

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

片仔癀(600436)

投资评级 买入

上次评级 买入

周平 医药行业首席分析师

执业编号: S1500521040001

联系电话: 15310622991

邮箱: zhouping@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

2022 上半年业绩符合预期，片仔癀系列维持稳健增长

2022 年 08 月 22 日

事件: 近日，公司发布 2022 年半年报，2022H1 公司实现营收 44.23 亿元，同比增长 14.91%，归母净利润 13.14 亿元，同比增长 17.85%，扣非归母净利润 13.17 亿元，同比增长 18.08%，经营活动现金流净额 53.65 亿元，同比增长 1794.16%。

点评:

- **2022 上半年业绩符合预期，受疫情影响 2 季度业绩增速趋缓。**2022Q2 公司实现收入 20.74 亿元，同比增长 12.32%，归母净利润 6.25 亿元，同比增长 13.66%，扣非归母净利润 6.41 亿元，同比增长 15.37%。经营活动现金流净额增速较快主要是公司结合实际业务情况，审慎分析未来资金使用计划，根据公司对 2022 年及其后续年份定期存款的管理模式，分两种情况进行列示：一是对预计可能随时支取补充营运资金的定期存款，在经营性活动现金流量列示；二是对暂时未有资金使用规划，预计持有至到期的定期存款，在投资性活动现金流量列示。
- **片仔癀系列稳健增长，安宫牛黄丸实现快速放量。**2022 上半年，公司肝病用药（片仔癀系列）实现收入 19.7 亿元，同比增长 15.32%，心脑血管用药（安宫牛黄丸等）实现收入 1.23 亿元，同比增长 171%，医药流通板块实现收入 18.73 亿元，同比增长 17.42%，日化板块实现收入 3.5 亿元，同比下滑 19.08%，食品板块实现收入 0.73 亿元，同比增长 311.02%。2022Q2，片仔癀系列线下渠道受疫情影响较大，线上同比为纯增量，海外销售有所增长，片仔癀牌安宫牛黄丸维持快速增长。从地区分布来看，2022 年上半年，华东地区受疫情影响，收入规模为 30.26 亿元，同比增长 13.71%，华南、华中、华北均实现快速增长，境外地区基本持平。
- **盈利能力强劲，受疫情影响费用端投放有所波动。**2022 上半年，公司综合毛利率为 47.7%，净利率为 30.42%，分别同比变动-2.1pct、0.74pct。肝病用药、心脑血管用药、医药流通、日化、食品板块毛利率分别为 80.49%、47.63%、11.53%、65.2%、11.51%，同比变动-0.4pct、-3.33 pct、-0.3 pct、-6.89 pct、4.72 pct。公司的销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 6.33%、6.08%、-1.39%，同比变动-2.65pct、-0.3pct、-0.31pct。近些年公司持续推进优势中药品种的二次开发和小分子创新药的研究，研发投入逐步加大，2022 年上半年研发费用 1.1 亿元，同比增长 82.18%，占医药制造的比例为 5.2%。
- **持续加大品牌投入，拓展营销渠道。**公司通过央视和地方权威媒体等系列渠道投放，实现“大国品牌”片仔癀和片仔癀牌系列品种高频次曝光，依托全国各地地标性建筑、高铁及大型国际机场等，构建“海陆空”多维度宣传模式，拓宽品牌传播辐射广度，向全国各地的高净值人群宣传

片仔癀品牌。公司以品牌价值 510 亿元荣登 2021 年“胡润品牌榜”，蝉联医疗健康品牌价值榜榜首，以品牌价值 349.46 亿元、品牌强度 935 连续四年在“中华老字号”品牌中蝉联第二。公司持续加深渠道建设，全面覆盖全国体验馆近 400 家和全国超 50 家连锁的 5000 家终端门店，与老百姓、益丰药房等行业头部连锁药房实现全品类直供合作。

- **盈利预测与投资评级：**预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 92.84/110.18/131.59 亿元，同比增长 15.7%/18.7%/19.4%，归母净利润分别为 27.86/33.20/39.71 亿元，同比增长 14.6%/19.2%/19.6%，EPS 分别为 4.62/5.5/6.58 元，对应 2022-2024 年市盈率为 63.54/53.32/44.57 倍，考虑公司的产品力及稀缺性，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**疫情防控导致业绩不及预期、产品销售不及预期、原材料价格波动的风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	6,511	8,022	9,284	11,018	13,159
增长率 YoY %	13.8%	23.2%	15.7%	18.7%	19.4%
归属母公司净利润 (百万元)	1,672	2,431	2,786	3,320	3,971
增长率 YoY%	21.6%	45.5%	14.6%	19.2%	19.6%
毛利率%	45.2%	50.7%	50.1%	49.8%	49.6%
净资产收益率ROE%	21.3%	25.1%	22.3%	21.0%	20.1%
EPS(摊薄)(元)	2.77	4.03	4.62	5.50	6.58
市盈率 P/E(倍)	96.57	108.47	63.54	53.32	44.57
市净率 P/B(倍)	20.53	27.18	14.17	11.20	8.95

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 19 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	8,296	10,633	13,598	17,174	21,557	
货币资金	5,168	7,097	9,331	12,231	15,632	
应收票据	40	52	45	64	75	
应收账款	509	612	734	859	1,023	
预付账款	165	192	238	270	329	
存货	2,191	2,438	2,915	3,428	4,124	
其他	222	243	335	322	374	
非流动资产	1,910	1,862	1,860	1,883	1,929	
长期股权投资	481	268	268	268	268	
固定资产	261	264	227	190	153	
无形资产	259	221	211	210	212	
其他	908	1,109	1,154	1,216	1,296	
资产总计	10,206	12,495	15,458	19,058	23,486	
流动负债	1,800	2,137	2,282	2,523	2,933	
短期借款	718	776	723	712	731	
应付票据	19	65	60	64	91	
应付账款	222	322	322	393	491	
其他	841	974	1,178	1,354	1,620	
非流动负债	149	222	222	222	222	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	149	222	222	222	222	
负债合计	1,949	2,359	2,504	2,745	3,154	
少数股东权益	394	432	465	507	557	
归属母公司	7,862	9,705	12,489	15,805	19,775	
负债和股东权益	10,206	12,495	15,458	19,058	23,486	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	6,511	8,022	9,284	11,018	13,159	
同比	13.8%	23.2%	15.7%	18.7%	19.4%	
归属母公司净利润	1,672	2,431	2,786	3,320	3,971	
同比	21.6%	45.5%	14.6%	19.2%	19.6%	
毛利率(%)	45.2%	50.7%	50.1%	49.8%	49.6%	
ROE%	21.3%	25.1%	22.3%	21.0%	20.1%	
EPS(摊薄)(元)	2.77	4.03	4.62	5.50	6.58	
P/E	96.57	108.47	63.54	53.32	44.57	
P/B	20.53	27.18	14.17	11.20	8.95	
EV/EBITDA	81.88	89.16	50.96	41.96	34.57	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	6,511	8,022	9,284	11,018	13,159	
营业成本	3,571	3,953	4,633	5,531	6,632	
营业税金及	53	72	80	97	114	
销售费用	647	651	746	826	961	
管理费用	335	377	432	501	593	
研发费用	98	200	188	218	268	
财务费用	-60	-84	28	27	27	
减值损失合	-14	-16	2	3	2	
投资净收益	55	19	50	43	61	
其他	68	18	67	60	69	
营业利润	1,977	2,874	3,296	3,923	4,695	
营业外收支	2	-5	-3	-3	-3	
利润总额	1,979	2,869	3,293	3,920	4,692	
所得税	290	405	473	558	671	
净利润	1,689	2,464	2,819	3,362	4,021	
少数股东损	18	33	34	42	49	
归属母公司	1,672	2,431	2,786	3,320	3,971	
EBITDA	1,917	2,888	3,307	3,947	4,692	
EPS(当	2.77	4.03	4.62	5.50	6.58	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	1,467	462	2,336	2,996	3,469	
净利润	1,689	2,464	2,819	3,362	4,021	
折旧摊销	103	149	102	102	102	
财务费用	31	36	28	27	27	
投资损失	-55	-19	-50	-43	-61	
营运资金变	-257	-2,118	-519	-410	-577	
其它	-43	-51	-44	-42	-42	
投资活动现	-282	78	-21	-58	-60	
资本支出	-333	-87	-42	-74	-100	
长期投资	13	143	-23	-25	-21	
其他	38	22	44	41	60	
筹资活动现	-537	-540	-81	-38	-8	
吸收投资	19	16	0	0	0	
借款	1,058	1,410	-53	-11	19	
支付利息或	-546	-579	-28	-27	-27	
现金流净增	642	-4	2,234	2,900	3,401	
加额						

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵骁翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，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。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。