

受宏观环境影响，短期增长有所放缓

——片仔癀 (600436.SH) 2019 年中报业绩快报点评

公司简报

◆事件:

公司公布 2019 年中报业绩快报:实现营业收入 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 7.43 亿元,同比增长 22.87%。业绩略低于市场预期,但符合我们预期。

◆点评:

Q2 锭剂增速预计 16%左右,相比去年略有放缓。19Q2 单季度实现收入 14.09 亿元,同比增长 19.5%;扣非归母净利润 3.4 亿元,同比增长 21.2%。由于去年同期基数不高,Q2 增幅略低于预期。我们认为主要受宏观经济环境影响,以及公司主动调控发货节奏,核心产品片仔癀锭剂今年以来销量增速略有放缓。我们测算 19Q2 片仔癀销售约 5.3 亿元,同比增长约 16%,与 Q1 同比增速持平。Q2 相比 Q1 是传统淡季,销售环比下滑约 17%。但我们预计下半年因去年同期控货低基数影响,同比增速有望回升。牙膏、日化产品维持 50%左右高增长。医药流通、食品等增速较为稳健。其他普药类产品继续下滑,略有拖累。

片仔癀博物馆将上线,将品牌优势转化为产业规模。公司今年在营销上的重点方向是对片仔癀体验馆进行升级迭代,主推片仔癀博物馆,目前正在苏州等地进行试点。体验馆模式经历过去 4 年的高速发展趋于成熟,并且已经证明对产品渗透率提升成效显著。目前全国体验馆数量接近 200 家,收入贡献接近 30%,未来将持续加大对北方市场的开拓力度。博物馆作为体验馆的 2.0 版本,对片仔癀品牌的展示和宣传更加丰富,将有望成为公司下一阶段的重要增长点。另外根据公司新的发展战略,未来或将在产业并购整合方向上有所突破,将片仔癀品牌优势转化为产业规模。

盈利预测与估值:片仔癀的国家“双绝”配方、稀缺资源属性、品牌知名度等优势,构成公司天然“护城河”,长期发展空间广阔。短期内考虑到宏观环境对消费升级的影响,下调预测 19-21 年 EPS 至 2.39/2.98/3.69 元(原 2.54/3.40/4.41 元),分别同比增长 26%/25%/24%,现价对应 19-21 年 PE 为 45/36/29 倍,维持“买入”评级。

风险提示:经济下行对产品推广构成影响;“一核两翼”进展低于预期

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,714	4,766	5,911	7,289	8,823
营业收入增长率	60.85%	28.33%	24.02%	23.32%	21.03%
净利润(百万元)	807	1,143	1,444	1,800	2,226
净利润增长率	50.53%	41.62%	26.32%	24.68%	23.66%
EPS(元)	1.34	1.89	2.39	2.98	3.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.51%	22.78%	23.67%	24.27%	24.61%
P/E	81	57	45	36	29
P/B	15.8	13.0	10.7	8.8	7.2

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为 2019 年 7 月 15 日

买入(维持)

当前价:108.00 元

分析师

林小伟 (执业证书编号:S0930517110003)

021-52523871

linxiaowei@ebcn.com

经煜基 (执业证书编号:S0930517050002)

021-52523870

jingys@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股):6.03

总市值(亿元):651.59

一年最低/最高(元):70.89/128.90

近 3 月换手率:37.04%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.89	-4.28	-22.36
绝对	1.74	-8.41	-12.87

资料来源:Wind

相关研报

业绩符合预期,同比高基数下增速可观——片仔癀(600436.SH)2019 年一季报点评

.....2019-04-29

品牌知名度扩大,产品增长持续可期——片仔癀(600436.SH)2018 年报点评

.....2019-04-15

控货仍有高增长,19 销量增速有望再上台阶——片仔癀(600436.SH)2018 年业绩快报点评

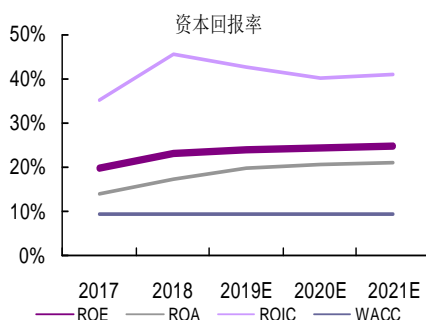
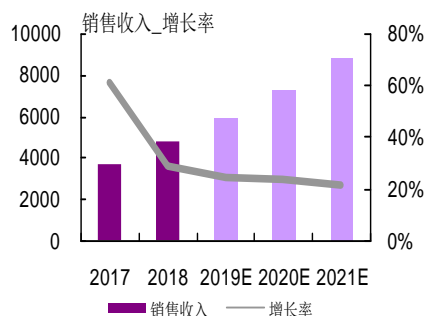
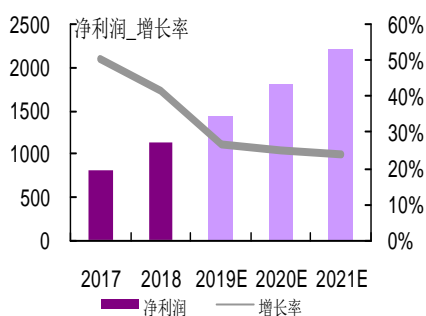
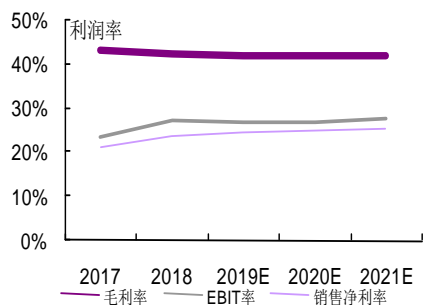
.....2019-02-12

附录：

表 1：18-19Q2 各单季度板块收入及增速（19Q2 为测算值）

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
片仔癀系列收入（亿元）	5.46	4.55	4.15	3.74	6.34	5.28
单季同比增速（%）	53.29%	30.00%	7.51%	25.50%	16.12%	16%
累计同比增速（%）	53.29%	45.95%	32.40%	32.07%	16.12%	16.06%
环比增速（%）	83%	35%	-9%	-10%	70%	-17%
医药工业收入（亿元）	5.63	4.74	4.37	9.64	6.5	5.4
单季同比增速（%）	48.15%	33.15%	6.33%	31.51%	15.45%	13.92%
累计同比增速（%）	48.15%	40.79%	28.49%	29.68%	15.45%	15%
药品流通收入（亿元）	5.59	5.76	6.11	6.08	6.66	6.912
单季同比增速（%）	33.57%	34.89%	23.68%	7.61%	19.14%	20%
累计同比增速（%）	33.57%	34.97%	30.79%	23.89%	19.14%	20%
日用品、化妆品收入（万元）	9395	12214	12231	15925	16183	19542
单季同比增速（%）	62.96%	15.90%	50.07%	118.03%	72.25%	60%
累计同比增速（%）	62.96%	32.54%	38.39%	56.71%	72.25%	66%
食品销售（万元）	224	727	494	-97	253	872.4
单季同比增速（%）	52.24%	246%	126%	-114%	13%	20%
累计同比增速（%）	52.24%	144%	138%	3.22%	12.95%	16%

资料来源：公司公告、光大证券研究所整理



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,714	4,766	5,911	7,289	8,823
营业成本	2,107	2,744	3,428	4,228	5,099
折旧和摊销	71	66	27	39	52
营业税费	40	43	63	78	94
销售费用	404	392	544	656	776
管理费用	272	241	307	364	415
财务费用	-4	-10	-64	-92	-114
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	48	95	50	64	69
营业利润	947	1,320	1,689	2,112	2,618
利润总额	942	1,327	1,721	2,145	2,652
少数股东损益	-27	-14	2	2	2
归属母公司净利润	807	1,143	1,444	1,800	2,226

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	5,648	6,658	7,390	8,879	10,729
流动资产	4,218	5,230	5,721	6,919	8,470
货币资金	2,117	2,787	2,631	3,014	3,822
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	429	444	548	732	842
应收票据	56	69	76	103	122
其他应收款	96	28	74	105	96
存货	1,243	1,667	2,096	2,585	3,118
可供出售投资	441	357	357	357	357
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	389	536	541	548	555
固定资产	244	231	349	487	638
无形资产	174	121	164	204	253
总负债	1,223	1,350	999	1,166	1,388
无息负债	756	751	999	1,166	1,388
有息负债	467	600	0	0	0
股东权益	4,425	5,308	6,391	7,713	9,342
股本	603	603	603	603	603
公积金	1,079	1,195	1,195	1,195	1,195
未分配利润	2,346	3,117	4,199	5,518	7,145
少数股东权益	289	291	293	295	297

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	677	612	971	1,035	1,572
净利润	807	1,143	1,444	1,800	2,226
折旧摊销	71	66	27	39	52
净营运资金增加	340	389	458	719	601
其他	-540	-986	-957	-1,522	-1,306
投资活动产生现金流	63	65	-232	-265	-281
净资本支出	-38	55	-310	-320	-340
长期投资变化	389	536	-5	-6	-7
其他资产变化	-288	-526	83	61	66
融资活动现金流	-416	-116	-895	-387	-483
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-184	133	-600	0	0
无息负债变化	120	-6	248	167	222
净现金流	322	570	-156	383	808

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	60.85%	28.33%	24.02%	23.32%	21.03%
净利润增长率	50.53%	41.62%	26.32%	24.68%	23.66%
EBITDA 增长率	48.09%	43.80%	17.46%	24.51%	24.63%
EBIT 增长率	48.58%	47.86%	21.32%	24.22%	24.45%
估值指标					
PE	81	57	45	36	29
PB	16	13	11	9	7
EV/EBITDA	67	46	39	31	25
EV/EBIT	72	48	40	32	25
EV/NOPLAT	87	57	47	38	30
EV/Sales	17	13	11	9	7
EV/IC	30	26	20	15	12
盈利能力 (%)					
毛利率	43.26%	42.42%	42.00%	42.00%	42.20%
EBITDA 率	25.54%	28.62%	27.11%	27.37%	28.19%
EBIT 率	23.64%	27.24%	26.65%	26.84%	27.60%
税前净利润率	25.35%	27.85%	29.12%	29.43%	30.06%
税后净利润率 (归属母公司)	21.73%	23.98%	24.42%	24.69%	25.23%
ROA	13.82%	16.95%	19.56%	20.30%	20.76%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.51%	22.78%	23.67%	24.27%	24.61%
经营性 ROIC	34.83%	45.49%	42.42%	39.89%	40.82%
偿债能力					
流动比率	3.66	4.06	6.11	6.28	6.41
速动比率	2.58	2.76	3.87	3.93	4.05
归属母公司权益/有息债务	8.86	8.37	-	-	-
有形资产/有息债务	11.53	10.73	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.34	1.89	2.39	2.98	3.69
每股红利	0.43	0.60	0.80	0.99	1.23
每股经营现金流	1.12	1.01	1.61	1.72	2.61
每股自由现金流(FCFF)	0.72	1.46	0.95	1.08	1.92
每股净资产	6.86	8.31	10.11	12.29	14.99
每股销售收入	6.16	7.90	9.80	12.08	14.62

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼