

# 控货因素解除，业绩恢复高速增长

## 片仔癀(600436)

### 事件

#### 公司发布 2018 年年度业绩快报

2月11日晚，公司发布2018年年度业绩快报，全年实现营业收入47.98亿元，同比增长29.19%；实现归母净利润11.28亿元，同比增长39.83%；实现扣非归母净利润11.09亿元，同比增长43.03%。略超我们此前预期。

### 简评

#### 片仔癀系列带动公司业绩高速增长

公司全年营业收入实现增长29.19%，主要归功于片仔癀系列及子公司片仔癀宏仁医药收入增加；归母净利润大幅增长39.83%，扣非归母净利润大幅增长43.03%，主要归功于公司核心产品片仔癀系列高速增长及基金投资收益增加。

公司2018年的投资收益约8702万元，同比增长82.90%，其中母公司参与医疗健康领域投资基金-漳州兴证片仔癀股权投资合伙企业（有限合伙），按长期股权投资的权益法核算其2017年的投资收益约-11.24万元，根据2018年9月7日中国证券业协会发布的《非上市公司股权估值指引》，基金执行事务合伙人（兴证创新资本管理有限公司）对已投项目进行估值确认，公司核算其2018年的投资收益约4600万元（未经审计），该笔投资收益带动公司2018年投资收益大幅增长。2018年公司非经常性损益

#### 预测和比率

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	3,714.0	4,798.4	6,321.9	8,465.1
营业收入增长率	60.9%	29.2%	31.8%	33.9%
EBITDA（百万）	990.8	1,311.5	1,725.4	2,298.0
EBITDA 增长率	53.8%	32.4%	31.6%	33.2%
净利润（百万）	807.0	1,128.4	1,506.1	2,012.6
净利润增长率	50.5%	39.8%	33.5%	33.6%
ROE	19.5%	23.5%	25.8%	27.9%
EPS（元）	1.34	1.87	2.50	3.34
P/E	70.1	50.1	37.5	28.1
P/B	13.7	11.8	9.7	7.8
EV/EBITDA	55.1	42.5	31.2	23.8

请参阅最后一页的重要声明

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

15801668372

执业证书编号：S1440517050001

研究助理：刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

发布日期：2019年02月13日

当前股价：93.71元

目标价格6个月：108元

#### 主要数据

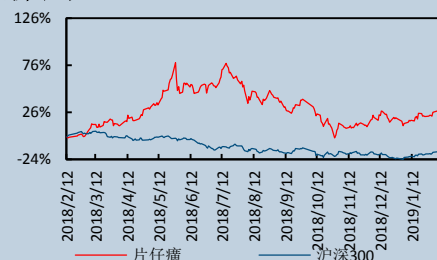
##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	10.05/3.21	18.74/14.35	34.81/48.72
12月最高/最低价（元）			131.98/69.1
总股本（万股）			60,331.72
流通A股（万股）			60,331.72
总市值（亿元）			565.37
流通市值（亿元）			565.37
近3月日均成交量（万）			404.53

##### 主要股东

漳州市九龙江集团有限公司 57.92%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

- 18.10.25 【中信建投医药生物】片仔癀(600436):Q3 单季降速，整体业绩维持高速增长
- 18.08.27 片仔癀(600436) 中报简评：业绩维持高速增长，外销大幅提速
- 18.07.18 片仔癀(600436) 简评：片仔癀系列维持量价齐升，上半年业绩高速增长

约 2000 万元，该笔投资收益未计入非经常性损益，扣除该笔投资收益公司核心业务带来利润增长约 37%，片仔癀系列产品仍带动公司业绩高速增长。

### 控货因素解除，Q4 恢复高速增长

公司在 18Q3 开始主动控货清理渠道库存，Q4 控货因素已解除，业绩恢复高速增长。分季度来看，18Q4 收入和归母净利润增速分别为 25.06% 和 57.58%，增速环比 Q3 有所提升，扣除母公司参与基金的投资收益 4600 万元，Q4 公司利润端增速约为 25%，与收入端增速匹配。考虑 18Q3 清理过渠道库存及 18Q4、19Q1 公司发力终端推广，我们估计 19Q1 公司仍将维持健康增长。

**图表1：片仔癀分季度业绩拆分**

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业总收入	860.32	892.51	991.86	969.26	1,222.19	1,181.68	1,182.01	1,212.17
同比增长	83.52%	81.53%	49.10%	41.85%	42.06%	32.40%	19.17%	25.06%
营业利润	258.25	246.91	259.46	182.78	383.33	343.61	359.26	241.37
同比增长	44.27%	35.03%	30.64%	310.65%	46.55%	37.97%	36.40%	32.05%
归属母公司股东的净利润	226.37	206.83	241.51	132.31	326.12	291.41	302.41	208.50
同比增长	54.37%	30.25%	37.52%	140.24%	44.06%	40.90%	25.22%	57.58%
扣非后归属母公司股东的净利润	224.24	192.65	232.10	126.26	323.72	281.43	300.20	203.50
同比增长	53.37%	22.05%	36.28%	162.87%	44.36%	46.08%	29.34%	61.18%

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

### 盈利预测及投资评级

我们看好公司现已进入量价齐升的高速发展期：1) 片仔癀是独家品种，拥有国家绝密配方，属于资源型中药，加之公司历史悠久品牌力强，拥有极强的定价能力；2) 公司现已通过多种方式努力保障未来几年片仔癀系列生产原料充足供应；3) 公司通过全新营销模式大力助推片仔癀系列销量增长。预计公司 2018 - 2020 年实现营业收入分别为 47.98 亿元、63.21 亿元和 84.65 亿元，归母净利润分别为 11.28 亿元、15.06 亿元和 20.12 亿元，分别同比增长 39.8%、33.5% 和 33.6%，折合 EPS 分别为 1.87 元/股、2.50 元/股和 3.34 元/股，对应 P/E 分别为 50.1X、37.5X 和 28.1X，维持买入评级。

### 风险分析

药品价格降价风险、税收政策变化风险、原材料供给风险和原材料价格风险、汇率变动风险。

**图表2：片仔癀盈利预测**

	2017	2018E	增长率	2019E	增长率	2020E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	3,714.0	4,798.4	29.2%	6,321.9	31.8%	8,465.1	33.9%
营业成本	2,107.2	2,687.1	27.5%	3,540.3	31.8%	4,740.4	33.9%
营业税金及附加	39.6	55.6	40.3%	74.8	34.5%	96.2	28.6%
营业费用	403.5	468.8	16.2%	613.2	30.8%	821.1	33.9%
管理费用	271.9	340.7	25.3%	436.2	28.0%	584.1	33.9%
财务费用	-4.2	-37.3	792.5%	-37.5	0.5%	-52.1	39.2%
资产减值损失	13.6	13.8	1.4%	14.5	5.3%	14.0	-3.8%
公允价值变动收益	-0.1	0.0	-151.5%	0.0	-38.5%	-0.0	-220.9%

	2017	2018E	增长率	2019E	增长率	2020E	增长率
投资净收益	47.6	21.9	-54.0%	25.4	15.8%	31.6	24.7%
营业利润	947.4	1,291.6	36.3%	1,705.7	32.1%	2,293.0	34.4%
营业外收入	0.8	6.7	755.8%	5.0	-25.0%	4.2	-17.0%
营业外支出	6.6	5.7	-13.7%	6.4	12.1%	6.2	-2.5%
利润总额	941.6	1,292.6	37.3%	1,704.4	31.9%	2,290.9	34.4%
所得税	161.1	193.9	20.3%	255.7	31.9%	343.6	34.4%
净利润	780.4	1,098.7	40.8%	1,448.7	31.9%	1,947.3	34.4%
少数股东损益	-26.6	-29.7	11.6%	-57.4	93.6%	-65.4	13.8%
归属母公司净利润	807.0	1,128.4	39.8%	1,506.1	33.5%	2,012.6	33.6%
EBITDA	990.8	1,311.5	32.4%	1,725.4	31.6%	2,298.0	33.2%
EPS (摊薄)	1.34	1.87	39.8%	2.50	33.5%	3.34	33.6%
资产负债表 (百万元)							
流动资产	4,218.2	4,750.3	12.6%	6,199.5	30.5%	7,628.9	23.1%
现金	2,117.1	729.4	-65.5%	2,541.1	248.4%	1,581.0	-37.8%
应收账款	524.9	784.9	49.5%	970.1	23.6%	1,282.0	32.1%
其它应收款	56.0	27.4	-51.0%	85.0	209.9%	72.5	-14.7%
预付账款	109.8	248.9	126.7%	226.9	-8.9%	349.8	54.2%
存货	1,242.8	2,872.5	131.1%	2,268.0	-21.0%	4,222.7	86.2%
其他	167.5	87.2	-48.0%	108.4	24.3%	121.0	11.7%
非流动资产	1,430.1	1,377.5	-3.7%	1,315.9	-4.5%	1,256.6	-4.5%
长期投资	389.2	389.2	0.0%	389.2	0.0%	389.2	0.0%
固定资产	243.9	210.6	-13.6%	177.3	-15.8%	144.0	-18.8%
无形资产	173.9	150.0	-13.7%	126.1	-15.9%	102.3	-18.9%
其他	623.1	627.7	0.7%	623.3	-0.7%	621.2	-0.3%
资产总计	5,648.3	6,127.8	8.5%	7,515.4	22.6%	8,885.6	18.2%
流动负债	1,151.4	787.0	-31.7%	1,228.1	56.1%	1,327.9	8.1%
短期借款	466.9	-	-100.0%	-	-	-	-
应付账款	161.7	285.5	76.6%	318.1	11.4%	445.7	40.1%
其他	522.9	501.5	-4.1%	910.0	81.5%	882.2	-3.1%
非流动负债	71.6	279.5	290.3%	242.7	-13.2%	197.9	-18.5%
长期借款	-	-	-	-	-	-	-
其他	71.6	279.5	290.3%	242.7	-13.2%	197.9	-18.5%
负债合计	1,223.0	1,066.4	-12.8%	1,470.8	37.9%	1,525.8	3.7%
少数股东权益	289.2	259.5	-10.3%	202.1	-22.1%	136.7	-32.3%
归属母公司股东权益	4,425.2	5,061.4	14.4%	6,044.5	19.4%	7,359.7	21.8%
负债和股东权益	5,648.3	6,127.8	8.5%	7,515.4	22.6%	8,885.6	18.2%
现金流量表 (百万元)							
经营活动现金流	676.9	-723.4	-206.9%	2,251.2	-411.2%	-367.6	-116.3%

	2017	2018E	增长率	2019E	增长率	2020E	增长率
净利润	780.4	1,128.4	44.6%	1,506.1	33.5%	2,012.6	33.6%
折旧摊销	70.6	57.2	-19.0%	57.2	0.0%	57.2	0.0%
财务费用	27.4	-37.3	-235.9%	-37.5	0.5%	-52.1	39.2%
投资损失	-47.6	-21.9	-54.0%	-25.4	15.8%	-31.6	24.7%
营运资金变动	-209.7	-1,820.2	767.9%	808.1	-144.4%	-2,288.3	-383.2%
其它	55.8	-29.6	-153.1%	-57.4	93.7%	-65.4	13.9%
投资活动现金流	63.1	28.2	-55.3%	21.8	-22.7%	31.9	46.3%
资本支出	-2.1	6.4	-398.0%	-3.5	-155.5%	0.2	-106.6%
长期投资	51.2	0.0	-100.0%	0.0	0.0%	0.0	0.0%
其他	14.1	21.8	55.1%	25.3	16.0%	31.7	25.0%
筹资活动现金流	-415.6	-692.5	66.6%	-461.2	-33.4%	-624.4	35.4%
短期借款	116.0	-466.9	-502.4%	-	-100.0%	-	
长期借款	-	-		-		-	
其他	-531.7	-225.6	-57.6%	-461.2	104.4%	-624.4	35.4%
现金净增加额	324.4	-1,387.7	-527.7%	1,811.8	-230.6%	-960.2	-153.0%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**贺菊颖：**医药行业首席分析师，毕业于复旦大学，管理学硕士。10年医药行业研究经验，2017年加入中信建投证券研究发展部。

## 研究助理

**刘若飞** 010-85130388 liuruofei@csc.com.cn

## 研究服务

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

### 私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859