

## 渠道布局不断强化，助力核心产品营收增长

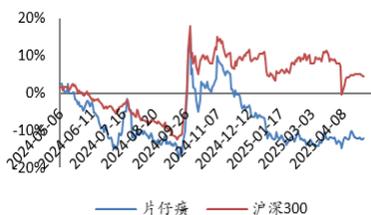
### 相关研究：

1. 《核心板块及核心产品稳步增长，渠道建设效果显现》

20241029

### 公司评级：买入（维持）

#### 近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	4	1	-17
绝对收益	1	1	-12

注：相对收益与沪深300相比

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

### 事件：

4月30日，公司发布2025年第一季度报告及主要经营数据。根据2025年一季度报，2025Q1公司实现营业收入31.42亿元，较上年同期下降0.92%；实现归母净利润10亿元，较上年同期增长2.59%。

### 核心要点：

#### 受原材料成本上涨影响，毛利率阶段性承压

根据2025年一季度报及主要经营数据，公司2025Q1毛利率为45.05%，同比下降2.21pct。分产品看，肝病用药毛利率为63.36%，同比下降12.39pct；心脑血管用药毛利率为7.91%，同比下降8.11pct。毛利率下降以及利润增速放缓的主要原因在于重要原材料成本上涨。康美中药网数据显示，2024年以来天然牛黄价格一直维持在高位，2024年1月价格为140万元/公斤（河北市场），2024年3月涨至165万元/公斤。2025年3月价格略有下降（降至160万元/公斤），但仍处高位，较2023年初价格（65万元/公斤）上涨146%。2024年公司肝病用药成本同比上涨79.98%，2025Q1肝病用药成本同比上涨84.04%，直接材料占成本比在90%以上。原材料价格上涨导致公司毛利率阶段性承压。2025年4月18日，国家药监局、海关总署发布《关于允许进口牛黄试点用于中成药生产有关事项的公告》，允许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试点用于中成药生产，福建、北京、天津、河北、上海、浙江等12省、自治区、直辖市纳入试点区域；4月22日海关总署发布公告，允许符合要求的阿根廷牛黄进口。进口牛黄政策有望逐步缓解公司成本压力。受益于控费效果明显，2025Q1公司净利率为32.26%，同比上升0.76pct。

#### 渠道布局不断强化，助力核心产品营收增长

分业务板块来看，根据公司2024年年报及2025年主要经营数据公告，2024年医药制造业实现营收56.63亿元，同比增长17.94%；医药流通业实现营收40.84亿元，同比下降2.87%；化妆品业务实现营收7.52亿元，同比增长6.41%。2025Q1医药制造业实现营收18.74亿元，同比增长13.31%；医药流通业实现营收10.14亿元，同比下降19.11%；化妆品业务实现营收1.97亿元，同比下降1.17%。分产品来看，2024年肝病用药实现营收53.10亿元，同比增长18.98%；2025Q1肝病用药实现营收18.33亿元，同比增长21.83%。2024年及2025Q1肝病用药对公司总营收贡献率分别为49.22%和58.34%，毛利贡献率分别为78.25%和82.05%。

公司肝病用药的营收增长受益于渠道拓展。公司着力发展重点区域的片仔癀国药堂（博物馆）合作伙伴，主要覆盖二线及以上城市和经济百强县核心商圈，重点填补中西部、长江经济带及境外空白市场。截至2024年底，在覆盖全国近400家片仔癀国药堂的基础上，加大片仔癀国药堂、国医馆建设，2025年截至一季度末，新签约名医15名，新增开设32家名医馆（国医馆）、国药堂。渠道建设的不断强化将助力核心产品销售规模快速增长。

## □ 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 2025-2027 年营业收入分别为 115.87/130.59/145.68 亿元，归母净利润分别为 32.60/38.04/43.84 亿元，EPS 分别为 5.40、6.31 和 7.27 元。维持公司“买入”评级。

## □ 风险提示

- 1、公司市场开拓进展低于预期；
- 2、原材料成本大幅上涨；
- 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	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10788	11587	13059	14568
同比(%)	7.3%	7.4%	12.7%	11.6%
归属母公司净利润	2977	3260	3804	4384
同比(%)	6.4%	9.5%	16.7%	15.2%
毛利率(%)	42.7%	42.8%	43.8%	45.0%
ROE(%)	20.9%	19.8%	20.0%	19.9%
每股收益(元)	4.93	5.40	6.31	7.27
P/E	41.61	38.00	32.56	28.26
P/B	8.68	7.54	6.50	5.62
EV/EBITDA	32.60	29.04	24.93	21.78

资料来源：天软、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	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	11329	15521	17328	20509	<b>营业收入</b>	10788	11587	13059	14568
货币资金	1488	3187	4099	7422	营业成本	6178	6627	7345	8015
应收账款	780	961	1071	1152	税金及附加	69	88	96	104
其他应收款	64	92	89	102	销售费用	518	440	483	524
预付账款	251	387	398	410	管理费用	341	324	366	393
存货	4967	4396	5136	5788	研发费用	270	290	326	437
其他流动资产	3779	6498	6535	5634	财务费用	-4	12	-4	-35
<b>非流动资产</b>	6211	4759	5861	5868	信用减值损失	-3	-4	-3	-3
长期股权投资	412	283	296	330	资产减值损失	-12	-10	-10	-10
固定资产	1000	1330	1660	2016	公允价值变动收益	-9	-0	-5	-2
在建工程	315	193	151	132	投资收益	146	116	129	130
无形资产	273	290	281	277	<b>营业利润</b>	3572	3929	4581	5265
其他非流动资产	4212	2662	3474	3112	营业外收入	3	4	3	3
<b>资产总计</b>	17540	20281	23190	26376	营业外支出	36	22	29	29
<b>流动负债</b>	2374	2878	3072	3179	<b>利润总额</b>	3539	3910	4555	5239
短期借款	893	951	945	930	所得税	543	600	699	804
应付账款	436	511	587	629	<b>净利润</b>	2996	3310	3856	4435
其他流动负债	1046	1416	1541	1621	少数股东损益	19	50	52	51
<b>非流动负债</b>	327	353	385	425	<b>归属母公司净利润</b>	2977	3260	3804	4384
长期借款	58	93	128	163	EBITDA	3672	4122	4802	5497
其他非流动负债	269	260	257	262	EPS (元)	4.93	5.40	6.31	7.27
<b>负债合计</b>	2701	3231	3457	3604					
<b>归属母公司股东权益</b>	14272	16433	19064	22053	<b>主要财务比率</b>				
股本	603	603	603	603	<b>会计年度</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
资本公积	1095	1095	1095	1095	<b>成长能力</b>				
留存收益	12497	14659	17290	20278	营业收入	7.3%	7.4%	12.7%	11.6%
少数股东权益	567	617	668	719	营业利润	5.3%	10.0%	16.6%	14.9%
<b>负债和股东权益</b>	17540	20281	23190	26376	归属母公司净利润	6.4%	9.5%	16.7%	15.2%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	42.7%	42.8%	43.8%	45.0%
					净利率(%)	27.6%	28.1%	29.1%	30.1%
					ROE(%)	20.9%	19.8%	20.0%	19.9%
					ROIC(%)	30.1%	27.2%	29.3%	33.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	15.4%	15.9%	14.9%	13.7%
					流动比率	4.77	5.39	5.64	6.45
					速动比率	2.68	3.87	3.97	4.63
					利息保障倍数	94.83	83.09	90.86	100.82
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.62	0.61	0.60	0.59
					应收账款周转率	12.57	13.25	12.72	12.98
					存货周转率	1.48	1.41	1.54	1.46
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	4.93	5.40	6.31	7.27
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.18	4.87	4.09	8.62
					每股净资产(最新摊薄)	23.66	27.24	31.60	36.55
					<b>估值比率</b>				
					P/E	41.61	38.00	32.56	28.26
					P/B	8.68	7.54	6.50	5.62
					EV/EBITDA	32.60	29.04	24.93	21.78

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1314	2941	2465	5198
净利润	2996	3310	3856	4435
资产减值准备	12	41	9	-16
折旧摊销	105	181	225	266
财务费用	30	12	-4	-35
投资损失	-146	-116	-129	-130
营运资金变动	-1691	-2060	-697	280
其他经营现金流	8	1572	-795	397
<b>投资活动现金流</b>	1324	-202	-410	-533
资本支出	1068	318	437	533
长期投资	248	-144	15	38
其他投资现金流	2641	-27	42	37
<b>筹资活动现金流</b>	-2241	-1040	-1143	-1342
短期借款	-97	58	-7	-15
长期借款	23	35	35	35
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2166	-1133	-1171	-1362
<b>现金净增加额</b>	406	1699	912	3323

资料来源:天软、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。