



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 11 日

### 基础数据

04 月 10 日收盘价（元）	30.45
总市值（亿元）	234.49
总股本（亿股）	7.70

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关研究

【兴证医药】达仁堂：工业板块双位数增长，核心品种表现良好-2024.04.16

分析师：孙媛媛

S0190515090001

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：董晓洁

S0190522080005

dongxiaojie@xyzq.com.cn

达仁堂(600329.SH)

## 2024 年完成商业剥离，聚焦工业稳步发展

### 投资要点：

- **2024 年完成商业剥离，聚焦工业发展。**2024 年公司实现营业收入 73.07 亿元，同比下滑 11.14%，归母净利润 22.29 亿元，同比增长 125.94%，扣非归母净利润 7.46 亿元，同比下滑 21.62%，经营活动产生的现金流量净额 9.25 亿元，同比增长 34.30%。公司归母净利润增长主要由于公司转让持有的中美天津史克制药有限公司 13% 股权，增加收益 14.5 亿元；公司扣非归母净利润下滑主要由于投资收益同比下降以及计提商誉等长期资产减值同比增加，2024 年公司对联营企业和合营企业的投资收益 1.68 亿元，同比减少 1.26 亿元（税前），商誉减值 0.54 亿元（税前）。此外，公司以旗下全资子公司天津中新医药的全部股权作价，增资津药太平医药，增资完成后，公司持有的商业业务资产以所持津药太平医药 43.35% 的股权体现，为公司的联营公司，公司合并报表不再确认该业务资产收入，仅按股权比例确认损益。
- **速效救心丸表现平稳，清咽滴丸实现快速增长。**2024 年公司实现工业收入 44.91 亿元，同比下降 8.91%，毛利率 72.57%，同比提升 2.90pct。2024 年公司 13 个重点品种销售收入达到 35.6 亿元，占全品种收入的 79%。其中，速效救心丸含税销售额达 19.8 亿元，销售量同比下滑 1.70%，表现稳健；清咽滴丸含税销售额突破 3.5 亿元，同比增长 61%，销售量同比增长 37.06%，表现亮眼；其他品种销售量有所承压。2024 年在品牌方面，公司致力于提升品牌力，推动品牌 IP 全面赋能，2024 年 8 月，公司成立品牌与市场中心，传递品牌价值，落实 5 个重点品牌项目；在营销方面，公司完成了健康科技组织优化落地，推动工业营销全面整合，实现实体化运营，新的组织架构重新划分各事业部的大区及主销品种，中后台实现“大部制”整合，突出营销引领、专业运营、渠道下沉，营销板块人员提升了 29%。
- **聚焦医药工业发展，营销创新，品牌驱动。**2025 年，公司聚焦医药工业，将以“品牌引领”为核心，加强顾客心智的触达；营销模式将从“1.0 出场即销售”，全面向“2.0 推拉相结合”转型，持续推进大品种战略，从大区到终端作战组全面提升终端覆盖能力。内部管理上，公司将加强提质增效，增强运营效率；以经营为中心，以市场为导向推动组织变革。
- **盈利预测及估值：**考虑业务调整及资产出售，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 8.30 亿元、9.33 亿元、10.35 亿元，同比变动-62.8%、+12.5%、+10.9%，对应 2025 年 4 月 10 日收盘价，PE 为 28.3、25.1、22.7 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、集采等政策变化等风险。

### 主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	7307	4908	5348	5797
同比增长	-11.1%	-32.8%	9.0%	8.4%
归母净利润（百万元）	2229	830	933	1035
同比增长	125.9%	-62.8%	12.5%	10.9%
毛利率	48.2%	69.4%	69.5%	69.6%
ROE	28.4%	10.6%	11.9%	13.2%
每股收益（元）	2.89	1.08	1.21	1.34
市盈率	10.5	28.3	25.1	22.7

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，盈利预测考虑业务结构调整以及资产出售影响

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>6608</b>	<b>5037</b>	<b>5246</b>	<b>5389</b>
货币资金	2944	2284	2585	2528
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	909	950	821	979
预付款项	25	17	15	18
存货	1286	481	494	508
其他	1443	1305	1331	1356
<b>非流动资产</b>	<b>4161</b>	<b>4109</b>	<b>4042</b>	<b>3965</b>
长期股权投资	1294	1294	1294	1294
固定资产	950	1005	1019	1003
在建工程	436	347	285	242
无形资产	295	277	258	239
商誉	12	12	12	12
其他	1173	1174	1174	1175
<b>资产总计</b>	<b>10769</b>	<b>9146</b>	<b>9288</b>	<b>9354</b>
<b>流动负债</b>	<b>2818</b>	<b>1200</b>	<b>1349</b>	<b>1421</b>
短期借款	22	22	22	22
应付票据及应付账款	285	199	169	208
其他	2512	980	1158	1192
<b>非流动负债</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	<b>101</b>	<b>101</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	101	101	101	101
<b>负债合计</b>	<b>2919</b>	<b>1301</b>	<b>1450</b>	<b>1522</b>
股本	770	770	770	770
未分配利润	5635	5511	5371	5215
少数股东权益	6	1	-5	-11
<b>股东权益合计</b>	<b>7850</b>	<b>7844</b>	<b>7838</b>	<b>7832</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>10769</b>	<b>9146</b>	<b>9288</b>	<b>9354</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	2229	830	933	1035
折旧和摊销	128	137	152	162
营运资金的变动	337	-757	191	-178
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>925</b>	<b>133</b>	<b>1188</b>	<b>924</b>
资本支出	-118	-81	-80	-78
长期投资	103	0	0	0
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>342</b>	<b>52</b>	<b>58</b>	<b>65</b>
债权融资	701	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-320</b>	<b>-846</b>	<b>-944</b>	<b>-1046</b>
现金净变动	947	-661	301	-57

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>7307</b>	<b>4908</b>	<b>5348</b>	<b>5797</b>
营业成本	3786	1503	1631	1760
税金及附加	76	49	53	58
销售费用	2000	1914	2070	2243
管理费用	459	437	471	504
研发费用	162	167	171	174
财务费用	15	-14	-12	-15
投资收益	1908	133	138	143
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-50	-20	-20	-20
资产减值损失	-131	-30	-30	-30
<b>营业利润</b>	<b>2567</b>	<b>956</b>	<b>1075</b>	<b>1190</b>
营业外收支	12	4	5	7
<b>利润总额</b>	<b>2579</b>	<b>960</b>	<b>1080</b>	<b>1197</b>
所得税	364	135	152	169
净利润	2215	824	927	1028
少数股东损益	-14	-5	-6	-7
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2229</b>	<b>830</b>	<b>933</b>	<b>1035</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>2.89</b>	<b>1.08</b>	<b>1.21</b>	<b>1.34</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	-11.1%	-32.8%	9.0%	8.4%
营业利润增长率	134.0%	-62.7%	12.4%	10.7%
归母净利润增长率	125.9%	-62.8%	12.5%	10.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	48.2%	69.4%	69.5%	69.6%
归母净利率	30.5%	16.9%	17.5%	17.9%
ROE	28.4%	10.6%	11.9%	13.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	27.1%	14.2%	15.6%	16.3%
流动比率	2.35	4.20	3.89	3.79
速动比率	1.52	2.93	2.75	2.70
<b>营运能力</b>				
资产周转率	69.6%	49.3%	58.0%	62.2%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	2.89	1.08	1.21	1.34
每股经营现金	1.20	0.17	1.54	1.20
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	10.5	28.3	25.1	22.7
PB	3.0	3.0	3.0	3.0

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，盈利预测考虑业务结构调整以及资产出售影响

### 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：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 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](http://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以及法律声明

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、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 号世界财富大厦 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： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>