

# 片仔癀 (600436.SH)

## 核心药品加速增长，商业增速下降拖累业绩

**事件：**公司发布2019年三季报，2019前三季度收入43.42亿元，同比+21.1%，归母净利润11.09亿元，同比+20.56%，扣非后归母净利润11.03亿元，同比+21.88%。单三季度收入14.47亿元，同比+22.44%，归母净利润3.63亿元，同比+19.87%，扣非后归母净利润3.58亿元，同比+19.41%。

**业绩增速符合预期，片仔癀系列药品加速增长。**公司前三季度业绩增长21.88%，在我们预期范围之内。19Q3业绩增速19.87%，相较Q2的17.42%增速有所加快，主要是片仔癀系列药品收入增速提高所致。19Q3片仔癀系列药品收入5.96亿元，同比增速43.5%，相较上半年15.53%的增速明显加快；其中19Q3国内收入5.12亿元，增长51.4%，海外收入8436万元，增长9.04%（具体季度收入及增速见后文附图）；片仔癀系列国内增速大幅加快主要原因是片仔癀体验馆数量扩张（19Q3已达200家以上，收入占比25%-30%）及公司营销深化所致。18Q3清理渠道库存渠道库存导致的收入低基数也有一定影响。海外销售增长9%，与上半年8%的增速相比有所提高。

**医药商业增速有所下降，日化、化妆品较为稳定：**医药商业前三季度收入20.7亿元，同比增长22.6%，Q3收入6.8亿元，同比增长11.4%，商业增速下滑较为明显；预计商业下滑的主要原因是行业增速下滑、公司连续两年收入体量快速增加后基数变大；片仔癀厦门宏仁在2017-19年三年业绩承诺完成后2020年增速可能回归至10-15%的区域龙头正常水平。日化化妆品前三季度收入4.5亿元，同比增长33.14%，单三季度收入1.48亿元，增长20.59%，相较18Q3的50.1%增速下滑，但与19Q2的15.62%相比环比改善。

**财务指标整体改善，药品毛利率下降，少数股东损益增加。**公司19年前三季度毛利率和净利率分别为44.76%和25.82%，相较18年前三季度分别提升2.34pp和2.14pp；公司毛利率提升主要原因是日化化妆品毛利率增加10.1pp至70.9%，医药工业和医药商业毛利率分别下降0.85pp和1.02pp，主要原因是原材料、人工成本提升，带量采购等政策变动导致医药商业利润率受影响。19年前三季度中间费用率14.12%，同比略增0.16pp，主要是研发费用率由1.27%增加至1.99%所致，增加4049万元研发费用主要用于片仔癀药品的循证医学研究和肝癌等新适用症拓展研究；销售费用率和管理费用率均有所下降。19年前三季度经营性现金流11.2亿元，同比增加920%；期末现金余额38.0亿元，相较期初增加16.2亿元，现金流充足，应收账款保持平稳。公司净利率提升，但归母净利润增速低于收入增速，主要是片仔癀上海家化等子公司扭亏为盈，少数股东权益由-900万变为1200万元。

**盈利预测：**我们预计2019-2021年公司归母净利润分别为13.9、17.1、20.7亿元，对应增速21.7%、22.7%、21.4%，当前股价对应PE为46/37/31X，维持“买入”评级。

**风险提示：**片仔癀收入增速下滑；原材料价格上涨导致产品毛利率下降；管理层可能存在变动导致的经营波动。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,714	4,766	5,797	6,920	8,188
增长率 yoy (%)	60.9	28.3	21.6	19.4	18.3
归母净利润(百万元)	807	1,143	1,391	1,708	2,073
增长率 yoy (%)	50.5	41.6	21.7	22.7	21.4
EPS 最新摊薄(元/股)	1.34	1.89	2.31	2.83	3.44
净资产收益率 (%)	17.6	21.3	22.1	22.6	22.7
P/E (倍)	79.1	55.8	45.9	37.4	30.8
P/B (倍)	15.4	12.7	10.6	8.7	7.1

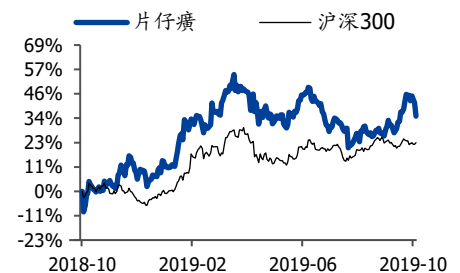
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

### 股票信息

行业	中药
前次评级	买入
最新收盘价	106.50
总市值(百万元)	64,253.28
总股本(百万股)	603.32
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	2.70

### 股价走势



### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

研究助理 杨春雨

邮箱：yangchunyu@gszq.com

### 相关研究

- 1、《片仔癀 (600436.SH)：整体增速稳健，牙膏业务表现亮眼》2019-08-24
- 2、《片仔癀 (600436.SH)：一核两翼同风起，扶摇直上九万里-医药健康消费系列研究 (二)》2019-07-29



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	4,218	5,230	6,577	7,844	9,794
现金	2,117	2,787	3,538	4,192	5,315
应收账款	429	444	618	649	851
其他应收款	96	28	30	39	43
预付账款	110	153	167	215	237
存货	1,243	1,667	2,042	2,565	3,131
其他流动资产	224	151	181	184	218
<b>非流动资产</b>	1,430	1,428	1,510	1,584	1,651
长期投资	4,218	5,230	6,577	7,844	9,794
固定资产投资	2,117	2,787	3,538	4,192	5,315
无形资产	429	444	618	649	851
其他非流动资产	96	28	30	39	43
<b>资产总计</b>	110	153	167	215	237
<b>流动负债</b>	1,243	1,667	2,042	2,565	3,131
短期借款	224	151	181	184	218
应付账款	1,430	1,428	1,510	1,584	1,651
其他流动负债	4,218	5,230	6,577	7,844	9,794
<b>非流动负债</b>	2,117	2,787	3,538	4,192	5,315
长期借款	429	444	618	649	851
其他非流动负债	96	28	30	39	43
<b>负债合计</b>	110	153	167	215	237
少数股东权益	1,243	1,667	2,042	2,565	3,131
股本	224	151	181	184	218
资本公积	1,430	1,428	1,510	1,584	1,651
留存收益	4,218	5,230	6,577	7,844	9,794
归属母公司股东收益	2,117	2,787	3,538	4,192	5,315
<b>负债和股东权益</b>	429	444	618	649	851

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	677	612	1,011	1,062	1,496
净利润	780	1,129	1,407	1,732	2,111
折旧摊销	71	66	64	71	78
财务费用	-4	-10	-9	-16	-28
投资损失	-48	-95	-95	-99	-101
营运资金变动	-151	-528	-352	-624	-562
其他经营现金流	29	50	-5	-2	-2
<b>投资活动净现金流</b>	63	65	-52	-45	-43
资本支出	52	74	-8	-20	-26
长期投资	82	-1	-145	-85	-145
其他投资现金流	197	138	-205	-150	-215
<b>筹资活动净现金流</b>	-416	-116	-207	-363	-330
短期借款	116	133	150	50	100
长期借款	-300	0	-4	-6	-6
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-232	-249	-353	-407	-424
<b>现金净增加额</b>	322	570	752	654	1,122

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	3,714	4,766	5,797	6,920	8,188
营业成本	2,107	2,744	3,246	3,801	4,414
营业税金及附加	40	43	53	63	75
营业费用	404	392	478	570	675
管理费用	272	241	435	519	614
财务费用	-4	-10	-9	-16	-28
资产减值损失	14	47	43	53	65
公允价值变动收益	-0	0	0	0	-0
投资净收益	48	95	95	99	101
<b>营业利润</b>	947	1,320	1,647	2,029	2,476
营业外收入	1	12	12	12	12
营业外支出	7	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	942	1,327	1,655	2,037	2,483
所得税	161	199	248	305	372
<b>净利润</b>	780	1,129	1,407	1,732	2,111
少数股东收益	-27	-14	15	24	38
<b>归属母公司净利润</b>	807	1,143	1,391	1,708	2,073
EBITDA	977	1,346	1,665	2,038	2,469
EPS (元/股)	1.34	1.89	2.31	2.83	3.44

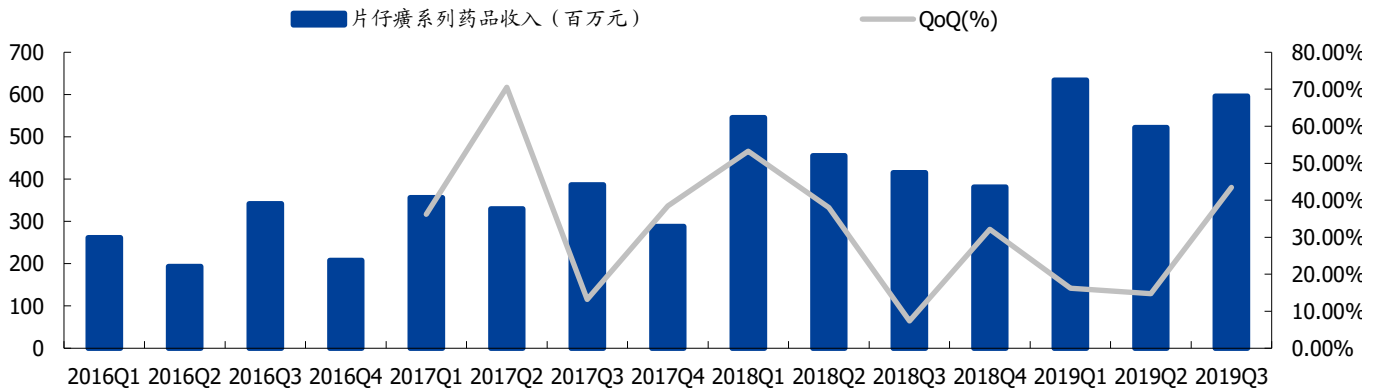
**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	60.9	28.3	21.6	19.4	18.3
营业利润 (%)	55.7	39.3	24.8	23.2	22.0
归属母公司净利润 (%)	50.5	41.6	21.7	22.7	21.4
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	43.3	42.4	44.0	45.1	46.1
净利率 (%)	21.7	24.0	24.0	24.7	25.3
ROE (%)	17.6	21.3	22.1	22.6	22.7
ROIC (%)	16.2	19.2	19.9	20.5	20.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	21.7	20.3	21.4	18.7	18.6
净负债比率 (%)	-37.3	-41.2	-44.0	-44.4	-47.5
流动比率	3.7	4.1	3.9	4.6	4.7
速动比率	2.6	2.8	2.7	3.1	3.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.70	0.77	0.79	0.79	0.78
应收账款周转率	9.2	10.9	10.9	10.9	10.9
应付账款周转率	13.6	15.6	15.6	15.6	15.6
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.34	1.89	2.31	2.83	3.44
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.86	1.19	1.68	1.76	2.48
每股净资产 (最新摊薄)	6.86	8.31	10.02	12.15	14.84
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	79.1	55.8	45.9	37.4	30.8
P/B	15.4	12.7	10.6	8.7	7.1
EV/EBITDA	64.0	46.0	36.9	29.8	24.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

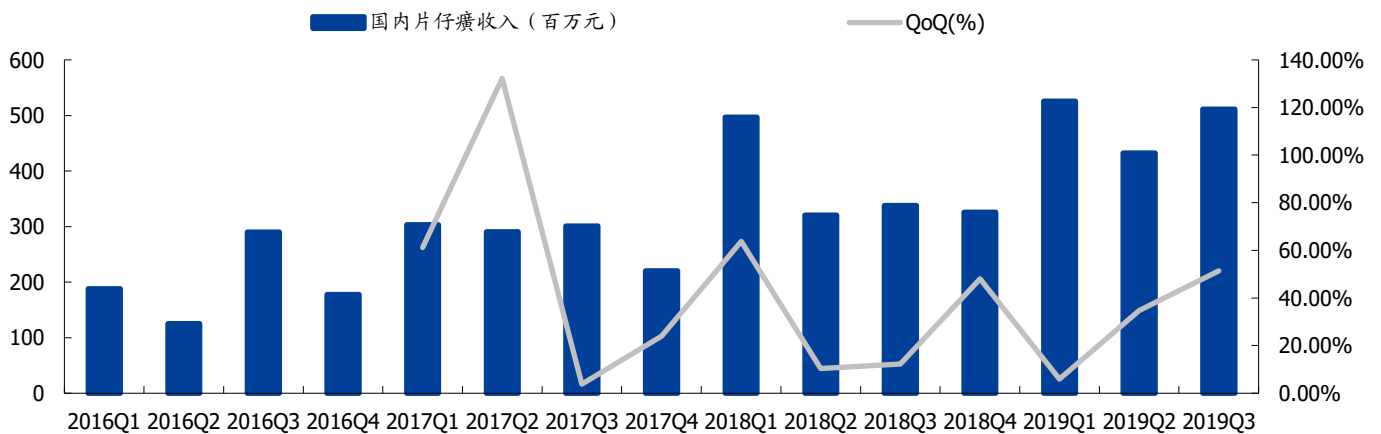
附图

图表 1: 片仔癀系列药品季度收入与增速拆分



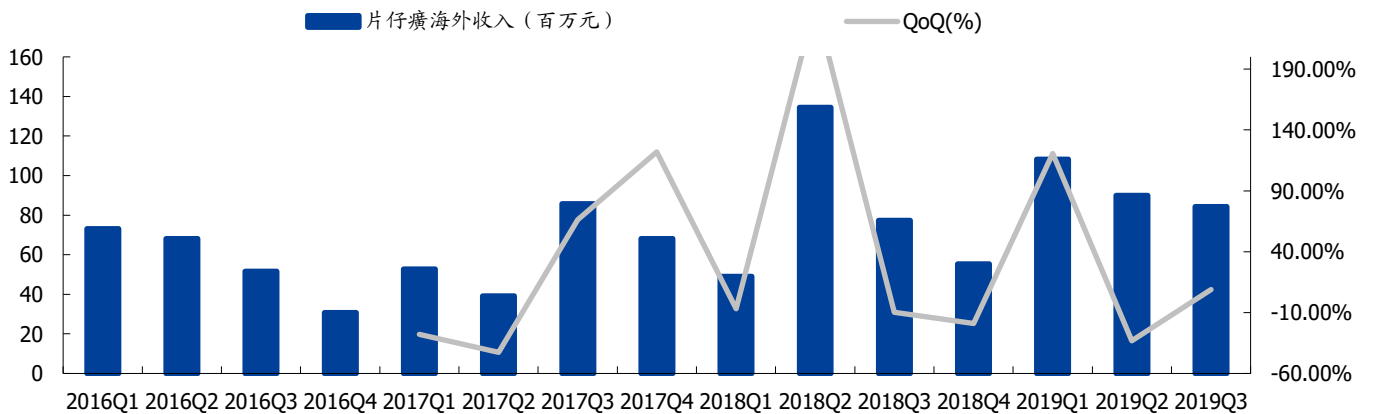
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 片仔癀系列药品国内季度收入与增速拆分



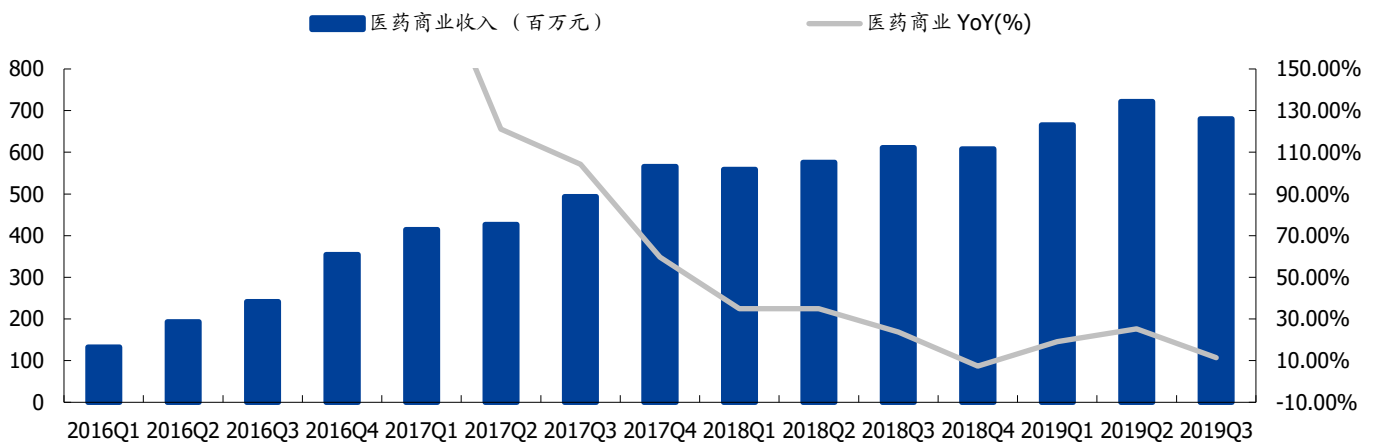
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 片仔癀系列药品海外季度收入与增速拆分



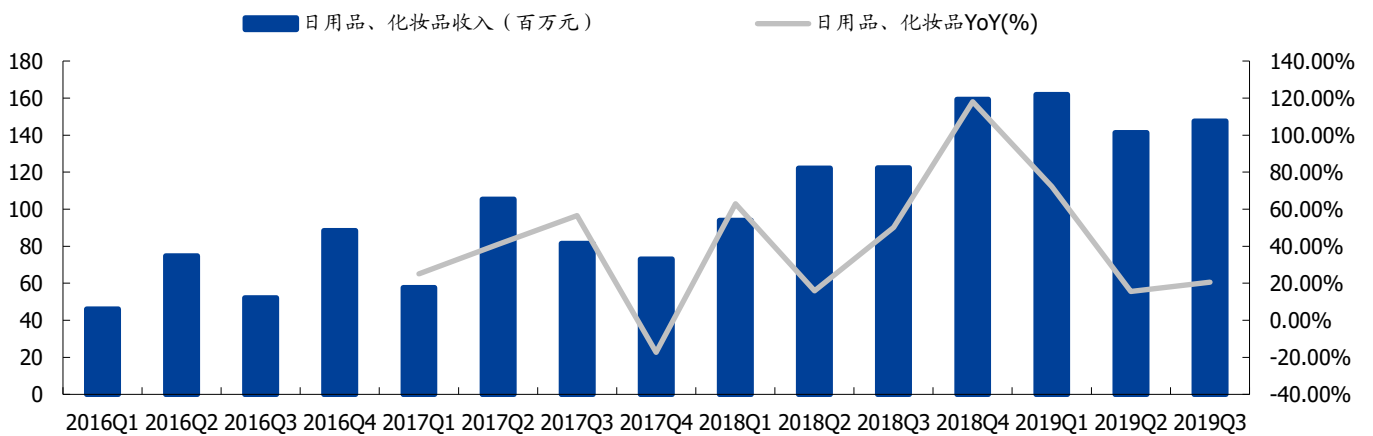
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表4: 片仔癀医药商业季度收入与增速拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表5: 片仔癀日用品、化妆品季度收入与增速拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com