

量价齐升致业绩超预期，药中“茅台”

投资要点

- **事件:** 公司发布业绩预增公告预计 2017Q1 净利润同比增长 50%-60%。经过我们测算预计 2017Q1 净利润或超过 2.2 亿元。
- **提价效果逐渐显现，且费用控制较好。** 2017Q1 净利润增速约为 50%-60%，业绩超市场预期，我们分析主要原因如下：1) 主导产品片仔癀**提价效果逐渐显现**。公司在 2016 年 6 月公告其市场零售价从 460 元/粒提升至 500 元/粒，且出厂价同步调整。在提价后消费端对提价结果的接受度较好，公司产品整体表现为量价齐升，对 2017Q1 利润增长影响明显。且公司核心产品持续的提价预期对产品销售也有拉动作用；2) 公司对**各项成本费用的控制**，使得整体盈利能力有所提高。从公司 2016 年业绩快报可以发现，2016Q4 收入及净利润增速分别约为 20.6%、-36%，净利润增速大幅低于收入增速主要是销售费用投入较大，预计 2017Q1 费用率趋于合理；3) **终端数量增长拉动销售**。公司持续加大产品推广力度，在多地建设体验馆直销模式促进产品销量增长。体验馆数量目前约为 80 家，同比增长超过 100%，如按照公司目标规划预计将达到 200 家以上，我们判断终端数量快速增长是拉动产品市场销售的原因之一。我们认为：公司产品稀缺性等属性、国内消费升级拉动，产品持续提价预期强烈、且空间较大，支持公司业绩高增长。
- **持续看好公司产品提价逻辑，公司进入快速发展阶段。** 1) 产品及原材料稀缺性。片仔癀处方属于国家级绝密配方，是允许使用天然麝香的少数药品之一。公司的天然麝香在四川和陕西有生产基地，预计产能瓶颈限制较弱。但是片仔癀系列产品具有独家稀缺性、原材料限制等因素，使得公司产品具有涨价属性。公司在 2016 年提价后消费端接受度较好。我们预计其出厂价及终端价仍有持续提价动力和空间；2) 积极寻找新的盈利点。公司加强与知名连锁合作，推进体验馆（已有 80 余家）、国药堂、药品专柜等模式，积极探索“互联网+”，预计全年收入仍为高增长；3) 巩固分销、零售市场，积极布局医院终端。厦门宏仁主要针对药店和流通市场；且和上海家化合作，将大力推广日化产品。已经公告设立片仔癀上海家化口腔护理公司，拓展口腔护理业务；和银之杰合作开发高端渠道销售；此外公司积极发展电商销售，都是对销售的有力补充。我们认为大健康产品如珍珠膏等将是未来公司亮点。
- **盈利预测及估值。** 预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 1.40 元、1.75 元，对应市盈率分别为 36 倍、29 倍，长期看好公司稀缺性及产品提价逻辑。随着公司在营销领域不断加强，以日渐深入品牌形象推广带动大健康系列销售，收入稳定增长可期。且参与设立并购基金后外延预期强烈，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 原材料价格或大幅波动风险、大健康推进或低于预期、产品提价对业绩的影响或低于预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1885.67	2453.90	3087.35	3886.11
增长率	29.70%	30.13%	25.81%	25.87%
归属母公司净利润(百万元)	466.68	631.60	846.06	1055.81
增长率	6.35%	35.34%	33.96%	24.79%
每股收益 EPS(元)	0.77	1.05	1.40	1.75
净资产收益率 ROE	14.03%	17.69%	20.16%	21.34%
PE	65	48	36	29
PB	9.18	8.56	7.28	6.18

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
执业证号: S1250515090002
电话: 023-67898264
邮箱: hzli@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.03
流通 A 股(亿股)	6.03
52 周内股价区间(元)	36.78-58.97
总市值(亿元)	303.41
总资产(亿元)	46.98
每股净资产(元)	5.64

相关研究

1. 片仔癀 (600436): 单季度业绩增速超预期，提价影响逐渐显现 (2016-10-30)
2. 片仔癀 (600436): 销售投入加大，主导产品持续增长 (2016-07-31)
3. 片仔癀 (600436): 产品提价超预期，利好全年业绩 (2016-06-28)
4. 片仔癀 (600436): 公司业绩高增长，产品协同将逐渐显现 (2016-04-15)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1885.67	2453.90	3087.35	3886.11	净利润	463.34	627.08	840.01	1048.26
营业成本	999.31	1257.68	1528.09	1939.34	折旧与摊销	34.39	48.20	48.20	48.20
营业税金及附加	20.48	27.99	34.65	43.85	财务费用	-19.57	-2.38	-4.86	-6.24
销售费用	166.44	215.94	265.51	326.43	资产减值损失	11.61	0.58	0.00	0.00
管理费用	177.34	220.85	277.86	349.75	经营营运资本变动	-186.30	-333.22	-254.65	-486.27
财务费用	-19.57	-2.38	-4.86	-6.24	其他	2.05	-3.12	-0.02	0.43
资产减值损失	11.61	0.58	0.00	0.00	经营活动现金流净额	305.51	337.14	628.68	604.39
投资收益	11.51	0.00	0.00	0.00	资本支出	-34.28	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4.47	35.20	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-38.75	5.20	-30.00	-30.00
营业利润	541.59	733.24	986.10	1232.98	短期借款	56.30	-56.30	0.00	0.00
其他非经营损益	8.11	9.35	8.95	8.94	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	549.70	742.58	995.05	1241.92	股权融资	20.90	0.00	0.00	0.00
所得税	86.36	115.50	155.04	193.66	支付股利	-143.27	-171.15	-218.92	-301.77
净利润	463.34	627.08	840.01	1048.26	其他	20.48	-212.08	4.86	6.24
少数股东损益	-3.34	-4.52	-6.05	-7.55	筹资活动现金流净额	-45.60	-439.53	-214.06	-295.54
归属母公司股东净利润	466.68	631.60	846.06	1055.81	现金流量净额	221.95	-97.19	384.62	278.85
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1471.65	1374.46	1759.08	2037.93	成长能力				
应收和预付款项	450.03	498.77	623.30	806.93	销售收入增长率	29.70%	30.13%	25.81%	25.87%
存货	878.37	1250.88	1463.94	1883.01	营业利润增长率	6.58%	35.38%	34.49%	25.04%
其他流动资产	23.66	38.25	45.00	57.95	净利润增长率	5.81%	35.34%	33.96%	24.79%
长期股权投资	208.07	208.07	208.07	208.07	EBITDA 增长率	5.53%	40.01%	32.14%	23.85%
投资性房地产	40.37	5.17	5.17	5.17	获利能力				
固定资产和在建工程	270.95	271.93	272.90	273.88	毛利率	47.01%	48.75%	50.50%	50.10%
无形资产和开发支出	164.47	145.70	126.93	108.16	三费率	17.19%	17.70%	17.44%	17.24%
其他非流动资产	547.34	546.94	546.54	546.13	净利率	24.57%	25.55%	27.21%	26.97%
资产总计	4054.92	4340.17	5050.91	5927.23	ROE	14.03%	17.69%	20.16%	21.34%
短期借款	56.30	0.00	0.00	0.00	ROA	11.43%	14.45%	16.63%	17.69%
应付和预收款项	225.71	295.04	361.05	457.25	ROIC	29.94%	34.84%	39.28%	40.88%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.51%	31.75%	33.34%	32.81%
其他负债	469.59	500.32	523.97	557.60	营运能力				
负债合计	751.60	795.37	885.02	1014.85	总资产周转率	0.49	0.58	0.66	0.71
股本	402.21	603.31	603.31	603.31	固定资产周转率	7.04	9.95	14.19	20.61
资本公积	808.25	607.15	607.15	607.15	应收账款周转率	8.33	7.81	8.23	8.04
留存收益	1744.67	2205.11	2832.25	3586.29	存货周转率	1.13	1.17	1.12	1.16
归属母公司股东权益	3155.39	3401.37	4028.51	4782.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.21%	—	—	—
少数股东权益	147.94	143.42	137.38	129.83	资本结构				
股东权益合计	3303.33	3544.80	4165.89	4912.38	资产负债率	18.54%	18.33%	17.52%	17.12%
负债和股东权益合计	4054.92	4340.17	5050.91	5927.23	带息债务/总负债	47.30%	37.62%	33.81%	29.48%
					流动比率	7.80	7.80	7.86	7.66
					速动比率	5.38	4.71	4.90	4.64
					股利支付率	30.70%	27.10%	25.88%	28.58%
					每股指标				
					每股收益	0.77	1.05	1.40	1.75
					每股净资产	5.48	5.88	6.91	8.14
					每股经营现金	0.51	0.56	1.04	1.00
					每股股利	0.24	0.28	0.36	0.50
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	556.41	779.06	1029.44	1274.94					
PE	65.01	48.04	35.86	28.74					
PB	9.18	8.56	7.28	6.18					
PS	16.09	12.36	9.83	7.81					
EV/EBITDA	33.15	36.85	27.51	22.00					
股息率	0.47%	0.56%	0.72%	0.99%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn