

片仔癀 (600436.SH)

渠道建设持续推进, 片仔癀维持快速增长

核心观点:

● 发布 2018 年年报, 四季度业绩增速环比加快

公司发布 2018 年年报, 全年实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润 47.66 亿元、11.43 亿元、11.24 亿元, 分别同比增长 28.33%、41.62%、44.97%。第四季度单季度, 公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润 11.80 亿元、2.23 亿元、2.19 亿元, 分别同比增长 21.77%、68.53%、73.12%。四季度利润增速环比加快, 首先单季度投资收益同比增加约 0.5 亿元; 其次销售费用同比减少 0.4 亿元, 主要是来自促销和业务宣传费的下降; 最后预计 2018 年有可能提前完成渠道梳理, 导致四季度恢复增速。

● 渠道建设推动核心片仔癀持续快速增长

公司 2018 年医药工业实现收入 18.80 亿元, 同比增长 28.45%。核心的片仔癀收入约 17.97 亿元, 同比增长 32.07%, 其中国内收入 14.81 亿元, 同比增长 32.82%, 海外收入 3.16 亿元, 同比增长 28.63%, 公司战略布局长江以北的体验店渠道。片仔癀毛利率下降 3.45pct, 2018 年主要的原材料天然麝香价格略有上涨, 天然牛黄价格持续上涨, 成本端压力预计最终可能传导到终端价格的调整。

● 日化、食品、商业等其他业务维持较快上涨

2018 年, 公司商业收入 23.54 亿元, 同比增长 23.82%。日化品收入 4.98 亿元, 同比快速增长 56.71%, 食品收入 1,348 万元, 同比增长 3.15%。

● 预计 19-21 年业绩分别为 2.51 元/股、3.22 元/股、4.03 元/股

预计公司 19-21 年 EPS 为 2.51/3.22/4.03 元/股, 目前股价对应 PE47/37/32 倍。3 家稀缺品牌中药企业组成的细分行业历史 PE 处于 20-70 倍之间, 随业绩增速不同有所波动, 我们认为代表行业稳态估值水平的历史平均 PEG (1.8 倍), 具备较强的估值参考意义, 考虑到公司经历渠道改革后业绩维持快速增长, 在消费升级的背景下看好其持续的量价提升潜力, 中性情况下, 按照历史 PEG 为 1.8 倍左右计算, 预计 19-21 三年复合增速 29%, 对应 PE51X, 对应 2019 年合理价值为 128 元/股, 维持“买入”评级。

● 风险提示

新渠道拓展效果低于预期的风险; 提价导致销量下滑风险; 经济持续趋弱带来消费能力下降的风险。

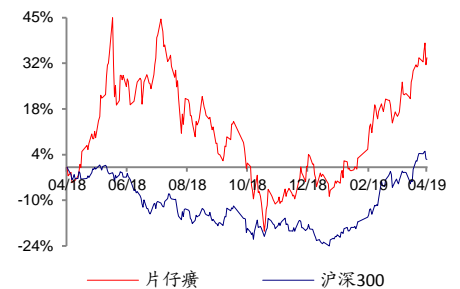
盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,714	4,766	6,036	7,495	9,166
增长率 (%)	60.9	28.3	26.6	24.2	22.3
EBITDA (百万元)	962	1,311	1,799	2,275	2,835
净利润 (百万元)	807	1,143	1,513	1,943	2,434
增长率 (%)	50.5	41.6	32.3	28.5	25.2
EPS (元/股)	1.34	1.89	2.51	3.22	4.03
市盈率 (P/E)	88.61	62.57	47.28	36.80	29.38
市净率 (P/B)	17.29	14.26	11.15	8.56	6.63
EV/EBITDA	72.60	52.89	38.05	29.62	23.22

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	118.53 元
合理价值	128 元
前次评级	买入
报告日期	2019-04-13

相对市场表现



分析师:

吴文华



SAC 执证号: S0260516090001

SFC CE No. BFX489



021-60750628



wuwenhua@gf.com.cn

分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

请注意, 罗佳荣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 片仔癀 (600436.SH): 渠道建设持续推进, 业绩增速环比加快 2019-02-13
- 片仔癀 (600436.SH): 受核心片仔癀影响, 三季度增速环比下降 2018-10-23
- 片仔癀 (600436.SH): 业绩符合预期, 工业各品类均快速增长 2018-08-25

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,218	5,230	6,189	8,370	10,999
货币资金	2,117	2,787	3,065	4,127	5,696
应收及预付	595	666	928	1,352	1,824
存货	1,243	1,667	2,011	2,677	3,234
其他流动资产	263	110	186	213	246
非流动资产	1,430	1,428	1,362	1,297	1,297
长期股权投资	389	536	536	536	536
固定资产	244	231	231	229	232
在建工程	5	5	8	8	9
无形资产	174	121	177	114	109
其他长期资产	618	534	410	410	410
资产总计	5,648	6,658	7,551	9,667	12,296
流动负债	1,151	1,290	865	1,060	1,284
短期借款	467	600	0	0	0
应付及预收	329	340	441	540	655
其他流动负债	355	350	424	520	629
非流动负债	72	60	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	72	60	0	0	0
负债合计	1,223	1,350	865	1,060	1,284
股本	603	603	603	603	603
资本公积	638	638	638	638	638
留存收益	2,787	3,674	5,186	7,129	9,563
归属母公司股东权益	4,136	5,016	6,413	8,357	10,790
少数股东权益	289	291	273	250	221
负债和股东权益	5,648	6,658	7,551	9,667	12,296

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,714	4,766	6,036	7,495	9,166
营业成本	2,107	2,744	3,336	4,071	4,918
营业税金及附加	40	43	54	67	82
销售费用	404	392	483	615	752
管理费用	202	241	302	375	458
研发费用	69.90	100.81	126.76	157.39	192.49
财务费用	-4.18	-10.10	-14.27	-35.96	-49.12
资产减值损失	13.61	47.32	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	47.58	94.63	0.00	0.00	0.00
营业利润	947.39	1320.03	1748.18	2245.83	2812.61
营业外收支	-5.83	7.46	0.00	0.00	0.00
利润总额	942	1,327	1,748	2,246	2,813
所得税	161	199	253	326	408
净利润	780	1,129	1,495	1,920	2,405
少数股东损益	-27	-14	-18	-23	-29
归属母公司净利润	807	1,143	1,513	1,943	2,434
EBITDA	962.29	1310.73	1798.83	2275.00	2834.91
EPS (元)	1.34	1.89	2.51	3.22	4.03

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	677	612	1,118	1,062	1,640
净利润	780	1,129	1,495	1,920	2,405
折旧摊销	71	66	65	65	71
营运资金变动	-151	-528	-506	-923	-836
其它	-23	-54	64	0	0
投资活动现金流	63	65	-64	0	-71
资本支出	-38	55	-110	0	-71
投资变动	67	-1	0	0	0
其他	34	12	47	0	0
筹资活动现金流	-416	-116	-776	0	0
银行借款	-226	133	-600	0	0
股权融资	8	31	0	0	0
其他	-198	-280	-176	0	0
现金净增加额	324	561	279	1,062	1,569
期初现金余额	1,280	1,602	2,787	3,065	4,127
期末现金余额	1,602	2,172	3,065	4,127	5,696

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	60.9	28.3	26.6	24.2	22.3
营业利润增长	56.6	39.3	32.4	28.5	25.2
归母净利润增长	50.5	41.6	32.3	28.5	25.2
获利能力					
毛利率	43.3	42.4	44.7	45.7	46.3
净利率	21.0	23.7	24.8	25.6	26.2
ROE	19.5	22.8	23.6	23.3	22.6
ROIC	31.7	38.3	45.4	45.8	47.7
偿债能力(%)					
资产负债率	21.7	20.3	11.5	11.0	10.4
净负债比率	8.3	9.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	3.66	4.06	7.16	7.90	8.57
速动比率	2.49	2.64	4.62	5.06	5.70
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.77	0.85	0.87	0.83
应收账款周转率	8.40	9.55	8.11	7.30	6.64
存货周转率	1.78	1.89	1.66	1.52	1.52
每股指标(元)					
每股收益	1.34	1.89	2.51	3.22	4.03
每股经营现金流	1.12	1.01	1.85	1.76	2.72
每股净资产	6.86	8.31	10.63	13.85	17.89
估值比率					
P/E	88.61	62.57	47.28	36.80	29.38
P/B	17.29	14.26	11.15	8.56	6.63
EV/EBITDA	72.60	52.89	38.05	29.62	23.22

广发医药行业研究小组

罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
吴文华：资深分析师，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。