

片仔癀 (600436)

片仔癀核心产品 Q3 增长 40%，单季度销售加速显著

买入 (维持)

2019 年 10 月 25 日

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,766	6,021	7,474	9,127
同比 (%)	28.3%	26.3%	24.1%	22.1%
归母净利润 (百万元)	1,143	1,495	1,919	2,433
同比 (%)	41.6%	30.8%	28.3%	26.7%
每股收益 (元/股)	1.89	2.48	3.18	4.03
P/E (倍)	56.22	42.97	33.48	26.41

投资要点

■ 2019 年 1-9 月公司实现收入同比增长 21.07%，归母净利润同比增长 20.56%，符合预期：公司公告 2019 年三季报，实现营业总收入 43.42 亿元，增长 21.07%；归属上市公司股东的净利润 11.09 亿元，增长 20.56%、归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 11.03 亿元，增长 21.88%。2019 年 Q3 单季度，公司实现收入为 14.47 亿元，增长 22.44%；归属上市公司股东的净利润 3.63 亿元，增长 19.87%；归属上市公司股东的扣非净利润 3.58 亿元，增长 19.41%。

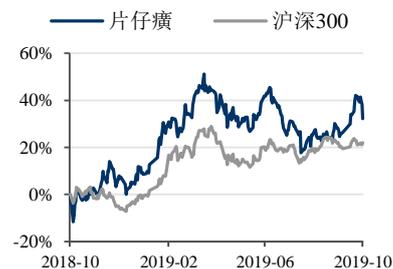
片仔癀核心产品 Q3 销售增长明显加速，母公司单季度收入增长 40.39%：从三季报数据来分析，公司通过持续推进产品销售，维持公司业绩仍处于高速增长态势，收入和净利润增速均保持在 20% 以上的水平。其中 Q3 公司的母公司报表表现靓丽，且其为公司核心产品片仔癀系列的销售构成。1-9 月，公司母公司报表中，收入和归母净利润分别为 18.04 亿元和 10.44 亿元，同比分别增长 22.38% 和 18.03%；Q3 单季度母公司收入和归母净利润分别为 6.13 亿元和 3.55 亿元，同比分别增长高达 40.39% 和 33.43%，片仔癀系列产品报告期内销售增速快速提高。单三季度我们看到公司母公司报表中的销售费用和研发费用也在大幅提升，同比分别增长了 69.50% 和 109.71%，均大幅超过收入增长，整体拖累了利润增长。但是我们认为销售渠道的建设和研发的投入都是公司长期增长的保障，有助于公司不断强化自身的核心竞争力。2019 年 1-9 月，公司毛利率为 44.76%，比 2018 年同期毛利率水平高 0.94 个百分点。目前，厦门宏仁的并表完成，公司主品，以及化妆品、日化产品等产品均处于稳定增长态势，毛利率相对处于稳定期。报告期内公司净利率为 25.82%，比 2018 年同期净利率水平高 0.42 个百分点，我们认为公司核心产品片仔癀毛利率和净利率均处于较高水平，随着核心产品进一步销售放量，以及费用率有效控制，公司净利率水平仍具备较大提升空间。

■ 盈利预测与投资评级：2019 年至 2021 年将迎来业绩的高速增长期，其销售收入为 60.21 亿元、74.74 亿元和 91.27 亿元，同比增长 26.3%、24.1% 和 22.1%；归属母公司净利润为 14.95 亿元、19.19 亿元和 24.33 亿元，同比增长 30.8%、28.3% 和 26.7%；EPS 为 2.48 元、3.18 元和 4.03 元。鉴于片仔癀国家保密级品种的中药行业地位、明确的疗效、以及“量价”齐升趋势的确立，未来提价和提高客户群数量的空间都很广阔，我们认为公司的成长模式清晰，有望成为中国中药保健领域的旗帜之一，因此，维持公司的“买入”评级。

■ 风险提示：片仔癀涨价低于预期；市场推广低于预期；原料中药材供给与价格波动风险。

证券分析师 焦德智
执业证号：S0600516120001
021-60199793
jiaodzh@dwzq.com.cn
证券分析师 全铭
执业证号：S0600517010002
021-60199793
quanm@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元) 106.50
一年最低/最高价 70.89/123.40
市净率(倍) 10.23
流通 A 股市值(百万元) 64253.28

基础数据

每股净资产(元) 10.41
资产负债率(%) 21.69
总股本(百万股) 603.32
流通 A 股(百万股) 603.32

相关研究

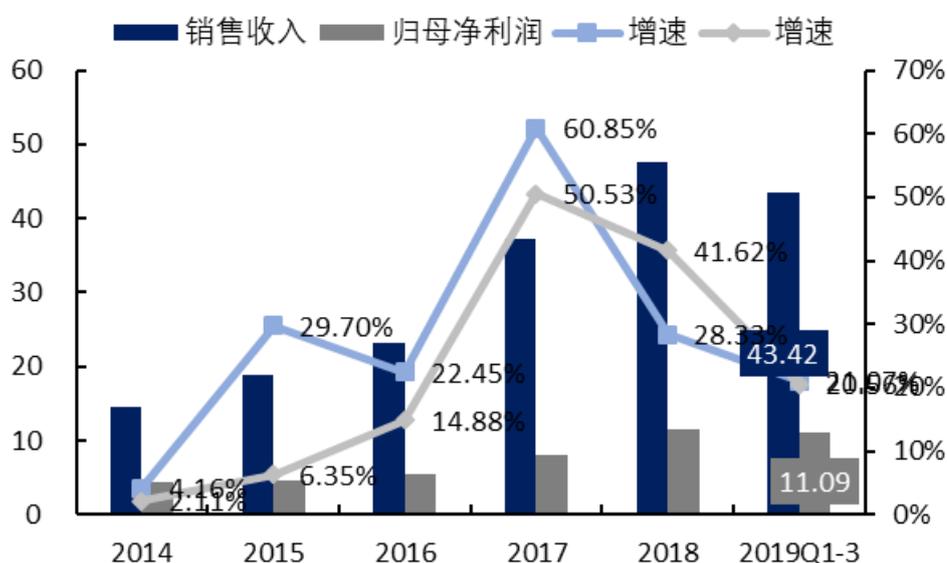
- 1、《片仔癀 (600436)：2019 年 H1 片仔癀业绩保持稳健增长，同比提升 20.4%，符合预期》2019-08-26
- 2、《片仔癀 (600436)：2019 年 H1 预计业绩在高基数上保持 20.61% 的快速增长》2019-07-16
- 3、《片仔癀 (600436)：2019 年 Q1 片仔癀销售增速稳定，业绩增长 23.99%，符合预期》2019-04-28

1. 2019年1-9月公司实现收入同比增长21.07%，归母净利润同比增长20.56%，符合预期

公司公告2019年三季度报，实现营业总收入43.42亿元，同比增长21.07%；归属上市公司股东的净利润11.09亿元，同比增长20.56%、归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润11.03亿元，同比增长21.88%，符合预期。

2019年Q3单季度，公司实现收入为14.47亿元，同比增长22.44%；归属上市公司股东的净利润3.63亿元，同比增长19.87%；归属上市公司股东的扣非净利润3.58亿元，同比增长19.41%，符合预期。

图1：公司的销售收入和归母净利润变化情况（亿元）

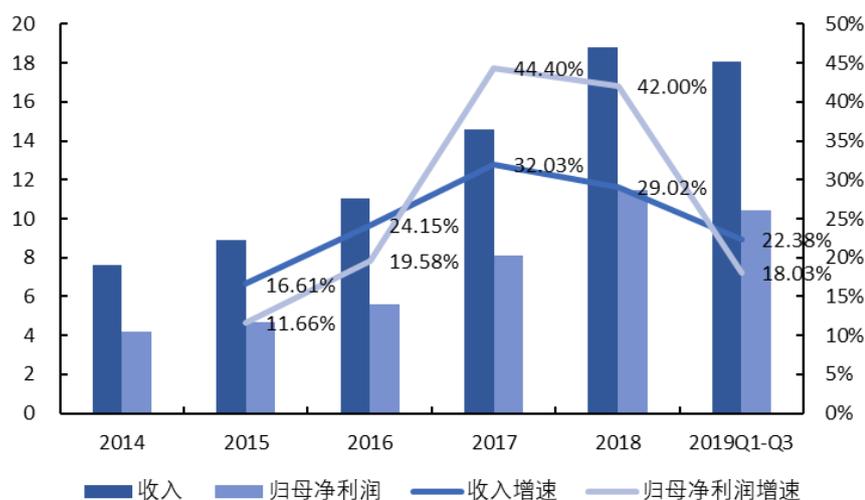


数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

2. 片仔癀核心产品Q3销售增长明显加速，母公司单季度收入增长40.39%

从三季度数据来分析，公司通过持续推进产品销售，维持公司业绩仍处于高速增长态势，收入和净利润增速均保持在20%以上的水平。其中Q3公司的母公司报表表现靓丽，且其为公司核心产品片仔癀系列的销售构成。1-9月，公司母公司报表中，收入和归母净利润分别为18.04亿元和10.44亿元，同比分别增长22.38%和18.03%；Q3单季度母公司收入和归母净利润分别为6.13亿元和3.55亿元，同比分别增长高达40.39%和33.43%，片仔癀系列产品报告期内销售增速快速提高。单三季度我们看到公司母公司报表中的销售费用和研发费用也在大幅提升，同比分别增长了69.50%和109.71%，均大幅超过收入增长，整体拖累了利润增长。但是我们认为销售渠道的建设和研发的投入都是公司长期增长的保障，有助于公司不断强化自身的核心竞争力。

图 2：公司母公司报表的销售收入和归母净利润变化情况（亿元）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

3. 公司的毛利率和净利率稳步提升

2019 年 1-9 月，公司毛利率为 44.76%，比 2018 年同期毛利率水平高 0.94 个百分点。目前，厦门宏仁的并表完成，公司主品，以及化妆品、日化产品等产品均处于稳定增长态势，毛利率相对处于稳定期。报告期内公司净利率为 25.82%，比 2018 年同期净利润率水平高 0.42 个百分点，我们认为公司核心产品片仔癀毛利率和净利润率均处于较高水平，随着核心产品进一步销售放量，以及费用率有效控制，公司净利润率水平仍具备较大提升空间。

报告期内公司的销售费用和管理费用分别为 3.58 亿元和 2.69 亿元（含研发费用），同比增长 19.81% 和 64.01%，费用率分别为 8.24% 和 6.19%，管理费用增长较快，导致费用率略高于 2018 年同期水平。我们认为，公司继续延续去年的销售推广策略，加大销售推广力度，销售费用会有所上涨，但在量价双升的作用下，公司费用率水平将持续降低。

图 3：公司毛利率、净利率与费用率情况（管理费用率为含研发费用的同比口径）

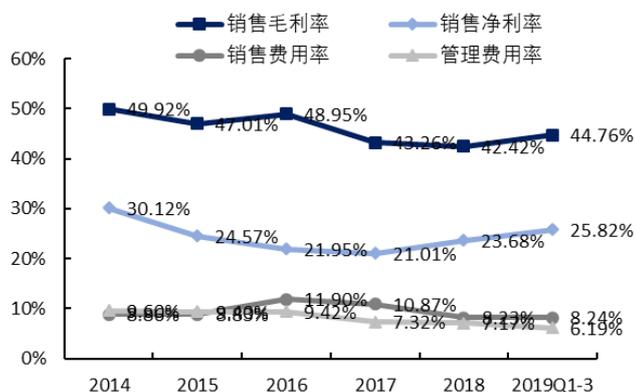
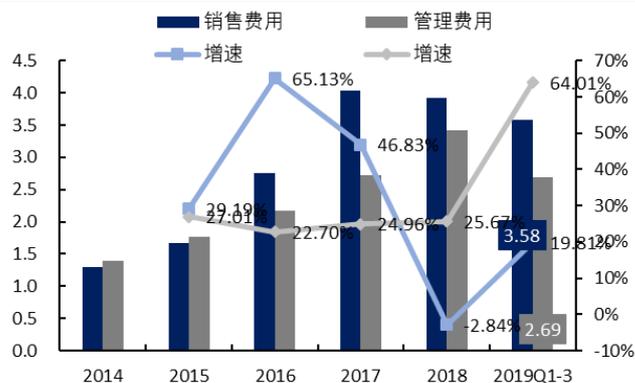


图 4：公司销售费用与管理费用变化情况（亿元）（管理费用为含研发费用的同比口径）



资料来源：公司公告、Wind，东吴证券研究所

资料来源：公司公告、Wind，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

2019年至2021年将迎来业绩的高速增长期，其销售收入为60.21亿元、74.74亿元和91.27亿元，同比增长26.3%、24.1%和22.1%；归属母公司净利润为14.95亿元、19.19亿元和24.33亿元，同比增长30.8%、28.3%和26.7%；EPS为2.48元、3.18元和4.03元。鉴于片仔癀国家保密级品种的中药行业地位、明确的疗效、以及“量价”齐升趋势的确立，未来提价和提高客户群数量的空间都很广阔，我们认为公司的成长模式清晰，有望成为中国中药保健领域的旗帜之一，因此，维持公司的“买入”评级。

5. 风险提示

片仔癀涨价低于预期；市场推广低于预期；原料中药材供给与价格波动风险。

片仔癀三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5230	6556	7635	9896	营业收入	4766	6021	7474	9127
现金	2787	3467	3919	5421	减:营业成本	2744	3380	4154	5022
应收账款	444	659	710	962	营业税金及附加	43	59	71	88
存货	1667	1917	2488	2838	营业费用	392	461	555	657
其他流动资产	332	513	518	675	管理费用	241	415	504	602
非流动资产	1428	1712	1984	2254	财务费用	-10	-23	-38	-68
长期股权投资	536	717	910	1112	资产减值损失	47	41	62	69
固定资产	244	358	457	548	加:投资净收益	95	50	64	69
在建工程	5	7	10	13	其他收益	0	0	0	0
无形资产	121	114	99	82	营业利润	1320	1737	2229	2825
其他非流动资产	521	515	508	499	加:营业外净收支	7	0	0	0
资产总计	6658	8268	9618	12150	利润总额	1327	1737	2229	2825
流动负债	1290	1759	1565	2056	减:所得税费用	199	260	334	423
短期借款	600	600	600	600	少数股东损益	-14	-19	-24	-30
应付账款	191	243	291	355	归属母公司净利润	1143	1495	1919	2433
其他流动负债	499	916	675	1101	EBIT	1280	1680	2156	2723
非流动负债	60	87	97	98	EBITDA	1346	1728	2220	2803
长期借款	0	26	37	38					
其他非流动负债	60	60	60	60	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1350	1845	1662	2154	每股收益(元)	1.89	2.48	3.18	4.03
少数股东权益	291	273	249	218	每股净资产(元)	8.31	10.19	12.77	16.21
归属母公司股东权益	5016	6150	7707	9778	发行在外股份(百万股)	603	603	603	603
负债和股东权益	6658	8268	9618	12150	ROIC(%)	19.2%	20.9%	21.8%	22.1%
					ROE(%)	21.3%	23.0%	23.8%	24.0%
					毛利率(%)	42.4%	43.9%	44.4%	45.0%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	24.0%	24.8%	25.7%	26.7%
经营活动现金流	612	1269	1034	2074	资产负债率(%)	20.3%	22.3%	17.3%	17.7%
投资活动现金流	65	-283	-272	-281	收入增长率(%)	28.3%	26.3%	24.1%	22.1%
筹资活动现金流	-116	-306	-309	-291	净利润增长率(%)	41.6%	30.8%	28.3%	26.7%
现金净增加额	570	680	452	1502	P/E	56.22	42.97	33.48	26.41
折旧和摊销	66	48	64	80	P/B	12.81	10.45	8.34	6.57
资本开支	74	103	80	68	EV/EBITDA	46.36	35.73	27.60	21.31
营运资本变动	-528	-184	-824	-271					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

