


2024年08月17日
 片仔癀(600436.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

中成药

投资评级

增持-A
维持评级

6个月目标价

230.85元

股价(2024-08-16)

207.50元

交易数据

总市值(百万元) 125,188.32

流通市值(百万元) 125,188.32

总股本(百万股) 603.32

流通股本(百万股) 603.32

12个月价格区间 188.51/289.65元

各项业务实现平稳增长,天然牛黄进口有望缓解成本压力

事件:

2024年8月16日,公司发布2024年中期报告。2024年上半年公司实现营业收入56.51亿元,同比增长12.00%;实现归母净利润17.22亿元,同比增长11.73%;实现扣非归母净利润17.51亿元,同比增长11.03%。单季度来看,2024年Q2公司实现营业收入24.80亿元,同比增长2.66%;实现归母净利润7.47亿元,同比下滑3.13%;实现扣非归母净利润7.63亿元,同比下滑5.41%。

各项业务实现平稳增长,原材料成本压力较大。

2024年上半年公司各项业务实现平稳增长:1)医药制造业实现营业收入28.93亿元,同比增长16.78%,其中,肝病用药(主要是片仔癀锭剂)实现营业收入26.40亿元,同比增长17.29%,心脑血管用药(主要是安宫牛黄丸)实现营业收入2.08亿元,同比增长5.98%。2)医药流通业实现营业收入22.68亿元,同比增长7.48%;3)化妆品业实现营业收入3.86亿元,同比增长41.26%,子公司片仔癀化妆品已完成股改,有序推进分拆上市工作。2024年H1公司主营业务毛利率为44.83%,同比2023年H1下滑2.25pct,我们推测主要和原材料价格的大幅上涨有关;2024年H1公司医药工业毛利率为67.55%,同比2023年H1下滑6.68pct,其中,肝病用药毛利率为72.39%,同比2023年H1下滑5.32pct;心脑血管用药毛利率为15.11%,同比2023年H1下滑25.04pct。2024年上半年公司积极加大原材料战略储备,2024年H1公司购买商品、接受劳务支付的现金高达42.79亿元,同比2023年H1增长86.29%;截至2024年6月底,公司存货余额45.39亿元,其中原材料余额高达25.42亿元。

天然牛黄价格高位运行,如果开放进口有望缓解成本压力。

天然牛黄作为片仔癀锭剂和安宫牛黄丸(双天然)的重要原材料,其价格波动对于公司利润水平影响较大。根据中药材天地网,2023年1月-12月天然牛黄的价格从57万元/kg一路上涨至140万元/kg,2024年以来天然牛黄的价格稳定在140万元/kg,价格保持高位运行,暂时没有进一步上涨的迹象。2024年6月,国家药监局会同海关总署起草《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)》,对来自于不存在疯牛病疫情禁令国家(地区),且符合我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,牛黄进口申请人应当为试点区域内处方含牛黄中成药品种的药品上市许可持有人,首批12个试点省份包括公司所在地福建

股价表现


资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.1	-4.3	-15.4
绝对收益	-4.3	-12.4	-27.8

马帅 分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

贺鑫 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522110001

hexin1@essence.com.cn

相关报告

主导产品提价应对成本压力,构建产品矩阵打造第二增长曲线	2023-08-20
医药主业实现稳健增长,聚焦核心品种稳健经营	2022-08-21

省。我们认为，天然牛黄如果开放进口，有望适当缓解供需缺口，平稳市场价格，进而减轻公司成本端的压力。

目 产品端聚焦大单品，营销端增加覆盖度。

(1) 产品端聚焦大单品：公司 2024 年经营计划提出“做优片仔癀、做大系列产品、做强化妆品”的发展规划，2024 年 7 月公告的《“提质增效重回报”行动方案》进一步提出做精做优“大单品”，助力实现片仔癀牌安宫牛黄丸、茵胆平肝胶囊、复方片仔癀含片、肝宝四个单品种过亿；着力打造珍珠霜、珍珠膏和美白祛斑膏等多款销售过亿单品；重点提升自有“蓝帽子”产品的市场份额，做大饮品系列产品，形成大健康产品矩阵。(2) 营销端增加覆盖度：传统渠道方面，公司在覆盖全国近 400 家片仔癀国药堂的基础上，助力实施“名医入漳”项目工程，科学布局名医馆（国医馆）、片仔癀国药堂，丰富片仔癀终端销售网点；线上渠道方面，新增京东医药和阿里健康大药房线上销售，截至 2024 年上半年，“片仔癀锭剂”在天猫和京东平台的肝胆用药类销量排名第一名；连锁渠道方面，通过全资子公司福建片仔癀健康科技有限公司，与老百姓、益丰、康佰家、漱玉平民、健之佳、一心堂、国大药房、张仲景、重庆万和、重庆和平等头部知名连锁建立全品类战略合作伙伴关系，实现终端门店覆盖超过 10 万家。

目 投资建议：

我们预计公司 2024 年-2026 年的营业收入分别为 111.95 亿元、124.66 亿元、138.38 亿元，归母净利润分别为 30.94 亿元、35.14 亿元、39.61 亿元，对应的 PE 估值分别为 40.5 倍、35.6 倍、31.6 倍。我们给予公司增持-A 的投资评级，6 个月目标价 230.85 元，相当于 2024 年 45 倍的动态市盈率。

目 风险提示：原材料价格波动风险；医药行业政策变动风险；消费环境压力风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	8,694.0	10,058.5	11,194.8	12,465.8	13,838.0
净利润	2,472.3	2,797.4	3,093.6	3,514.3	3,960.9
每股收益(元)	4.10	4.64	5.13	5.82	6.57
每股净资产(元)	18.78	22.17	24.61	27.52	30.80

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	50.6	44.8	40.5	35.6	31.6
市净率(倍)	11.0	9.4	8.4	7.5	6.7
净利润率	28.4%	27.8%	27.6%	28.2%	28.6%
净资产收益率	21.8%	20.9%	20.8%	21.2%	21.3%
股息收益率	0.6%	1.1%	1.2%	1.4%	1.6%
ROIC	89.8%	30.7%	24.6%	27.1%	29.4%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,694.0	10,058.5	11,194.8	12,465.8	13,838.0	成长性					
减:营业成本	4,725.9	5,355.3	6,153.4	6,791.7	7,482.6	营业收入增长率	8.4%	15.7%	11.3%	11.4%	11.0%
营业税费	72.0	80.6	89.6	99.7	110.7	营业利润增长率	3.5%	14.0%	9.7%	13.6%	12.8%
销售费用	483.4	782.8	806.0	897.5	996.3	净利润增长率	1.7%	13.1%	10.6%	13.6%	12.7%
管理费用	331.0	367.0	335.8	374.0	415.1	EBITDA 增长率	2.4%	14.8%	10.1%	12.6%	12.0%
研发费用	230.0	232.4	223.9	249.3	276.8	EBIT 增长率	4.6%	14.3%	10.0%	12.5%	12.0%
财务费用	-62.4	-8.0	-12.1	-51.0	-88.4	NOPLAT 增长率	3.0%	16.1%	10.1%	12.6%	12.0%
资产/信用减值损失	-36.0	-12.2	-20.0	-20.0	-20.0	投资资本增长率	239.4%	37.3%	2.3%	3.5%	2.8%
加:公允价值变动收益	-	8.3	-	-	-	净资产增长率	16.6%	17.7%	11.0%	11.8%	11.9%
投资和汇兑收益	75.2	126.2	120.0	120.0	120.0						
营业利润	2,975.7	3,393.7	3,723.2	4,229.6	4,769.9	利润率					
加:营业外净收支	2.0	-24.8	-9.4	-10.7	-15.0	毛利率	45.6%	46.8%	45.0%	45.5%	45.9%
利润总额	2,977.7	3,368.9	3,713.8	4,218.8	4,754.9	营业利润率	34.2%	33.7%	33.3%	33.9%	34.5%
减:所得税	454.8	517.8	557.1	632.8	713.2	净利润率	28.4%	27.8%	27.6%	28.2%	28.6%
净利润	2,472.3	2,797.4	3,093.6	3,514.3	3,960.9	EBITDA/营业收入	34.6%	34.3%	34.0%	34.4%	34.7%
						EBIT/营业收入	34.1%	33.7%	33.3%	33.6%	33.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	11	11	11	12	12
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	225	372	393	363	338
货币资金	2,496.4	1,158.7	1,401.0	2,779.8	4,465.4	流动资产周转天数	483	498	496	484	490
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	33	33	33	33	33
应收帐款	848.2	968.4	1,052.9	1,197.9	1,300.6	存货周转天数	105	107	113	112	111
应收票据	73.5	56.7	61.4	70.2	75.9	总资产周转天数	561	567	559	541	542
预付帐款	335.2	340.4	377.5	414.9	458.1	投资资本周转天数	250	396	417	385	357
存货	2,627.8	3,378.7	3,629.4	4,105.7	4,416.2						
其他流动资产	6,323.7	9,197.0	9,197.0	9,197.0	9,197.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	21.8%	20.9%	20.8%	21.2%	21.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	17.3%	16.7%	17.8%	18.2%	18.5%
长期股权投资	244.4	193.6	193.6	193.6	193.6	ROIC	89.8%	30.7%	24.6%	27.1%	29.4%
投资性房地产	23.1	13.6	13.6	13.6	13.6	费用率					
固定资产	272.5	325.0	388.7	435.2	465.7	销售费用率	5.6%	7.8%	7.2%	7.2%	7.2%
在建工程	60.8	157.2	145.0	136.5	130.6	管理费用率	3.8%	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%
无形资产	319.4	291.1	262.3	233.5	204.6	研发费用率	2.6%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	978.8	999.9	976.6	969.9	969.9	财务费用率	-0.7%	-0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.6%
资产总额	14,603.8	17,080.4	17,698.9	19,747.7	21,891.3	四费/营业收入	11.3%	13.7%	12.1%	11.8%	11.6%
短期债务	971.0	989.9	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	626.6	1,093.7	1,196.7	1,387.9	1,459.7	资产负债率	19.0%	18.5%	12.7%	12.5%	11.6%
应付票据	103.6	167.3	174.6	202.8	212.9	负债权益比	23.5%	22.7%	14.5%	14.3%	13.2%
其他流动负债	809.0	632.2	632.5	633.0	633.4	流动比率	5.06	5.24	7.84	7.99	8.64
长期借款	-	35.4	-	-	-	速动比率	4.01	4.07	6.03	6.14	6.72
其他非流动负债	269.7	241.4	241.4	241.4	241.4	利息保障倍数	-47.50	-425.85	-308.31	-82.17	-53.10
负债总额	2,779.9	3,159.9	2,245.1	2,465.1	2,547.4	分红指标					
少数股东权益	494.0	544.2	607.3	679.0	759.9	DPS(元)	1.25	2.32	2.56	2.91	3.28
股本	603.3	603.3	603.3	603.3	603.3	分红比率	30.5%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
留存收益	10,652.2	12,696.4	14,243.2	16,000.3	17,980.8	股息收益率	0.6%	1.1%	1.2%	1.4%	1.6%
股东权益	11,823.9	13,920.5	15,453.8	17,282.7	19,343.9						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	2,523.0	2,851.1	3,093.6	3,514.3	3,960.9
						加:折旧和摊销	62.7	94.1	77.2	90.9	104.2
						资产减值准备	9.4	7.9	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-8.3	-	-	-
						财务费用	30.8	35.6	-12.1	-51.0	-88.4
						投资收益	-75.2	-126.2	-120.0	-120.0	-120.0
						少数股东损益	50.6	53.8	63.1	71.7	80.8
						营运资金的变动	-1,659.5	-3,741.0	-243.0	-440.9	-379.9
						经营活动产生现金流量	6,873.0	2,206.6	2,858.9	3,064.9	3,557.6
						投资活动产生现金流量	-6,304.8	-2,774.1	20.0	20.0	20.0
						融资活动产生现金流量	-575.8	-769.3	-2,636.7	-1,706.1	-1,892.0
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	4.10	4.64	5.13	5.82	6.57
						BVPS(元)	18.78	22.17	24.61	27.52	30.80
						PE(X)	50.6	44.8	40.5	35.6	31.6
						PB(X)	11.0	9.4	8.4	7.5	6.7
						P/FCF	-32.1	-200.2	70.4	40.9	34.9
						P/S	14.4	12.4	11.2	10.0	9.0
						EV/EBITDA	57.1	42.1	32.5	28.5	25.1
						CAGR(%)	12.4%	12.3%	8.6%	12.4%	12.3%
						PEG	4.1	3.6	4.7	2.9	2.6
						ROIC/WACC	8.6	2.9	2.3	2.6	2.8
						REP	2.2	3.9	4.0	3.5	3.1

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034