

**投资评级 优于大市 维持**

## 营销平台整合完成，成药规模提质上量可期

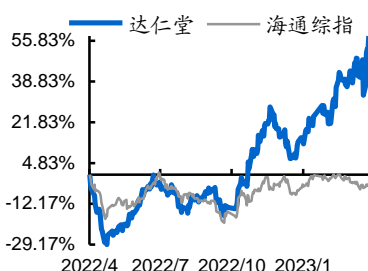
### 股票数据

04月03日收盘价(元)	38.99
52周股价波动(元)	17.98-41.48
总股本/流通A股(百万股)	773/566
总市值/流通市值(百万元)	31239/22855

### 相关研究

《混改助力营销整合，国药老字号迎风新生》  
 2023.01.29

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.9	26.6	45.2
相对涨幅(%)	13.3	29.7	40.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:郑琴

Tel:(021)23219808

Email:zq6670@haitong.com

证书:S0850513080005

联系人:彭婧

Tel:(010)68067998

Email:pp13606@haitong.com

### 投资要点:

- 事件:** 公司公告 2022 年年报, 实现营业收入 82.49 亿元 (+19.42%), 归母净利润 8.62 亿元 (+12.05%), 扣非归母净利润 7.69 亿元 (+3.94%), 非经常性损益对利润的影响额为 9257 万元, 主要是收购中新科炬增加了投资收益 7201 万元。分季度来看, 单 Q4 实现营业收入 26.86 亿元 (+72.71%), 归母净利润 1.33 亿元 (+23.41%), 扣非归母净利润 1.21 亿元 (+16.45%), 利润增速慢于收入, 主要是 Q4 计提了较多的销售费用和资产减值损失。
- 点评:**
  - 按治疗领域来看, 2022 年公司心脑血管系统产品收入增长 12.66%, 核心产品速效救心丸 2022 年增长 2.3 亿元, 纯销增长 5 亿元; 呼吸系统产品收入同比增长 57.17%, 主要是清咽滴丸的销售量大幅提升所致; 外用药产品同比增长 17.57%, 京万红销售团队精准营销降库存, 品牌学术助动销, 京万红 20g 规格新装上市, 社会库存逐步合理化; 抗肿瘤产品收入同比增长 7.64%; 抗感染产品收入同比下滑 37.78%。
  - 公司在医疗端以“中国心·健康行”作为工作主线, 着力打造标杆型科室和标杆型医院, 零售端持续优化速效救心丸 180 粒规格连锁合作质量, 对经销商进行渠道规范化管理, 同时以速效救心丸带动舒脑欣滴丸、通脉养心丸、参附强心丸等产品矩阵的市场协同。公司聚焦“三核九翼”产品线, 一手抓经营质量, 确立“商销即纯销”的终端分级管理理念, 通过强化财务管控, 提升平台利润率; 另一手针对重点品种展开提价工作, 如清咽滴丸在医疗机构的招采中标价从 2021 年的 22.56-39.60 元提升至 2022 年的 28.87-72.00 元。我们认为公司针对核心主品的规划明确, 十四五期间推进成药市场规模提质上量可期。
  - 公司按照立足稳定、品类协同、创新突破、专业发展的调整原则, 整合销售公司、营销公司、达仁堂销售团队、京万红销售团队, 实现产销分离。目前津欣平台负责医疗和零售渠道的心脑血管、呼吸、消化产品线; 津乐平台负责风湿骨痛、泌尿、肿瘤、慢阻肺、妇儿等医疗专科产品线; 津达平台负责精品国药、药酒系列等产品线; 津美平台负责医疗和零售渠道的创面修复、内分泌等产品线; 此外, 2022 年公司成立商销事业部, 运营普药产品; 整合国际部负责海外市场, 成立电商部发力第四终端。目前公司各销售平台已完成产品线调整, 由 2023 年初成立的津药达仁堂集团股份有限公司健康科技产业发展分公司统揽各销售平台工作。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6908	8249	8970	10012	11034
(+/-)YoY(%)	4.6%	19.4%	8.7%	11.6%	10.2%
净利润(百万元)	769	862	1049	1275	1549
(+/-)YoY(%)	16.2%	12.0%	21.8%	21.5%	21.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.99	1.11	1.36	1.65	2.00
毛利率(%)	39.9%	39.9%	40.0%	40.7%	41.5%
净资产收益率(%)	12.1%	13.2%	13.9%	14.4%	14.9%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利预测:** 我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 10.49 亿元、12.75 亿元、15.49 亿元, 同比分别增长 21.8%、21.5%、21.5%, 对应 EPS 分别为 1.36 元、1.65 元、2.00 元。公司完成国企混改, 提质增效, 同时推进营销改革, 布局“三核九翼”战略。参考可比公司, 我们给予公司 2023 年 25-30X PE, 对应合理价值区间为 33.92-40.70 元, 维持“优于大市”评级。
- **风险提示:** 行业政策风险; 营销改革不及预期的风险; 原材料的价格波动和质量风险; 核心品种提价后销售不及预期的风险。

**表 1 达仁收入分项**

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>总表</b>	营业收入 (百万元)	6907.54	8249.25	8970.10	10011.93	11034.13
	增速 (%)	4.6%	19.4%	9.0%	11.6%	10.2%
	营业成本 (百万元)	4150.74	4955.59	5384.56	5939.47	6456.55
	毛利率 (%)	39.9%	39.9%	40.0%	40.7%	41.5%
<b>医药制造</b>	收入 (百万元)	4283.33	5229.37	5793.98	6643.24	7521.49
	增速 (%)	11.0%	22.1%	10.8%	14.7%	13.2%
	毛利率 (%)	56.7%	56.5%	56.2%	56.3%	56.4%
<b>医药流通</b>	收入 (百万元)	5952.99	6079.92	6171.12	6263.69	6357.64
	增速 (%)	-0.4%	2.1%	1.5%	1.5%	1.5%
	毛利率 (%)	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
<b>内部抵消</b>	收入 (百万元)	-3344.14	-3082.21	-3000.00	-2900.00	-2850.00

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**表 2 可比公司估值**

代码	简称	收盘价 (元)		每股收益 (元)		市盈率 (X)		
		2023/4/3	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600436	片仔癀	281.88	4.09	5.32	6.47	68.92	52.98	43.55
000423	东阿阿胶	52.76	1.21	1.51	1.84	43.60	34.84	28.75
600085	同仁堂	53.40	1.04	1.21	1.41	51.35	43.99	37.77
600129	太极集团	43.06	0.63	1.07	1.49	68.35	40.37	28.82
<b>均值</b>						<b>58.05</b>	<b>43.05</b>	<b>34.72</b>

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2023 年 4 月 3 日价格, EPS 为 wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>8249</b>	<b>8970</b>	<b>10012</b>	<b>11034</b>
每股收益	1.11	1.36	1.65	2.00	营业成本	4956	5385	5939	6457
每股净资产	8.43	9.79	11.44	13.44	毛利率%	39.9%	40.0%	40.7%	41.5%
每股经营现金流	0.88	1.23	1.30	1.91	营业税金及附加	77	81	90	99
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1969	2036	2223	2383
P/E	34.99	28.74	23.65	19.47	营业费用率%	23.9%	22.7%	22.2%	21.6%
P/B	4.62	3.98	3.41	2.90	管理费用	378	408	453	497
P/S	3.66	3.36	3.01	2.73	管理费用率%	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%
EV/EBITDA	24.69	25.71	20.03	15.29	EBIT	685	908	1140	1422
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-40	-58	-80	-103
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.5%	-0.6%	-0.8%	-0.9%
毛利率	39.9%	40.0%	40.7%	41.5%	资产减值损失	-56	0	0	0
净利润率	10.4%	11.7%	12.7%	14.0%	投资收益	274	215	215	221
净资产收益率	13.2%	13.9%	14.4%	14.9%	<b>营业利润</b>	<b>980</b>	<b>1190</b>	<b>1445</b>	<b>1757</b>
资产回报率	8.5%	9.3%	9.8%	10.5%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	9.0%	10.3%	11.1%	11.8%	<b>利润总额</b>	<b>980</b>	<b>1190</b>	<b>1445</b>	<b>1757</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	805	1028	1261	1544
营业收入增长率	19.4%	8.7%	11.6%	10.2%	所得税	107	127	153	187
EBIT 增长率	15.0%	32.6%	25.6%	24.7%	有效所得税率%	10.9%	10.7%	10.6%	10.7%
净利润增长率	12.0%	21.8%	21.5%	21.5%	少数股东损益	11	14	17	20
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>862</b>	<b>1049</b>	<b>1275</b>	<b>1549</b>
资产负债率	35.5%	32.4%	31.5%	29.2%					
流动比率	2.17	2.48	2.67	2.97	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.70	1.89	2.14	2.41	货币资金	2883	3992	5156	6797
现金比率	0.86	1.18	1.35	1.68	应收账款及应收票据	2245	2191	2760	2696
<b>经营效率指标</b>					存货	1429	1861	1853	2123
应收账款周转天数	80.37	79.00	79.00	79.00	其它流动资产	689	367	422	433
存货周转天数	107.32	110.00	112.55	110.83	流动资产合计	7245	8411	10190	12049
总资产周转率	0.86	0.84	0.83	0.79	长期股权投资	760	790	820	850
固定资产周转率	7.24	8.09	9.37	10.78	固定资产	1128	1090	1047	999
					在建工程	334	300	270	243
					无形资产	281	273	265	257
					非流动资产合计	2912	2861	2809	2755
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>10157</b>	<b>11272</b>	<b>12999</b>	<b>14804</b>
净利润	862	1049	1275	1549	短期借款	102	102	102	102
少数股东损益	11	14	17	20	应付票据及应付账款	1406	1496	1711	1754
非现金支出	179	120	121	122	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-318	-224	-225	-232	其它流动负债	1826	1787	2009	2201
营运资金变动	-57	-4	-180	19	流动负债合计	3333	3385	3821	4057
<b>经营活动现金流</b>	<b>677</b>	<b>954</b>	<b>1008</b>	<b>1479</b>	长期借款	151	151	151	151
资产	-106	-30	-29	-28	其它长期负债	120	120	120	120
投资	-113	-30	-30	-30	非流动负债合计	272	272	272	272
其他	207	215	215	221	<b>负债总计</b>	<b>3605</b>	<b>3657</b>	<b>4092</b>	<b>4328</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-12</b>	<b>155</b>	<b>156</b>	<b>163</b>	实收资本	773	773	773	773
债权募资	180	0	0	0	归属于母公司所有者权益	6521	7571	8846	10394
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	30	44	61	82
其他	-416	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>10157</b>	<b>11272</b>	<b>12999</b>	<b>14804</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-237</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>428</b>	<b>1109</b>	<b>1164</b>	<b>1641</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 03 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

余文心 医药行业  
郑琴 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,万孚生物,康华生物,智飞生物,老百姓,新天药业

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。