

## 公司研究

## 品牌价值显著提升，片仔癀系列、日化业务双翼齐飞

## ——片仔癀（600436.SH）2020 年年报及 2021 年一季报点评

## 买入（维持）

当前价：344.81 元

## 作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

010-57378027

wangmingrui@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	6.03
总市值(亿元):	2080.31
一年最低/最高(元):	134.41/405.77
近3月换手率:	51.54%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	18.19	24.80	115.40
绝对	22.44	16.08	149.73

资料来源：Wind

## 相关研报

业绩符合预期，“一核两翼”较快增长——片仔癀（600436.SH）2020 年业绩快报点评（2021-01-20）

Q3 业绩增速加速明显，拟分拆化妆品业务上市——片仔癀（600436.SH）2020 年三季报点评（2020-10-24）

## 要点

## 事件：

- 1) 公司发布 2020 年年报：全年实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 65.11 亿元、16.72 亿元、15.89 亿元，分别同比增长 13.78%、21.62%、17.31%；实现 EPS 2.77 元；经营性净现金流为 14.67 亿元。业绩符合预期。
- 2) 公司发布 2021 年一季报：21Q1 实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 20.02 亿元、5.65 亿元、5.60 亿元，分别同比增长 16.76%、20.84%、21.02%；实现 EPS 0.94 元；经营性净现金流为 6.79 亿元，业绩符合预期。

## 点评：

**锭剂提价可能性加大，片仔癀系列增速回升在即。**分业务看，2020 年医药工业收入 27.32 亿元（+20.25%），其中全年片仔癀系列实现收入 25.39 亿元（同比+16.44%），其中片仔癀系列 Q4 单季收入 3.03 亿元（同比-29.37%），同比环比均下降较多，预计主要与第四季度实行控货政策以维持终端价格稳定有关。目前片仔癀锭剂终端指导价 590 元/粒，但部分终端出现加价销售的情况，反映下游实际需求旺盛，渠道库存极低。2021 年 Q1 片仔癀系列收入 9.20 亿元，同比增长 20.55%，呈现加快趋势，符合我们之前 2021 年公司提价可能性加大的判断，一旦恢复正常发货后，增速有望回升。2020 年医药商业收入 28.44 亿元（+2.01%），2021 年 Q1 收入 8.00 亿元（同比+13.77%），保持平稳增长。

**日化业务快速发展，成新增长极。**近年来，公司持续推进“一核两翼”战略，并取得积极效果。2020 年日用品、化妆品业务实现收入 9.05 亿元（同比+42.49%），食品收入 1125.58 万元（+3.80%），日化业务快速发展。2021 年 Q1 日化收入 2.19 亿元（同比-2.66%），存在一定季节波动。目前控股子公司片仔癀化妆品拥有“片仔癀”、“皇后”等多品牌，并积极完善布局“3+3+1”产品线（雪肌无瑕润白系列、凝时素颜紧致系列、御润鲜妍保湿系列三大高端护肤产品线，珍珠臻白系列、灵芝臻养系列和仙泉凝水系列新三国大众护肤产品线，以及特色特殊护理系列产品线）。同时公司已启动控股子公司片仔癀化妆品公司的分拆上市项目，有望进一步做大做强化妆品板块。

**片仔癀体验馆收入占比迅速提升，省外拓展快速推进。**截止 2020 年底，全国在营的“片仔癀体验馆”超过 300 家，相比于 2019 年增加近 100 家，且增量大部分位于北方市场，省外拓展战略快速推进。估计 2021 一季度末片仔癀体验馆收入占比已提升至 40%，较年初提升十个百分点。2020 年东北地区收入 9980 万元（+64.41%），华北地区收入 2.77 亿元（+27.19%），增速显著快于平均水平，效果显著。

**盈利预测、估值与评级：**片仔癀具备天然护城河，长期发展空间广阔，且产品价格伴随购买力提高与成本上升，有保值增值属性。维持预测公司 21-22 年 EPS 为 3.34/4.03 元，新增预测 23 年 EPS 为 4.84 元，同比增长 20.45%/20.66%/20.14%，当前股价对应 PE 为 103/86/71 倍。公司品牌价值显著提升，片仔癀系列、日化业务将双翼齐飞，维持“买入”评级。

**风险提示：**“一核两翼”进展低于预期，片仔癀锭剂控货超预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,722	6,511	7,787	9,275	11,041
营业收入增长率	20.06%	13.78%	19.60%	19.10%	19.05%
净利润 (百万元)	1,374	1,672	2,013	2,429	2,918
净利润增长率	20.25%	21.62%	20.45%	20.66%	20.14%
EPS (元)	2.28	2.77	3.34	4.03	4.84
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.73%	21.26%	21.57%	21.97%	22.24%
P/E	151	124	103	86	71
P/B	31.4	26.5	22.3	18.8	15.8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-04-23

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,722	6,511	7,787	9,275	11,041
营业成本	3,191	3,571	4,127	4,916	5,819
折旧和摊销	56	90	45	49	52
税金及附加	46	53	64	76	90
销售费用	523	647	701	816	972
管理费用	273	335	311	352	420
研发费用	119	98	125	148	177
财务费用	-45	-60	-8	-26	-33
投资收益	20	55	55	55	55
营业利润	1,638	1,977	2,526	3,044	3,649
利润总额	1,645	1,979	2,523	3,041	3,646
所得税	258	290	404	487	583
净利润	1,387	1,689	2,119	2,554	3,062
少数股东损益	13	18	106	125	144
归属母公司净利润	1,374	1,672	2,013	2,429	2,918
EPS(按最新股本计)	2.28	2.77	3.34	4.03	4.84

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-879	1,467	1,681	1,959	2,377
净利润	1,374	1,672	2,013	2,429	2,918
折旧摊销	56	90	45	49	52
净营运资金增加	763	401	1,059	1,306	1,533
其他	-3,073	-696	-1,436	-1,825	-2,126
投资活动产生现金流	68	-282	7	-67	-67
净资本支出	-52	-333	-100	-100	-100
长期投资变化	475	481	-22	-22	-22
其他资产变化	-355	-430	129	55	55
融资活动现金流	405	-537	-1,253	-679	-817
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	97	22	-718	0	0
无息负债变化	394	86	78	104	120
净现金流	-402	642	434	1,214	1,493

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	44.2%	45.2%	47.0%	47.0%	47.3%
EBITDA 率	29.1%	29.9%	32.2%	32.5%	32.8%
EBIT 率	27.9%	28.3%	31.6%	32.0%	32.3%
税前净利润率	28.7%	30.4%	32.4%	32.8%	33.0%
归母净利润率	24.0%	25.7%	25.9%	26.2%	26.4%
ROA	15.7%	16.6%	19.0%	19.5%	19.8%
ROE (摊薄)	20.7%	21.3%	21.6%	22.0%	22.2%
经营性 ROIC	25.2%	26.0%	28.9%	29.3%	29.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	21%	19%	12%	11%	10%
流动比率	4.21	4.61	7.96	8.79	9.66
速动比率	3.01	3.39	5.77	6.40	7.07
归母权益/有息债务	9.52	10.94	-	-	-
有形资产/有息债务	12.26	13.66	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	8,811	10,206	11,142	13,095	15,428
货币资金	4,263	5,168	5,603	6,816	8,309
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	470	509	609	726	864
应收票据	11	40	48	57	68
其他应收款 (合计)	204	70	91	109	129
存货	2,097	2,191	2,535	3,022	3,580
其他流动资产	118	152	152	152	152
流动资产合计	7,352	8,296	9,229	11,109	13,372
其他权益工具	422	437	437	437	437
长期股权投资	475	481	503	525	547
固定资产	230	261	316	365	410
在建工程	11	1	8	14	18
无形资产	156	259	246	234	222
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	10	232	232	232	232
非流动资产合计	1,458	1,910	1,913	1,986	2,056
总负债	1,841	1,949	1,309	1,413	1,533
短期借款	697	718	0	0	0
应付账款	206	222	257	306	362
应付票据	55	19	21	25	30
预收账款	202	3	4	5	6
其他流动负债	0	29	29	29	29
流动负债合计	1,747	1,800	1,160	1,264	1,384
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	46	101	101	101	101
非流动负债合计	94	149	149	149	149
股东权益	6,970	8,257	9,833	11,682	13,895
股本	603	603	603	603	603
公积金	1,770	1,971	1,971	1,971	1,971
未分配利润	4,001	4,977	6,447	8,171	10,240
归属母公司权益	6,631	7,862	9,332	11,057	13,125
少数股东权益	338	394	500	626	769

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	9.14%	9.93%	9.00%	8.80%	8.80%
管理费用率	4.77%	5.15%	4.00%	3.80%	3.80%
财务费用率	-0.79%	-0.92%	-0.10%	-0.28%	-0.30%
研发费用率	2.09%	1.50%	1.60%	1.60%	1.60%
所得税率	16%	15%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.82	0.90	1.17	1.41	1.69
每股经营现金流	-1.46	2.43	2.79	3.25	3.94
每股净资产	10.99	13.03	15.47	18.33	21.76
每股销售收入	9.48	10.79	12.91	15.37	18.30

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	151	124	103	86	71
PB	31.4	26.5	22.3	18.8	15.8
EV/EBITDA	125.5	107.0	82.6	68.5	57.0
股息率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。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。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE