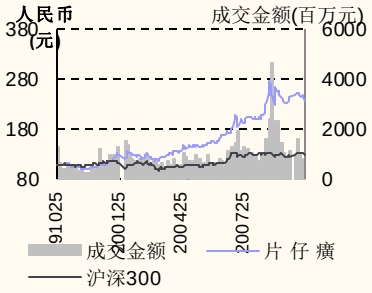
片仔癀 (600436.SH) 增持（维持评级） 公司点评

市场价格（人民币）：235.88 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)	1,423.10
年内股价最高最低(元)	251.66/228.91
沪深 300 指数	4718
上证指数	3278



相关报告

1.《日化板块快速放量，核心品种有望下半年提速-片仔癀 2020H1...》，2020.8.23

2.《业绩符合预期，片仔癀稳健，日化快速增长-片仔癀 2019+20...》，2020.4.26

3.《片仔癀锭剂提价，看好量价齐升-片仔癀公司点评》，2020.1.21

4.《业绩符合预期，核心产品单季度实现高增长-片仔癀公司点评》，2019.10.25

王麟 分析师 SAC 执业编号：S1130520030001
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

业绩符合预期，化妆品子公司筹划分拆上市

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,766	5,722	6,753	8,310	10,015
营业收入增长率	28.33%	20.06%	18.01%	23.06%	20.52%
归母净利润(百万元)	1,143	1,374	1,678	2,073	2,547
归母净利润增长率	41.62%	20.25%	22.08%	23.53%	22.86%
摊薄每股收益(元)	1.894	2.278	2.781	3.435	4.221
每股经营性现金流净额	1.01	-1.46	2.86	2.75	3.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.78%	20.73%	20.19%	19.96%	19.70%
P/E	124.51	103.55	84.82	68.66	55.88
P/B	28.37	21.46	17.13	13.71	11.01

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10 月 23 日，片仔癀发布 2020 三季度报：2020Q1-Q3 营业收入 50.7 亿元，同比增长 16.78%；归母净利润 13.3 亿元，同比增长 19.83%；扣非归母净利润 13.2 亿元，同比增长 19.73%，业绩增速符合预期。

经营分析

- **医药行业毛利略增，日化板块快速放量：**医药行业 2020 前三季度毛利率 45.04%，同比增加 3.38 个百分点；营业收入 44.0 亿元，同比增长 13.56%。日化板块 2020 前三季度收入 6.49 亿元，同比增长 44.07%。日化板块快速放量主要为公司 2019 年底新建渠道、加强终端活力所致。2020 前三季度销售费用 5.16 亿元，同比增长 44.3%，预计主要是公司和日化行业控股子公司根据营销计划用于市场推广的相关费用增加所致。待公司新建渠道发力后，日化板块未来有望快速放量。

- **核心品种片仔癀维持较快增长：**以肝病用药计算，公司 2020 Q3 核心产品片仔癀系列收入约 8.85 亿元，同比增长 48.6%，加速增长；受上游成本压力冲击，毛利率下降 1.8 个百分点。今年公司对片仔癀锭剂进行提价，且得益于体验馆开店和高强度的市场推广，预计 2020 年核心品种收入仍将保持较快增长。

- **化妆品控股子公司筹划分拆上市，日化业务版块未来可期：**公司公告筹划化妆品子公司分拆上市，上市公司持有 90.19%股份，漳州市国资持有 9.81%股份。子公司 2019 年营收 4.3 亿元，净利润 0.81 亿元，2020H1 收入 3.3 亿元，净利润 0.74 亿元，收入增速较快。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，化妆品公司经营可更加独立，且上市公司费用率预计在子公司上市后降低。

盈利预测及投资建议

- 我们预计 2020-2022 年 EPS 为 2.78/3.44/4.22 元，当前股价对应 PE 为 84.8/68.7/55.9 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。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**3,714**	**4,766**	**5,722**	**6,753**	**8,310**	**10,015**
增长率		28.3%	20.1%	18.0%	23.1%	20.5%
主营业务成本	-2,107	-2,744	-3,191	-3,606	-4,438	-5,348
%销售收入	56.7%	57.6%	55.8%	53.4%	53.4%	53.4%
毛利	1,607	2,022	2,531	3,147	3,872	4,667
%销售收入	43.3%	42.4%	44.2%	46.6%	46.6%	46.6%
营业税金及附加	-40	-43	-46	-54	-66	-80
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-404	-392	-523	-743	-914	-1,052
%销售收入	10.9%	8.2%	9.1%	11.0%	11.0%	10.5%
管理费用	-202	-241	-273	-324	-416	-501
%销售收入	5.4%	5.1%	4.8%	4.8%	5.0%	5.0%
研发费用	-70	-101	-119	-142	-175	-210
%销售收入	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
息税前利润（EBIT）	892	1,245	1,570	1,884	2,302	2,824
%销售收入	24.0%	26.1%	27.4%	27.9%	27.7%	28.2%
财务费用	4	10	45	74	121	156
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-0.8%	-1.1%	-1.5%	-1.6%
资产减值损失	-14	-47	-16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	48	95	20	0	0	0
%税前利润	5.1%	7.1%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	947	1,320	1,638	1,968	2,432	2,990
营业利润率	25.5%	27.7%	28.6%	29.1%	29.3%	29.9%
营业外收支	-6	7	6	6	6	6
税前利润	942	1,327	1,645	1,974	2,438	2,996
利润率	25.4%	27.9%	28.7%	29.2%	29.3%	29.9%
所得税	-161	-199	-258	-296	-366	-449
所得税率	17.1%	15.0%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	780	1,129	1,387	1,678	2,073	2,547
少数股东损益	-27	-14	13	0	0	0
归属于母公司的净利润	**807**	**1,143**	**1,374**	**1,678**	**2,073**	**2,547**
净利率	21.7%	24.0%	24.0%	24.8%	24.9%	25.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	780	1,129	1,387	1,678	2,073	2,547
少数股东损益	-27	-14	13	0	0	0
非现金支出	84	113	80	58	73	88
非经营收益	-36	-102	-7	45	-6	-6
营运资金变动	-151	-528	-2,342	-54	-481	-526
经营活动现金净流	**677**	**612**	**-881**	**1,728**	**1,659**	**2,102**
资本开支	-38	55	-52	-149	-159	-159
投资	67	-1	43	-22	-22	-22
其他	34	12	77	0	0	0
投资活动现金净流	**63**	**65**	**68**	**-171**	**-181**	**-181**
股权募资	8	31	29	0	0	0
债权募资	-226	133	96	-714	0	0
其他	-200	-272	284	-23	0	0
筹资活动现金净流	**-418**	**-108**	**410**	**-737**	**0**	**0**
现金净流量	**322**	**570**	**-404**	**820**	**1,478**	**1,921**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,117	2,787	4,263	5,083	6,561	8,482
应收款项	586	553	691	732	901	1,085
存货	1,243	1,667	2,097	2,075	2,553	3,077
其他流动资产	273	223	301	184	226	273
流动资产	4,218	5,230	7,352	8,074	10,241	12,917
%总资产	74.7%	78.6%	83.4%	84.3%	86.4%	88.3%
长期投资	885	941	930	953	975	997
固定资产	262	249	253	272	285	292
%总资产	4.6%	3.7%	2.9%	2.8%	2.4%	2.0%
无形资产	223	159	188	276	355	426
非流动资产	1,430	1,428	1,458	1,501	1,615	1,715
%总资产	25.3%	21.4%	16.6%	15.7%	13.6%	11.7%
资产总计	**5,648**	**6,658**	**8,811**	**9,575**	**11,856**	**14,631**
短期借款	467	600	697	0	0	0
应付款项	478	461	501	512	631	758
其他流动负债	207	229	550	385	475	577
流动负债	1,151	1,290	1,747	897	1,106	1,335
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	72	60	94	30	30	30
负债	**1,223**	**1,350**	**1,841**	**927**	**1,136**	**1,365**
普通股股东权益	**4,136**	**5,016**	**6,631**	**8,309**	**10,382**	**12,928**
其中：股本	603	603	603	603	603	603
未分配利润	2,346	3,117	4,001	5,678	7,751	10,298
少数股东权益	289	291	338	338	338	338
负债股东权益合计	**5,648**	**6,658**	**8,811**	**9,575**	**11,856**	**14,631**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.338	1.894	2.278	2.781	3.435	4.221
每股净资产	6.856	8.315	10.991	13.773	17.208	21.429
每股经营现金净流	1.122	1.015	-1.461	2.864	2.750	3.484
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	19.51%	22.78%	20.73%	20.19%	19.96%	19.70%
总资产收益率	14.29%	17.17%	15.60%	17.52%	17.48%	17.40%
投入资本收益率	15.02%	17.87%	17.16%	18.52%	18.25%	18.09%
增长率						
主营业务收入增长率	60.85%	28.33%	20.06%	18.01%	23.06%	20.52%
EBIT增长率	46.87%	39.60%	26.11%	20.02%	22.17%	22.69%
净利润增长率	50.53%	41.62%	20.25%	22.08%	23.53%	22.86%
总资产增长率	12.12%	17.87%	32.34%	8.67%	23.83%	23.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.6	17.0	29.1	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	205.2	193.5	215.3	210.0	210.0	210.0
应付账款周转天数	12.7	12.7	22.7	22.0	22.0	22.0
固定资产周转天数	25.3	18.7	15.5	14.1	12.0	10.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-37.29%	-41.20%	-51.17%	-58.78%	-61.20%	-63.93%
EBIT利息保障倍数	-213.5	-123.2	-34.9	-25.5	-19.1	-18.1
资产负债率	21.65%	20.28%	20.90%	9.68%	9.58%	9.33%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-09	增持	100.85	N/A
2	2019-04-15	增持	118.53	N/A
3	2019-07-16	增持	108.00	N/A
4	2019-08-25	增持	100.75	N/A
5	2019-10-25	增持	111.46	N/A
6	2020-01-21	增持	125.99	N/A
7	2020-04-26	增持	136.60	N/A
8	2020-08-23	增持	206.99	N/A

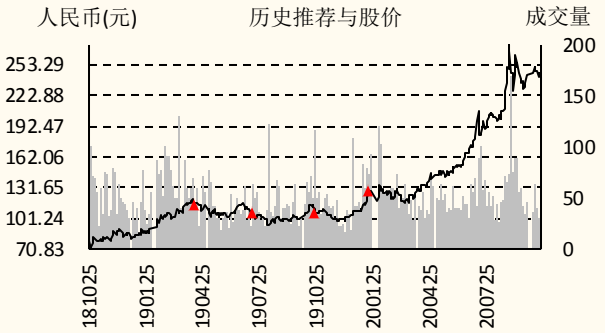
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH