

片仔癀 (600436.SH)

增持 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

公司经营稳健，安宫牛黄丸实现高增长

业绩简评

2023年10月16日，公司发布2023年第三季度报告。2023年前三季度，公司实现收入76.0亿元，同比+14.88%；归母净利润24.0亿元，同比+17.16%；扣非归母净利润24.4亿元，同比+18.39%。单季度来看，公司2023Q3实现收入25.5亿元，同比+16.48%；归母净利润8.6亿元，同比+17.03%；扣非归母净利润8.6亿元，同比+15.89%。

经营分析

心脑血管增速亮眼。2023年前三季度，医药制造业实现收入38.5亿，同比+22.51%；医药流通业实现收入30.6亿，同比+6.88%；化妆品实现收入4.3亿，同比-6.53%。医药制造业中，肝病用药实现收入35.6亿，同比+19.84%；心脑血管用药实现收入2.4亿，同比+79.34%。心脑血管用药的高增速主要受益于安宫牛黄丸的快速放量。2020年，片仔癀收购龙晖药业51%股权，获得安宫牛黄丸相关文号，目前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。安宫牛黄丸市场潜力大，有望成为公司新的增长引擎。

医药制造业毛利率承压。毛利率方面，2023年前三季度，公司综合毛利率为48.45%，同比+0.80pct。医药制造业毛利率为75.24%，同比-3.11pct；医药流通业毛利率为15.83%，同比+2.52pct；化妆品业毛利率为63.15%，同比+1.47pct。在医药制造业中，肝病用药毛利率为78.19%，同比-2.15pct；心脑血管用药毛利率为40.00%，同比-7.52pct。整体来看，医药制造业毛利率承压，肝病用药和心脑血管用药的毛利率均有一定下滑。我们认为医药制造业毛利率下降主要受到中药原材料涨价影响，随着中药原材料市场供需的逐步平衡，医药制造业毛利率有望回升。

盈利预测、估值与评级

我们预计2023-2025年公司分别实现归母净利润30.9亿元(+25%)、38.7亿元(+25%)、47.3亿元(+22%)。维持公司“增持”评级。

风险提示

提价过高导致销量增速下滑风险；公司化妆品业务发展低于预期风险；原材料供给及价格变动风险；新建渠道发力不及预期风险；子公司上市不及预期风险。

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价(人民币)：264.79元

相关报告：

- 《片仔癀公司点评：公司经营稳健，心脑血管产品收入高增长》，2023.8.19
- 《业绩符合预期，多核驱动全面发力-片仔癀点评》，2022.10.24



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,022	8,694	10,370	12,373	14,474
营业收入增长率	23.20%	8.38%	19.27%	19.32%	16.98%
归母净利润(百万元)	2,431	2,472	3,089	3,869	4,734
归母净利润增长率	45.46%	1.68%	24.92%	25.28%	22.33%
摊薄每股收益(元)	4.030	4.098	5.119	6.413	7.846
每股经营性现金流净额	0.77	11.39	6.78	6.02	7.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.05%	21.82%	22.79%	23.68%	23.97%
P/E	108.47	70.39	51.72	41.29	33.75
P/B	27.18	15.36	11.79	9.78	8.09

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	货币资金	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率	6,511	8,022	8,694	10,370	12,373	14,474	应收账款	5,168	7,097	2,496	5,409	7,241	9,563
主营业务成本	-3,571	-3,953	-4,726	-5,236	-6,023	-6,921	存货	644	792	963	1,073	1,281	1,498
%销售收入	54.8%	49.3%	54.4%	50.5%	48.7%	47.8%	其他流动资产	2,191	2,438	2,628	2,855	3,284	3,773
毛利	2,940	4,069	3,968	5,134	6,351	7,553	流动资产	292	307	6,617	5,462	5,501	5,546
%销售收入	45.2%	50.7%	45.6%	49.5%	51.3%	52.2%	%总资产	8,296	10,633	12,705	14,799	17,307	20,381
营业税金及附加	-53	-72	-72	-88	-105	-123	长期投资	81.3%	85.1%	87.0%	86.9%	87.3%	88.1%
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	1,008	826	697	804	909	1,009
销售费用	-647	-651	-483	-664	-866	-984	%总资产	275	291	333	388	413	407
%销售收入	9.9%	8.1%	5.6%	6.4%	7.0%	6.8%	无形资产	309	265	357	491	609	731
管理费用	-335	-377	-331	-394	-495	-550	非流动资产	309	265	357	491	609	731
%销售收入	5.2%	4.7%	3.8%	3.8%	4.0%	3.8%	%总资产	1,910	1,862	1,899	2,228	2,508	2,754
研发费用	-98	-200	-230	-368	-452	-470	资产总计	18.7%	14.9%	13.0%	13.1%	12.7%	11.9%
%销售收入	1.5%	2.5%	2.6%	3.6%	3.7%	3.3%	短期借款	10,206	12,495	14,604	17,028	19,815	23,135
息税前利润 (EBIT)	1,807	2,770	2,852	3,620	4,433	5,426	应付款项	718	799	1,000	1,199	862	429
%销售收入	27.8%	34.5%	32.8%	34.9%	35.8%	37.5%	其他流动负债	544	736	737	836	971	1,112
财务费用	60	84	62	59	150	174	流动负债	538	602	773	686	827	974
%销售收入	-0.9%	-1.1%	-0.7%	-0.6%	-1.2%	-1.2%	长期贷款	1,800	2,137	2,510	2,721	2,660	2,514
资产减值损失	-17	-39	-36	-14	-2	-2	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	7	5	0	0	0	0	负债	149	222	270	211	225	235
投资收益	55	19	75	10	10	10	普通股股东权益	1,949	2,359	2,780	2,932	2,885	2,749
%税前利润	2.8%	0.7%	2.5%	0.3%	0.2%	0.2%	其中：股本	7,862	9,705	11,330	13,554	16,340	19,748
营业利润	1,977	2,874	2,976	3,689	4,606	5,622	未分配利润	603	603	603	603	603	603
营业利润率	30.4%	35.8%	34.2%	35.6%	37.2%	38.8%	少数股东权益	4,977	6,699	8,205	10,429	13,215	16,623
营业外收支	2	-5	2	1	3	3	负债股东权益合计	394	432	494	542	590	638
税前利润	1,979	2,869	2,978	3,690	4,609	5,625		10,206	12,495	14,604	17,028	19,815	23,135
利润率	30.4%	35.8%	34.3%	35.6%	37.2%	38.9%							
所得税	-290	-405	-455	-554	-691	-844							
所得税率	14.6%	14.1%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	1,689	2,464	2,523	3,137	3,917	4,782							
少数股东损益	18	33	51	48	48	48							
归属于母公司的净利润	1,672	2,431	2,472	3,089	3,869	4,734							
净利率	25.7%	30.3%	28.4%	29.8%	31.3%	32.7%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
净利润	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	每股指标	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东损益	1,689	2,464	2,523	3,137	3,917	4,782	每股收益	2,771	4,030	4,098	5,119	6,413	7,846
非现金支出	119	189	132	113	123	146	每股净资产	13,032	16,086	18,779	22,465	27,083	32,732
非经营收益	-84	-73	-45	25	-10	-8	每股经营现金流	2,432	0.766	11,392	6,780	6,023	7,388
营运资金变动	-257	-2,118	4,263	817	-396	-462	每股股利	0.820	0.900	1,210	1,433	1,796	2,197
经营活动现金净流	1,467	462	6,873	4,091	3,634	4,458	回报率						
资本开支	-333	-87	-162	-307	-242	-237	净资产收益率	21.26%	25.05%	21.82%	22.79%	23.68%	23.97%
投资	13	143	-40	-107	-105	-100	总资产收益率	16.38%	19.46%	16.93%	18.14%	19.53%	20.46%
其他	38	22	-6,103	10	10	10	投入资本收益率	17.10%	21.66%	18.75%	20.05%	21.12%	22.10%
投资活动现金净流	-282	78	-6,305	-404	-337	-327	增长率						
股权融资	19	16	22	0	0	0	主营业务收入增长率	13.78%	23.20%	8.38%	19.27%	19.32%	16.98%
债权融资	-4	55	197	163	-336	-434	EBIT增长率	15.13%	53.26%	2.96%	26.93%	22.47%	22.40%
其他	-551	-611	-795	-905	-1,096	-1,341	净利润增长率	21.62%	45.46%	1.68%	24.92%	25.28%	22.33%
筹资活动现金净流	-537	-540	-576	-742	-1,433	-1,775	总资产增长率	15.83%	22.44%	16.87%	16.60%	16.37%	16.76%
现金净流量	642	-4	4	2,945	1,864	2,356	资产管理能力						
							应收账款周转天数	27.5	25.5	28.5	30.0	30.0	30.0
							存货周转天数	219.2	213.7	195.6	200.0	200.0	200.0
							应付账款周转天数	21.9	25.1	26.5	26.0	26.0	26.0
							固定资产周转天数	15.4	12.6	11.4	9.8	8.3	7.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-53.90%	-62.22%	-12.65%	-29.87%	-37.68%	-44.81%
							EBIT利息保障倍数	-30.1	-32.9	-45.7	-61.6	-29.6	-31.2
							资产负债率	19.10%	18.88%	19.04%	17.22%	14.56%	11.88%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

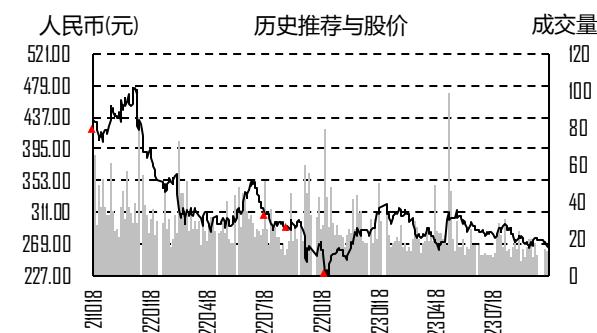
3.01~4.0=减持

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-18	增持	422.60	N/A
2	2022-04-17	增持	313.71	N/A
3	2022-04-23	增持	296.17	N/A
4	2022-07-19	增持	318.70	N/A
5	2022-08-22	增持	293.40	N/A
6	2022-10-24	增持	257.36	N/A
7	2023-08-19	增持	282.90	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806
