

发力渠道建设，核心产品高增长

买入(维持)

——片仔癀(600436)点评报告

2024年10月22日

报告关键要素:

2024年10月18日，公司发布2024年三季度报。

2024年前三季度，公司实现营收84.50亿元(+11.19%)，归母净利润26.87亿元(+11.73%)，扣非归母净利润27.15亿元(+11.25%)；

2024Q3，公司实现营收28.00亿元(+9.60%)，归母净利润9.65亿元(+11.73%)，扣非归母净利润9.64亿元(+11.66%)。

投资要点:

Q3核心产品高增长，彰显需求端韧性

2024年前三季度，公司肝病用药和心脑血管用药营业收入分别为42.83亿元(+20.24%)和2.68亿元(+11.66%)，化妆品实现营业收入5.25亿元(+21.92%)。单看2024Q3，公司肝病用药和心脑血管用药营业收入分别为16.43亿元(+25.30%)和0.61亿元(+36.63%)，化妆品实现营业收入1.40亿元(-11.55%)。公司肝病领域产品三季度收入提升主要是销量驱动，说明公司核心产品需求端韧性强；自2020年恢复安宫牛黄丸的生产及销售以来，公司充分发挥品牌、产品和渠道优势，快速实现片仔癀牌安宫牛黄丸过亿销售，成为除主要产品以外新的增长级。

发力渠道建设，加强空白连锁渠道开拓

1-9月，公司进一步发力渠道建设。连锁渠道上，公司全资子公司健康科技在7月召开零售战略合作伙伴大会，加快拓展零售渠道的市场布局，新增高济医疗、全亿健康、贵州一品、贵州一树、甘肃德生堂、四川正和祥等全国性或区域性龙头连锁的全品类合作，新增覆盖门店数超过1万家。同时，公司旗下片仔癀国医馆和片仔癀国药堂建设布局也在提速。截至9月底，公司累计接洽开设片仔癀国医馆或片仔癀国药堂意向商超600家，已立项并进入门店装修流程的合作商80余家。

预计进口原材料有望缓解毛利率压力

公司前三季度综合毛利率45.54%(减少2.98个百分点)，其中肝病用药毛利率70.79%(减少7.40个百分点)，心脑血管用药毛利率13.97%(减少26.03个百分点)，化妆品毛利率63.07%(减少0.08个百分点)；

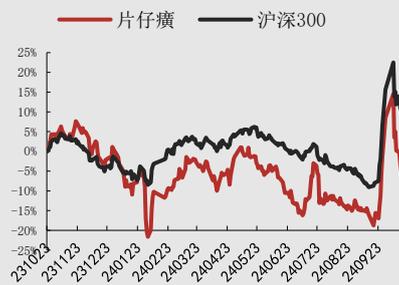
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10058.50	11417.05	12851.36	14428.39
增长比率(%)	15.69	13.51	12.56	12.27
归母净利润(百万元)	2797.35	3314.40	3824.98	4369.04
增长比率(%)	13.15	18.48	15.40	14.22
每股收益(元)	4.64	5.49	6.34	7.24
市盈率(倍)	52.19	44.05	38.17	33.42
市净率(倍)	10.92	9.13	7.62	6.38

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	603.32
流通A股(百万股)	603.32
收盘价(元)	242.00
总市值(亿元)	1,460.03
流通A股市值(亿元)	1,460.03

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

核心产品增长稳健，毛利率承压

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

核心业务稳健增长，毛利率环比改善

分析师：黄婧婧

执业证书编号：S0270522030001

电话：18221003557

邮箱：huangjj@wlzq.com.cn

单看 Q3，公司综合毛利率 46.96%（减少 4.41 个百分点），其中肝病用药毛利率 68.23%（减少 10.79 个百分点），心脑血管用药毛利率 10.09%（减少 29.25 个百分点），化妆品毛利率 59.06%（减少 3.91 个百分点）。毛利率下滑和稀缺原材料价格上涨有关，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。

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，预计 2024/2025/2026 年归母净利润 33.14 亿元、38.25 亿元、43.69 亿元，对应 EPS5.49 元/股、6.34 元/股、7.24 元/股，对应 PE 为 44.05/38.17/33.42（对应 2024 年 10 月 21 日收盘价 242 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
营业收入	10058	11417	12851	14428
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	34	30	24
营业收入 (%)	-0.08	0.30	0.23	0.17
资产减值损失	-8	0	0	0
信用减值损失	-4	-4	-4	-4
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
营业利润	3394	3987	4609	5266
营业收入 (%)	33.74	34.92	35.87	36.50
营业外收支	-25	-9	-11	-15
利润总额	3369	3978	4599	5251
营业收入 (%)	33.49	34.84	35.78	36.40
所得税费用	518	602	700	799
净利润	2851	3376	3898	4452
营业收入 (%)	28.35	29.57	30.33	30.86
归属于母公司的净利润	2797	3314	3825	4369
同比增速 (%)	13.15	18.48	15.40	14.22
少数股东损益	54	62	73	83
EPS (元/股)	4.64	5.49	6.34	7.24

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	4.64	5.49	6.34	7.24
BVPS	22.17	26.50	31.77	37.93
PE	52.19	44.05	38.17	33.42
PEG	3.97	2.38	2.48	2.35
PB	10.92	9.13	7.62	6.38
EV/EBITDA	43.22	35.42	30.69	26.76
ROE	20.91%	20.73%	19.96%	19.09%
ROIC	18.23%	19.09%	18.53%	17.86%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1159	1697	2298	3429
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	968	844	939	1045
存货	3379	3215	3490	3788
预付款项	340	289	314	341
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	9254	11766	14294	16818
流动资产合计	15100	17812	21334	25421
长期股权投资	194	125	70	11
固定资产	313	357	397	430
在建工程	157	134	115	100
无形资产	291	283	278	272
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	187	201	201	201
其他非流动资产	838	808	817	828
资产总计	17080	19720	23212	27262
短期借款	990	1074	1155	1227
应付票据及应付账款	673	659	698	739
预收账款	4	8	8	9
合同负债	237	285	334	390
应付职工薪酬	150	160	175	190
应交税费	173	137	154	173
其他流动负债	1646	1595	1719	1836
流动负债合计	2883	2844	3088	3336
长期借款	35	35	35	35
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	30	29	29	29
其他非流动负债	211	216	216	216
负债合计	3160	3124	3368	3615
归属于母公司的所有者权益	13376	15990	19165	22884
少数股东权益	544	606	679	763
股东权益	13920	16596	19844	23646
负债及股东权益	17080	19720	23212	27262

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	2207	1121	1166	1693
投资	3	73	60	65
资本性支出	-141	-130	-131	-137
其他	-2636	144	130	149
投资活动现金流净额	-2774	87	59	76
债权融资	2	-7	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	-752	-705	-709
其他	-39	4	0	0
筹资活动现金流净额	-769	-670	-624	-637
现金净流量	-1334	538	601	1132

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