

## 核心产品增长稳健，毛利率承压

买入 (维持)

——片仔癀 (600436) 点评报告

2024 年 08 月 19 日

### 报告关键要素:

2024 年 8 月 16 日公司发布 2024 年半年度报告。2024 年上半年，公司实现营业总收入 56.51 亿元，同比增加 6.05 亿元，增长 12.00%；实现利润总额 20.62 亿元，同比增加 2.01 亿元，增长 10.80%；实现净利润 17.48 亿元，同比增加 1.61 亿元，增长 10.17%。

### 投资要点:

#### 核心单品和化妆品双位数增长

分行业和产品看，公司 2024 年上半年肝病用药和化妆品营业收入分别实现同比 17.29% 和 41.26% 的双位数增长，心脑血管用药营业收入实现 5.98% 的增长。公司做精做优“大单品”，不断丰富片仔癀系列“大单品”矩阵。渠道布局方面，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。同时，新增京东医药和阿里健康大药房线上销售渠道，丰富线上销售平台矩阵，深化与大型线上平台品牌的战略合作；实现终端门店覆盖超过 10 万家，在福建、广东、北京、山东、江苏、浙江、上海、湖南、河南、云南等重点市场形成了较为完善的市场布局。

#### 原材料成本上涨拖累毛利率水平

2024 年上半年公司综合毛利率为 44.83%，同比减少 2.25 个百分点，其中，肝病用药和心脑血管用药毛利率分别为 72.39% 和 15.11%，分别同比减少 5.32 个百分点和同比减少 25.04 个百分点。2024 年 6 月，国家药监局、海关总署办公厅公开征求《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。天然牛黄将根据相关法规尝试从国外进口，有望缓解原材料供应紧张局面。

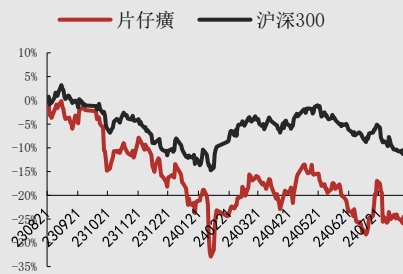
#### 三项费用率持续降低

2024 年上半年，公司销售费用/营业总收入、管理费用/营业总收入和财务费用/营业总收入分别为 4.41%、2.49%、-0.09%，合计比例为 6.82%，同比减少 1.03 个百分点，其中，销售费用率和管理费用率分别减少 0.43

### 基础数据

总股本 (百万股)	603.32
流通股 A 股 (百万股)	603.32
收盘价 (元)	207.50
总市值 (亿元)	1,251.88
流通股 A 市值 (亿元)	1,251.88

### 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

### 相关研究

2023&2024Q1:

核心品种高增长，化妆品扭亏为盈后高增长，毛利率承压

### 分析师:

黄婧婧

执业证书编号:

S0270522030001

电话:

18221003557

邮箱:

huangjj@wlzq.com.cn

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	10058.50	11417.05	12851.36	14428.39
增长比率 (%)	15.69	13.51	12.56	12.27
归母净利润 (百万元)	2797.35	3312.96	3811.23	4356.72
增长比率 (%)	13.15	18.43	15.04	14.31
每股收益 (元)	4.64	5.49	6.32	7.22
市盈率 (倍)	44.75	37.79	32.85	28.73
市净率 (倍)	9.36	8.20	6.56	5.34

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

个和 0.78 个百分点。

**盈利预测与投资建议：**公司核心产品片仔癀具备稀缺性，新产品安宫牛黄丸竞争优势明显，化妆品业务表现向好。根据公司公告披露，我们调整盈利预测，预计 2024/2025/2026 年归母净利润 33.13 亿元、38.11 亿元、43.57 亿元（调整前为 34.65 亿元、40.82 亿元、47.31 亿元），对应 EPS5.49 元/股、6.32 元/股、7.22 元/股，对应 PE 为 37.79/32.85/28.73（对应 2024 年 8 月 16 日收盘价 207.5 元），维持“买入”评级。

#### 风险因素：

原材料供给不足风险：资源紧缺、价格上涨对片仔癀原材料的供给造成了挑战，未来将对片仔癀及系列产品的成本产生上升压力；研发不达预期风险：公司布局多个在研新药，产品研发分别处于临床前及进入临床研究阶段。由于药品研发的特殊性，具有周期长、环节多、风险高等特点，容易受到某些不可预测因素的影响；安宫牛黄丸增长不达预期风险：安宫牛黄丸市场存在多个品牌，公司产品上市时间较晚

### 利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>10058</b>	<b>11417</b>	<b>12851</b>	<b>14428</b>
同比增速 (%)	15.69	13.51	12.56	12.27
营业成本	5355	5787	6281	6818
毛利	4703	5630	6570	7611
营业收入 (%)	46.76	49.31	51.12	52.75
税金及附加	81	96	106	119
营业收入 (%)	0.80	0.84	0.82	0.82
销售费用	783	913	1157	1443
营业收入 (%)	7.78	8.00	9.00	10.00
管理费用	367	457	501	548
营业收入 (%)	3.65	4.00	3.90	3.80
研发费用	232	263	321	390
营业收入 (%)	2.31	2.30	2.50	2.70
财务费用	-8	40	51	43
营业收入 (%)	-0.08	0.35	0.39	0.30
资产减值损失	-8	0	0	0
信用减值损失	-4	0	0	0
其他收益	22	17	21	25
投资收益	126	90	124	145
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	8	0	0	0
资产处置收益	2	19	14	14
<b>营业利润</b>	<b>3394</b>	<b>3986</b>	<b>4593</b>	<b>5251</b>
营业收入 (%)	33.74	34.91	35.74	36.40
营业外收支	-25	-9	-11	-15
<b>利润总额</b>	<b>3369</b>	<b>3976</b>	<b>4582</b>	<b>5236</b>
营业收入 (%)	33.49	34.83	35.65	36.29
所得税费用	518	601	698	797
净利润	2851	3375	3884	4440
营业收入 (%)	28.35	29.56	30.22	30.77
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2797</b>	<b>3313</b>	<b>3811</b>	<b>4357</b>
同比增速 (%)	13.15	18.43	15.04	14.31
少数股东损益	54	62	73	83
EPS (元/股)	4.64	5.49	6.32	7.22

### 基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	4.64	5.49	6.32	7.22
BVPS	22.17	25.31	31.62	38.85
PE	44.75	37.79	32.85	28.73
PEG	3.40	2.05	2.18	2.01
PB	9.36	8.20	6.56	5.34
EV/EBITDA	43.22	30.64	26.44	22.06
ROE	20.91%	21.70%	19.98%	18.59%
ROIC	18.23%	19.91%	18.63%	17.49%

### 资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1159	485	1559	7963
交易性金融资产	0	0	-3	-3
应收票据及应收账款	968	1053	1153	1258
存货	3379	2894	2966	3030
预付款项	340	368	407	437
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	9254	12327	15174	13236
流动资产合计	15100	17126	21256	25923
长期股权投资	194	125	70	11
固定资产	313	327	342	356
在建工程	157	223	296	370
无形资产	291	303	316	322
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	187	190	190	190
其他非流动资产	838	812	779	774
<b>资产总计</b>	<b>17080</b>	<b>19107</b>	<b>23249</b>	<b>27946</b>
短期借款	990	1074	1155	1227
应付票据及应付账款	673	629	707	791
预收账款	4	8	8	9
合同负债	237	417	451	486
应付职工薪酬	150	160	175	190
应交税费	173	114	116	115
其他流动负债	1646	1645	1774	1897
流动负债合计	2883	2973	3231	3488
长期借款	35	35	35	35
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	30	22	22	22
其他非流动负债	211	202	202	202
<b>负债合计</b>	<b>3160</b>	<b>3233</b>	<b>3490</b>	<b>3748</b>
归属于母公司的所有者权益	13376	15268	19079	23436
少数股东权益	544	606	679	762
<b>股东权益</b>	<b>13920</b>	<b>15874</b>	<b>19758</b>	<b>24198</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>17080</b>	<b>19107</b>	<b>23249</b>	<b>27946</b>

### 现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2207</b>	<b>723</b>	<b>1024</b>	<b>6376</b>
投资	3	98	106	81
资本性支出	-141	-206	-212	-214
其他	-2636	116	130	149
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2774</b>	<b>8</b>	<b>24</b>	<b>15</b>
债权融资	2	-6	0	0
股权融资	0	1	0	0
银行贷款增加 (减少)	54	84	81	72
筹资成本	-787	-1452	-55	-59
其他	-39	-39	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-769</b>	<b>-1412</b>	<b>25</b>	<b>13</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-1334</b>	<b>-674</b>	<b>1074</b>	<b>6404</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场