

片仔癀 (600436): 核心药品增长稳定, 日化产品表现亮眼

——2019 年三季度报点评

2019 年 10 月 25 日

强烈推荐/维持

片仔癀

公司报告

报告摘要:

事件: 公司发布 2019 年三季度报, 2019Q3 公司实现营业收入 14.47 亿元, 同比增加 22.44%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3.63 亿元, 同比增加 19.87%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益净利润 3.58 亿元, 同比增加 19.41%。

1. 药品稳定增长, 日化快速增长

公司 2019Q3 营收同比+22.44%, 归母净利润同比+19.87%, 较 2019Q2 同比增速(营收+19.33%、归母净利+17.42%) 均有所提升, 公司经营向好。报告期内核心产品肝病系列用药稳定增长(+23.74%), 日用品、化妆品快速增长(+33.14%)。公司业绩符合预期。在“一核两翼”战略的带动下, 公司未来增长可期。

2. 核: 片仔癀系列, 具备持续增长空间

①量: 区域营销活动+体验馆拓展布局拉动销量提升

区域营销活动: 为拓展华东以外市场, 提升品牌知名度, 增强终端活力, 公司积极开展区域营销活动。2018 年 12 月, 公司冠名的大型药店活动于湖南长沙收官, 今年也继续加大两湖地区活动力度。2019H1 华中地区(两湖+河南) 营业成本+70.37%, 成本增幅为各区域首位。受益于区域性营销活动, 本期华中营业收入+50.85%, 为增长最快的区域。其后公司也着力推进京津冀地区品牌拓展, 预计将为华北地区业绩带来积极拉动作用。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,713.95	4,766.16	5,903.23	7,244.32	8,850.72
增长率(%)	60.85%	28.33%	23.86%	22.72%	22.17%
净利润(百万元)	780.43	1,128.73	1,443.87	1,814.86	2,284.95
增长率(%)	53.99%	44.63%	27.92%	25.69%	25.90%
净资产收益率(%)	19.51%	22.78%	23.05%	23.21%	23.37%
每股收益(元)	1.34	1.89	2.39	3.01	3.79
PE	83.18	58.97	46.57	37.05	29.43
PB	16.26	13.40	10.73	8.60	6.88

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

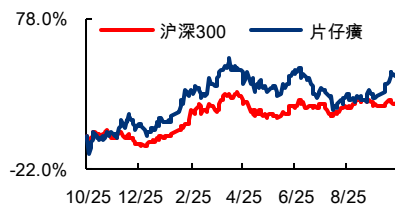
公司简介:

公司业务覆盖医药工业和医药商业, 其核心产品为片仔癀系列, 包括片仔癀、片仔癀胶囊、复方片仔癀含片、复方片仔癀软膏、复方片仔癀痔疮膏等。除药品销售之外, 公司业务已拓展至保健品、化妆品、牙膏、食品等领域。

交易数据

52 周股价区间(元)	123.40-70.89
总市值(亿元)	672.46
流通市值(亿元)	672.46
总股本/流通 A 股(万股)	60332/60332
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.71

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

医药首席分析师: 胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号:

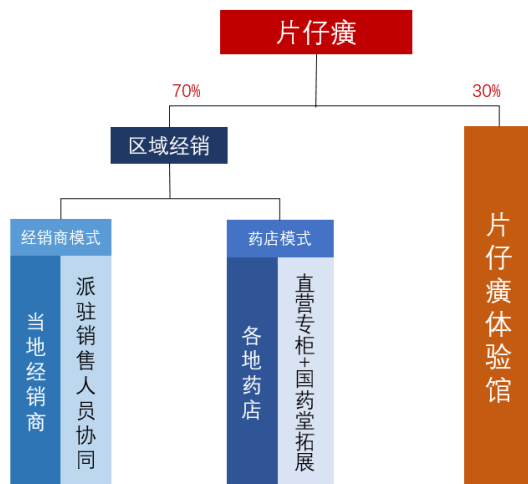
S1480519050003

研究助理: 王敏杰

010-66554041

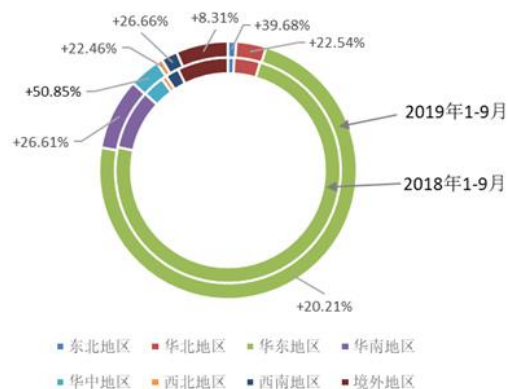
wangmj_yjs@dxzq.net.cn

图 1: 公司主要销售模式包括区域经销和体验馆销售



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 公司分区域营业收入占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

体验馆拓展: 片仔癀体验馆为公司重要的创新销售模式, 公司通过积极在全国重点及空白市场开设片仔癀体验馆, 筛选优质客户, 同时提升品牌的认知度和忠诚度, 扩大市场增量。目前片仔癀体验馆已发展至近 200 家, 覆盖了大部分省会和主要发达城市, 其中福建省内门店约占 30%, 省外门店约占 70%。体验店的覆盖为业绩增长提供重要支撑。目前公司也积极推动体验馆向纵深、向北发展, 推动公司产品的销售。

图 3: 片仔癀体验馆区域分布图

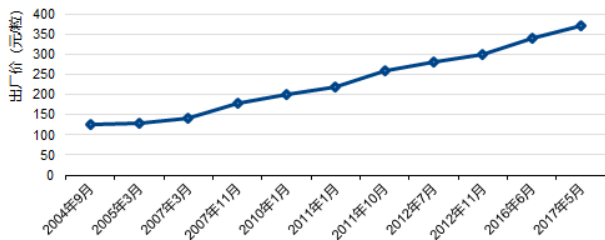


资料来源: 高德地图, 公司公告, 东兴证券研究所

注: 数据截止至 2019 年 8 月 31 日

②价: 核心产品仍有提价预期

公司核心产品片仔癀锭剂由2004年出厂价125元/粒起, 经历多次提价。最近一次提价为2017年5月, 市场零售价由500元/粒上调至530元/粒。近年来核心原料药牛黄的价格增长显著, 2016年至今天然牛黄每公斤价格涨幅达146%。长期来看, 牛黄、麝香、蛇胆等原料药价格均呈上涨趋势, 未来将对片仔癀系类产品成本产生上升压力。在此压力下, 公司核心产品仍有提价预期。

图 4: 片仔癀锭剂出厂价格变化

图 5: 天然牛黄近年价格变化 (亳州药市)

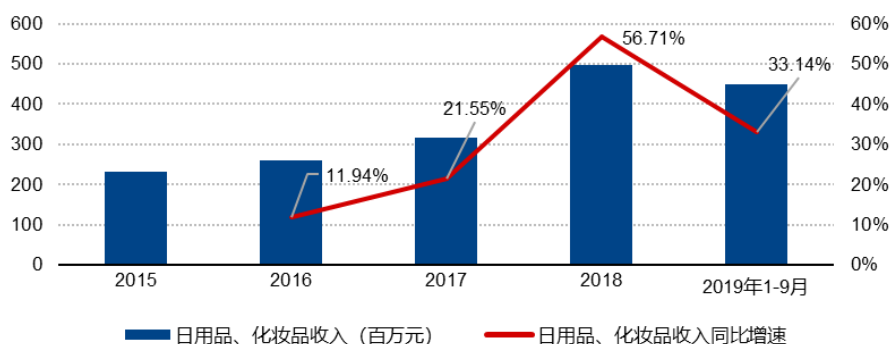

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

注: 依据公司提价公告整理, 可能不完整。2016年6月和2017年5月出厂价格为根据市场零售价格涨幅推测值

资料来源: 中国药材天地网, 东兴证券研究所

3. 翼: 日化和化妆品, 快速放量贡献利润

日化和化妆品业务是公司“一核两翼”发展战略的重要一翼。公司通过发掘特色功效产品、加大终端宣传强化日化和化妆品板块的建设。近年来, 日化、化妆品高速增长, 2015年至今已实现营业收入翻倍。由于日化、化妆品产品的毛利率较高, 受益于此类产品的销售额占比提升, 公司的整体毛利率也有所提升, 盈利能力增强。由于化妆品子公司业绩的快速增长, 公司拟新建仓库、改善生产车间, 以期满足产业规模增长需求。得益于公司对老字号品牌的持续宣传、体验馆布局的逐步拓展, 我们认为日化、化妆品板块的业绩保持快速增长可期。

图 6: 日用品、化妆品板块近年收入及同比增速


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

盈利预测及投资评级: 片仔癀为国家“双绝密”配方, 为公司构建了天然宽阔“护城河”。我们认为产品长期具备提价空间, 且随着品牌拓展活动的推进和体验店的全国范围覆盖, 片仔癀产品增长空间广阔。此外, 快速成长的日化板块也将为公司业绩增长提供推动力。预计公司 2019、2020、2021 年实现营收 59.03、72.44 和 88.51 亿元, 归母净利润有望分别达到 14.44、18.15 和 22.85 亿元, EPS 为 2.39、3.01 和 3.79 元, 当前股价对应估值为 46.57、37.05 和 29.43 倍, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 原材料价格上涨; 产品销售不达预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	4218	5230	6445	7911	9932	营业收入	3714	4766	5903	7244	8851
货币资金	2117	2787	3451	4235	5464	营业成本	2107	2744	3349	4087	4933
应收账款	429	444	550	674	824	营业税金及附加	40	43	54	66	80
其他应收款	96	28	34	42	52	营业费用	404	392	486	596	728
预付款项	110	153	206	270	348	管理费用	272	241	298	366	447
存货	1243	1667	2035	2483	2997	财务费用	-4	-10	-9	-34	-48
其他流动资产	57	70	84	100	120	研发费用	0	101	101	101	101
非流动资产合计	1430	1428	1032	1008	985	资产减值损失	13.61	47.32	47.32	47.32	47.32
长期股权投资	389	536	536	536	536	公允价值变动收益	-0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	244	231	213	194	176	投资净收益	47.58	94.63	94.63	94.63	94.63
无形资产	174	121	114	107	101	加: 其他收益	11.46	7.79	7.79	7.79	7.79
其他非流动资产	18	15	0	0	0	营业利润	947	1320	1690	2127	2675
资产总计	5648	6658	7477	8919	10917	营业外收入	0.78	12.40	12.35	11.25	12.77
流动负债合计	1151	1290	875	764	804	营业外支出	6.62	4.94	3.91	4.10	0.71
短期借款	467	600	155	3	0	利润总额	942	1327	1698	2134	2687
应付账款	162	191	230	281	339	所得税	161	199	254	320	402
预收款项	107	90	69	42	10	净利润	780	1129	1444	1815	2285
一年内到期的非流动负	0	0	0	0	0	少数股东损益	-27	-14	0	0	0
非流动负债合计	72	60	45	45	45	归属母公司净利润	807	1143	1444	1815	2285
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1223	1350	920	809	850	成长能力					
少数股东权益	289	291	291	291	291	营业收入增长	60.85%	28.33%	23.86%	22.72%	22.17%
实收资本(或股本)	603	603	603	603	603	营业利润增长	55.70%	39.33%	28.00%	25.90%	25.76%
资本公积	638	638	638	638	638	归属于母公司净利润	26.33%	25.69%	26.33%	25.69%	25.90%
未分配利润	2346	3117	4213	5591	7325	获利能力					
归属母公司股东权益合	4136	5016	6265	7819	9776	毛利率(%)	43.26%	42.42%	43.27%	43.58%	44.27%
负债和所有者权益	5648	6658	7477	8919	10917	净利率(%)	21.01%	23.68%	24.46%	25.05%	25.82%
现金流量表						单位: 百万元					
						总资产净利润(%)	14.29%	17.17%	19.31%	20.35%	20.93%
						ROE(%)	19.51%	22.78%	23.05%	23.21%	23.37%
经营活动现金流	677	612	871	1123	1471	偿债能力					
净利润	780	1129	1444	1815	2285	资产负债率(%)	22%	20%	12%	9%	
折旧摊销	207.01	150.39	0.00	18.51	18.51	流动比率	3.66	4.06	7.37	10.36	12.35
财务费用	-4	-10	-9	-34	-48	速动比率	2.58	2.76	5.04	7.11	8.62
应收账款减少	0	0	-106	-125	-150	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-21	-26	-32	总资产周转率	0.70	0.77	0.84	0.88	0.89
投资活动现金流	63	65	419	34	34	应收账款周转率	9	11	12	12	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	24.06	27.01	28.01	28.34	28.54
长期股权投资减少	0	0	357	0	0	每股指标(元)					
投资收益	48	95	95	95	95	每股收益(最新摊薄)	1.34	1.89	2.39	3.01	3.79
筹资活动现金流	-416	-116	-625	-373	-276	每股净现金流(最新摊)	0.54	0.93	1.10	1.30	2.04
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.86	8.31	10.38	12.96	16.20
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	83.18	58.97	46.57	37.05	29.43
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	16.26	13.40	10.73	8.60	6.88
现金净增加额	324	561	665	784	1228	EV/EBITDA	57.03	44.55	37.46	29.74	23.30

资料来源: 公司财报、东兴证券研究

分析师简介

医药首席分析师：胡博新

药学专业，9年证券从业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

研究助理简介

研究助理：王敏杰

医药生物行业分析师，中央财经大学金融学硕士、中山大学医学学士，2019年加入东兴证券研究所，主要覆盖中药领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。