

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

片仔癀(600436)

投资评级 买入

上次评级 买入

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

阮帅 医药行业研究助理

联系电话: 13229421730

邮箱: ruanshuai@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

2023 前三季度业绩稳健增长，心脑血管用药 79%快速放量

2023 年 10 月 17 日

事件: 近日，公司发布 2023 年三季报，2023 年前三季度公司实现收入 76 亿元，同比增长 14.88%，归母净利润 24.05 亿元，同比增长 17.16%，扣非归母净利润 24.41 亿元，同比增长 18.39%。

点评:

- **2023 前三季度业绩稳健增长。**2023Q3 单季度公司实现收入 25.55 亿元，同比增长 16.48%，归母净利润 8.64 亿元，同比增长 17.03%，扣非归母净利润 8.64 亿元，同比增长 15.89%。2023 年 5 月份公司将主导产品片仔癀锭剂国内市场零售价格从 590 元/粒上调到 760 元/粒，供应价格相应上调约 170 元/粒，海外市场供应价格相应上调约 35 美元/粒，主导产品价格上调带动公司业绩稳健增长。
- **心脑血管用药快速增长，肝病用药稳健增长。**2023 年前三季度公司肝病用药收入 35.62 亿元，同比增长 19.84%，毛利率为 78.19%，同比-2.15pct，心脑血管用药收入 2.4 亿元，同比增长 79.34%，毛利率为 40%，同比-7.52pct，医药流通业务实现收入 30.59 亿元，同比增长 6.88%，毛利率为 15.83%，同比+2.52pct。2023 年前三季度公司境外收入 2.85 亿元，同比下滑 8.83%。
- **盈利能力维持高位，Q3 原材料价格上涨导致肝病用药毛利率有所下滑。**2023 前三季度公司毛利率为 48.45%，同比+0.91pct，其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%，同比-7.52pct，主要是因为牛黄等原材料价格上涨导致成本升高。2023 年前三季度公司净利率为 32.42%，同比+0.78pct，销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 2.83%、2.9%、-0.75%、4.08%，同比-0.8pct、+0.96pct、+1.94pct、+0.06pct。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 103/121/142 亿元，同比增长 18.5%/17.5%/17.4%，归母净利润分别为 30.58/38/44.78 亿元，同比增长 23.7%/24.3%/17.8%，对应 2023-2025 年市盈率为 52.25/42.04/35.68 倍，考虑公司的产品力及片仔癀的稀缺性，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 产品销售不及预期、原材料价格大幅波动风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8,022	8,694	10,300	12,100	14,200
增长率 YoY %	23.2%	8.4%	18.5%	17.5%	17.4%
归属母公司净利润 (百万元)	2,432	2,472	3,058	3,800	4,478
增长率 YoY%	45.5%	1.7%	23.7%	24.3%	17.8%
毛利率%	50.7%	45.6%	48.5%	50.0%	50.0%
净资产收益率ROE%	25.1%	21.8%	22.1%	22.4%	21.5%
EPS(摊薄)(元)	4.03	4.10	5.07	6.30	7.42
市盈率 P/E(倍)	108.47	70.36	52.25	42.04	35.68
市净率 P/B(倍)	27.17	15.36	11.56	9.40	7.68

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2023 年 10 月 16 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	10,633	12,705	15,077	18,518	22,653	
货币资金	7,097	2,496	4,621	7,370	10,583	
应收票据	52	73	56	82	98	
应收账款	612	744	707	864	1,068	
预付账款	192	335	244	284	341	
存货	2,438	2,628	2,936	3,348	3,936	
其他	243	6,428	6,512	6,569	6,628	
非流动资产	1,888	1,899	1,956	2,005	2,085	
长期股权投资	268	244	238	231	223	
固定资产(合计)	264	261	264	268	274	
无形资产	221	319	353	391	435	
其他	1,135	1,074	1,100	1,115	1,152	
资产总计	12,521	14,604	17,033	20,523	24,738	
流动负债	2,137	2,510	2,398	2,640	2,983	
短期借款	776	971	723	712	731	
应付票据	65	104	113	121	150	
应付账款	322	363	390	468	539	
其他	974	1,073	1,171	1,340	1,563	
非流动负债	247	270	270	270	270	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	247	270	270	270	270	
负债合计	2,384	2,780	2,668	2,910	3,252	
少数股东权益	432	494	546	617	697	
归属母公司股东权益	9,705	11,330	13,820	16,996	20,789	
负债和股东权益	12,521	14,604	17,033	20,523	24,738	
重要财务指标					单位:百万元	
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	8,022	8,694	10,300	12,100	14,200	
同比(%)	23.2%	8.4%	18.5%	17.5%	17.4%	
归属母公司净利润	2,432	2,472	3,058	3,800	4,478	
同比(%)	45.5%	1.7%	23.7%	24.3%	17.8%	
毛利率(%)	50.7%	45.6%	48.5%	50.0%	50.0%	
ROE%	25.1%	21.8%	22.1%	22.4%	21.5%	
EPS(摊薄)(元)	4.03	4.10	5.07	6.30	7.42	
P/E	108.47	70.36	52.25	42.04	35.68	
P/B	27.17	15.36	11.56	9.40	7.68	
EV/EBITDA	89.16	59.07	43.46	34.67	29.05	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	8,022	8,694	10,300	12,100	14,200	
营业成本	3,953	4,726	5,305	6,050	7,100	
营业税金及附加	72	72	93	105	125	
销售费用	651	483	639	726	852	
管理费用	377	331	464	532	625	
研发费用	200	230	309	363	426	
财务费用	-84	-62	-84	-140	-202	
减值损失合计	-16	-9	-18	-16	-19	
投资净收益	19	75	72	73	71	
其他	18	-4	40	48	53	
营业利润	2,874	2,976	3,669	4,569	5,379	
营业外收支	-5	2	2	2	2	
利润总额	2,869	2,978	3,671	4,571	5,381	
所得税	404	455	562	699	823	
净利润	2,465	2,523	3,110	3,871	4,558	
少数股东损益	33	51	52	71	80	
归属母公司净利润	2,432	2,472	3,058	3,800	4,478	
EBITDA	2,888	2,923	3,590	4,419	5,165	
EPS(当年)(元)	4.03	4.10	5.07	6.30	7.42	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	462	6,873	3,057	3,478	4,001	
净利润	2,465	2,523	3,110	3,871	4,558	
折旧摊销	149	96	98	95	93	
财务费用	36	31	32	28	28	
投资损失	-19	-75	-72	-73	-71	
营运资金变动	-2,118	4,263	-98	-424	-585	
其它	-52	35	-13	-20	-21	
投资活动现金流	78	-6,305	-85	-69	-96	
资本支出	-87	-162	-182	-172	-200	
长期投资	143	-40	30	32	34	
其他	22	-6,103	66	71	70	
筹资活动现金流	-540	-576	-846	-660	-692	
吸收投资	16	22	0	0	0	
借款	1,410	1,593	-248	-11	19	
支付利息或股息	-579	-761	-598	-649	-711	
现金流净增加额	-4	4	2,125	2,749	3,213	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parxel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本硕，曾在长城证券研究所医药团队工作，22年4月加入信达证券，负责中药和生物制品板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

宋丹，团队成员，中山大学中山医学院基础医学硕士，2年证券从业经验，2年创新药研发产业工作经验，曾任职于方正证券研究所、强生研发部。2023年加入信达证券，负责创新药板块行业研究。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。