

片仔癀 (600436.SH)

肝病用药主业表现稳健，原材料成本影响短期利润

2024 年公司实现营业收入 107.88 亿元，同比增长 7.25%；归母净利润 29.77 亿元，同比增长 6.42%；扣非归母净利润 30.41 亿元，同比增长 6.57%。2025Q1 实现营收 31.42 亿元，同比下降 0.92%；归母净利润 10.00 亿元，同比增长 2.59%；扣非归母净利润 10.05 亿元，同比增长 1.69%。

- 毛利率短期承压，销售费用率显著优化。2024 年公司实现整体毛利率为 42.74%，同比减少 4.02pct，主要受中药材价格上涨影响导致原材料成本提高；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 4.80%/3.16%/2.50%，同比 -2.98/-0.49/+0.19pct，销售费用率显著下降，公司提质增效成效明显，带动公司实现 27.77%整体净利润率。
- 肝病用药主业稳健增长，医药制造表现亮眼。2024 年公司医药制造业实现营业收入 56.63 亿元，同比增长 17.94%，毛利率 64.65%，受原材料成本上升影响同比减少 11.12pct。公司持续深化巩固片仔癀核心地位，强化渠道布局，以片仔癀系列产品为核心的肝病用药营业收入 53.10 亿元，同比增长 18.98%，实现快速增长；心脑血管用药营业收入 2.84 亿元，同比增长 7.03%；化妆品业务收入 7.52 亿元，同比增长 6.41%。
- 拓展主流连锁渠道，医药流通业务总体稳定。2024 年公司医药流通业务实现营收 40.84 亿元，同比减少 2.87%。截至 2024 年底，公司已设立覆盖全国的近 400 家国药堂，并不断加大片仔癀国药堂、国医馆的设立；与老百姓、益丰、康佰家、漱玉平民、健之佳、一心堂、国大药房、海王星辰、张仲景、重庆万和、重庆和平等多家头部知名连锁建立了全品类战略合作伙伴关系，实现终端门店覆盖超过 10 万家。
- 加码研发，在研管线进展顺利。新药研发是公司核心战略，2024 年研发费用为 2.70 亿元，同比增长 16.03%；公司持续推进 14 个在研新药项目的临床前研究及临床研究工作，其中 1.1 类新药温胆片进入 III 期临床试验。
- 维持“强烈推荐”投资评级。我们认为随着原材料成本压力高峰过去，公司盈利能力将逐步释放，同时渠道拓展和新产品研发也将为公司带来增量贡献。预计 2025-2027 年将实现归母净利润 33.3/38.1/43.2 亿元，同比增长 11.8%/14.5%/13.3%，对应 PE 为 38/33/29 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	10058	10788	11856	13011	14199
同比增长	16%	7%	10%	10%	9%
营业利润(百万元)	3394	3572	4048	4631	5241
同比增长	14%	5%	13%	14%	13%
归母净利润(百万元)	2797	2977	3329	3811	4316
同比增长	13%	6%	12%	14%	13%
每股收益(元)	4.64	4.93	5.52	6.32	7.15
PE	45.0	42.3	37.8	33.0	29.2
PB	9.4	8.8	8.0	6.8	5.8

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

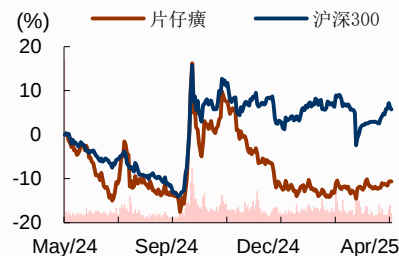
当前股价：208.7 元

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)	125.9
流通市值 (十亿元)	125.9
每股净资产 (MRQ)	25.3
ROE (TTM)	19.7
资产负债率	14.3%
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	2	-16	-13
相对表现	-2	-14	-20



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《片仔癀 (600436) 一核心产品肝病用药表现亮眼，提质增效盈利水平稳健》2024-10-21
- 2、《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
- 3、《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

梁广楷 S1090524010001

liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	15100	11329	12139	14358	17071
现金	1159	1488	1800	3521	5391
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	57	83	91	100	109
应收款项	912	780	1008	1106	1207
其它应收款	57	64	70	77	84
存货	3379	4967	5283	5299	5644
其他	9537	3948	3887	4256	4636
非流动资产	1980	6211	7132	7943	8640
长期股权投资	194	412	450	450	450
固定资产	313	1000	1598	2120	2575
无形资产商誉	303	283	255	230	207
其他	1171	4516	4828	5143	5409
资产总计	17080	17540	19271	22301	25710
流动负债	2883	2374	2514	2654	2803
短期借款	990	893	909	950	1000
应付账款	673	482	528	565	602
预收账款	241	276	296	316	337
其他	979	723	781	823	864
长期负债	277	327	313	313	313
长期借款	35	58	58	58	58
其他	241	269	255	255	255
负债合计	3160	2701	2827	2967	3116
股本	603	603	603	603	603
资本公积金	1095	1095	1095	1095	1095
留存收益	11678	12574	14111	16923	20095
少数股东权益	544	567	635	713	801
归属于母公司所有者权益	13376	14272	15809	18621	21793
负债及权益合计	17080	17540	19271	22301	25710

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2207	1314	3008	3454	3637
净利润	2851	2996	3397	3888	4404
折旧摊销	94	65	164	236	300
财务费用	36	30	(1)	(11)	(34)
投资收益	(126)	(146)	(210)	(240)	(270)
营运资金变动	(597)	(1631)	(331)	(399)	(743)
其它	(51)	0	(10)	(20)	(20)
投资活动现金流	(2774)	1324	(860)	(787)	(707)
资本支出	(142)	(1068)	(727)	(727)	(727)
其他投资	(2632)	2393	(133)	(60)	20
筹资活动现金流	(769)	(2241)	(1836)	(947)	(1059)
借款变动	(27)	(209)	(27)	41	50
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0	0
股利分配	(754)	(2094)	(1792)	(999)	(1143)
其他	11	62	(18)	11	34
现金净增加额	(1337)	398	312	1721	1870

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10058	10788	11856	13011	14199
营业成本	5355	6178	6604	7065	7525
营业税金及附加	81	69	83	91	99
营业费用	783	518	628	677	738
管理费用	367	341	374	411	448
研发费用	232	270	320	377	440
财务费用	(8)	(4)	(1)	(11)	(34)
资产减值损失	(11)	(10)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	8	(9)	10	10	10
其他收益	22	28	30	40	50
投资收益	126	146	170	190	210
营业利润	3394	3572	4048	4631	5241
营业外收入	4	3	4	4	4
营业外支出	29	36	40	42	42
利润总额	3369	3539	4012	4593	5203
所得税	518	543	615	705	799
少数股东损益	54	19	68	78	88
归属于母公司净利润	2797	2977	3329	3811	4316

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	16%	7%	10%	10%	9%
营业利润	14%	5%	13%	14%	13%
归母净利润	13%	6%	12%	14%	13%
获利能力					
毛利率	46.8%	42.7%	44.3%	45.7%	47.0%
净利率	27.8%	27.6%	28.1%	29.3%	30.4%
ROE	22.6%	21.5%	22.1%	22.1%	21.4%
ROIC	20.5%	19.5%	20.4%	20.6%	19.9%
偿债能力					
资产负债率	18.5%	15.4%	14.7%	13.3%	12.1%
净负债比率	6.2%	5.7%	5.0%	4.5%	4.1%
流动比率	5.2	4.8	4.8	5.4	6.1
速动比率	4.1	2.7	2.7	3.4	4.1
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	1.8	1.5	1.3	1.3	1.4
应收账款周转率	11.3	11.8	12.1	11.3	11.3
应付账款周转率	9.4	10.7	13.1	12.9	12.9
每股资料(元)					
EPS	4.64	4.93	5.52	6.32	7.15
每股经营净现金	3.66	2.18	4.99	5.73	6.03
每股净资产	22.17	23.66	26.20	30.86	36.12
每股股利	2.32	2.97	1.66	1.89	2.15
估值比率					
PE	45.0	42.3	37.8	33.0	29.2
PB	9.4	8.8	8.0	6.8	5.8
EV/EBITDA	37.3	35.4	30.3	26.3	23.2

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。