



业绩略超预期，量价齐升有望持续

——片仔癀（600436）中报点评

2017年8月25日

推荐/维持

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8月24日晚间发布2017年半年度报告,2017年上半年报告期内,公司实现营业收入17.53亿元,同比+82.50%;归母净利润4.33亿元,同比+41.83%;扣非后归母净利润4.17亿元,同比+37.11%。

观点:

1、业绩略超预期，主导产品片仔癀量价齐升

1) 营业收入增长超预期。上半年,公司实现营业收入17.53亿元,同比增长82.50%。主要原因为(1)医药商业板块(收入+205.23%):系子公司厦门片仔癀宏仁医药有限公司2016年8月23日后全面承接厦门宏仁医药有限公司业务,2017年上半年新增医药商业收入7.45亿;(2)医药工业板块(收入+34.78%):系母公司片仔癀药业主导产品片仔癀系列产品销售收入增加所致(+33.57%),其中销售量上半年同比增长预计在25%左右,另一方面系公司产品片仔癀价格上调所致。

2) 价格上调,主导产品片仔癀净利率上升。根据母公司报表,主导产品片仔癀2017年上半年净利率为60.01%,高出去年同期(55.53%)4.49个百分点,预计主要系产品价格上调所致:公司于2016年6月底将片仔癀市场零售价格将从460元/粒上调到500元/粒,出厂价估计上调6-8%;2017年5月下旬再次上调国内零售价(单粒零售价格从500提到530,预计单粒出厂价预计提升在25元左右,考虑到提价的时点,预计价格上调因素贡献2017上半年净利增速约在8-10个百分点。

3) 整体费用率有所下降,经营性现金流良好,营收质量高。公司整体费用率15.53%,较2016年全年费用率(2016年8月承接厦门宏仁医药业务,用2016年全年数据比较更为合适)下降5.32个百分点。其中,销售费用率较2016年全年下降2.32个百分点;管理费用率下降3.35个百分点。经营性现金流净额4.45亿,同比+139.76%,主要是本期销售收到现金增加及募集资金到期定期存款永久性补充流动资金所致,收入质量高。

2、提价预期将持续，品牌销售和推广不断深入，量价齐升有望推动业绩高增长

1) 消费升级是大势所趋,带来价格上涨预期的同时推动需求增长。目前,消费升级已带来的供给与需求的新变化:我国已经步入老龄化社会,伴随着人均可支配收入的上升,大健康相关的产品和服务的需求上升。片仔癀作为中药消费品,不仅具有治疗功效,还具有清热解毒、凉血化瘀、消肿止痛、保肝护肝、防酒醉、美容养颜等非治疗疗效,被被誉为“国宝名药”、“中药特效抗生素”;而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。在此消费升级的大背景下, 片仔癀依靠其自身品牌知名度和消费属性将明显受益, 有望引领中高端大健康产品的消费升级。

2) **原料稀缺+品牌优势, 成本推动价格上涨, 产品稀缺使需求保持刚性。**在大部分中成药已经用人工麝香取代了天然麝香后, 片仔癀一直被国家允许继续使用天然麝香, 原材料天然牛黄和麝香价格持续上涨, 预计公司未来有持续涨价的动力; 另一方面, 漳州片仔癀是片仔癀类药物唯一的供应商, 龙头和品牌优势赋予了企业更强的议价定价能力。而在公司产品价格大概率走高的同时, 公司产品需求有望保持刚性: **公司处方和工艺至今仍是国家绝密保护品种, 传统制作技艺被列入国家非物质文化遗产名录, 并被列入国家一级中药保护品种, 片仔癀被评为中国中药名牌产品。**这些特点决定了公司片仔癀在市场上具有独一无二的地位, **产品壁垒比较高, 具有稳定的市场地位和份额, 即使价格不断上涨, 在可预期范围内需求仍然会比较稳定。**

3) **区域经销+VIP销售模式+片仔癀体验馆销售结合, 品牌推广和渠道拓展不断深入。**公司的内销主要是通过各地的经销商以及药品零售渠道完成; 针对片仔癀销售, 公司依托子公司片仔癀国药堂成立VIP部, 专门服务于高端客户; 同时, 公司成立“片仔癀体验馆”, 通过与医药流通企业合作将体验馆打造成“文化传播+品牌展示+产品推介+现场体验(非药品)”的有机结合体, 主要用于销售公司的系列产品, 通过体验馆提高社会消费群体对片仔癀品牌的认知度和忠诚度, 提高产品购买欲。随着公司线下体验店这种轻资产销售模式的快速扩张(预计2017年有望扩张到100家, 未来2-3年目标200家), 品牌推广和渠道拓展不断深入, 预计公司片仔癀销量全年仍有望实现25%左右的较快增长。

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, 预计2017-2019年归母净利润分别为7.50、9.98、12.59亿元, 对应增速分别为39.84%、33.14%、26.15%, EPS分别为1.24、1.65、2.09元, 对应当前股价PE分别为44X、33X、26X。在消费升级的背景下, 公司原料天然麝香、天然牛黄资源稀缺, 加之品牌优势明显, 二次开发疗效卓著, 片仔癀提价有望持续, 需求有望持续稳定增长, 大概率进入量价齐升新通道。看好公司长期发展, 维持“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 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,885.67 | 2,308.95 | 3,371.19 | 4,350.21 | 5,531.76 |
| 增长率(%) | 29.70% | 22.45% | 46.00% | 29.04% | 27.16% |
| 净利润(百万元) | 466.68 | 536.13 | 749.74 | 998.24 | 1,259.24 |
| 增长率(%) | 6.35% | 14.88% | 39.84% | 33.14% | 26.15% |
| 净资产收益率(%) | 14.79% | 15.35% | 19.56% | 22.53% | 24.28% |
| 每股收益(元, 摊薄) | 0.77 | 0.89 | 1.24 | 1.65 | 2.09 |
| PE | 71.41 | 62.16 | 44.45 | 33.39 | 26.47 |
| PB | 7.04 | 9.54 | 8.70 | 7.52 | 6.43 |

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 | 4045 | 4880 | 6151 | 营业收入 | 1886 | 2309 | 3371 | 4350 | 5532 |
| 货币资金 | 1472 | 1706 | 2704 | 3214 | 4087 | 营业成本 | 999 | 1179 | 1869 | 2377 | 3028 |
| 应收账款 | 302 | 379 | 757 | 977 | 1243 | 营业税金及附加 | 20 | 31 | 45 | 58 | 73 |
| 其他应收款 | 25 | 16 | 23 | 30 | 38 | 营业费用 | 166 | 275 | 320 | 413 | 526 |
| 预付款项 | 109 | 95 | 73 | 44 | 9 | 管理费用 | 177 | 218 | 236 | 305 | 387 |
| 存货 | 878 | 1126 | 430 | 547 | 697 | 财务费用 | -20 | -11 | -12 | -20 | -20 |
| 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 | 1227 | 1300 | 1313 | 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 | 461 | 461 | 461 | 投资净收益 | 11.51 | 6.61 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 261 | 247 | 337 | 439 | 541 | 营业利润 | 542 | 608 | 913 | 1218 | 1538 |
| 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 | 5272 | 6180 | 7464 | 利润总额 | 550 | 609 | 913 | 1218 | 1538 |
| 流动负债合计 | 362 | 910 | 795 | 1089 | 1597 | 所得税 | 86 | 102 | 153 | 205 | 258 |
| 短期借款 | 56 | 351 | 0 | 130 | 430 | 净利润 | 463 | 507 | 760 | 1013 | 1279 |
| 应付账款 | 87 | 147 | 399 | 508 | 647 | 少数股东损益 | -3 | -29 | 10 | 15 | 20 |
| 预收款项 | 30 | 53 | 87 | 131 | 186 | 归属母公司净利润 | 467 | 536 | 750 | 998 | 1259 |
| 一年内到期的非流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 713 | 921 | 961 | 1275 | 1605 |
| 非流动负债合计 | 390 | 377 | 377 | 377 | 377 | BPS (元) | 0.77 | 0.89 | 1.24 | 1.65 | 2.09 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 299 | 300 | 175 | 175 | 175 | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 负债合计 | 752 | 1287 | 1172 | 1466 | 1974 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 148 | 257 | 267 | 282 | 302 | 营业收入增长 | 29.70% | 22.45% | 46.00% | 29.04% | 27.16% |
| 实收资本(或股本) | 402 | 603 | 603 | 603 | 603 | 营业利润增长 | 6.58% | 12.35% | 50.07% | 33.37% | 26.25% |
| 资本公积 | 808 | 638 | 638 | 638 | 638 | 归属于母公司净利润 | 39.84% | 33.14% | 39.84% | 33.14% | 26.15% |
| 未分配利润 | 1440 | 1781 | 1863 | 1973 | 2112 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 3155 | 3493 | 3833 | 4432 | 5187 | 毛利率(%) | 47.01% | 48.95% | 44.55% | 45.36% | 45.26% |
| 负债和所有者权 | 4055 | 5038 | 5272 | 6180 | 7464 | 净利率(%) | 24.57% | 21.95% | 22.54% | 23.29% | 23.13% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润(%) | | | | | |
| | | | | | | ROE(%) | | | | | |
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 11.51% | 10.64% | 14.22% | 16.15% | 16.87% | |
| 经营活动现金流 | 306 | 395 | 1402 | 910 | 1157 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 463 | 507 | 760 | 1013 | 1279 | 资产负债率(%) | 19% | 26% | 22% | 24% | 26% |
| 折旧摊销 | 191 | 324 | 0 | 77 | 87 | 营运能力 | | | | | |
| 财务费用 | -20 | -11 | -12 | -20 | -20 | 总资产周转率 | 0.49 | 0.51 | 0.65 | 0.76 | 0.81 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -379 | -220 | -265 | 应收账款周转率 | 8 | 7 | 6 | 5 | 5 |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 34 | 44 | 56 | 应付账款周转率 | 24.49 | 19.73 | 12.34 | 9.59 | 9.58 |
| 投资活动现金流 | -39 | -278 | 359 | -150 | -100 | 每股指标(元) | | | | | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(最新摊薄) | 0.77 | 0.89 | 1.24 | 1.65 | 2.09 |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 439 | 0 | 0 | 每股净现金流(最新) | 0.55 | 0.60 | 1.65 | 0.85 | 1.45 |
| 投资收益 | 12 | 7 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊) | 7.85 | 5.79 | 6.35 | 7.35 | 8.60 |
| 筹资活动现金流 | -46 | 246 | -764 | -249 | -184 | 估值比率 | | | | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | -125 | 0 | 0 | P/E | 71.41 | 62.16 | 44.45 | 33.39 | 26.47 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 7.04 | 9.54 | 8.70 | 7.52 | 6.43 |
| 普通股增加 | 241 | 201 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 29.58 | 35.02 | 32.06 | 23.85 | 18.60 |
| 资本公积增加 | -220 | -170 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 现金净增加额 | 221 | 362 | 998 | 511 | 873 | | | | | | |

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。