

2017年04月13日

片仔癀 (600436.SH)

## 费用增高导致年报略低于预期，看好公司深耕渠道，将持续受益产品提价和消费升级

■事件：片仔癀 12 日晚披露年报、2017 年一季报及 2017 年财务预算报告，公司 2016 年实现营收 23.09 亿，同比增长 22.45%；净利润 5.36 亿，同比增 14.88%。实现 EPS0.89 元。公司拟每 10 股派 2.7 元(含税)。2017 年一季报显示，一季度实现营收 8.6 亿，同比增 83.52%；净利润 2.26 亿，同比增 54.37%，实现 EPS 0.38 元。

2016 年公司期间费用率为 20.9%，同比上升 3.70pp，销售费用率上升 3.1pp 是主要原因。公司整体毛利率为 48.9%，同比上升 1.9pp。

同时，公司 2017 年预算报告披露了今年主要指标，公司预计实现营收同比增长 43%以上，实现净利润同比增长 10%以上。

■我们判断去年四季度公司控货、确认较多费用致使四季度及全年业绩较低，但除去此原因，去年二季度末起的终端提价所带来得利润增量将在今年逐渐反映：公司 16 年 6 月末起，终端价由 460 元提高 8.7%，至 500 元。出厂价提价幅度预计比终端价略低，但预计也在 5.8~6.4% 区间。2016 年 Q4 单季度，主营片仔癀系列核心产品，母公司收入增速为 13.55%，利润下降 12.23%。我们据此判断去年四季度公司实行严格控货，压制渠道和终端需求，导致公司四季度单季利润下降明显，公司大概率是为了今年再次提高出厂价、终端价而在去年做控货准备。同时，年报披露，Q4 管理费用、销售费用同比上涨 24.22%、78.74%，我们判断公司因为是国企体制，追求连年业绩平稳增长，公司集中在四季度确认了较多费用。

而今年一季度，我们判断渠道需求释放，预计渠道补货增量较明显，且终端渠道对公司未来提高出厂价有预期在，也会在年初一季度采取多备货的方案。因此一季度收入、利润同比均大幅增长 83.52%、54.37%。

■同时，我们对公司提价战略谨慎乐观，三费占比今年可能抬高：公司披露的 2017 年预算报告，今年实现净利润同比增长 10%以上，较一季度 54.37% 的净利润增幅有较大回落。我们判断可能是因为公司三费今年有较大幅度的增长，而侵蚀了一部分利润，其中销售费用、管理费用增幅预计会较为明显。

公司提价是基于片仔癀产品原料天然麝香的稀缺性、及公司原材料存货储备充足。公司在四川等省份建有多个养麝基地，从而缓解了原材料紧张带来的产能瓶颈。而片仔癀产品里的麝等原材料持续上涨，对公司成本影响较小。公司 2016 年年报披露，原材料、商品库存已备足，其中原材料库存 7.3 亿，占比约 65%，同比增长超 5%，可极大吸收原料上涨风险，且可能存在着原材料涨价传导至出厂、终端价的预期。

■商业板块受并表因素，收入增长较快；日化产品竞争激烈，收入稳

公司快报

证券研究报告

中成药

投资评级 **增持-A**  
首次评级

6 个月目标价：**61 元**  
股价 (2017-04-12) **53.79 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	32,452.43
流通市值(百万元)	32,452.43
总股本(百万股)	603.32
流通股本(百万股)	603.32
12 个月价格区间	36.78/58.97 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.01	15.84	40.57
绝对收益	10.91	20.8	48.84

周小刚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040001  
zhouxg@essence.com.cn

### 相关报告

健上升，毛利率下降，公司继续推进和上海家化的合作，深化渠道，未来有望进一步抢占市场份额：公司 2016 年并表了厦门片仔癀宏仁医药有限公司，致商业收入同比增长 22.25%，至 9.22 亿。片仔癀系列牙膏等日化用品、化妆品收入 2.61 亿，稳步增长 11.95%。日化板块由于竞争激烈，毛利率下降了 8.14%，但我们判断这是由于公司继续加强和上海家化合作，并持续加大对化妆品专营店、电商渠道建设、加强牙膏推广导致，经过持续培育及渠道深化，日化产品有望进一步抢占市场份额。

■**投资建议：**增持-A 投资评级，6 个月目标价 61.00 元。我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 33.48 亿、41.85 亿、52.31 亿，净利润分别为 6.34 亿、8.33 亿、11.09 亿，EPS 分别为 1.05 元、1.38 元、1.84 元，成长性突出；我们看好片仔癀的核心中药品牌价值、“一核两翼”战略持续推进、并可能持续受益产品提价及消费升级，首次给予增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 61.00 元，相当于 2017 年 58 倍的动态市盈率。

■**风险提示：**销售费用、管理费用不能下降到合理区间，持续提价低于预期、片仔癀销量低于预期、日化产品推广不及预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,885.7	2,309.0	3,348.0	4,185.0	5,231.2
净利润	466.7	536.1	634.8	832.6	1,108.5
每股收益(元)	0.77	0.89	1.05	1.38	1.84
每股净资产(元)	5.23	5.79	8.19	9.57	13.23
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	69.5	60.5	51.1	39.0	29.3
市净率(倍)	10.3	9.3	6.6	5.6	4.1
净利润率	24.7%	23.2%	19.0%	19.9%	21.2%
净资产收益率	14.8%	15.3%	12.8%	14.4%	13.9%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	31.9%	31.0%	31.2%	22.4%	31.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1,885.7	2,309.0	3,348.0	4,185.0	5,231.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	999.3	1,178.8	1,741.0	2,197.1	2,746.4	营业收入增长率	29.7%	22.4%	45.0%	25.0%	25.0%
营业税费	20.5	30.6	44.3	55.4	69.2	营业利润增长率	6.6%	12.3%	23.8%	31.3%	30.4%
销售费用	166.4	274.8	452.0	544.0	680.1	净利润增长率	6.3%	14.9%	18.4%	31.2%	33.1%
管理费用	177.3	217.6	328.1	401.8	502.2	EBITDA 增长率	5.5%	16.1%	32.1%	25.4%	22.8%
财务费用	-19.6	-10.8	38.3	11.3	-53.9	EBIT 增长率	5.1%	14.5%	32.5%	26.4%	23.6%
资产减值损失	11.6	16.2	16.2	12.2	14.0	NOPLAT 增长率	4.7%	13.0%	32.5%	26.4%	23.6%
加:公允价值变动收益	-	0.1	-0.1	0.0	0.0	投资资本增长率	16.3%	31.5%	76.5%	-13.3%	42.8%
投资和汇兑收益	11.5	6.6	25.5	26.5	17.5	净资产增长率	10.6%	13.5%	38.6%	16.0%	36.6%
<b>营业利润</b>	541.6	608.5	753.6	989.8	1,290.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	8.1	0.7	9.5	11.0	41.7	毛利率	47.0%	48.9%	48.0%	47.5%	47.5%
<b>利润总额</b>	549.7	609.2	763.0	1,000.8	1,332.5	营业利润率	28.7%	26.4%	22.5%	23.7%	24.7%
减:所得税	86.4	102.4	128.2	168.2	224.0	净利润率	24.7%	23.2%	19.0%	19.9%	21.2%
<b>净利润</b>	466.7	536.1	634.8	832.6	1,108.5	EBITDA/营业收入	29.4%	27.9%	25.4%	25.5%	25.0%
						EBIT/营业收入	27.7%	25.9%	23.7%	23.9%	23.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	52	40	29	24	20
货币资金	1,471.6	1,706.1	2,473.9	3,092.3	3,865.4	流动营业资本周转天数	183	171	210	216	204
交易性金融资产	-	0.1	0.0	0.1	0.1	流动资产周转天数	496	486	487	505	495
应收账款	326.6	394.5	651.1	1,022.9	763.8	应收账款周转天数	47	56	56	72	61
应收票据	14.7	20.7	35.5	31.8	52.2	存货周转天数	169	156	179	169	170
预付账款	108.7	94.8	209.7	140.6	323.4	总资产周转天数	735	709	640	611	579
存货	878.4	1,126.0	2,198.1	1,741.8	3,204.3	投资资本周转天数	285	289	314	299	270
其他流动资产	23.7	70.2	70.2	70.2	70.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	424.2	439.0	50.0	50.0	50.0	ROE	14.8%	15.3%	12.8%	14.4%	13.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.4%	10.1%	9.2%	11.4%	11.7%
长期股权投资	208.1	461.1	461.1	461.1	461.1	ROIC	31.9%	31.0%	31.2%	22.4%	31.9%
投资性房地产	40.4	42.6	42.6	42.6	42.6	<b>费用率</b>					
固定资产	265.2	254.2	276.3	291.3	299.3	销售费用率	8.8%	11.9%	13.5%	13.0%	13.0%
在建工程	9.8	10.0	10.0	10.0	10.0	管理费用率	9.4%	9.4%	9.8%	9.6%	9.6%
无形资产	164.5	293.4	272.9	252.3	231.7	财务费用率	-1.0%	-0.5%	1.1%	0.3%	-1.0%
其他非流动资产	119.1	125.1	120.7	116.8	116.8	三费/营业收入	17.2%	20.9%	24.4%	22.9%	21.6%
<b>资产总额</b>	4,054.9	5,037.8	6,872.0	7,323.8	9,490.9	<b>偿债能力</b>					
短期债务	56.3	350.9	869.5	156.4	102.4	资产负债率	18.5%	25.5%	24.3%	17.6%	13.2%
应付账款	153.1	356.7	247.9	529.8	508.1	负债权益比	22.8%	34.3%	32.2%	21.4%	15.2%
应付票据	3.7	76.9	30.1	56.0	74.2	流动比率	7.80	3.75	4.35	6.67	9.48
其他流动负债	148.8	125.5	148.0	172.3	188.7	速动比率	5.38	2.51	2.66	4.77	5.81
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-26.68	-55.18	20.66	88.97	-22.94
其他非流动负债	389.7	377.0	376.4	376.6	376.7	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	751.6	1,287.1	1,671.9	1,291.1	1,250.1	DPS(元)	0.23	-	-	-	-
少数股东权益	147.9	257.3	257.3	257.3	257.3	分红比率	30.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	402.2	603.3	603.3	603.3	603.3	股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,552.9	2,779.4	4,339.5	5,172.0	7,380.2						
<b>股东权益</b>	3,303.3	3,750.7	5,200.1	6,032.7	8,240.9						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	463.3	506.8	634.8	832.6	1,108.5	EPS(元)	0.77	0.89	1.05	1.38	1.84
加:折旧和摊销	34.4	49.6	58.6	65.6	72.6	BVPS(元)	5.23	5.79	8.19	9.57	13.23
资产减值准备	11.6	16.2	-	-	-	PE(X)	69.5	60.5	51.1	39.0	29.3
公允价值变动损失	-	-0.1	-0.1	0.0	0.0	PB(X)	10.3	9.3	6.6	5.6	4.1
财务费用	-4.2	19.9	38.3	11.3	-53.9	P/FCF	108.6	99.7	-73.7	52.8	-99.4
投资损失	-11.5	-6.6	-25.5	-26.5	-17.5	P/S	17.2	14.1	9.7	7.8	6.2
少数股东损益	-3.3	-29.3	-	-	-	EV/EBITDA	47.1	40.7	36.7	28.0	22.2
营运资金的变动	-205.8	-277.6	-1,607.3	493.3	-1,393.7	CAGR(%)	21.6%	29.8%	13.2%	21.6%	29.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	305.5	394.5	-901.2	1,376.1	-284.0	PEG	3.2	2.0	3.9	1.8	1.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	-38.8	-278.3	354.7	-33.5	-42.5	ROIC/WACC	3.0	2.9	3.0	2.1	3.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	-45.6	246.2	1,314.3	-724.2	1,099.6	REP	5.4	4.2	2.8	4.4	2.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

周小刚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034