

投资评级 优于大市 维持

多核驱动助增长，双向发展拓覆盖

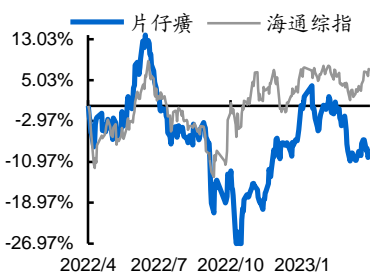
股票数据

04月17日收盘价(元)	273.80
52周股价波动(元)	222.50-359.82
总股本/流通A股(百万股)	603/603
总市值/流通市值(百万元)	165188/165188

相关研究

- 《核心品种稳健经营，深化多核驱动战略》
2022.08.25
- 《核心产品稳健增长，优化长期发展战略》
2022.04.25

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.8	-11.7	-12.2
相对涨幅(%)	-8.6	-14.5	-12.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755) 82780398

Email: ywx9461@haitong.com

证书: S0850513110005

分析师: 郑琴

Tel: (021) 23219808

Email: zq6670@haitong.com

证书: S0850513080005

联系人: 彭婷

Tel: (010) 68067998

Email: pp13606@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 公司公告 2022 年年报和 2023 年一季报, 2022 年实现营业收入 86.94 亿元 (+8.38%), 归母净利润 24.72 亿元 (+1.66%), 扣非归母净利润 24.76 亿元 (+2.89%)。23Q1 实现营业收入 26.30 亿元 (+11.98%), 归母净利润 7.70 亿元 (+11.66%), 扣非归母净利润 7.71 亿元 (+14.01%)。
- 肝病用药业务基本盘稳健, 心脑血管用药业务势头迅猛。** 2022 年肝病用药实现收入 35.92 亿元 (-2.95%), 我们认为收入下滑的原因主要为线上直销比例下降, 公司推进片仔癀 OTC 版、2 粒/4 粒装版的各类品规上市销售, 加强片仔癀胶囊推广, 我们预计能对原有的片仔癀锭剂形成较好补充; 心脑血管用药实现收入 1.66 亿元 (+72.24%), 核心品种片仔癀牌安宫牛黄丸以做大规模为主向, 在持续拓展双天然安宫牛黄丸销售布局的同时, 推动天然麝香(体培牛黄)规格的安宫牛黄丸上市。麝香、牛黄等重要药材品种价格的波动对公司产品的成本产生一定的影响, 2022 年肝病用药毛利率同比减少 0.89pcts, 心脑血管用药毛利率同比减少 3.57pcts。
- 践行多核驱动战略, 强化研发项目布局。** 公司在做优片仔癀、做大片仔癀牌安宫牛黄丸、做强化妆品的同时, 着力打造核心系列品种爆款产品, 持续做大做强复方片仔癀含片、复方片仔癀软膏、复方片仔癀痔疮软膏、茵胆平肝胶囊、增乳膏、心舒宝片、川贝清肺糖浆、清热止咳颗粒等系列产品。此外, 公司将积极把握政策红利, 重点布局中药创新药、化药创新药、经典名方及高质量仿制药的开发, 2022 年公司新增立项 4 个新药项目, 另有 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(痰热内扰证)的温胆片完成 II 期临床试验。
- 重视终端渠道建设, 推行体验馆与战略连锁的双向发展策略。** 公司统筹自营渠道建设与主流连锁的深度战略合作, 双向发展, 推进空白区域开发, 以高质量的销售为核心, 下沉终端动销细化方案, 加强小红书、抖音等新媒体的引流工作, 提高消费黏性, 全面推动市场秩序、渠道布局、终端需求等营销工作的提升。
- 盈利预测:** 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 28.39 亿元、33.90 亿元、39.89 亿元, 同比分别增长 14.8%、19.4%、17.7%。公司核心产品片仔癀具有消费属性和稀缺属性, 终端需求旺盛, 其他产品的潜力也逐步开始释放, 参考可比公司, 我们给予公司 2023 年 52-62X PE, 对应合理价值区间为 244.68-291.74 元, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示:** 原材料供给风险和价格风险, 研发不及预期的风险, 产品销售不及预期的风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8022	8694	9964	11305	12510
(+/-)YoY(%)	23.2%	8.4%	14.6%	13.5%	10.7%
净利润(百万元)	2432	2472	2839	3390	3989
(+/-)YoY(%)	45.5%	1.7%	14.8%	19.4%	17.7%
全面摊薄 EPS(元)	4.03	4.10	4.71	5.62	6.61
毛利率(%)	50.7%	45.6%	46.7%	47.7%	49.1%
净资产收益率(%)	25.1%	21.8%	20.0%	19.3%	18.5%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 片仔癀收入分项

		2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
总表	合计	6,510.8	8,021.6	8,694.0	9,963.5	11,305.4	12,510.1
	YoY(%)	13.8%	23.2%	8.4%	14.6%	13.5%	10.7%
	毛利率(%)	45.2%	50.7%	45.6%	46.7%	47.7%	49.1%
医药工业	合计	2,732.4	3,971.8	3,812.7	4,575.2	5,353.0	6,156.0
	YoY(%)	20.2%	45.4%	-4.0%	20.0%	17.0%	15.0%
	毛利率(%)	77.6%	78.4%	78.7%	78.8%	78.9%	79.0%
医药商业	合计	2,843.6	3,146.3	4,058.9	4,464.8	4,911.3	5,156.8
	YoY(%)	2.0%	10.6%	29.0%	10.0%	10.0%	5.0%
	毛利率(%)	8.9%	12.0%	13.8%	13.5%	13.5%	13.5%
日化及化妆品	合计	905.2	841.4	634.3	697.7	781.5	898.7
	YoY(%)	42.5%	-7.1%	-24.6%	10.0%	12.0%	15.0%
	毛利率(%)	60.5%	67.0%	60.6%	60.5%	60.5%	60.5%
其他(含食品)	合计	29.5	62.2	188.2	225.8	259.7	298.6
	YoY(%)	8.7%	110.5%	202.6%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率(%)	65.6%	22.9%	12.6%	12.0%	12.0%	12.0%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值

代码	简称	收盘价(元)		每股收益(元)			市盈率(X)		
		2023/4/17	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
600276.SH	恒瑞医药	49.29	0.65	0.76	0.92	75.44	64.60	53.52	
300896.SZ	爱美客	563.72	5.84	8.82	12.41	96.53	63.90	45.41	
000423.SZ	东阿阿胶	51.98	1.21	1.53	1.85	42.96	33.90	28.16	
600085.SH	同仁堂	55.00	1.04	1.22	1.42	52.88	44.90	38.75	
	均值						51.83	41.46	

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2023 年 4 月 17 日价格, EPS 为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	8694	9964	11305	12510
每股收益	4.10	4.71	5.62	6.61	营业成本	4726	5306	5915	6371
每股净资产	18.78	23.48	29.10	35.72	毛利率%	45.6%	46.7%	47.7%	49.1%
每股经营现金流	11.39	3.76	5.81	5.72	营业税金及附加	72	85	96	106
每股股利	1.25	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	483	678	724	751
P/E	66.81	58.19	48.73	41.41	营业费用率%	5.6%	6.8%	6.4%	6.0%
P/B	14.58	11.66	9.41	7.67	管理费用	331	359	384	413
P/S	19.00	16.58	14.61	13.20	管理费用率%	3.8%	3.6%	3.4%	3.3%
EV/EBITDA	59.07	48.20	39.81	33.41	EBIT	2827	3308	3924	4579
股息率%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-62	-12	-44	-96
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.7%	-0.1%	-0.4%	-0.8%
毛利率	45.6%	46.7%	47.7%	49.1%	资产减值损失	-9	0	0	0
净利润率	28.4%	28.5%	30.0%	31.9%	投资收益	75	55	68	79
净资产收益率	21.8%	20.0%	19.3%	18.5%	营业利润	2976	3385	4047	4768
资产回报率	16.9%	16.0%	15.7%	15.5%	营业外收支	2	1	1	1
投资回报率	18.5%	17.7%	17.1%	16.4%	利润总额	2978	3386	4049	4769
盈利增长 (%)					EBITDA	2923	3351	3968	4625
营业收入增长率	8.4%	14.6%	13.5%	10.7%	所得税	455	500	600	710
EBIT 增长率	3.2%	17.0%	18.6%	16.7%	有效所得税率%	15.3%	14.8%	14.8%	14.9%
净利润增长率	1.7%	14.8%	19.4%	17.7%	少数股东损益	51	47	59	70
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2472	2839	3390	3989
资产负债率	19.0%	17.0%	15.9%	13.9%					
流动比率	5.06	5.76	6.23	7.19	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.38	2.13	3.09	4.02	货币资金	2496	4890	8546	12161
现金比率	0.99	1.78	2.70	3.66	应收账款及应收票据	818	792	1042	1000
经营效率指标					存货	2628	3349	3250	3834
应收账款周转天数	28.09	26.95	27.03	27.18	其它流动资产	6763	6797	6851	6917
存货周转天数	192.93	202.74	200.81	200.14	流动资产合计	12705	15828	19689	23911
总资产周转率	0.64	0.62	0.58	0.53	长期股权投资	244	244	244	244
固定资产周转率	33.12	38.73	45.30	51.90	固定资产	261	254	246	237
					在建工程	61	60	58	57
					无形资产	319	329	339	349
					非流动资产合计	1899	1901	1901	1901
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	14604	17728	21591	25812
净利润	2472	2839	3390	3989	短期借款	971	1088	1221	1359
少数股东损益	51	47	59	70	应付票据及应付账款	467	432	591	508
非现金支出	132	48	49	50	预收账款	9	10	11	12
非经营收益	-45	-51	-61	-71	其它流动负债	1063	1220	1339	1447
营运资金变动	4263	-613	71	-588	流动负债合计	2510	2749	3163	3325
经营活动现金流	6873	2271	3507	3450	长期借款	0	0	0	0
资产	-162	-23	-23	-20	其它长期负债	270	270	270	270
投资	-40	0	0	0	非流动负债合计	270	270	270	270
其他	-6103	55	68	79	负债总计	2780	3019	3432	3595
投资活动现金流	-6305	31	45	59	实收资本	603	603	603	603
债权募资	197	117	133	138	归属于母公司所有者权益	11330	14169	17559	21548
股权募资	22	0	0	0	少数股东权益	494	541	600	670
其他	-795	-26	-29	-32	负债和所有者权益合计	14604	17728	21591	25812
融资活动现金流	-576	91	104	106					
现金净流量	4	2393	3657	3614					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 17 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
郑琴 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力,华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,东阿阿胶,博济医药,万孚生物,康华生物

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。