

分析师: 乔洋 (8621) 68751070 cuiwei@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120007

联系人: 崔伟 (8621) 68751070 cuiwei@cjsc.com.cn

品牌辉“癀”，盈利更强

事件描述

片仔癀今日发布 2011 年半年报

表 1: 片仔癀 2011 年上半年度主要会计数据和财务指标

	本报告期末	上年度期末	本报告期末比上年度期末增减
总资产	1,539,639,417.59	1,446,829,315.96	6.41
归属于母公司的所有者权益（或股东权益）	1,092,342,328.78	1,049,508,750.53	4.08
归属于上市公司股东的每股净资产（元/股）	7.80	7.50	4.08
	报告期（1-6月）	上年同期	本报告期比上年同期增减
营业利润	143,449,067.51	111,667,466.43	28.46
利润总额	142,522,818.80	111,872,034.94	27.4
归属于上市公司股东的净利润	118,451,568.38	95,193,500.34	24.43
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	119,150,925.28	80,520,470.67	47.98
基本每股收益（元/股）	0.85	0.68	24.43
扣除非经常性损益后的基本每股收益（元/股）	0.85	0.58	47.98
稀释每股收益（元/股）	0.85	0.68	24.43
加权平均净资产收益率（%）	10.68	10.91	减少 0.23 个百分点
经营活动产生的现金流量净额	60,220,930.03	28,918,,801.44	108.24
每股经营活动产生的现金流量净额（元/股）	0.43	0.21	108.24

资料来源：公司公告，长江证券研究部

- 2011年上半年，公司有效地加强了市场控制，做好了“片仔癀”的销售渠道管理及终端价格的维护，打造“片仔癀”的高端形象。加强与现有的各大连锁公司的沟通与合作，努力开发新的大型连锁公司。依托公司“片仔癀二次开发”、申报国家级非物质文化遗产等重大事件做好品牌推广工作。并且做好了重点产品金糖宁、心舒宝的推广工作。公司实现营业收入48,730.10万元，同比增长17.77%，营业成本为34,899.05万元，同比上升14.53%，公司实现归属于上市公司股东的净利润11,845.16万元，同比增长24.43%，基本每股收益为0.85元，同比增长25.00%，扣除非经常性损益后的基本每股收益同比增长47.98%。

- 公司通过品牌、资金、人才等方面支持，加大对林麝规模化养殖、化妆品、日化产品营销等重点产业的扶持力度，不断优化供应链，深化物流服务内涵等手段，扩大市属医院在用药品的配送权，巩固并扩大市场份额。其中，2011年第二季度，公司实现营业收入22,417.34万元，同比上升1.23%，环比一季度减少14.80%，归属于上市公司股东的净利润5,298.47万元，同比减少13.94%，环比一季度下降19.07%，基本每股收益为0.38元，同比下降13.60%，环比一季度减少19.15%。
- 公司在加大“片仔癀”二次开发力度上，充分利用品牌效应，重点发展主营产品，提升自主创新能力，实施品牌带动战略，通过管理机制创新、市场营销创新、产品与技术创新、企业文化创新等措施，得以使“片仔癀”品牌持续辉煌。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.69、2.01、2.34 元，对应 8 月 23 日收盘价 68.86 元的 PE 分别为 41、34、29 倍，公司估值较为合理，我们给予公司“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：关键原材料麝香成本大幅上升风险；主打品种单一风险；化妆品、日化品业务的不确定性风险。

事件评论

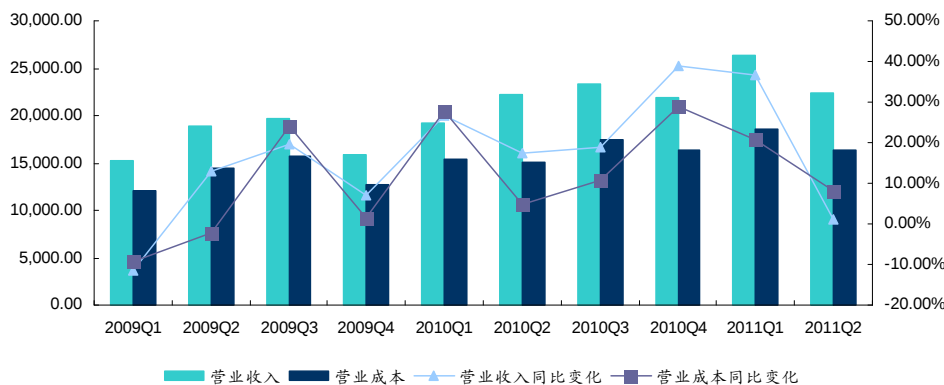
第一、优化营销工作，重点产品有所突破，上半年归属于上市公司股东的净利润 11,845.16 万元，同比增长 24.43%

2011 年上半年，公司实现营业收入 48,730.10 万元，同比增长 17.77%，营业成本为 34,899.05 万元，同比上升 14.53%，公司实现归属于上市公司股东的净利润 11,845.16 万元，同比增长 24.43%，基本每股收益为 0.85 元，同比增长 25.00%，扣除非经常性损益后的基本每股收益同比增长 47.98%。

其中，2011 年第二季度，公司实现营业收入 22,417.34 万元，同比上升 1.23%，环比一季度减少 14.80%，归属于上市公司股东的净利润 5,298.47 万元，同比减少 13.94%，环比一季度下降 19.07%，基本每股收益为 0.38 元，同比下降 13.60%，环比一季度减少 19.15%。

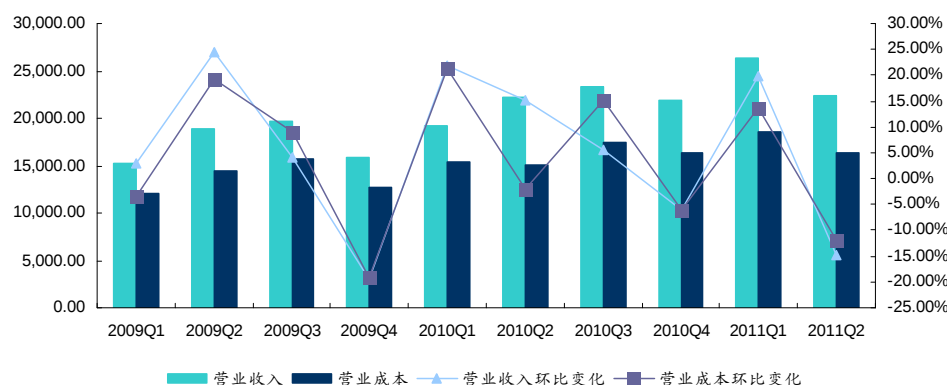
公司有效地加强了市场控制，做好了“片仔癀”的销售渠道管理及终端价格的维护，打造“片仔癀”的高端形象。加强与现有的各大连锁公司的沟通与合作，努力开发新的大型连锁公司。依托公司“片仔癀二次开发”、申报国家级非物质文化遗产等重大事件做好品牌推广工作。并且做好了重点产品金糖宁、心舒宝的推广工作。

图 1：上半年公司营业收入与营业成本同比增长速度逐渐放缓，但由于一季度增长速度较快，为上半年整体业绩打下了良好的增长基础



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

图 2：二季度营业收入与营业成本环比回落



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

第二、上半年公司营业利润为 14,344.91 万元，同比提高 28.46%，主要由“片仔癀系”列产品与“片仔癀”化妆品、日化品业务增长所致

报告期内公司毛利率为 46.37%，与去年同期增长 6.77 个百分点，其中 2011 年二季度公司度毛利率 47.39%，同比上升 3.55 个百分点，环比今年一季度增加 1.88 个百分点。今年上半年公司净利润率为 24.30%，较去年同期提高 1.27 个百分点；二季度净利润率为 23.61%，较去年同期下降 4.31 个百分点，环比减少 1.28 个百分点。

公司通过品牌、资金、人才等方面支持，加大对林麝规模化养殖、化妆品、日化产品营销等重点产业的扶持力度，不断优化供应链，深化物流服务内涵等手段，扩大市属医院在用药品的配送权，巩固并扩大市场份额。

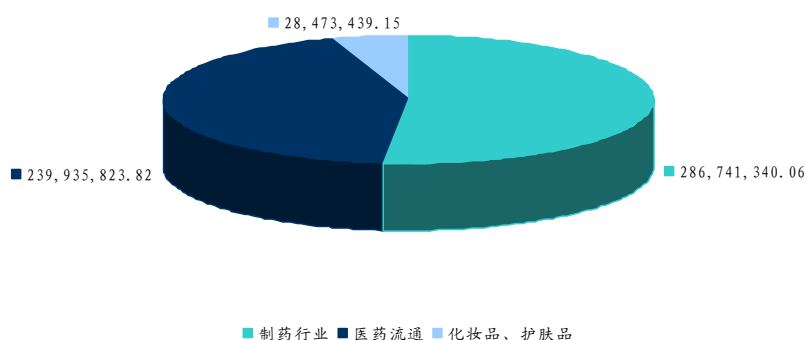
“片仔癀”化妆品紧紧围绕“发展新品、整合老品”两条主线，努力做精产品，做大市场，在国内以日化精品店渠道为主的化妆品公司中居快速发展水平。“片仔癀”国密系列产品在国内一二线市场百货店进入良性运作；“片仔癀”牙膏以其独特卖点和整合传播思路成为商超系统主力产品，大批量投放市场，形成新的增长点。“片仔癀”国药堂以片仔癀系列产品（包括贵细药材）作为经营重点，通过名老中医坐堂、中医保健理疗、差异化服务等特色经营措施，打造品牌连锁药店。

表 2：上半年片仔癀系列产品与片仔癀化妆品、日化品业务营业收入同比均有较大增长

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率 (%)	营业收入比上年 同期增减 (%)	营业成本比上年 同期增减 (%)	营业利润率比上年 同期增减 (%)
分行业						
制药行业	286,741,340.06	91,062,765.48	68.24	39.8	45.81	减少 1.31 个百分点
医药流通	239,935,823.82	226,835,909.53	5.46	7.66	7.1	增加 0.49 个百分点
化妆品、护肤品	28,473,439.15	11,033,747.70	61.25	85.18	84.68	增加 0.11 个百分点
减：内部交易抵消	67,849,594.70	67,610,869.70				
合并抵消后	487,301,008.33	261,321,553.01				
分产品						
片仔癀系列	238,918,307.55	42,625,485.35	82.16	32.18	-0.13	增加 5.77 个百分点

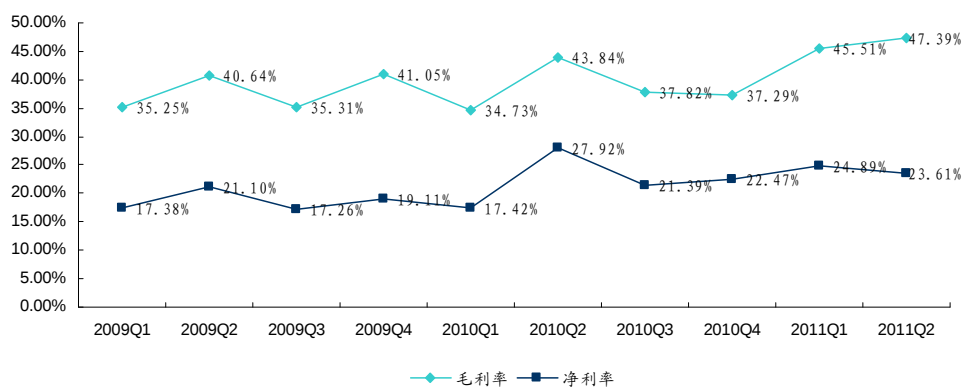
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3: 公司主营业务收入分行业构成情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 上半年公司毛利率和净利率稳步提高

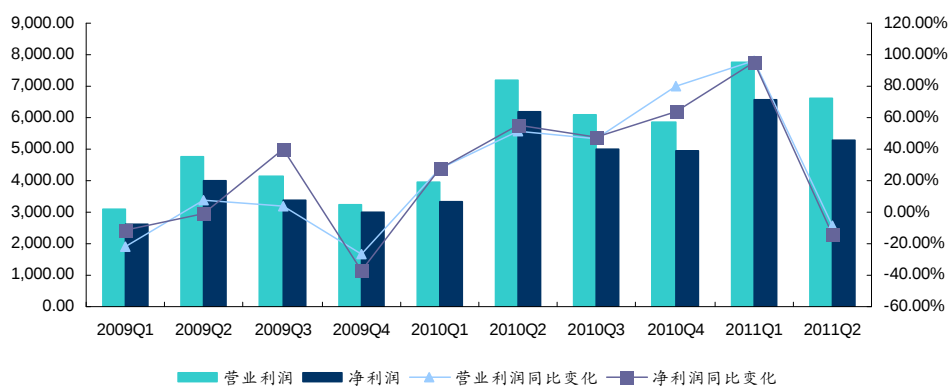


资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究部

报告期内公司营业利润为 14,344.91 万元, 同比提高 28.46%。其中二季度公司营业利润达到 6,595.90 万元, 较去年同期减少 8.53%, 环比下降 14.88%。

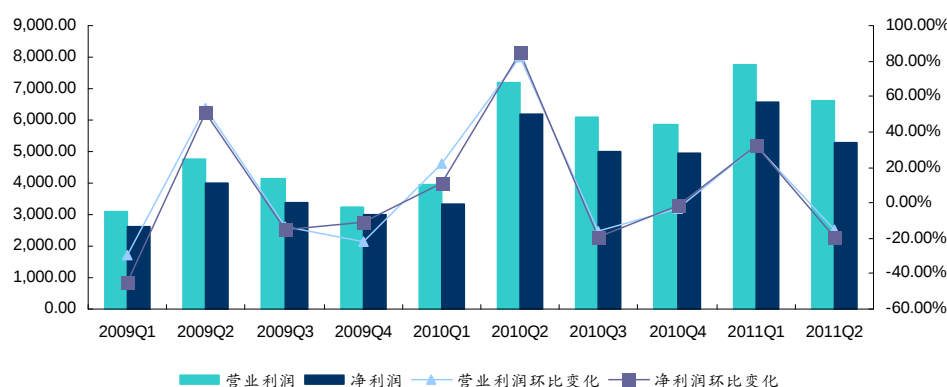
上半年公司实现净利润 11,842.94 万元, 较去年同期上升 24.24%。二季度净利润为 5,292.75 万元, 同比下降 14.39%, 环比一季度减少 19.20%。

图 5: 由于一季度营业利润和净利润同比增长速度很快, 二季度同比回落



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究部

图 6: 同样, 由于一季度业绩良好, 二季度营业利润和净利润环比有所下降



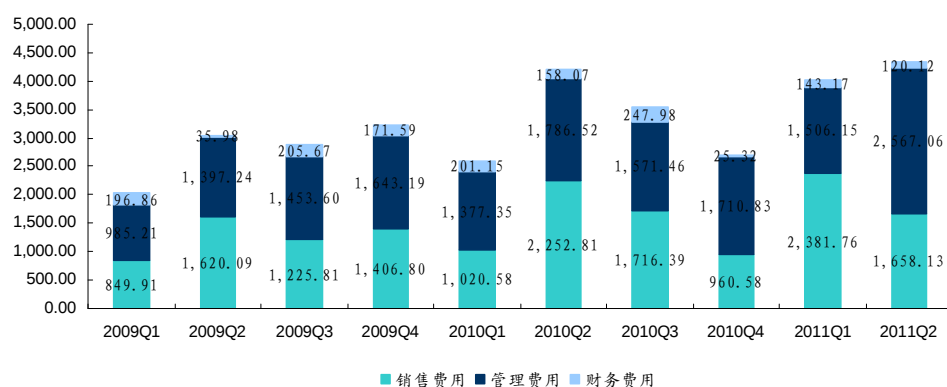
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究部

第三、上半年公司在片仔癀化妆品销售上支出较大, 取得了很好的效果

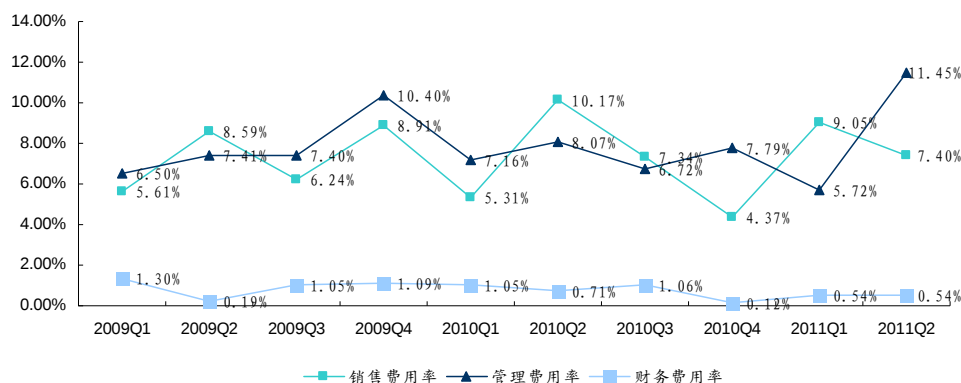
2011年上半年, 公司销售费用为 4,039.89 万元, 比上年同期 3,273.39 万元, 增加 766.50 万元, 同比增加 23.42%, 主要是由于其中子公司片仔癀化妆品实现 1,129.63 万元, 比上年同期 600.56 万元, 增加 529.08 万元, 增长 88.10%; 管理费用为 4,073.21 万元, 比上年同期 3,163.87 万元, 增加 909.34 万元, 同比增加 28.74%, 其中母公司本期管理费用 3,088.11 万元, 比上年同期 2,246.76 万元, 增加 841.35 万元, 增长 37.45%, 主要系职工薪酬增加 307.17 万元, 研发费用增加 224.79 万元, 预提捐资修璞山岩费用 300 万元; 财务费用为 263.29 万元, 同比减少 26.71%。

上半年公司销售费用率为 8.29%, 较去年同期上升 0.38 个百分点。管理费用率为 8.36%, 较去年同期上升 0.71 个百分点。财务费用率为 0.54%, 较去年同期减少 0.33 个百分点。总体期间费用率为 17.19%, 较去年同期上升 0.76 个百分点。

图 7: 期间费用情况



资料来源: wind, 公司公告, 长江证券研究部

图 8：期间费率情况


资料来源：wind，公司公告，长江证券研究部

第四、加大营销网络资源整合，提升品牌经济附加值，调整产品结构，降低产品成本

公司通过加大营销网络资源整合，提升品牌经济附加值等竞争优势，调整产品结构，降低生产成本，降低该风险的影响。随着资源类地产药材的价格上升，产品成本已明显呈现上升趋势。公司将通过加强片仔癀品牌建设，提高员工素质，开展节能降耗，提高劳动生产效率，降低产品成本。

第五、继续推进品牌战略与差异化营销战略，使“片仔癀”更辉煌

公司在未来将继续推进品牌战略与差异化营销战略，加大特色中成药产品及化妆品药妆系列、日用品系列的推广宣传，加快营销网点建设，同时抓公立医院改革契机，扩大医药配送市场份额。公司将继续推进产品功能性、新适应性研究开发及科研新成果产研转化进度，逐步实现金糖宁、心舒宝及公司保肝护肝等特色产品产业化，逐步实现规模效益。同时公司将加大市场调研和打假力度，逐步建立供应商、客户双向战略联盟。公司还将实施人才储备人力资源管理战略，完善薪酬激励机制，加大储备、培养研发人员、营销人员、管理人员产业技术工人等专业人才，为公司发展战略提供人才保证。

随着麝香资源的日益紧缺，公司已逐步加大在人工养麝、活体取香、麝类种群繁殖、疾病控制等研究项目的投入，并投入资金参与野生麝保护和恢复，逐步建立麝香药材基地。公司累计投资1,000多万元用于合作设立人工养麝基地。公司对麝资源保护和恢复的投入的不断加大，“片仔癀”的可持续生产经营将逐步得到资源的保证。

第六、预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.69、2.01、2.34 元，给予“谨慎推荐”评级

公司在加大“片仔癀”二次开发力度上，充分利用品牌效应，重点发展主营产品，提升自主创新能力，实施品牌带动战略，通过管理机制创新、市场营销创新、产品与技术创新、企业文化创新等措施，得以使“片仔癀”品牌持续辉煌。我们预计公司2011-2013年EPS分别为1.69、2.01、2.34元，对应8月23日收盘价68.86元的PE分别为41、34、29倍，公司估值较为合理，我们给予公司“谨慎推荐”评级。

第七、风险提示

关键原材料麝香成本大幅上升风险；主打品种单一风险；化妆品、日化品业务的不确定性风险。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	867	1109	1291	1501	货币资金	228	269	491	744
营业成本	533	643	752	875	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	334	466	539	626	应收账款	124	160	186	216
% 营业收入	38.5%	42.0%	41.8%	41.7%	存货	336	406	474	552
营业税金及附加	8	10	12	14	预付账款	24	28	33	39
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	60	83	93	108	流动资产合计	722	876	1200	1569
% 营业收入	6.9%	7.5%	7.2%	7.2%	可供出售金融资产	394	394	394	394
管理费用	64	87	97	113	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.4%	7.8%	7.5%	7.5%	长期股权投资	51	51	51	51
财务费用	6	3	0	-1	投资性房地产	25	25	25	25
% 营业收入	0.7%	0.3%	0.0%	0.0%	固定资产合计	180	185	196	212
资产减值损失	-30	2	1	1	无形资产	52	52	51	51
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	6	0	0	0	递延所得税资产	7	0	0	0
营业利润	231	281	336	391	其他非流动资产	15	29	44	58
% 营业收入	26.6%	25.4%	26.0%	26.0%	资产总计	1447	1613	1962	2361
营业外收支	1	1	1	1	短期贷款	88	0	0	0
利润总额	232	283	337	392	应付款项	97	117	136	159
% 营业收入	26.8%	25.5%	26.1%	26.1%	预收账款	17	21	25	29
所得税费用	38	46	55	63	应付职工薪酬	10	13	15	17
净利润	195	237	283	328	应交税费	19	23	27	32
归属于母公司所有者					其他流动负债	18	22	26	30
的净利润	194.1	236.3	281.9	327.6	流动负债合计	249	196	229	266
少数股东损益	1	1	1	1	长期借款	30	30	30	30
EPS（元/股）	1.39	1.69	2.01	2.34	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	51	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	33	66	100	133
经营活动现金流净额	205	152	251	288	负债合计	363	292	359	429
取得投资收益	1	0	0	0	归属于母公司	1050	1286	1568	1895
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	34	35	36	36
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1084	1321	1603	1932
固定资产投资	-39	-21	-28	-35	负债及股东权益	1447	1613	1962	2361
其他	14	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-25	-21	-28	-35		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.387	1.688	2.014	2.340
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.50	9.18	3.86	4.67
银行贷款增加（减少）	-114	-88	0	0	PE	49.66	40.80	34.19	29.43
筹资成本	78	-3	0	1	PEG	2.61	2.14	1.79	1.54
其他	-155	0	0	0	PB	9.19	7.50	17.83	14.75
筹资活动现金流净额	-192	-90	0	1	EV/EBITDA	37.37	31.27	25.93	21.81
现金净流量	-11	41	222	253	ROE	18.5%	18.4%	18.0%	17.3%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。