

高基数下自然回落，线上趋于理性

华泰研究

2022年10月23日 | 中国内地

季报点评

中药

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

293.56

研究员

SAC No. S0570516120002
SFC No. BFI915

代雯

daiwen@htsc.com
+(86) 21 2897 2078

研究员

SAC No. S0570519060004

张云逸

zhangyunyi@htsc.com
+(86) 21 3847 6729

联系人

SAC No. S0570121070180

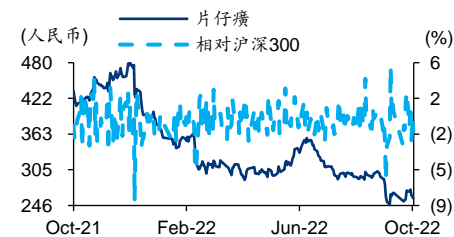
高初蕾, PhD

gaochulei@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	293.56
收盘价(人民币 截至10月21日)	257.36
市值(人民币百万)	155,270
6个月平均日成交额(人民币百万)	728.67
52周价格范围(人民币)	246.79-479.80
BVPS(人民币)	18.06

股价走势图



资料来源: Wind

高基数下3Q22扣非净利同比下滑16%，3Q20~3Q22复合增速28%

公司公告1~3Q22实现收入66.2亿元(+8% yoy), 归母净利20.5亿元(+2% yoy), 扣非净利20.6亿元(+3% yoy), 其中3Q22收入、利润、扣非净利分别同比下滑3%、18%、16%, 我们预计3Q22利润下滑主因高基数(往年旺季1Q与3Q接近, 3Q21因线上投放出现高基数)。考虑到公司体验馆扩张谨慎及线上趋于理性, 我们调整盈利预测, 预计2022-24年归母净利26.3/31.1/36.6亿元(前值27.4/32.3/38.3亿元), 同比增长8%/18%/18%。我们给予2023年PE估值57倍(2015至今PE均值57x), 目标价293.56元(前值345.66元, 对应2022年PE 76x), 维持“增持”。

片仔癀单品: 三季度下滑主因高基数, 线上趋于理性, 线下发货较好

肝病用药(主要为片仔癀单品)1~3Q22收入29.7亿元(-0.7% yoy), 3Q22收入10.0亿元(-22% yoy)、毛利率同比下降3.2pct至80%, 主因基数较高(2H21启动线上主要平抑不合理高价, 3Q21量价齐升主因价格层面直销高于经销、销量层面线上存在囤货需求), 我们估算3Q22内销销量同比下滑~15%、ASP同比下滑~10%, 其中线上需求趋于理性(内销占比预计<10%)、线下销量同比增长~20%。我们预计片仔癀单品2022年收入增速5%~10%、2023年15%~20%: 1)体验馆扩张趋缓; 2)鉴于原材料上涨与管理层履新, 我们预计4Q22有望提价。

二线品种受发货节奏扰动, 化妆品进入旺季, 商业保持稳健

1)心脑血管用药(主要为安宫牛黄丸)1~3Q22收入1.3亿元(+59% yoy), 其中3Q22收入约1000万元, 预计发货节奏影响, 安牛仍为战略品种, 我们对未来保持乐观; 2)化妆品及日化业务1~3Q22收入同比下滑9%至4.6亿元, 下滑有所收窄(1H22同比下滑19%), 毛利率同比下降9.4pct至61.7%, 消费品旺季在下半年, 我们预计2022年收入增速5%~10%; 3)医药商业1~3Q22收入28.6亿元(+21% yoy), 毛利率同比+0.2pct至13.3%, 我们预计未来三年收入增速10%~15%。

优化发展战略, 加快多元化进程

2021年公司战略调整为“多核驱动, 双向发展”: 1)多核驱动: 做优片仔癀, 做大安宫牛黄丸, 做强片仔癀化妆品; 2)双向发展: 内外增长, 外延并购。1~3Q22经营指标: 毛利率因线上低比例导致的ASP回落与原材料上涨同比下降5.3pct, 销售费率同比下降2.1pct至5.6%、管理费率同比降1.2pct至3%、预计均与线上销量下降有关(线上费率较低), 研发费率因临床推进同比增长0.6pct至2.2%。

风险提示: 产品供应投放低于预期, 终端动销低于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	6,511	8,022	8,757	9,859	11,102
+/-%	13.78	23.20	9.17	12.58	12.60
归属母公司净利润(人民币百万)	1,672	2,431	2,633	3,107	3,656
+/-%	21.62	45.46	8.29	18.00	17.67
EPS(人民币, 最新摊薄)	2.77	4.03	4.36	5.15	6.06
ROE(%)	20.46	24.31	20.82	19.69	18.79
PE(倍)	92.89	63.86	58.97	49.97	42.47
PB(倍)	19.75	16.00	12.58	10.05	8.13
EV EBITDA(倍)	82.75	55.81	50.73	42.38	35.38

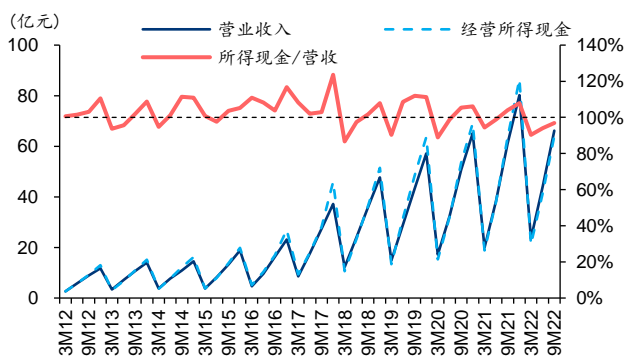
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 盈利预测调整

(人民币百万元)		2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	调整前	6,511	8,022	9,081	10,300	11,587
	调整后	6,511	8,022	8,757	9,859	11,102
	(+/-) %	(0.0)	(0.0)	(3.6)	(4.3)	(4.2)
毛利	调整前	2,940	4,069	4,697	5,528	6,413
	调整后	2,940	4,069	4,248	4,947	5,741
	(+/-) %	-	-	(9.6)	(10.5)	(10.5)
销售费用	调整前	647	651	817	1,030	1,159
	调整后	647	651	613	720	833
	(+/-) %	-	-	(25.0)	(30.1)	(28.1)
管理费用	调整前	335	377	454	515	579
	调整后	335	377	350	394	444
	(+/-) %	-	-	(22.8)	(23.4)	(23.3)
归母净利润	调整前	1672	2431	2744	3225	3826
	调整后	1672	2431	2633	3107	3656
	(+/-) %	0	0	(4)	(4)	(4)
EPS	调整前	2.77	4.03	4.55	5.35	6.34
	调整后	2.77	4.03	4.36	5.15	6.06
	(+/-) %	-	-	(4.0)	(3.7)	(4.5)

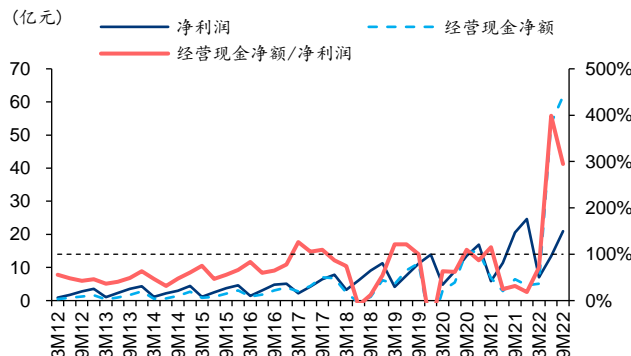
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2: 片仔癀: 营业收入 (2012-9M22)



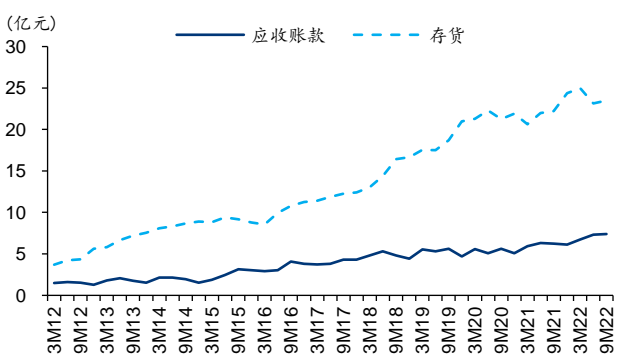
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 片仔癀: 净利润 (2012-9M22)



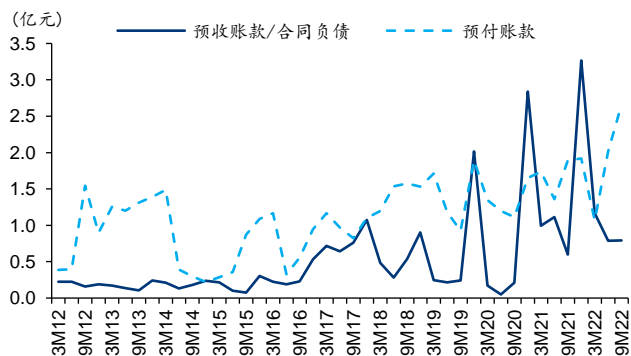
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 片仔癀: 预收/预付账款 (2012-9M22)



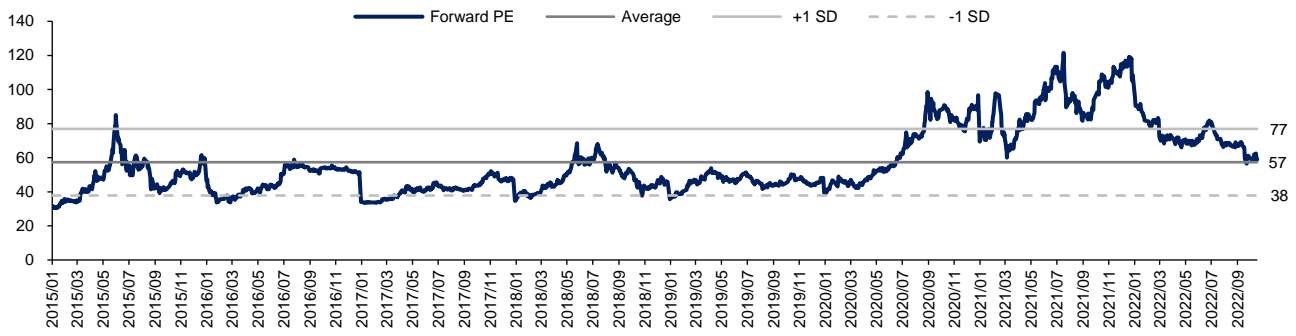
资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 片仔癀: 应收账款与存货 (2012-9M22)



资料来源: Wind, 华泰研究

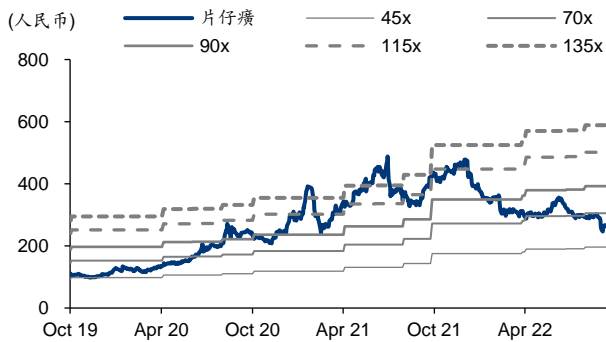
图表6: 片仔癀预测 PE 估值 (2015-10M22)



注: 截至 2022 年 10 月 21 日, 2022 年 EPS 基于华泰预测。

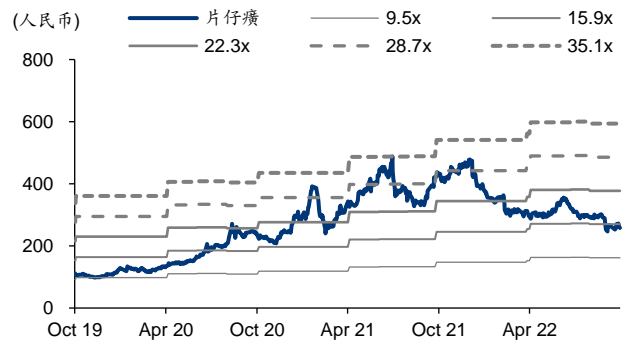
资料来源: 公司年报, 华泰研究预测

图表7: 片仔癀 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 片仔癀 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	8,296	10,633	13,317	16,327	19,855
现金	5,168	7,097	9,355	12,004	15,128
应收账款	509.48	612.26	652.11	720.72	800.38
其他应收账款	70.11	118.87	129.77	146.10	164.51
预付账款	165.18	192.02	219.03	238.64	260.43
存货	2,191	2,438	2,780	3,029	3,306
其他流动资产	191.88	175.94	180.71	187.86	195.92
非流动资产	1,910	1,862	2,011	2,362	2,773
长期投资	481.20	267.53	267.53	267.53	267.53
固定投资	260.73	263.98	270.54	273.91	274.11
无形资产	259.38	220.96	191.92	169.98	153.39
其他非流动资产	908.22	1,109	1,281	1,651	2,078
资产总计	10,206	12,495	15,327	18,689	22,628
流动负债	1,800	2,137	2,303	2,526	2,776
短期借款	718.38	775.79	846.96	953.54	1,074
应付账款	222.22	322.46	367.81	400.75	437.34
其他流动负债	859.73	1,039	1,089	1,171	1,265
非流动负债	148.67	221.50	221.50	221.50	221.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	148.67	221.50	221.50	221.50	221.50
负债合计	1,949	2,359	2,525	2,747	2,997
少数股东权益	394.39	431.74	464.30	496.87	529.44
股本	603.32	603.32	603.32	603.32	603.32
资本公积	1,085	1,086	1,286	1,286	1,286
留存公积	5,862	7,816	10,449	13,556	17,212
归属母公司股东权益	7,862	9,705	12,338	15,445	19,101
负债和股东权益	10,206	12,495	15,327	18,689	22,628

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	1,467	462.27	2,339	2,845	3,313
净利润	1,689	2,464	2,666	3,140	3,689
折旧摊销	102.67	122.22	115.67	111.76	109.58
财务费用	(60.12)	(84.24)	100.71	143.42	192.96
投资损失	(55.22)	(18.81)	(18.81)	(18.81)	(18.81)
营运资金变动	(257.43)	(2,118)	(319.56)	(263.06)	(292.57)
其他经营现金	47.82	96.78	(205.18)	(267.85)	(366.93)
投资活动现金	(282.03)	78.29	(246.71)	(445.45)	(502.61)
资本支出	(419.01)	(92.17)	(254.79)	(453.53)	(510.69)
长期投资	15.04	143.32	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	121.94	27.13	8.08	8.08	8.08
筹资活动现金	(536.52)	(540.23)	166.01	249.99	313.13
短期借款	21.54	57.41	71.17	106.58	120.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1.18	0.36	200.05	0.00	0.00
其他筹资现金	(559.23)	(598.00)	(105.21)	143.42	192.96
现金净增加额	642.26	(4.29)	2,258	2,650	3,123

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,511	8,022	8,757	9,859	11,102
营业成本	3,571	3,953	4,509	4,913	5,361
营业税金及附加	53.23	72.05	78.66	88.56	99.72
营业费用	646.78	650.57	613.02	719.73	832.65
管理费用	335.42	376.65	350.30	394.38	444.08
财务费用	(60.12)	(84.24)	(100.71)	(143.42)	(192.96)
资产减值损失	(13.76)	(16.02)	(18.99)	(18.99)	(18.99)
公允价值变动收益	6.72	4.54	4.54	4.54	4.54
投资净收益	55.22	18.81	18.81	18.81	18.81
营业利润	1,977	2,874	3,107	3,660	4,299
营业外收入	12.84	7.26	9.12	8.50	8.71
营业外支出	11.03	12.73	12.16	12.35	12.29
利润总额	1,979	2,869	3,104	3,656	4,295
所得税	289.54	405.00	438.15	516.07	606.30
净利润	1,689	2,464	2,666	3,140	3,689
少数股东损益	17.84	32.57	32.57	32.57	32.57
归属母公司净利润	1,672	2,431	2,633	3,107	3,656
EBITDA	1,829	2,679	2,903	3,417	4,008
EPS (人民币, 基本)	2.77	4.03	4.36	5.15	6.06

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	13.78	23.20	9.17	12.58	12.60
营业利润	20.69	45.39	8.08	17.79	17.46
归属母公司净利润	21.62	45.46	8.29	18.00	17.67
获利能力 (%)					
毛利率	45.16	50.72	48.51	50.17	51.71
净利率	25.95	30.72	30.44	31.85	33.23
ROE	20.46	24.31	20.82	19.69	18.79
ROIC	59.40	81.14	76.50	76.65	76.78
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.10	18.88	16.47	14.70	13.25
净负债比率 (%)	(52.67)	(61.29)	(65.79)	(68.78)	(71.16)
流动比率	4.61	4.98	5.78	6.46	7.15
速动比率	3.23	3.70	4.43	5.13	5.83
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.71	0.63	0.58	0.54
应收账款周转率	13.30	14.30	13.85	14.36	14.60
应付账款周转率	16.66	14.51	13.06	12.78	12.79
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.77	4.03	4.36	5.15	6.06
每股经营现金流(最新摊薄)	2.43	0.77	3.88	4.72	5.49
每股净资产(最新摊薄)	13.03	16.09	20.45	25.60	31.66
估值比率					
PE (倍)	92.89	63.86	58.97	49.97	42.47
PB (倍)	19.75	16.00	12.58	10.05	8.13
EV EBITDA (倍)	82.75	55.81	50.73	42.38	35.38

免责声明

分析师声明

本人，代雯、张云逸，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯、张云逸本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司