

增持 (维持)

达仁堂 (600329)

2023年一季度业绩超预期, 开门红开启新阶段

2023年5月1日

市场数据

日期	2023-04-28
收盘价(元)	43.02
总股本(百万股)	773
流通股本(百万股)	566
净资产(亿元)	69
总资产(亿元)	109
每股净资产(元)	8.93

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《达仁堂: 2022年收入略超预期, 期待整合重塑释放动能》

《达仁堂: 承经典之道, 扬改革之帆》

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn
S0190515090001

投资要点

- 一季度业绩超预期, 混改发展年迎来开门红。2023年Q1实现营业收入21.54亿元, 同比增长14.03%, 归母净利润4.01亿元, 同比增长100.79%, 扣非净利润3.95亿元, 同比增长99.22%。一季度投资收益1.01亿, 同比增长110%, 主要由于对联营公司(中美天津史克和宏仁堂药业)的投资收益增加。
- 盈利能力显著提升, 管理提质增效。2023年Q1净利率18.46%, 同比提升7.76pct, 盈利能力提升显著。毛利率48.78%, 同比提升9.38pct, 估计与工业收入占比提升带来的结构性变化以及公司降本增效有关。销售费用率27.4%, 同比提升4.86pct, 估计与工业占比提升以及加大市场开拓有关。管理费用率3.17%, 同比下降1.89pct, 管理提效显著。研发费用率1.12%, 同比提升0.1pct, 研发投入保持平稳。经营活动产生的现金流量净额1.87亿, 同比增长137.21%。合同负债期末余额1.28亿, 较2022年末下降0.9亿, 主要由于预收商品销售款减少。
- 盈利预测及估值: 根据一季度经营情况, 我们调整盈利预测, 预计2023-2025年实现归母净利润11.09、13.79、17.02亿元, 同比增长28.7%、24.3%、23.5%, 对应2023年4月28日收盘价, PE为30.0、24.1、19.6倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 原材料价格波动、销售不及预期、市场竞争加剧、整合提效不及预期、集采或政策环境变化等风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,249	9,319	10,525	11,855
同比增长	19.4%	13.0%	12.9%	12.6%
归母净利润(百万元)	862	1,109	1,379	1,702
同比增长	12.0%	28.7%	24.3%	23.5%
毛利率	39.9%	41.9%	43.5%	45.2%
ROE	13.2%	16.4%	18.2%	19.8%
每股收益(元)	1.11	1.43	1.78	2.20
市盈率	38.61	30.00	24.14	19.55

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文**事件**

- 公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度实现营业收入 21.54 亿元，同比增长 14.03%，归母净利润 4.01 亿元，同比增长 100.79%，扣非净利润 3.95 亿元，同比增长 99.22%。

点评

- **一季度业绩超预期，混改发展年迎来开门红。**2023 年 Q1 实现营业收入 21.54 亿元，同比增长 14.03%，归母净利润 4.01 亿元，同比增长 100.79%，扣非净利润 3.95 亿元，同比增长 99.22%。一季度投资收益 1.01 亿，同比增长 110%，主要由于对联营公司（中美天津史克和宏仁堂药业）的投资收益增加。
- **盈利能力显著提升，管理提质增效。**2023 年 Q1 净利率 18.46%，同比提升 7.76pct，盈利能力提升显著。毛利率 48.78%，同比提升 9.38pct，估计与工业收入占比提升带来的结构性变化以及公司降本增效有关。销售费用率 27.4%，同比提升 4.86pct，估计与工业占比提升以及加大市场开拓有关。管理费用率 3.17%，同比下降 1.89pct，管理提效显著。研发费用率 1.12%，同比提升 0.1pct，研发投入保持平稳。经营活动产生的现金流量净额 1.87 亿，同比增长 137.21%。合同负债期末余额 1.28 亿，较 2022 年末下降 0.9 亿，主要由于预收商品销售款减少。
- **聚能核心主品、完成营销整合，发展进入新阶段。**公司 2022 年以津药集团混改为契机，积极完成各项调整。销售团队整合、实现产销分离，整合津欣平台、津乐平台、津达平台、津美平台四大营销平台，成立商销事业部、国际部、电商部发力各渠道；聚焦核心主品，发力“三核九翼”产品线，统领产品全生命周期规划。2023 年明确推进战略规划，着眼“三力（品牌力、产品力、服务力）”、“三聚（聚焦资源、聚焦主业、聚焦主品）”、“三提（收入提升、利润提升、品牌提升）”，一季度喜得开门红，期待发展进入新阶段。
- **盈利预测及估值：**根据一季度经营情况，我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润 11.09、13.79、17.02 亿元，同比增长 28.7%、24.3%、23.5%，对应 2023 年 4 月 28 日收盘价，PE 为 30.0、24.1、19.6 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动、销售不及预期、市场竞争加剧、整合提效不及预期、集采或政策环境变化等风险。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7245	7289	8572	9942	营业收入	8249	9319	10525	11855
货币资金	2883	2264	3009	3911	营业成本	4956	5418	5942	6492
交易性金融资产	0	0	0	0	税金及附加	77	85	97	109
应收票据及应收账款	2245	2607	2884	3262	销售费用	1969	2285	2602	2931
预付款项	72	69	77	87	管理费用	378	384	415	467
存货	1429	1850	1974	2082	研发费用	153	163	184	207
其他	617	499	627	601	财务费用	-40	-14	-12	-17
非流动资产	2912	2768	2691	2645	其他收益	7	20	13	10
长期股权投资	760	726	739	742	投资收益	274	265	279	293
固定资产	1128	1246	1216	1138	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	334	167	83	42	信用减值损失	-2	-7	-7	-7
无形资产	281	309	339	383	资产减值损失	-56	-21	-29	-35
商誉	85	28	38	50	资产处置收益	1	7	7	5
长期待摊费用	7	3	0	-4	营业利润	980	1263	1560	1932
其他	317	289	276	294	营业外收入	3	5	6	5
资产总计	10157	10058	11262	12587	营业外支出	3	9	5	6
流动负债	3333	2935	3245	3452	利润总额	980	1259	1561	1932
短期借款	102	51	76	64	所得税	107	135	164	207
应付票据及应付账款	1406	1458	1688	1811	净利润	873	1124	1397	1724
其他	1826	1426	1481	1578	少数股东损益	11	15	18	23
非流动负债	272	318	367	450	归属母公司净利润	862	1109	1379	1702
长期借款	151	192	246	328	BPS(元)	1.11	1.43	1.78	2.20
其他	120	126	122	123					
负债合计	3605	3252	3612	3902	主要财务比率				
股本	773	773	773	773	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
资本公积	1048	1048	1048	1048	成长性				
未分配利润	4264	4506	5330	6343	营业收入增长率	19.4%	13.0%	12.9%	12.6%
少数股东权益	30	45	63	86	营业利润增长率	13.1%	28.9%	23.5%	23.9%
股东权益合计	6552	6805	7650	8685	归母净利润增长率	12.0%	28.7%	24.3%	23.5%
负债及权益合计	10157	10058	11262	12587	盈利能力				
					毛利率	39.9%	41.9%	43.5%	45.2%
					归母净利率	10.4%	11.9%	13.1%	14.4%
					ROE	13.2%	16.4%	18.2%	19.8%
					偿债能力				
					资产负债率	35.5%	32.3%	32.1%	31.0%
					流动比率	2.17	2.48	2.64	2.88
					速动比率	1.74	1.85	2.03	2.28
					营运能力				
					资产周转率	85.8%	92.2%	98.7%	99.4%
					应收账款周转率	431.1%	415.4%	421.9%	418.7%
					存货周转率	323.3%	318.0%	300.0%	308.5%
					每股资料(元)				
					每股收益	1.11	1.43	1.78	2.20
					每股经营现金	0.88	-0.40	1.34	1.71
					每股净资产	8.43	8.74	9.81	11.12
					估值比率(倍)				
					PE	38.6	30.0	24.1	19.6
					PB	5.1	4.9	4.4	3.9

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	862	1109	1379	1702
折旧和摊销	119	115	125	131
资产减值准备	56	92	13	-24
资产处置损失	-1	-7	-7	-5
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	13	-14	-12	-17
投资损失	-274	-265	-279	-293
少数股东损益	11	15	18	23
营运资金的变动	-64	-1411	-183	-188
经营活动产生现金流量	677	-312	1036	1321
投资活动产生现金流量	-12	270	228	241
融资活动产生现金流量	-237	-577	-519	-661
现金净变动	428	-618	745	901
现金的期初余额	2283	2883	2264	3009
现金的期末余额	2712	2264	3009	3911

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn