

公司研究

线上渠道放量业绩高增，品牌势能持续扩大

——片仔癀（600436.SH）2021年三季度点评

买入（维持）

当前价：422.60元

作者

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

021-52523570

huangsuqing@ebsec.com

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	6.03
总市值(亿元)	2549.63
一年最低/最高(元)	206.86/491.88
近3月换手率	51.38%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	23.94	-6.32	70.91
绝对	26.22	-9.87	75.00

资料来源：Wind

相关研报

渠道拓展强劲，片仔癀系列量利齐升——片仔癀（600436.SH）2021年半年报点评（2021-08-22）

片仔癀终端需求旺盛+渠道拓展加速驱动业绩超预期——片仔癀（600436.SH）2021年半年报业绩快报点评（2021-07-20）

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（2021-04-25）

要点

事件：公司公布2021年三季报：前三季度实现营业收入61.12亿元，同比+20.55%；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%；经营性净现金流6.44亿元，同比-56.60%；EPS3.33元。业绩超出市场预期。

点评：

Q3业绩大幅超预期，片仔癀系列线上渠道放量带动盈利能力提升。2021Q1~3，单季度营业收入分别为20.02/18.47/22.63亿元，同比+16.76%/20.57%/24.09%；归母净利润5.65/5.50/8.96亿元，同比+20.84%/38.54%/93.08%；扣非归母净利润5.60/5.55/8.91亿元，同比+21.02%/40.32%/92.51%。公司Q3业绩大幅超出市场预期，利润增速明显快于收入，主要系公司拓展营销渠道，新增线上片仔癀大药房天猫旗舰店和京东旗舰店等，直销比例大幅上升导致盈利能力提升。

“一核两翼”战略持续推进，安宫牛黄丸营收有望过亿。分产品看，Q1-3肝病用药（主要是片仔癀系列）营收29.93亿元，同比+33.88%，其中Q3单季度营收12.85亿元，同比+45.17%，收入增速明显加快，与线上渠道销售增长有关。Q1-3心血管用药营收0.84亿，同比+3855%，主要由2020年7月公司收购龙晖药业51%股权而获得的安宫牛黄丸贡献，公司自今年二季度开始铺货，借助片仔癀系列原有渠道网络迅速放量，即将成为下一个过亿大单品，成长可期。同期，化妆品、日化实现营收5.59亿，同比-13.90%，成本同比-33.04%，收入下滑与收入确认方式改变有关，成本下滑幅度远大于营收，估计三季度净利润仍保持快速增长。食品板块实现营收0.32亿，同比+279.81%，发展势头良好。

销售和管理费用下降，经营效率显著提升。Q3单季度毛利率同比提升9.15pp至58.35%，净利率同比提升14.88pp至40.60%，创历史最高水平。Q3单季度销售费用1.25亿，同比-35.33%，销售费用率同比下降5.06pp至5.51%；管理费用0.73亿，同比-37.11%，管理费用率同比下降3.13pp至3.21%，由于公司线上销售比例提升，销售和管理费用大幅减少，盈利能力显著提升。经营性净现金流6.44亿元，同比-56.60%，主要由于公司定期存款增加所致。公司整体经营形势向好，营收和费用端均得到改善。

销售渠道拓展和管控力度增强，终端缺货情况已消除。除了线上渠道强劲发力外，公司持续拓展线下营销网络，加大体验馆的布局。三季报显示公司持续加强北方薄弱市场的开拓与发展，东北、华北和西北地区营收同比分别增长46.23%、45.38%和76.50%，效果显著。同时，公司加强了市场策划和终端管控力，二季度开始为缓解终端缺货溢价的情况，公司提高了经销商发货节奏，增加了片仔癀胶囊的供应，同时积极布局线上渠道，加大投放力度，严控终端售价，体验馆和线上旗舰店均采用限量销售模式，有效打击片仔癀锭剂的囤货和炒作行为，多管齐下管控得力。

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。公司不断夯实医药制造业基础，强化“一核两翼”大健康战略，持续完善销售渠道，扩充产品管线，品牌势能不断提升。考虑到公司线上业务占比提升带动盈利能力增强，预计该趋势有望延续，上调2021-2023年EPS为4.17/5.42/6.91元（较前次预测分别上调24.85%/34.49%/42.77%），当前股价对应PE为101/78/61倍，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	7,836	9,491	11,514
营业收入增长率	20.06%	13.78%	20.36%	21.12%	21.31%
净利润 (百万元)	1,374	1,672	2,518	3,269	4,169
净利润增长率	20.25%	21.62%	50.61%	29.87%	27.51%
EPS (元)	2.28	2.77	4.17	5.42	6.91
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.73%	21.26%	25.59%	26.74%	27.34%
P/E	186	153	101	78	61
P/B	38.4	32.4	25.9	20.9	16.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-10-15

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	7,836	9,491	11,514
营业成本	3,191	3,571	3,754	4,318	4,994
折旧和摊销	56	90	60	65	69
税金及附加	46	53	66	80	97
销售费用	523	647	627	731	887
管理费用	273	335	353	427	518
研发费用	119	98	117	142	173
财务费用	-45	-60	-12	-38	-54
投资收益	20	55	55	55	55
营业利润	1,638	1,977	2,991	3,883	4,951
利润总额	1,645	1,979	2,987	3,880	4,948
所得税	258	290	453	588	750
净利润	1,387	1,689	2,535	3,292	4,198
少数股东损益	13	18	17	23	29
归属母公司净利润	1,374	1,672	2,518	3,269	4,169
EPS(按最新股本计)	2.28	2.77	4.17	5.42	6.91

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-879	1,467	2,317	2,817	3,619
净利润	1,374	1,672	2,518	3,269	4,169
折旧摊销	56	90	60	65	69
净营运资金增加	763	401	873	1,274	1,550
其他	-3,073	-696	-1,134	-1,792	-2,170
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	-1,249	-843	-1,090
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	45	87	105
净现金流	-402	642	1,075	1,907	2,462

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	44.2%	45.2%	52.1%	54.5%	56.6%
EBITDA 率	29.1%	29.9%	38.0%	40.7%	42.7%
EBIT 率	27.9%	28.3%	37.3%	40.0%	42.1%
税前净利润率	28.7%	30.4%	38.1%	40.9%	43.0%
归母净利润率	24.0%	25.7%	32.1%	34.4%	36.2%
ROA	15.7%	16.6%	22.0%	23.5%	24.4%
ROE (摊薄)	20.7%	21.3%	25.6%	26.7%	27.3%
经营性 ROIC	25.2%	26.0%	35.6%	39.0%	41.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	21%	19%	11%	10%	9%
流动比率	4.21	4.61	8.54	9.94	11.51
速动比率	3.01	3.39	6.50	7.76	9.18
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

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	8,811	10,206	11,524	14,022	17,180
货币资金	4,263	5,168	6,243	8,150	10,612
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	470	509	613	743	901
应收票据	11	40	48	59	71
其他应收款 (合计)	204	70	92	111	135
存货	2,097	2,191	2,304	2,652	3,071
其他流动资产	118	152	152	152	152
流动资产合计	7,352	8,296	9,626	12,067	15,173
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	306	342	373
在建工程	11	1	8	14	18
无形资产	156	259	242	226	211
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	1,898	1,955	2,008
总负债	1,841	1,949	1,275	1,362	1,467
短期借款	697	718	0	0	0
应付账款	206	222	234	269	311
应付票据	55	19	19	22	26
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	1,127	1,214	1,318
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	10,248	12,659	15,713
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	6,951	9,340	12,364
归属母公司权益	6,631	7,862	9,837	12,225	15,250
少数股东权益	338	394	412	434	464

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	9.14%	9.93%	8.00%	7.70%	7.70%
管理费用率	4.77%	5.15%	4.50%	4.50%	4.50%
财务费用率	-0.79%	-0.92%	-0.15%	-0.40%	-0.47%
研发费用率	2.09%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
所得税率	16%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.82	0.90	1.46	1.90	2.42
每股经营现金流	-1.46	2.43	3.84	4.67	6.00
每股净资产	10.99	13.03	16.30	20.26	25.28
每股销售收入	9.48	10.79	12.99	15.73	19.08

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	186	153	101	78	61
PB	38.4	32.4	25.9	20.9	16.7
EV/EBITDA	153.9	131.3	84.9	65.3	51.0
股息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%

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