

混改成效逐步显现， 百年国药焕发新生

核心观点

4月28日晚，公司发布2023年第一季度报告，实现营业总收入21.54亿元，同比增长14.03%；实现归母净利润4.01亿元，同比增长100.79%；实现扣非归母净利润3.95亿元，同比增长99.22%，利润端增长较快主要归功于：1）盈利能力强的医药工业板块收入占比提升，毛利率实现稳步提升；2）对联营企业和合营企业的投资收益同比实现大幅增长。整体来看，公司持续推动营销创新，推进成药提质上量，混改成效逐步显现，Q1整体经营趋势向好，利润端增长超预期。

事件

公司发布2023年第一季度报告

4月28日晚，公司发布2023年第一季度报告，实现营业总收入21.54亿元，同比增长14.03%；实现归母净利润4.01亿元，同比增长100.79%；实现扣非归母净利润3.95亿元，同比增长99.22%，利润端增长超过此前市场预期。

简评

混改成效逐步显现，Q1利润端增长超预期

重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,908	8,249	9,183	10,377	11,865
YOY(%)	4.6	19.4	11.3	13.0	14.3
净利润(百万元)	769	862	1,072	1,311	1,625
YOY(%)	16.2	12.0	24.3	22.3	23.9
毛利率(%)	39.9	39.9	42.8	43.7	44.7
净利率(%)	11.1	10.4	11.7	12.6	13.7
ROE(%)	12.1	13.2	14.5	15.6	16.8
EPS(摊薄/元)	0.99	1.11	1.39	1.70	2.10
P/E(倍)	46.2	41.2	33.1	27.1	21.9
P/B(倍)	5.6	5.4	4.8	4.2	3.7

资料来源: iFinD, 中信建投

达仁堂(600329.SH)

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 编号:S1440519080003

发布日期: 2023年05月15日

当前股价: 45.92元

主要数据

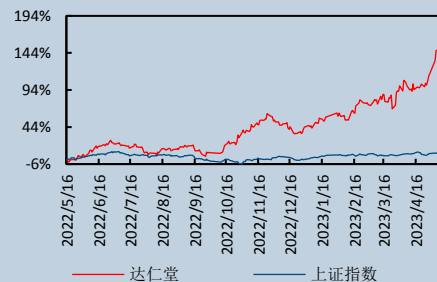
股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	16.31/17.56	47.75/47.39	130.99/124.00
12月最高/最低价(元)			50.45/20.07
总股本(万股)			77,344.31
流通A股(万股)			56,586.81
总市值(亿元)			263.33
流通市值(亿元)			259.85
近3月日均成交量(万)			702.56

主要股东

天津市医药集团有限公司	42.81%
-------------	--------

股价表现



相关研究报告

2023 年 Q1，公司实现收入 21.54 亿元，同比增长 14.03%，收入端在医药工业的带动下实现稳健增长；实现归母净利润 4.01 亿元，同比增长 100.79%；扣非归母净利润 3.95 亿元，同比增长 99.22%，利润端增长较快主要归功于：1) 公司整体经营趋势稳步增长，盈利能力强的医药工业板块收入占比提升，毛利率实现稳步提升；2) 对联营企业和合营企业的投资收益同比实现大幅增长，主要受益于防疫政策优化以及流感带来的感冒呼吸品类需求增长。整体来看，公司持续推动营销创新，推进成药提质上量，混改成效逐步显现，Q1 整体经营趋势向好，利润端增长超预期。

百年中华老字号，品牌及品种积淀深厚

公司是由天津市医药集团控股的大型中药公司，以绿色中药为核心，集生产、经营、科研为一体，业务涵盖中药全产业链，包括中药材种植、中药材贸易、中成药研发生产及销售、中药饮片生产销售、医药商业物流等众多领域。在医药制造领域，公司拥有达仁堂、隆顺榕、乐仁堂和京万红等中华老字号品牌，作为“乐家老铺”的正宗后裔，达仁堂品牌积淀深厚；与此同时，通过百余年的传承发展，公司品种资源储备丰富，目前共有 599 个药品批准文号，拥有一批家喻户晓的中成药产品，主要品种包括速效救心丸（国家机密品种）、京万红软膏（国家秘密品种）、以及舒脑欣滴丸、治咳川贝枇杷滴丸、牙痛停滴丸、通脉养心丸、紫龙金片等中药保护品种，覆盖心脑血管、呼吸系统、消化系统、皮肤用药等众多治疗领域，2022 年，公司医药制造板块实现营业收入 52.29 亿元，同比增长 22.09%，毛利率为 56.49%，同比减少 0.23 个百分点。在医药流通领域，公司已建成立足天津、覆盖全国的医药商业体系，旗下医药公司是天津市药品经销龙头企业，公司医药流通板块 2022 年实现营业收入 60.08 亿元，同比增长 2.13%，毛利率为 5.36%，同比增加 0.05 个百分点。

混改落地激发经营活力，积极推动管理及营销体系改革

2020 年 9 月，公司控股股东天津市医药集团（“天药集团”）启动国有企业混合所有制改革，通过股权转让形式引入民营企业津沪深生物医药科技有限公司（“津沪深公司”）；2021 年 3 月份，混合所有制改革完成，津沪深公司持有天药集团 67% 股权，间接控股公司。控股股东混改落地后，公司积极推进组织架构优化，2022 年本部经营管理部室由 14 个缩减至 12 个，并不断完善人力资源管理体系，优化薪酬激励机制及绩效考评机制。除此之外，公司聚焦营销体系改革，2022 年整合销售公司、营销公司、达仁堂销售团队、京万红销售团队，实现产销分离，同时成立商销事业部，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；2023 年初，公司成立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。目前，公司各销售平台已完成产品线调整、组织架构建设工作，逐步迈入健康发展快车道。我们认为，混改落地有望激发公司经营活力，随着公司积极推动管理及营销体系改革，公司体制机制有望进一步优化，推动业绩实现稳健增长。

展望 2023 年：做大做强绿色中药，持续推进“1+5”战略布局

作为公司“十四五”战略规划承上启下的关键之年，2023 年公司以“做大做强绿色中药”为战略定位，持续推进“1+5”战略规划，推动“三核九翼”重点品种的健康发展。从重点工作方向来看，2023 年公司将聚焦：**1) 加强品牌建设：**牵引品牌管理方法“引进来”和品牌传播内容“走出去”，提升品牌线上线下曝光度，不断弘扬品牌历史底蕴，强化品牌正面形象；**2) 发力市场营销：**推进“三核九翼”成药市场提质上量、落实津药集团“骠子工程”立足做大主品、开展“宝贝计划”发掘产品独家或有特色治疗优势的产品潜能，不断完善多元产品矩阵；同时深化有序营销，规范价格体系，积极推动营销创新；**3) 加大科研投入强度：**推动速效救心丸科研项目，开展药物经济学、循证医学研究，开展真实世界研究等大品种二次开发工作，持续深化与海河实验室合作，推动与付小兵院士共建创面修复再生医学研究实验室，力求促进科技成果转化应用，以高端智库引领创新发展。除此之外，公司将推动药材资源供应流程再造，建立完善的中药材集中采购制度，加强源头把控，完善供应体系，同时拓展药材经营业务，发展精品饮片业务，拓宽收入和利润来源。

毛利率实现大幅提升，经营质量保持健康

2023 年 Q1, 公司综合毛利率为 48.78%, 同比增加 9.38pp, 主要受益于收入结构变化; 销售费用率达到了 27.40%, 同比增长 4.86pp, 推测主要由于公司收入结构变化; 管理费用率达到了 3.17%, 同比减少 1.89pp, 控费效果理想; 研发费用率达到了 1.12%, 同比增加 0.10pp, 基本维持稳定。经营活动产生的现金流量净额同比增加 137.21%, 主要由于销售商品、提供劳务收到的现金同比增加; 投资活动产生的现金流量净额同比下降 79.45%, 主要由于收回投资收到的现金与投资支付的现金净额同比减少; 筹资活动产生的现金流量净额同比增长 1946%, 主要由于取得借款收到的现金同比增加。其他收益同比增长 655%, 主要由于收到的政府补助增加。其余财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

作为由天津市医药集团控股的大型中药公司, 公司拥有深厚的品牌积淀和丰富的品种资源储备; 我们认为, 随着公司控股股东混改落地, 引入民营企业激发经营活力, 同时开启“十四五”战略规划, 持续推进“1+5”战略布局, 推动“三核九翼”重点品种的健康发展, 未来成长可期。我们预计 2023-2025 年公司医药工业板块有望在大品种的带动下分别实现 14%、16%、18% 的同比增长, 医药商业板块预计保持 2% 的平稳增长; 整体来看, 我们预计公司 2023 - 2025 年实现营业收入分别为 91.83 亿元、103.77 亿元和 118.65 亿元, 归母净利润分别为 10.72 亿元、13.11 亿元和 16.25 亿元, 折合 EPS (摊薄) 分别为 1.39 元/股、1.70 元/股和 2.10 元/股, 对应 PE 分别为 33.1x、27.1x 及 21.9x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险分析

1、改革不达预期: 混改落地后先行改革组织和营销, 精简机构和人员, 改革薪酬激励, 改革效果如不及预期, 或对公司盈利预期产生影响; 2、限抗、集采等政策风险: 限抗政策加剧可能导致抗菌药市场萎缩, 影响一致性评价等政策推进; 集采政策风险包括相关产品降价以及医院端市场份额被抢占; 3、药品降价风险: 如省际集采联盟、市场竞争程度加剧等事件可能导致公司产品降价超预期, 进而影响公司收入及盈利预期; 4、原材料价格波动风险: 中药材价格会受到宏观环境、自然灾害、种植条件等多种因素的影响, 容易出现较大幅度的波动, 如果中药原材料价格上涨, 公司生产成本可能会大幅上涨, 进而影响公司利润; 假设中药原材料价格上涨导致公司 23-25 年毛利率每年分别下降 1.0%, 则公司 2023 年、2024 年、2025 年归母净利润将从目前的 10.72 亿元、13.11 亿元和 16.25 亿元下降至 9.91 亿元、12.20 亿元、15.20 亿元; 假设中药原材料价格上涨导致公司 23-25 年毛利率每年分别下降 2.0%, 则公司 2023 年、2024 年、2025 年归母净利润将从目前的 10.72 亿元、13.11 亿元和 16.25 亿元下降至 9.11 亿元、11.29 亿元、14.16 亿元。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第四名、第五名团队核心成员。2022 年第十六届卖方分析师水晶球奖评选医药生物行业第五名团队核心成员。

研究助理

袁全

yuanquan@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk