

## 2018 年片仔癀系列产品销量增长接近 30%， 消费驱动业绩增长趋势得到延续

买入 (维持)

2019 年 04 月 14 日

证券分析师 焦德智

执业证号: S0600516120001  
021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭

执业证号: S0600517010002  
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,766	6,116	7,904	9,566
同比 (%)	28.3%	28.3%	29.2%	21.0%
归母净利润 (百万元)	1,143	1,554	2,053	2,635
同比 (%)	41.6%	36.0%	32.1%	28.3%
每股收益 (元/股)	1.89	2.58	3.40	4.37
P/E (倍)	62.57	46.02	34.83	27.14

### 投资要点

■ **事件:** 公司公告 2018 年年报, 公司营业总收入 47.66 亿元, 同比增长 28.33%; 归属上市公司股东的净利润 11.43 亿元, 同比增长 41.62%, 归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 11.24 亿元, 同比增长 44.97%, 符合预期。其中, 2018 Q4 公司营业总收入 11.80 亿元, 同比增长 21.77%; 归属上市公司股东的净利润 2.23 亿元, 同比增长 68.53%、归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.19 亿元, 同比增长 73.12%, 略超预期。

同时公司公告 2018 年度利润分配预案, 以 2018 年 12 月 31 日公司总股本 603,317,210 股为基数, 每 10 股派发现金股利 6.00 元 (含税), 共分配现金股利 361,990,326.00 元。

■ **片仔癀系列产品持续高速增长, 驱动公司业绩快速释放。** 公司收入增长主要为主导产品片仔癀系列产品销售增长驱动。公司除了顺应消费升级的趋势进行价格调整之外, 还进行了营销改革, 透过片仔癀体验店、经销商等方式强化市场及销售渠道的扩展, 进而做到快速销售放量。

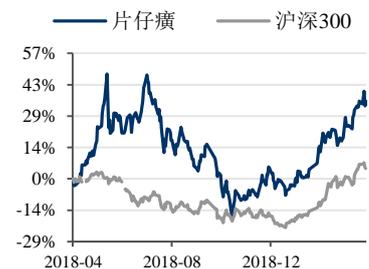
在 2017 年 5 月价格调整之后, 报告期内公司的产品维持了价格的稳定。通过年报数据可以看到, 公司产品并未受到宏观经济周期的影响, 依然保持了较高的增长, 其价格也仍具备向上调整的空间。我们认为公司产品力强、销售能力持续推高, 片仔癀产品在 2019 年具备涨价和放量的提升双重动力。

■ **净利率持续提升, 量价双升趋势下仍具上升空间。** 2018 年公司毛利率为 42.42%, 略低于 2017 年同期 43.36% 的水平; 净利率为 23.68%, 高于 2017 年同期 21.01% 的水平, 主要为公司在销售费用率和管理费用率下降以及公司运营能力提高推动。我们认为随着核心产品进一步销售放量以及费用率有效控制, 公司毛利率和净利率水平仍具备较大提升空间。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2019-2021 年收入 61.16、79.04、95.66 亿元, 归属母公司净利润为 15.54、20.53、26.35 亿元, 同比增长 36.0%、32.1%、28.3%。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, 未来提价和提高客户群数量的空间都很广阔。因此, 维持公司的“买入”评级。

■ **风险提示:** 片仔癀涨价低于预期; 市场推广低于预期; 原料中药材供给与价格波动风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	118.53
一年最低/最高价	71.26/131.48
市净率(倍)	14.26
流通 A 股市值(百万元)	71511.19

### 基础数据

每股净资产(元)	8.31
资产负债率(%)	20.28
总股本(百万股)	603.32
流通 A 股(百万股)	603.32

### 相关研究

- 1、《片仔癀 (600436): 片仔癀销量保持高速增长, 驱动 2018 年业绩增长 39.8%, 》2019-02-12
- 2、《片仔癀 (600436): 主动营销推动片仔癀核心产品持续放量, 量价齐升逻辑驱动公司业绩稳步高速增长》2018-08-27
- 3、《片仔癀 (600436): 收入增长 37.15%, 归母净利润增长 42.88%, 量价齐升驱动公司业绩增长超预期》2018-07-18

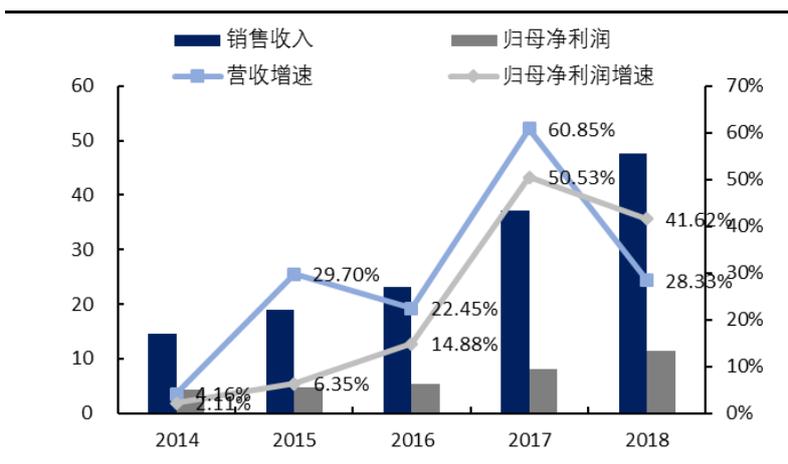
## 1. 2018 年公司实现收入增长 28.33%，归母净利润增长 41.62%，扣非净利润增长 44.97%，符合预期

公司公告 2018 年年报，公司营业总收入 47.66 亿元，同比增长 28.33%，归属上市公司股东的净利润 11.43 亿元，同比增长 41.62%，归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 11.24 亿元，同比增长 44.97%，符合预期。

其中，2018Q4 公司营业总收入 11.80 亿元，同比增长 21.77%；归属上市公司股东的净利润 2.23 亿元，同比增长 68.53%、归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.19 亿元，同比增长 73.12%，略超预期。

同时公司公告 2018 年度利润分配预案，以 2018 年 12 月 31 日公司总股本 603,317,210 股为基数，每 10 股派发现金股利 6.00 元(含税)，共分配现金股利 361,990,326.00 元。

图 1：公司的销售收入和归母净利润变化情况



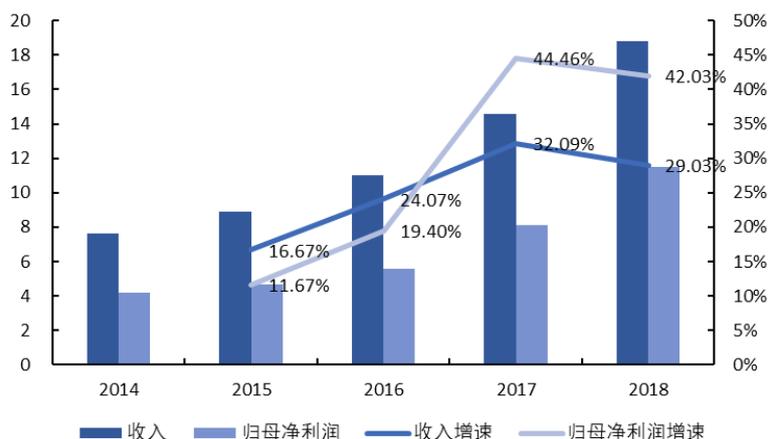
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

## 2. 片仔癀系列产品持续高速增长，驱动公司业绩快速释放

### 1) 片仔癀核心产品持续放量，2018 年销量增长 29%，2019 年持续增长动力强劲

公司近年来通过持续加强营销能力，不断推进片仔癀核心产品的销售增长。公司报表中，母公司报表中的收入主要为片仔癀系列产品。2018 年全年母公司报表实现销售收入 18.08 亿元，同比增长 29.03%；实现净利润 11.49 亿元，同比增长 42.03%。基于公司在 2017 年 5 月 27 日，公司公告片仔癀的终端售价由 500 元上涨到 530 元，并于 7 月将海外出口价格上调 3 美元，我们判断估算出厂价同比例上涨的幅度在 6%-7%，因此 2019 年全部折合成片仔癀的销售量在 510 万粒左右。公司在 2016 年进入营销改革之后销售增速显著，随着销售费用率的下降，公司母公司报表的净利润率持续上升。

图 2：公司母公司报表的销售收入和归母净利润变化情况



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

公司在营销方式上的加强主要是通过片仔癀体验馆、加大学术推广、扩大销售区域等方式实现品牌的强化与销售区域扩张的推广。首先，公司紧紧抓住消费升级大趋势，持续推进体验馆布局，覆盖了全国大部分省会和主要地级市。在体验馆建设上，报告期内，新疆、山西、内蒙古省份实现了空白市场的“零”突破，在地域上向全国过更广阔的范围扩张，推进了公司产品的销售。同时，体验馆还带动了化妆品、日化品、保健食品等销售，推动片仔癀大健康产业的快速发展。

与此同时，公司持续加大学术推广力度，坚持用现代科学证据诠释片仔癀独特功效，做到精准宣传，获取新增客户。在区域扩张方面，大力拓展京津冀、长三角、两湖等经济水平良好、对传统中药有认知的市场，推动片仔癀从南向北、从东向西，提升片仔癀在全国的覆盖面。

在 2017 年 5 月价格调整之后，报告期内公司的产品维持了价格的稳定。通过年报数据可以看到，公司产品并未受到宏观经济周期的影响，依然保持了较高的增长，其价格也仍具备向上调整的空间。我们认为公司产品力强、销售能力持续推高，片仔癀产品在 2019 年具备涨价和放量的提升双重动力。

## 2、厦门宏仁完成并表，同期化妆品公司等子公司表现良好，为公司提供新的增长动力

公司在一核两翼的战略驱动下，重点布局健药品、保健食品和特色功效化妆品、日化产品，在报告期内实现了较好的发展，从而成为公司主营产品之外的重要推动力。

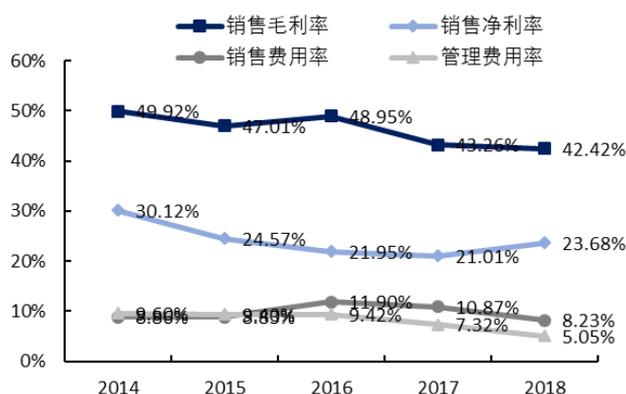
2018 年厦门宏仁完成并表，成为公司子公司，其实现营收 21.01 亿元，比增 24.92%，收入和利润增长显著，成为公司增长的又一重要支点。与此同时，化妆品公司 2018 年实现营业收入 2.74 亿元，同比增长 56.95%，利润总额 4,245.9 万元，同比增长 101.93%；医药公司营业收入 7.55 亿元，同比增长 31.03%，利润总额 839.8 万元，同比增长 105.64%。虽然公司的子公司贡献利润体量较小，但在片仔癀品牌影响力下子公司产品仍具备较大成长空间。

### 3. 净利率持续提升，量价双升趋势下仍具上升空间

2018 年公司毛利率为 42.42%，略低于 2017 年同期 43.36% 的水平。公司毛利率的下降主要由厦门宏仁的并表以及化妆品、日化产品等低毛利率产品应收占比提高的导致的。报告期内公司净利率为 23.68%，高于 2017 年同期 21.01% 的水平，主要为公司销售费用率和管理费用率的下降以及公司运营能力提高推动。我们认为公司核心产品片仔癀毛利率和净利润率均处于较高水平，随着核心产品进一步销售放量，以及费用率有效控制，公司毛利率和净利润率水平仍具备较大提升空间。

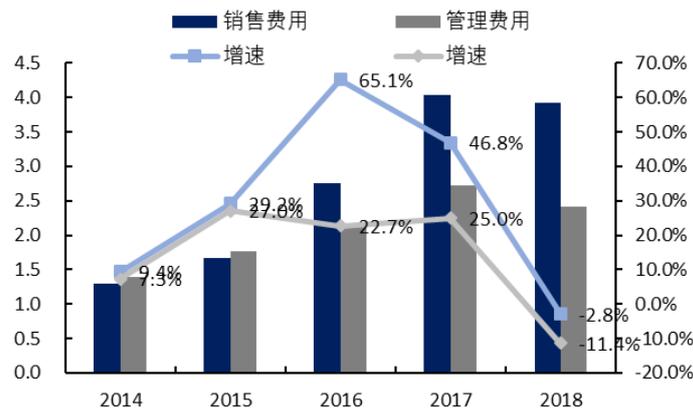
报告期内公司的销售费用和管理费用分别为 3.92 亿元和 2.41 亿元，同比下降 2.8% 和 11.4%（考虑研发费用后的管理费用为 3.42 亿元，同比增长 25.8%），费用率分别为 8.23% 和 5.05%，低于 2017 年同期水平。我们认为，公司继续延续去年的销售推广策略，加大销售推广力度，销售费用会有所上涨，但在量价双升的作用下，公司费用率水平将持续降低。

图 3:公司毛利率、净利率与费用率情况



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图 4:公司销售费用与管理费用变化情况（亿元）



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

### 4. 盈利预测与投资评级

我们预计 2019-2021 年收入 61.16、79.04、95.66 亿元，归属母公司净利润为 15.54、20.53、26.35 亿元，同比增长 36.0%、32.1%、28.3%。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，未来提价和提高客户群数量的空间都很广阔。因此，维持公司的“买入”评级。

### 5. 风险提示

片仔癀涨价低于预期；市场推广低于预期；原料中药材供给与价格波动风险。

片仔癀三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>5230</b>	<b>6636</b>	<b>7842</b>	<b>10245</b>	<b>营业收入</b>	<b>4766</b>	<b>6116</b>	<b>7904</b>	<b>9566</b>
现金	2787	3388	3788	5613	减:营业成本	2744	3504	4506	5371
应收账款	444	677	771	981	营业税金及附加	43	65	85	102
存货	1667	2049	2730	2966	营业费用	392	513	655	753
其他流动资产	332	523	553	685	管理费用	241	312	391	440
<b>非流动资产</b>	<b>1428</b>	<b>1722</b>	<b>2025</b>	<b>2292</b>	财务费用	-10	-19	-34	-67
长期股权投资	536	717	910	1112	资产减值损失	47	0	0	0
固定资产	244	368	497	585	加:投资净收益	95	50	64	69
在建工程	5	8	12	14	其他收益	0	0	0	0
无形资产	121	114	99	82	<b>营业利润</b>	<b>1320</b>	<b>1790</b>	<b>2365</b>	<b>3035</b>
其他非流动资产	521	515	508	499	加:营业外净收支	7	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6658</b>	<b>8358</b>	<b>9867</b>	<b>12537</b>	<b>利润总额</b>	<b>1327</b>	<b>1790</b>	<b>2365</b>	<b>3035</b>
<b>流动负债</b>	<b>1290</b>	<b>1801</b>	<b>1645</b>	<b>2099</b>	减:所得税费用	199	268	354	454
短期借款	600	600	600	600	少数股东损益	-14	-32	-42	-54
应付账款	191	259	320	371	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1143</b>	<b>1554</b>	<b>2053</b>	<b>2635</b>
其他流动负债	499	942	725	1128	EBIT	1280	1734	2295	2932
<b>非流动负债</b>	<b>60</b>	<b>90</b>	<b>106</b>	<b>104</b>	EBITDA	1346	1783	2361	3016
长期借款	0	29	46	43					
其他非流动负债	60	60	60	60	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1350</b>	<b>1891</b>	<b>1751</b>	<b>2202</b>	每股收益(元)	1.89	2.58	3.40	4.37
少数股东权益	291	259	217	163	每股净资产(元)	8.31	10.29	13.09	16.86
归属母公司股东权益	5016	6208	7899	10172	发行在外股份(百万股)	603	603	603	603
<b>负债和股东权益</b>	<b>6658</b>	<b>8358</b>	<b>9867</b>	<b>12537</b>	ROIC(%)	19.2%	21.4%	22.7%	22.9%
					ROE(%)	21.3%	23.5%	24.8%	25.0%
					毛利率(%)	42.4%	42.7%	43.0%	43.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	24.0%	25.4%	26.0%	27.5%
经营活动现金流	612	1201	1012	2401	资产负债率(%)	20.3%	22.6%	17.7%	17.6%
投资活动现金流	65	-294	-305	-282	收入增长率(%)	28.3%	28.3%	29.2%	21.0%
筹资活动现金流	-116	-306	-306	-294	净利润增长率(%)	41.6%	36.0%	32.1%	28.3%
现金净增加额	570	601	400	1825	P/E	62.57	46.02	34.83	27.14
折旧和摊销	66	49	67	85	P/B	14.26	11.52	9.05	7.03
资本开支	74	114	111	65	EV/EBITDA	51.75	38.74	29.07	22.14
营运资本变动	-528	-301	-968	-127					

数据来源: 贝格数据, 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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

