

# 2023&2024Q1: 核心品种高增长, 化妆品扭亏为盈后高增长, 毛利率承压

——片仔癀 (600436) 点评报告

买入 (维持)

2024 年 04 月 24 日

## 报告关键要素:

2024 年 4 月 19 日, 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报。  
2023 年, 公司实现营业收入 100.58 亿元 (+15.69%), 归母净利润 27.97 亿元 (+13.15%), 扣非归母净利润 28.54 亿元 (+15.26%); 2023Q4, 公司实现营业收入 24.58 亿元 (+18.29%), 归母净利润 3.92 亿元 (-6.67%), 扣非归母净利润 4.13 亿元 (-0.24%);  
2024Q1, 公司实现营业收入 31.71 亿元 (+20.58%), 归母净利润 9.75 亿元 (+26.61%), 扣非归母净利润 9.88 亿元 (+28.23%)。

## 投资要点:

### 核心产品高增长, 毛利率承压

2023 年, 安宫牛黄丸、片仔癀含片、肝宝三个单品实现销售额过亿元。肝病用药实现营收 44.63 亿元 (+24.26%), 毛利率 78.79% (减少 2.11 个百分点); 心脑血管用药实现营收 2.66 亿元 (+60.57%), 毛利率 38.71% (减少 8.44 个百分点)。片仔癀和安宫牛黄丸上游原材料涨价导致产品毛利率下滑, 2023 年肝病用药和心脑血管用药直接材料成本分别同比增长 39.86% 和 88.08%。

2024Q1, 肝病用药实现营收 15.05 亿元 (+27.84%), 毛利率 75.75% (同比减少 4.47 个百分点); 心脑血管用药实现营收 1.17 亿元 (-3.23%), 毛利率 16.02% (同比减少 25.98 个百分点)。

### 化妆品 2023 年扭亏为盈, 2024Q1 高增长

2023 年, 公司化妆品业务实现营收 7.07 亿元 (+11.42%), 实现扭亏为盈, 毛利率 62.18% (增加 1.58 个百分点), 2023 年皇后牌片仔癀珍珠霜销售额实现过亿元。公司化妆品业务通过“片仔癀”+“皇后”双品牌驱动, 立足国妆发展新阶段, 强化品牌营销搭建、做大做强美白品类、培育超级单品, 未来有望推动线上线下全域增长。

2024Q1, 化妆品业务实现营收 2.00 亿元 (+83.18%), 毛利率 68.26% (同比增加 7.59 个百分点)。

## 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)	229.35
总市值 (亿元)	1,383.71
流通 A 股市值 (亿元)	1,383.71

## 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

核心业务稳健增长, 毛利率环比改善  
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

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	10058.50	11640.21	13279.83	15059.31
增长比率 (%)	15.69	15.73	14.09	13.40
归母净利润 (百万元)	2797.35	3465.10	4081.93	4731.01
增长比率 (%)	13.15	23.87	17.80	15.90
每股收益 (元)	4.64	5.74	6.77	7.84
市盈率 (倍)	49.46	39.93	33.90	29.25
市净率 (倍)	10.34	8.22	6.62	5.40

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

### 2024Q1 三项费用率合计减少

2023年,公司整体毛利率46.76%(增加1.12个百分点),净利率28.35%(减少0.67个百分点)。费用率方面,销售费用率7.78%(增加2.22个百分点),管理费用率3.65%(减少0.16个百分点),财务费用率-0.08%(增加0.64个百分点),三项费用率合计11.35%(增加2.70个百分点)。

2024Q1,公司整体毛利率47.26%(同比减少1.04个百分点),净利率31.50%(同比增加1.20个百分点)。费用率方面,销售费用率5.20%(同比减少0.30个百分点),管理费用率2.42%(同比减少1.38个百分点),财务费用率0.10%(同比增加0.08个百分点),三项费用率合计7.72%(同比减少1.59个百分点)。

**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2024/2025/2026年收入为116.40亿元、132.80亿元、150.59亿元(调整前为124.50亿元/146.49亿元/-),对应归母净利润34.65亿元、40.82亿元、47.31亿元(调整前为37.28亿元/43.50亿元/-),对应EPS5.74元/股、6.77元/股、7.84元/股,对应PE为39.93/33.90/29.25(对应2024年4月23日收盘价229.35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:安宫牛黄丸市场存在多个品牌,公司产品上市时间较晚

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>10058</b>	<b>11640</b>	<b>13280</b>	<b>15059</b>
同比增速 (%)	15.69	15.73	14.09	13.40
营业成本	5355	5843	6388	6976
毛利	4703	5797	6891	8084
营业收入 (%)	46.76	49.80	51.89	53.68
税金及附加	81	98	109	124
营业收入 (%)	0.80	0.84	0.82	0.82
销售费用	783	931	1195	1506
营业收入 (%)	7.78	8.00	9.00	10.00
管理费用	367	419	465	512
营业收入 (%)	3.65	3.60	3.50	3.40
研发费用	232	268	332	407
营业收入 (%)	2.31	2.30	2.50	2.70
财务费用	-8	40	35	26
营业收入 (%)	-0.08	0.35	0.27	0.17
资产减值损失	-8	0	0	0
信用减值损失	-4	0	0	0
其他收益	22	17	21	26
投资收益	126	91	129	151
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	8	0	0	0
资产处置收益	2	20	14	15
<b>营业利润</b>	<b>3394</b>	<b>4168</b>	<b>4918</b>	<b>5701</b>
营业收入 (%)	33.74	35.81	37.04	37.86
营业外收支	-25	-9	-11	-15
<b>利润总额</b>	<b>3369</b>	<b>4159</b>	<b>4908</b>	<b>5686</b>
营业收入 (%)	33.49	35.73	36.96	37.76
所得税费用	518	629	747	865
净利润	2851	3530	4160	4821
营业收入 (%)	28.35	30.32	31.33	32.01
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2797</b>	<b>3465</b>	<b>4082</b>	<b>4731</b>
同比增速 (%)	13.15	23.87	17.80	15.90
少数股东损益	54	65	78	90
EPS (元/股)	4.64	5.74	6.77	7.84

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	4.64	5.74	6.77	7.84
BVPS	22.17	27.89	34.66	42.50
PE	49.46	39.93	33.90	29.25
PEG	3.76	1.67	1.90	1.84
PB	10.34	8.22	6.62	5.40
EV/EBITDA	43.22	32.05	27.08	22.79
ROE	20.91%	20.59%	19.52%	18.45%
ROIC	18.23%	19.08%	18.28%	17.41%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1159	2005	3329	7365
交易性金融资产	0	0	-3	-3
应收票据及应收账款	968	1073	1191	1314
存货	3379	2922	3017	3100
预付款项	340	371	414	448
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	9254	12331	15180	15968
流动资产合计	15100	18702	23129	28192
长期股权投资	194	125	70	11
固定资产	313	327	342	356
在建工程	157	223	296	370
无形资产	291	303	316	322
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	187	202	202	202
其他非流动资产	838	822	788	789
<b>资产总计</b>	<b>17080</b>	<b>20704</b>	<b>25143</b>	<b>30241</b>
短期借款	990	1074	1155	1227
应付票据及应付账款	673	635	719	810
预收账款	4	8	8	9
合同负债	237	425	466	507
应付职工薪酬	150	162	178	194
应交税费	173	116	120	120
其他流动负债	1646	1652	1786	1914
流动负债合计	2883	2998	3277	3554
长期借款	35	35	35	35
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	30	29	29	29
其他非流动负债	211	206	206	206
<b>负债合计</b>	<b>3160</b>	<b>3269</b>	<b>3547</b>	<b>3824</b>
归属于母公司的所有者权益	13376	16827	20909	25640
少数股东权益	544	609	687	777
<b>股东权益</b>	<b>13920</b>	<b>17436</b>	<b>21596</b>	<b>26417</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>17080</b>	<b>20704</b>	<b>25143</b>	<b>30241</b>

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2207</b>	<b>839</b>	<b>1269</b>	<b>4006</b>
投资	3	98	106	76
资本性支出	-141	-205	-212	-214
其他	-2636	107	134	154
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2774</b>	<b>0</b>	<b>29</b>	<b>17</b>
债权融资	-1142	-4	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	1198	84	81	72
筹资成本	-787	-52	-55	-59
其他	-39	-23	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-769</b>	<b>5</b>	<b>25</b>	<b>13</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-1334</b>	<b>847</b>	<b>1324</b>	<b>4036</b>

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收到任何形式的补偿。

## 免责声明

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。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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