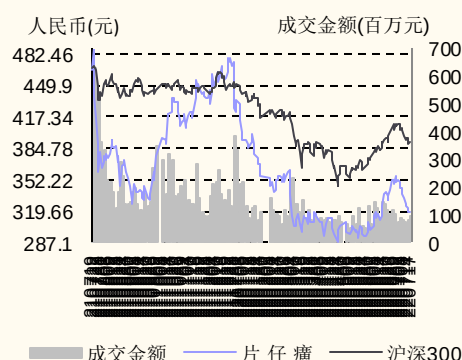


片仔癀 (600436.SH) 增持 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 318.70 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.03
已上市流通 A 股(亿股)	6.03
总市值(亿元)	1,922.77
年内股价最高最低(元)	487.93/287.10
沪深 300 指数	4293
上证指数	3278

**相关报告**

- 1.《业绩增长符合预期，渠道建设不断优化-片仔癀一季报点评》，2022.4.23
- 2.《业绩符合预期，多核驱动全面发力-片仔癀年报点评》，2022.4.17
- 3.《业绩增长超预期，线上渠道带动销量提高-片仔癀三季度业绩点评》，2021.10.18
- 4.《核心品种持续增长，“一核多品”格局建成中-片仔癀 2021H1...》，2021.8.23

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

业绩增长符合预期，核心产品持续放量**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,511	8,022	9,379	10,818	12,564
营业收入增长率	13.78%	23.20%	16.92%	15.35%	16.13%
归母净利润(百万元)	1,672	2,431	2,910	3,420	4,151
归母净利润增长率	21.62%	45.46%	19.70%	17.50%	21.37%
摊薄每股收益(元)	2.771	4.030	4.824	5.668	6.880
每股经营性现金流净额	2.40	0.66	3.93	5.14	6.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.26%	25.05%	23.07%	21.33%	20.56%
P/E	96.55	108.47	65.03	55.35	45.60
P/B	20.53	27.18	15.00	11.80	9.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 7 月 18 日,公司公布 2022 年中报业绩快报, 2022 年上半年实现营业收入 44.23 亿元, 同比增长 14.91%; 实现归母净利润 13.14 亿元, 同比增长 17.83%。
- 2022 第二季度实现营收 20.75 亿元, 同比增长 12.34%; 归母净利润 6.25 亿元, 同比增长 13.60%; 扣非归母净利润 6.41 亿元, 同比增长 15.44%。

经营分析

- **核心产品持续放量，公司业绩实现稳健增长。**公司营业总收入同比增长 14.91%，主要原因系强化市场策划及拓展销售渠道，公司及控股子公司厦门片仔癀宏仁医药有限公司的销售收入增加所致。公司营业利润同比增长 18.73%、利润总额同比增长 18.82%、归属于上市公司股东的净利润同比增长 17.83%、归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润同比增长 18.09%，主要由于公司核心产品片仔癀系列产品的销售增加导致营业利润增长所致。
- **持续加强渠道建设，“一核两翼”战略持续推进。**一方面，公司持续在线上线下渠道发力，积极拓展零售药店、区域经销、线上旗舰店等多个销售渠道，大力推动国药堂专项零售业务和片仔癀大药房线上两大旗舰店快速发展，以保证药品供应，稳定产品价格；另一方面，公司核心产品片仔癀系列产品充分利用片仔癀的经销商渠道网络和品牌优势实现快速增长，拉动营业收入和利润实现较高速增长，安宫牛黄丸和食品业务预计将延续高速增长态势。

盈利调整与投资建议

- 我们认为公司产品有望持续实现量价齐升，预计公司 2022-2024 营业收入 93.8/108.2/125.6 亿元，预计 22-24 年归母净利润 29.1/34.2/41.5 亿元，分别同比增长 20%、18%、21%，维持“增持”评级。

风险提示

- 政策性风险；提价过高导致销量增速下滑风险；公司日化业务发展低于预期风险；原材料供给及价格变动风险；新建渠道发力不及预期风险；子公司上市不及预期风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	5,722	6,511	8,022	9,379	10,818	12,564
增长率	13.8%	23.2%	16.9%	15.3%	16.1%	
主营业务成本	-3,191	-3,571	-3,953	-4,658	-5,352	-6,089
%销售收入	55.8%	54.8%	49.3%	49.7%	49.5%	48.5%
毛利	2,531	2,940	4,069	4,721	5,466	6,475
%销售收入	44.2%	45.2%	50.7%	50.3%	50.5%	51.5%
营业税金及附加	-46	-53	-72	-75	-87	-101
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-523	-647	-651	-750	-865	-1,005
%销售收入	9.1%	9.9%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%
管理费用	-273	-335	-377	-422	-487	-528
%销售收入	4.8%	5.2%	4.7%	4.5%	4.5%	4.2%
研发费用	-119	-98	-200	-234	-270	-314
%销售收入	2.1%	1.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	1,570	1,807	2,770	3,239	3,757	4,528
%销售收入	27.4%	27.8%	34.5%	34.5%	34.7%	36.0%
财务费用	45	60	84	130	201	270
%销售收入	-0.8%	-0.9%	-1.1%	-1.4%	-1.9%	-2.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	7	5	0	0	0
投资收益	20	55	19	20	30	50
%税前利润	1.2%	2.8%	0.7%	0.6%	0.7%	1.0%
营业利润	1,638	1,977	2,874	3,419	4,018	4,878
营业利润率	28.6%	30.4%	35.8%	36.5%	37.1%	38.8%
营业外收支	6	2	-5	5	5	5
税前利润	1,645	1,979	2,869	3,424	4,023	4,883
利润率	28.7%	30.4%	35.8%	36.5%	37.2%	38.9%
所得税	-258	-290	-405	-514	-603	-732
所得税率	15.7%	14.6%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,387	1,689	2,464	2,910	3,420	4,151
少数股东损益	13	18	33	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,374	1,672	2,431	2,910	3,420	4,151
净利率	24.0%	25.7%	30.3%	31.0%	31.6%	33.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,387	1,689	2,464	2,910	3,420	4,151
少数股东损益	13	18	33	0	0	0
非现金支出	67	103	122	78	95	112
非经营收益	-7	-84	-73	-44	-10	-72
营运资金变动	-2,342	-257	-2,118	-571	-406	-455
经营活动现金净流	-895	1,450	396	2,374	3,099	3,735
资本开支	-52	-333	-87	-174	-136	-170
投资	43	13	143	0	0	0
其他	77	38	22	20	30	50
投资活动现金净流	68	-282	78	-154	-106	-120
股权募资	29	19	16	0	0	0
债权募资	96	-4	55	-852	0	0
其他	284	-557	-615	-31	-4	-3
筹资活动现金净流	410	-543	-545	-882	-4	-3
现金净流量	-417	626	-71	1,337	2,989	3,613

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,263	5,168	7,097	8,410	11,382	14,982
应收款项	691	644	792	1,009	1,164	1,352
存货	2,097	2,191	2,438	2,744	3,153	3,586
其他流动资产	301	292	307	366	402	439
流动资产	7,352	8,296	10,633	12,530	16,101	20,360
%总资产	83.4%	81.3%	85.1%	86.5%	89.0%	90.8%
长期投资	930	1,008	826	826	826	826
固定资产	253	275	291	333	366	389
%总资产	2.9%	2.7%	2.3%	2.3%	2.0%	1.7%
无形资产	188	309	265	346	418	483
非流动资产	1,458	1,910	1,862	1,963	1,988	2,071
%总资产	16.6%	18.7%	14.9%	13.5%	11.0%	9.2%
资产总计	8,811	10,206	12,495	14,493	18,089	22,431
短期借款	697	718	799	0	0	0
应付款项	501	544	736	753	851	934
其他流动负债	550	538	602	601	697	817
流动负债	1,747	1,800	2,137	1,354	1,548	1,752
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	94	149	222	92	75	62
负债	1,841	1,949	2,359	1,446	1,622	1,814
普通股股东权益	6,631	7,862	9,705	12,615	16,035	20,186
其中：股本	603	603	603	603	603	603
未分配利润	4,001	4,977	6,699	9,609	13,029	17,180
少数股东权益	338	394	432	432	432	432
负债股东权益合计	8,811	10,206	12,495	14,493	18,089	22,431

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.278	2.771	4.030	4.824	5.668	6.880
每股净资产	10.991	13.032	16.086	20.910	26.578	33.458
每股经营现金净流	-1.483	2.404	0.656	3.935	5.137	6.191
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	20.73%	21.26%	25.05%	23.07%	21.33%	20.56%
总资产收益率	15.60%	16.38%	19.46%	20.08%	18.90%	18.50%
投入资本收益率	17.16%	17.10%	21.66%	21.10%	19.39%	18.67%
增长率						
主营业务收入增长率	20.06%	13.78%	23.20%	16.92%	15.35%	16.13%
EBIT增长率	26.11%	15.13%	53.26%	16.95%	15.99%	20.52%
净利润增长率	20.25%	21.62%	45.46%	19.70%	17.50%	21.37%
总资产增长率	32.34%	15.83%	22.44%	15.99%	24.81%	24.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.1	27.5	25.5	29.0	29.0	29.0
存货周转天数	215.3	219.2	213.7	215.0	215.0	215.0
应付账款周转天数	22.7	21.9	25.1	25.0	24.0	22.0
固定资产周转天数	15.5	15.4	12.6	12.4	11.8	10.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-51.17%	-53.90%	-62.22%	-64.53%	-69.17%	-72.71%
EBIT利息保障倍数	-34.9	-30.1	-32.9	-25.0	-18.7	-16.8
资产负债率	20.90%	19.10%	18.88%	9.98%	8.97%	8.09%

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402