

片仔癀(600436)

点评报告

行业公司研究—中药—行业一

证券研究报告

# 核心产品增速有所回升，费用投入有所增加

## ——片仔癀 2019 年三季度报点评报告

✍️ : 张海涛 执业证书编号: S1230517080002  
☎️ : 021-80106045  
✉️ : zhanghaitao@stocke.com.cn

### 报告导读

公司发布 2019 年第三季度报告。

### 投资要点

#### □ 核心产品增速有所回升

报告期内公司实现营业收入 43.41 亿元，同增 21.07%，归属母公司净利润 11.09 亿元，同增 20.56%，扣非后归母净利润 11.03 亿元，同增 21.88%，实现 EPS1.84 元/股，同增 21.05%。分季度来看，Q3 公司实现营业收入 14.47 亿元，同增 22.44%，归属母公司净利润 3.63 亿元，同增 19.87%，扣非后归母净利润 3.58 亿元，同增 19.41%。其中 Q3 肝病用药收入增速为 44%，我们预计核心产品片仔癀系列 Q3 收入增速在 40% 以上，相较前两个季度增速有所恢复。

#### □ 销售费用及研发费用增长较快

公司 Q3 销售费用为 1.19 亿元，同比增长为 52.59%，我们认为一方面是公司继续推进品牌建设，借助优势媒体持续扩大品牌影响力，另一方面是公司日化产品持续保持高速增长，公司对这一板块加大投入所致。研发费用为 0.34 亿元，同比增长为 91.24%，主要是由于公司针对核心产品片仔癀，持续深入开展肝病、肿瘤等领域涉及药理毒理、临床、质量标准等相关课题研究，为产品功效定位及学术宣传提供有力证据支撑。

#### □ 盈利预测及估值

预计公司 2019-2021 年营业收入分别至 59.82 亿元、75.04 亿元及 94 亿元，同比增长分别为 25.52%、25.44% 及 25.27%；归属母公司净利润分别为 14.62 亿元、19.02 亿元及 24.73 亿元，同比增长分别为 27.98%、39.99% 及 30.06%；对应 EPS 分别为 2.42 元、3.15 元及 4.1 元，对应当前 PE 分别为 44 倍、34 倍及 26 倍，给予“买入”评级。

#### □ 风险提示

公司发展策略调整不及预期  
华润片仔癀完成收购后整合速度不及预期

### 财务摘要

(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	4766.16	5982.59	7504.27	9400.55
(+/-)	28.33%	25.52%	25.44%	25.27%
净利润	1142.93	1462.78	1901.53	2473.20
(+/-)	41.62%	27.98%	29.99%	30.06%
每股收益(元)	1.89	2.42	3.15	4.10
P/E	56.22	43.93	33.79	25.98

### 正文

### 评级

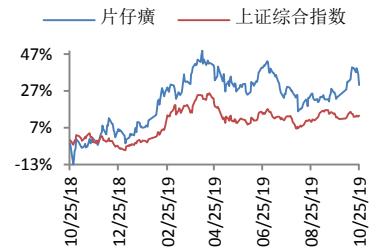
### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥107.79

### 单季度业绩

### 元/股

3Q/2019	0.60
2Q/2019	0.57
1Q/2019	0.68
4Q/2018	0.36



### 公司简介

漳州片仔癀药业股份有限公司为国有控股上市企业，是国家大型二档企业，中华老字号企业，居全国中成药行业 50 强前列。“片仔癀”商标被评为中国驰名商标、福建省著名商标、福建省改革开放三十年最具影响力贡献力品牌、福建省出口名牌。

### 相关报告

- 《购回华润片仔癀 51% 股权，继续保持平稳增长——片仔癀 2019 年追踪点评报告》2019.08.16
- 《一季度增长平稳，日化产品持续发力——片仔癀 2019 年一季报点评报告》2019.05.09
- 《四季度恢复高速增长，全国化进程仍在继续——片仔癀 2018 年报点评报告》2019.04.17
- 《片仔癀 (600436): 控货导致增速放缓，长期增长趋势不改》2018.10.24

## 1. Q3 片仔癀系列增速恢复至 40%以上

公司前三季度实现营业收入 43.41 亿元，同增 21.07%，归属母公司净利润 11.09 亿元，同增 20.56%，扣非后归母净利润 11.03 亿元，同增 21.88%，实现 EPS1.84 元/股，同增 21.05%。分季度来看，Q3 公司实现营业收入 14.47 亿元，同增 22.44%，归属母公司净利润 3.63 亿元，同增 19.87%，扣非后归母净利润 3.58 亿元，同增 19.41%。其中 Q3 肝病用药收入增速为 44%，我们预计核心产品片仔癀系列 Q3 收入增速在 40%以上，相较前两个季度增速有所恢复，我们认为公司今年以来终端销售一直保持平稳增长，前两个季度公司出货量较低，导致渠道库存下降，且“两节”（中秋节，国庆节）销售情况较好，渠道商补库意愿较强，叠加去年三季度基数较低，因此 19Q3 片仔癀系列收入增速较高，基本符合我们之前的预期。

## 2. 加大费用投入，确保各版块业务持续增长

公司 Q3 销售费用为 1.19 亿元，同比增长为 52.59%，我们认为一方面是公司继续推进品牌建设，借助优势媒体持续扩大品牌影响力；另一方面是公司日化产品持续保持高速增长，公司对这一板块加大投入；同时公司全面梳理普药产品，加快布局普药销售，重点产品均派专人跟进。研发费用为 0.34 亿元，同比增长为 91.24%，主要是由于公司针对核心产品片仔癀，持续深入开展肝病，肿瘤等领域涉及药理毒理、临床、质量标准等相关课题研究，形成了《片仔癀学术论文集》《片仔癀临床研究汇编》等多部著作，片仔癀治疗肝癌的作用机制研究等 4 个项目获福建省科技厅立项资助，为产品功效定位及学术宣传提供有力证据支撑。

**表 1：公司知名普药品种**

产品	用途
心舒宝片	活血化瘀，益气止痛。用于冠心病，气虚血瘀引起的胸闷，心绞痛，以及高血压、高血脂、动脉硬化等。
复方片仔癀含片	清热解毒，利咽止痛，生津润喉。用于风热上攻，肺胃热盛所致急、慢性咽喉炎。
茵胆平肝胶囊	清热、利湿。用于肝胆湿热所致的胁痛、口苦、尿黄。
复方片仔癀软膏	清热，解毒，止痛。用于带状疱疹、单纯疱疹、脓疱疮、毛囊炎、痤疮。
复方片仔癀痔疮软膏	清热解毒，散瘀镇痛，止血消痔。用于内、外痔，混合痔。
金糖宁胶囊	化浊祛湿，活血定痛。用于 2 型糖尿病属湿浊中阻兼血瘀证，症见：脘腹胀满，头身困重，倦怠乏力，大便不爽，或肢体麻木，肢体疼痛等。

资料来源：公司网页，浙商证券研究所

## 3. 盈利预测及估值

我们认为公司竞争优势明显，终端渠道不断扩张，产品逐渐稳步放量，且公司已经进入新一轮的提价周期，近年来一直保持稳健增长，预计公司 2019-2021 年营业收入分别至 59.82 亿元、75.04 亿元及 94 亿元，同比增长分别为 25.52%，25.44%及 25.27%；归属母公司净利润分别为 14.62 亿元，19.02 亿元及 24.73 亿元，同比增长分别为 27.98%，39.99%及 30.06%；对应 EPS 分别为 2.42 元、3.15 元及 4.1 元，对应当前 PE 分别为 44 倍、34 倍及 26 倍，给予“买入”评级。

## 4. 风险提示

产品提价不及预期

经济下行导致高端销售遇冷

华润片仔癀完成收购后整合速度不及预期

**表附录：三大报表预测值**

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	5230.07	7131.26	9168.57	11911.65	<b>营业收入</b>	4766.16	5982.59	7504.27	9400.55
现金	2786.53	3648.56	5273.55	7217.94	营业成本	2744.36	3230.01	4054.32	4900.59
交易性金融资产	0.05	0.07	0.05	0.05	营业税金及附加	43.22	59.05	71.05	90.89
应收账款	512.62	778.88	846.44	992.21	营业费用	392.07	571.08	666.82	866.34
其它应收款	27.80	76.64	111.05	104.79	管理费用	240.89	370.18	421.81	555.04
预付账款	153.09	202.71	230.64	286.57	研发费用	100.81	126.54	158.73	198.84
存货	1667.49	2317.65	2587.94	3207.36	财务费用	-10.10	-19.49	-37.85	-64.64
其他	82.49	106.74	118.92	102.72	资产减值损失	47.32	41.07	51.17	73.99
<b>非流动资产</b>	1427.69	1373.34	1311.28	1270.17	公允价值变动损益	0.00	0.00	-0.02	-0.00
金额资产类	357.23	412.45	403.60	391.09	投资净收益	94.63	94.63	94.63	94.63
长期投资	536.32	462.21	462.57	487.03	其他经营收益	17.81	19.64	18.72	19.18
固定资产	231.43	208.00	185.88	161.76	<b>营业利润</b>	1320.03	1718.42	2231.55	2893.32
无形资产	121.06	94.64	64.75	35.60	营业外收支	7.46	7.46	7.46	7.46
在建工程	4.72	3.78	3.02	2.42	<b>利润总额</b>	1327.49	1725.88	2239.01	2900.78
其他	176.92	192.27	191.47	192.26	所得税	198.76	281.29	361.11	458.32
<b>资产总计</b>	6657.76	8504.60	10479.85	13181.81	<b>净利润</b>	1128.73	1444.59	1877.90	2442.46
<b>流动负债</b>	1289.73	1568.50	1734.98	1984.82	少数股东损益	-14.21	-18.18	-23.63	-30.74
短期借款	599.59	472.45	512.98	528.34	<b>归属母公司净利润</b>	1142.93	1462.78	1901.53	2473.20
应付款项	250.09	416.22	439.75	536.54	<b>EBITDA</b>	1381.60	1752.52	2249.61	2885.47
预收账款	90.07	141.48	178.72	207.95	<b>EPS (最新摊薄)</b>	1.89	2.42	3.15	4.10
其他	349.97	538.35	603.53	711.99	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	60.41	169.68	100.57	110.22	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>				
其他	60.41	169.68	100.57	110.22	营业收入增长率	28.33%	25.52%	25.44%	25.27%
<b>负债合计</b>	1350.14	1738.18	1835.54	2095.04	营业利润增长率	39.33%	30.18%	29.86%	29.66%
少数股东权益	291.13	272.95	249.31	218.57	归属于母公司净利润	41.62%	27.98%	29.99%	30.06%
归属母公司股东权益	5016.49	6493.46	8395.00	10868.20	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	6657.76	8504.60	10479.85	13181.81	毛利率	42.42%	46.01%	45.97%	47.87%
<b>现金流量表</b>					净利率	23.68%	24.15%	25.02%	25.98%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	23.49%	24.23%	24.68%	25.07%
<b>经营活动现金流</b>	612.31	749.37	1508.61	1760.16	ROIC	19.82%	20.43%	20.65%	20.91%
净利润	1128.73	1444.59	1877.90	2442.46	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	65.93	45.60	49.55	48.74	资产负债率	20.28%	20.44%	17.51%	15.89%
财务费用	-10.10	-19.49	-37.85	-64.64	净负债比率	44.41%	27.18%	27.95%	25.22%
投资损失	-94.63	-94.63	-94.63	-94.63	流动比率	4.06	4.55	5.28	6.00
营运资金变动	104.66	-28.97	-69.69	-15.54	速动比率	2.76	3.07	3.79	4.39
其它	-582.27	-597.73	-216.65	-556.23	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	65.08	101.77	107.62	92.60	总资产周转率	0.77	0.79	0.79	0.79
资本支出	13.39	11.43	7.19	10.57	应收账款周转率	10.92	10.08	9.52	10.10
长期投资	-61.32	16.91	9.16	-11.75	应付账款周转率	15.55	13.37	13.25	13.79
其他	113.00	73.42	91.27	93.78	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-116.12	10.89	8.75	91.64	每股收益(最新摊薄)	1.89	2.42	3.15	4.10
短期借款	132.69	-127.14	40.53	15.36	每股经营现金流(最	1.01	1.24	2.50	2.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊	8.31	10.76	13.91	18.01
其他	-248.81	138.03	-31.78	76.28	<b>估值比率</b>				
<b>现金净增加额</b>	561.28	862.03	1624.99	1944.40	P/E	56.22	43.93	33.79	25.98
					P/B	12.81	9.90	7.65	5.91
					EV/EBITDA	36.49	35.02	26.57	20.03

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>