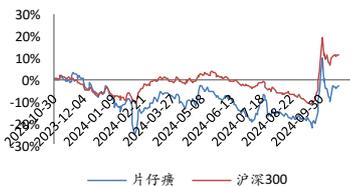


核心板块及核心产品稳步增长，渠道建设效果显现

核心要点：

公司评级：买入（首次覆盖）

近十二个月公司表现



| % | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|------|-----|-----|------|
| 相对收益 | -4 | -1 | -14 |
| 绝对收益 | 3 | 15 | -3 |

注：相对收益与沪深300相比

公司前三季度营收及利润均保持正增长，业绩表现较好

公司2024年前三季度实现营业收入84.50亿元，同比增长11.19%；实现归属于上市公司股东净利润26.87亿元，同比增长11.73%；毛利率45.44%，同比下降3.01pct；净利率31.79%，同比上升0.15pct。单季度来看，公司2024Q3实现营业收入28亿元，同比增长9.6%；实现归属于上市公司股东净利润9.65亿元，同比增长11.73%；毛利率46.87%，同比下降4.32pct；净利率34.62%，同比上升0.29pct。毛利率的下降主要源于天然牛黄等原材料价格的上涨；受益于控费效果较好，净利率同比提高。

核心板块及核心产品稳步增长，渠道建设效果显现

分业务板块来看，2024年前三季度，医药制造业实现营收46.12亿元，同比增长19.71%；医药流通业实现营收31.53亿元，同比增长3.08%；化妆品业实现营收5.25亿元，同比增长21.92%。其中，医药制造业营收贡献率为54.58%，毛利贡献率为80.34%。

分产品来看，2024年前三季度，肝病用药实现营收42.83亿元，同比增长20.24%；心脑血管用药实现营收2.68亿元，同比增长11.66%；其他用药实现营收0.6亿元，同比增长21.16%。以片仔癀为主的肝病用药对公司总营收的贡献率为50.69%，毛利贡献率为78.96%。2024Q3，肝病用药实现营收16.43亿元，同比增长25.30%；心脑血管用药实现营收0.61亿元，同比增长36.62%；其他用药实现营收0.14亿元，同比下降23.82%。肝病用药对公司总营收的贡献率为58.68%，毛利贡献率为85.41%。公司于2023年5月对片仔癀锭剂进行提价，提价幅度约28.8%，因此2024Q3的提价效应已基本消除，肝病用药的营收增长主要源自于销量增长带动。

公司自2024年初将旗下所有“片仔癀体验馆”升级为“片仔癀国药堂”，在覆盖全国400余家片仔癀国药堂的基础上，实施“名医入漳”项目工程，布局名医馆（国医馆）、片仔癀国药堂，进一步丰富片仔癀终端销售网点。同时，增加京东医药、阿里健康大药房等线上销售渠道，完善线上销售平台矩阵。此外，加大与头部知名连锁药店合作，建立全品类战略合作伙伴关系。从前三季度及Q3业绩情况看，渠道建设效果已显现。

投资建议

我们看好公司主要基于：一是公司核心产品具备明显竞争优势，具有较强产品壁垒和品牌壁垒；二是渠道建设有助于完善公司终端销售网点，带动产品销量增长；三是公司积极布局经典名方，产品线有望不断丰富；四是进口牛黄使用试点启动有望一定程度上降低天然牛黄成本压力。

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为111.68亿元、125.31亿元和138.48亿元，归母净利润分别为30.92亿元、36.85亿元和42.15亿元，EPS分别为5.13、6.11和6.99元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

分析师：许雯

证书编号：S0500517110001

Tel: (8621) 50293534

Email: xw3315@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号

中国人寿金融中心10楼

□ 风险提示

- 1、公司市场开拓进展低于预期；
- 2、公司战略推进低于预期；
- 3、政策环境趋严超预期。

重要财务指标

单位:百万元

| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 10058 | 11168 | 12531 | 13848 |
| 同比(%) | 15.7% | 11.0% | 12.2% | 10.5% |
| 归属母公司净利润 | 2797 | 3092 | 3685 | 4215 |
| 同比(%) | 13.1% | 10.5% | 19.2% | 14.4% |
| 毛利率(%) | 46.8% | 44.5% | 47.6% | 50.8% |
| ROE(%) | 20.9% | 21.4% | 21.8% | 21.4% |
| 每股收益(元) | 4.64 | 5.13 | 6.11 | 6.99 |
| P/E | 51.96 | 47.01 | 39.45 | 34.49 |
| P/B | 10.87 | 10.08 | 8.58 | 7.37 |
| EV/EBITDA | 41.24 | 37.34 | 31.71 | 27.85 |

资料来源：Wind、湘财证券研究所

附表 财务报表及估值数据

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 15100 | 16364 | 19312 | 22458 | 营业收入 | 10058 | 11168 | 12531 | 13848 |
| 货币资金 | 1159 | 5471 | 6087 | 8601 | 营业成本 | 5355 | 6203 | 6570 | 6807 |
| 应收账款 | 912 | 1096 | 1358 | 1628 | 税金及附加 | 81 | 92 | 103 | 113 |
| 其他应收款 | 57 | 117 | 115 | 115 | 销售费用 | 783 | 614 | 815 | 1108 |
| 预付账款 | 340 | 379 | 428 | 431 | 管理费用 | 367 | 357 | 439 | 526 |
| 存货 | 3379 | 4006 | 4311 | 4467 | 研发费用 | 232 | 274 | 307 | 388 |
| 其他流动资产 | 9254 | 5296 | 7013 | 7216 | 财务费用 | -8 | -3 | -40 | -61 |
| 非流动资产 | 1980 | 1938 | 1881 | 1871 | 信用减值损失 | -4 | -18 | -16 | -13 |
| 长期股权投资 | 194 | 235 | 224 | 218 | 资产减值损失 | -8 | -9 | -8 | -8 |
| 固定资产 | 313 | 278 | 265 | 273 | 公允价值变动收益 | 8 | 4 | 4 | 6 |
| 在建工程 | 157 | 74 | 32 | 11 | 投资收益 | 126 | 73 | 92 | 97 |
| 无形资产 | 291 | 302 | 329 | 332 | 营业利润 | 3394 | 3708 | 4434 | 5072 |
| 其他非流动资产 | 1026 | 1050 | 1032 | 1038 | 营业外收入 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 资产总计 | 17080 | 18302 | 21193 | 24329 | 营业外支出 | 29 | 15 | 15 | 20 |
| 流动负债 | 2883 | 2964 | 3234 | 3486 | 利润总额 | 3369 | 3699 | 4423 | 5057 |
| 短期借款 | 990 | 990 | 990 | 990 | 所得税 | 518 | 552 | 672 | 766 |
| 应付账款 | 506 | 492 | 569 | 645 | 净利润 | 2851 | 3147 | 3751 | 4291 |
| 其他流动负债 | 1387 | 1482 | 1676 | 1851 | 少数股东损益 | 54 | 55 | 66 | 76 |
| 非流动负债 | 277 | 323 | 360 | 390 | 归属母公司净利润 | 2797 | 3092 | 3685 | 4215 |
| 长期借款 | 35 | 70 | 105 | 140 | EBITDA | 3514 | 3882 | 4570 | 5205 |
| 其他非流动负债 | 241 | 253 | 255 | 249 | EPS (元) | 4.64 | 5.13 | 6.11 | 6.99 |
| 负债合计 | 3160 | 3287 | 3594 | 3876 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 13376 | 14415 | 16933 | 19711 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 603 | 603 | 603 | 603 | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 资本公积 | 1095 | 1095 | 1095 | 1095 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 11602 | 12600 | 15146 | 17919 | 营业收入 | 15.7% | 11.0% | 12.2% | 10.5% |
| 少数股东权益 | 544 | 600 | 666 | 742 | 营业利润 | 14.0% | 9.3% | 19.6% | 14.4% |
| 负债和股东权益 | 17080 | 18302 | 21193 | 24329 | 归属母公司净利润 | 13.1% | 10.5% | 19.2% | 14.4% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 毛利率 | 46.8% | 44.5% | 47.6% |
| | | | | | 净利率(%) | 27.8% | 27.7% | 29.4% | 30.4% |
| | | | | | ROE(%) | 20.9% | 21.4% | 21.8% | 21.4% |
| | | | | | ROIC(%) | 22.3% | 32.8% | 32.1% | 35.5% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 18.5% | 18.0% | 17.0% | 15.9% |
| | | | | | 流动比率 | 5.24 | 5.52 | 5.97 | 6.44 |
| | | | | | 速动比率 | 4.07 | 4.17 | 4.64 | 5.16 |
| | | | | | 利息保障倍数 | 90.75 | 75.91 | 86.63 | 95.14 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.63 | 0.63 | 0.63 | 0.61 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 11.97 | 10.88 | 10.04 | 9.11 |
| | | | | | 存货周转率 | 1.77 | 1.67 | 1.57 | 1.54 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 4.64 | 5.13 | 6.11 | 6.99 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 3.66 | 10.59 | 2.88 | 6.53 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 22.17 | 23.89 | 28.07 | 32.67 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 51.96 | 47.01 | 39.45 | 34.49 |
| | | | | | P/B | 10.87 | 10.08 | 8.58 | 7.37 |
| | | | | | EV/EBITDA | 41.24 | 37.34 | 31.71 | 27.85 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 2207 | 6390 | 1737 | 3938 |
| 净利润 | 2851 | 3147 | 3751 | 4291 |
| 资产减值准备 | 8 | -21 | 7 | 27 |
| 折旧摊销 | 129 | 176 | 177 | 194 |
| 财务费用 | 36 | -3 | -40 | -61 |
| 投资损失 | -126 | -73 | -92 | -97 |
| 营运资金变动 | -634 | 3144 | -2048 | -393 |
| 其他经营现金流 | -56 | 20 | -19 | -23 |
| 投资活动现金流 | -2774 | -69 | -15 | -78 |
| 资本支出 | 142 | -29 | 42 | 95 |
| 长期投资 | -3 | 77 | -34 | -3 |
| 其他投资现金流 | -2635 | -20 | -8 | 15 |
| 筹资活动现金流 | -769 | -2010 | -1106 | -1346 |
| 短期借款 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -825 | -2045 | -1141 | -1381 |
| 现金净增加额 | -1334 | 4312 | 616 | 2514 |

资料来源: Wind、湘财证券研究所

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并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限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。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。