

2023年08月22日

2023中报点评：片仔癀提价后稳健增长，安牛销售高速增长

买入（维持）

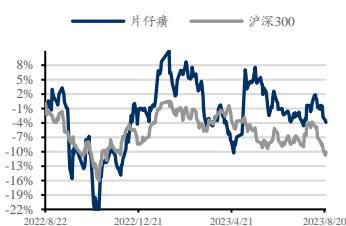
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,694	10,473	12,440	14,551
同比	8%	20%	19%	17%
归属母公司净利润(百万元)	2,472	3,223	3,903	4,739
同比	2%	30%	21%	21%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	4.10	5.34	6.47	7.85
P/E(现价&最新股本摊薄)	68.25	52.36	43.23	35.61

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- 事件：**公司2023年上半年实现营业收入50.45亿元(+14%，较2022年同比增长14%，下同)；归母净利润15.41亿元(+17%)；扣非归母净利润15.77亿元(+20%)；单季度来看，2023Q2实现营收24.16亿元(+16%)；归母净利润7.71亿元(+23%)；扣非归母净利润8.07亿元(+26%)。公司业绩保持稳步增长，符合预期。
- 深耕系列大单品，稳价稳量保增长：**1)肝病领域1H23实现收入22.51亿元(+14%)，主要系核心产品片仔癀锭剂零售价格涨价28.8%。2)心脑血管疾病领域，片仔癀牌安宫牛黄丸(双天然品规、天然麝香(体培牛黄)品规)均已成功推向市场，带动该领域1H23实现收入1.96亿元(+59%)，预计2023年片仔癀牌安宫牛黄丸成为超2亿大单品，明年持续保持高增长。3)化妆品及日化品业务1H23实现营收2.7亿元(-21.9%)。公司推进新品开发和老品升级，甄选“两膏”(皇后牌片仔癀珍珠膏、御容臻致珍珠膏)“两霜”(片仔癀牌雪肌无瑕润白雪融霜、皇后牌片仔癀珍珠霜)作为新增长点，打造爆品，未来有望带动业绩增长。公司积极推动控股子公司片仔癀化妆品上市，目前正在梳理IPO尽职调查，推进股份制改造流程，拟拆分上市激发新活力。
- 毛利率影响可控，销售费用率下降，创新研发持续加码。**毛利率受原材料上涨影响略有下降，公司积极应对，影响可控。肝病用药毛利率为77.71%(-2.9pct)，较2022年同比下滑2.9个百分点(下同)，降幅较少是得益于片仔癀锭剂提价，有效对冲原材料上涨；心脑血管疾病用药毛利率40.15%(-7.5pct)，主要系天然牛黄等原材料价格上涨影响。1H23销售费用率4.84%(-1.48pct)，主要系促销、业务宣传及广告费用下降。公司1H23持续加大研发投入，研发费用率2.30%(-0.19pct)。持续推进以片仔癀为核心的优势品种二次开发；加快新药研发，有3个化药1类新药、3个中药1.1类新药和1个中药1.2类新药进入临床研究阶段，用于治疗轻、中度广泛性焦虑障碍的中药新药取得II期临床总结报告。
- 盈利预测与投资评级：**考虑到原料上涨对利润的影响等原因，我们将公司2023-2025年归母净利润预测从34.01/42.40/52.13下调至32.23/39.03/47.39亿元，当前市值对应PE分别为52/43/36倍。维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品价格上调后销量下滑的风险，原材料成本上涨高于预期，政策风险，新产品放量不及预期，子公司上市不及预期风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	279.68
一年最低/最高价	222.50/330.30
市净率(倍)	13.91
流通A股市值(百万元)	168,735.76
总市值(百万元)	168,735.76

基础数据

每股净资产(元,LF)	20.10
资产负债率(% ,LF)	20.36
总股本(百万股)	603.32
流通A股(百万股)	603.32

相关研究

《片仔癀(600436):事件点评：片仔癀时隔三年大幅提价29%，彰显稀缺性和名贵价值，带来业绩弹性》

2023-05-07

《片仔癀(600436):2022年年报&2023年一季报点评：业绩符合市场预期，看好长期稳健增长》

2023-04-18

片仔癀三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,705	15,270	19,390	24,284	营业收入	8,694	10,473	12,440	14,551
货币资金及交易性金融资产	2,496	4,838	8,220	12,381	营业成本(含金融类)	4,726	5,562	6,608	7,689
经营性应收款项	1,195	1,052	1,455	1,468	税金及附加	72	84	100	116
存货	2,628	2,934	3,306	3,956	销售费用	483	530	622	713
合同资产	0	0	0	0	管理费用	331	367	429	480
其他流动资产	6,386	6,446	6,409	6,479	研发费用	230	278	330	386
非流动资产	1,899	1,955	2,008	2,060	财务费用	(62)	(49)	(154)	(306)
长期股权投资	244	244	244	244	加:其他收益	11	16	19	22
固定资产及使用权资产	393	414	433	452	投资净收益	75	94	93	102
在建工程	61	65	68	70	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	319	354	389	424	减值损失	(36)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	11	16	19	22
长期待摊费用	38	38	38	38	营业利润	2,976	3,828	4,637	5,618
其他非流动资产	844	840	836	832	营业外净收支	2	2	2	2
资产总计	14,604	17,225	21,398	26,344	利润总额	2,978	3,830	4,639	5,620
流动负债	2,510	2,630	2,861	3,029	减:所得税	455	574	696	843
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,000	1,000	1,000	1,000	净利润	2,523	3,255	3,943	4,777
经营性应付款项	476	472	581	602	减:少数股东损益	51	33	39	38
合同负债	469	501	529	577	归属母公司净利润	2,472	3,223	3,903	4,739
其他流动负债	565	657	751	850					
非流动负债	270	270	270	270	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.10	5.34	6.47	7.85
长期借款	0	0	0	0	EBIT	2,827	3,669	4,371	5,188
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	2,923	3,774	4,477	5,297
租赁负债	109	109	109	109					
其他非流动负债	161	161	161	161					
负债合计	2,780	2,900	3,130	3,299	毛利率(%)	45.64	46.89	46.88	47.16
归属母公司股东权益	11,330	13,798	17,702	22,441	归母净利率(%)	28.44	30.77	31.38	32.57
少数股东权益	494	527	566	604					
所有者权益合计	11,824	14,325	18,268	23,045	收入增长率(%)	8.38	20.47	18.78	16.97
负债和股东权益	14,604	17,225	21,398	26,344	归母净利润增长率(%)	1.66	30.35	21.12	21.41

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,873	3,207	3,492	4,259	每股净资产(元)	18.78	22.87	29.34	37.20
投资活动现金流	(6,305)	(48)	(46)	(34)	最新发行在外股份 (百万股)	603	603	603	603
筹资活动现金流	(576)	(818)	(64)	(64)	ROIC(%)	20.00	21.99	21.34	20.26
现金净增加额	4	2,341	3,382	4,161	ROE-摊薄(%)	21.82	23.36	22.05	21.12
折旧和摊销	96	104	106	108	资产负债率(%)	19.04	16.84	14.63	12.52
资本开支	(162)	(122)	(119)	(116)	P/E (现价&最新股本摊薄)	68.25	52.36	43.23	35.61
营运资本变动	4,263	(104)	(507)	(565)	P/B (现价)	14.89	12.23	9.53	7.52

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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提供。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

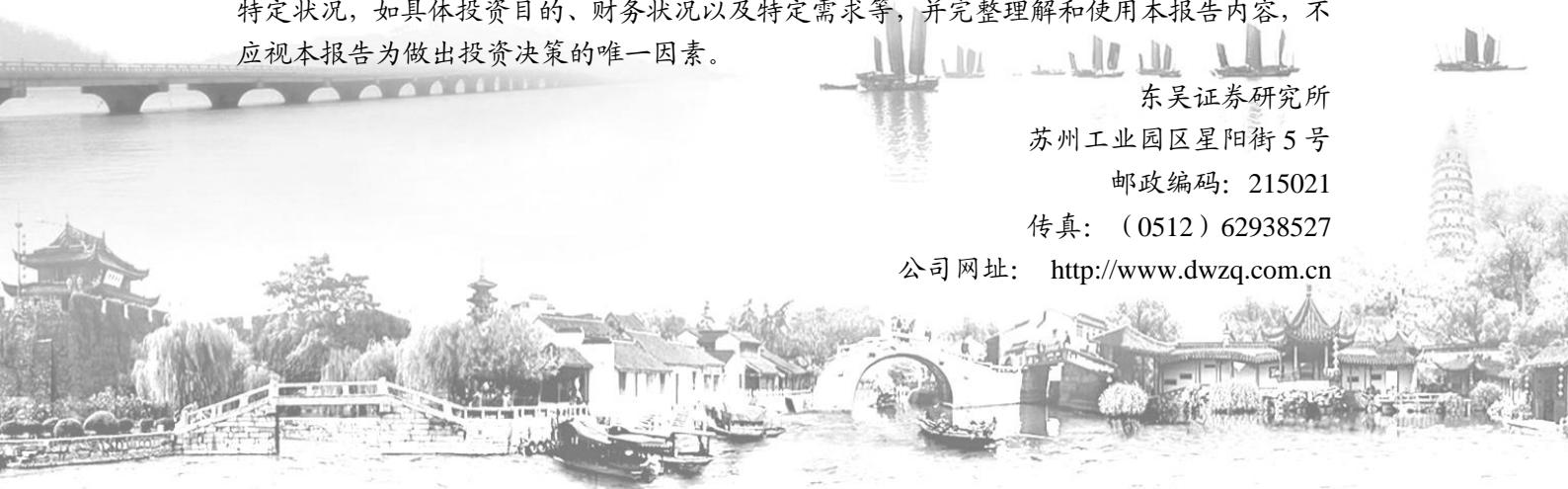
行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>