

2021年10月18日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元) 466

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2021/10/15)	422.60		
上证指数(2021/10/15)	3572.37		
股价 12 个月高/低	491.88/206.86		
总发行股数(百万)	603.32		
A 股数(百万)	603.32		
A 市值(亿元)	2549.62		
主要股东	漳州市九龙江集团有限公司 (57.80%)		
每股净值(元)	15.49		
股价/账面净值	27.28		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	23.8	-9.9	71.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

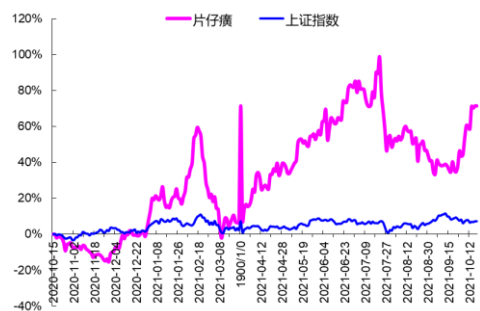
产品组合

药品销售	88.4%
日用品、化妆品销售	11.4%
食品销售	0.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.7%
一般法人	64.2%

股价相对大盘走势



片仔癀(600436.SZ)

Trading Buy 区间操作

线上直销推动 Q3 净利超预期增长

结论与建议:

- 公司业绩:** 公司 2021Q1-Q3 实现营收 61.1 亿元, YOY+20.6%, 录得净利润 20.1 亿元, YOY+51.4%, 扣非后净利 20.1 亿元, YOY+51.9%, 公司业绩好于预期。其中公司 21Q3 单季度实现营收 22.6 亿元, YOY+24.1%, 录得净利润 9.0 亿元, YOY+93.1%, 扣非后净利 8.9 亿元, YOY+92.5%。
- 片仔癀线上直销推升 Q3 净利率:** 公司 Q3 新开片仔癀大药房京东旗舰店和天猫旗舰店, 推动公司 Q3 单季度肝病用药营收(主要是片仔癀)同比增长 45.2%至 12.9 亿元, 估算线上销售额占比达到 1/3, 成为增长贡献的主力, 并且由于线上直接按照 590 元/锭销售, 推动 Q3 单季肝病用药毛利率环比提升 2.6 个百分点, 同比提升 3.7 个百分点。此外由于直销模式使得销售费用有所节约, Q3 单季度销售费用率为 5.51%, 环比下降 3.4 个百分点, 同比下降 5.1 个百分点。直销模式对销售量、毛利率、销售费用端的共同作用, 推动公司 Q3 净利率环比提升 9.8 个百分点、同比提升 14.1 个百分点至 39.6%。
- 安宫牛黄丸上量, 流通及化妆品业务稳健:** 受安宫牛黄丸产品推动, 公司 2021 年前三季度心血管用药营收同比增长 40 倍至 8405 万元, 预计后续将会成长为大单品。前三季度医药流通业营收为 23.0 亿元, YOY+10.4%, 较为稳健, 日化业营收为 5.6 亿元, YOY-13.9%, 预计随着国货潮风起, 后续将会带动公司日化产品增长。
- 盈利预测:** 由于线上销售对公司的影响超预期, 我们上调对公司的盈利预测。我们预计公司 2021、2022 年分别实现净利润 25.3 亿元、31.5 亿元, 分别 YOY+51.5%/+24.3% (原预计公司 2021、2022 年分别实现净利润 20.1 亿元、23.9 亿元, 分别 YOY+20.3%、+18.7%), EPS 分别为 4.2 元/5.2 元, 对应 PE 为 101 倍/81 倍, 考虑到目前估值偏高, 维持“区间操作”评级。
- 风险提升:** 控货影响超预期, 原材料价格上涨超预期, 日化产品恢复不及预期

年度截止 12月 31 日		2014	2015	2016	2017E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1143	1374	1672	2532	3147
同比增减	%	41.62	20.25	21.62	213.73	24.29
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.89	2.28	2.77	4.20	5.22
同比增减	%	41.04	20.63	21.49	51.50	24.29
市盈率(P/E)	X	224.34	185.96	153.07	101.03	81.29
股利 (DPS)	RMB 元	0.60	0.82	0.90	1.26	1.56
股息率 (Yield)	%	0.14	0.19	0.21	0.30	0.37

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	4766	5722	6511	7968	9447
经营成本	2744	3191	3571	3847	4483
营业税金及附加	43	46	53	75	89
销售费用	392	523	647	619	723
管理费用	241	273	335	369	435
财务费用	-10	-45	-60	-72	-47
资产减值损失	47			0	0
投资收益	95	20	55	43	50
营业利润	1320	1638	1977	3060	3757
营业外收入	12	9	13	10	8
营业外支出	5	3	11	13	8
利润总额	1327	1645	1979	3057	3757
所得税	199	258	290	470	579
少数股东损益	-14	13	18	55	32
归母净利润	1143	1374	1672	2532	3147

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
货币资金	2787	4263	5168	2435	2800
应收账款	444	470	509	515	618
存货	1667	2097	2191	1181	1122
流动资产合计	5230	7352	8296	5062	6074
长期股权投资	536	475	481	506	658
固定资产	231	230	261	268	295
在建工程	5	11	1	6	7
非流动资产合计	1428	1458	1910	1645	1891
资产总计	6658	8811	10206	6706	7965
流动负债合计	1290	1747	1800	1382	1658
非流动负债合计	60	94	149	74	77
负债合计	1350	1841	1949	1456	1736
少数股东权益	291	338	394	665	2195
股东权益合计	5016	6631	7862	4585	4035
负债及股东权益合计	6658	8811	10206	6706	7965

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2018	2019	2020	2021E	2022E
经营活动所得现金净额	612	-879	1467	1,638	1,802
投资活动所用现金净额	65	68	-282	-352	-298
融资活动所得现金净额	-116	405	-537	-456	-387
现金及现金等价物净增加额	570	-402	642	830	1117

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。