

审慎推荐-A (维持)

片仔癀 600436.SH

目标估值: N.A.  
当前股价: 54.08 元  
2017年05月26日

提价符合判断 看好量价齐升

基础数据

上证综指	3110
总股本(万股)	60332
已上市流通股(万股)	60332
总市值(亿元)	326
流通市值(亿元)	326
每股净资产(MRQ)	6.2
ROE(TTM)	16.6
资产负债率	21.3%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	15	41
相对表现	-3	16	27

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《片仔癀(600436)——销售费用影响当期利润 后续提价预期强烈》2017-04-14
- 2、《片仔癀(600436)——片仔癀系列提价预期强烈, 牙膏产品升级换代后劲十足》2017-02-28
- 3、《片仔癀(600436)——主导产品片仔癀国内市场提价, 继续推荐》2016-06-28

李珊珊

0755-83734347  
lishsh@cmschina.com.cn  
S1090511040046

李勇剑

0755-83271617  
liyj10@cmschina.com.cn  
S1090515080002

研究助理

李点典  
liandiandian@cmschina.com.cn

公司发布国内片仔癀系列的提价公告, 此次提价符合我们之前的判断。国内片仔癀系列销售已经是主导, 此次国内提价对公司收入和利润提升明显。得益于近年公司对渠道的梳理和建设, 我们判断公司此次提价后片仔癀系列销售仍然会有量价齐升的表现, 维持“审慎推荐-A”评级。

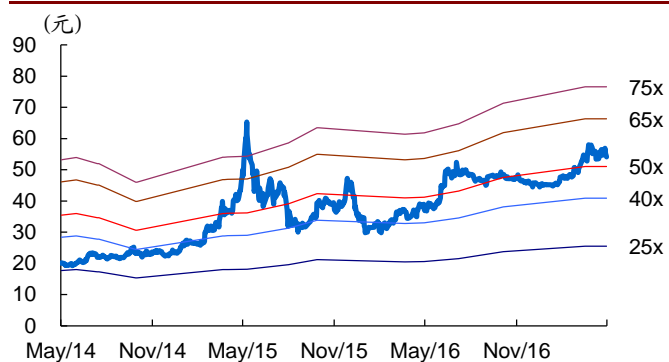
- **事件:** 公司于5月26日发布公告, 称鉴于片仔癀产品主要原料及人工成本上涨等原因, 公司主导产品片仔癀国内市场零售价格将从500元/粒上调到530元/粒, 供应价格将进行相应上调。
- **此次提价符合我们之前的判断, 片仔癀国内销售已经是主导。** 基于对公司的长期跟踪, 我们判断公司在经过14-16年对渠道的梳理后, 持续提价预期强烈, 此次提价符合我们的判断; 根据以往的经验, 我们判断公司此次出厂价提升比例和零售价提升比例基本一致(8%左右)。根据公司2016年年报, 我们估计公司片仔癀系列销售额10亿左右, 接近80%在国内销售, 所以我们判断此次国内提价对公司片仔癀销售收入和利润提升明显。
- **看好片仔癀系列提价后量价齐升。** 公司渠道经过14-16年三年时间的梳理, 并且从16年年报母公司销售费用中可以看出公司加大了营销和渠道建设投入, 我们判断公司此次提价后, 和16年年中提价后一样, 片仔癀系列销量仍将稳步提升, 出现量价齐升的局面, 推动公司业绩高增长。
- **其他业务17年有望助推增长。** 子公司厦门片仔癀宏仁17年将有完整季度的并表, 业绩承诺2300万元; 化妆品公司16年由于业务受电商冲击大, 盈利情况较往年有所下滑, 预计17年将有所改善; 和上海家化合作生产销售牙膏的控股子公司16年亏损3650万元, 17年有望减亏。
- **维持“审慎推荐-A”评级:** 预计公司2017-2019年净利润增速36%、23%和12%, 对应EPS1.20元、1.49元和1.67元, 当前股价对应pe估值为45X, 符合片仔癀的稀缺性和疗效确切性及未来仍然存在的较大提价空间和较强的提价预期。同时公司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“审慎推荐-A”评级。 **风险提示:** 产品销售不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1886	2309	3169	3567	3948
同比增长	30%	22%	37%	13%	11%
营业利润(百万元)	542	608	824	1019	1143
同比增长	7%	12%	35%	24%	12%
净利润(百万元)	467	536	727	897	1006
同比增长	6%	15%	36%	23%	12%
每股收益(元)	0.90	0.89	1.20	1.49	1.67
PE	60.3	60.9	44.9	36.4	32.4
PB	8.9	9.3	8.3	7.1	6.1

资料来源: 公司数据、招商证券

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2824	3412	3643	4358	5136
现金	1472	1706	1220	1719	2215
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	15	21	28	32	35
应收款项	302	379	494	556	615
其它应收款	25	16	22	24	27
存货	878	1126	1644	1768	1958
其他	132	165	236	258	286
<b>非流动资产</b>	1231	1625	1567	1514	1468
长期股权投资	208	461	461	461	461
固定资产	261	247	219	194	172
无形资产	164	293	264	238	214
其他	598	624	622	621	620
<b>资产总计</b>	<b>4055</b>	<b>5038</b>	<b>5210</b>	<b>5872</b>	<b>6604</b>
<b>流动负债</b>	362	910	696	729	778
短期借款	56	351	0	0	0
应付账款	87	147	216	233	258
预收账款	30	53	79	85	94
其他	188	359	401	412	427
<b>长期负债</b>	390	377	377	377	377
长期借款	0	0	0	0	0
其他	390	377	377	377	377
<b>负债合计</b>	<b>752</b>	<b>1287</b>	<b>1073</b>	<b>1106</b>	<b>1155</b>
股本	402	603	603	603	603
资本公积金	1009	749	749	749	749
留存收益	1745	2142	2567	3246	3983
少数股东权益	148	257	218	169	114
归属于母公司所有者权益	3155	3493	3919	4598	5335
<b>负债及权益合计</b>	<b>4055</b>	<b>5038</b>	<b>5210</b>	<b>5872</b>	<b>6604</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	306	395	153	699	742
净利润	467	536	727	897	1006
折旧摊销	34	50	61	54	48
财务费用	(4)	20	2	(9)	(13)
投资收益	(12)	(7)	(15)	(10)	(10)
营运资金变动	(165)	(170)	(590)	(187)	(238)
其它	(14)	(34)	(32)	(47)	(52)
<b>投资活动现金流</b>	(39)	(278)	0	0	0
资本支出	(79)	(91)	0	0	0
其他投资	40	(187)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(46)	246	(639)	(199)	(246)
借款变动	260	598	(351)	0	0
普通股增加	241	201	0	0	0
资本公积增加	(318)	(260)	0	0	0
股利分配	(260)	(312)	(302)	(218)	(269)
其他	31	20	13	19	23
<b>现金净增加额</b>	<b>221</b>	<b>362</b>	<b>(487)</b>	<b>500</b>	<b>495</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1886	2309	3169	3567	3948
营业成本	999	1179	1733	1865	2065
营业税金及附加	20	31	42	47	52
营业费用	166	275	317	357	383
管理费用	177	218	250	282	312
财务费用	(20)	(11)	2	(9)	(13)
资产减值损失	12	16	16	16	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	12	7	15	10	10
<b>营业利润</b>	542	608	824	1019	1143
营业外收入	12	8	8	8	8
营业外支出	4	7	7	7	7
<b>利润总额</b>	550	609	825	1020	1144
所得税	86	102	138	172	193
<b>净利润</b>	463	507	687	848	951
少数股东损益	(3)	(29)	(40)	(49)	(55)
<b>归属于母公司净利润</b>	467	536	727	897	1006
<b>EPS (元)</b>	0.90	0.89	1.20	1.49	1.67

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	30%	22%	37%	13%	11%
营业利润	7%	12%	35%	24%	12%
净利润	6%	15%	36%	23%	12%
<b>获利能力</b>					
毛利率	47.0%	48.9%	45.3%	47.7%	47.7%
净利率	24.7%	23.2%	22.9%	25.2%	25.5%
ROE	14.8%	15.3%	18.6%	19.5%	18.9%
ROIC	13.0%	12.1%	16.6%	17.6%	17.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.5%	25.5%	20.6%	18.8%	17.5%
净负债比率	1.4%	7.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	7.8	3.7	5.2	6.0	6.6
速动比率	5.4	2.5	2.9	3.6	4.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	1.1	1.2	1.3	1.1	1.1
应收帐款周转率	8.3	6.8	7.3	6.8	6.7
应付帐款周转率	13.0	10.1	9.5	8.3	8.4
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.90	0.89	1.20	1.49	1.67
每股经营现金	0.59	0.65	0.25	1.16	1.23
每股净资产	6.06	5.79	6.50	7.62	8.84
每股股利	0.60	0.50	0.36	0.45	0.50
<b>估值比率</b>					
PE	60.3	60.9	44.9	36.4	32.4
PB	8.9	9.3	8.3	7.1	6.1
EV/EBITDA	25.2	22.0	15.6	13.0	11.7

## 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。

**吴斌**，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，8年证券从业经验，2017年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

**李珊珊 CPA**，厦门大学工商管理硕士，10年证券从业经验，注册会计师。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业联席首席分析师。

**张同**，天津大学制药工程系硕士，2年医药行业经验，2011年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

**李勇剑**，北京大学医学部药物化学系硕士，1年医药行业经验，2013年7月加入招商证券，任医药行业分析师。

**蒋一樊**，法国波城大学硕士，1年海外一级市场投资经验，3年证券从业经验，2017年4月加入招商证券，任医药行业分析师。

**李点典**，香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

**团队荣誉**：2011年新财富最佳分析师第3名，证券业金牛分析师第2名，卖方分析师水晶球奖第3名。2012年新财富最佳分析师第4名，2014年新财富最佳分析师第2名。

## 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。