



提价有望持续，量价齐升新通道开启

——片仔癀（600436）年报及一季报点评

2017年04月17日

推荐/首次

片仔癀

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
陈顺	联系人	
	chenshun@dxzq.net.cn	010-66554087

事件:

公司于4月12日晚发布2016年年报，全年实现营业收入23.09亿元(+22.45%)；归母净利5.36亿元(+14.88%)；扣非后归母净利润5.22亿元(+13.72%)。EPS0.89元(扣非后EPS0.87元)。同日公布2017年一季报，Q1实现营业收入8.6亿元(+83.52%)；归母净利2.26亿元(+54.37%)；扣非后归母净利润2.24亿元(+53.37%)。

观点:

1、持续提价预期下渠道加量采购+费用控制，一季报业绩超出市场预期

1) 2016年业绩略低于之前预期，根据年报分析预计是因为公司在2016年四季度采取控货策略以及计提销售费用所致。公司于2016年6月底将单粒片仔癀零售价从460元提高至500元(+8.7%，预计出厂价+6%)，提价后2016Q3营收和净利增速分别为28.43%、37.98%，可见在出厂价提高之后片仔癀在销量上仍然有20%+的增长，且由于原材料稀缺成本上涨片仔癀持续涨价预期强烈，四季度经销商加量采购意愿明显，因而公司在四季度一定程度上控货来清理渠道库存为未来提价奠定基础，2016Q4营收环比+2.71%，基本与三季度持平；**计提销售费用致四季度净利大幅下滑，使2016年净利增速略低于预期：**从公司最近5年的财务数据看，单季财务费用率一直处于在7%-12%的区间，而2016Q4销售费用率上升至15.01%（2016Q1-Q4分别为11.76%/10.86%/9.58%/15.01%），相对Q3销售费用增加约4000万，预计是公司加大宣传推广力度和加大广告投入销售费用计提增加所致。

2) 提价效应+渠道补货+费用控制，使得一季报超市场预期。①片仔癀2016年年中提价，2017Q1同比提价效应凸显；②片仔癀持续提价预期强烈，在经历2016年Q4调整后，渠道有补库存且加量采购的需求；③费用控制得当，在前期（2016Q4）加大宣传、广告费用等销售费用投入后，预计2017年销售费用率将趋于正常（2017Q1销售费用率8.58%）。

2、消费升级+原材料稀缺成本推动，片仔癀提价有望持续，大概率进入量价齐升新通道

1) 需求端：消费升级拉动价格上涨。片仔癀卓越的疗效决定了其需求端稳中有升，片仔癀被誉为“国宝名药”、“中药特效抗生素”，以其独特的清热、解毒、消炎、镇痛、保肝等显著疗效而闻名。其工艺和处方被列入国家“双绝密”，传统制作工艺被列入国家非遗名录，并被列入国家一级中药保护品种。从用途看，国内片仔癀大概三分之一用于治疗、三分之一用于养生保健、三分之一用于民间送礼。随着健康养生理念逐步深入人心，片仔癀作为养生保健、馈赠亲朋的需求将持续增加，而人均可支配收入的提高，消费升级时代来

临将拉动品牌中药保健滋补品价格上行。

2) 供给端: 天然麝香+天然牛黄, 原料稀缺, 成本推动价格上涨。根据公司公开的药材以及台北医学大学附属医院学者的研究, 片仔癀主要成分为天然麝香 3%、天然牛黄 5%、田七 85%、蛇胆 7%, 为保护麝资源目前我国仅允许 8 个产品使用天然麝香(2014 年新批准的产品均只允许使用人工繁育麝类所获的天然麝香)。每年我国对天然麝香的需求在 1000 千克左右, 而全国能配额供应的天然麝香仅 500 公斤左右, 供不应求的现象持续多年, 根据药通网数据, 2010 年至今, 天然麝香价格由 15 万/公斤上涨到 45 万/公斤(期间涨幅达 200%), 天然牛黄目前也 16-50 万/公斤(胆红素越高, 价格越高), 天然原材料稀缺性决定了其价格在未来将持续上行, 成本上升将传导到产品, 片仔癀属于国家绝密配方, 独家生产, 具有强定价权(具备提价能力), 在成本上涨推动下必然有动力通过提价转移成本压力及保障业绩增长。

3、精准营销助力渠道拓展, 并购基金促外延发展

1) 新老渠道协同, 未来业绩高增长确定性高。除了传统的经销商以及药品零售渠道, 公司线下建立片仔癀体验馆进行品牌推广(目前已有 80 多家, 16 年近翻倍增长), 线上与银之杰合作针对高端人群进行精准营销, 同时依托子公司片仔癀国药堂成立 VIP 部, 专门服务于高端客户。从 17 年 Q1 业绩来看, 新老渠道协同效应明显, 将保障业绩持续高增长。

2) 内外整合, 再创辉煌。通过“上市公司+PE”方式, 充分发挥 5 只产业并购基金(先后参与成立了阳明、清科、兴业、丰圆等医药相关产业基金)的优势, 筛选优秀项目投资布局, 通过外延式扩张将外部资源与公司内部资源进行无缝对接, 完善战略布局。同时, 公司与平安银行、上市公司蒙发利确立战略合作关系, 整合双方资源进一步推动公司的经营发展和资本运作; 搭建片仔癀资本运营平台, 设立片仔癀(厦门)营运中心, 借智、借势、借力, 为片仔癀再创辉煌提供有力支撑。

结论:

暂不考虑未来可能的外延及片仔癀后续可能提价的影响, 假设费用率恢复到正常水平, 预计 2017-2019 年归母净利润分别为 7.30、8.82、10.59 亿元, 对应增速分别为 36.25%、20.81%、20.04%。EPS 分别为 1.21、1.46、1.76 元, 对应当前股价 PE 分别为 44X、37X、31X(若按我们上文中预计, 片仔癀后续能够持续提价, 未来业绩将大概率持续超市场预期)。公司主导产品片仔癀其工艺和处方被列入国家“双绝密”, 传统制作工艺被列入国家非遗名录, 并被列入国家一级中药保护品种, 二次开发疗效卓著, 加之主要原料天然麝香、天然牛黄资源稀缺, 在消费升级+原材料稀缺成本推动, 片仔癀提价有望持续, 大概率进入量价齐升新通道。此外, 公司近年渠道建设步伐加快, 出资设立并购基金外延或加速。看好公司长期发展, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

风险提示: 片仔癀提价不及预期, 渠道拓展低于预期

主要财务数据指标

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,885.67	2,308.95	2,831.70	3,453.11	4,183.43
增长率(%)	29.70%	22.45%	22.64%	21.94%	21.15%
归母净利润(百万元)	466.68	536.13	730.49	882.47	1,059.29
增长率(%)	6.35%	14.88%	36.25%	20.81%	20.04%
净资产收益率(%)	14.79%	15.35%	18.94%	19.92%	20.69%
每股收益(元, 摊薄)	0.77	0.89	1.21	1.46	1.76
PE	69.54	60.53	44.43	36.77	30.64
PB	6.86	9.29	8.41	7.32	6.34

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2824	3412	4011	4849	5833	营业收入	1886	2309	2832	3453	4183
货币资金	1472	1706	2092	2552	3091	营业成本	999	1179	1452	1772	2149
应收账款	302	379	458	558	676	营业税金及附加	20	31	37	46	55
其他应收款	25	16	19	24	29	营业费用	166	275	252	307	372
预付款项	109	95	78	57	31	管理费用	177	218	266	325	393
存货	878	1126	1313	1602	1943	财务费用	-20	-11	-10	-8	-6
其他流动资产	12	50	28	28	28	资产减值损失	11.61	16.17	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1231	1625	1374	1516	1573	公允价值变动收益	0.00	0.07	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	208	461	300	300	300	投资净收益	11.51	6.61	0.00	0.00	0.00
固定资产	261	247	275	306	353	营业利润	542	608	834	1011	1219
无形资产	164	293	264	235	205	营业外收入	11.75	7.61	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	88	63	63	63	63	营业外支出	3.64	6.88	0.00	0.00	0.00
资产总计	4055	5038	5386	6365	7406	利润总额	550	609	834	1011	1219
流动负债合计	362	910	919	1358	1745	所得税	86	102	133	162	195
短期借款	56	351	379	740	1036	净利润	463	507	700	849	1024
应付账款	87	147	159	194	236	少数股东损益	-3	-29	-30	-33	-35
预收款项	30	53	82	117	159	归属母公司净利润	467	536	730	882	1059
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	713	921	875	1061	1276
非流动负债合计	390	377	377	377	377	BPS (元)	0.77	0.89	1.21	1.46	1.76
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	299	300	300	300	300		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	752	1287	1296	1735	2122	成长能力					
少数股东权益	148	257	227	194	159	营业收入增长	29.70%	22.45%	22.64%	21.94%	21.15%
实收资本(或股本)	402	603	603	603	603	营业利润增长	6.58%	12.35%	37.05%	21.27%	20.58%
资本公积	808	638	638	638	638	归属于母公司净利润	36.25%	20.81%	36.25%	20.81%	20.04%
未分配利润	1440	1781	1781	1781	1781	获利能力					
归属母公司股东权	3155	3493	3858	4431	5120	毛利率(%)	47.01%	48.95%	48.72%	48.68%	48.63%
负债和所有者权益	4055	5038	5381	6360	7401	净利率(%)	24.57%	21.95%	24.74%	24.60%	24.48%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	11.51%	10.64%	13.56%	13.87%	14.30%	
经营活动现金流	306	395	504	598	728	偿债能力					
净利润	463	507	700	849	1024	资产负债率(%)	19%	26%	24%	27%	29%
折旧摊销	191	324	0	58	63	流动比率	7.80	3.75	4.36	3.57	3.34
财务费用	-20	-11	-10	-8	-6	速动比率	5.38	2.51	2.94	2.39	2.23
应收账款减少	0	0	-79	-100	-118	营运能力					
预收帐款增加	0	0	28	35	42	总资产周转率	0.49	0.51	0.54	0.59	0.61
投资活动现金流	-39	-278	220	-200	-120	应收账款周转率	8	7	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	24.49	19.73	18.49	19.55	19.47
长期股权投资减少	0	0	300	-100	-20	每股指标(元)					
投资收益	12	7	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.77	0.89	1.21	1.46	1.76
筹资活动现金流	-46	246	-338	61	-69	每股净现金流(最新)	0.55	0.60	0.64	0.76	0.89
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.85	5.79	6.39	7.34	8.49
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	241	201	0	0	0	P/E	69.54	60.53	44.43	36.77	30.64
资本公积增加	-220	-170	0	0	0	P/B	6.86	9.29	8.41	7.32	6.34
现金净增加额	221	362	386	459	540	EV/EBITDA	28.76	34.07	35.48	29.15	24.05

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长, 3 年证券行业研究经验, 3 年医药行业实业工作经验。2015 年新财富第七名团队核心成员, 2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

陈顺

2016 年水晶球第一名团队核心成员, 公募榜单第一名, 非公募榜单第二名。西南财经大学金融学硕士, 理工金融复合背景, 1 年券商资管实习经验, 2 年卖方研究所工作经验。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究, 重点专注于中药、血制品等细分领域, 关注跨界转型大健康带来的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。