

片仔癀 (600436.SH)

产品进一步提价，持续增厚公司净利润

买入 (维持)

2017年7月25日

证券分析师 焦德智

执业资格证书号码: S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

021-60199780

证券分析师 全铭

执业资格证书号码: S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

投资要点:

一、事件:

公司发布提价公告: 主导产品片仔癀海外市场供应价格将上调不超过 3 美元。

二、我们的观点: 持续提价, 公司利润进一步增加

1. 2016 年公司进入新的涨价周期

2016 年 6 月和 2017 年 5 月公司分别发布公告进行产品提价, 提价幅度均在 6% 左右。通过提价, 我们推算片仔癀的出厂价从 2016 年初的约 340 元/粒增加到 380-390 元/粒。

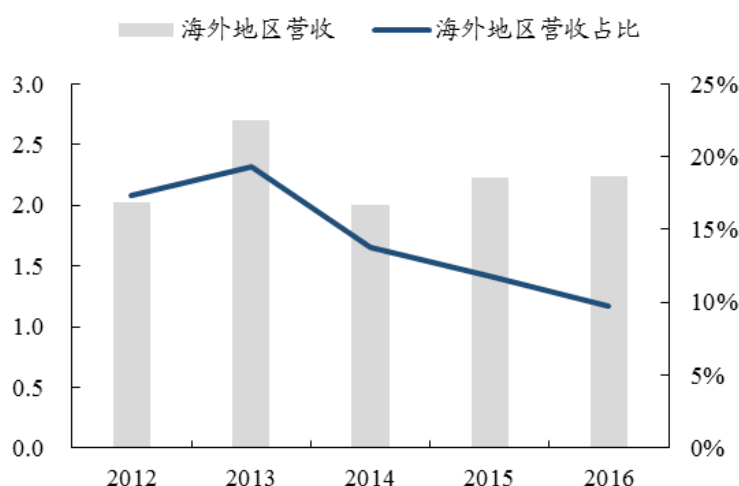
公司再次公布提价, 片仔癀海外部分的价格提升约为 20 元/粒。通过提价, 海外部分销售带来的利润得以提升。

我们认为片仔癀仍具备涨价空间, 今年下半年国内市场有望再次提价, 提价空间仍可能在 6% 左右。

2. 海外地区近年来营收与销量稳定, 提价可为公司小幅度贡献利润

公司海外地区营收自 2012 年以后就维持在 2 亿元以上。2016 年海外部分的销售收入约为 2.24 亿元。由于国内地区营收的稳定增长, 海外地区营收的稳定, 近年来海外地区营业收入占比持续下降, 2016 年占比约为 9.7%。

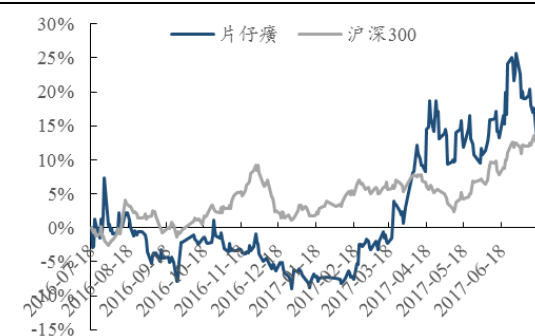
图表 1: 2012-2016 年片仔癀海外地区营收与营收占比



资料来源: Wind、东吴证券研究所

由于近几年海外地区并未涨价, 海关显示 2016 年片仔癀出口约为 43 万粒, 近几年片仔癀出口维持在该水平。若 2017 年全年出口仍为 43 万粒, 上半年销售 23 万粒, 下半年销售 20 万粒, 则该部分涨价最终将为公司贡献利润约为 400 万元。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	54.8
一年最低价/最高价	43.69/61.31
市净率	9.3
流通 A 股市值 (亿元)	331

基础数据

每股净资产 (元)	6.17
资产负债率 (%)	21.25
总股本 (亿股)	6.03
流通 A 股 (亿股)	6.03

相关报告

《“国宝神药”，迎来“量价”齐升的黄金发展机遇》 2017.6.1

三、盈利预测与投资建议

我们预计 2017-2019 年公司销售收入为 29.46 亿元、36.34 亿元和 44.55 亿元，同比增长 27.6%、23.4%和 22.6%；归属母公司净利润为 7.58 亿元、9.97 亿元和 12.62 亿元，同比增长 41.4%、31.5%和 26.6%；PES 为 1.26 元、1.65 元和 2.09 元；对应 PE 为 43X、33X、26X。鉴于片仔癀国家保密级品种的中药行业地位、明确的疗效、以及“量价”齐升趋势的确立，我们给予公司“买入”评级。

四、风险提示

片仔癀涨价低于预期；市场推广低于预期；原料中药材供给风险；原料中药材涨价波动风险。

片仔癀 (600436) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3412	3708	4605	5630	营业收入	2309	2946	3634	4455
现金	1726	1591	2123	2544	营业成本	1179	1466	1771	2146
应收账款	399	514	613	768	营业税金及附加	31	36	44	54
其它应收款	16	36	28	51	营业费用	275	295	334	392
预付账款	95	150	146	213	管理费用	218	277	342	420
存货	1126	1367	1645	2004	财务费用	-11	-18	-33	-46
其他	50	50	50	50	资产减值损失	16	16	16	16
非流动资产	1625	1517	1408	1304	投资净收益	7	0	0	0
长期投资	461	461	461	461	营业利润	608	873	1159	1473
固定资产	254	199	134	69	营业外损益	1	5	5	5
无形资产	293	260	227	194	利润总额	609	878	1164	1478
其他	617	596	586	580	所得税	102	132	175	222
资产总计	5038	5225	6013	6934	净利润	507	746	989	1256
流动负债	910	595	715	786	少数股东损益	-29	-12	-8	-6
应付账款	296	332	427	493	归属母公司净利润	536	758	997	1262
其他	263	263	288	293	EBITDA	653	960	1231	1531
非流动负债	377	377	377	377	EPS (元)	0.89	1.26	1.65	2.09
长期借款	300	300	300	300	主要财务比率				
其他	77	77	77	77	毛利率	48.9%	50.2%	51.3%	51.8%
负债合计	1287	972	1092	1163	净利率	22.0%	25.3%	27.2%	28.2%
少数股东权益	257	246	237	232	ROE	15.3%	18.9%	21.3%	22.8%
归属母公司股东权益	3493	4007	4684	5540	ROIC	28.3%	32.5%	37.8%	45.3%
负债和股东权益	5038	5225	6013	6934	资产负债率	25.5%	18.6%	18.2%	16.8%
现金流量表					净负债比率	17.3%	7.1%	6.1%	5.2%
经营活动现金流	389	445	825	787	流动比率	3.7	6.2	6.4	7.2
折旧摊销	50	92	92	88	速动比率	2.5	3.9	4.1	4.6
营运资金变动	296	260	777	954	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
其它	-484	-643	-1009	-1476	应收帐款周转率	5.8	5.7	5.9	5.8
投资活动现金流	-278	4	4	4	应付帐款周转率	4.7	4.7	4.7	4.7
其他	-278	4	4	4	每股收益	0.9	1.3	1.7	2.1
筹资活动现金流	246	-584	-296	-371	每股经营现金	0.6	0.7	1.4	1.3
短期借款	0	-351	0	0	每股净资产	5.8	6.6	7.8	9.2
长期借款	0	-233	-296	-371	P/E	61	43	33	26
其他	246	0	0	0	P/B	9.3	8.1	7.0	5.9
现金净增加额	357	-135	532	421	EV/EBITDA	48.0	32.5	24.9	19.7

资料来源: wind、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

