

片仔癀 (600436)

证券研究报告

2020年07月15日

上半年延续快速增长势头，布局创新药协同发展

上半年收入预计增长 12.15%，业绩预计增长 15.32%

公司公告 2020 年半年度业绩快报：营收 32.46 亿元，同比增长 12.15%；归母净利润 8.61 亿元，同比增长 15.32%，归母扣非后净利润 8.54 亿元，同比增长 14.70%，实现快速的增长，基本符合市场预期。公司业绩增长主要是公司核心产品片仔癀系列产品、控股子公司福建片仔癀电子商务有限公司及控股子公司福建片仔癀化妆品有限公司的销售增长所致。

预计核心片仔癀销量持续增长，提价效果逐步显现

我们预计核心产品片仔癀延续了一季度以来的增长趋势。随着疫情的逐步控制，对终端销售负面影响预计将逐步消除，同时在公司持续强化营销和渠道下，全年有望延续良好的增长趋势：1、精准布局体验馆、提升服务质量，公司未来拟将体验馆布局精准融入高级消费品的经销商网络，进一步拓展新渠道、新客群部落、新消费者，扩大市场增量，截至 2019 年底，全国的片仔癀体验馆总数超过 200 家。公司还加强提升体验馆“三精一体（精心运营、精准营销、精诚服务+体验）”服务质量。体验馆的持续精耕细作将带动公司产品销量持续提升，此外，公司积极在海外推广体验馆模式，拓展增量市场；2、深挖市场消费潜力，开展精准终端活动，参与各类高端客户交流推介会、行业协会等会议，努力提升片仔癀认知度，推进片仔癀用户粉丝化、粉丝部落化，促进市场增量和扩大市场总容量；3、提升学术推广精度，科学阐述片仔癀贡献，提升市场对片仔癀的认可和信赖。

公司 1 季度肝病用药毛利率下降 3.36pp 至 78.09%，预计是公司上游原材料成本上涨所致，公司 1 月 21 日宣布片仔癀锭剂国内市场零售价格从 530 元/粒上调到 590 元/粒，供应价格相应上调约 40 元/粒；海外市场供应价格相应上调约 5.80 美元/粒。预计新价格实际交付时间有所延后，一季度提价效应并不充分，二季度预计提价已逐步显现，将有力的对冲上游成本压力，提升公司盈利能力。同时基于持续的成本压力，片仔癀存在持续的提价预期。

二季度日化板块预计延续良好增长势头，2018 年化妆品启动品牌战略再升级，效果持续体现，随着公司渠道的持续开拓（化妆品体验馆等持续布局）、体验式营销的推进、终端活力的提升，化妆品业务后续有望延续优异的发展势头。运营牙膏的片仔癀家化公司 2019 实现盈利。日化品、化妆品的持续发展对公司业绩的拉动将越来越明显。

布局化药创新药，协同发展

公司近期公告具有自主知识产权的化学药品 1 类创新药 PZH2111 片临床申请获得国家药监局受理。该药品主要用于治疗肝内胆管细胞癌、尿路上皮细胞癌等晚期实体肿瘤。公司已经完成 PZH2111 片原料药以及制剂的药学、药理毒理、非临床安全性评价等方面的研究，研究结果表明 PZH2111 片具有良好的安全性、成药性及临床开发价值。公司布局创新药，尤其是肝、胆领域相关创新药，有助于和公司现有片仔癀产品协同，加大公司肝胆领域的优势，提升竞争力。

看好公司持续的发展，维持“买入评级”

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.85、3.58、4.45 元，对应 PE 分别为 73、58、47 倍，公司 2020 年继续开拓渠道推动片仔癀销量增长，提价有望增厚业绩，日化的贡献逐渐增长，成为增长新引擎，我们看好公司持续的发展，维持“买入评级”。

风险提示：提价或影响终端销量；经济大环境疲软导致终端消费需求低于预期；营销拓展低于预期使得销售受到影响；日化业务发展低于预期使得业绩不及预期

投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	207.35 元
目标价格	元

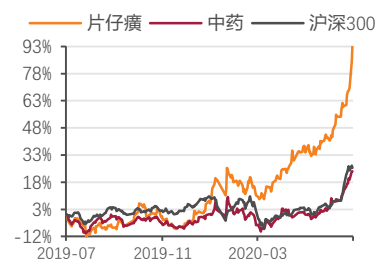
基本数据

A 股总股本(百万股)	603.32
流通 A 股股本(百万股)	603.32
A 股总市值(百万元)	125,097.82
流通 A 股市值(百万元)	125,097.82
每股净资产(元)	11.71
资产负债率(%)	19.30
一年内最高/最低(元)	208.00/90.96

作者

潘海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006	
panhaiyang@tfzq.com	
郑薇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《片仔癀-年报点评报告:一季度稳健增长，提价效应将逐步显现》 2020-04-26
- 《片仔癀-公司点评:片仔癀锭剂开启提价，有望推动业绩加速增长》 2020-01-21
- 《片仔癀-公司点评:业绩快速增长，2020 年更值得期待》 2020-01-20

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,766.16	5,722.27	6,969.46	8,343.49	9,915.55
增长率(%)	28.33	20.06	21.80	19.72	18.84
EBITDA(百万元)	1,453.40	1,779.00	2,048.80	2,558.95	3,155.33
净利润(百万元)	1,142.93	1,374.38	1,720.43	2,158.43	2,682.36
增长率(%)	41.62	20.25	25.18	25.46	24.27
EPS(元/股)	1.89	2.28	2.85	3.58	4.45
市盈率(P/E)	109.45	91.02	72.71	57.96	46.64
市净率(P/B)	24.94	18.86	16.63	13.97	11.67
市销率(P/S)	26.25	21.86	17.95	14.99	12.62
EV/EBITDA	34.30	35.12	58.41	46.34	36.88

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,786.53	4,263.37	6,248.01	7,340.06	9,548.24
应收票据及应收账款	512.62	480.47	1,068.30	322.28	1,220.14
预付账款	153.09	189.19	188.81	349.58	218.83
存货	1,667.49	2,096.99	1,681.15	2,234.45	2,028.64
其他	110.34	322.28	165.95	307.38	198.26
流动资产合计	5,230.07	7,352.30	9,352.23	10,553.76	13,214.10
长期股权投资	536.32	474.65	500.65	537.65	567.65
固定资产	231.43	229.59	246.96	269.85	281.39
在建工程	4.72	11.16	12.69	14.82	14.89
无形资产	121.06	155.66	129.06	111.10	89.00
其他	534.15	587.43	267.71	279.05	305.40
非流动资产合计	1,427.69	1,458.50	1,157.07	1,212.47	1,258.33
资产总计	6,657.76	8,810.80	10,509.30	11,766.23	14,472.43
短期借款	599.59	696.85	746.85	766.85	786.85
应付票据及应付账款	250.09	260.80	788.68	606.25	1,098.98
其他	440.04	789.35	1,013.71	966.76	1,351.81
流动负债合计	1,289.73	1,747.00	2,549.24	2,339.86	3,237.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	60.41	94.04	75.35	76.60	82.00
非流动负债合计	60.41	94.04	75.35	76.60	82.00
负债合计	1,350.14	1,841.04	2,624.59	2,416.46	3,319.63
少数股东权益	291.13	338.41	362.83	395.70	436.55
股本	603.32	603.32	603.32	603.32	603.32
资本公积	638.16	1,084.29	1,084.29	1,084.29	1,084.29
留存收益	4,311.74	5,770.53	6,918.55	8,350.75	10,112.93
其他	(536.72)	(826.79)	(1,084.29)	(1,084.29)	(1,084.29)
股东权益合计	5,307.62	6,969.76	7,884.70	9,349.77	11,152.80
负债和股东权益总	6,657.76	8,810.80	10,509.30	11,766.23	14,472.43

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,128.73	1,386.94	1,720.43	2,158.43	2,682.36
折旧摊销	65.93	66.58	44.70	49.94	54.49
财务费用	22.52	26.44	(67.20)	(78.26)	(92.42)
投资损失	(94.63)	(20.28)	(30.00)	(26.00)	(25.00)
营运资金变动	(420.31)	(2,567.49)	1,013.40	(376.35)	379.65
其它	(89.92)	228.45	24.44	32.87	40.84
经营活动现金流	612.31	(879.37)	2,705.77	1,760.63	3,039.91
资本支出	117.71	(6.31)	55.69	55.75	38.60
长期投资	147.16	(61.67)	26.00	37.00	30.00
其他	(199.78)	135.82	(90.11)	(133.35)	(92.59)
投资活动现金流	65.08	67.84	(8.42)	(40.60)	(23.99)
债权融资	599.59	696.85	746.85	766.85	786.85
股权融资	4.31	647.16	(190.30)	78.26	92.42
其他	(720.02)	(939.11)	(1,269.26)	(1,473.08)	(1,687.02)
筹资活动现金流	(116.12)	404.89	(712.72)	(627.98)	(807.75)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	561.28	(406.64)	1,984.64	1,092.05	2,208.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,766.16	5,722.27	6,969.46	8,343.49	9,915.55
营业成本	2,744.36	3,190.94	3,778.14	4,405.06	5,115.71
营业税金及附加	43.22	45.86	87.12	100.12	118.99
营业费用	392.07	523.06	627.25	750.91	892.40
管理费用	240.89	273.16	334.53	400.49	495.78
研发费用	100.81	119.43	153.33	191.90	208.23
财务费用	(10.10)	(44.95)	(67.20)	(78.26)	(92.42)
资产减值损失	47.32	(13.60)	15.00	12.00	8.60
公允价值变动收益	0.00	(0.01)	0.01	0.00	(0.00)
投资净收益	94.63	20.28	30.00	26.00	25.00
其他	(207.07)	(30.06)	(60.02)	(52.00)	(49.99)
营业利润	1,320.03	1,638.15	2,071.30	2,587.27	3,193.27
营业外收入	12.40	9.22	10.80	11.00	14.00
营业外支出	4.94	2.78	4.89	5.02	3.50
利润总额	1,327.49	1,644.59	2,077.21	2,593.26	3,203.77
所得税	198.76	257.66	332.35	401.95	480.57
净利润	1,128.73	1,386.94	1,744.86	2,191.30	2,723.20
少数股东损益	(14.21)	12.56	24.43	32.87	40.85
归属于母公司净利润	1,142.93	1,374.38	1,720.43	2,158.43	2,682.36
每股收益(元)	1.89	2.28	2.85	3.58	4.45

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	28.33%	20.06%	21.80%	19.72%	18.84%
营业利润	39.33%	24.10%	26.44%	24.91%	23.42%
归属于母公司净利润	41.62%	20.25%	25.18%	25.46%	24.27%
获利能力					
毛利率	42.42%	44.24%	45.79%	47.20%	48.41%
净利率	23.98%	24.02%	24.69%	25.87%	27.05%
ROE	22.78%	20.73%	22.87%	24.11%	25.03%
ROIC	50.66%	51.82%	59.79%	101.45%	108.27%
偿债能力					
资产负债率	20.28%	20.90%	24.97%	20.54%	22.94%
净负债率	-41.20%	-51.17%	-69.77%	-70.30%	-78.56%
流动比率	4.06	4.21	3.67	4.51	4.08
速动比率	2.76	3.01	3.01	3.56	3.45
营运能力					
应收账款周转率	9.55	11.52	9.00	12.00	12.86
存货周转率	3.28	3.04	3.69	4.26	4.65
总资产周转率	0.77	0.74	0.72	0.75	0.76
每股指标(元)					
每股收益	1.89	2.28	2.85	3.58	4.45
每股经营现金流	1.01	-1.46	4.48	2.92	5.04
每股净资产	8.31	10.99	12.47	14.84	17.76
估值比率					
市盈率	109.45	91.02	72.71	57.96	46.64
市净率	24.94	18.86	16.63	13.97	11.67
EV/EBITDA	34.30	35.12	58.41	46.34	36.88
EV/EBIT	35.79	36.25	59.71	47.26	37.53

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com