

# 片仔癀 (600436.SH)

## 业绩提档换速大超预期，直销比例增加带动利润率明显提升

**事件:** 公司发布 2021 年三季报, 2021 年前三季度, 公司收入 61.12 亿元, 同比+20.55%, 实现归母净利润 20.11 亿元, 同比+51.36%, 扣非归母净利润 20.06 亿元, 同比+51.85%。

2021Q3, 公司收入 22.63 亿元, 同比+24.09%, 归母净利润 8.96 亿, 同比+93.08%, 扣非归母净利润 8.91 亿元, 同比+92.51%。

**业绩大超市场预期。** 公司三季报业绩明显超出全市场所有预期, 主要原因是片仔癀系列药品增速加快以及整体利润率明显提升所致, 2021Q3 公司整体净利率达 40.60%, 相较上半年提升超过 10 个百分点, 相较上年同期提高约 15 个百分点。我们判断, 公司新增线上片仔癀大药房天猫旗舰店和片仔癀大药房京东旗舰店, 直销占比增加是三季度利润率大幅提升, 业绩超预期的核心因素。

**片仔癀系列药品增长加速, 利润率进一步提高。** 21 前三季度, 公司肝病用药 (主要为片仔癀) 收入 29.9 亿元, 同比+33.88%, 实现快速增长和逐季加速, 其中国内收入 26.89 亿元, 同比+40.2%, 海外收入 3.04 亿元, 同比-4.26%。分季度看 21Q1, 片仔癀收入 9.2 亿元, 同比+20.6%; 21Q2 片仔癀收入 7.9 亿元, 同比+34.2%; 21Q3 片仔癀收入 12.9 亿元, 同比+45.2% 其中国内收入 12.1 亿元, 同比+47.6%, 海外收入 0.7 亿元, 同比+12.0% (详见文末附图)。我们判断, 公司 21Q2-Q3 收入加速可能与为了此前维护市场秩序, 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, 公司医药工业净利润率由 20H1 的 54.8% 提升至 21H1 的 57.3%, 全年可达 58%-59%, 片仔癀净利率继续提升。从片仔癀渠道变化看, 今年最大的亮点是片仔癀直销比例的上升, 根据片仔癀大药房京东和阿里线上销售数据估算, 直销比例可能达 30% 或者更高, 叠加近年来建设的超过 300 家片仔癀体验馆 (共建, 渠道利润归合作伙伴), 片仔癀基本实现了核心药品的渠道和终端掌控, 进而保证了对价格体系的控制力。从利润贡献看, 我们根据片仔癀市场价及出厂价估算, 直销的净利率至少比经销高 10% 以上, 后续直销比例如果继续提升, 片仔癀核心药品净利率有望进一步提升。

**安宫牛黄丸等新的大单品正在培育。** 公司除肝病以外药物前三季度实现收入 2.08 亿元, 同比+164%。根据公司公告的心脑血管以及“其他药品”的数据, 我们判断, 公司的新品安宫牛黄丸前三季度收入很可能已经破亿, 自去年发布以来势头迅猛, 有望打造成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。** 21 前三季度, 公司日化化妆品收入 5.6 亿元, 同比-13.9%, 毛利率提升 8% 至 71%; 公司此前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; 我们判断, 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 25.4 亿元、33.9 亿元、43.5 亿元, 对应增速分别为 52.0%、33.6%、28.1%; EPS 分别为 4.21 元、5.62 元、7.20 元, 对应 PE 分别为 100x、75x、59x。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	8,127	9,875	11,844
增长率 yoy (%)	20.1	13.8	24.8	21.5	19.9
归母净利润 (百万元)	1,374	1,672	2,540	3,392	4,345
增长率 yoy (%)	20.2	21.6	52.0	33.6	28.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.28	2.77	4.21	5.62	7.20
净资产收益率 (%)	19.9	20.5	25.2	26.0	25.6
P/E (倍)	185.5	152.5	100.4	75.2	58.7
P/B (倍)	38.4	32.4	25.9	19.9	15.2

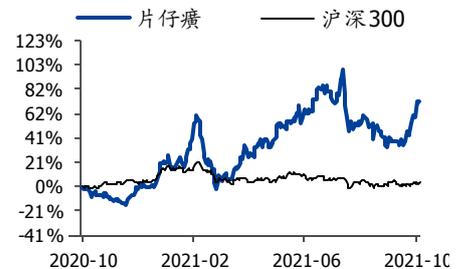
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 15 日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	中药
前次评级	买入
10月15日收盘价(元)	422.60
总市值(百万元)	254,961.85
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)	4.40

#### 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): 片仔癀主业持续高质量增长, 新业务多点开花》2021-08-23
- 2、《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
- 3、《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

**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
<b>流动资产</b>	7352	8296	10611	13515	17780
现金	4263	5168	6573	9304	12501
应收票据及应收账款	480	550	736	826	1048
其他应收款	204	70	272	144	355
预付账款	189	165	277	260	384
存货	2097	2191	2600	2829	3340
其他流动资产	118	152	152	152	152
<b>非流动资产</b>	1458	1910	1987	2028	2080
长期投资	475	481	514	552	588
固定资产	242	274	343	394	441
无形资产	156	259	241	202	182
其他非流动资产	586	895	889	880	869
<b>资产总计</b>	8811	10206	12598	15543	19860
<b>流动负债</b>	1747	1800	2133	2021	2345
短期借款	697	718	718	718	718
应付票据及应付账款	261	241	320	315	406
其他流动负债	789	841	1095	987	1221
<b>非流动负债</b>	94	149	152	151	151
长期借款	0	0	3	3	2
其他非流动负债	94	149	149	149	149
<b>负债合计</b>	1841	1949	2285	2172	2496
少数股东权益	338	394	454	534	636
股本	603	603	603	603	603
资本公积	1084	1085	1085	1085	1085
留存收益	4686	5862	7617	9961	12964
归属母公司股东权益	6631	7862	9859	12836	16727
<b>负债和股东权益</b>	8811	10206	12598	15543	19860

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	-879	1467	1984	3103	3565
净利润	1387	1689	2600	3472	4447
折旧摊销	67	103	88	101	117
财务费用	-45	-60	-68	-117	-190
投资损失	-20	-55	-38	-46	-42
营运资金变动	-2342	-257	-578	-285	-744
其他经营现金流	74	48	-19	-22	-23
<b>投资活动现金流</b>	68	-282	-108	-73	-104
资本支出	65	419	45	2	17
长期投资	43	15	-33	-38	-36
其他投资现金流	176	152	-96	-110	-123
<b>筹资活动现金流</b>	405	-537	-470	-299	-264
短期借款	97	22	0	0	0
长期借款	0	0	3	-1	-1
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	-474	-298	-264
<b>现金净增加额</b>	-402	642	1405	2731	3197

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	5722	6511	8127	9875	11844
营业成本	3191	3571	3990	4521	5137
营业税金及附加	46	53	73	85	100
营业费用	523	647	645	783	940
管理费用	273	335	394	464	539
研发费用	119	98	130	168	201
财务费用	-45	-60	-68	-117	-190
资产减值损失	-14	-14	-17	-21	-25
其他收益	13	24	19	21	20
公允价值变动收益	0	7	7	7	7
投资净收益	20	55	38	46	42
资产处置收益	5	41	12	15	17
<b>营业利润</b>	1638	1977	3056	4080	5228
营业外收入	9	13	9	11	10
营业外支出	3	11	6	6	7
<b>利润总额</b>	1645	1979	3058	4085	5232
所得税	258	290	459	613	785
<b>净利润</b>	1387	1689	2600	3472	4447
少数股东损益	13	18	60	80	102
<b>归属母公司净利润</b>	1374	1672	2540	3392	4345
EBITDA	1626	1970	3014	3991	5066
EPS (元)	2.28	2.77	4.21	5.62	7.20

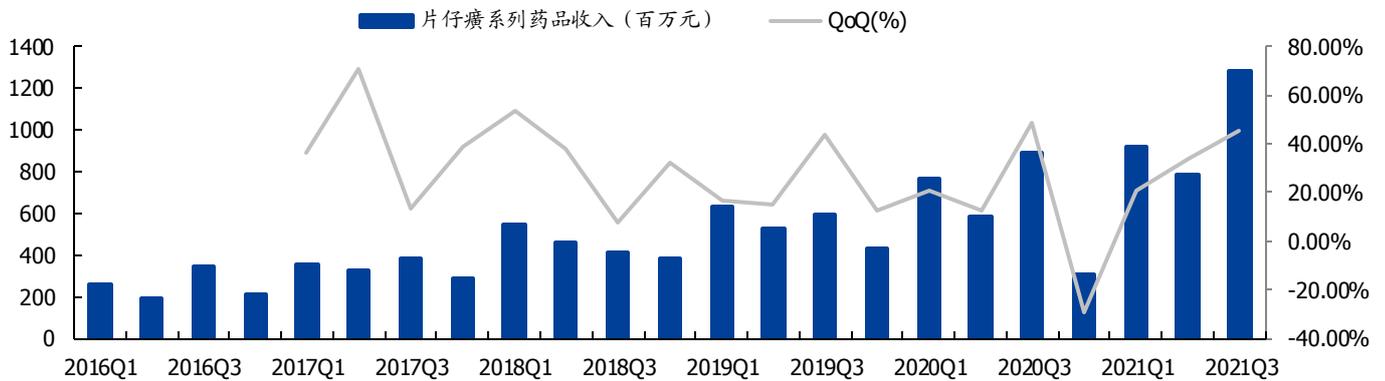
**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	20.1	13.8	24.8	21.5	19.9
营业利润(%)	24.1	20.7	54.6	33.5	28.1
归属于母公司净利润(%)	20.2	21.6	52.0	33.6	28.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	44.2	45.2	50.9	54.2	56.6
净利率(%)	24.0	25.7	31.3	34.4	36.7
ROE(%)	19.9	20.5	25.2	26.0	25.6
ROIC(%)	17.8	18.4	23.3	24.2	24.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	20.9	19.1	18.1	14.0	12.6
净负债比率(%)	-50.5	-52.7	-55.7	-63.4	-67.3
流动比率	4.2	4.6	5.0	6.7	7.6
速动比率	2.8	3.2	3.6	5.1	5.9
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.28	2.77	4.21	5.62	7.20
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.46	2.43	3.29	5.14	5.91
每股净资产(最新摊薄)	10.99	13.03	16.34	21.28	27.73
<b>估值比率</b>					
P/E	185.5	152.5	100.4	75.2	58.7
P/B	38.4	32.4	25.9	19.9	15.2
EV/EBITDA	154.9	127.4	82.8	61.9	48.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年10月15日收盘价

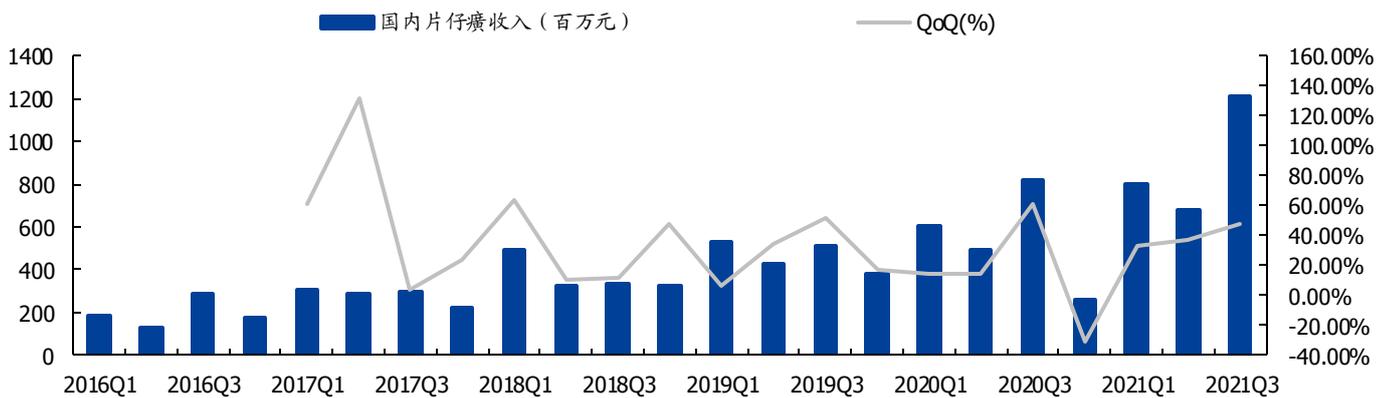
附图

图表 1: 片仔癀系列药品季度收入与增速拆分



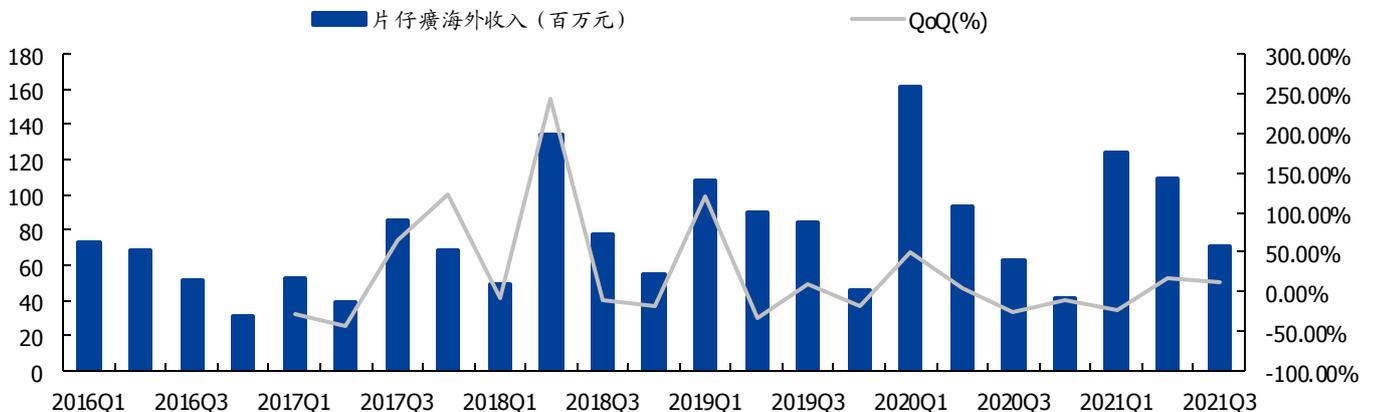
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

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



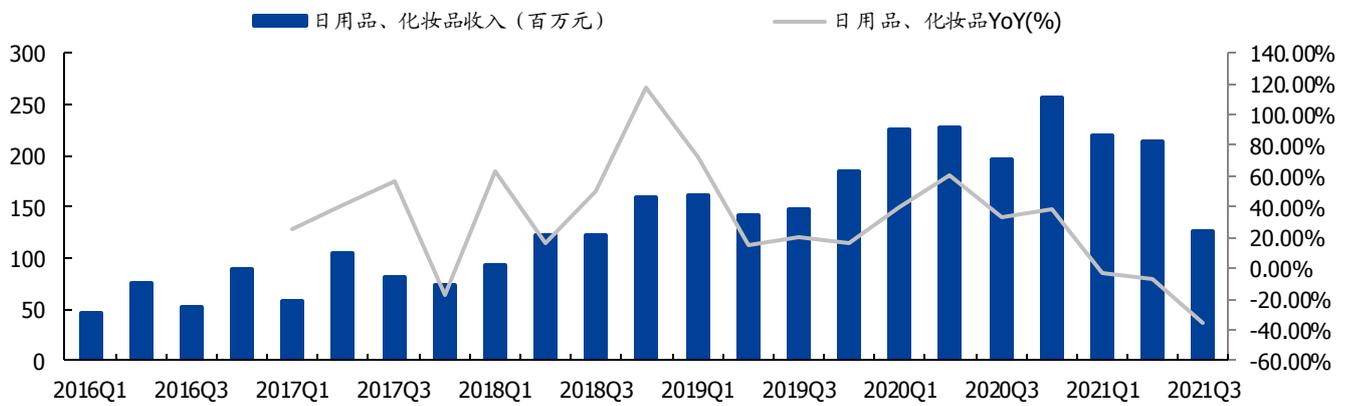
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

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