清咽滴丸	亿元	1.96	3.15	5.00	**5.40**	**5.83**	**6.30**
	清咽营收同比	%	100.0%	61.0%	58.5%	8.0%	8.0%	8.0%
	3）其他核心品种	亿元		14.90	15.83	**13.46**	**12.78**	**13.42**
	其他核心同比	%			6.2%	-15.0%	-5.0%	5.0%
2、其他长尾品种	**营业收入**	亿元		9.31	7.72	6.33	5.70	5.98
	营收同比	%			-17.1%	-18.0%	-10.0%	5.0%
二、医药流通	**营业收入**	**亿元**	**37.62**	**31.13**	**1.46**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
	营收同比	%		-17.3%	-95.3%			
	毛利率	%	5.3%	6.8%	36.1%			
内部抵消收入			(4.85)	(3.11)	0.00			

资料来源：Wind，诚通证券研究所

综上，我们预测公司 2026-2028 年，公司营业总收入分别为 47.80/50.32/54.83 亿元，分别同比增-2.8%/5.3%/9.0%；毛利率分别为 76.0%/76.5%/77.0%；根据我们的财务预测模型，公司归母净利润分别为 10.73/11.83/13.58 亿元，分别同比增-49.6%/10.2%/14.8%。公司 2026 年归母净利润下滑明显，主要是由于 2025 年出售中美史克 12%股权投资收益较高所致，2026 年不再有相关股权出售投资收益。

4.2、 估值及投资评级

公司为精品国药传承代表企业，我们选取同为精品国药的生产企业片仔癀、同仁堂、云南白药和华润三九进行估值比较。

据 Wind 一致预期，2026 年可比公司平均 PE 倍数约 26X，达仁堂 PE（2026E）约 27X，估值与可比公司均值相当；另外，公司 2022-2025 年四年累计股利支付率超过 100%，重视股东回报；公司主力产品速效救心丸受益我国人口老龄化大趋势，当前年销售额还有较大增长空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

表 5： 可比公司估值比较

股票代码	公司简称	当前股价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）				PE（倍）			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600436.SH	片仔癀	128.30	774.1	3.58	3.02	3.46	4.18	35.8	42.5	37.1	30.7
600085.SH	同仁堂	23.74	325.6	0.87	0.81	0.92	1.08	27.3	29.2	25.7	22.1
000538.SZ	云南白药	55.34	987.4	2.89	3.05	3.27	3.53	19.1	18.1	16.9	15.7
000999.SZ	华润三九	25.96	432.0	2.06	2.01	2.25	2.46	12.6	12.9	11.5	10.5
	平均							23.7	25.7	22.8	19.7
600329.SH	达仁堂	37.85	343.9	2.77	1.39	1.54	1.76	13.7	27.2	24.6	21.5

资料来源：Wind，诚通证券研究所 备注：股价数据截至 2026.11.25 收盘数据；片仔癀、同仁堂、云南白药、华润三九 2026-2028 年 EPS 为 Wind 一致预期，达仁堂为本报告财务模型预测数据。

5、 风险提示

1、心脑血管中成药品种较多、剂型较多、独家品种多，核心品种速效救心丸占公司主营收入较大比例，如果未来行业竞争加剧或集采，产品降价并幅度超出预期，难以以量补价，可能给公司主业经营增长带来压力。

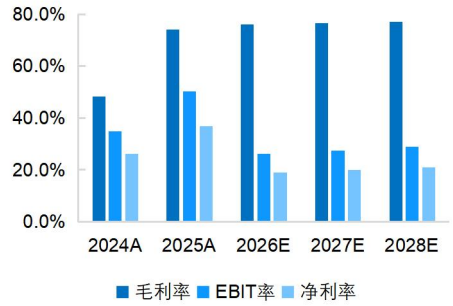
2、清咽滴丸已经成长为年销售额 5 亿以上的咽喉中成药大品种，咽喉中成药依每年流感、新冠等流行情况有一定大小年波动，且销售主渠道在院外零售；如果拓展其他护嗓、护咽场景效果不及预期或者零售渠道资源投入不足，或将难以保持过往高速增长势头。

3、行业：中成药已经进行四轮全国集采，集采进入深水区；如果未来公司品种进入集采，注意降价幅度超出以量补价风险。

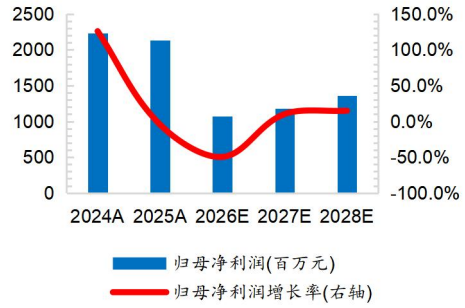
4、当前整体市场系统风险。

附：财务预测摘要

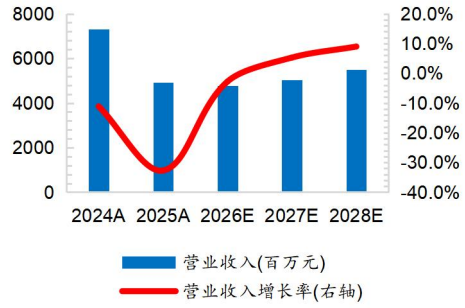
1、毛利率、EBIT 率、净利率



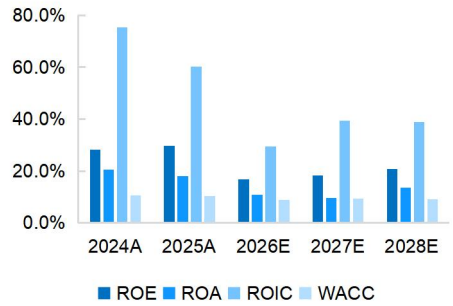
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**7307**	**4917**	**4780**	**5032**	**5483**
营业成本	3786	1277	1147	1182	1261
折旧和摊销	124	122	110	120	133
营业税费	76	80	64	75	77
销售费用	2000	2026	1984	2038	2166
管理费用	459	391	381	401	437
财务费用	15	-31	1	6	4
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1908	1646	68	68	68
营业利润	**2567**	**2490**	**1257**	**1384**	**1589**
利润总额	2579	2487	1255	1381	1587
少数股东损益	-14	-20	-9	-10	-11
归属母公司净利润	**2229**	**2131**	**1073**	**1183**	**1358**

资产负债表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总资产	**10769**	**11690**	**9723**	**12096**	**10002**
流动资产	6608	7155	5439	8004	6070
货币资金	2944	1016	1638	1928	1990
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	756	973	1043	1051	1118
应收票据	153	196	0	259	0
其他应收款	9	9	12	8	15
存货	1286	1133	104	1521	2
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1294	1166	1056	947	837
固定资产	950	743	719	729	748
无形资产	338	311	282	244	210
总负债	**2919**	**4590**	**3360**	**5720**	**3512**
无息负债	2831	4476	1868	4701	2208
有息负债	87	114	1492	1019	1305
股东权益	**7850**	**7100**	**6363**	**6376**	**6490**
股本	770	770	770	770	770
公积金	975	975	975	975	975
未分配利润	5635	4894	4721	4632	4656
少数股东权益	6	0	-8	-18	-30

现金流量表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**925**	**461**	**835**	**1788**	**916**
净利润	2215	2111	1065	1172	1347
折旧摊销	124	122	110	120	133
净营运资金增加	-410	824	271	-559	498
其他	-1004	-2596	-611	1054	-1061
投资活动产生现金流	**342**	**-1408**	**210**	**142**	**96**
净资本支出	118	119	-142	-83	-50
长期投资变化	451	-1325	110	110	110
其他资产变化	911	-2614	178	169	156
融资活动现金流	**-320**	**-981**	**-1797**	**-1181**	**-1244**
股本变化	-0	0	0	0	0
债务净变化	-666	1671	-1229	2360	-2208
无息负债变化	-359	1645	-2608	2833	-2494
净现金流	**947**	**-1928**	**-752**	**749**	**-231**

资料来源：Wind，诚通证券研究所

关键指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	-11.1	-32.7	-2.8	5.3	9.0
净利润增长率	128.7	-4.7	-49.6	10.1	14.9
EBITDA 增长率	120.6	-2.6	-47.5	10.3	14.3
EBIT 增长率	135.7	-2.6	-49.4	10.4	14.6
估值指标					
PE	24.0	15.8	27.2	24.6	21.5
PB	3.7	3.9	4.6	4.6	4.5
EV/EBITDA	9.9	10.9	21.3	18.8	16.6
EV/EBIT	10.3	11.4	23.1	20.4	17.9
EV/NOPLAT	12.0	13.4	27.3	24.0	21.1
EV/Sales	3.6	5.7	6.1	5.6	5.2
EV/IC	3.3	3.9	3.7	3.8	3.6
盈利能力（%）					
毛利率	48.2	74.0	76.0	76.5	77.0
EBITDA 率	36.5	52.8	28.5	29.9	31.3
EBIT 率	34.8	50.4	26.2	27.5	28.9
税前净利润率	35.1	50.6	26.3	27.5	29.0
税后净利润率（归属母公司）	26.2	36.8	19.1	19.9	21.0
ROA	20.6	18.1	11.0	9.7	13.5
ROE（归属母公司）（摊薄）	28.2	29.7	16.7	18.4	20.8
经营性 ROIC	75.3	60.3	29.4	39.3	39.0
偿债能力					
流动比率	2.3	1.6	1.7	1.4	1.8
速动比率	1.4	0.5	0.8	0.6	0.9
归属母公司权益/有息债务	89.9	62.5	4.3	6.3	5.0
有形资产/有息债务	86.6	69.5	4.1	8.6	5.2
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	2.89	2.77	1.39	1.54	1.76
每股红利	1.28	2.34	1.51	1.60	1.68
每股经营现金流	1.05	-0.39	1.08	2.32	1.19
每股自由现金流(FCFF)	3.62	2.17	1.36	2.51	1.34
每股净资产	10.19	9.22	8.27	8.30	8.47
每股销售收入	9.49	6.39	6.21	6.53	7.12

资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6－12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6－12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6－12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6－12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6－12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%－20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6－12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6－12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层
邮编：100020
公司网址：http://www.cctgsc.com.cn/