

片仔癀 (600436)

上半年业绩延续快速增长势头，营销拓展持续推进

2019年上半年业绩快报显示业绩增长 20.61%

公司公告 2019 年上半年业绩快报：营收 28.93 亿元，同比增长 20.36%；归母净利润 7.45 亿元，同比增长 20.61%；扣非后归母净利润 7.44 亿元，同比增长 22.87%，整体业绩基本符合市场预期。公司业绩增长主要是核心产品片仔癀系列和化妆品子公司销售增长所致，展望全年公司延续快速的业绩增长势头。

预计核心片仔癀系列增长 15%-20%，日化业务实现高增长

根据公司收入情况，我们预计代表片仔癀核心产品的肝病用药上半年收入增长 15%-20%，延续了一季度以来的稳健增长态势，公司持续营销改革，拓展渠道和开设体验店。根据公司 2018 年年报，公司体验馆围绕以推进长江以北的体验馆建设为战略布局，覆盖了全国大部分省会和主要经济发达城市。体验馆建设区域向纵深发展，新疆、山西、内蒙古省份实现了空白市场的“零”突破，同时公司积极拓展海外渠道，开设国药堂，打开海外市场的增长空间，通过加强对片仔癀的市场宣传和推广，提升品牌知名度和消费者知晓率，有望持续增强片仔癀的接受度进而促进销量增长，并为片仔癀衍生品及普药持续打造品牌基础，此外，公司还聚焦片仔癀二次研发，积极推动片仔癀临床应用成果转化，为片仔癀的销售奠定理论和药效基础。我们预计日化业务整体实现高增长，增速超过 50%，为公司上半年业绩贡献了重要的增量，体现出公司“一核两翼”战略取得良好突破；其他板块如医药商业、食品等预计也实现了稳健的增长。

成本端仍有压力，存在提价预期

2018 年公司肝病用药产品毛利率下降 3.45%至 83.02%，2019 年一季度肝病用药的毛利率减少 2.61%至 81.45%，毛利率下降预计主要是受到上游牛黄等原材料价格上涨产生的影响。从长期看，麝香、牛黄及蛇胆的核心原材料价格呈上涨趋势，未来将对片仔癀及系列产品成本产生上升压力。公司将提前布局、持续关注主要大品种或重要药材市场行情的方式，适时采购，控制原料成本，同时基于成本端和公司产品稀缺性与定价能力，片仔癀存在提价预期。

看好公司持续的发展，维持“增持评级”

根据公司半年度业绩快报，我们小幅调整公司盈利预测，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.39、3.02、3.79 元（较上次分别变动 -4.40%/-7.88%/-10.53%），对应 PE 分别为 45、36、29 倍，看好公司持续的发展，维持“增持评级”。

风险提示：片仔癀营销拓展进度低于预期，“一核两翼”进展低于预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,713.95	4,766.16	5,976.01	7,289.52	8,753.43
增长率(%)	60.85	28.33	25.38	21.98	20.08
EBITDA(百万元)	990.79	1,453.40	1,698.19	2,128.61	2,671.30
净利润(百万元)	807.02	1,142.93	1,443.25	1,824.78	2,285.47
增长率(%)	50.53	41.62	26.28	26.44	25.25
EPS(元/股)	1.34	1.89	2.39	3.02	3.79
市盈率(P/E)	80.74	57.01	45.15	35.71	28.51
市净率(P/B)	15.75	12.99	11.03	9.11	7.48
市销率(P/S)	17.54	13.67	10.90	8.94	7.44
EV/EBITDA	36.53	34.30	36.53	28.57	22.41

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	108 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	603.32
流通 A 股股本(百万股)	603.32
A 股总市值(百万元)	65,158.26
流通 A 股市值(百万元)	65,158.26
每股净资产(元)	9.13
资产负债率(%)	21.15
一年内最高/最低(元)	129.58/71.26

作者

潘海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006	
panhaiyang@tfzq.com	
郑薇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《片仔癀-季报点评:一季报业绩快速增长，日化业务表现亮眼》 2019-04-29
- 2 《片仔癀-年报点评报告:2018 年业绩实现高增长，2019 年有望延续良好的发展态势》 2019-04-15
- 3 《片仔癀-季报点评:业绩延续高增长，继续看好片仔癀后续渠道拓展和销量增长》 2018-10-24

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,117.10	2,786.53	3,632.37	4,775.38	5,714.28	营业收入	3,713.95	4,766.16	5,976.01	7,289.52	8,753.43
应收票据及应收账款	485.23	512.62	996.39	299.66	1,256.67	营业成本	2,107.19	2,744.36	3,345.83	3,997.25	4,685.83
预付账款	109.82	153.09	254.53	164.79	338.99	营业税金及附加	39.63	43.22	74.70	80.18	105.04
存货	1,242.83	1,667.49	2,050.11	2,391.28	2,815.19	营业费用	403.53	392.07	513.94	626.90	744.04
其他	263.19	110.34	248.47	194.96	282.54	管理费用	271.91	240.89	298.80	364.48	437.67
流动资产合计	4,218.17	5,230.07	7,181.88	7,826.08	10,407.67	研发费用	69.90	100.81	119.52	145.79	175.07
长期股权投资	389.17	536.32	562.32	599.32	629.32	财务费用	(4.18)	(10.10)	(10.50)	(18.80)	(17.60)
固定资产	243.86	231.43	264.73	321.90	366.73	资产减值损失	13.61	47.32	9.54	9.20	8.60
在建工程	5.03	4.72	38.83	71.30	72.78	公允价值变动收益	(0.06)	0.00	0.02	(0.02)	0.01
无形资产	173.93	121.06	99.45	86.25	68.68	投资净收益	47.58	94.63	43.30	14.35	18.85
其他	618.11	534.15	497.45	459.14	428.72	其他	(182.56)	(207.07)	(86.64)	(28.66)	(37.71)
非流动资产合计	1,430.11	1,427.69	1,462.78	1,537.91	1,566.22	营业利润	947.39	1,320.03	1,667.50	2,098.85	2,633.64
资产总计	5,648.28	6,657.76	8,644.66	9,363.99	11,973.89	营业外收入	0.78	12.40	10.80	14.20	14.00
短期借款	466.90	599.59	649.59	669.59	689.59	营业外支出	6.62	4.94	3.50	5.02	3.50
应付票据及应付账款	222.10	250.09	772.24	493.55	1,068.39	利润总额	941.56	1,327.49	1,674.80	2,108.03	2,644.14
其他	462.44	440.04	875.42	705.70	1,180.60	所得税	161.14	198.76	250.06	311.99	391.33
流动负债合计	1,151.44	1,289.73	2,297.25	1,868.84	2,938.58	净利润	780.43	1,128.73	1,424.73	1,796.04	2,252.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(26.59)	(14.21)	(18.52)	(28.74)	(32.67)
应付债券	0.00	0.00	99.95	33.32	44.42	归属于母公司净利润	807.02	1,142.93	1,443.25	1,824.78	2,285.47
其他	71.60	60.41	69.73	67.25	65.80	每股收益(元)	1.34	1.89	2.39	3.02	3.79
非流动负债合计	71.60	60.41	169.68	100.57	110.22						
负债合计	1,223.04	1,350.14	2,466.93	1,969.40	3,048.80						
少数股东权益	289.19	291.13	272.61	243.87	211.21	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	603.32	603.32	603.32	603.32	603.32	成长能力					
资本公积	637.80	638.16	638.16	638.16	638.16	营业收入	60.85%	28.33%	25.38%	21.98%	20.08%
留存收益	3,425.14	4,311.74	5,301.80	6,547.40	8,110.57	营业利润	55.70%	39.33%	26.32%	25.87%	25.48%
其他	(530.22)	(536.72)	(638.16)	(638.16)	(638.16)	归属于母公司净利润	50.53%	41.62%	26.28%	26.44%	25.25%
股东权益合计	4,425.23	5,307.62	6,177.73	7,394.59	8,925.09	获利能力					
负债和股东权益总	5,648.28	6,657.76	8,644.66	9,363.99	11,973.89	毛利率	43.26%	42.42%	44.01%	45.16%	46.47%
						净利率	21.73%	23.98%	24.15%	25.03%	26.11%
						ROE	19.51%	22.78%	24.44%	25.52%	26.23%
						ROIC	37.19%	50.66%	54.37%	63.81%	79.43%
						偿债能力					
						资产负债率	21.65%	20.28%	28.54%	21.03%	25.46%
						净负债率	-37.29%	-41.20%	-46.66%	-55.07%	-55.80%
						流动比率	3.66	4.06	3.13	4.19	3.54
						速动比率	2.58	2.76	2.23	2.91	2.58
						营运能力					
						应收账款周转率	8.40	9.55	7.92	11.25	11.25
						存货周转率	3.14	3.28	3.21	3.28	3.36
						总资产周转率	0.70	0.77	0.78	0.81	0.82
						每股指标(元)					
						每股收益	1.34	1.89	2.39	3.02	3.79
						每股经营现金流	1.12	1.01	2.13	3.10	2.79
						每股净资产	6.86	8.31	9.79	11.85	14.44
						估值比率					
						市盈率	80.74	57.01	45.15	35.71	28.51
						市净率	15.75	12.99	11.03	9.11	7.48
						EV/EBITDA	36.53	34.30	36.53	28.57	22.41
						EV/EBIT	39.10	35.79	37.44	29.24	22.89

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	780.43	1,128.73	1,443.25	1,824.78	2,285.47
折旧摊销	70.60	65.93	41.20	48.56	55.27
财务费用	27.44	22.52	(10.50)	(18.80)	(17.60)
投资损失	(47.58)	(94.63)	(43.30)	(14.35)	(18.85)
营运资金变动	(211.36)	(420.31)	(127.01)	58.80	(588.97)
其它	57.40	(89.92)	(18.50)	(28.76)	(32.66)
经营活动现金流	676.93	612.31	1,285.15	1,870.24	1,682.66
资本支出	(107.79)	117.71	77.69	127.48	85.45
长期投资	(71.97)	147.16	26.00	37.00	30.00
其他	242.89	(199.78)	(148.83)	(284.69)	(185.62)
投资活动现金流	63.13	65.08	(45.14)	(120.21)	(70.16)
债权融资	466.90	599.59	749.54	702.91	734.01
股权融资	0.98	4.31	(90.93)	18.80	17.60
其他	(883.51)	(720.02)	(1,052.78)	(1,328.72)	(1,425.21)
筹资活动现金流	(415.63)	(116.12)	(394.17)	(607.02)	(673.60)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	324.44	561.28	845.83	1,143.02	938.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com