



## 日化持续高速增长，分拆上市提上日程

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年半年度业绩快报，上半年实现营业收入 38.5 亿元，同比增长 18.6%，营业利润 13.5 亿元，同比增长 30%，归母净利润为 11.1 亿元，同比增长 28.9%，总体业绩大超预期。主要原因系拓展销售渠道及强化市场策划，母公司漳州片仔癀药业股份有限公司、控股子公司厦门片仔癀宏仁医药有限公司（合并）及控股子公司福建片仔癀化妆品有限公司（合并）的销售收入增加所致。
- **提价贡献业绩显著，体验店持续开拓省外市场。** 利润端的增速快于收入端的增速主要系片仔癀系列产品及控股子公司福建片仔癀化妆品有限公司（合并）的销售增加导致营业利润增长所致。2020 年公司核心产品片仔癀终端价格提升至 590 元/粒，提价幅度达到了 11.3%，下游需求旺盛，渠道库存供不应求，多个渠道终端零售价高于官方指导价，我们推测未来提价空间仍旧巨大。片仔癀体验馆聚焦高净值人群，达到“渠道扩张+品牌宣传”双重作用，截至上半年末已经在全国布局 319 家。省外渠道布局提速，2020 年福建省外体验馆新增 64 家，省内新增 6 家，带来省外市场收入份额大幅提升，其中非华东地区收入增速为 19.2%，明显快于华东地区的 11.9%。我们预计，全年在提价与渠道扩张放量双重作用下，全年预计将维持高速增长。
- **日化板块业绩亮眼，分拆上市提上日程。** 2020 年公司将日化用品板块定位从“三位一体”调整为“大健康国妆”，高端补水御润鲜妍保湿系列于 2020 年 8 月上市，至此公司的三大高端护肤产品线布局完成，而新三国系列已进入量产阶段。公司控股子公司漳州片仔癀上海家化口腔护理有限公司，其产品以“清火”为核心定位，推出口腔护理解决方案，目前已启动分拆上市项目，项目进展顺利。
- **外延并购拓宽产品矩阵，新药开发打开未来空间。** 2020 年 7 月公司收购龙晖药业 51% 股权，拓展安宫牛黄丸(双天然)及西黄丸(双天然)等传统经典中成药。安宫牛黄丸作为心脑血管领域传统名贵中药，市场规模约 24.2 亿元。公司借助片仔癀的品牌优势及全国高净值人群体验馆渠道优势，片仔癀牌安宫牛黄丸有望快速抢占市场份额。2020 年 8 月，公司 1 类新药 PZH2111 片获批临床，该新药主要用于治疗肝内胆管细胞癌、尿路上皮细胞癌等晚期实体肿瘤。12 月 2 日，公司 1 类新药 PZH2108 片获批临床，该新药主要用于治疗癌性疼痛，国内外暂无相同适应症的同靶点药品获批上市。
- **盈利预测。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 3.59 元、4.46 元和 5.51 元，对应 PE 分别为 121 倍、97 倍和 79 倍。
- **风险提示:** 片仔癀提价不及预期、片仔癀放量不及预期、化妆品销量不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6510.78	7552.51	8836.43	10426.99
增长率	13.78%	16.00%	17.00%	18.00%
归属母公司净利润(百万元)	1671.52	2162.99	2693.15	3326.13
增长率	21.62%	29.40%	24.51%	23.50%
每股收益 EPS(元)	2.77	3.59	4.46	5.51
净资产收益率 ROE	20.46%	22.17%	23.26%	23.85%
PE	157	121	97	79
PB	31.74	26.86	22.40	18.60

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.03
流通 A 股(亿股)	6.03
52 周内股价区间(元)	182.9-456.62
总市值(亿元)	2,620.57
总资产(亿元)	109.57
每股净资产(元)	13.97

### 相关研究

1. 片仔癀(600436): 国宝名药走向全国, 一核两翼展翅腾飞 (2021-02-08)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6510.78	7552.51	8836.43	10426.99	净利润	1689.36	2163.16	2721.89	3361.62
营业成本	3570.56	3943.53	4422.43	5046.18	折旧与摊销	102.67	71.45	72.26	73.17
营业税金及附加	53.23	62.46	72.43	85.69	财务费用	-60.12	3.51	-22.45	-27.57
销售费用	646.78	717.49	839.46	990.56	资产减值损失	-13.76	0.00	0.00	0.00
管理费用	335.42	302.10	353.46	417.08	经营营运资本变动	-28.83	-543.53	-343.39	-454.34
财务费用	-60.12	3.51	-22.45	-27.57	其他	-222.24	-6.53	-23.87	-24.33
资产减值损失	-13.76	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1467.08</b>	<b>1688.07</b>	<b>2404.44</b>	<b>2928.54</b>
投资收益	55.22	0.00	20.00	20.00	资本支出	-121.22	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	6.72	4.00	4.24	4.57	其他	-160.80	4.00	24.24	24.57
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-282.03</b>	<b>-6.00</b>	<b>14.24</b>	<b>14.57</b>
<b>营业利润</b>	<b>1977.09</b>	<b>2527.41</b>	<b>3195.34</b>	<b>3939.62</b>	短期借款	21.54	-718.38	0.00	0.00
其他非经营损益	1.81	20.20	11.78	12.92	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1978.90</b>	<b>2547.60</b>	<b>3207.12</b>	<b>3952.55</b>	股权融资	1.18	0.00	0.00	0.00
所得税	289.54	384.45	485.23	590.93	支付股利	-494.72	-601.68	-778.59	-969.43
净利润	1689.36	2163.16	2721.89	3361.62	其他	-64.51	-65.09	22.45	27.57
少数股东损益	17.84	0.17	28.74	35.49	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-536.52</b>	<b>-1385.15</b>	<b>-756.14</b>	<b>-941.86</b>
归属母公司股东净利润	1671.52	2162.99	2693.15	3326.13	<b>现金流量净额</b>	<b>642.26</b>	<b>296.91</b>	<b>1662.54</b>	<b>2001.26</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5168.46	5465.38	7127.91	9129.17	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	785.05	1003.55	1150.77	1336.63	销售收入增长率	13.78%	16.00%	17.00%	18.00%
存货	2190.94	2423.90	2719.41	3104.54	营业利润增长率	20.69%	27.83%	26.43%	23.29%
其他流动资产	151.59	147.33	172.38	203.40	净利润增长率	21.80%	28.05%	25.83%	23.50%
长期股权投资	481.20	481.20	481.20	481.20	EBITDA 增长率	21.68%	28.85%	24.70%	22.81%
投资性房地产	28.70	28.70	28.70	28.70	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	261.75	214.89	167.22	118.65	毛利率	45.16%	47.79%	49.95%	51.60%
无形资产和开发支出	259.38	249.73	240.08	230.44	三费率	14.16%	13.55%	13.25%	13.24%
其他非流动资产	878.50	873.55	868.61	863.67	净利率	25.95%	28.64%	30.80%	32.24%
<b>资产总计</b>	<b>10205.57</b>	<b>10888.24</b>	<b>12956.29</b>	<b>15496.40</b>	ROE	20.46%	22.17%	23.26%	23.85%
短期借款	718.38	0.00	0.00	0.00	ROA	16.55%	19.87%	21.01%	21.69%
应付和预收款项	465.76	615.93	696.09	785.93	ROIC	53.97%	62.92%	68.71%	75.55%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.02%	34.46%	36.72%	38.22%
其他负债	764.87	515.85	560.44	618.52	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1949.01</b>	<b>1131.78</b>	<b>1256.53</b>	<b>1404.45</b>	总资产周转率	0.68	0.72	0.74	0.73
股本	603.32	603.32	603.32	603.32	固定资产周转率	26.56	31.98	47.15	75.10
资本公积	1085.46	1085.46	1085.46	1085.46	应收账款周转率	13.30	13.38	13.26	13.40
留存收益	5861.81	7423.12	9337.69	11694.39	存货周转率	1.66	1.70	1.71	1.73
归属母公司股东权益	7862.17	9361.91	11276.47	13633.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.16%	—	—	—
少数股东权益	394.39	394.55	423.29	458.79	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8256.56</b>	<b>9756.46</b>	<b>11699.76</b>	<b>14091.96</b>	资产负债率	19.10%	10.39%	9.70%	9.06%
负债和股东权益合计	10205.57	10888.24	12956.29	15496.40	带息债务/总负债	36.86%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.61	9.20	10.08	10.97
					速动比率	3.39	6.73	7.63	8.50
					股利支付率	29.60%	27.82%	28.91%	29.15%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.77	3.59	4.46	5.51
					每股净资产	13.69	16.17	19.39	23.36
					每股经营现金	2.43	2.80	3.99	4.85
					每股股利	0.82	1.00	1.29	1.61
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	2019.64	2602.37	3245.15	3985.22					
PE	156.78	121.15	97.30	78.79					
PB	31.74	26.86	22.40	18.60					
PS	40.25	34.70	29.66	25.13					
EV/EBITDA	127.10	98.25	78.27	63.24					
股息率	0.19%	0.23%	0.30%	0.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn