

片仔癀 (600436.SH)

片仔癀主业持续高质量增长，新业务多点开花

事件：公司发布2021年半年报，2021年上半年，公司收入38.49亿元，同比+18.56%，实现归母净利润11.15亿元，同比+28.96%，扣非归母净利润11.15亿元，同比+29.92%。

2021Q2，公司收入18.47亿元，同比+20.57%，归母净利润5.50亿元，同比+38.54%，扣非归母净利润5.55亿元，同比+40.32%。

业绩符合预期。公司21H1业绩与此前业绩快报数据一致，符合预期。我们判断，公司上半年高增长的主要原因是片仔癀收入增长加速，以及整体净利率水平提升。21H1公司净利率达29.68%，相较20H1的27.22%提升明显，主要原因为高净利的片仔癀占比提升，以及化妆品净利率大幅提升。

片仔癀系列药品增长加速，利润率进一步提高。21H1，公司肝病用药（主要为片仔癀）收入17.1亿元，同比+26.5%，实现快速增长和逐季加速，其中国内收入14.7亿元，同比+34.6%，海外收入2.33亿元，同比-8.51%。分季度看21Q1，片仔癀收入9.2亿元，同比+20.6%，其中国内收入8.0亿元，同比+32.5%，海外收入1.2亿元，同比-23.7%。21Q2片仔癀收入7.9亿元，同比+34.2%，其中国内收入6.8亿元，同比+37.2%，海外收入1.1亿元，同比+17.9%（文后详见附图）。我们此前曾在研报中分析，20Q4以来市场上片仔癀锭剂明显缺货，终端价格明显上升，部分网络平台零售价超过1000元/锭。公司自6月以来通过报请相关部门进一步加大监督和查处力度，稳定供应量、规范终端销售、拓展网络销售渠道、增加片仔癀胶囊剂型供应维护市场秩序。目前，片仔癀终端价格及供应基本恢复正常。我们判断，公司21Q2收入加速可能与为了维护市场秩序，在终端明显缺货，渠道库存不足情况下增加发货量有关。根据我们模型测算，公司医药工业净利率由20H1的54.8%提升至21H1的57.3%，片仔癀净利率继续提升。

安宫牛黄丸等新的大单品正在培育。20Q1-21Q1的5个季度，公司药品收入中“其他”项分别为4.25、18.40、21.61、95.57、40.24百万元，体量逐季增加趋势明显；公司2020年7月取得黑龙江龙晖药业51%股权，获得安宫牛黄丸、西黄丸、鹿胎膏、参龟补肾口服液等品种，并对安牛等进行产品升级，“其他”药品增量应该源于以上品种。半年报中，公司心血管药物收入0.45亿元，上年同期仅139万元，我们判断，公司药品分类口径可能产生变化，心血管药物的增长主要来源于新品安宫牛黄丸。公司拥有天然麝香和牛黄战略库存，并在林麝养殖领域布局多年，在同样以牛黄和麝香为主药的安牛领域，有望实现突破，打造片仔癀以外的大单品。

化妆品、口腔日化增长稳健，利润率提升，化妆品子公司有望加速上市。21H1，公司日化化妆品收入4.3亿元，同比-4.6%；化妆品子公司收入3.59亿元，同比+9.0%，净利润0.98亿元，同比+31.9%，净利率27.2%，同比提升4.7pct。口腔护理子公司收入0.76亿元，基本持平，净利润945万元，同比+11.03%。公司成立片仔癀化妆品分拆上市工作领导小组，加快推进片仔癀化妆品的分拆上市；化妆品公司增长略有减缓可能筹划上市有关，后续化妆品子公司有望利润率提升后继续高速增长。

盈利预测：预计2021-2023年公司归母净利润分别为21.5亿元、27.3亿元、34.1亿元，对应增速分别为28.7%、26.7%、24.9%；EPS分别为3.56元、4.52元、5.64元，对应PE分别为103x、82x、65x。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；疫情持续影响片仔癀海外销售。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,722	6,511	7,882	9,405	11,100
增长率 yoy (%)	20.1	13.8	21.1	19.3	18.0
归母净利润(百万元)	1,374	1,672	2,151	2,726	3,405
增长率 yoy (%)	20.2	21.6	28.7	26.7	24.9
EPS 最新摊薄(元/股)	2.28	2.77	3.56	4.52	5.64
净资产收益率 (%)	19.9	20.5	22.0	22.6	22.7
P/E (倍)	161.8	133.0	103.4	81.6	65.3
P/B (倍)	33.5	28.3	23.5	18.9	15.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年8月23日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	中药
前次评级	买入
8月23日收盘价(元)	368.55
总市值(百万元)	222,352.56
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)	6.26

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): 业绩增长超预期，新董事长上任后公司发展有望加速》2021-07-17
- 2、《片仔癀 (600436.SH): 业绩稳健增长符合预期，新董事长上任有望开启新篇章》2021-04-25
- 3、《片仔癀 (600436.SH): 业绩符合预期，公司快速发展有望持续》2021-01-19



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7352	8296	10252	12425	15746
现金	4263	5168	6061	8138	10295
应收票据及应收账款	480	550	697	791	966
其他应收款	204	70	262	134	333
预付账款	189	165	264	248	356
存货	2097	2191	2816	2962	3645
其他流动资产	118	152	152	152	152
非流动资产	1458	1910	1984	2020	2071
长期投资	475	481	526	570	614
固定资产	242	274	328	369	406
无形资产	156	259	241	202	182
其他非流动资产	586	895	888	879	868
资产总计	8811	10206	12236	14445	17817
流动负债	1747	1800	2195	2059	2434
短期借款	697	718	718	718	718
应付票据及应付账款	261	241	345	331	442
其他流动负债	789	841	1132	1010	1274
非流动负债	94	149	151	150	150
长期借款	0	0	2	2	1
其他非流动负债	94	149	149	149	149
负债合计	1841	1949	2346	2210	2584
少数股东权益	338	394	420	454	501
股本	603	603	603	603	603
资本公积	1084	1085	1085	1085	1085
留存收益	4686	5862	7331	9195	11525
归属母公司股东权益	6631	7862	9470	11781	14732
负债和股东权益	8811	10206	12236	14445	17817

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-879	1467	1457	2455	2551
净利润	1387	1689	2176	2760	3452
折旧摊销	67	103	87	99	114
财务费用	-45	-60	-63	-95	-145
投资损失	-20	-55	-55	-55	-55
营运资金变动	-2342	-257	-668	-232	-790
其他经营现金流	74	48	-19	-22	-23
投资活动现金流	68	-282	-87	-58	-86
资本支出	65	419	30	-8	6
长期投资	43	15	-44	-44	-44
其他投资现金流	176	152	-101	-111	-124
筹资活动现金流	405	-537	-478	-320	-309
短期借款	97	22	0	0	0
长期借款	0	0	2	-1	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	446	1	0	0	0
其他筹资现金流	-138	-559	-480	-320	-308
现金净增加额	-402	642	893	2077	2156

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5722	6511	7882	9405	11100
营业成本	3191	3571	4169	4811	5501
营业税金及附加	46	53	71	81	94
营业费用	523	647	749	875	999
管理费用	273	335	406	485	572
研发费用	119	98	118	141	166
财务费用	-45	-60	-63	-95	-145
资产减值损失	-14	-14	-17	-20	-23
其他收益	13	24	24	24	24
公允价值变动收益	0	7	7	7	7
投资净收益	20	55	55	55	55
资产处置收益	5	41	12	15	17
营业利润	1638	1977	2546	3229	4039
营业外收入	9	13	9	11	10
营业外支出	3	11	6	6	7
利润总额	1645	1979	2549	3234	4043
所得税	258	290	373	473	592
净利润	1387	1689	2176	2760	3452
少数股东损益	13	18	25	35	47
归属母公司净利润	1374	1672	2151	2726	3405
EBITDA	1626	1970	2511	3163	3924
EPS (元)	2.28	2.77	3.56	4.52	5.64

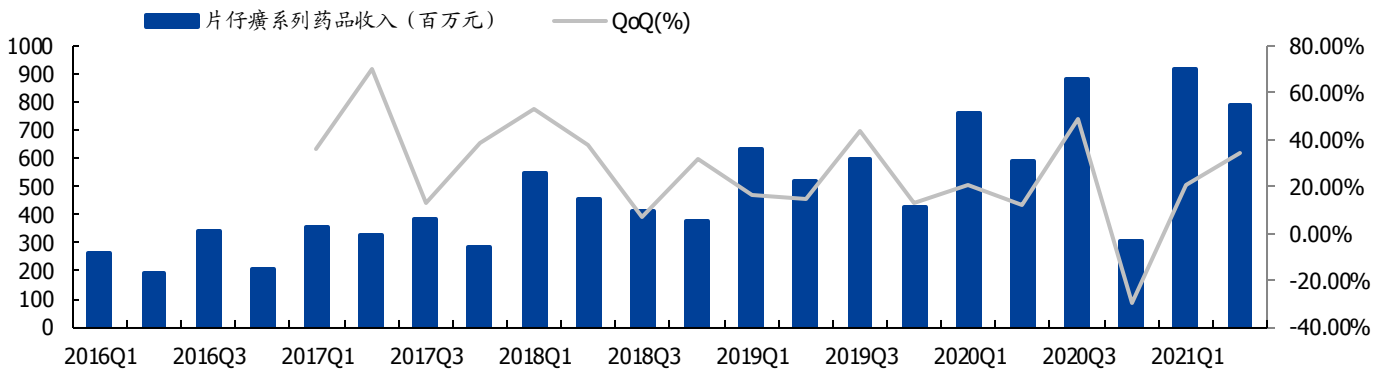
主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	20.1	13.8	21.1	19.3	18.0
营业利润(%)	24.1	20.7	28.8	26.8	25.1
归属于母公司净利润(%)	20.2	21.6	28.7	26.7	24.9
获利能力					
毛利率(%)	44.2	45.2	47.1	48.8	50.4
净利率(%)	24.0	25.7	27.3	29.0	30.7
ROE(%)	19.9	20.5	22.0	22.6	22.7
ROIC(%)	17.8	18.4	20.1	20.8	20.9
偿债能力					
资产负债率(%)	20.9	19.1	19.2	15.3	14.5
净负债比率(%)	-50.5	-52.7	-53.0	-59.8	-62.2
流动比率	4.2	4.6	4.7	6.0	6.5
速动比率	2.8	3.2	3.2	4.4	4.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	11.5	12.6	12.6	12.6	12.6
应付账款周转率	12.5	14.2	14.2	14.2	14.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.28	2.77	3.56	4.52	5.64
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.46	2.43	2.42	4.07	4.23
每股净资产(最新摊薄)	10.99	13.03	15.70	19.53	24.42
估值比率					
P/E	161.8	133.0	103.4	81.6	65.3
P/B	33.5	28.3	23.5	18.9	15.1
EV/EBITDA	134.8	110.9	86.6	68.1	54.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年8月23日收盘价

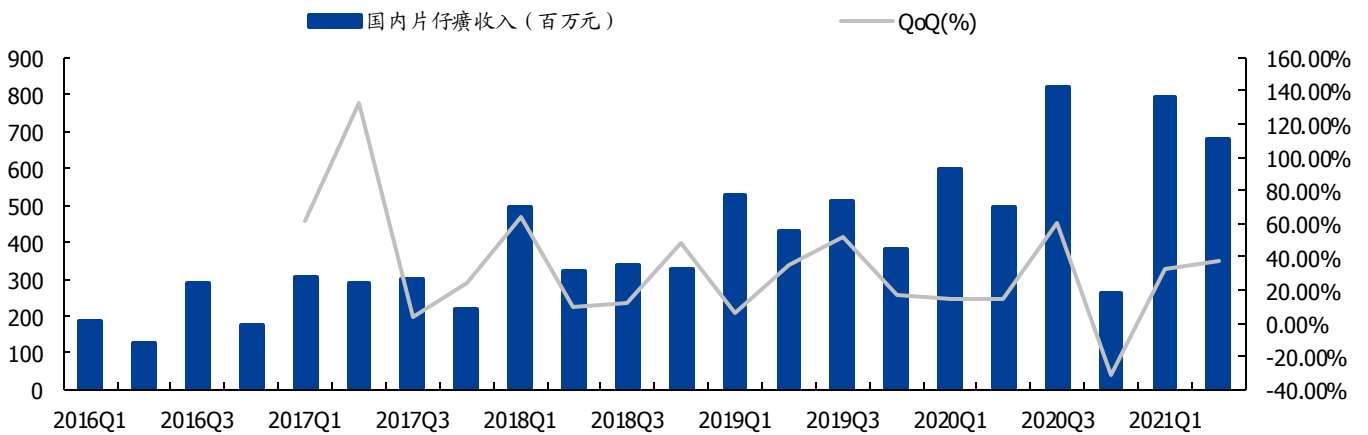
附图

图表 1: 片仔癀系列药品季度收入与增速拆分



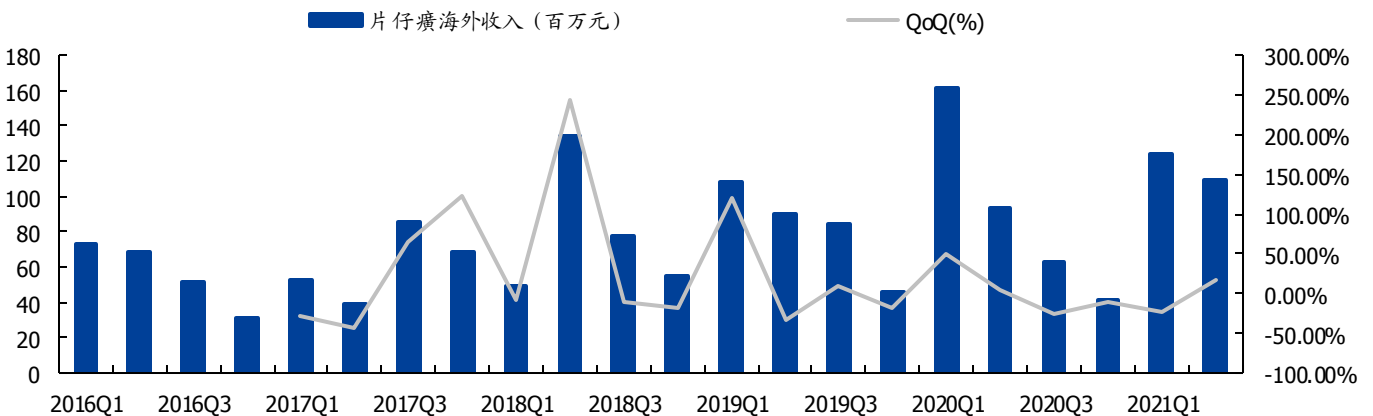
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 片仔癀系列药品国内季度收入与增速拆分



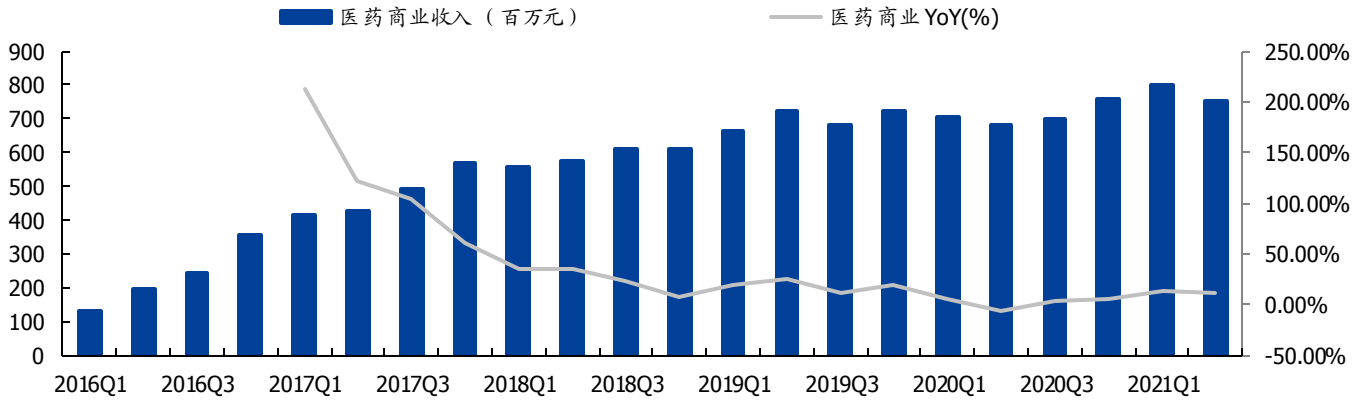
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 片仔癀系列药品海外季度收入与增速拆分



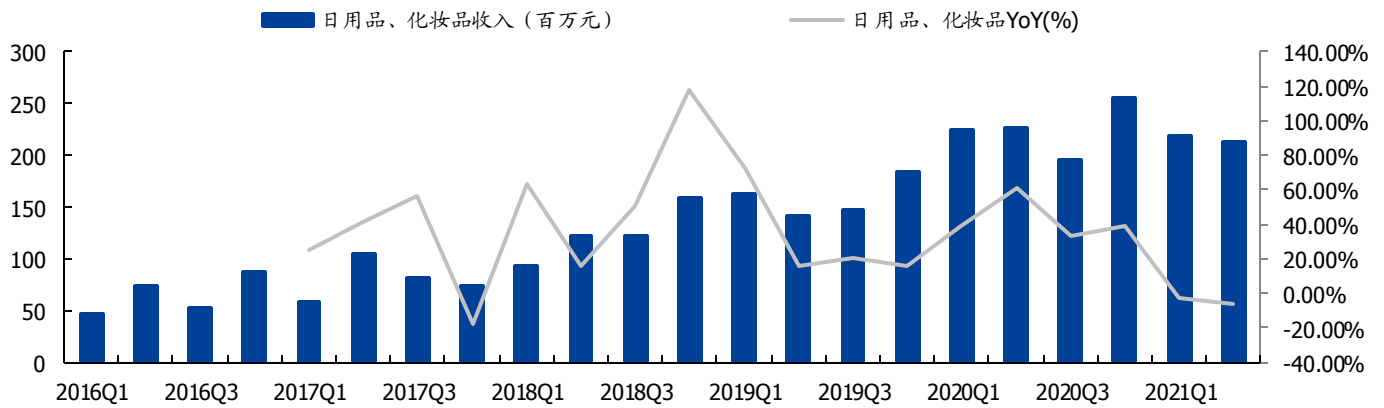
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

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：021-38124100
 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