

片仔癀 (600436.SH)

业绩符合预期，疫情对核心业务增长产生扰动

事件: 公司发布 2022 年半年报, 2022H1, 公司实现收入 44.23 亿元, 同比 +14.9%; 实现归母净利润 13.14 亿元, 同比 +17.85%; 扣非归母净利润 13.17 亿元, 同比 18.08%。

2022Q2, 公司实现收入 20.74 亿元, 同比 +12.3%; 实现归母净利润 6.25 亿元, 同比 +13.66%; 扣非归母净利润 6.41 亿元, 同比 15.37%。

业绩符合预期, 疫情导致二季度增速下降。 公司此前已经发布上半年业绩快报, 上半年整体情况符合预期。单独看 22Q2, 收入和利润增速均为 2021 年以来单季度低值, 核心原因是华东等地区新冠疫情影响; 此外上年高基数也有一定影响。

片仔癀系列药品增速有所波动。 据公司公告, 22H1, 公司肝病用药 (片仔癀核心药品) 收入 19.7 亿元, 同比 +15.3%, 毛利率 80.49%, 同比下滑约 0.4pct。从季度趋势看, 21Q3-22Q2 四个季度片仔癀核心药品收入增速分别为 45.17%, 133.26%, 19.70%, 10.20% (具体数据见后文附图), 22Q2 的片仔癀同比增速有所减缓。根据我们模型拆分, 分国内和海外市场看, 22Q2 片仔癀国内收入约 6.3 亿元, 同比 -6.4%; 海外收入约 2.3 亿元, 同比 +112.9%, 季度趋势看海外市场明显加速, 国内市场增速下滑相对明显。2021 年的 Q2-Q4, 片仔癀核心药品增速快速上行, 一方面是终端价格明显上涨导致市场需求迅速提升, 客户囤货意愿加强; 另一方面, 线上直销渠道的开通带动片仔癀核心药品销量及实际确认收入价格提升 (线上直销渠道确认收入高于体验馆和经销模式), 目前这两方面因素均已弱化; 22H1, 母公司 (核心药品业务) 净利率 59.2%, 同比提升约 0.7pct, 我们判断为核心药品在毛利率下滑下, 直销模式和规模效应降低了中间费用所致。此外, 我们判断 2022Q2 华东等地新冠疫情对公司核心产品的需求和销售产生直接影响; 2021 年, 公司华东区域收入占比达 73% (整体, 含商业等)。我们预计, 随着疫情控制、消费复苏, 三季度公司整体销售有望重回正轨, 但 21Q3 线上直销爆发导致基数较高, 预计下半年整体增速大概率保持平稳。

安宫牛黄丸成潜力新品。 2022H1, 心脑血管药品收入 1.23 亿元, 超过 2021 年全年; 其中 22Q1、22Q2 分别收入 0.66、0.58 亿元, 势头迅猛。公司心脑血管产品主要为安宫牛黄丸, 在 2021 年公司重点培育下, 正在形成新的潜力单品。

日化化妆品业务出现调整, 食品业务爆发。 22H1, 日化化妆品业务收入 3.5 亿元, 同比 -19.1%, 延续了 2021 年的下滑趋势 (21 年收入 8.4 亿, 同比 -7%), 一方面是疫情影响, 另一方面, 化妆品公司筹划单独上市中可能对业务进行一定调整。食品业务 22H1 收入 0.73 亿元, 同比 +311%, 延续高增速势头。

盈利预测: 预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 28.8 亿元、34.3 亿元、40.3 亿元, 对应增速分别为 18.5%, 18.9%, 17.6%; 对应 PE 分别为 61x、52x、44x。维持“买入”评级。

风险提示: 片仔癀收入增速下滑; 原材料价格上涨导致产品毛利率下降; 日化产品放量不及预期; 疫情持续影响片仔癀海外销售。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	6,511	8,022	9,119	10,512	12,012
增长率 yoy (%)	13.8	23.2	13.7	15.3	14.3
归母净利润 (百万元)	1,672	2,431	2,881	3,425	4,028
增长率 yoy (%)	21.6	45.5	18.5	18.9	17.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.77	4.03	4.77	5.68	6.68
净资产收益率 (%)	20.5	24.3	22.4	21.5	20.5
P/E (倍)	105.9	72.8	61.4	51.7	44.0
P/B (倍)	22.5	18.2	14.1	11.3	9.2

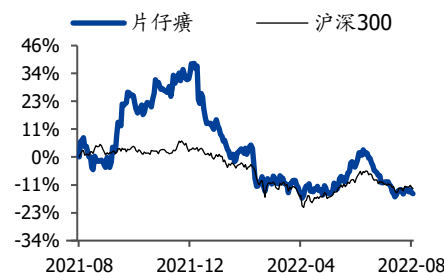
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 19 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	中药
前次评级	买入
8月19日收盘价(元)	293.40
总市值(百万元)	177,013.27
总股本(百万股)	603.32
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	2.12

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 杨春雨

执业证书编号: S0680520080004

邮箱: yangchunyu@gszq.com

相关研究

- 《片仔癀 (600436.SH): 业绩符合预期, 核心业务回归稳健增长》2022-04-24
- 《片仔癀 (600436.SH): 22Q1 业绩符合预期, 预计片仔癀系列保持快速增长》2022-03-30
- 《片仔癀 (600436.SH): 21 年业绩符合预期, 大手笔投资新产业园值得期待》2022-01-20

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8296	10633	13825	17362	21367
现金	5168	7097	9705	12751	16108
应收票据及应收账款	550	664	716	875	943
其他应收款	70	119	96	152	131
预付账款	165	192	214	254	281
存货	2191	2438	2970	3206	3780
其他流动资产	152	124	124	124	124
非流动资产	1910	1862	1607	1373	1138
长期投资	481	268	62	-143	-349
固定资产	274	276	300	325	345
无形资产	259	221	158	115	79
其他非流动资产	895	1097	1087	1077	1063
资产总计	10206	12495	15432	18735	22505
流动负债	1800	2137	2154	2337	2372
短期借款	718	776	776	776	776
应付票据及应付账款	241	388	347	492	456
其他流动负债	841	974	1032	1069	1140
非流动负债	149	222	222	222	222
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	149	222	222	222	222
负债合计	1949	2359	2376	2559	2594
少数股东权益	394	432	470	516	570
股本	603	603	603	603	603
资本公积	1085	1086	1086	1086	1086
留存收益	5862	7816	10735	14206	18287
归属母公司股东权益	7862	9705	12586	15660	19341
负债和股东权益	10206	12495	15432	18735	22505

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1467	462	2319	3044	3280
净利润	1689	2464	2919	3470	4082
折旧摊销	103	122	96	106	119
财务费用	-60	-84	-112	-183	-264
投资损失	-55	-19	-22	-21	-21
营运资金变动	-257	-2118	-543	-309	-612
其他经营现金流	48	97	-18	-21	-23
投资活动现金流	-282	78	199	169	160
资本支出	419	92	-49	-29	-30
长期投资	15	143	205	205	205
其他投资现金流	152	314	355	346	336
筹资活动现金流	-537	-540	89	-167	-83
短期借款	22	57	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0	0
其他筹资现金流	-559	-598	89	-167	-83
现金净增加额	642	-4	2608	3046	3358

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6511	8022	9119	10512	12012
营业成本	3571	3953	4618	5275	5966
营业税金及附加	53	72	78	89	103
营业费用	647	651	648	716	794
管理费用	335	377	337	388	444
研发费用	98	200	227	261	299
财务费用	-60	-84	-112	-183	-264
资产减值损失	-14	-16	-18	-21	-24
其他收益	24	8	16	12	14
公允价值变动收益	7	5	0	0	0
投资净收益	55	19	22	21	21
资产处置收益	41	29	18	21	23
营业利润	1977	2874	3397	4040	4752
营业外收入	13	7	10	10	10
营业外支出	11	13	8	9	10
利润总额	1979	2869	3399	4041	4752
所得税	290	405	480	570	671
净利润	1689	2464	2919	3470	4082
少数股东损益	18	33	39	46	54
归属母公司净利润	1672	2431	2881	3425	4028
EBITDA	1970	2825	3290	3857	4485
EPS (元)	2.77	4.03	4.77	5.68	6.68

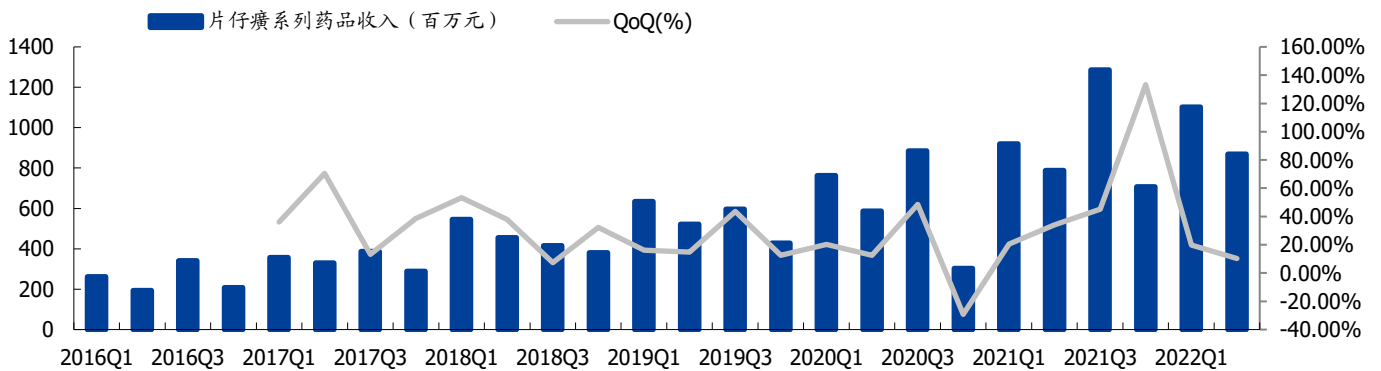
主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	13.8	23.2	13.7	15.3	14.3
营业利润(%)	20.7	45.4	18.2	18.9	17.6
归属于母公司净利润(%)	21.6	45.5	18.5	18.9	17.6
获利能力					
毛利率(%)	45.2	50.7	49.4	49.8	50.3
净利率(%)	25.7	30.3	31.6	32.6	33.5
ROE(%)	20.5	24.3	22.4	21.5	20.5
ROIC(%)	18.4	21.7	20.3	19.4	18.5
偿债能力					
资产负债率(%)	19.1	18.9	15.4	13.7	11.5
净负债比率(%)	-52.7	-60.4	-67.1	-73.0	-76.1
流动比率	4.6	5.0	6.4	7.4	9.0
速动比率	3.2	3.7	4.9	5.9	7.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	12.6	13.2	13.2	13.2	13.2
应付账款周转率	14.2	12.6	12.6	12.6	12.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.77	4.03	4.77	5.68	6.68
每股经营现金流(最新摊薄)	2.43	0.77	3.84	5.05	5.44
每股净资产(最新摊薄)	13.03	16.09	20.86	25.96	32.06
估值比率					
P/E	105.9	72.8	61.4	51.7	44.0
P/B	22.5	18.2	14.1	11.3	9.2
EV/EBITDA	87.8	60.6	51.3	43.0	36.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 19 日收盘价

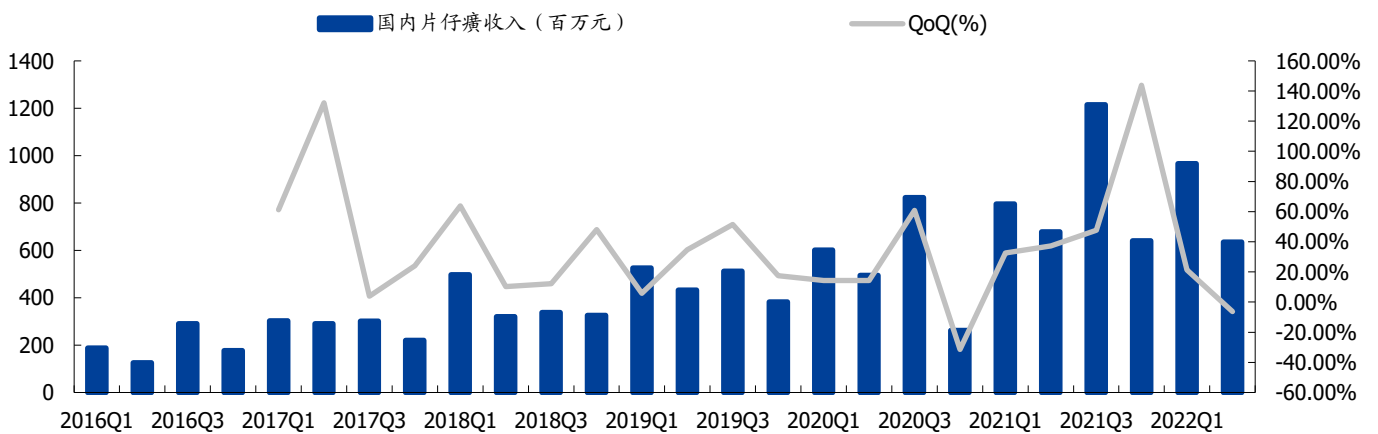
附图

图表 1: 片仔癀系列药品季度收入与增速拆分



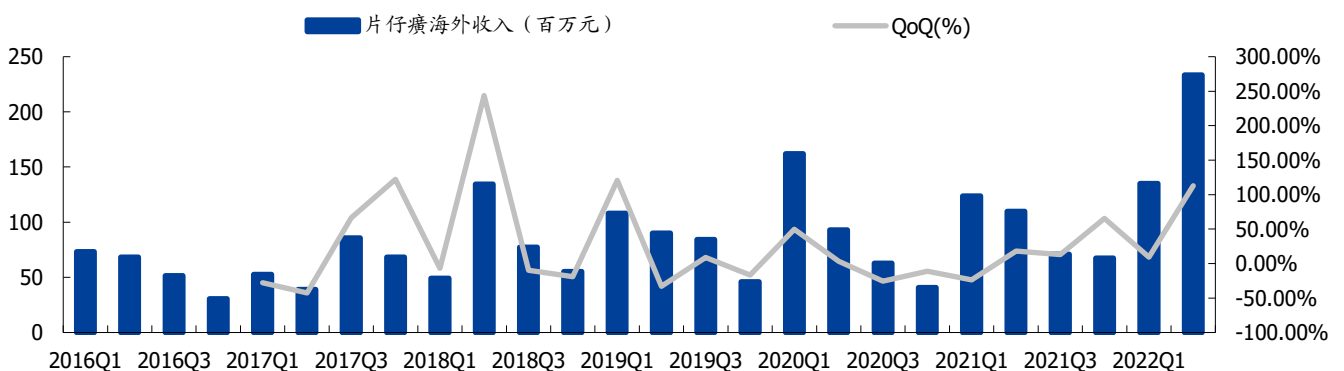
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 片仔癀系列药品国内季度收入与增速拆分



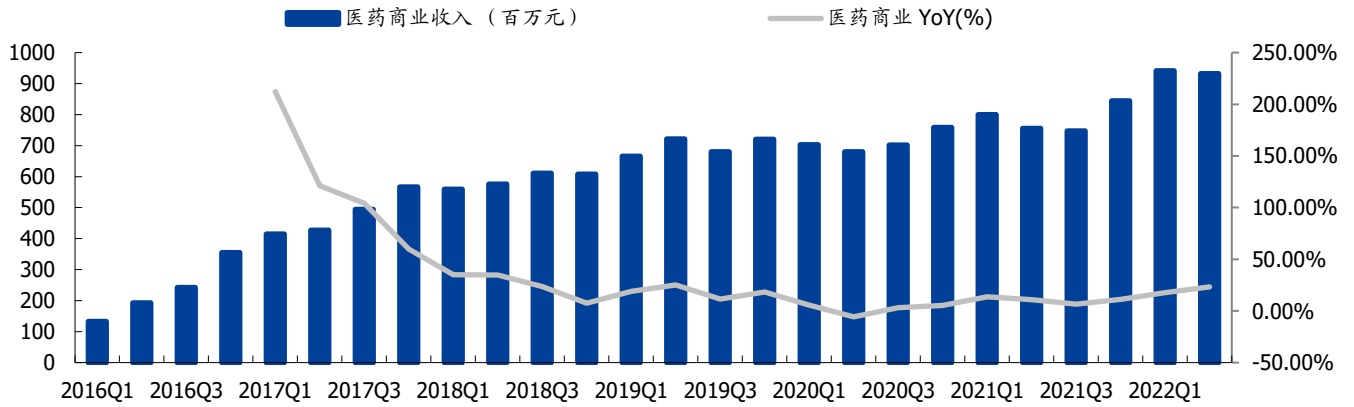
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 片仔癀系列药品海外季度收入与增速拆分



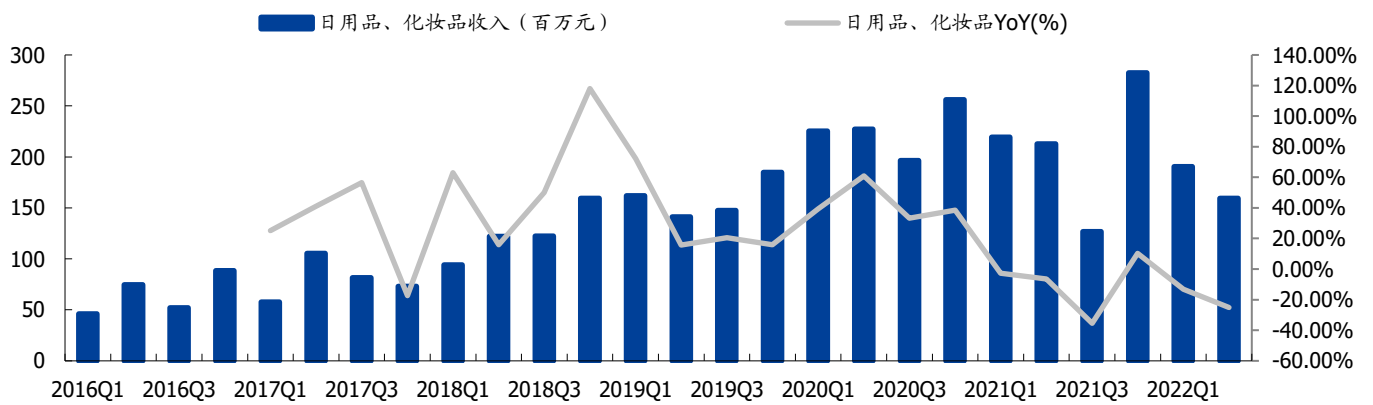
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 片仔癀医药商业季度收入与增速拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表5: 片仔癀日用品、化妆品季度收入与增速拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com