

买入 维持

片仔癀 (600436)

2015 年 01 月 29 日

老树发新枝之---寻找战略合作伙伴

2015 年 01 月 28 日收盘价: 99.53 元

6 个月目标价: 114 元

医药行业分析师: 郑琴

SAC 执业证书编号: S0850513080005

邮箱: zq6670@htsec.com

电话: 021-23219808

医药行业首席分析师: 周锐

SAC 执业证书编号: S0850513110003

邮箱: zr9459@htsec.com

电话: 0755-82780398

医药行业核心分析师: 余文心

SAC 执业证书编号: S0850513110005

邮箱: ywx9461@htsec.com

电话: 0755-82780398

事件:

公司公告与兴业证券股份有限公司签署《战略合作协议》的公告, 双方建立战略合作伙伴关系, 兴业证券凭借雄厚的资金实力和完善的券商服务体系, 作为公司战略合作伙伴, 为公司提供全方位资本运作支持。**合作内容有: 财务顾问与管理咨询服务、再融资、债券发行服务、并购重组、新三板和海峡交易所挂牌等服务、上市公司市值管理服务、财富管理业务、行业交流服务。**在兴业证券按照协议为公司提供资本市场服务期间, 公司向兴业证券支付的费用视兴业证券承担的具体项目而定, 以双方另行签署的具体协议为准。

点评:

与兴业证券建立战略合作伙伴关系, 意义重大。公司通过与兴业证券建立战略合作关系, 依托兴业证券专业服务体系及优势资源, 将有利于公司制定战略发展规划并帮助实现战略发展目标, 通过有效整合公司资源提升公司核心竞争力, 从而实现公司健康持续发展, 对公司未来发展具有积极意义。

2014 年业绩尘埃落定, 2015 年不会更差。公司 2014 年全年快报: 营业收入 14.35 亿元, 同比增长 2.79%, 归属于上市公司股东净利润 4.40 亿元, 同比增长 2.31%。2014 年度, 公司利润总额与上年度相比略微有所增长。其中, 药品业务业绩有所下降, 化妆品业绩增长幅度较大; 2014 年度公司投资收益与上年同期相比增幅较大, 主要系公司出售部分可供出售金融资产—兴业证券股票所致 (增厚 4600 万净利润)。2014 年公司股价平淡无奇, 我们认为和公司提价进度低于预期,

国内反腐、海外市场通缩等原因导致的业绩增长放缓相关。经过测算，第四季度公司营业收入同比增长 8%，与 2014 年 Q1-Q3 分别增长 11.8%、2.7%、-10.3%相比，我们认为公司经营状况 2015 年不会更差。业绩低谷确定股价低谷。

片仔癀和银之杰合作，意在未来渠道重构，精准营销。公司 2014 年 12 月 22 日公告与银之杰，充分发挥双方在各自不同领域的优势，共同发展 O2O 大健康产业平台及电子商务业务。合作包括：(1) 建设和运营以片仔癀产品为基础的统一的互联网、移动互联网大健康平台，推广和销售以片仔癀高端保健品为主，包括片仔癀日用品等全线产品。(2) 建立和运营统一的片仔癀产品高端体验店，开展产品试用、产品宣传等业务。(3) 建立统一的片仔癀高端俱乐部，全面负责俱乐部的运营和发展。(4) 经各方商定的其他业务。合资公司注册资本 2000 万元人民币，公司出资 900 万元，占比 45%；亿美软通出资 860 万元，占比 43%；合资公司的管理团队出资 240 万元，占比 12%。我们认为未来公司的渠道有可能重构、更加注重高端会员建设，关注精准营销，与传统营销模式不同，如果片仔癀银之杰合作成功，意义重大。

换届一年，新管理层欲展宏图，关注国企改革投资主线。新一届管理层换届已经接近一年，正值董事长刘建顺施展宏图之时。2015 年，建议关注国企改革投资主线，关注混合所有制等国有企业改革措施，有望激发国企活力。

盈利预测与投资建议。公司长期具有高端品牌价值。在做优主业的同时，把药妆、日化业务作为新的利润增长点。我们预计公司 2014-2015 年的 EPS 分别为：2.74 元、3.25 元，同比增长 18%、22%。考虑到公司品牌价值、2015 年华润片仔癀股权谈判存在可能性、国企改革机制愈加灵活以及联手互联网精准营销激活品牌中药市场潜力，参考同类中药 OTC 公司估值比较，我们认为可以给予 2015 年 35 倍 PE，合理股价为 114 元，“买入”评级。

主要不确定因素。新产品市场开拓的风险、片仔癀提价进度。

表 1 片仔癀利润表预测 (万元)

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	139587	143316	169486	202373
营业成本	63415	71724	82282	95182
营业利润	49932	51401	58768	72607
营业费用	11781	12469	13559	16190
管理费用	12751	11465	13559	16190
利润总额	50953	51898	61556	75126
EBIT	50042	45866	57850	72010
折旧摊销	2247	2838	3076	3372
EBITDA	52289	48703	60926	75381
投资收益	2148	4600	0	0
营业外收支净额	1285	1000	3500	3500
所得税	7844	7785	9233	11269
少数股东损益	133	0	0	0
净利润	42977	44113	52323	63857
每股收益 (元)	2.67	2.74	3.25	3.97

资料来源：WIND，公司 2014 年业绩快报，海通证券研究所

相关报告:

- 片仔癀 (600436) 跟踪报告: 老树发新枝, 传统中药OTC牵手互联网20150126
- 片仔癀 (600436) 2014年半年报点评: 业绩处于低谷, 静待需求反弹20140808
- 片仔癀 (600436) 2013年报点评: 14年营收同增19%, 净利同增23%20140410
- 片仔癀 (600436) 2013年三季度报点评: 三季报业绩略低于预期, 四季度有望恢复20131029
- 片仔癀 (600436) 2013年半年报点评: 收入增28%, 扣非后净利增33%20130809
- 片仔癀 (600436) 2013年一季报点评: 收入增28%, 扣非后净利增26%20130502
- 片仔癀 (600436) 公告点评: 与华润合作将促普药增长20121217
- 片仔癀 (600436) 公告点评: 日化与保健品业务继续推进20121129
- 片仔癀 (600436) 公告点评: 主导产品片仔癀内外销价格齐涨20121106
- 片仔癀 (600436) 上市公司三季报点评: 营业利润增33%, 非经常性损益增厚业绩, 净利增56%20121023
- 片仔癀 (600436) 半年报点评: 净利增44%, 品牌中药支撑高增长20120810
- 片仔癀 (600436) 2011年年报点评: 片仔癀系列产品稳定增长20120415

信息披露

分析师声明

医药行业：郑琴、周锐、余文心

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：片仔癀、同仁堂、通策医疗、莱美药业、利德曼、科华生物、华兰生物等。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。