

片仔癀和安宫牛黄丸稳健增长，化妆品业绩承压

买入 (维持)

——片仔癀 (600436) 点评报告

2023 年 08 月 21 日

报告关键要素:

2023 年 8 月 18 日公司发布 2023 年半年报。2023H1, 公司实现营业收入 50.45 亿元 (+14.08%), 归母净利润 15.41 亿元 (+17.23%), 扣非归母净利润 15.77 亿元 (+19.80%), 经营活动产生的现金流量净额 13.69 亿元 (-74.49%)。

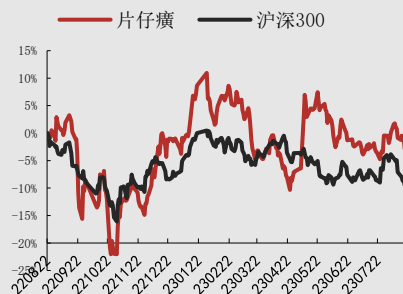
投资要点:

- **肝病用药实现收入 22.51 亿元, 同比增长 14.29%。**公司肝病用药收入主要由片仔癀锭剂&胶囊剂贡献, 2023 年 5 月公司公告片仔癀国内供应价格上调约 170 元/粒, 海外市场供应价格相应上调约 35 美元/粒。我们首次覆盖报告中通过分析历史提价对销量影响发现, 全渠道 (包括各直营, 经销渠道) 均价年复合增速 5% 不影响销量两位数复合增长。在公司对片仔癀合理提价下, 我们预期片仔癀有望实现量价齐升, 推动公司业绩增长。
- **心脑血管用药实现收入 1.96 亿元, 同比增长 59.26%。**公司心脑血管产品主要为安宫牛黄丸等, 受益于心脑血管行业赛道优势、公司原材料壁垒以及品牌拉动等驱动力, 公司安宫牛黄丸市场潜力大, 有望成为公司新的增长引擎。
- **化妆品业务实现收入 2.73 亿元, 同比增长-21.91%。**2020 年, 公司启动控股子公司福建片仔癀化妆品有限公司的分拆上市项目, 2022 年 5 月完成销售业务端的转移, 实现研发和销售的业务独立, 2023 年上半年正在梳理 IPO 尽职调查问题, 推进股份制改造流程。受到子公司分拆上市进展的影响, 化妆品业务业绩有所承压。
- **提价有望拉动毛利率, 费用端优化。**1) **毛利率:** 2023H1, 公司毛利率为 47.08% (同比下降 0.6pct), 肝病用药毛利率为 77.71% (同比下降 2.78pct), 心脑血管用药毛利率为 40.15% (同比下降 7.48pct), 主要是因为公司核心大单品片仔癀和安宫牛黄丸上游原材料为稀缺中药材, 原材料价格上涨带来成本端压力增加。但公司积极储备原材料, 同时具备终端提价权, 未来有望逐步减弱成本端压力。2) **费用端:** 2023H1, 公司销售费用率为 4.84% (同比下降 1.48pct), 主要是“促销、业务宣传及广告费”减少所致; 管理费用率为 3.27%

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)	282.90
总市值 (亿元)	1,706.78
流通A股市值 (亿元)	1,706.78

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

“片仔癀、安宫牛黄丸、化妆品”矩阵, 推动公司高质量稳健发展

分析师:

黄婧婧

执业证书编号: S0270522030001

电话: 18221003557

邮箱: huangjj@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8694.00	10940.77	12421.66	14808.76
增长比率 (%)	8.38	25.84	13.54	19.22
净利润 (百万元)	2472.34	3400.79	3790.14	4502.58
增长比率 (%)	1.66	37.55	11.45	18.80
每股收益 (元)	4.10	5.64	6.28	7.46
市盈率 (倍)	69.04	50.19	45.03	37.91
市净率 (倍)	15.06	12.20	9.60	7.66

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

(同比下降 0.32 pct), 财务费用率为-0.27%, 三项费用率合计为 7.84% (同比下降 1.80%pct)。研发费用率为 2.30% (同比下降 0.19pct)。

盈利预测与投资建议: 公司核心产品片仔癀具备稀缺性, 新产品安宫牛黄丸和业务梳理后的化妆品业务有望成为公司新的增长驱动力。预计 2023/2024/2025 年收入为 109.41 亿元/124.22 亿元/148.09 亿元, 对应归母净利润 34.01 亿元/37.90 亿元/45.03 亿元, 对应 EPS5.64 元/股、6.28 元/股、7.46 元/股, 对应 PE 为 50.19/45.03/37.91 (对应 2023 年 8 月 18 日收盘价 282.9 元), 维持“买入”评级。

风险因素: 利好政策不达预期风险、原材料供给不足风险、研发不达预期风险

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8694	10941	12422	14809
同比增速 (%)	8.38	25.84	13.54	19.22
营业成本	4726	5466	6100	6996
毛利	3968	5475	6322	7813
营业收入 (%)	45.64	50.04	50.90	52.76
税金及附加	72	93	107	125
营业收入 (%)	0.83	0.85	0.86	0.84
销售费用	483	656	870	1333
营业收入 (%)	5.56	6.00	7.00	9.00
管理费用	331	416	460	533
营业收入 (%)	3.81	3.80	3.70	3.60
研发费用	230	361	460	592
营业收入 (%)	2.65	3.30	3.70	4.00
财务费用	-62	25	24	12
营业收入 (%)	-0.72	0.23	0.19	0.08
资产减值损失	-9	-1	-1	0
信用减值损失	-27	0	0	0
其他收益	11	21	17	23
投资收益	75	71	72	104
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	11	41	36	39
营业利润	2976	4057	4528	5383
营业收入 (%)	34.23	37.08	36.45	36.35
营业外收支	2	-1	-1	0
利润总额	2978	4056	4527	5383
营业收入 (%)	34.25	37.07	36.44	36.35
所得税费用	455	599	671	801
净利润	2523	3457	3856	4582
营业收入 (%)	29.02	31.60	31.04	30.94
归属于母公司的净利润	2472	3401	3790	4503
同比增速 (%)	1.66	37.55	11.45	18.80
少数股东损益	51	56	66	79
EPS (元/股)	4.10	5.64	6.28	7.46

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	4.10	5.64	6.28	7.46
BVPS	18.78	23.19	29.48	36.94
PE	69.04	50.19	45.03	37.91
PEG	41.51	1.34	3.93	2.02
PB	15.06	12.20	9.60	7.66
EV/EBITDA	59.07	40.31	35.91	30.04
ROE	21.82%	24.30%	21.31%	20.20%
ROIC	18.52%	22.05%	19.61%	18.75%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2496	3230	5025	7146
交易性金融资产	0	0	0	-3
应收票据及应收账款	818	1009	1114	1292
存货	2628	2733	2880	3109
预付款项	335	324	375	436
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	6428	8498	10584	13009
流动资产合计	12705	15794	19979	24990
长期股权投资	244	163	79	5
固定资产	261	258	252	244
在建工程	61	87	117	149
无形资产	319	373	426	487
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	167	179	179	179
其他非流动资产	846	863	890	904
资产总计	14604	17716	21922	26958
短期借款	971	1091	1226	1366
应付票据及应付账款	467	537	623	731
预收账款	9	10	11	14
合同负债	469	523	604	729
应付职工薪酬	132	146	165	189
应交税费	108	109	112	118
其他流动负债	1325	1588	1748	1935
流动负债合计	2510	2913	3263	3717
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	61	49	49	49
其他非流动负债	209	210	210	210
负债合计	2780	3172	3522	3976
归属于母公司的所有者权益	11330	13994	17784	22287
少数股东权益	494	550	616	695
股东权益	11824	14544	18400	22982
负债及股东权益	14604	17716	21922	26958

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	6873	1402	1731	2022
投资	-40	100	102	107
资本性支出	-162	-187	-193	-190
其他	-6103	83	76	103
投资活动现金流净额	-6305	-4	-15	21
债权融资	-1396	1	0	0
股权融资	22	1	0	0
银行贷款增加 (减少)	1593	120	135	140
筹资成本	-761	-804	-56	-62
其他	-33	13	0	0
筹资活动现金流净额	-576	-669	79	78
现金净流量	4	734	1795	2121

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