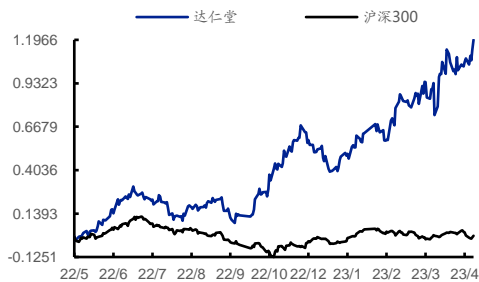


研究所  
证券分析师：周小刚 S0350521090002  
zhouxg@ghzq.com.cn  
联系人：赵宁宁 S0350120070040  
zhaonn@ghzq.com.cn

## 一季报业绩增长超预期，期待中长期价值释放

### ——达仁堂（600329）2023年一季报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

	2023/04/28		
表现	1M	3M	12M
达仁堂	11.5%	34.9%	137.3%
沪深300	0.7%	-3.6%	2.8%

#### 市场数据

	2023/04/28
当前价格(元)	43.02
52周价格区间(元)	19.20-43.38
总市值(百万)	33,273.52
流通市值(百万)	24,343.64
总股本(万股)	77,344.31
流通股本(万股)	56,586.81
日均成交额(百万)	255.15
近一月换手(%)	1.04

#### 相关报告

《——达仁堂（600329）点评报告：收入端核心产品放量超预期，利润端基本符合预期（买入）\* 中药II\*周小刚》——2023-04-02

《——达仁堂（600329）点评报告：改革稳步推进，看好业绩成长（买入）\* 中药II\*周小刚》——2022-11-17

#### 事件：

达仁堂发布2023一季报：公司2023年一季度实现营收21.54亿元（同比+14.03%），归母净利润4.01亿元（同比+100.79%），扣非归母净利润3.95亿元（同比+99.22%）。

#### 投资要点：

- **业绩增长超预期。** 2023年一季报公司实现营收21.54亿元（同比+14.03%）；归母净利润4.01亿元（同比+100.79%）；2023年一季度公司确认联营企业和合营企业投资收益为1.00亿元（同比+125.57%，主要为中美天津史克贡献），自有利润为3.01亿元（同比+93.34%）。
- 预计2023一季度公司毛利率和费用率变动主要是受到工业和商业结构变化、工业内部产品结构变化的影响。2023Q1公司整体毛利率为48.78%，同比提高9.38个百分点；净利率为18.46%，同比提高7.76个百分点。一季度公司销售费用为5.90亿元（同比+38.65%），管理费用为0.68亿元（同比-28.54%）。
- 预计心脑血管、呼吸类产品一季度受益疫情高增，带动利润端超预期。一季度新冠放开后部分患者亦增加了对心脑血管类药品的需求，且速效作为公司成熟大单品，盈利水平预计高于其他小单品，从而带动公司整体利润高增。
- 中长期来看，公司具备名贵中成药基因，普药和名贵中成药产品皆储备丰富。公司改革以来，推动销售整合，落实竞聘和激励，并在业务层面展开“中国心”、“中国嗓”等活动聚焦推广核心大单品，基于公司品牌力、产品力较强，期待公司混改后长期业绩弹性。
- **盈利预测和投资评级** 公司拥有隆顺榕、达仁堂、乐仁堂和京万红等中华老字号品牌，并且具有充足的产品储备，奠定中成药长期增长空间。随着混改推进，经营管理深化改革，提质增效，看好公司未来业绩的增长空间，我们将2023-2025年归母净利润上调为11.17/14.11/17.70亿元，对应当前股价PE为29.79/23.57/18.79倍，维持“买入”评级。
- **风险提示** 产品销售不及预期；中药原材料价格大幅上涨；公司

成本控制效果不及预期；疫情影响业务运转；竞争加剧；宏观经济发展不及预期；医药政策风险等。

预测指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（万元）	824925	950368	1102554	1291872
增长率(%)	19	15	16	17
归母净利润（万元）	86179	111694	141140	177039
增长率(%)	12	30	26	25
摊薄每股收益（元）	1.12	1.44	1.82	2.29
ROE(%)	13	15	17	18
P/E	25.98	29.79	23.57	18.79
P/B	3.45	4.51	3.93	3.39
P/S	2.73	3.50	3.02	2.58
EV/EBITDA	25.52	28.20	22.14	17.50

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：达仁堂盈利预测表

证券代码:	600329				股价:	43.02		投资评级:	买入		日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	13%	15%	17%	18%	EPS	1.12	1.44	1.82	2.29				
毛利率	40%	42%	44%	45%	BVPS	8.43	9.54	10.94	12.68				
期间费率	28%	28%	29%	29%	<b>估值</b>								
销售净利率	10%	12%	13%	14%	P/E	25.98	29.79	23.57	18.79				
<b>成长能力</b>					P/B	3.45	4.51	3.93	3.39				
收入增长率	19%	15%	16%	17%	P/S	2.73	3.50	3.02	2.58				
利润增长率	12%	30%	26%	25%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
总资产周转率	0.81	0.83	0.85	0.87	营业收入	824925	950368	1102554	1291872				
应收账款周转率	3.84	4.57	4.57	4.57	营业成本	495559	551002	621491	706494				
存货周转率	5.77	6.09	6.33	6.56	营业税金及附加	7669	9504	11026	12919				
<b>偿债能力</b>					销售费用	196927	228088	267921	320384				
资产负债率	35%	35%	34%	34%	管理费用	37789	44667	51820	60718				
流动比	2.17	2.29	2.42	2.54	财务费用	-3977	-2637	-3856	-4993				
速动比	1.72	1.85	1.98	2.11	其他费用/(-收入)	15315	19007	22051	25837				
<b>资产负债表 (万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	98005	128808	164651	208944				
现金及现金等价物	288252	385789	478727	593053	营业外净收支	14	50	50	50				
应收款项	224452	233837	271263	317944	利润总额	98019	128858	164701	208994				
存货净额	142945	155938	174271	196790	所得税费用	10693	15463	21411	29259				
其他流动资产	68895	77916	88907	102540	净利润	87326	113395	143290	179735				
<b>流动资产合计</b>	<b>724544</b>	<b>853480</b>	<b>1013166</b>	<b>1210326</b>	少数股东损益	1146	1701	2149	2696				
固定资产	112774	114908	113980	110860	归属于母公司净利润	86179	111694	141140	177039				
在建工程	33385	24070	17549	12984	<b>现金流量表 (万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
无形资产及其他	68975	70625	72275	73925	经营活动现金流	67725	103911	100091	122557				
长期股权投资	76019	79019	82019	85019	净利润	86179	111694	141140	177039				
<b>资产总计</b>	<b>1015698</b>	<b>1142102</b>	<b>1298989</b>	<b>1493115</b>	少数股东权益	1146	1701	2149	2696				
短期借款	10164	10164	10164	10164	折旧摊销	12067	12972	13239	13474				
应付款项	140589	166357	187639	213303	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-5692	4033	-25466	-33783				
其他流动负债	182591	195755	221355	252342	投资活动现金流	-1228	22516	27098	34995				
<b>流动负债合计</b>	<b>333343</b>	<b>372276</b>	<b>419158</b>	<b>475809</b>	资本支出	-10641	-7450	-7450	-7450				
长期借款及应付债券	15130	15130	15130	15130	长期投资	-6508	-3000	-5000	-5000				
其他长期负债	12029	12029	12029	12029	其他	15921	32966	39548	47445				
<b>长期负债合计</b>	<b>27159</b>	<b>27159</b>	<b>27159</b>	<b>27159</b>	筹资活动现金流	-23662	-28890	-36252	-45226				
<b>负债合计</b>	<b>360503</b>	<b>399435</b>	<b>446318</b>	<b>502969</b>	债务融资	17983	0	0	0				
股本	77344	77344	77344	77344	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	655195	742667	852672	990147	其它	-41645	-28890	-36252	-45226				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1015698</b>	<b>1142102</b>	<b>1298989</b>	<b>1493115</b>	现金净增加额	42835	97537	90937	112326				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有 5 年医药实业工作经验、7 年医药研究工作经验。

万鹏辉，中科院药物所药物化学硕士，3 年医药二级市场投研经验，主要覆盖 CXO 及软镜等板块。

林羽茜，悉尼大学数据分析硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2020 年加入国海证券，现从事医药行业研究，主要覆盖中药、生物药。

李明，北京大学金融科技硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务、眼科产业板块。

沈崇皓，华东师范大学药化硕士，3 年海外医药投研经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，北京大学药理学硕士，具有 1 年医疗实业工作经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

## 【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取

提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。