

审慎推荐-A (维持)

片仔癀 600436.SH

目标估值: 0.00-0.00 元

当前股价: 48.03 元

2017 年 02 月 28 日

片仔癀系列提价预期强烈，牙膏产品升级换代后劲十足

基础数据

上证综指	3242
总股本(万股)	60332
已上市流通股(万股)	60332
总市值(亿元)	290
流通市值(亿元)	290
每股净资产(MRQ)	5.6
ROE(TTM)	16.9
资产负债率	22.4%
主要股东	漳州市九龙江集团有
主要股东持股比例	57.92%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《片仔癀(600436)——主导产品片仔癀国内市场提价,继续推荐》2016-06-28
- 2、《片仔癀(600436)——加快构建片仔癀大健康产业链》2016-05-10
- 3、《片仔癀(600436)——Q2 增速提升,新管理层带来明显变化》2015-08-30

李珊珊

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

李勇剑

0755-83271617
lijj10@cmschina.com.cn
S1090515080002

研究助理

李点典
liidiandian@cmschina.com.cn

公司发布业绩快报,2016 年收入和归母净利润同比增长 21.59%和 16.08%,EPS 0.90 元,基本符合我们的预期。公司在近年对渠道进行了长时间的梳理后销售环境良好,预计 16 年 6 月涨价后片仔癀系列销量平稳增长,未来涨价预期强烈。新任管理层聚焦渠道和品牌建设,进一步优化未来片仔癀系列的销售环境,同时为新品牙膏的销售提供有力的品牌支撑。我们看好公司新管理层对渠道品牌的建设和牙膏产品的开发,期待片仔癀系列的量价齐升和牙膏产品的迅速放量,继续推荐。

- 持续提价预期强烈,加大力度进行渠道和品牌建设。公司 16 年中进行了自 14 年来第一次提价,经过较长时间的渠道梳理,我们预计 16 年下半年片仔癀系列提价后销量实现平稳增长,后续提价也有比较好的环境。同时片仔癀的稀缺性和疗效确切性使得未来仍存在较大提价空间和较强的提价预期。公司新管理层上任后加强了渠道建设和品牌建设:渠道方面公司努力开发 VIP 会员的同时对片仔癀体验馆的开设提供一定的支持,预计 16 年全国体验馆数目将达到 90 个左右。同时公司加大了市场营销和品牌宣传,在学术会议、媒体宣传和广告方面加强了投入。预计 2016 年渠道和市场营销方面的投入会在销售费用上有所体现。
- 日化品渐入佳境,化妆品平稳增长。公司和上海家化合作成立了合资公司,新公司生产的牙膏已经上市,在味道和功能上都有一定的升级,预计 2016 年销售额在 5000 万元以上。在片仔癀品牌积淀和优质新品的双重驱动下,公司日化品将会在 17 年迎来新的篇章。化妆品业务由于业务体量已经达到 2 亿左右的规模且竞争较为激烈,公司通过加强渠道建设等方式实现了平稳增长。
- 并购基金项目储备丰富,公司同时具备外延并购和国企改革预期。公司近年来先后参与成立了阳明、清科、兴业、丰圆等医药相关产业基金,合计出资 2.5 亿元,基金规模合计 20 亿元左右;同时还是信业基金投资顾问。相关基金通过近年来的积极运作,已经投资了格兰尼、理大师、福建瑞泉等优秀项目,不排除上市公司未来并购项目公司的可能。此外,公司还完成了对新三板公司福建太尔科技的定增,持股 27%左右,后者拥有骨导技术及微型电声

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1454	1886	2293	2866	3726
同比增长	4%	30%	22%	25%	30%
营业利润(百万元)	508	542	630	758	926
同比增长	2%	7%	16%	20%	22%
净利润(百万元)	439	467	542	650	791
同比增长	2%	6%	16%	20%	22%
每股收益(元)	1.09	1.16	0.90	1.08	1.31
PE	44.0	41.4	53.5	44.6	36.6
PB	6.6	6.1	8.1	7.8	7.2

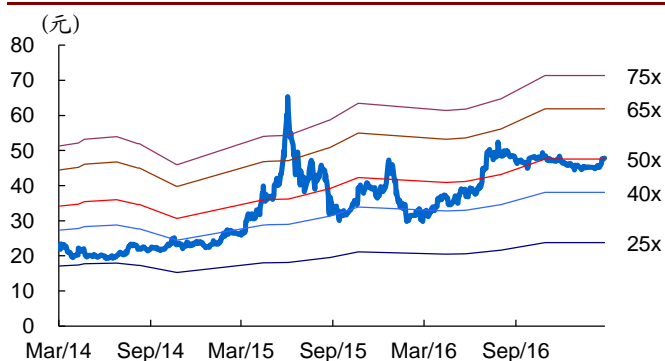
资料来源: 公司数据、招商证券

元器件研发制造工艺技术的专利，在智能穿戴设备领域有巨大的发展潜力。17 年将是国企改革的落地之年，公司作为漳州国资委旗下资产，具备国企改革预期，对管理层的激励等将会极大程度的释放公司内部管理和经营的活力和效率，助推公司业绩高增长。建议密切关注福建省属企业的国企改革进度。

盈利预测：预计公司 17 和 18 年归母净利润增速为 20%和 22%，EPS 分别为 1.08 元和 1.31 元。我们认为渠道梳理后片仔癀系列提价预期长期存在，营销策略的调整和大健康业务的持续推进为公司未来业绩打开空间，维持推荐。

风险提示：提价进度不达预期；牙膏产品销售不达预期。

图 1：片仔癀历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：片仔癀历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2373	2824	3225	3459	3856
现金	1252	1472	1617	1425	1164
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	16	15	18	22	29
应收款项	151	302	344	430	559
其它应收款	11	25	30	38	49
存货	890	878	1054	1340	1785
其他	54	132	160	203	270
非流动资产	1277	1231	1200	1173	1148
长期股权投资	167	208	208	208	208
固定资产	275	261	248	235	224
无形资产	167	164	148	133	120
其他	669	598	597	596	596
资产总计	3650	4055	4425	4632	5004
流动负债	254	362	334	378	447
短期借款	0	56	0	0	0
应付账款	67	87	105	134	178
预收账款	24	30	37	47	62
其他	163	188	192	198	207
长期负债	409	390	390	390	390
长期借款	0	0	0	0	0
其他	409	390	390	390	390
负债合计	662	752	724	768	837
股本	161	402	603	603	603
资本公积金	1326	1009	808	808	808
留存收益	1421	1745	2146	2314	2622
少数股东权益	79	148	144	139	134
归属于母公司所有者权益	2908	3155	3557	3724	4033
负债及权益合计	3650	4055	4425	4632	5004

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	265	306	335	281	215
净利润	439	467	542	650	791
折旧摊销	30	34	44	40	38
财务费用	14	(4)	(8)	(9)	(7)
投资收益	(63)	(12)	(12)	(12)	(12)
营运资金变动	(155)	(165)	(231)	(391)	(602)
其它	(2)	(14)	(0)	3	6
投资活动现金流	44	(39)	(12)	(12)	(12)
资本支出	(26)	(79)	(12)	(12)	(12)
其他投资	70	40	0	0	0
筹资活动现金流	(242)	(46)	(177)	(462)	(464)
借款变动	(165)	442	(56)	0	0
普通股增加	0	241	201	0	0
资本公积增加	155	(318)	(201)	0	0
股利分配	(322)	(442)	(140)	(483)	(483)
其他	90	31	19	21	19
现金净增加额	67	221	146	(193)	(261)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1454	1886	2293	2866	3726
营业成本	728	999	1211	1539	2049
营业税金及附加	18	20	25	31	40
营业费用	129	166	212	264	346
管理费用	140	177	220	281	369
财务费用	(11)	(20)	(8)	(9)	(7)
资产减值损失	5	12	14	14	14
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资收益	63	12	12	12	12
营业利润	508	542	630	758	926
营业外收入	11	12	12	12	12
营业外支出	1	4	4	4	4
利润总额	518	550	638	766	934
所得税	80	86	101	121	148
净利润	438	463	538	645	786
少数股东损益	(1)	(3)	(4)	(5)	(6)
归属于母公司净利润	439	467	542	650	791
EPS (元)	1.09	1.16	0.90	1.08	1.31

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	4%	30%	22%	25%	30%
营业利润	2%	7%	16%	20%	22%
净利润	2%	6%	16%	20%	22%
获利能力					
毛利率	49.9%	47.0%	47.2%	46.3%	45.0%
净利率	30.2%	24.7%	23.6%	22.7%	21.2%
ROE	15.1%	14.8%	15.2%	17.4%	19.6%
ROIC	13.7%	13.0%	14.1%	16.3%	18.5%
偿债能力					
资产负债率	18.1%	18.5%	16.4%	16.6%	16.7%
净负债比率	0.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	9.4	7.8	9.7	9.1	8.6
速动比率	5.8	5.4	6.5	5.6	4.6
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
存货周转率	0.9	1.1	1.3	1.3	1.3
应收帐款周转率	9.5	8.3	7.1	7.4	7.5
应付帐款周转率	10.5	13.0	12.6	12.9	13.1
每股资料 (元)					
每股收益	1.09	1.16	0.90	1.08	1.31
每股经营现金	0.66	0.76	0.55	0.47	0.36
每股净资产	7.23	7.85	5.90	6.17	6.69
每股股利	1.10	0.90	0.80	0.80	0.80
估值比率					
PE	44.0	41.4	53.5	44.6	36.6
PB	6.6	6.1	8.1	7.8	7.2
EV/EBITDA	26.8	25.5	21.0	17.7	14.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。