片仔癀（600436）

创新营销策略推进，整体业绩环比加速

买入（维持）

2020 年 10 月 23 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,722	6,942	8,372	10,050
同比（%）	20.1%	21.3%	20.6%	20.1%
归母净利润（百万元）	1,374	1,739	2,146	2,655
同比（%）	20.2%	26.5%	23.4%	23.8%
每股收益（元/股）	2.28	2.88	3.56	4.40
P/E（倍）	103.55	81.85	66.33	53.59

投资要点

- **事件：**2020 年前三季度公司实现营业收入 50.70 亿元，同比增长 16.78%；实现归母净利润 13.29 亿元，同比增长 19.83%；实现扣非归母净利润 13.21 亿元，同比增长 19.73%。经营性现金流净额 14.84 亿元，同比增长 31.98%。

- **创新营销策略推进，Q3 业绩环比改善。**2020 年 Q3 单季度，公司实现营业收入 18.24 亿元（同比+26.01%），实现归母净利润 4.64 亿元（同比+ 28.05%），相较于 Q2 单季度（营收同比+8.64 %、归母净利润同比+16.01 %）明显提速。基于上半年公司销售情况，预计在三季度疫情显著缓解的形势下，核心产品肝病用药稳定增长、日用品和化妆品较快增长的趋势延续。面对疫情冲击和影响，公司积极构建创新营销策略，通过开展精准高效的终端活动（全年全国各地共计开展 500 余场活动）、线上线下结合提升体验馆服务工作、外聘专家促进终端推广和消费者服务，推动公司销售持续增长。全年来看，随着公司积极营销、建设品牌，拓展大健康业务布局，同时推进制度建设和管理水平提升，公司经营持续向好，业绩延续稳健增长。

- **销售费用率增加，净利水平仍有上升：**2020 前三季度，**费用端：**销售费用率为 10.19%，同比提升 1.95 个百分点，主要由于公司积极开展营销活动，核心品种及化妆品、日用品的市场推广费用增加。管理费用率为 4.84%，同比提升 0.63 个百分点，主要由于薪酬费用增加，以及收购福建片仔癀科技有限公司（原华润片仔癀药业）导致的无形资产摊销增加。研发费用率 1.83%，同比下降 0.16 个百分点；截至 2020 半年报，公司的 11 个在研新药项目研发推进，多个项目取得重大进展，片仔癀大品种的研究的研究课题持续深入。**综合来看，**公司盈利水平有所提升，销售毛利率 47.35%，同比提升 2.59 个百分点；销售净利率 26.68%，同比提升 0.86 个百分点。

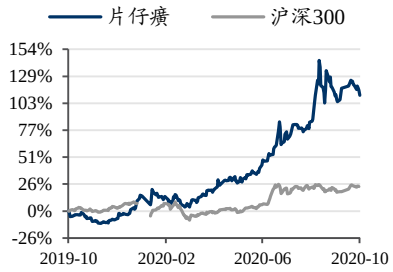
- **“一核两翼”战略推进，大健康布局日趋完善：**公司核心产品片仔癀稳健增长，研发项目持续推进；日用品、化妆品提供重要增长动力。此外，公司也通过投资并购产业项目拓展大健康业务，已参股投资设立漳州高科片仔癀防护用品有限公司；控股龙晖药业项目丰富传统经典中成药产品线；加强整合电商业务板块等。“一核两翼”战略稳健推进，巩固公司的行业地位，推动其长期可持续发展。

- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 17.39 亿和 21.46 亿元、26.55 亿元， EPS 分别为 2.88 元、3.56 元、4.40 元。当前股价对应估值分别为 82 倍、66 倍、54 倍。考虑到公司核心产品保持优势，长期来看大健康业务贡献增长动力，维持“买入”评级。

- **风险提示：**经济衰退导致需求下降；市场推广低于预期；原材料供给与价格波动。

证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn
证券分析师 全铭
执业证书：S0600517010002
021-60199793
quanm@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	235.88
一年最低/最高价	97.63/293.98
市净率(倍)	18.92
流通 A 股市值(百万元)	142310.46

基础数据

每股净资产(元)	12.47
资产负债率(%)	18.44
总股本(百万股)	603.32
流通 A 股(百万股)	603.32

相关研究

1、《片仔癀：提价新周期，上调盈利预期，2020 有望迎来量价双升》2020-02-04

2、《片仔癀（600436）：片仔癀核心产品 Q3 增长 40%，单季度销售加速显著》2019-10-27

3、《片仔癀（600436）：2019 年 H1 片仔癀业绩保持稳健增长，同比提升 20.4%，符合预期》2019-08-26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

片仔癀三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**7,352**	**8,572**	**10,778**	**13,484**
现金	4,263	4,784	6,461	8,266
应收账款	470	638	698	906
存货	2,097	2,515	2,992	3,553
其他流动资产	522	634	627	758
非流动资产	**1,458**	**1,512**	**1,554**	**1,562**
长期股权投资	475	475	475	475
固定资产	242	316	381	440
在建工程	11	12	12	13
无形资产	156	141	126	85
其他非流动资产	575	568	560	550
资产总计	**8,811**	**10,083**	**12,332**	**15,046**
流动负债	**1,747**	**1,808**	**1,941**	**2,030**
短期借款	697	697	697	697
应付账款	206	281	301	391
其他流动负债	844	830	943	943
非流动负债	**94**	**103**	**105**	**102**
长期借款	0	9	11	8
其他非流动负债	94	94	94	94
负债合计	**1,841**	**1,910**	**2,046**	**2,132**
少数股东权益	338	298	265	237
归属母公司股东权益	6,631	7,875	10,021	12,676
负债和股东权益	**8,811**	**10,083**	**12,332**	**15,046**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-879	1,068	1,717	1,790
投资活动现金流	68	-108	-110	-89
筹资活动现金流	405	-440	70	104
现金净增加额	-402	520	1,677	1,805
折旧和摊销	67	55	67	81
资本开支	65	53	43	8
营运资本变动	-2,342	-641	-397	-811

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**5,722**	**6,942**	**8,372**	**10,050**
减:营业成本	3,191	3,910	4,668	5,548
营业税金及附加	46	56	67	81
营业费用	523	641	765	909
管理费用	273	355	423	503
财务费用	-45	-44	-67	-107
资产减值损失	-14	0	0	0
加:投资净收益	20	0	0	0
其他收益	-0	0	0	0
营业利润	**1,638**	**2,025**	**2,515**	**3,116**
加:营业外净收支	6	0	0	0
利润总额	**1,645**	**2,025**	**2,515**	**3,116**
减:所得税费用	258	327	402	489
少数股东损益	13	-41	-32	-28
归属母公司净利润	**1,374**	**1,739**	**2,146**	**2,655**
EBIT	1,559	1,932	2,389	2,938
EBITDA	1,626	1,986	2,456	3,018

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	2.28	2.88	3.56	4.40
每股净资产(元)	10.99	13.05	16.61	21.01
发行在外股份(百万股)	603	603	603	603
ROIC(%)	17.8%	18.8%	18.6%	18.4%
ROE(%)	19.9%	20.8%	20.5%	20.3%
毛利率(%)	44.2%	43.7%	44.2%	44.8%
销售净利率(%)	24.0%	25.0%	25.6%	26.4%
资产负债率(%)	20.9%	18.9%	16.6%	14.2%
收入增长率(%)	20.1%	21.3%	20.6%	20.1%
净利润增长率(%)	20.2%	26.5%	23.4%	23.8%
P/E	103.55	81.85	66.33	53.59
P/B	21.46	18.07	14.20	11.23
EV/EBITDA	85.59	69.77	55.73	44.74

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn