

# 全年及 Q1 业绩符合预期， 多核驱动公司长期发展

## 核心观点

2022 年公司营业收入、归母净利润和扣非后净利润实现同比增长 8.38%、1.66% 和 2.89%；2023 年 Q1 公司营业收入、归母净利润和扣非后净利润实现同比增长 11.98%、11.66% 和 14.01%，业绩符合预期。在防疫政策优化+消费复苏的大背景下，我们看好公司核心片仔癀系列产品销售的增长以及心脑血管产品持续放量推动公司业绩在 23 年恢复稳健增长。

## 事件

### 公司发布 2022 年年度报告及 2023 年一季度报告

4 月 14 日晚，公司发布 2022 年年度报告及 2023 年一季度报告，2022 年公司实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润分别为 86.94 亿元、24.72 亿元和 24.76 亿元，分别同比增长 8.38%、1.66% 和 2.89%，实现每股收益 4.10 元；2023 年一季度公司实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润分别为 26.30 亿元、7.70 亿元和 7.71 亿元，分别同比增长 11.98%、11.66% 和 14.01%，实现每股收益 1.28 元，业绩符合预期。

## 简评

### 全年及 Q1 业绩符合预期，看好复苏带来稳健增长

#### 重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,022	8,694	9,957	11,350	12,960
YOY(%)	23.2	8.4	14.5	14.0	14.2
净利润(百万元)	2,431	2,472	2,843	3,263	3,743
YOY(%)	45.5	1.7	15.0	14.8	14.7
毛利率(%)	50.7	45.6	46.2	45.5	45.2
净利率(%)	30.3	28.4	28.6	28.7	28.9
ROE(%)	24.3	21.3	20.7	19.9	19.2
EPS(摊薄/元)	4.03	4.10	4.71	5.41	6.20
P/E(倍)	69.8	68.6	59.7	52.0	45.3
P/B(倍)	18.4	15.5	13.0	10.8	9.0

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 片仔癀(600436.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 编号:S1440519080003

发布日期: 2023 年 04 月 19 日

当前股价: 281.31 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-8.04/-10.17	-5.51/-9.98	-8.81/-13.56
12 月最高/最低价(元)		356.73/228.00
总股本(万股)		60,331.72
流通 A 股(万股)		60,331.72
总市值(亿元)		1,697.19
流通市值(亿元)		1,697.19
近 3 月日均成交量(万)		181.51

##### 主要股东

漳州市九龙江集团有限公司	51.30%
--------------	--------

#### 股价表现



#### 相关研究报告

【中信建投中药 II】片仔癀(600436):高基数下业绩短期承压, 看好复苏带来稳健增长  
2023-01-31

2022 年 Q4 单季，公司实现营业收入 20.78 亿元，同比增长 8.81%；实现归母净利润 4.20 亿元，同比下降 0.14%，实现扣非归母净利润 4.14 亿元，同比增长 3.63%，利润端增速放缓主要由于：1) 去年同期基数较高；2) 盈利能力强的核心产品收入增速放缓；3) 原材料价格上涨。整体来看，2022 年全年公司肝病用药实现收入 35.92 亿元（近似认为片仔癀系列收入），境外实现收入 4.02 亿元（近似认为片仔癀系列外销收入），估算片仔癀系列内销收入为 31.90 亿元，同比下降约 4.17%，高基数下短期承压；肝病用药毛利率同比减少 0.89 个百分点，核心产品盈利能力基本保持稳定。

2023 年 Q1 公司实现营业收入 26.30 亿元，同比增长 11.98%，主要由于心脑血管品类实现快速放量、医药商业实现稳健增长；归母净利润实现 7.70 亿元，同比增长 11.66%，扣非归母净利润实现 7.71 亿元，同比增长 14.01%。2023 年 Q1 公司肝病系列实现收入 11.77 亿元（近似认为片仔癀系列收入），同比增长 6.91%，毛利率 80.22%，同比减少 0.01 个百分点，基本保持稳定；其中境外实现收入 1.13 亿元（近似认为片仔癀系列外销收入），估算片仔癀系列内销收入经估算接近 10 亿元，同比增长约 10%，核心产品在境内实现了稳健增长。

### “多核驱动，双向发展”，有望推动全年业绩实现稳增长

公司持续推进“多核驱动，双向发展”大健康产业新时期发展战略，目标要持续巩固和深化片仔癀核心地位，聚力打造片仔癀牌安宫牛黄丸新增长极，推动片仔癀化妆品产业再升级，分板块来看：

①**医药工业**：2022 年实现收入 38.13 亿元，同比下降 1.57%，毛利率 78.70%，同比减少 1.45 个百分点；其中肝病用药实现收入 35.92 亿元，同比下降 2.95%，毛利率 80.90%，同比减少 0.89 个百分点，盈利能力略有下降主要由于片仔癀系列的原材料牛黄、蛇胆持续上涨；心脑血管用药实现收入 1.66 亿元，同比增长 72.24%，毛利率 47.15%，同比减少 3.57 个百分点，主要归功于片仔癀牌安宫牛黄丸实现快速放量。

2023 年 Q1 实现收入 13.13 亿元，同比增长 11.41%，毛利率 76.32%，同比减少 1.41 个百分点；其中肝病用药实现收入 11.77 亿元，同比增长 6.91%，毛利率 80.22%，同比减少 0.01 个百分点，盈利能力基本保持稳定；心脑血管用药实现收入 1.21 亿元，同比增长 84.31%，毛利率 42.00%，同比减少 5.47 个百分点，心脑血管品类持续放量，公司不断拓宽产品渠道，实现产品规模的快速扩张。

随着公司持续强化营销能力，不断优化渠道与经营合规化管理，加大片仔癀牌安宫牛黄丸的市场开拓，推动天然麝香（体培牛黄）规格的片仔癀牌安宫牛黄丸上市，预计未来公司核心产品片仔癀系列的增长、以及片仔癀牌安宫牛黄丸销售规模的持续扩大有望推动公司 23 年医药工业板块继续保持稳健增长。

②**化妆品业**：2022 年实现收入 6.34 亿元，同比下降 24.61%，毛利率 60.60%，同比减少 6.41 个百分点；2023 年 Q1 实现收入 1.09 亿元，同比下降 42.78%，毛利率 60.67%，同比减少 8.42 个百分点，公司化妆品业务受疫情及业务结构调整影响持续承压；但片仔癀化妆品以“1 大核心、2 大升级、3 大创新”为品牌战略布局，积极布局线上+线下双渠道，开展数字化营销建设，持续推出新产品线，预计未来公司化妆品业务在防疫政策进一步优化的大背景下，有望逐步恢复健康增长；与此同时，公司积极推进片仔癀化妆品的分拆上市进程，子公司片仔癀化妆品已逐步开展上市前的业务整合工作，已于 2022 年 5 月完成销售业务端的转移，实现其在研发和销售的业务独立。

③**医药商业**：2022 年实现收入 40.59 亿元，同比增长 25.10%，毛利率 13.78%，同比增加 1.88 个百分点；2023 年 Q1 实现收入 11.11 亿元，同比增长 18.04%，毛利率 17.38%，同比增加 6.81 个百分点，公司医药流通业务在疫情扰动下仍实现了较为理想的增长，预计 23 年有望继续保持良好增长态势。

我们认为，虽然公司业绩在高基数下短期承压，但未来随着公司继续推进“多核驱动，双向发展”大健康产业新时期发展战略，持续强化营销能力，并积极推动体验馆、区域经销、零售药店及线上旗舰店等多渠道持续扩展；在防疫政策优化+消费复苏的大背景下，我们看好公司核心片仔癀系列产品销售的增长以及公司心脑血管产品持续放量推动公司业绩在 23 年恢复稳健增长。

### 毛利率受原材料价格波动影响出现下滑，其他财务指标基本正常

2022 年全年，公司综合毛利率为 45.64%，同比减少 5.07 个百分点，主要原材料价格上涨及收入结构变化及的影响；销售费用率为 5.56%，同比减少 2.55 个百分点，主要由于本期促销、业务宣传及广告费减少所致；管理费用率为 3.81%，同比减少 0.89 个百分点，控费效果理想；研发费用率为 2.65%，同比增加 0.16 个百分点，基本保持稳定。经营活动产生的现金流量净额同比上升 1,386.79%，投资活动产生的现金流量净额同比下降 8,153.54%，主要由于公司结合实际业务情况，重新审慎分析未来资金使用计划，对定期存款的管理模式进行调整。其余财务指标基本正常。

2023 年 Q1，公司综合毛利率为 48.35%，同比减少 0.75 个百分点，基本保持稳定；销售费用率为 5.49%，同比减少 1.54 个百分点，主要受到收入结构变化的影响；管理费用率为 3.79%，同比增加 0.22 个百分点，基本保持稳定；研发费用率为 3.53%，同比增加 0.20 个百分点，主要由于公司加大新药研发投入力度所致。经营活动产生的现金流量净额同比增长 25.36%，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

### 盈利预测及投资评级

我们看好公司多渠道扩展推动核心产品逐步实现高质量增长，心血管类用药等其他品种共同放量。预计公司 2023 - 2025 年实现营业收入分别为 99.57 亿元、113.50 亿元和 129.60 亿元，归母净利润分别为 28.43 亿元、32.63 亿元和 37.43 亿元，分别同比增长 15.0%、14.8%和 14.7%，折合 EPS 分别为 4.71 元/股、5.41 元/股和 6.20 元/股，对应 P/E 分别为 59.7x、52.0x 和 45.3x，维持“买入”评级。

## 风险分析

1) 产品推广不达预期：公司在销售投入加大，若产品推广不及预期，将会影响销售收入进而影响公司利润；2) 药品降价风险，公司核心产品等竞争市场可能会加剧导致产品价格下降，进而影响公司盈利预期；3) 原材料及动力成本涨价风险：中药种植周期较长，公司所需原料价格波动将会导致成本上升，进而影响公司整体利润；4) 中药政策环境不稳定：目前中药相关大环境并未完全稳定，日后若有相关政策出台可能导致市场较为混乱进而影响公司经营状况。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第四名、第五名团队核心成员。2022 年第十六届卖方分析师水晶球奖评选医药生物行业第五名团队核心成员。

## 研究助理

### 袁全

yuanquan@csc.com.cn

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：（8610） 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：（8621） 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755） 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852） 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk