

片仔癀 (600436.SH)

核心产品肝病用药表现亮眼，提质增效盈利水平稳健

公司发布 2024 年三季报，2024 年前三季度公司实现营收 84.50 亿元，同比增长 11.19%；归母净利润 26.87 亿元，同比增长 11.73%；扣非归母净利润 27.15 亿元，同比增长 11.25%。其中 Q3 实现营收 28.00 亿元，同比增长 9.60%，环比增长 12.90%；归母净利润 9.65 亿元，同比增长 11.73%，环比增长 29.20%；扣非归母净利润 9.64 亿元，同比增长 11.66%，环比增长 26.39%。

□ 核心业务肝病用药表现突出，心脑血管用药维持高增长。分业务看，前三季度公司医药工业实现收入 46.12 亿元，同比增长 19.71%，保持了稳健增长。其中以片仔癀锭剂为核心的肝病用药收入 42.83 亿元，同比增长 20.24%，毛利率 70.79%，受中药材成本影响同比下降 7.40pct；其中 Q3 收入 16.43 亿元，同比增长 25.30%，环比增长 44.70%，在片仔癀锭剂提价一周年后实现了稳定增长。前三季度以安宫牛黄丸为核心的心脑血管用药收入 2.68 亿元，同比增长 11.66%，毛利率为 13.97%，同比下降 26.03pct，其中 Q3 收入 0.61 亿元，同比增长 36.6%。前三季度化妆品业务收入 5.25 亿元，同比增长 21.92%，毛利率 63.07%，同比下降 0.08pct；医药流通业务收入 31.53 亿元，同比增长 3.08%，毛利率为 12.83%，同比下降 3.00pct。

□ 中药材成本影响毛利率，费用率下降盈利能力保持稳健。2024 年前三季度公司整体实现毛利率 45.44%，同比下降 3.01pct，其中医药工业受中药材成本处于高位影响毛利率为 66.89%，下降 8.35pct，医药商业因业务结构变化等因素影响毛利率为 12.83%，下降 3.00pct。在毛利率承压的背景下，前三季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 3.93%/2.69%/1.71%，同比下降 1.05/0.74/0.66pct，提质增效成效显著，也带动公司实现净利润率水平为 32.16%，保持了稳健的盈利能力。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。我们认为虽然短期原材料成本压力对公司毛利率造成一定影响，但核心产品片仔癀锭剂仍然具有较强的品牌壁垒，公司的品牌、产品仍具有稀缺性。随着公司进一步完善渠道结构，研发成果逐渐落地，核心产品经营韧性强。综合考虑原材料成本和新渠道贡献，我们调整盈利预测 2024-2026 年公司将实现归母净利润 31.0/36.3/42.6 亿元，同比增长 10.7%/17.1%/17.6%，对应 PE 为 45/38/33 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：市场及政策风险、原材料成本上涨或供给不足、研发失败风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	8694	10058	11387	12820	14330
同比增长	8%	16%	13%	13%	12%
营业利润(百万元)	2976	3394	3735	4378	5153
同比增长	4%	14%	10%	17%	18%
归母净利润(百万元)	2472	2797	3096	3625	4262
同比增长	2%	13%	11%	17%	18%
每股收益(元)	4.10	4.64	5.13	6.01	7.06
PE	56.3	49.7	44.9	38.4	32.6
PB	12.3	10.4	9.2	7.8	6.6

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/生物医药

目标估值：NA

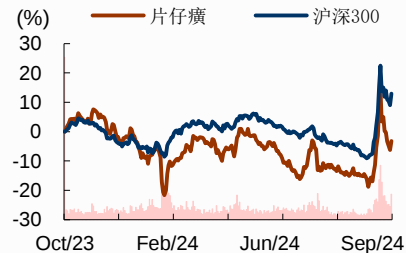
当前股价：230.54 元

基础数据

总股本 (百万股)	603
已上市流通股 (百万股)	603
总市值 (十亿元)	139.1
流通市值 (十亿元)	139.1
每股净资产 (MRQ)	23.2
ROE (TTM)	22.0
资产负债率	18.8%
主要股东 漳州市九龙江集团有限公司	
主要股东持股比例	51.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	2	-7
相对表现	-9	-8	-16



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《片仔癀 (600436) 一片仔癀系列和化妆品稳健，原材料成本影响短期利润》2024-07-28
- 《片仔癀 (600436) 一强化品牌推广和渠道建设，做优片仔癀战略稳健执行》2024-04-23
- 《片仔癀 (600436) 一片仔癀提价效果渐显，盈利能力稳步提升》2023-10-17

许菲菲 S1090520040003

✉ xufeifei@cmschina.com.cn

梁广楷 S1090524010001

✉ lianguanguangkai@cmschina.com.cn

欧阳京 S1090524070012

✉ ouyangjing@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	12705	15100	16645	19689	23115
现金	2496	1159	2193	3530	5216
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	73	57	64	72	81
应收款项	744	912	968	1090	1218
其它应收款	104	57	114	128	143
存货	2628	3379	3758	4131	4471
其他	6659	9537	9548	10738	11986
非流动资产	1899	1980	2260	2294	2418
长期股权投资	244	194	300	320	350
固定资产	261	313	355	392	424
无形资产商誉	331	303	273	246	221
其他	1063	1171	1331	1336	1423
资产总计	14604	17080	18905	21983	25533
流动负债	2510	2883	2931	3224	3497
短期借款	971	990	1000	1000	1000
应付账款	467	673	626	688	745
预收账款	478	241	376	413	447
其他	595	979	929	1122	1305
长期负债	270	277	297	317	337
长期借款	0	35	35	35	35
其他	270	241	262	282	302
负债合计	2780	3160	3228	3541	3835
股本	603	603	603	603	603
资本公积金	1094	1095	1095	1095	1095
留存收益	9633	11678	13375	16071	19245
少数股东权益	494	544	604	673	755
归属于母公司所有者权益	11330	13376	15073	17769	20943
负债及权益合计	14604	17080	18905	21983	25533

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6873	2207	2616	2159	2720
净利润	2523	2851	3156	3694	4344
折旧摊销	63	94	81	83	84
财务费用	31	36	(10)	(21)	(43)
投资收益	(75)	(126)	(170)	(175)	(190)
营运资金变动	4322	(597)	(447)	(1418)	(1471)
其它	9	(51)	7	(4)	(4)
投资活动现金流	(6305)	(2774)	(180)	75	0
资本支出	(175)	(142)	(90)	(90)	(90)
其他投资	(6129)	(2632)	(90)	165	90
筹资活动现金流	(576)	(769)	(1402)	(898)	(1034)
借款变动	47	(27)	(24)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	8	1	0	0	0
股利分配	(730)	(754)	(1400)	(929)	(1087)
其他	99	11	21	31	53
现金净增加额	(8)	(1337)	1034	1337	1686

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8694	10058	11387	12820	14330
营业成本	4726	5355	6263	6884	7452
营业税金及附加	72	81	91	103	115
营业费用	483	783	797	872	946
管理费用	331	367	399	436	487
研发费用	230	232	273	333	401
财务费用	(62)	(8)	(10)	(21)	(43)
资产减值损失	(24)	(11)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	(0)	8	5	5	5
其他收益	11	22	25	30	35
投资收益	75	126	140	140	150
营业利润	2976	3394	3735	4378	5153
营业外收入	5	4	4	5	6
营业外支出	3	29	10	13	18
利润总额	2978	3369	3729	4370	5141
所得税	455	518	573	675	797
少数股东损益	51	54	60	70	82
归属于母公司净利润	2472	2797	3096	3625	4262

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	8%	16%	13%	13%	12%
营业利润	4%	14%	10%	17%	18%
归母净利润	2%	13%	11%	17%	18%
获利能力					
毛利率	45.6%	46.8%	45.0%	46.3%	48.0%
净利率	28.4%	27.8%	27.2%	28.3%	29.7%
ROE	23.5%	22.6%	21.8%	22.1%	22.0%
ROIC	20.7%	20.5%	19.7%	20.2%	20.3%
偿债能力					
资产负债率	19.0%	18.5%	17.1%	16.1%	15.0%
净负债比率	6.8%	6.2%	5.5%	4.7%	4.1%
流动比率	5.1	5.2	5.7	6.1	6.6
速动比率	4.0	4.1	4.4	4.8	5.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
应收账款周转率	11.7	11.3	11.4	11.7	11.6
应付账款周转率	11.1	9.4	9.6	10.5	10.4
每股资料(元)					
EPS	4.10	4.64	5.13	6.01	7.06
每股经营净现金	11.39	3.66	4.34	3.58	4.51
每股净资产	18.78	22.17	24.98	29.45	34.71
每股股利	1.25	2.32	1.54	1.80	2.12
估值比率					
PE	56.3	49.7	44.9	38.4	32.6
PB	12.3	10.4	9.2	7.8	6.6
EV/EBITDA	47.7	41.1	37.0	31.7	27.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。