

片仔癀 (600436.SH)

业绩符合预期，公司快速发展有望持续

事件：公司发布2020年业绩快报，2020年收入65.07亿元，同比+13.72%，归母净利润16.67亿元，同比+21.27%，扣非归母净利润16.13亿元，同比+19.11%。2020Q4，公司收入13.81亿元，同比+4.11%，归母净利润3.38亿元，同比+27.31%，扣非归母净利润2.92亿元，同比+16.36%。

业绩增速符合预期。公司全年业绩同比增速21%，符合我们此前的预期和市场预期；单独看2020Q4，收入和扣非利润端增速相对于2020Q3有所下滑，主要原因是Q4片仔癀控制发货所致。

核心片仔癀药品稳健增长，量价齐升逻辑持续。公司核心药品片仔癀系列2020前三季度收入达22.4亿元（+27.6%），国内和国外分别收入19.2亿元（+30.5%）和3.2亿元（+12.6%）（具体季度收入及增速、国内和海外情况见后文附图）。根据我们的收入拆分（基于已公布季度经营数据及全年总体数据）及终端跟踪情况判断，公司片仔癀收入约为26-27亿元，同比增长约23%，销量端增长约12%，年初提价近11%增厚了业绩。2020年公司片仔癀体验馆数量继续扩张，根据官网数据，片仔癀体验馆总数超过260家，新增店约70家，片仔癀在体验馆收入占比可能达到40%。

从草根调研情况看，公司在2020Q4进行了控制发货，市场上片仔癀锭剂明显缺货，实际销售价格也从500-560元/锭回归到建议零售价590元/锭，2021年以来，部分终端出现在590元价格基础上加价销售的现象。终端实际销售价格的提升有利于增加渠道利润，提高经销商热情。我们预计2021H1在低渠道库存，上年同期低销售基数情况下，片仔癀将继续快速增长。

片仔癀化妆品子公司持续高增长，拆分上市值得期待。根据公司此前公布的前三季度经营数据及本次快报数据进行收入拆分，我们判断2020年日化、化妆品业务总收入可能达9.1亿元，同比增长约43%，其中化妆品公司收入超过6亿。公司子公司福建片仔癀化妆品有限公司已分拆上市启动前期筹备工作。目前公司持有片仔癀化妆品公司90.19%的股份，化妆品子公司主要产品为“片仔癀”、“皇后”等品牌护肤品及洗护系列，2019年收入和净利润分别为4.30亿和8094万元，2017-2019年，收入复合增速56.8%，净利润复合增速96.2%，处于高速发展期。作为公司“一核两翼”战略的重要一部分，化妆品业务拆分上市，可能是公司后续积极变化的新开端，值得关注。

盈利预测：我们预计2020-2022年公司归母净利润分别为16.7、20.6、25.1亿元，对应增速21.3%、23.3%、21.9%，当前股价对应PE为103/83/68X，维持“买入”评级。

风险提示：片仔癀收入增速下滑；原材料价格上涨导致产品毛利率下降；日化产品放量不及预期；海外疫情持续影响片仔癀海外销售。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,766	5,722	6,507	7,726	9,045
增长率 yoy (%)	28.3	20.1	13.7	18.7	17.1
归母净利润（百万元）	1,143	1,374	1,667	2,055	2,505
增长率 yoy (%)	41.6	20.2	21.3	23.3	21.9
EPS 最新摊薄（元/股）	1.89	2.28	2.76	3.41	4.15
净资产收益率 (%)	21.3	19.9	20.6	21.2	21.3
P/E（倍）	149.7	124.4	102.6	83.2	68.3
P/B（倍）	34.1	25.8	21.9	18.1	14.8

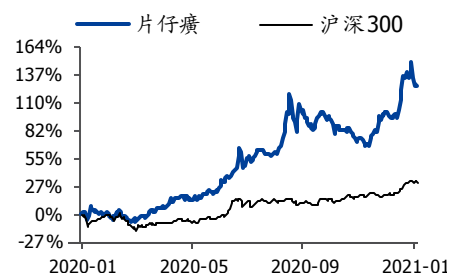
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	中药
前次评级	买入
最新收盘价	283.50
总市值(百万元)	171,040.43
总股本(百万股)	603.32
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	3.49

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 杨春雨

执业证书编号：S0680520080004

邮箱：yangchunyu@gszq.com

相关研究

- 1、《片仔癀（600436.SH）：Q3业绩增速超预期，子公司拟拆分上市带来新变化》2020-10-25
- 2、《片仔癀（600436.SH）：业绩增长符合预期，新药开发带来新希望》2020-08-23
- 3、《片仔癀（600436.SH）：2020H1业绩符合预期，肝病领域实现新突破》2020-07-15



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5230	7352	8397	10282	12392
现金	2787	4263	5269	6146	8153
应收票据及应收账款	513	480	649	692	878
其他应收款	41	204	74	256	131
预付账款	153	189	200	262	279
存货	1667	2097	2087	2808	2834
其他流动资产	70	118	118	118	118
非流动资产	1428	1458	1511	1560	1559
长期投资	536	475	509	527	536
固定资产	244	242	282	336	378
无形资产	121	156	141	126	85
其他非流动资产	526	586	579	571	561
资产总计	6658	8811	9907	11842	13951
流动负债	1290	1747	1651	1916	1923
短期借款	600	697	697	697	697
应付票据及应付账款	250	261	307	357	408
其他流动负债	440	789	647	862	818
非流动负债	60	94	97	100	97
长期借款	0	0	3	6	3
其他非流动负债	60	94	94	94	94
负债合计	1350	1841	1748	2016	2020
少数股东权益	291	338	355	378	409
股本	603	603	603	603	603
资本公积	638	1084	1084	1084	1084
留存收益	3674	4686	5801	7153	8817
归属母公司股东权益	5016	6631	7804	9448	11522
负债和股东权益	6658	8811	9907	11842	13951

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	612	-879	1440	1233	2325
净利润	1129	1387	1684	2078	2536
折旧摊销	66	67	53	63	74
财务费用	-10	-45	-54	-74	-108
投资损失	-95	-20	-102	-86	-76
营运资金变动	-528	-2342	-136	-744	-96
其他经营现金流	50	74	-5	-5	-5
投资活动现金流	65	68	2	-22	8
资本支出	74	65	18	31	-9
长期投资	-1	43	-34	62	-8
其他投资现金流	138	176	-15	71	-10
筹资活动现金流	-116	405	-437	-334	-325
短期借款	133	97	0	0	0
长期借款	0	0	3	3	-2
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	446	0	0	0
其他筹资现金流	-249	-138	-440	-337	-323
现金净增加额	570	-402	1005	877	2007

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4766	5722	6507	7726	9045
营业成本	2744	3191	3547	4149	4782
营业税金及附加	43	46	52	62	72
营业费用	392	523	646	729	826
管理费用	241	273	311	346	377
研发费用	101	119	136	161	189
财务费用	-10	-45	-54	-74	-108
资产减值损失	47	-14	0	0	0
其他收益	8	13	13	13	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	95	20	102	86	76
资产处置收益	10	5	5	5	5
营业利润	1320	1638	1991	2458	3000
营业外收入	12	9	9	9	9
营业外支出	5	3	3	3	3
利润总额	1327	1645	1997	2465	3007
所得税	199	258	313	386	471
净利润	1129	1387	1684	2078	2536
少数股东损益	-14	13	17	23	31
归属母公司净利润	1143	1374	1667	2055	2505
EBITDA	1346	1626	1949	2399	2909
EPS (元)	1.89	2.28	2.76	3.41	4.15

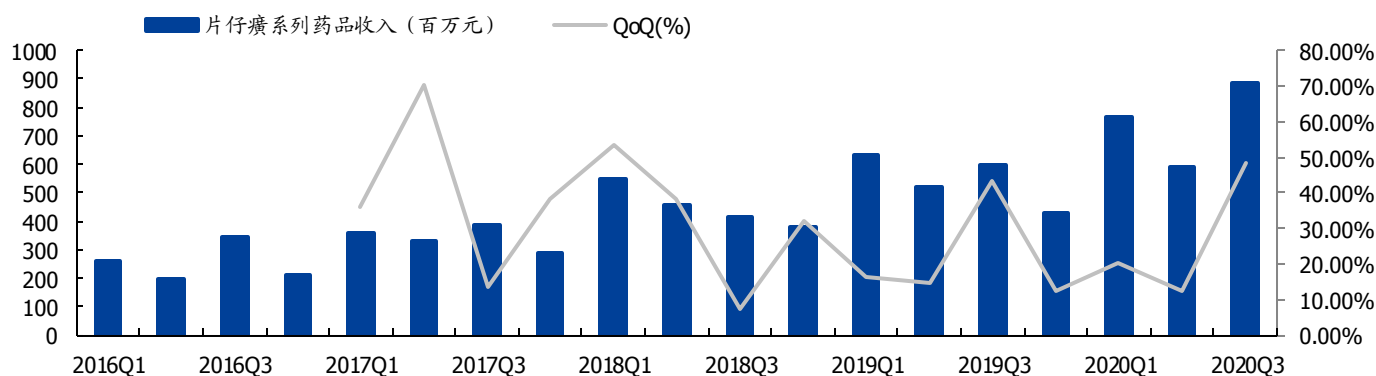
主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	28.3	20.1	13.7	18.7	17.1
营业利润(%)	39.3	24.1	21.5	23.5	22.1
归属于母公司净利润(%)	41.6	20.2	21.3	23.3	21.9
获利能力					
毛利率(%)	42.4	44.2	45.5	46.3	47.1
净利率(%)	24.0	24.0	25.6	26.6	27.7
ROE(%)	21.3	19.9	20.6	21.2	21.3
ROIC(%)	19.2	17.8	18.7	19.3	19.5
偿债能力					
资产负债率(%)	20.3	20.9	17.6	17.0	14.5
净负债比率(%)	-40.3	-50.5	-55.4	-54.9	-62.1
流动比率	4.1	4.2	5.1	5.4	6.4
速动比率	2.6	2.8	3.6	3.7	4.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	9.6	11.5	11.5	11.5	11.5
应付账款周转率	11.6	12.5	12.5	12.5	12.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.89	2.28	2.76	3.41	4.15
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	-1.46	2.39	2.04	3.85
每股净资产(最新摊薄)	8.31	10.99	12.94	15.66	19.10
估值比率					
P/E	149.7	124.4	102.6	83.2	68.3
P/B	34.1	25.8	21.9	18.1	14.8
EV/EBITDA	125.7	103.3	85.6	69.2	56.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

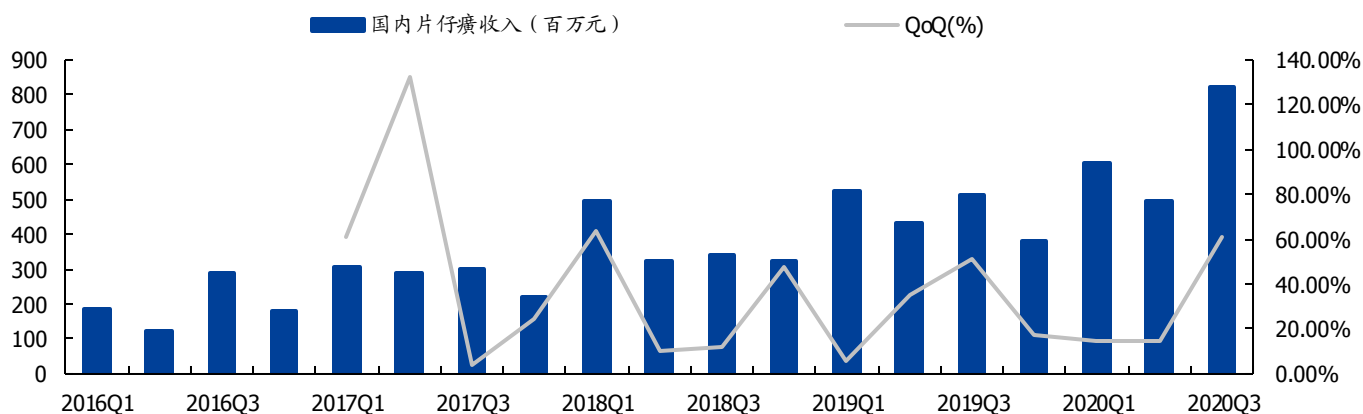
附图

图表 1: 片仔癀系列药品季度收入与增速拆分



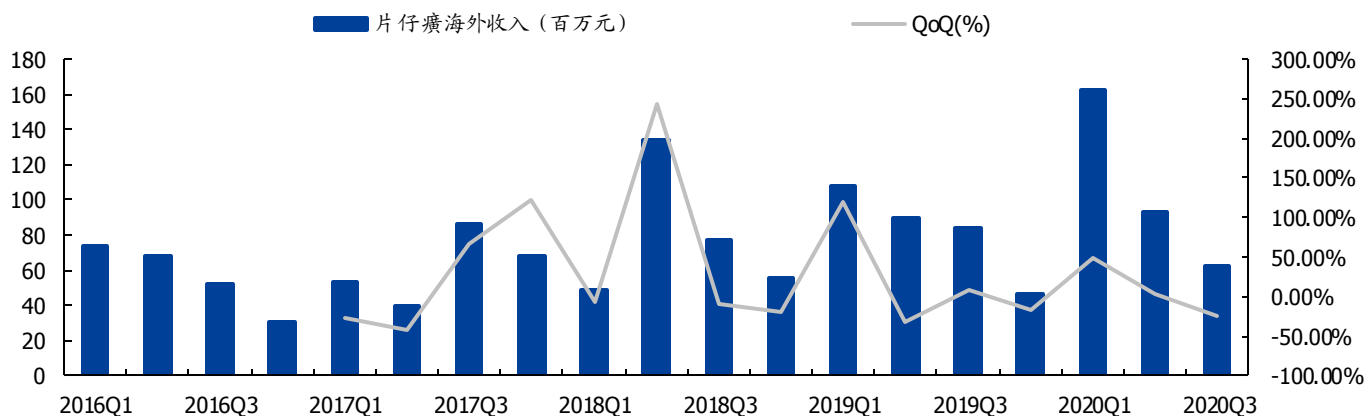
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 片仔癀系列药品国内季度收入与增速拆分



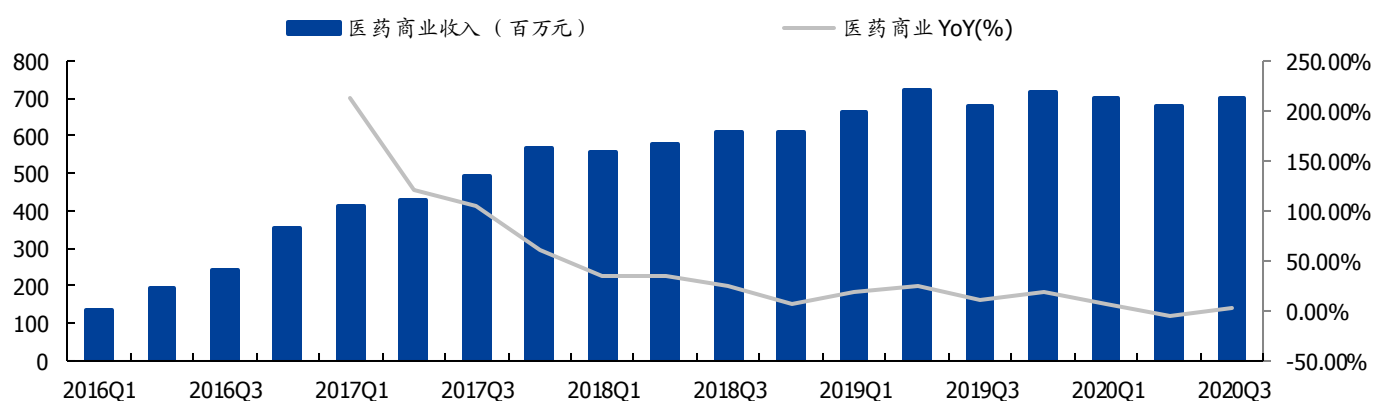
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 片仔癀系列药品海外季度收入与增速拆分



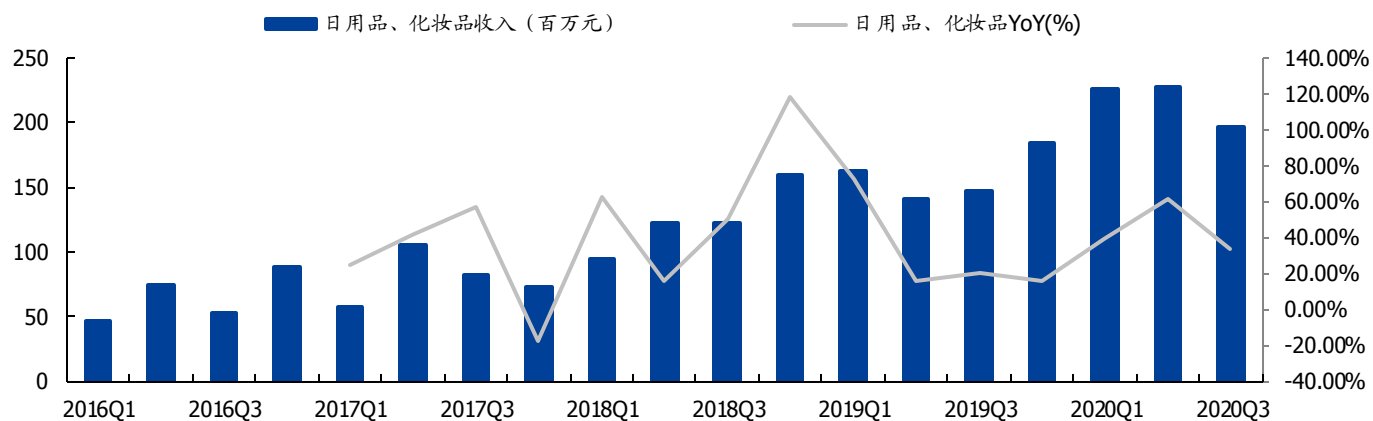
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 片仔癀医药商业季度收入与增速拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 片仔癀日用品、化妆品季度收入与增速拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com