

## 达仁堂 (600329.SH)

## 买入 (维持评级)

## 聚焦主业、创新驱动、分红凸显投资价值

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	7,307	4,917	5,600	6,191	6,824
增长率 yoy (%)	-11.1	-32.7	13.9	10.6	10.2
归母净利润 (百万元)	2,229	2,131	1,100	1,392	1,630
增长率 yoy (%)	125.9	-4.4	-48.4	26.6	17.1
ROE (%)	28.2	29.7	17.1	20.3	21.8
EPS 最新摊薄 (元)	2.89	2.77	1.43	1.81	2.12
P/E (倍)	14.4	15.1	29.2	23.0	19.7
P/B (倍)	4.1	4.5	5.0	4.7	4.3

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

**事件:** 2025 年公司实现营收 49.17 亿元 (yoy-32.70%), 实现归母净利润 21.31 亿元 (yoy-4.41%), 实现扣非归母净利润 7.95 亿元 (yoy+6.56%); 其中 2025Q4 公司实现营收 12.47 亿元 (yoy-26.44%), 实现归母净利润-0.21 亿元 (yoy-101.48%), 实现扣非归母净利润-0.23 亿元 (yoy-11.97%)。

**商业板块正式剥离, 核心品种实现高质量增长。** 2025 年公司实现营收 49.17 亿元 (yoy-32.70%), 剔除 24 年剥离的商业部分 (中新医药) 同期影响后, 营收同比增长。分行业, 工业/商业分别实现营收 47.72/1.46 亿元, 分别同比 +8.64%/-95.52%, 工业板块实现逆势增长, 商业板块已基本剥离; 分产品, 中成药/西药实现营收 44.61/0.90 亿元, 分别同比增长 10.14%/7.79%, 其中心脑血管及呼吸系统核心品种持续放量, 速效救心丸与清咽滴丸表现抢眼, 销售额分别同比增长 9.26%/58.50%。公司“聚焦心脑血管+品类矩阵”战略逐步见效, 13 项重点品种销售收入突破 40 亿元, 主力产品持续强化市场渗透, 医疗、零售、电商、海外 4 轮驱动形成互补。速效救心丸获“2025 健康中国品牌榜-西普金奖”, 品牌与市场地位持续提升。

**扣非净利稳健增长, 非经常性收益显著。** 2025 年公司实现归母净利润 21.31 亿元 (yoy-4.41%), 归母扣非净利润 7.95 亿元 (yoy+6.56%)。剥离商业板块后, 主营盈利质量进一步提升。公司报告期内处置联营公司中美天津史克制药有限公司 12% 股权, 实现税后净收益约 13.08 亿元, 成为本期非经常性损益主要来源。毛利率方面, 受益于主营结构优化, 2025 年工业毛利率提升至 75.18% (yoy+1.21pct), 整体毛利率/归母净利率分别为 74.02%/43.34%, 分别同比增长 25.84/12.83pct, 盈利能力显著增强。费用方面, 剔除中新医药影响, 2025 年销售费用率同比基本持平、管理费用率同比略有下降, 研发费用创新高 (1.90 亿元), 持续布局中药创新药及大单品二次开发。

**渠道协同深化, 品牌与创新实力跃升。** 公司积极拓展电商及新零售渠道。2025 年新零售业务 GTV 突破 2 亿元; 海外市场布局加速推进, 销售同比增长 30%, 多项核心产品已获得新加坡、澳门等地注册批文, 带动品牌国际影响力持续提升。公司锚定“现代中药引领者”目标, 全面推进“115”战略, 围绕心脑血管、呼吸、消化、肌骨、皮肤五大健康领域, 构建“1+N”核心产品矩阵; 2025 年共计 7 个新产品

## 股票信息

行业	医药
2026 年 04 月 01 日收盘价(元)	41.65
总市值 (百万元)	32,074.43
流通市值 (百万元)	23,619.27
总股本 (百万股)	770.09
流通股本 (百万股)	567.09
近 3 月日均成交额(百万元)	206.92

## 作者



分析师 刘鹏

SAC: S1070520030002

邮箱: liupeng@cgws.com



分析师 袁紫馨

SAC: S1070524090004

邮箱: yuanzixin@cgws.com

## 相关研究

- 《Q3 盈利高质量增长, 渠道改革与高分红共塑价值》2025-11-25
- 《2025H1 内生利润表现亮眼, 提质增效步入新阶段》2025-08-18
- 《剔除天津史克影响, 25H1 扣非归母净利润预计同增 7%-18%》2025-07-15

获批上市，22 项国家级和地方科研项目持续推进，为企业打造穿越周期的持续成长动能。

**加大现金分红力度，投资价值凸显。**公司拟以 2025 年年末总股本为基数，每 10 股派发现金红利 23.4 元（含税），分红比例达到 84.56%，叠加中期分红，全年分红比例高达 128%，持续强化股东回报。近三年累计分红 56.60 亿元，分红率达 318%，彰显现金流实力及对股东回报的高度重视。**公司发布《2026-2028 年股东回报规划》，以持续、稳定、科学的回报为导向，综合公司经营发展、股东意愿、融资环境等多因素，明确利润分配将坚持现金分红优先。**规划规定利润分配不低于当年经营现金净流量与可分配利润两者较小值的 15%，三年累计须达到年均可分配利润的 30%，并根据公司发展阶段、资金使用计划，设定不同分红比例：成熟期且无重大支出时现金分红占比达 80%，有重大支出时为 40%，成长期为 20%。

**投资建议：**公司在品牌引领下，聚焦产品与市场，持续做好区域覆盖提升及渠道渗透工作，以速效为核心的重点品类增长较好。剥离商业轻装上阵，未来在医药资源开发、降本增效等方面空间较为充足，业绩弹性可期。预计公司 2026-2028 年实现营收 56/61.91/68.24 亿元，分别同比增长 14%/11%/10%；实现归母净利润 11/13.92/16.3 亿元，分别同比增长 -48%/27%/17%；对应 PE 估值分别为 29/23/20X，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业政策风险、中药材价格波动、渠道拓展不及预期、重点产品销售不及预期、盈利能力提升不及预期。

## 财务报表和主要财务比率

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	6608	7155	4967	7143	6645
现金	2944	1016	847	2444	1752
应收票据及应收账款	909	1169	1006	1177	1035
其他应收款	9	9	16	9	20
预付账款	25	33	39	38	48
存货	1286	1133	711	728	827
其他流动资产	1435	3794	2349	2747	2964
<b>非流动资产</b>	4161	4535	4519	4449	4362
长期股权投资	1294	1166	1068	970	872
固定资产	950	743	849	920	974
无形资产	338	311	317	306	288
其他非流动资产	1579	2315	2286	2253	2228
<b>资产总计</b>	10769	11690	9486	11592	11008
<b>流动负债</b>	2818	4506	3006	4723	3509
短期借款	22	58	40	49	44
应付票据及应付账款	285	218	251	206	258
其他流动负债	2512	4230	2716	4468	3206
<b>非流动负债</b>	101	83	93	90	90
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	101	83	93	90	90
<b>负债合计</b>	2919	4590	3099	4813	3599
少数股东权益	6	0	-10	-23	-39
股本	770	770	770	770	770
资本公积	975	975	975	975	975
留存收益	6072	5330	5498	5711	5961
归属母公司股东权益	7844	7099	6397	6803	7447
<b>负债和股东权益</b>	10769	11690	9486	11592	11008

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	925	461	1719	2572	295
净利润	2215	2111	1089	1378	1615
折旧摊销	124	122	110	130	148
财务费用	15	-31	38	-3	-2
投资损失	-1908	-1646	-60	-60	-60
营运资金变动	337	-256	371	463	491
其他经营现金流	142	160	171	663	-1897
<b>投资活动现金流</b>	342	-1408	-33	2	0
资本支出	118	119	187	159	160
长期投资	451	-1325	98	98	98
其他投资现金流	9	36	56	63	62
<b>筹资活动现金流</b>	-320	-981	-1855	-977	-987
短期借款	-60	36	-18	9	-5
长期借款	-241	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-18	-1017	-1837	-986	-983
<b>现金净增加额</b>	947	-1928	-169	1597	-692

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

### 利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	7307	4917	5600	6191	6824
营业成本	3786	1277	1383	1438	1555
营业税金及附加	76	80	75	92	96
销售费用	2000	2026	2184	2353	2525
管理费用	459	391	414	440	464
研发费用	162	190	168	186	205
财务费用	15	-31	38	-3	-2
资产和信用减值损失	-131	-152	-112	-124	-136
其他收益	31	18	23	21	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1908	1646	60	60	60
资产处置收益	0	3	1	1	2
<b>营业利润</b>	2567	2490	1286	1626	1903
营业外收入	16	2	2	3	4
营业外支出	4	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	2579	2487	1283	1624	1903
所得税	364	377	194	246	288
<b>净利润</b>	2215	2111	1089	1378	1615
少数股东损益	-14	-20	-10	-13	-16
<b>归属母公司净利润</b>	2229	2131	1100	1392	1630
EBITDA	2616	2583	1394	1733	2017
EPS (元/股)	2.89	2.77	1.43	1.81	2.12

### 主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-11.1	-32.7	13.9	10.6	10.2
营业利润 (%)	134.0	-3.0	-48.3	26.4	17.1
归属母公司净利润 (%)	125.9	-4.4	-48.4	26.6	17.1
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	48.2	74.0	75.3	76.8	77.2
净利率 (%)	30.3	42.9	19.4	22.3	23.7
ROE (%)	28.2	29.7	17.1	20.3	21.8
ROIC (%)	26.9	28.8	16.7	19.6	20.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	27.1	39.3	32.7	41.5	32.7
净负债比率 (%)	-36.1	-12.4	-11.3	-34.1	-21.9
流动比率	2.3	1.6	1.7	1.5	1.9
速动比率	1.5	0.6	0.8	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.70	0.44	0.53	0.59	0.60
应收账款周转率	5.0	5.7	6.3	7.1	7.9
应付账款周转率	8.4	5.1	5.9	6.3	6.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	2.89	2.77	1.43	1.81	2.12
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.20	0.60	2.23	3.34	0.38
每股净资产 (最新摊薄)	10.19	9.22	8.31	8.83	9.67
<b>估值比率</b>					
P/E	14.4	15.1	29.2	23.0	19.7
P/B	4.1	4.5	5.0	4.7	4.3
EV/EBITDA	11.2	12.1	22.5	17.2	15.1

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

## 长城证券产业金融研究院

### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

### 北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层  
邮编：100031  
传真：86-10-88366686