

核心业务稳健增长、毛利率环比改善

买入(维持)

——片仔癀 (600436) 点评报告

2023 年 10 月 18 日

报告关键要素:

2023 年 10 月 16 日公司发布三季报。

公司前三季度实现营收 76.00 亿元 (+14.88%)、归母净利润 24.05 亿元 (+17.16%)、扣非归母净利润 24.41 亿元 (+18.39%)，经营活动产生的现金流量净额 23.80 亿元 (-61.44%)；

2023Q3，公司实现营收 25.55 亿元 (+16.48%)、归母净利润 8.64 亿元 (+17.03%)、扣非归母净利润 8.64 亿元 (+15.89%)。

投资要点:

● 肝病用药稳健增长，心脑血管用药低基数下表现亮眼

肝病用药 2023Q3 实现 13.11 亿收入 (+30.74%)，前三季度实现 35.62 亿收入 (+19.84%)，主要是核心单品片仔癀收入增长所致；

心脑血管用药 2023Q3 实现收入 0.45 亿元 (+302.39%)，前三季度实现 2.40 亿元收入 (+79.34%)，主要是核心单品安宫牛黄丸低基数下高增长所致；

医药工业 2023Q3 合计实现 13.74 亿收入，同比增长 33.46%，2023 年前三季度实现 38.52 亿收入，同比增长 22.51%。

● 化妆品业务 2023Q3 体量超过上半年一半，同比下滑幅度放缓

因为公司化妆品业务分拆上市，业务梳理等原因，化妆品业务 2021 年以来收入持续下滑，2022 年和 2023H1 分别下滑 24.61% 和 21.91%。2023 年前三季度实现收入 4.31 亿元 (-6.53%)，同比下滑幅度较之前明显放缓；环比看，2023 年前两个季度实现收入 2.73 亿元，2023Q3 实现收入 1.58 亿元，达到 2023 年上半年收入体量的 57.77%。

● 上游成本增加，毛利率同比继续下滑，Q3 环比表现向好

肝病用药 2023 前三季度和 2023Q3 毛利率分别为 78.19% (减少 2.15 个百分点) 和 79.01% (减少 1.03 个百分点)；

心脑血管用药 2023 前三季度和 2023Q3 毛利率分别为 40% (减少 7.52 个百分点) 和 39.34% (减少 6.89 个百分点)；

化妆品 2023 前三季度和 2023Q3 毛利率分别为 63.15% (增加 1.47 个百分

基础数据

总股本 (百万股)	603.32
流通 A 股 (百万股)	603.32
收盘价 (元)	251.29
总市值 (亿元)	1,516.08
流通 A 股市值 (亿元)	1,516.08

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

片仔癀和安宫牛黄丸稳健增长，化妆品业绩承压

“片仔癀、安宫牛黄丸、化妆品”矩阵，推动公司高质量稳健发展

分析师: 黄婧婧

执业证书编号: S0270522030001

电话: 18221003557

邮箱: huangjj@wlzq.com.cn

分点) 和 62.97%。

可以看出，

同比维度，肝病用药和心脑血管用药毛利率依旧受成本提升影响有所下滑，医药工业 2023 年前三季度和 2023Q3 毛利率分别合计减少 3.11 个百分点和 1.92 个百分点；

环比维度，肝病用药 Q3 毛利率高于前三季度平均水平，心脑血管用药 Q3 毛利率较前三季度水平基本持平。医药工业 2023Q3 毛利率水平比前三季度平均水平高出 1.81 个百分点。我们认为主要是因为公司核心产品片仔癀具备较强提价权，对抗成本增长能力较强；以及公司新上市产品安宫牛黄丸具备品牌、原材料等多方面优势。

盈利预测与投资建议：公司核心产品片仔癀具备稀缺性，新产品安宫牛黄丸竞争优势明显，化妆品业务表现向好。根据公司业绩披露和基本面分析，调整盈利预测，预计 2023/2024/2025 年收入为 105.42 亿元 /124.50 亿元 /146.49 亿元，对应归母净利润 31.38 亿元 /37.28 亿元 /43.50 亿元，对应 EPS5.20 元 / 股、6.18 元 / 股、7.21 元 / 股，对应 PE 为 48.32/40.67/34.85 (对应 2023 年 10 月 17 日收盘价 251.29 元)，维持“买入”评级。

风险因素：

原材料供给不足风险：资源紧缺、价格上涨对片仔癀原材料的供给造成了挑战，未来将对片仔癀及系列产品的成本产生上升压力；

研发不达预期风险：公司布局多个在研新药，产品研发分别处于临床前及进入临床研究阶段。由于药品研发的特殊性，具有周期长、环节多、风险高等特点，容易受到某些不可预测因素的影响；

安宫牛黄丸增长不达预期风险：安宫牛黄丸市场竞争多个品牌，公司产品上市时间较晚

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8694	10542	12450	14649
同比增速 (%)	8.38	21.26	18.10	17.66
营业成本	4726	5432	6196	7041
毛利	3968	5111	6254	7608
营业收入 (%)	45.64	48.48	50.23	51.94
税金及附加	72	89	107	124
营业收入 (%)	0.83	0.85	0.86	0.84
销售费用	483	633	872	1318
营业收入 (%)	5.56	6.00	7.00	9.00
管理费用	331	401	461	527
营业收入 (%)	3.81	3.80	3.70	3.60
研发费用	230	348	461	586
营业收入 (%)	2.65	3.30	3.70	4.00
财务费用	-62	25	26	15
营业收入 (%)	-0.72	0.24	0.21	0.10
资产减值损失	-9	-1	-1	0
信用减值损失	-27	0	0	0
其他收益	11	20	17	22
投资收益	75	68	73	102
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	11	39	36	39
营业利润	2976	3743	4454	5201
营业收入 (%)	34.23	35.50	35.77	35.50
营业外收支	2	-1	-1	0
利润总额	2978	3742	4453	5201
营业收入 (%)	34.25	35.50	35.76	35.50
所得税费用	455	553	660	774
净利润	2523	3190	3793	4427
营业收入 (%)	29.02	30.26	30.46	30.22
归属于母公司的净利润	2472	3138	3728	4350
同比增速 (%)	1.66	26.92	18.81	16.70
少数股东损益	51	52	65	76
EPS (元/股)	4.10	5.20	6.18	7.21

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	4.10	5.20	6.18	7.21
BVPS	18.78	22.78	28.96	36.17
PE	61.32	48.32	40.67	34.85
PEG	36.87	1.79	2.16	2.09
PB	13.38	11.03	8.68	6.95
EV/EBITDA	59.07	38.71	32.39	27.55
ROE	21.82%	22.83%	21.34%	19.93%
ROIC	18.52%	20.69%	19.62%	18.49%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2496	2996	4663	6656
交易性金融资产	0	0	0	-3
应收票据及应收账款	818	972	1117	1278
存货	2628	2716	2926	3129
预付款项	335	322	381	439
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	6428	8492	10585	13007
流动资产合计	12705	15498	19671	24506
长期股权投资	244	163	79	5
固定资产	261	258	252	244
在建工程	61	87	117	149
无形资产	319	373	426	487
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	167	189	189	189
其他非流动资产	846	860	888	901
资产总计	14604	17428	21622	26481
短期借款	971	1091	1226	1366
应付票据及应付账款	467	533	633	736
预收账款	9	9	11	14
合同负债	469	504	606	721
应付职工薪酬	132	145	167	191
应交税费	108	105	112	117
其他流动负债	1325	1584	1753	1936
流动负债合计	2510	2881	3282	3715
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	61	56	56	56
其他非流动负债	209	200	200	200
负债合计	2780	3137	3538	3971
归属于母公司的所有者权益	11330	13745	17473	21824
少数股东权益	494	546	610	687
股东权益	11824	14291	18084	22511
负债及股东权益	14604	17428	21622	26481

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	6873	1168	1602	1895
投资	-40	100	102	107
资本性支出	-162	-189	-193	-190
其他	-6103	83	76	102
投资活动现金流净额	-6305	-5	-14	19
债权融资	-1396	-1	0	0
股权融资	22	1	0	0
银行贷款增加(减少)	1593	120	135	140
筹资成本	-761	-804	-56	-62
其他	-33	17	0	0
筹资活动现金流净额	-576	-668	79	78
现金净流量	4	500	1667	1993

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

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

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场