

公司研究

高基数扰动 Q3 业绩，线上销售和盈利能力理性回归

——片仔癀（600436.SH）2022 年三季度报点评

增持（下调）

当前价：257.36 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

021-52523570

huangsuqing@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.03
总市值(亿元):	1552.70
一年最低/最高(元):	246.01/484.33
近3月换手率:	22.23%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.78	-5.72	-15.87
绝对	1.85	-16.87	-40.48

资料来源：Wind

相关研报

医药主业稳健增长，强化研发创新驱动——片仔癀（600436.SH）2022 年中报点评（2022-08-22）

主业稳健势能强，多核驱动新篇章——片仔癀（600436.SH）2021 年年报及 2022 年一季报点评（2022-04-25）

要点

事件：公司公布 2022 年三季度报，前三季度实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 66.16/20.52/20.62 亿元，同比+8.25%/+2.04%/+2.77%；经营性净现金流 61.71 亿元，同比+858.37%；EPS3.40 元。业绩符合市场预期。

点评：

高基数导致 3Q22 业绩同比下滑，实际经营稳健。2022Q1~3，单季度营收分别为 23.48/20.74/21.93 亿元，同比+17.30%/+12.32%/-3.08%；归母净利润 6.89/6.25/7.38 亿元，同比+21.93%/+13.66%/-17.64%；扣非归母净利润 6.76/6.41/7.45 亿元，同比+20.78%/+15.37%/-16.39%。公司 Q3 收入和利润同比下滑，主要是去年同期线上直销快速放量导致了业绩高基数，今年实际内生经营较为稳健，Q3 净利润环比增长 18%。经营性净现金流大幅增长与定期存款的分类方式调整有关。

前三季度医药工业增速放缓，医药流通和食品业务发展较快。分业务看，1) Q1-Q3 肝病用药营收同比-0.70%至 29.72 亿元，其中 Q3 单季度营收同比-22%至 10.03 亿元，与去年同期线上直销快速放量形成的高基数有关。2) Q1-Q3 心血管用药营收同比+59.49%至 1.34 亿元。公司收购的安宫牛黄丸自 2021Q2 开始铺货，借助片仔癀系列已有渠道快速放量。3) Q1-Q3 医药流通业务营收同比+20.98%至 28.62 亿元，其中 Q3 单季度营收同比+32%至 9.89 亿元，估计与“福九味”饮片厂的收入分类方式调整有关。4) Q1-Q3 化妆品和日化业务营收同比-17.54%至 4.61 亿元，估计与缩减费用投放有关。5) Q1-Q3 食品业务营收同比+308.20%至 1.32 亿，延续高增长势头。往后看，随着高基数效应的消散，4Q22 有望恢复增长。

线上销售趋于理性，盈利能力回归常态，重点加强费用管控。公司前三季度销售毛利率同比-5.32pp 至 47.65%，净利率同比-2.08pp 至 31.64%，主要是由于 2021 年为应对片仔癀锭剂的终端囤货炒作，公司提高了经销商发货节奏并积极开通线上渠道，加大产品投放，导致线上直销比例大幅上升从而导致了毛利率的高基数。此外原材料和人工成本也有上涨。今年以来片仔癀系列终端销售平稳，线上渠道占比回归理性，盈利能力也回归常态。前三季度期间费用率同比-2.72pp 至 9.77%，达到历史最低水平；销售和管理费用同比缩减 21%和 22%，费用管控力度明显加强。

强化研发创新驱动，巩固原料保障。前三季度研发费用同比+45.81%至 1.43 亿元，研发费用率同比提升 0.56pp 至 2.17%，公司持续加大研发投入，聚焦优势品种现代化二次开发，提升特色品种临床和市场价值。**在新药研发方面**，公司已开展多项化药和中药 1 类新药的临床研究，初步形成了具有片仔癀品牌特色的研发布局和管线，后续储备丰富。**在原料保障方面**，公司积极搭建科研合作平台、开展课题研究、推动药材基地建设，提高上游中药材的质量和供给可靠性，保障公司可持续发展。

盈利预测、估值与评级：片仔癀具备天然护城河，长期发展空间广阔，且产品价格伴随购买力提高与成本上升，有保值增值属性。公司不断夯实医药制造业基础，强化“一核两翼”大健康战略，持续完善销售渠道，扩充产品管线，品牌势能不断提升。考虑到公司线上业务占比回归理性，且提价节奏放缓，下调 22-24 年归母净利润预测为 25.76/30.45/35.92 亿元(较前次预测-11.8%/-13.3%/-15.3%)，同比增长 5.9%/18.2%/18.0%，当前股价对应 PE 为 60/51/43 倍，下调至“增持”评级。

风险提示：“一核两翼”进展低于预期，片仔癀锭剂控货超预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	6,511	8,022	8,705	10,148	11,745
营业收入增长率	13.78%	23.20%	8.52%	16.58%	15.73%
净利润 (百万元)	1,672	2,431	2,576	3,045	3,592
净利润增长率	21.62%	45.46%	5.93%	18.24%	17.95%
EPS (元)	2.77	4.03	4.27	5.05	5.95
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.26%	25.05%	22.30%	22.03%	21.77%
P/E	93	64	60	51	43
P/B	19.7	16.0	13.4	11.2	9.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-10-21

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,511	8,022	8,705	10,148	11,745
营业成本	3,571	3,953	4,670	5,383	6,154
折旧和摊销	90	106	118	195	271
税金及附加	53	72	78	91	105
销售费用	647	651	521	612	708
管理费用	335	377	301	355	411
研发费用	98	200	192	203	235
财务费用	-60	-84	-21	-40	-49
投资收益	55	19	47	54	62
营业利润	1,977	2,874	3,043	3,595	4,238
利润总额	1,979	2,869	3,037	3,591	4,235
所得税	290	405	429	507	598
净利润	1,689	2,464	2,609	3,084	3,637
少数股东损益	18	33	33	39	45
归属母公司净利润	1,672	2,431	2,576	3,045	3,592
EPS(元)	2.77	4.03	4.27	5.05	5.95

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,467	462	2,178	2,676	3,243
净利润	1,672	2,431	2,576	3,045	3,592
折旧摊销	90	106	118	195	271
净营运资金增加	401	899	817	1,231	1,351
其他	-696	-2,974	-1,333	-1,795	-1,971
投资活动产生现金流	-282	78	-789	-868	-863
净资本支出	-333	-87	-900	-900	-900
长期投资变化	481	268	-19	-22	-25
其他资产变化	-430	-102	130	54	62
融资活动现金流	-537	-540	-1,484	-733	-865
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	22	80	-776	0	0
无息负债变化	86	329	101	114	124
净现金流	642	-4	-95	1,075	1,515

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	45.2%	50.7%	46.4%	47.0%	47.6%
EBITDA 率	29.9%	36.3%	35.1%	36.4%	37.5%
EBIT 率	28.3%	34.8%	33.7%	34.5%	35.2%
税前净利润率	30.4%	35.8%	34.9%	35.4%	36.1%
归母净利润率	25.7%	30.3%	29.6%	30.0%	30.6%
ROA	16.6%	19.7%	19.0%	19.1%	19.2%
ROE (摊薄)	21.3%	25.1%	22.3%	22.0%	21.8%
经营性 ROIC	26.0%	34.2%	29.3%	28.5%	28.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	19%	19%	12%	11%	10%
流动比率	4.61	4.98	7.60	8.12	8.82
速动比率	3.39	3.84	5.62	6.01	6.58
归母权益/有息债务	10.94	12.15	507.66	607.53	725.22
有形资产/有息债务	13.66	15.14	584.88	692.07	817.74

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	10,206	12,495	13,699	16,124	18,971
货币资金	5,168	7,097	7,001	8,077	9,592
交易性金融资产	0	9	0	0	0
应收账款	509	612	664	775	896
应收票据	40	52	56	66	76
其他应收款 (合计)	70	119	153	179	207
存货	2,191	2,438	2,888	3,331	3,811
其他流动资产	152	115	115	115	115
流动资产合计	8,296	10,633	11,106	12,804	14,996
其他权益工具	437	471	471	471	471
长期股权投资	481	268	286	308	333
固定资产	261	264	957	1,538	2,054
在建工程	1	15	79	127	162
无形资产	259	221	206	192	180
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	232	338	338	338	338
非流动资产合计	1,910	1,862	2,593	3,320	3,974
总负债	1,949	2,359	1,684	1,798	1,921
短期借款	718	776	0	0	0
应付账款	222	322	381	439	502
应付票据	19	65	77	89	102
预收账款	3	6	6	8	9
其他流动负债	29	32	32	32	32
流动负债合计	1,800	2,137	1,462	1,576	1,700
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	101	172	172	172	172
非流动负债合计	149	222	222	222	222
股东权益	8,257	10,137	12,015	14,327	17,049
股本	603	603	603	603	603
公积金	1,971	2,203	2,203	2,203	2,203
未分配利润	4,977	6,699	8,545	10,817	13,495
归属母公司权益	7,862	9,705	11,551	13,823	16,501
少数股东权益	394	432	465	504	549

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	9.93%	8.11%	5.98%	6.03%	6.03%
管理费用率	5.15%	4.70%	3.46%	3.50%	3.50%
财务费用率	-0.92%	-1.05%	-0.25%	-0.40%	-0.42%
研发费用率	1.50%	2.49%	2.20%	2.00%	2.00%
所得税率	15%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.90	1.21	1.28	1.52	1.79
每股经营现金流	2.43	0.77	3.61	4.44	5.38
每股净资产	13.03	16.09	19.15	22.91	27.35
每股销售收入	10.79	13.30	14.43	16.82	19.47

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	93	64	60	51	43
PB	19.7	16.0	13.4	11.2	9.4
EV/EBITDA	79.8	53.0	50.2	41.4	34.6
股息率	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE