

## 积极拓展零售渠道，成本压力有望减轻

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2024年半年度业绩快报, 2024年上半年实现营业总收入56.5亿元, 同比增加11.99%; 归母净利润17.2亿元, 同比增加11.6%; 扣非归母净利润17.5亿元, 同比增加11.0%。
- 拓展销售渠道, 美妆产品快速增长。** 2024年上半年公司营业总收入增长主要原因系公司强化市场策划及拓展销售渠道, 公司核心片仔癀系列产品、控股子公司福建片仔癀化妆品股份有限公司(合并)的销售收入有较大增长所致。2023年, 片仔癀产品经历了史上最大涨价幅度, 单粒价格上调170元。为吸引新客户, 增加客户黏性, 公司在2023年大幅增加销售费用, 增幅达62.0%, 在线上线下多个渠道进行宣传、促销活动。2024年起, 公司旗下所有“片仔癀体验馆”升级为“片仔癀国药堂”, 优化提升品牌形象体系, 同时与多家头部知名连锁药店合作, 实现终端门店覆盖超过10万家。一季度化妆品业务实现收入2亿元(+83.18%), 主要在于公司不断推动化妆品业务项目建设, 不断打造珍珠霜、美白祛斑膏等化妆品爆款产品。
- 牛黄价格上涨造成毛利压力, 成本压力有望缓解。** 公司上半年营业利润20.6亿元, 营业利润率同比略有下降, 主要原因是片仔癀重要原材料天然牛黄的价格经历了快速上涨。根据康美中药网的数据, 天然牛黄的价格从2023年初的20万元/千克至50万元/千克, 到2023年11月的140万元/千克, 再到2024年6月的最高165万元/千克, 上涨超过700%。价格上涨的原因主要是天然牛黄的稀缺性以及市场上的需求不断增加。相关部门公开征求《关于允许进口牛黄试点用于中成药生产有关事项的公告(征求意见稿)》意见, 公告对来自于不存在疯牛病疫情禁令国家(地区), 且符合中国海关检疫要求和药品质量检验要求的牛黄, 允许其试点用于中成药生产。进口政策的放开有利于增加国内天然牛黄的供给, 控制牛黄价格上涨, 有利于片仔癀产品控制成本, 改善盈利水平。
- 积极投入创新研发, 成效显著。** 公司坚持科技创新为企业发展的核心动力, 加强研发布局, 2024年上半年, 公司取得1个化药1类新药的临床许可(治疗淋巴瘤创新药PZH2113), 拟用于治疗弥漫性大B细胞淋巴瘤(DLBCL)为主的复发性/难治性非霍奇金淋巴瘤。另外, 片仔癀与上海瑛道医药科技有限公司合作开发的治疗纤维肌痛的化学药品1类新药PZH2107(LDS片)完成I期临床试验, 并取得《临床研究报告》。目前, 片仔癀多个在研新药项目进入重要研究阶段, 有3个化药1类新药、3个中药1.1类新药和1个中药1.2类新药进入临床研究阶段。同时, 公司积极探索片仔癀及优势品种在肝病、肿瘤、炎症、抗病毒等方向的临床优势, 系统开展片仔癀治疗病毒感染等30余项药效机理研究、片仔癀治疗中晚期原发性肝癌等10余项临床研究。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年公司归母净利润为32.9亿元、38.4亿元、45亿元, 对应PE分别为38、33和28倍。考虑到片仔癀产品的竞争格局较好, 以及成本下行预期下, 未来业绩持续增长的稳定性, 因此予以片仔癀一定估值溢价, 给予2025年40倍估值, 对应目标价格254.8元, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、成本上涨等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10058.50	11271.94	12917.29	15242.39
增长率	15.69%	12.06%	14.60%	18.00%
归属母公司净利润(百万元)	2797.35	3290.52	3841.47	4499.58
增长率	13.15%	17.63%	16.74%	17.13%
每股收益EPS(元)	4.64	5.45	6.37	7.46
净资产收益率ROE	20.48%	20.48%	20.31%	20.22%
PE	45	38	33	28
PB	8.97	7.65	6.49	5.51

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 阮雯  
执业证号: S1250522100004  
电话: 021-68416017  
邮箱: rw@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.03
流通A股(亿股)	6.03
52周内股价区间(元)	188.51-296.52
总市值(亿元)	1,248.87
总资产(亿元)	182.94
每股净资产(元)	23.76

### 相关研究

- 片仔癀(600436): 大单品快速增长, 成本上涨影响毛利 (2024-05-08)
- 片仔癀(600436): 片仔癀三季度加速增长, 安宫牛黄丸表现亮眼 (2023-11-02)
- 片仔癀(600436): 业绩稳健增长, 提价提升产品毛利率 (2023-08-23)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

根据公司各项业务板块的分析，我们对 2024-2026 年公司主营业务的预测如下：

**假设 1：医药制造：**因公司提高对大品种的二次开发，不断挖掘片仔癀产品适应症，并进行推广，假设 2024-2026 年销量增速分别为 15%。安宫牛黄丸扩大销售渠道，随着品牌价值不断增强，预计 2024-2026 年销量增速分别为 30%。复方片仔癀软膏、复方片仔癀痔疮膏、复方片仔癀含片、茵胆平肝胶囊等优势、特色品种的临床优势，预计 2024-2026 年将保持 10% 的销量增长。

**假设 2：医药流通：**公司不断强化营销策略，积极拓宽渠道，实现终端门店覆盖超过 10 万家，医药流通销量有望在 2024-2026 年每年保持 2% 的增长。

**假设 3：化妆品业：**公司在做大化妆品业务的同时，积极推进化妆品公司分拆上市，目前正在有序开展股份制改革相关的审计、资产评估等相关工作，化妆品业务迎来利好，2024-2026 年化妆品销量有望每年保持 12% 的增长。

**表 1：公司各业务板块盈利预测**

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
医药制造	收入	48.02	55.73	64.76	75.35
	增速	27.81%	16.06%	16.20%	16.35%
	毛利率	75.77%	79.00%	79.00%	79.00%
医药流通	收入	42.05	42.89	43.75	44.63
	增速	3.60%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	13.85%	14.00%	14.00%	14.00%
化妆品业	收入	7.07	7.92	8.87	9.93
	增速	11.42%	12.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	62.18%	63.00%	63.00%	63.00%
其他	收入	3.23	6.17	11.78	22.51
	增速	91.51%	91.00%	91.00%	91.00%
	毛利率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	100.58	112.71	129.17	152.42
	增速	15.69%	12.06%	14.60%	18.00%
	毛利率	46.76%	48.44%	48.24%	47.15%

数据来源：Wind, 西南证券

选取同行业具有历史悠久品牌的三家公司，分别是同仁堂、东阿阿胶和广誉远，对应三家公司 2024-2025 年平均估值为 35 倍和 28 倍。考虑到片仔癀产品的竞争格局较好，以及成本下行预期下，未来业绩持续增长的稳定性，因此予以片仔癀一定估值溢价，给予 2025 年 40 倍估值，对应目标价格 254.8 元，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
600085.SH	同仁堂	36.74	1.42	1.64	1.9	25.87	22.40	19.34
000423.SZ	东阿阿胶	48.37	2.18	2.6	3.1	22.19	18.60	15.60
600771.SH	广誉远	17.82	0.31	0.42	-	57.48	42.43	-
平均值						35.18	27.81	-

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10058.50	11271.94	12917.29	15242.39	净利润	2851.14	3345.03	3907.67	4578.90
营业成本	5355.27	5917.77	6686.04	7926.04	折旧与摊销	94.13	114.86	176.85	243.65
营业税金及附加	80.63	56.36	77.50	91.45	财务费用	-7.95	16.36	16.98	19.03
销售费用	782.78	845.40	968.80	1143.18	资产减值损失	-7.93	0.00	0.00	0.00
管理费用	367.05	450.88	581.28	685.91	经营营运资本变动	-3389.46	-1740.48	-1964.52	-2853.53
财务费用	-7.95	16.36	16.98	19.03	其他	2666.70	-1.00	-16.77	-14.11
资产减值损失	-7.93	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2206.63</b>	<b>1734.76</b>	<b>2120.21</b>	<b>1973.95</b>
投资收益	126.19	0.00	20.00	20.00	资本支出	-262.22	-800.00	-900.00	-850.00
公允价值变动损益	8.32	0.00	0.00	0.00	其他	-2511.89	0.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2774.12</b>	<b>-800.00</b>	<b>-880.00</b>	<b>-830.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>3393.67</b>	<b>3985.18</b>	<b>4606.68</b>	<b>5396.77</b>	短期借款	18.97	113.66	-24.97	309.37
其他非经营损益	-24.76	-3.00	-9.42	-9.84	长期借款	35.44	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>3368.91</b>	<b>3982.18</b>	<b>4597.26</b>	<b>5386.94</b>	股权融资	0.96	0.00	0.00	0.00
所得税	517.77	637.15	689.59	808.04	支付股利	-754.15	-853.28	-1003.72	-1171.77
净利润	2851.14	3345.03	3907.67	4578.90	其他	-70.52	-226.69	-46.98	-49.03
少数股东损益	53.79	54.51	66.20	79.32	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-769.30</b>	<b>-966.31</b>	<b>-1075.67</b>	<b>-911.44</b>
归属母公司股东净利润	2797.35	3290.52	3841.47	4499.58	<b>现金流量净额</b>	<b>-1334.36</b>	<b>-31.55</b>	<b>164.53</b>	<b>232.51</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1158.75	1127.19	1291.73	1524.24	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1365.57	1534.69	1752.55	2070.35	销售收入增长率	15.69%	12.06%	14.60%	18.00%
存货	3378.66	3735.52	4222.93	5009.18	营业利润增长率	14.05%	17.43%	15.60%	17.15%
其他流动资产	9197.04	10247.43	11743.23	13857.00	净利润增长率	13.01%	17.32%	16.82%	17.18%
长期股权投资	193.55	193.55	193.55	193.55	EBITDA 增长率	16.93%	18.29%	16.62%	17.89%
投资性房地产	13.64	13.64	13.64	13.64	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	469.93	1070.61	1659.30	2131.18	毛利率	46.76%	47.50%	48.24%	48.00%
无形资产和开发支出	291.09	378.55	516.02	653.48	三费率	11.35%	11.65%	12.13%	12.12%
其他非流动资产	1012.18	1009.18	1006.18	1003.18	净利率	28.35%	29.68%	30.25%	30.04%
<b>资产总计</b>	<b>17080.41</b>	<b>19310.37</b>	<b>22399.13</b>	<b>26455.80</b>	ROE	20.48%	20.48%	20.31%	20.22%
短期借款	989.93	1103.60	1078.63	1387.99	ROA	16.69%	17.32%	17.45%	17.31%
应付和预收款项	999.86	1006.45	1156.92	1382.96	ROIC	24.27%	22.46%	22.17%	21.89%
长期借款	35.44	35.44	35.44	35.44	EBITDA/销售收入	34.60%	36.52%	37.16%	37.13%
其他负债	1134.68	829.25	888.55	1002.69	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3159.92</b>	<b>2974.73</b>	<b>3159.54</b>	<b>3809.09</b>	总资产周转率	0.63	0.62	0.62	0.62
股本	603.32	603.32	603.32	603.32	固定资产周转率	35.07	20.02	11.90	9.56
资本公积	1094.61	1094.61	1094.61	1094.61	应收账款周转率	11.88	11.64	11.96	12.03
留存收益	11601.79	14039.03	16876.78	20204.58	存货周转率	1.77	1.66	1.67	1.71
归属母公司股东权益	13376.33	15736.96	18574.71	21902.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.37%	—	—	—
少数股东权益	544.17	598.68	664.88	744.20	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>13920.50</b>	<b>16335.64</b>	<b>19239.59</b>	<b>22646.71</b>	资产负债率	18.50%	15.40%	14.11%	14.40%
负债和股东权益合计	17080.41	19310.37	22399.13	26455.80	带息债务/总负债	32.45%	38.29%	35.26%	37.37%
					流动比率	5.24	5.95	6.31	6.08
					速动比率	4.07	4.61	4.91	4.73
					股利支付率	26.96%	25.93%	26.13%	26.04%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	3479.85	4116.39	4800.51	5659.46	每股收益	4.64	5.45	6.37	7.46
PE	44.64	37.95	32.51	27.76	每股净资产	23.07	27.08	31.89	37.54
PB	8.97	7.65	6.49	5.51	每股经营现金	3.66	2.88	3.51	3.27
PS	12.42	11.08	9.67	8.19	每股股利	1.25	1.41	1.66	1.94
EV/EBITDA	35.57	30.09	25.77	21.87					
股息率	0.60%	0.68%	0.80%	0.94%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---