

聚焦品牌引领及营销创新， 工业主业经营趋势稳健

核心观点

8月14日晚，公司发布2025年半年度报告，实现营业收入26.51亿元，同比下滑33.15%，收入下滑主要由于剥离商业板块；实现归母净利润19.28亿元，同比增长193.08%，表观利润实现高速增长主要归功于转让股权实现税后净收益13.08亿元；实现扣非归母净利润5.96亿元，同比下滑5.93%，扣除联营公司投资收益影响后，扣非归母净利润实现同比增长12.86%，主业利润实现稳健增长。整体来看，公司持续优化业务结构，实现商业板块剥离，业绩符合此前预告预期。展望下半年，随着公司坚持以品牌引领为核心，逐步推进营销创新转型，看好公司品牌力、产品力、服务力稳步提升，推动主业经营稳中向好。

事件

公司发布2025年半年度报告

8月14日晚，公司发布2025年半年度报告，实现营业收入26.51亿元，同比下滑33.15%；实现归母净利润19.28亿元，同比增长193.08%；实现扣非归母净利润5.96亿元，同比下滑5.93%，业绩符合此前预告预期。

简评

工业经营稳健，业绩符合预期

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,222	7,307	4,829	5,239	5,697
YoY(%)	-0.3	-11.1	-33.9	8.5	8.7
净利润(百万元)	987	2,229	2,218	995	1,080
YoY(%)	14.5	125.9	-0.5	-55.1	8.5
毛利率(%)	44.0	48.2	72.1	72.1	72.0
净利率(%)	12.0	30.5	45.9	19.0	19.0
ROE(%)	14.9	28.4	26.0	11.3	11.8
EPS(摊薄/元)	1.28	2.89	2.88	1.29	1.40
P/E(倍)	34.9	15.5	15.5	34.6	31.9
P/B(倍)	5.2	4.4	4.0	3.9	3.8

资料来源：iFinD，中信建投证券

达仁堂(600329.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC编号:S1440517050001

SFC编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC编号:S1440519080003

SFC编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC编号:S1440523070006

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

010-56135334

SAC编号:S1440525070009

发布日期：2025年09月05日

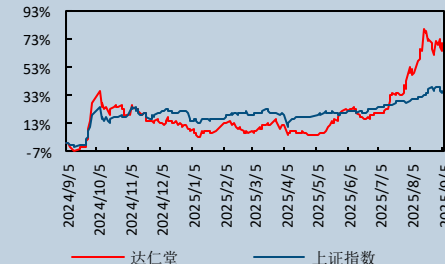
当前股价：45.91元

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
11.43/5.04	32.69/19.76	63.91/26.98
12月最高/最低价(元)		48.63/26.40
总股本(万股)		77,009.44
流通A股(万股)		56,708.94
总市值(亿元)		261.73
流通市值(亿元)		260.35
近3月日均成交量(万)		830.89
主要股东		
天津市医药集团有限公司		43.00%

股价表现



整体来看，25年H1公司实现营业收入26.51亿元，同比下滑33.15%，其中工业板块实现收入26.45亿元，同比增长0.87%，在行业外部环境承压基础上实现平稳增长；实现归母净利润19.28亿元，同比增长193.08%；实现扣非归母净利润5.96亿元，同比下降5.93%，扣除联营公司投资收益影响后，扣非归母净利润实现同比增长12.86%，主业利润实现稳健增长。25年Q2，公司实现收入11.95亿元，同比下滑36.40%，收入端下滑主要由于公司将医药商业板块从合并范围内剥离，今年不再确认其收入；实现归母净利润15.33亿元，同比增长474.49%，表观利润大幅增长主要由于公司转让天津史克12%的股权实现税后净收益13.08亿元；扣非归母净利润2.21亿元，同比下滑14.51%，主业利润下降主要由于公司转让天津史克后不再确认其联营公司投资收益。整体来看，公司持续优化业务结构，实现商业板块剥离，工业板块保持平稳经营趋势，业绩符合此前预告预期。

营销创新成果逐步显现，大品种引领工业板块平稳经营

25年H1，公司持续推进营销创新转型，在零售端围绕速效救心丸、清咽滴丸、京万红等品种展开公益活动，达仁堂速效救心公益行动累计曝光量达269万人次，清咽滴丸完成“爱嗓体验行动”5000个台卡在全国NKA及重点连锁陈列，京万红学院奖品牌年轻化项目面向全国1800所高校社群发布创意命题，累计触达超百万学生；在医疗端启动速效救心丸“灯塔计划”，完成TOP100终端代表培，同时积极推进学术体系建设，多款产品入选专家共识及指南，H1各产品已经合计完成4745家医院开发。25年H1，公司工业板块实现收入26.45亿元，同比增长0.87%，其中核心主品速效救心丸实现销售额（含税）11.28亿元，同比增长5.45%，清咽滴丸实现销售额（含税）2.89亿元，同比增长52.58%，公司工业板块在大单品带动下实现平稳经营趋势，营销创新成果逐步显现。

展望25年：坚持品牌引领，营销创新转型

展望25年，公司坚持以品牌引领为核心，持续推动品牌向消费者端，以核心主品速效救心丸强化达仁堂心血管品牌定位，不断夯实品牌建设基础，同时积极拓展达仁堂品牌店、不断增加各媒介曝光等，有望推动达仁堂品牌力持续提升，赋能速效救心丸、清咽滴丸等大品种终端销售。在此基础上，公司积极推进营销创新转型：1）零售端：加强出货、分销、实销管理，持续推动大品种战略，全面提升终端覆盖能力以及渠道渗透率；2）新零售：与美团医药健康战略合作，提高O2O覆盖率，持续推进电商上架转化，电商旗舰店上半年已上新玄归滴丸、舒脑滴丸等8个独家产品和1个大健康产品，GMV有望不断实现突破；3）医疗端：速效救心丸“灯塔计划”持续推进，继续加强参与胸痛中心建设，扩展常服，院端开发有望加速。整体来看，随着公司业务结构持续优化，聚焦工业主业及大品种，我们看好品牌引领及营销创新转型推动公司品牌力不断提升、赋能终端销售上量。

业务结构调整，毛利率实现大幅提升，经营质量保持健康

2025年H1，公司综合毛利率为74.67%，同比增加24.74pp，主要受益于收入结构变化，低毛的商业板块实现剥离，销售费用率达到38.05%，同比增加12.50pp，主要由于收入结构变化，工业板块销售费用率较高；管理费用率达到7.01%，同比增加1.04pp，主要由于公司合并范围发生变化；研发费用率达到2.32%，同比增加1.15pp，主要由于公司加大研发投入所致。经营活动产生的现金流量净额同比下降12.15%，主要由于本期银行承兑汇票贴现收到的现金同比减少；投资活动产生的现金流量净额同比增长201.00%，主要由于转让联营公司中美天津史克制药有限公司的股权收到的现金同比增加；筹资活动产生的现金流量净额同比下降100.14%，主要由于公司合并范围发生变化。其余财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

公司拥有深厚的品牌积淀和丰富的品种资源储备，随着公司业务结构持续优化，聚焦工业主业及大品种，

我们看好品牌引领及营销创新转型推动公司品牌力不断提升、赋能终端销售上量。我们预计公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 48.29 亿元、52.39 亿元和 56.97 亿元，归母净利润分别为 22.18 亿元、9.95 亿元和 10.80 亿元，折合 EPS（摊薄）分别为 2.88 元/股、1.29 元/股和 1.40 元/股，对应 PE 分别为 15.5x、34.6x 及 31.9x，维持“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。

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、原料药、基因测序、CRO等细分领域。

2024年、2023年、2022年、2021年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责中药、医美、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024年、2023年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

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
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 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