

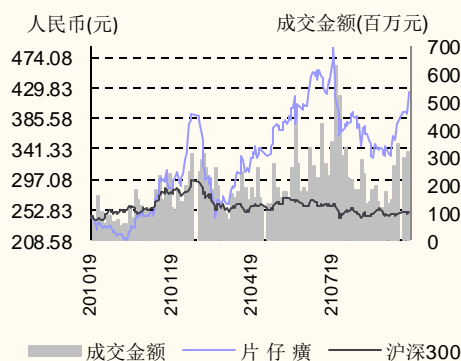
## 片仔癀 (600436.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 422.60 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.03
已上市流通 A 股(亿股)	6.03
总市值(亿元)	2,549.62
年内股价最高最低(元)	489.76/208.58
沪深 300 指数	4932
上证指数	3572



## 业绩增长超预期，线上渠道带动销量提高

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,722	6,511	7,840	9,258	10,862
营业收入增长率	20.06%	13.78%	20.42%	18.08%	17.32%
归母净利润(百万元)	1,374	1,672	2,077	2,551	3,114
归母净利润增长率	20.25%	21.62%	24.24%	22.85%	22.05%
摊薄每股收益(元)	2.278	2.771	3.442	4.229	5.161
每股经营性现金流净额	-1.51	2.38	2.72	3.87	4.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.73%	21.26%	20.90%	20.43%	19.96%
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 10月16日，公司公布了2021 Q1-Q3 公司实现营收 61.12 亿元，同比增长 20.55%；归母净利润 20.11 亿元，同比增长 51.36%；扣非后归母净利润 20.06 亿元，同比增长 51.85%。
- 2021 Q3 公司实现营收 22.63 亿元，同比增长 24.09%；归母净利润 8.96 亿元，同比增长 93.08%；扣非后归母净利润 8.91 亿元，同比增长 92.51%。

## 经营分析

- **业绩增长超预期，片仔癀系列药品增速加快。**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%。21Q3 公司在自营线上渠道发力（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），旨在让消费者能够正价买到药品，后续有望持续提高片仔癀总销量。
- **净利润率水平提高，费用率持续优化。**盈利能力来看 2021Q3 公司整体净利率达 40.60%，相较上半年提升 10%，同比提高 15%；21Q3 销售费用率降至 5.51% (-5.06%)，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。若线上渠道进一步拓展，公司利润率有望得到进一步提升。
- **公司日用品、化妆品盈利能力提升。**21Q1-Q3 公司日化化妆品收入 5.9 亿元 (-13.9%)，毛利率 71% (+8%)；公司目前正在筹划化妆品子公司分拆上市，我们认为，子公司分拆上市有利于资源配置，有望提升公司和片仔癀化妆品的核心竞争力，且降低上市公司费用率。

## 盈利调整与投资建议

- 我们认为公司产品有望持续实现量价齐升，预计公司 2021-2023 营业收入 78.4/92.6/108.62 亿元，预计 21-23 年归母净利润 20.8/25.5/31.1 亿元，EPS 3.4/4.2/5.2 元，当前股价对应 PE101/82/67 倍，维持“增持”评级。

## 风险提示

- 政策性风险；公司日化业务发展低于预期风险；原材料供给及价格变动风险；新建渠道发力不及预期风险；子公司上市不及预期风险。

## 相关报告

- 1.《核心品种持续增长，“一核多品”格局建成中-片仔癀 2021H1...》，2021.8.23
- 2.《业绩符合预期，“一核多品”格局建成中-片仔癀 2020 年报+2...》，2021.4.26
- 3.《业绩符合预期，化妆品子公司筹划分拆上市-片仔癀 2020Q3 点...》，2020.10.25

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002  
(8621)60230221  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,766</b>	<b>5,722</b>	<b>6,511</b>	<b>7,840</b>	<b>9,258</b>	<b>10,862</b>	货币资金	2,787	4,263	5,168	5,882	8,140	10,850
增长率		20.1%	13.8%	20.4%	18.1%	17.3%	应收款项	553	691	644	844	996	1,169
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,744</b>	<b>-3,191</b>	<b>-3,571</b>	<b>-4,135</b>	<b>-4,723</b>	<b>-5,391</b>	存货	1,667	2,097	2,191	2,436	2,782	3,175
%销售收入	57.6%	55.8%	54.8%	52.7%	51.0%	49.6%	其他流动资产	223	301	292	331	361	395
<b>毛利</b>	<b>2,022</b>	<b>2,531</b>	<b>2,940</b>	<b>3,705</b>	<b>4,534</b>	<b>5,471</b>	流动资产	5,230	7,352	8,296	9,492	12,280	15,589
%销售收入	42.4%	44.2%	45.2%	47.3%	49.0%	50.4%	%总资产	78.6%	83.4%	81.3%	82.7%	86.3%	88.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-43</b>	<b>-46</b>	<b>-53</b>	<b>-63</b>	<b>-74</b>	<b>-87</b>	长期投资	941	930	1,008	1,008	1,008	1,008
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	249	253	275	290	299	301
<b>销售费用</b>	<b>-392</b>	<b>-523</b>	<b>-647</b>	<b>-784</b>	<b>-1,000</b>	<b>-1,195</b>	%总资产	3.7%	2.9%	2.7%	2.5%	2.1%	1.7%
%销售收入	8.2%	9.1%	9.9%	10.0%	10.8%	11.0%	无形资产	159	188	309	337	363	386
<b>管理费用</b>	<b>-241</b>	<b>-273</b>	<b>-335</b>	<b>-372</b>	<b>-435</b>	<b>-510</b>	非流动资产	1,428	1,458	1,910	1,990	1,949	1,975
%销售收入	5.1%	4.8%	5.2%	4.8%	4.7%	4.7%	%总资产	21.4%	16.6%	18.7%	17.3%	13.7%	11.2%
<b>研发费用</b>	<b>-101</b>	<b>-119</b>	<b>-98</b>	<b>-149</b>	<b>-185</b>	<b>-228</b>	<b>资产总计</b>	<b>6,658</b>	<b>8,811</b>	<b>10,206</b>	<b>11,482</b>	<b>14,229</b>	<b>17,564</b>
%销售收入	2.1%	2.1%	1.5%	1.9%	2.0%	2.1%	短期借款	600	697	718	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,245</b>	<b>1,570</b>	<b>1,807</b>	<b>2,337</b>	<b>2,840</b>	<b>3,451</b>	应付款项	461	501	544	616	711	816
%销售收入	26.1%	27.4%	27.8%	29.8%	30.7%	31.8%	其他流动负债	229	550	538	504	605	721
<b>财务费用</b>	<b>10</b>	<b>45</b>	<b>60</b>	<b>91</b>	<b>145</b>	<b>197</b>	流动负债	1,290	1,747	1,800	1,120	1,315	1,537
%销售收入	-0.2%	-0.8%	-0.9%	-1.2%	-1.6%	-1.8%	%总资产	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-47</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	60	94	149	29	29	29
<b>投资收益</b>	<b>95</b>	<b>20</b>	<b>55</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>1,350</b>	<b>1,841</b>	<b>1,949</b>	<b>1,149</b>	<b>1,344</b>	<b>1,566</b>
%税前利润	7.1%	1.2%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,016</b>	<b>6,631</b>	<b>7,862</b>	<b>9,939</b>	<b>12,490</b>	<b>15,604</b>
<b>营业利润</b>	<b>1,320</b>	<b>1,638</b>	<b>1,977</b>	<b>2,438</b>	<b>2,995</b>	<b>3,657</b>	其中：股本	603	603	603	603	603	603
营业利润率	27.7%	28.6%	30.4%	31.1%	32.4%	33.7%	未分配利润	3,117	4,001	4,977	7,053	9,605	12,718
<b>营业外收支</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	少数股东权益	291	338	394	394	394	394
<b>税前利润</b>	<b>1,327</b>	<b>1,645</b>	<b>1,979</b>	<b>2,443</b>	<b>3,001</b>	<b>3,663</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,658</b>	<b>8,811</b>	<b>10,206</b>	<b>11,482</b>	<b>14,229</b>	<b>17,564</b>
利润率	27.9%	28.7%	30.4%	31.2%	32.4%	33.7%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-199</b>	<b>-258</b>	<b>-290</b>	<b>-366</b>	<b>-450</b>	<b>-549</b>		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税率	15.0%	15.7%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>1,129</b>	<b>1,387</b>	<b>1,689</b>	<b>2,077</b>	<b>2,551</b>	<b>3,114</b>	每股收益	1.894	2.278	2.771	3.442	4.229	5.161
少数股东损益	-14	13	18	0	0	0	每股净资产	8.315	10.991	13.032	16.474	20.702	25.863
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,143</b>	<b>1,374</b>	<b>1,672</b>	<b>2,077</b>	<b>2,551</b>	<b>3,114</b>	每股经营现金净流	1.015	-1.506	2.381	2.715	3.868	4.672
净利率	24.0%	24.0%	25.7%	26.5%	27.6%	28.7%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							<b>回报率</b>						
<b>净利润</b>	<b>1,129</b>	<b>1,387</b>	<b>1,689</b>	<b>2,077</b>	<b>2,551</b>	<b>3,114</b>	净资产收益率	22.78%	20.73%	21.26%	20.90%	20.43%	19.96%
<b>少数股东损益</b>	<b>-14</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	总资产收益率	17.17%	15.60%	16.38%	18.09%	17.93%	17.73%
<b>非现金支出</b>	<b>113</b>	<b>53</b>	<b>89</b>	<b>72</b>	<b>81</b>	<b>89</b>	投入资本收益率	17.87%	17.16%	17.10%	19.23%	18.74%	18.33%
<b>非经营收益</b>	<b>-102</b>	<b>-7</b>	<b>-84</b>	<b>-65</b>	<b>35</b>	<b>-6</b>	<b>增长率</b>						
<b>营运资金变动</b>	<b>-528</b>	<b>-2,342</b>	<b>-257</b>	<b>-446</b>	<b>-333</b>	<b>-378</b>	主营业务收入增长率	28.33%	20.06%	13.78%	20.42%	18.08%	17.32%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>612</b>	<b>-909</b>	<b>1,437</b>	<b>1,638</b>	<b>2,334</b>	<b>2,819</b>	EBIT增长率	39.60%	26.11%	15.13%	29.33%	21.52%	21.49%
<b>资本开支</b>	<b>55</b>	<b>-52</b>	<b>-333</b>	<b>-111</b>	<b>-75</b>	<b>-109</b>	净利润增长率	41.62%	20.25%	21.62%	24.24%	22.85%	22.05%
<b>投资</b>	<b>-1</b>	<b>43</b>	<b>13</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	总资产增长率	17.87%	32.34%	15.83%	12.51%	23.92%	23.44%
<b>其他</b>	<b>12</b>	<b>77</b>	<b>38</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资活动现金净流</b>	<b>65</b>	<b>68</b>	<b>-282</b>	<b>-111</b>	<b>-75</b>	<b>-109</b>	应收账款周转天数	17.0	29.1	27.5	29.0	29.0	29.0
<b>股权募资</b>	<b>31</b>	<b>29</b>	<b>19</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	存货周转天数	193.5	215.3	219.2	215.0	215.0	215.0
<b>债权募资</b>	<b>133</b>	<b>96</b>	<b>-4</b>	<b>-790</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应付账款周转天数	12.7	22.7	21.9	22.0	22.0	22.0
<b>其他</b>	<b>-272</b>	<b>284</b>	<b>-557</b>	<b>-24</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	18.7	15.5	15.4	13.4	11.7	10.1
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-108</b>	<b>410</b>	<b>-543</b>	<b>-814</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>现金净流量</b>	<b>570</b>	<b>-431</b>	<b>612</b>	<b>714</b>	<b>2,258</b>	<b>2,710</b>	净负债/股东权益	-41.20%	-51.17%	-53.90%	-56.92%	-63.18%	-67.82%
							EBIT利息保障倍数	-123.2	-34.9	-30.1	-25.7	-19.6	-17.6
							资产负债率	20.28%	20.90%	19.10%	10.00%	9.45%	8.91%

来源：公司年报、国金证券研究所

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402