

业绩增长超预期，混改成效持续释放

证券研究报告

2023年04月28日

达仁堂（600329.SH）2023年一季报点评

核心结论

事件：达仁堂发布 2023 年一季报，报告期内实现营收 21.54 亿元（同比+14.03%）；归母净利润 4.01 亿元（同比+100.79%）；扣非净利润 3.95 亿元（同比+99.22%）；经营性现金流 1.87 亿元（同比+137.21%）。

Q1 业绩表现亮眼，主要系工业营收高增和生产成本优化导致毛利率提升。 23Q1 毛利率为 48.78%，同比+9.38pct，其中工业营收高增带动整体毛利率向毛利率更高的医药制造倾斜，叠加公司坚持工业生产紧密围绕降本增效开展工作：（1）成立了药材资源中心，统筹上游药材和饮片业务；（2）成立了智能制造中心，推动工业制造精益化管理；（3）重新梳理全品种的产品价值链，常态化开展供应链集采，生产成本持续优化。

持续营销转型，加强费用管控。 23Q1 销售/管理/研发费用率分别为 27.40%/3.17%/1.12%，同比+4.86pct/-1.89pct/+0.10pct；销售费用同比+38.65%，主要系公司增加销售人员、加大市场拓展维护；管理费用同比-28.54%，主要系公司持续推动定编、定岗、定责工作，梳理部室职能，其中本部经营管理部室由 14 个调整为 12 个，实现了组织机构再造。

23Q1 实现投资收益 1.01 亿元（同比+109.82%），其中对联营企业和合营企业的投资收益 1.00 亿元（同比+125.57%），主要系 Q1 新冠+流感对联营企业的感冒用药销售起到了促进作用。 公司重要的合营企业或联营企业包括持股 25% 的中美史克和持股 40% 的宏仁堂，前者核心产品为新康泰克、芬必得等感冒用药，后者核心产品为血府逐瘀胶囊、冠心苏合胶囊等心血管用药。

给予“买入”评级。 预计 2023-2025 年归母净利润 11.25/14.63/18.90 亿元，同比增长 30.6%/30.1%/29.1%，EPS 为 1.45/1.89/2.44 元，对应 PE 分别为 29.6/22.7/17.6x。考虑到公司具有深厚的品牌底蕴和营销转型赋予的渠道活力，给予“买入”评级。

风险提示：成本波动风险、疫情反复风险、政策调整风险

核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6,908	8,249	9,492	10,921	12,563
增长率	4.6%	19.4%	15.1%	15.0%	15.0%
归母净利润（百万元）	769	862	1,125	1,463	1,890
增长率	16.2%	12.0%	30.6%	30.1%	29.1%
每股收益（EPS）	0.99	1.11	1.45	1.89	2.44
市盈率（P/E）	43.3	38.6	29.6	22.7	17.6
市净率（P/B）	5.2	5.1	4.5	3.8	3.2

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

买入

股票代码 600329.SH

前次评级 增持

评级变动 调高

当前价格 43.02

近一年股价走势



分析师

吴天昊 S0800520080002

13262686562

wutianhao@research.xbmail.com.cn

联系人

丁健行

19921317891

dingjianxing@research.xbmail.com.cn

相关研究

达仁堂：业绩增长符合预期，国企混改成效初现—达仁堂（600329.SH）2022 年年度报告点评 2023-04-01

达仁堂：深化国企混改，提速营销转型—达仁堂（600329.SH）首次覆盖报告 2022-12-13

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2,283	2,883	3,000	4,557	6,885	营业收入	6,908	8,249	9,492	10,921	12,563
应收款项	1,961	2,377	3,230	3,029	2,998	营业成本	4,150	4,956	5,450	6,001	6,705
存货净额	1,525	1,429	1,863	1,996	2,152	营业税金及附加	64	77	87	101	116
其他流动资产	656	557	431	548	512	销售费用	1,556	1,969	2,572	3,003	3,405
流动资产合计	6,425	7,245	8,524	10,130	12,548	管理费用	534	531	465	557	653
固定资产及在建工程	1,483	1,462	1,378	1,285	1,191	财务费用	(46)	(40)	(34)	(49)	(90)
长期股权投资	730	760	760	760	760	其他费用/(-收入)	(219)	(224)	(339)	(359)	(382)
无形资产	203	292	362	438	513	营业利润	867	980	1,291	1,666	2,155
其他非流动资产	226	398	372	357	372	营业外净收支	6	0	(4)	1	(1)
非流动资产合计	2,642	2,912	2,873	2,840	2,836	利润总额	873	980	1,287	1,667	2,155
资产总计	9,067	10,157	11,397	12,970	15,384	所得税费用	86	107	138	175	231
短期借款	0	102	293	45	60	净利润	787	873	1,149	1,491	1,924
应付款项	2,434	3,232	3,261	3,739	4,266	少数股东损益	18	11	24	28	34
其他流动负债	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	769	862	1,125	1,463	1,890
流动负债合计	2,434	3,333	3,554	3,785	4,326	财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款及应付债券	54	202	250	300	382	盈利能力					
其他长期负债	65	70	68	67	68	ROE	12.6%	13.4%	16.1%	18.1%	19.7%
长期负债合计	119	272	318	368	450	毛利率	39.9%	39.9%	42.6%	45.0%	46.6%
负债合计	2,553	3,605	3,872	4,152	4,777	营业利润率	12.5%	11.9%	13.6%	15.3%	17.2%
股本	773	773	773	773	773	销售净利率	11.4%	10.6%	12.1%	13.7%	15.3%
股东权益	6,514	6,552	7,524	8,818	10,607	成长能力					
负债和股东权益总计	9,067	10,157	11,397	12,970	15,384	营业收入增长率	4.6%	19.4%	15.1%	15.0%	15.0%
						营业利润增长率	10.4%	13.1%	31.7%	29.0%	29.4%
						归母净利润增长率	16.2%	12.0%	30.6%	30.1%	29.1%
						偿债能力					
						资产负债率	28.2%	35.5%	34.0%	32.0%	31.0%
						流动比	2.64	2.17	2.40	2.68	2.90
						速动比	2.01	1.74	1.87	2.15	2.40
						每股指标与估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
						每股指标					
						EPS	0.99	1.11	1.45	1.89	2.44
						BVPS	8.23	8.43	9.66	11.29	13.56
						估值					
						P/E	43.3	38.6	29.6	22.7	17.6
						P/B	5.2	5.1	4.5	3.8	3.2
						P/S	4.8	4.0	3.5	3.0	2.6

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

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注册为证券分析师，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。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。

联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。