

品牌中药的稀缺品、奢侈品，价量齐升

投资要点

- **核心逻辑。显著的价格量齐升：**1) 提价。天然麝香、牛黄等为稀缺性中药材，且其价格逐步上升；相对于其它品牌中药阿胶等提价幅度小；片仔癀为全国唯一、竞争格局好，估计十三五内终端价翻倍概率大；2) 放量。采用轻资产体验店等模式使其产品从福建、华南逐步走向华中、华北乃至全国；3) 2016 年年报中原材料约 7.4 亿，天然麝香储备充足，公司长期发展无忧。
- **专注于肝病领域的品牌中药、消费升级拓展保肝领域，疗效确切+消费升级推动其销售持续增长。**我国为肝病大国，以具有传染性的病毒性肝炎乙肝为主。但近年来随着人们生活水平提高，脂肪肝和酒精肝的发病人数快速增长，且发病年龄呈现年轻化的趋势。随着消费水平升级，患者和携带者对护肝药品和保健品的需求增加，估计整个肝病药物市场空间可能在 3000 亿以上。在城镇及农村居民人均纯收入都呈快速增长趋势，2015 年分别为 3.2 万 (+8%) 和 1.1 万 (+9%)，消费升级趋势明显。
- **稀缺品、奢侈品等稀缺产品属性，估计片仔癀终端价十三五内可能翻倍。**麝为我国一级保护动物，国家天然麝香严格控制。目前全国天然麝香产量约 500Kg/年 (包括人工养殖麝香产量约 150Kg/年)，行业需求量在 1000Kg 以上/年，且林业总局在 2016 年又批准了 4 家公司 7 个品种可以使用天然麝香，故当前天然麝香需求竞争格局加剧。2016 年公司商品库存增加约 134%，原材料库存上升约 5.3%，且预计公司 2016 年片仔癀系列销量增长超过 10%。可见公司当前天然麝香等原材料储备丰富，能支撑其长期成长。但由于天然麝香行业供需关系紧张，故判断片仔癀系列产品由于原材料导致终端价上涨预期强烈。
- **轻资产体验店等模式使片仔癀产品从福建、华南逐步走向华中、华北乃至全国。**管理层战略清晰、由原来坐商制变革为主动营销。a、强化建设片仔癀体验店 (当前 80+ 个、目标建近 300 个) 建设，将大幅提升自营收入比例至 20%-30%，预计将促进产品销量稳定增长；b、加强对于销售人员的激励，对经销商政策更加宽松，以促进产品销售。此外公司积极发展日化衍生品业务，在日化方面牵手上海家化，加大牙膏推广力度；与银之杰合作 (高端客户)、发展电商销售平台等都将补充公司销售能力。
- **盈利预测与投资建议。**预测公司 2017-2019 年净利润复合增速为 32%。西南医药观点：公司变化大，价量齐升。2017 年-2019 年其价量齐升将充分体现，业绩增速加快；新管理层重视体验店终端建设，片仔癀逐步走向全国；稀缺产品属性，决定提价空间。综合考虑给其目标股价 73 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、大健康布局低于预期风险、产品提价对业绩的影响或低于预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2308.95	3591.60	4408.93	5420.33
增长率	22.45%	55.55%	22.76%	22.94%
归属母公司净利润 (百万元)	536.13	737.27	972.67	1248.34
增长率	14.88%	37.52%	31.93%	28.34%
每股收益 EPS (元)	0.89	1.22	1.61	2.07
净资产收益率 ROE	13.51%	16.77%	18.96%	20.60%
PE	60	44	33	26
PB	8.58	7.74	6.63	5.61

数据来源: Wind, 西南证券

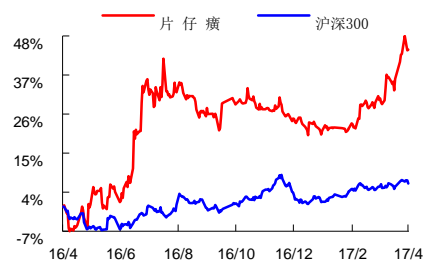
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
执业证号: S1250515090002
电话: 023-67898264
邮箱: hzli@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.03
流通 A 股(亿股)	6.03
52 周内股价区间(元)	36.78-58.97
总市值(亿元)	321.63
总资产(亿元)	50.46
每股净资产(元)	6.17

相关研究

1. 片仔癀(600436): 片仔癀系列价量齐升, 业绩增速超预期 (2017-04-13)
2. 片仔癀(600436): 量价齐升致业绩超预期, 药中“茅台” (2017-04-04)
3. 片仔癀(600436): 单季度业绩增速超预期, 提价影响逐渐显现 (2016-10-30)
4. 片仔癀(600436): 销售投入加大, 主导产品持续增长 (2016-07-31)
5. 片仔癀(600436): 产品提价超预期, 利好全年业绩 (2016-06-28)

投资要件

关键假设

- 1、天然麝香供应充足；
- 2、片仔癀系列销量年增长约为 10%，年提价幅度约为 15%；
- 3、2020 年前体验店数量扩展到 300 家左右。

不同于市场的观点

市场认为公司估值偏高，我们认为应该从历史估值角度及其变化导致未来成长性加快，目前估值仍在过去 10 年估值中枢下方，但随业绩增长加快、目前估值将继续下降。公司近 10 年估值中枢为 54 倍、估值上限 79 倍，2017 年估值相对于估值中枢被低估近 25%。尽管与可比公司云南白药、东阿阿胶等行业龙头企业相比估值偏高，但我们认为：其产品的独特性、稀缺性及其发展阶段特殊性，理应享受高估值。

市场认为麝香瓶颈可能会影响企业长期成长，但我们认为麝香行业供给虽然紧张，但是行业内部仍有分化，特别是龙头公司储备丰富。我们认为对于公司来说麝香供给是安全的，理由如下：1) 库存充分。在 2016 年片仔癀系列超过 10% 销量增长、以及商品库存增加约 134% 的背景下，原材料库存上升约 5.3%。可见公司当前麝香等原材料储备丰富。且前期募集资金也将部分用于原材料采购，判断其天然麝香储备还将继续增加；2) 行业有改善。人工养麝数量逐渐上升。根据中国知网与陕西省林业局数据，2011 年养麝数量不到 1 万头，而 2017 年最新数据已经达到 2 万头，7 年时间内养麝数量实现了翻倍，有效缓解了行业需求压力；3) 公司养麝有储备。公司在四川及陕西建有养麝基地，数量超过 1500 头，将补充其天然麝香供给。

股价上涨的催化因素

产品销量超预期，核心产品提价，国企改革进度加快。

估值和目标价格

我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.22 元、1.61 元、2.07 元，对应市盈率分别为 44 倍、33 倍、26 倍。从绝对估值看公司每股内在价值约 29.53 元，我们认为绝对估值不能反映公司加速成长的预期，故建议同时考虑按照相对估值，参考可比公司情况以及业务拆分估值等来进行，综合考虑，我们给予公司目标股价约为 73 元/股，维持“买入”评级。

投资风险

原材料价格上涨风险、大健康布局低于预期风险、产品提价对业绩的影响或低于预期。

目录

1 公司概况：品牌中药的稀缺品、奢侈品	1
1.1 量价齐升趋势明显，母公司净利润率向好	1
1.2 天然麝香为稀缺资源，公司产品具备天然涨价基因.....	4
2 肝病药物市场空间超过千亿，增长潜力巨大	8
2.1 我国肝病疾病负担在全球排名首位	8
2.2 疗效确切+消费升级推动片仔癀销售持续增长	9
3 品牌价值延伸，拓展衍生品业务	11
4 盈利预测	14
5 估值分析	15
5.1 绝对估值	15
5.2 相对估值	16
6 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 2012-2017Q1 公司营业收入增长趋势.....	2
图 3: 2012-2017Q1 公司归母净利润增长趋势.....	2
图 4: 公司收入结构变化趋势.....	3
图 5: 公司毛利结构变化趋势.....	3
图 6: 公司期间费率变化趋势.....	3
图 7: 公司产品毛利率、净利率变化趋势.....	3
图 8: 公司历次价格调整幅度(按照公告时间, 单位: 元).....	5
图 9: 阿胶历史提价情况(单位: 元).....	5
图 10: 东阿阿胶净利润增长情况(单位: 亿元).....	5
图 11: 公司原材料库存及商品库存(单位: 亿元).....	5
图 12: 每年各类肝炎患者新增人数(单位: 人).....	8
图 13: 每年肝炎新增感染人数居传染病第一位(万人).....	8
图 14: 肝病药物市场销售额(亿元).....	8
图 15: 影响我国肝病药物市场的因素.....	8
图 16: 片仔癀系列产品销售收入增长趋势(参考母公司).....	9
图 17: 片仔癀系列产品的盈利能力持续提升(参考母公司).....	9
图 18: 我国城镇居民每年人均可支配收入增长趋势(元).....	10
图 19: 我国农村居民每年人均纯收入增长趋势(元).....	10
图 20: 我国农村居民消费性支出结构变化.....	10
图 21: 我国保健品市场规模增长趋势.....	10
图 22: 云南白药健康产品子公司收入及增速.....	11
图 23: 云南白药健康产品子公司利润及增速.....	11
图 24: 片仔癀日用品/化妆品收入及增速.....	12
图 25: 片仔癀日用品/化妆品毛利率.....	12
图 26: 片仔癀化妆品子公司收入及增速.....	12
图 27: 片仔癀化妆品子公司利润及增速.....	12
图 28: 中国牙膏市场规模及增速.....	13
图 29: 中国牙膏市场消费逐渐高端化.....	13
图 30: 云南白药牙膏系列收入及增速.....	13
图 31: 公司历史估值情况(按年划分).....	16
图 32: 公司 PE-Band.....	16

表 目 录

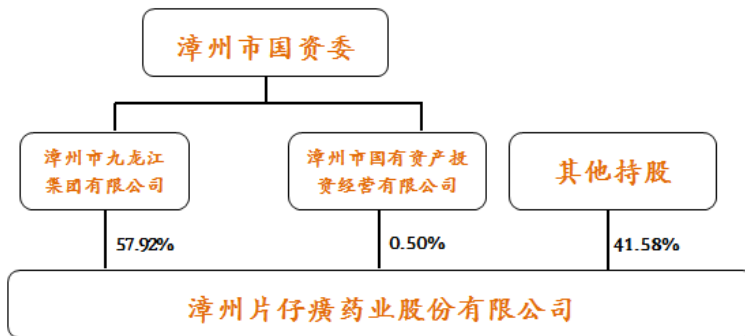
表 1: 公司核心产品情况	1
表 2: 允许使用天然麝香的药品	4
表 3: 历次提价对收入及净利润的影响	5
表 4: 产品提价及销量增长对 2017 年净利润弹性影响 (单位: 亿元)	6
表 5: 片仔癀系列提价测算 (假设其每年销量增速为 10%, 提价幅度为 15%)	6
表 6: 天然麝香库存安全性预测 (假设 2017 年后库存量不增长, 单位: Kg)	7
表 7: 国内部分中药类上市公司进军化妆品/日化领域案例	11
表 8: 与其他企业成立合资子公司情况	13
表 9: 公司主营业务收入分拆与预测	14
表 10: 绝对估值假设条件	15
表 11: FCFE 估值结果	15
表 12: FCFE 估值敏感性分析	15
表 13: 可比公司估值情况	16
附表: 财务预测与估值	18

1 公司概况：品牌中药的稀缺品、奢侈品

1.1 量价齐升趋势明显，母公司净利润率向好

公司为国家高新技术企业、中华老字号企业，其独家产品片仔癀为国家级中药保护品种。主营产品包括片仔癀、片仔癀胶囊、复方片仔癀软膏等中成药产品，近年来公司以传统中药生产为龙头，以保健食品、保健食品、功能饮料和特色功效化妆品、日化产品为两翼来推动企业转型升级。漳州市国资委为公司实际控制人，通过漳州市九龙江集团有限公司和漳州市国有资产投资经营有限公司合计持有 58.42% 的股权。从参控股公司角度来看，主要分为如下部分：母公司主要是片仔癀系列产品和部分其他普药产品；子公司化妆品公司主要是日化产品生产与销售；子公司片仔癀医药主要是进行药品流通业务，此外公司还参股了福建同春占 24% 股权比例。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

片仔癀源于明朝宫廷，距今已有 500 多年历史。其具有消炎、解毒、镇痛等显著疗效及保健功能，特别是在保肝护肝、消除无名肿毒等领域有独特的功效。目前公司主打品种有片仔癀锭剂、胶囊剂、软膏剂以及日化系列等。

表 1：公司核心产品情况

产品名	图样	功能	规格及其他
片仔癀锭剂		用于热毒血瘀所致急性病毒性肝炎，痈疽疔疮，无名肿毒，跌打损伤及各种炎症。保存时间久。	每粒重 3 克 (每盒 10 锭)
片仔癀胶囊		用于热毒血瘀所致急性病毒性肝炎，痈疽疔疮，无名肿毒，跌打损伤及各种炎症。服用方便。	每粒装 0.3 克 (新包装为 12 粒装)
片仔癀软膏		用于带状疱疹、单纯疱疹、脓疱疮、毛囊炎、痤疮	每支装 10 克

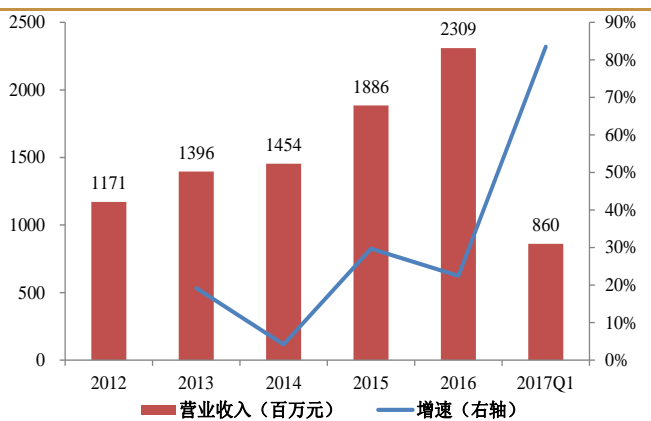
产品名	图样	功能	规格及其他
片仔癀珍珠膏系列		匀亮肤色，改善暗黄，令肌肤尽显澄净清澈的健康状态	——
片仔癀牙膏系列		清火消炎，消除异味、肿胀、出血、溃疡等	——

数据来源：公司官网、西南证券整理

在新管理层从 2014 年到任以来，公司力推产品创新、资本创新、营销创新等，目标为建设以传统中药生产为龙头，以保健药品、保健食品、功能饮料和特色功效化妆品、日化产品为两翼，以药品流通、电子商务为补充的大健康产业集团。1) 在产品推广方面，加快片仔癀体验馆建设布局。截至目前已开设 80 多家，预计体验店数量在其任期内将达到 300 家以上；2) 将片仔癀中医药文化与消费者营销结合，通过文化营销及价值回归推动产品收入增长；3) 加大对销售人员的激励，对于经销商政策更加宽松以推动产品销售增长。

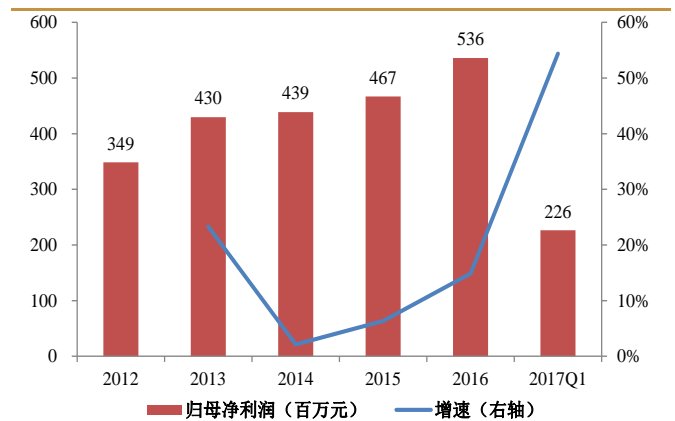
在 2012-2016 年期间，公司收入和归母净利润复合增速分别为 18%和 11%，保持稳健增长。2016 年公司实现收入 23.1 亿 (+22%) 和归母净利润 5.4 亿 (+15%)。2015 年以来公司不断拓展销售模式，已经消除三公消费限制对于产品销售影响。公司收入和利润增速明显回升，2017Q1 实现收入 8.6 亿 (+84%) 和归母净利润 2.3 亿 (+54%)，主要是受益于片仔癀量价齐升。预计 2017-2019 年收入增速将维持在 20%-25%，净利润增速或超 30%。

图 2：2012-2017Q1 公司营业收入增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

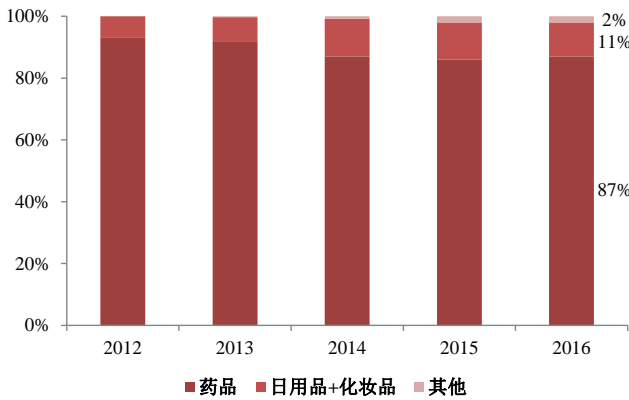
图 3：2012-2017Q1 公司归母净利润增长趋势



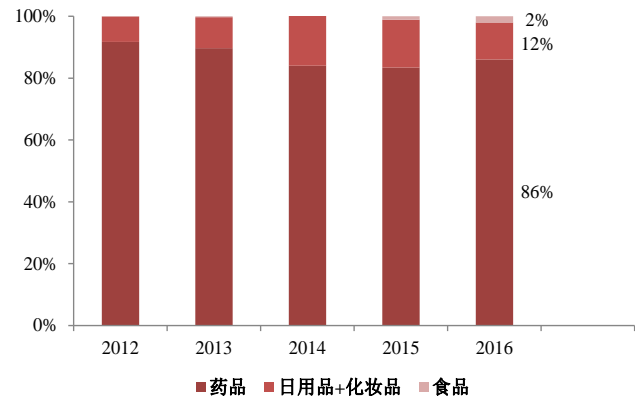
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主要业务为药品生产及销售，此外还在积极打造健康产业，逐渐向保健药品、保健食品、化妆品和日化产品等领域延伸。在 2016 年药品板块收入占比和毛利占比分别为 87%和 83%，日化业务快速发展其收入和毛利占比已超过 10%。公司 2016 年营业收入约为 23.1 亿元，同比增长约 22.5%，且 2017Q1 收入同比增长超过 80%，主要原因为片仔癀系列药品量价齐升，且新增厦门宏仁并表所致。其中 2016 年医药、日化板块收入分别约为 20.2 亿元、2.6 亿元，同比增速分别约为 24%、12%。公司母公司收入约为 11 亿元，同比增长约为 23.7%。

由于公司在 2016 年 6 月 29 日公告提价并即日开始执行，故判断 2016 年 7-12 月价格影响因素逐渐体现；公司在 2016 年的出厂价提升幅度约 6%，同时结合 2016H2、2017Q1 母公司收入增速分别约为 23%、35%，故判断片仔癀系列产品表现为量价齐升。

图 4：公司收入结构变化趋势


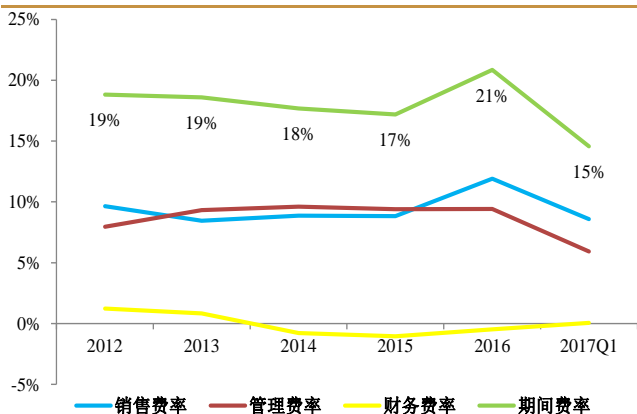
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司毛利结构变化趋势


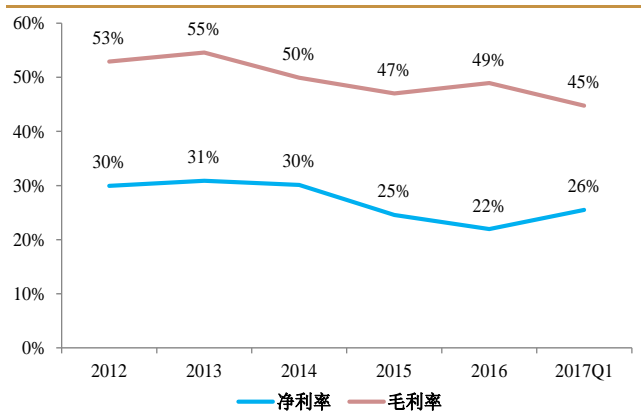
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 2016 年扣非净利润约为 5.2 亿元，同比增长约 13.7%，净利润增速低于收入增速约 8.8 个百分点。主要原因为受宣传及促销投入增加，薪酬和研发投入加大等影响导致期间费用上升，具体为销售费用、管理费用同比增长约 65%、23%，均快于收入增速。2017Q1 扣非净利润约为 2.2 亿元，同比增长约为 53.4%。除受到收入持续增长因素影响外，期间费用率改善导致其增速加快。其中销售费用率、管理费用率分别约为 8.6%、5.9%，同比下降约 3.2 个百分点、2.3 个百分点。考虑季节因素影响结合 2016Q4 与 2017Q1 考虑，公司期间费用率整体为平稳上升，符合加大产品销售投入逻辑且对费用控制较好。

近年来公司期间费率控制较好，但 2016 年由于销售推广力度加大带来销售费用大幅度提升，导致期间费率提升至 19%。随着期间费率会恢复到正常水平，且 2017Q1 期间费率回落到 15%，公司净利率提升至 26%。

图 6：公司期间费率变化趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司产品毛利率、净利率变化趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

由于提价及成本控制等因素影响，公司毛利率整体呈现回升趋势。2016 年药品板块毛利率为 48%，日化毛利率为 51%，食品毛利率为 44%。如果从母公司角度看，2016 年和 2017Q1 毛利率约为 81%、82.5%，分别同比上升约 3 个百分点、1.6 个百分点。可见公司受益于提价等因素，毛利率呈现上升趋势明显。

我们认为：公司从 2015 年起业绩逐渐反转，现在已进入快速增长期。主要原因如下：1) 公司加强与知名连锁合作，推进体验馆（已有 80 余家，计划在 2020 年到达 300 家以上。估算目前体验馆贡献收入约 2 亿元，3 年内该渠道收入规模预计超过 6 亿元）、国药堂、药品专柜等模式，积极探索“互联网+”；2) 新董事长领导班子上任以来推进各环节改革，对公司长期战略发展作出规划，目前处于具体落实阶段。预计 2017 年-2019 年其业绩很可能将加速增长，其举措将得到充分体现。

1.2 天然麝香为稀缺资源，公司产品具备天然涨价基因

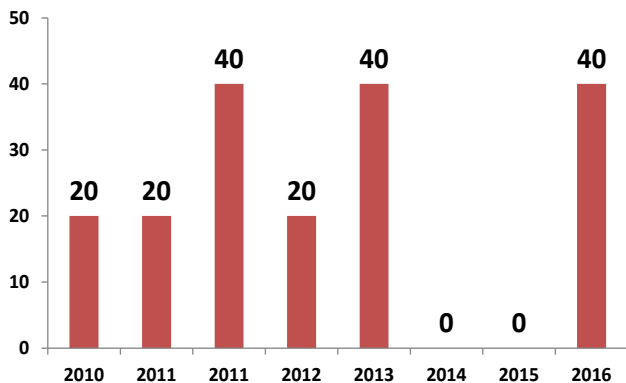
片仔癀中的天然麝香为主要成分。麝香为雄麝麝香腺的分泌物，是中医药领域的传统名贵药材。按照其来源可以分为天然麝香（杀麝取香、人工养麝活体取香）和人工麝香两种。天然麝香成分比较复杂，有 8 种以上的抗炎蛋白，且与人工麝香在标记成分麝香酮上也有结构区别。由于麝为我国一级保护动物，目前全国总麝数量不到 10 万头。所以天然麝香严格限定于特效药、关键药等重点成品种类和重点医院有条件使用，四川养麝研究院估计我国每年对天然麝香的需求量在 1000kg 以上，乐观估计假设按照 5 万头*10g/头=500Kg，仍存在着 400kg 的供需缺口。由于缺口很大所以国家对天然麝香进行配额管理；而人工麝香是订单式的化学合成生产，估计其年需求量 10 吨以上。

表 2：允许使用天然麝香的药品

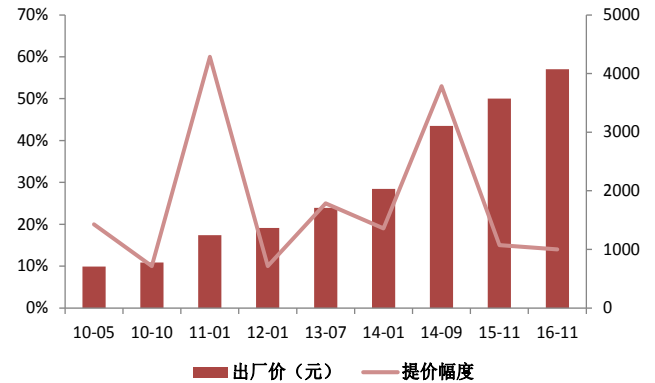
序号	药品名称	生产企业
1	安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、局方至宝丸	北京同仁堂集团公司
2	六神丸	上海雷允上药业有限公司
3	六神丸	苏州雷允上药业有限公司
4	八宝丹	厦门中药厂有限公司
5	片仔癀	漳州片仔癀药业股份有限公司
6	醒脑静注射液	无锡山禾药业股份有限公司
7	麝珠明目滴眼液	福建麝珠明眼药股份有限公司
8	西黄丸	北京同仁堂科技发展有限公司
9	安宫牛黄丸、牛黄清心丸、西黄丸	山西广誉远国药有限公司
10	小金丸	成都永康制药有限公司
11	安宫牛黄丸、西黄丸	龙晖药业有限公司
12	安宫牛黄丸、牛黄清心丸	南京同仁堂药业有限公司

数据来源：西南证券整理，注：标红部分为 2016 年新批允许使用天然麝香的药品

在麝养殖领域，林麝为主要养殖种类约占市场份额约 80% 以上，其余如原麝、马麝等占比不到 20%。截止 2017 年 2 月，陕西省宝鸡市凤县林麝存栏量达到 9600 多头，占全国林麝人工养殖量 50% 以上。我们估算全国林麝人工圈养数量约为 2 万头，如假设雌雄比例为 1:1，且每头雄麝采香约为 12g，则全国人工养殖取香量约为 12g*2 万头*50%=120Kg。如果算上原麝、马麝等品种采香，估计全国人工养殖麝香产量在 150Kg 左右/年。

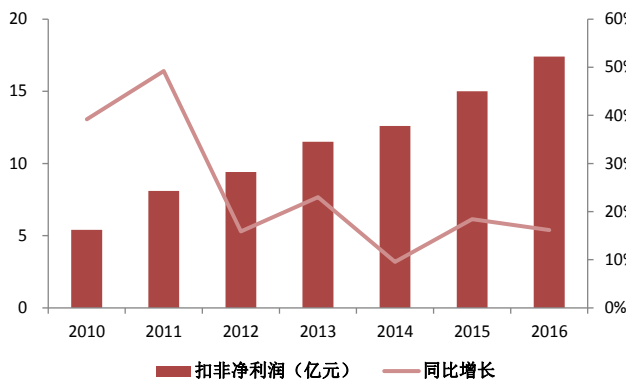
图 8: 公司历次价格调整幅度 (按照公告时间, 单位: 元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

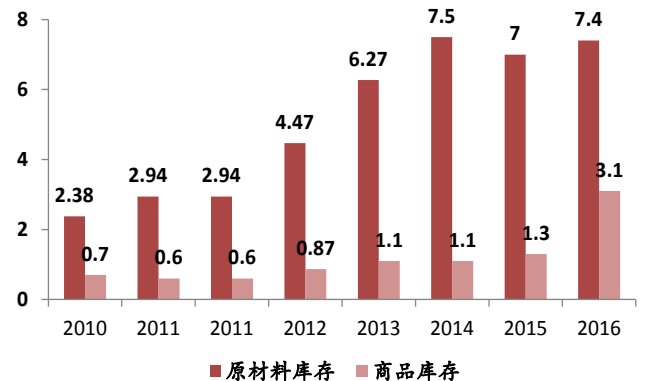
图 9: 阿胶历史提价情况 (单位: 元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

由于林业总局在 2016 年又批准了 4 家公司 7 个品种可以使用天然麝香, 行业竞争格局日益激烈, 原材料价格上涨势必拉动产品价格持续上升。从 2010 年至今公司公告总共提价仅 6 次, 片仔癀锭剂目前市场价格约 500 元/锭, 累计提价幅度约为 56%。同期受制于驴皮资源瓶颈的东阿阿胶价格则从 700 元/Kg 附近提升到 4000 元/Kg 附近, 几近提升 5 倍以上。价值回归给阿胶也带来了市值与利润增长, 从 2010 年-2016 年东阿阿胶净利润复合增速约为 24%, 市值增长约 3 倍。片仔癀在经过 2014-2015 年两年提价真空期后, 也于 2016 年终端价提价 40 元再度开始产品价值回归。

图 10: 东阿阿胶净利润增长情况 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 11: 公司原材料库存及商品库存 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

且从片仔癀历史提价来看, 每次提价对公司业绩增长影响大。主要原因为麝香中药材稀缺及产品的唯一性。且从 2016 年年报及 2017Q1 财报数据来看, 最新提价未导致出现销量下滑, 在销售努力下整体表现为量价齐升。

表 3: 历次提价对收入及净利润的影响

年份	提价金额	收入增长 (万元)	收入同比增速	净利润增长 (万元)
2010	20 元	8771	32%	7500
2011	分别提价 20 元、40 元, 国外提价 3.5 美元	11145	30%	9500
2012	国内提价 20 元, 国外提价 6 美元	12478	26%	10500
2013	国内提价 40 元, 国外提价 6 美元	14350	24%	12000

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

如从原材料库存角度来看,公司2016年原材料存货约为7.3亿元。在2012-2013年原材料储备速度加快,增速分别约为52%、40%。由于公司2016年片仔癀系列收入估计约为9-10亿元,增速超过15%,而同期原材料库存上升约5.3%,商品库存增加约134%,因此每年外购麝香很大程度上满足当年产品的销售。但由于原材料天然麝香的稀缺性,终端产品在短时间内仍将存在大幅提价预期。

针对提价对于公司收入及净利润弹性测算我们做如下假设:1)按照360元作为2016年假设的出厂价格来估算(则换算为锭剂量约为308万锭);2)按照每年提价15%,提价后即执行新价格;3)量价齐升仍会持续。基于此我们对于2017年提价弹性预判如下表:

表4: 产品提价及销量增长对2017年净利润弹性影响(单位:亿元)

销量 YOY \ 价格 YOY	5%	10%	15%	20%	25%	30%
5%	6.41	6.66	6.91	7.16	7.41	7.65
10%	6.76	7.03	7.29	7.56	7.83	8.09
15%	7.12	7.38	7.68	7.96	8.25	8.53
20%	7.47	7.78	8.07	8.37	8.67	8.97
25%	7.82	8.14	8.46	8.77	9.09	9.42
30%	8.18	8.51	8.84	9.18	9.51	9.84
50%	9.55	9.97	10.40	10.82	11.25	11.67
100%	13.08	13.68	14.27	14.86	15.46	16.05
200%	20.16	21.09	22.02	22.95	23.88	24.81

数据来源:西南证券测算。注:该数据为分析师自己合理测算,仅供参考

但从长期来看,我们认为对于公司来说天然麝香供给是安全的,理由如下:

- **库存充分。**首先从库存原材料变化角度看。在2016年片仔癀系列超过10%销量增长、商品库存增加约134%的背景下,原材料库存上升约5.3%。可见公司当前天然麝香等原材料储备丰富。公司在2016年年报中也公告其前期募集资金2.17亿元用于补充流动资金,主要用于购买原材料,预计天然麝香等储备还将继续增加;
- **行业人工养麝数量逐渐上升。**根据中国知网与陕西省林业局数据,2011年养麝数量不到1万头,而2017年2月最新数据已经达到2万头,7年时间内养麝数量实现了翻倍。我们判断人工养麝数量在麝香价格走高的背景下将快速增长,缓解行业资源瓶颈压力;
- **建有自己的养麝基地。**公司目前在四川、陕西建有养麝基地,目前规模约1500头,预计年产麝香约10kg,将缓解公司原材料压力。

表5: 片仔癀系列提价测算(假设其每年销量增速为10%,提价幅度为15%)

片仔癀药品系列	2015	2016	2017	2018	2019
收入(百万元)	790.02	950.10	1,201.88	1,520.37	1,923.27
yoy	68.40%	20.26%	26.50%	26.50%	26.50%
其中含税出厂价(元)	340.00	360.40	414.46	476.63	548.12
提价幅度(预测值)		6.00%	15.00%	15.00%	15.00%
不含税出厂价(元)	290.60	308.03	354.24	407.38	468.48

片仔癀药品系列	2015	2016	2017	2018	2019
换算为锭剂量 (万锭)	271.86	308.44	339.28	373.21	410.53
Yoy (预测值)		13.46%	10.00%	10.00%	10.00%
成本 (百万元)	160.00	160.00	193.60	234.26	283.45
其中每粒锭剂成本 (元)	58.85	51.87	57.06	62.77	69.04
上涨幅度 (预测值)			10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	79.75%	83.16%	83.89%	84.59%	85.26%

数据来源：公司公告、西南证券测算。注：各项指标为分析师自己预测，仅供参考

从原材料价值方面看，目前麝香市场价格约为 600-900 元/g（为调研数据，如按照麝香酮含量不同，价格也不同），并作如下系列假设：

- 假设存货原材料中麝香约占 60% 即 4.5 亿元左右（由于该部分未做披露，我们按照相对较为保守来估计），则库存麝香量约为 500-750Kg（均值为 625Kg）；
- 假设变更用途的募集资金中约 1.3 亿元（约占 60%）用于 2017 年天然麝香采购储备，则库存天然麝香新增约 144-216Kg（均值为 180Kg）；

我们保守估计公司在 2017 年可以预见的天然麝香储备应该在 644Kg-966Kg（均值为 815Kg）。如果销量按照 2016 年约 308 万锭计算，假设每粒片仔癀中麝香含量为 0.09g，则 2016 年麝香需求量约为 0.09g/锭*308 万锭=277Kg。我们保守估计在 2017 年后公司的天然麝香库存量不增长，且每年片仔癀系列药品不会出现提价后销量下滑情况，销量按照年复合增长 10% 估算，来测算公司天然麝香的库存安全性，具体见下表：

表 6：天然麝香库存安全性预测（假设 2017 年后库存量不增长，单位：Kg）

	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
期初存货	583	815	787	757	693	592	451	265
消耗	277	305	335	369	406	446	491	540
销量增长		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
消耗增长		28	30	64	101	141	186	235
期末存货	625	787	757	693	592	451	265	29

数据来源：西南证券测算。注：各项数据为分析师自己测算，仅供参考

我们认为：从目前情况来看，销量增长未出现原材料金额下降，且其储备及自建养麝基地，以及行业供给逐渐改善，故判断天然麝香不是企业的发展瓶颈，公司具有长期成长逻辑。

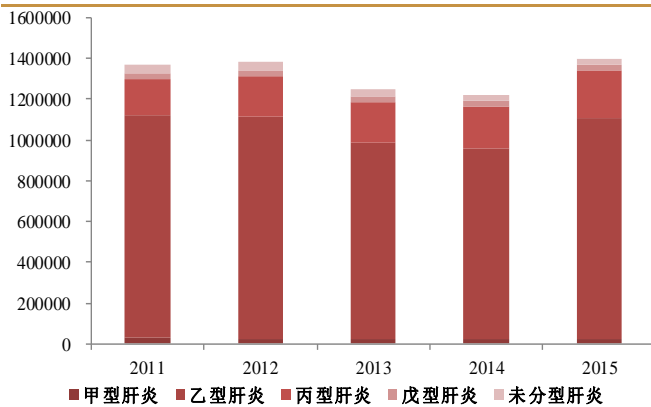
2 肝病药物市场空间超过千亿，增长潜力巨大

2.1 我国肝病疾病负担在全球排名首位

肝病是指发生在肝脏的病变，为常见的危害性极大疾病。如果按照发病机理可以分为病毒性肝病和非病毒性肝病，其中病毒性肝病具有传染性，长期发展还会导致肝硬化、肝癌等并发症。非病毒性肝病主要为酒精性肝病和脂肪性肝病等。我国是全球肝病大国，以具有传染性的病毒性肝炎为主。

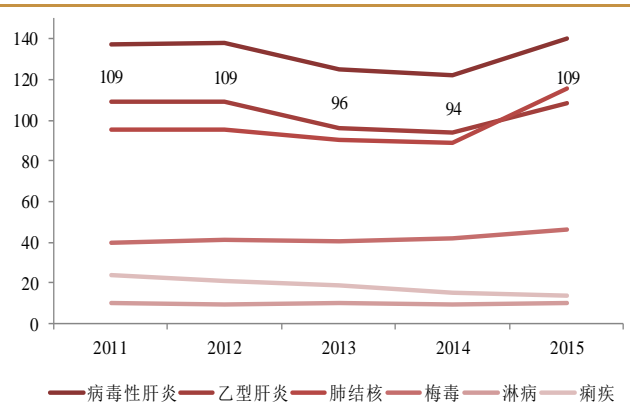
近年来随着人们生活水平提高，脂肪肝和酒精肝的发病人数快速增长，且发病年龄呈现年轻化的趋势。而且肝病均为慢性病，导致我国肝病患者人群和疾病负担都在持续增长。据卫计委数据统计，2015年我国乙肝病毒的携带者人数约9000万人，其中慢性乙肝患者为2800万人，30%的慢性乙肝患者会出现危及生命的严重并发症，如肝硬化和肝癌等。

图 12：每年各类肝炎患者新增人数（单位：人）



数据来源：卫计委，西南证券整理

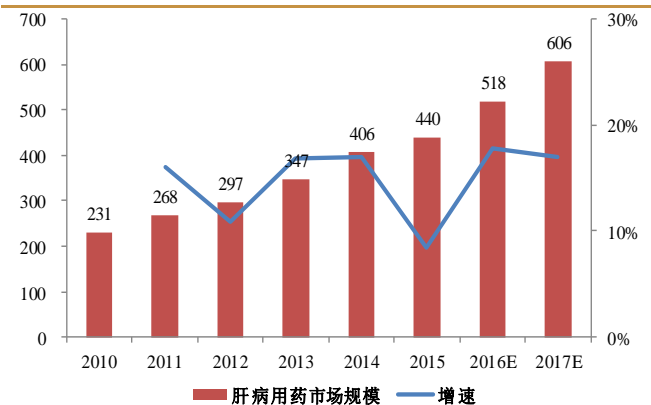
图 13：每年肝炎新增感染人数居传染病第一位（万人）



数据来源：卫计委，西南证券整理

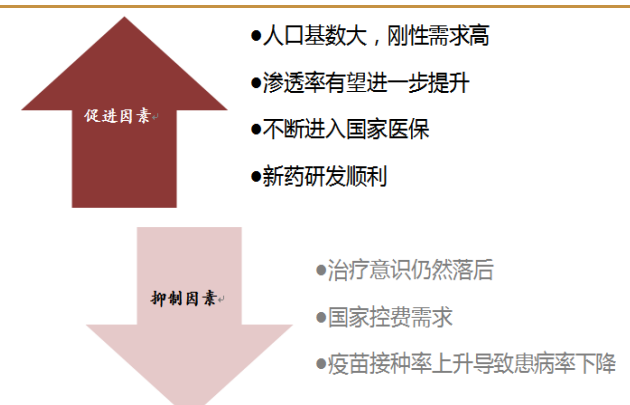
在2010-2015年期间，我国肝病药市场保持稳定增长，2015年的销售额较2014年增加了33.73亿元，达到了440.30亿元，同比增长8.3%，高于整个药品市场7.6%的增速。其中医院市场是肝病药物销售的主要渠道，市场份额占比86.10%。销售额已由2010年的184.74亿元增至2015年的379.10亿元，在2010-2015年的复合增长率达到了28%。

图 14：肝病药物市场销售额（亿元）



数据来源：南方所，西南证券整理

图 15：影响我国肝病药物市场的因素



数据来源：广生堂公告，西南证券整理

未来几年,随着经济的发展和社会的进步,人们生活水平的不断提高和健康观念的增强,尤其是具有自主知识产权的肝病用药的陆续推出,肝病用药市场将继续保持快速增长态势。预计到 2020 年我国肝病用药医院市场销售额将达到 780 亿元。

以乙肝为例,2014 年病毒性肝炎患者人均医药费用达到 7747.9 元,药费占比 58.4%。我国慢性乙肝病毒携带者人数占全世界的 34%左右,达 9000 万以上,其中 2800 万乙肝患者需要治疗。根据广东岭南肝病研究所调查显示,2014 年农村地区接受抗病毒治疗的人数仅占 15%,而大城市接受抗病毒治疗的人数占到 60%。**如肝病治疗渗透率达到 100%,预测乙肝药品理论市场空间为=7747.9 元* 58.4%*2800 万=1266.9 亿元。考虑到随着消费水平提升,患者和携带者对护肝药品和保健品的需求增加,估计乙肝药物市场空间不低于 1500 亿元。**

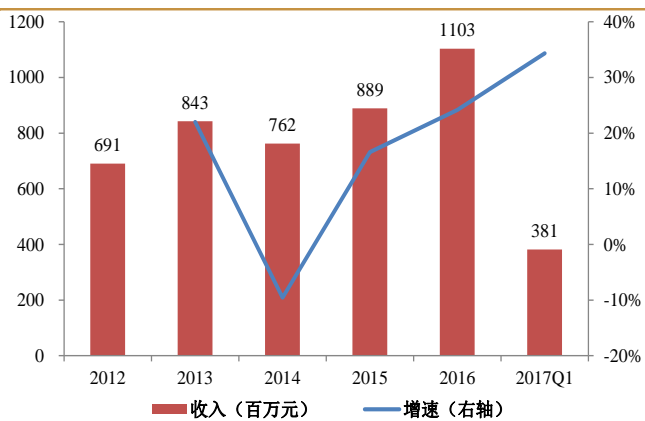
除乙肝等病毒性肝炎外,非病毒性肝炎如酒精肝、非酒精性脂肪肝等“富贵病”发病率逐年上升。根据赛诺菲的数据显示脂肪肝患者普通人患病率约为 24%,河北医科大数据显示普通人脂肪肝患病率约为 20%-33%,且未来 10-25 年间转化为肝硬化比例较高。我们估算未来非病毒性肝炎用药市场将会超过病毒性肝炎市场,故**预计整个肝病药物市场空间可能在 3000 亿以上。**考虑到肝病人数持续增长、药物治疗渗透率仍然偏低、新药持续涌现、消费水平提升推动肝病治疗从保肝向护肝转移,肝病用药市场仍将持续快速发展。

2.2 疗效确切+消费升级推动片仔癀销售持续增长

公司独家生产的传统名贵中成药片仔癀产品有着 450 多年的历史,拥有历史悠久、文化底蕴深厚和疗效神奇带来的品牌优势。其主治清热解毒,凉血化瘀,消肿止痛,可用于热毒血瘀所致急慢性病毒性肝炎,痈疽疔疮,无名肿毒,跌打损伤及各种炎症,在治肝、抗癌、保健等方面独具特色。

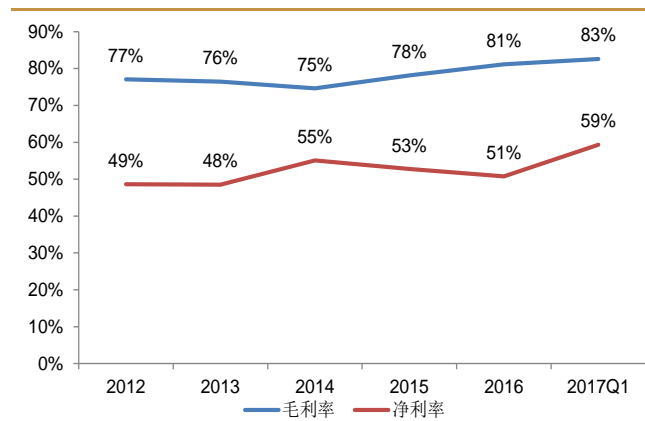
片仔癀处方属于国家级绝密配方,配方独特且作用机理突出。除了在治疗肝炎、肿瘤,消除无名高热及肿毒、促进手术刀口愈合等方面疗效显著外,还具有保肝护肝、防酒醉、清热降火和美容养颜等独特功效,能够有效消除人体内的“湿、热、毒、邪”等,达到祛邪安正,预防疾病,保护健康的效果,是预防保健的首选,受到越来越多医药专家和消费者的青睐。由于公司未披露片仔癀系列收入数据,参考母公司营业收入及净利润情况,2017Q1 母公司销售收入约为 8.7 亿 (+27%),且盈利能力也持续提升,毛利率和净利率分别达到 83%和 59%。

图 16: 片仔癀系列产品销售收入增长趋势 (参考母公司)



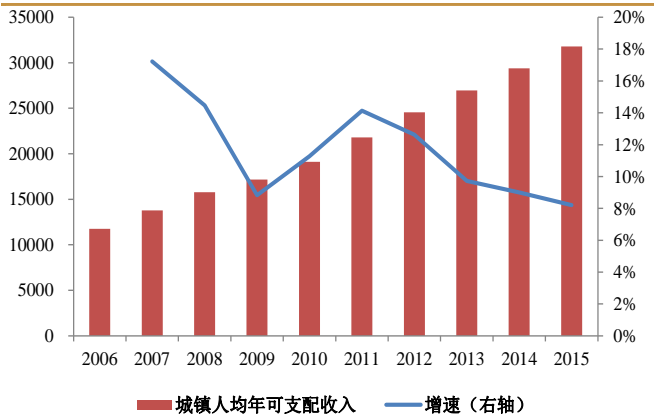
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 17: 片仔癀系列产品的盈利能力持续提升 (参考母公司)

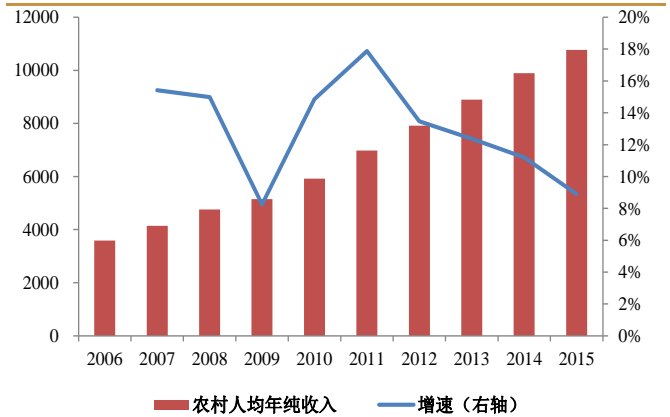


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

由于配方独特、产品疗效好、原材料名贵等特点，片仔癀系列产品已经逐步从保肝药向护肝药转变，成为我国知名的肝脏保健品。近年来随着我国经济维持快速增长，居民收入增加。城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入都呈快速增长趋势，2015年分别为3.2万(+8%)和1.1万(+9%)。

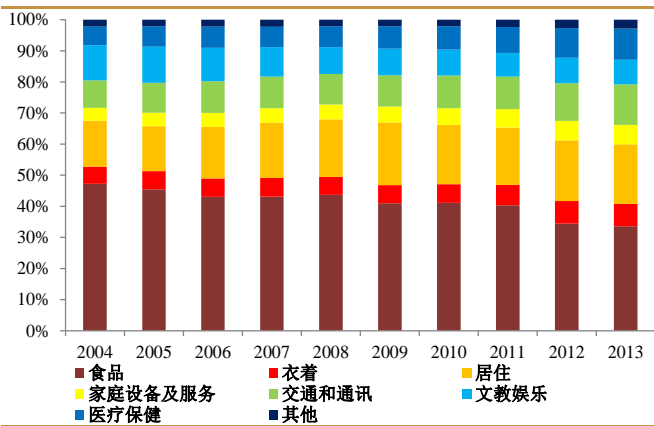
图 18：我国城镇居民每年人均可支配收入增长趋势（元）


数据来源：Wind，西南证券整理

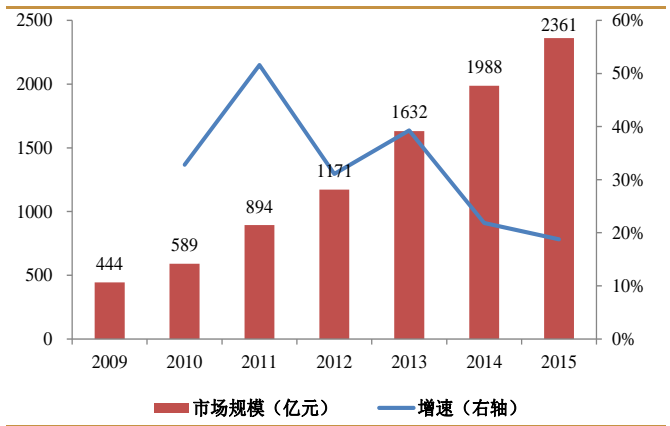
图 19：我国农村居民每年人均纯收入增长趋势（元）


数据来源：Wind，西南证券整理

随着居民收入增加，居民的消费性支出结构发生变化，食品、服装等传统的物质型消费向教育、医疗保健、旅游等高端服务型消费转变，消费升级的趋势十分明显。在医疗保健领域，居民对保健品的需求持续扩大，带来保健品市场扩张，从2009年的444亿增长到2015年的2361亿，年均复合增速高达32%，远高于药品同期增速。

图 20：我国农村居民消费性支出结构变化


数据来源：Wind，西南证券整理

图 21：我国保健品市场规模增长趋势


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

我们认为：片仔癀药品系列目前仍未完全挖掘其潜在市场价值，预期其2020年收入规模约为30亿元。在品牌中药中独家品种往往具有更大的议价权，如云南白药、东阿阿胶等。白药和阿胶二者当前收入规模分别约为50-60亿（不含日化系列）、45亿元（不含桃花姬）。在产品发展过程中均面临着资源瓶颈，但通过提价对产品价值进行回归，对品牌文化进行推广，最终发展为几十亿大单品。我们认为片仔癀也正在经历资源稀缺到价值回归再到反哺上游原材料的过程，鉴于片仔癀面对的是数千亿的保肝护肝市场，在量价齐升的背景下，预计在2020年间收入规模或突破30亿元。

3 品牌价值延伸，拓展衍生品业务

基于医药领域已建立的药品功能信誉度，近年来，品牌中药企业发展化妆品、日化等衍生品业务领域已经成为趋势。其中云南白药在牙膏业务方面取得成功突破，东阿阿胶在桃花姬上取得新成果，都为诸多公司进军衍生业务提供了样板。

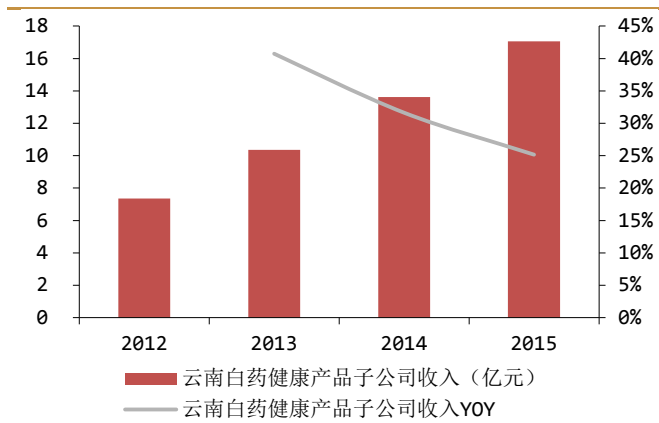
表 7：国内部分中药类上市公司进军化妆品/日化领域案例

公司	导入产品	品牌	导入时间	2016 年收入规模	产品定位
云南白药	牙膏	云南白药、金口健康、朗健	2004	超过 30 亿	中高端
	洗发水	养元青系列	2010		中高端
	卫生巾	日子、菲漾、馨安适	2014		中端
东阿阿胶	桃花姬阿胶糕	东阿阿胶	2007	约 4 亿	中高端
片仔癀	牙膏	片仔癀		约 3 亿	高端
	洁面、护肤等化妆品	皇后等			中高端
千金药业	卫生巾	千金净雅	2011	约 1.6 亿	中高端
马应龙	眼霜	八宝、瞳话	2009	—	中高端

数据来源：各公司公告，西南证券整理

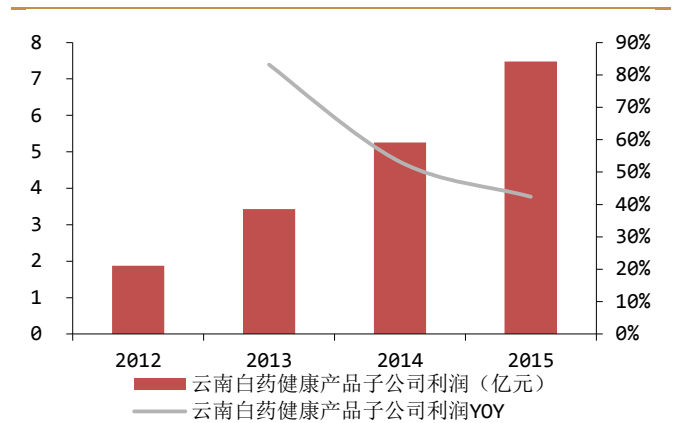
云南白药为品牌中药向衍生品业务跨界的典型成功案例。其健康产品子公司 2015 年销售收入为 17 亿元、利润为 7.5 亿元，近年来随着日化新产品的不断推出，仍维持 25% 左右的收入增速。

图 22：云南白药健康产品子公司收入及增速



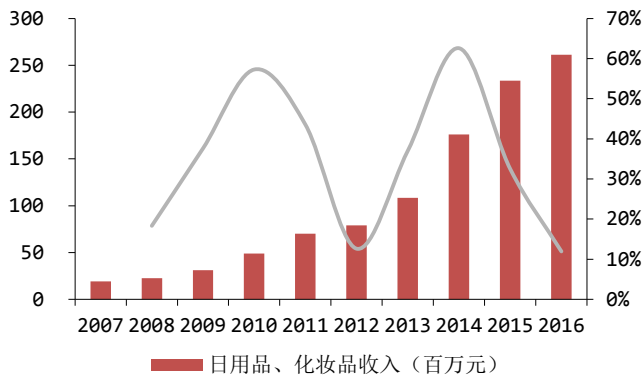
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：云南白药健康产品子公司利润及增速

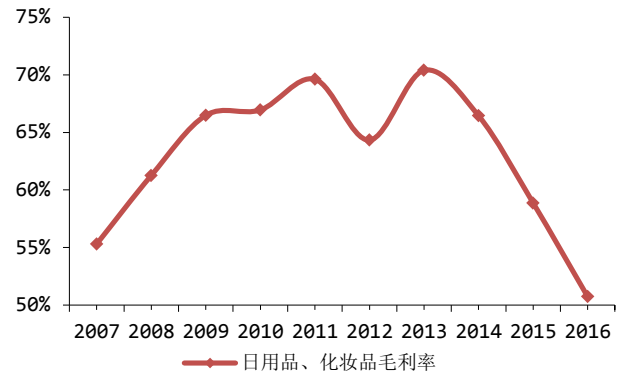


数据来源：公司公告，西南证券整理

片仔癀衍生产品主要包括日用品和化妆品，2016 年日用品/化妆品收入规模 2.6 亿元，占上市公司总收入的 11.3%。由于产品收入规模未突破瓶颈，而期间费用以及成本上升等因素导致其毛利率逐渐向下，我们判断随着终端推广加强，日化系列将迎来收入及盈利双升。

图 24: 片仔癀日用品/化妆品收入及增速


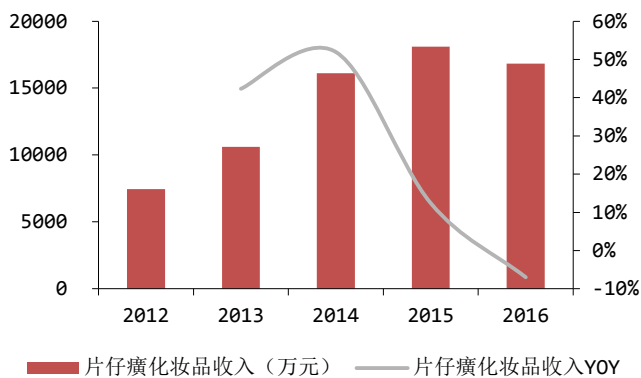
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 25: 片仔癀日用品/化妆品毛利率


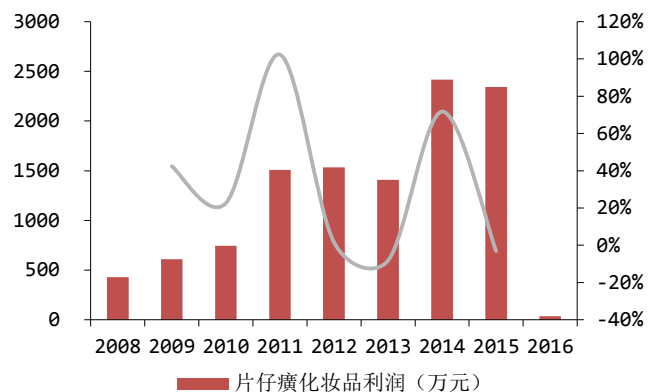
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

加强药妆渠道建设, 品牌影响力不断扩大。近几年来随着我国制药企业涉及药妆, “中国式药妆”崛起。公司化妆品主打百元以下的终端市场, 主要有皇后系列、国密养颜系列、国粹焕颜系列、国色润颜系列等。由于 2016 年化妆品子公司的部分业务转移至与上海家化合资的口腔护理子公司, 2016 年化妆品子公司实现收入 1.7 亿元, 同比下滑 7%, 若考虑转移业务收入, 则同比增长 21.2%。且由于目前收入体量较小, 处于前期投入阶段, 故利润尚不稳定。公司的化妆品业务目前主要由自有销售团队运营, 线下业务主要集中在福建地区, 同时正在逐渐打开北京与上海地区市场, 未来有望通过片仔癀体验店渠道实现销售的快速增长, 与银之杰、蒙发利等合作也将补充公司销售能力。

公司在线上进驻天猫商城设立旗舰店, 顾客使用后反馈效果良好, 品牌影响力不断扩大。在 2016 年双十一期间公司旗舰店销售额达 1438 万元 (2015 年约为 1192 万元, 同比增长约 20%), 片仔癀珍珠膏 20g、片仔癀珍珠膏白金级、片仔癀皇后珍珠膏珍粹礼盒分别销售收入达 137 万元、102 万元、86 万元。

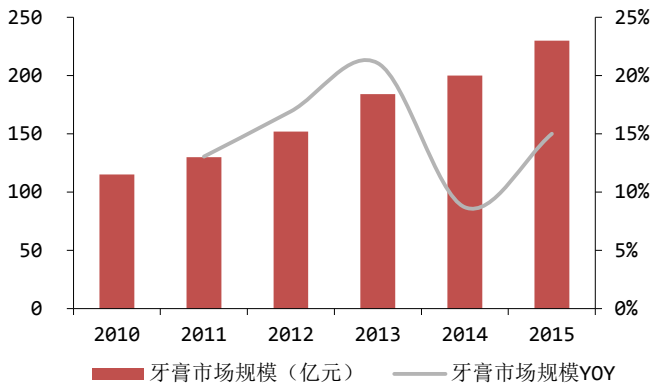
图 26: 片仔癀化妆品子公司收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

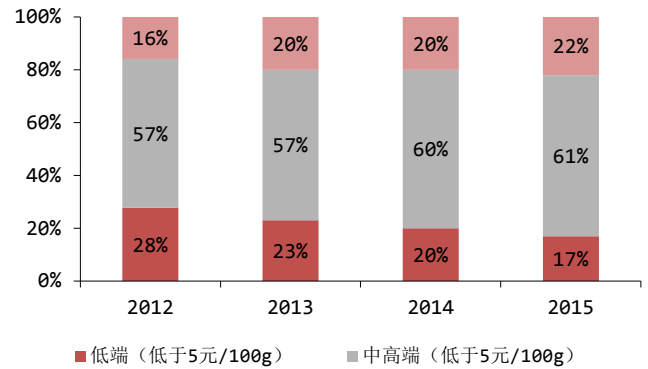
图 27: 片仔癀化妆品子公司利润及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

日化牵手上海家化, 加大牙膏推广力度。在日化领域, 公司主要开发牙膏产品, 形成系列牙膏产品。片仔癀牙膏中添加了片仔癀药物成分, 可以有效解决口腔上火问题, 维护口腔健康。且从国内牙膏市场格局来看, 中草药类将仍是市场主流力量。云南白药为跨界牙膏的典型成功案例, 其定位高端, 在牙膏细分市场不断发掘, 2015 年度市场份额继续跃居行业第二。

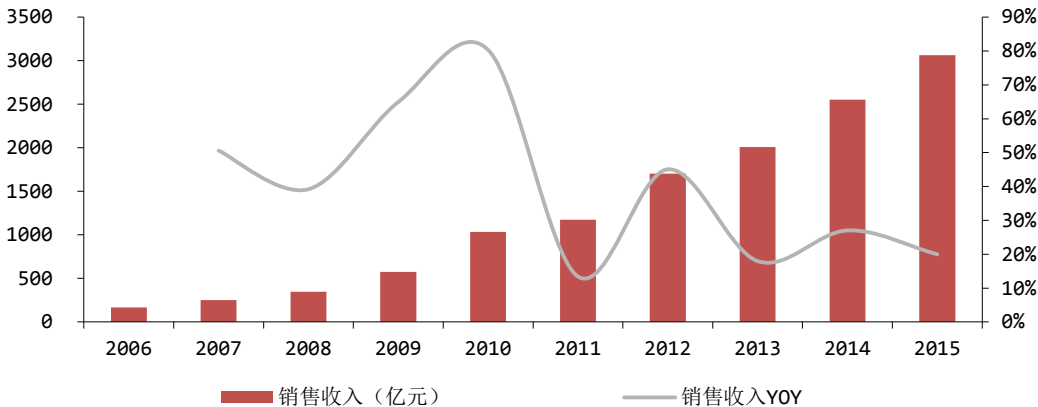
图 28: 中国牙膏市场规模及增速


数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

图 29: 中国牙膏市场消费逐渐高端化


数据来源: 中国口腔清洁护理用品工业协会, 西南证券整理

由于公司产品定位高端, 片仔癀牙膏平均售价为 30 元/100g, 云南白药牙膏的价格为 20 元/100g。且牙膏市场处于消费升级, 近年高端牙膏的市场份额持续增长, 公司牙膏定位高端市场, 尚有较大发展空间。2016 年双十一期间牙膏专卖店实现销售额 103 万元, 完成预定销售目标。

图 30: 云南白药牙膏系列收入及增速


数据来源: 云南白药, 西南证券整理

公司与上海家化设立片仔癀上海家化口腔护理公司, 拓展口腔护理业务。上海家化为年销售额逾 50 亿元的大型日化集团, 产品涵盖护肤、彩妆、香氛、家用等多个领域, 在众多细分市场建立了领导地位。目前上海家化日用品主要集中在护肤, 洗浴, 花露水等领域, 口腔护理领域为其业务短板, 其强大的渠道优势与片仔癀的品牌优势的片仔癀牙膏将产生协同, 牙膏销售有望快速放量。此外, 片仔癀与银之杰合作、发展电商销售都将补充公司销售能力。

表 8: 与其他企业成立合资子公司情况

	公司持股	员工持股	业务范围
片仔癀银之杰公司	45%	8%	网络平台、体验店、俱乐部等
上海家化片仔癀	51%	无	牙膏产品及其它口腔护理品类业务

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测

根据对公司基本面分析,结合公司 2016 年年报及 2017 年一季报,我们认为在上轮提价结束后,公司的核心产品销量仍保持稳定增长。目前原材料麝香供应仍较紧张,片仔癀仍存在着提价预期。综合考虑对 2017-2019 年主营业务的增长情况判断如下:

1) 药品销售业务。假设一:片仔癀药品系列销量增速约为 10%,价格提升幅度约为 15%;假设二:医药流通业务由于 2017 年并表影响预计增速约为 100%,2018-2019 年收入增速预计约为 20%;假设三:其他普药产品预计增速维持在 10%左右。由于公司原材料存货充分,考虑到提价对于产品毛利率的提升,预计 2017-2019 年药品销售毛利率分别为 42%、43%、45%。

2) 日化系列业务。公司大力推进体验店及电商等渠道,预计 2017-2019 年增速约为 30%,毛利率约为 50%;

3) 销售费用率有提升。由于公司加大产品推广力度,预计 2017-2019 年间销售费用率分别为 11%、10%、10%;2017-2019 年管理费用率分别为 9.5%、9%、9%。

表 9: 公司主营业务收入分拆与预测

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计					
营业收入	1,875.16	2,284.28	3,553.22	4,361.82	5,362.41
Yoy	29.38%	21.82%	55.55%	22.76%	22.94%
营业成本	993.74	1,176.16	2,031.61	2,444.66	2,945.08
毛利率	47.01%	48.51%	42.82%	43.95%	45.08%
药品销售					
收入	1,629.24	2,018.60	3,206.95	3,910.34	4,773.50
Yoy	28.34%	23.90%	58.87%	21.93%	22.07%
成本	890.28	1,044.93	1,857.81	2,217.93	2,649.14
毛利率	45.36%	48.23%	42.07%	43.28%	44.50%
日化系列					
收入	233.39	261.26	339.64	441.53	573.99
Yoy	32.50%	11.94%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	95.98	128.73	169.82	220.76	286.99
毛利率	58.88%	50.73%	50.00%	50.00%	50.00%
食品系列					
收入	12.53	4.42	6.63	9.95	14.92
Yoy	235.03%	-64.72%	50.00%	50.00%	50.00%
成本	7.48	2.50	3.98	5.97	8.95
毛利率	40.30%	43.44%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源: wind、西南证券

综合分析,我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.22 元、1.61 元、2.07 元,对应市盈率分别为 44 倍、33 倍、26 倍。

5 估值分析

5.1 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 2%；
- 2) β 系数选用中药（申万分类）行业最近 60 个月 β 值的算术平均；
- 3) 税率：保持 15% 稳定税率。

表 10：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	2%
无风险利率 Rf	3.29%
市场组合报酬率 Rm	16.03%
有效税率 Tx	15.00%
过渡期增长率	15.00%
β 系数	0.76
债务资本成本 Kd	2.96%
债务资本比重 Wd	1%
股权资本成本 Ke	9.02%
WACC	8.96%

数据来源：wind、西南证券

表 11：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	16230.04
净债务价值	-1583.02
股票价值	17813.06
每股价值	29.53

数据来源：wind、西南证券

表 12：FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	7.96%	8.46%	8.96%	9.46%	9.96%
2.0%	31.21	28.64	26.44	24.55	22.91
2.5%	33.30	30.35	27.87	25.74	23.91
3.0%	35.82	32.38	29.53	27.12	25.07
3.5%	38.90	34.82	31.49	28.73	26.40
4.0%	42.76	37.80	33.85	30.63	27.96

数据来源：wind、西南证券

从绝对估值看，公司每股内在价值约 29.53 元。

5.2 相对估值

我们选择业内 4 家中药企业作为估值参考，具体为云南白药、同仁堂、东阿阿胶、广誉远。

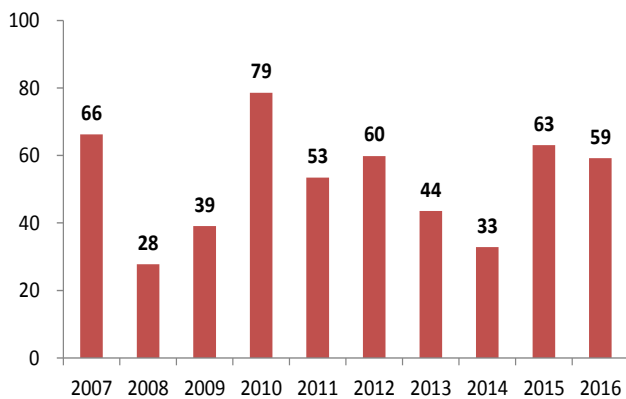
表 13: 可比公司估值情况

排名	代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE			市净率 PB
					TTM	16A/16E	17E	
	600436.SH	片仔癀	321.6	321.6	60	60	44	7.7
		最高值	886.4	886.4	114	114	57	7.7
		中位值	426.8	426.8	46	46	40	5.6
		平均值	435.4	435.4	54	54	37	6.3
1	000538.SZ	云南白药	878.7	886.4	29	28	25	5.8
2	600085.SH	同仁堂	426.8	426.8	46	46	40	5.6
3	000423.SZ	东阿阿胶	410.0	410.0	22	22	19	5.1
4	600771.SZ	广誉远	139.9	139.9	114	114	58	7.1

数据来源: wind、西南证券整理

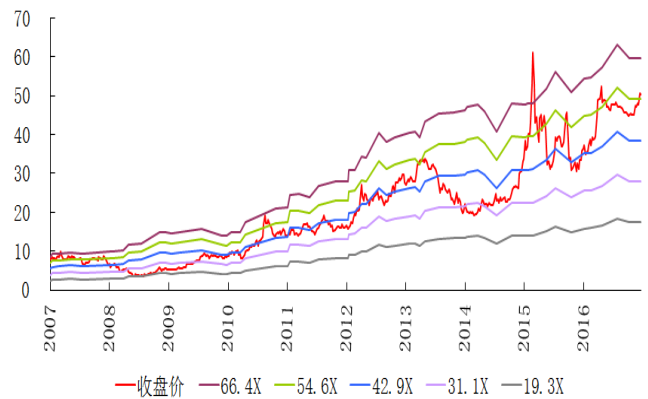
- **从市值角度。**公司当前市值约为 322 亿元，与可比公司相比处于中位数水平，但低于可比公司平均值；
- **从 PE 角度看。**可比公司在 2017 年中位数为 44 倍，平均值为 37 倍，公司在 2017 年其估值水平处于行业均值附近。公司近 10 年平均估值约为 52 倍、估值上限 79 倍，2017 年估值相对于行业平均值被低估 19%，相对于近 10 年估值上限有近 80% 空间。我们估算公司在 2017 年-2018 年公司利润复合增长率超过 30%，相对于 2015 年前增速为提档加速，故给其 2017 年 PE 估值约 60 倍，则公司 2017 年 7.4 亿 *60=444 亿目标市值，对应目标股价为 73 元/股。

图 31: 公司历史估值情况 (按年划分)



数据来源: wind, 西南证券整理

图 32: 公司 PE-Band



数据来源: wind, 西南证券整理

在对于公司估值方面，我们建议同时考虑按照分部估值来进行考虑：

- **片仔癀药品板块。**我们估算 2016 年片仔癀收入约为 9.5 亿元（当前销售规模远没有反应其品牌价值，估计其销售峰值约 40 亿-50 亿），如果按照保守净利润率 55% 计算，则片仔癀系列产品给公司贡献净利润约为 5.2 亿元，预计 2017 年贡献净利润约为 7.2 亿元（提价后净利润率上升逻辑，按照全年 60% 估算），同比增速约为 38%。若参考行业平均估值及其自身特殊发展阶段给予其 60 倍市盈率（考虑净利润增速加快），得出其目标市值约为 432 亿元。
- **其他业务板块。**此类包含有普药、商业流通、日化以及食品等业务，按照预测可以得出该部分业绩预计有 0.2 亿元，其对市值贡献可以暂不予考虑。综上所述，我们按照业绩分部估值认为公司目标市值或超过 432 亿元，对应股价约为 72 元/股。

综合考虑，我们给公司目标股价为 73 元/股，维持“买入”评级。

6 风险提示

1) 原材料价格波动风险

公司的核心原材料有天然麝香、牛黄等，由于麝香属于国家严控配额制且市场需求旺盛，存在着原材料价格上涨预期，可能在短期内对公司生产成本造成波动影响。

2) 大健康布局低于预期风险

受限于资源瓶颈限制，公司大力拓展大健康布局如护肤品、牙膏等，但如出现投入产出效率低等现象，可能会拖累公司业绩。

3) 产品提价对业绩的影响或低于预期

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2308.95	3591.60	4408.93	5420.33	净利润	506.82	696.96	919.48	1180.09
营业成本	1178.82	2053.56	2471.07	2976.90	折旧与摊销	49.62	63.65	63.65	63.65
营业税金及附加	30.56	44.70	56.03	68.41	财务费用	-10.83	-40.12	-40.06	-51.28
销售费用	274.83	395.08	440.89	542.03	资产减值损失	16.17	0.58	0.00	0.00
管理费用	217.59	341.20	396.80	487.83	经营营运资本变动	-96.97	-800.29	-446.16	-468.74
财务费用	-10.83	-40.12	-40.06	-51.28	其他	-70.27	-7.99	-10.00	-10.43
资产减值损失	16.17	0.58	0.00	0.00	经营活动现金流净额	394.54	-87.22	486.91	713.28
投资收益	6.61	10.00	10.00	10.00	资本支出	-9.57	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.07	0.00	0.00	0.00	其他	-268.72	47.44	9.99	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-278.29	17.44	-20.01	-20.00
营业利润	608.48	806.61	1094.20	1406.44	短期借款	294.56	-350.86	0.00	0.00
其他非经营损益	0.73	25.15	4.68	4.58	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	609.21	831.76	1098.87	1411.02	股权融资	30.74	0.00	0.00	0.00
所得税	102.40	134.81	179.39	230.93	支付股利	-139.29	-167.53	-225.22	-300.54
净利润	506.82	696.96	919.48	1180.09	其他	60.23	-84.77	40.06	51.28
少数股东损益	-29.31	-40.31	-53.18	-68.26	筹资活动现金流净额	246.24	-603.16	-185.16	-249.26
归属母公司股东净利润	536.13	737.27	972.67	1248.34	现金流量净额	369.61	-672.95	281.73	444.03
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1706.12	1033.17	1314.91	1758.94	成长能力				
应收和预付款项	509.92	780.10	985.05	1194.33	销售收入增长率	22.45%	55.55%	22.76%	22.94%
存货	1126.01	1912.12	2320.19	2788.55	营业利润增长率	12.35%	32.56%	35.65%	28.54%
其他流动资产	70.35	87.93	116.68	139.83	净利润增长率	9.38%	37.52%	31.93%	28.34%
长期股权投资	461.14	461.14	461.14	461.14	EBITDA 增长率	16.33%	28.25%	34.65%	26.93%
投资性房地产	42.56	5.17	5.17	5.17	获利能力				
固定资产和在建工程	256.74	257.17	257.60	258.03	毛利率	48.95%	42.82%	43.95%	45.08%
无形资产和开发支出	314.23	280.99	247.74	214.49	三费率	20.86%	19.38%	18.09%	18.05%
其他非流动资产	550.75	549.92	549.09	548.26	净利率	21.95%	19.41%	20.85%	21.77%
资产总计	5037.82	5367.70	6257.57	7368.73	ROE	13.51%	16.77%	18.96%	20.60%
短期借款	350.86	0.00	0.00	0.00	ROA	10.06%	12.98%	14.69%	16.01%
应付和预收款项	335.44	550.38	670.27	813.43	ROIC	28.71%	27.61%	29.20%	32.04%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.03%	23.11%	25.35%	26.18%
其他负债	600.77	662.04	737.76	826.20	营运能力				
负债合计	1287.07	1212.42	1408.03	1639.64	总资产周转率	0.51	0.69	0.76	0.80
股本	603.32	603.32	603.32	603.32	固定资产周转率	9.09	15.48	21.78	31.36
资本公积	637.89	637.89	637.89	637.89	应收账款周转率	6.79	7.75	7.09	7.01
留存收益	2141.51	2711.24	3458.69	4406.49	存货周转率	1.17	1.35	1.17	1.16
归属母公司股东权益	3493.40	3938.25	4685.69	5633.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.71%	—	—	—
少数股东权益	257.35	217.03	163.85	95.59	资本结构				
股东权益合计	3750.75	4155.28	4849.54	5729.09	资产负债率	25.55%	22.59%	22.50%	22.25%
负债和股东权益合计	5037.82	5367.70	6257.57	7368.73	带息债务/总负债	50.56%	24.73%	21.30%	18.29%
					流动比率	3.75	4.56	4.59	4.66
					速动比率	2.51	2.28	2.34	2.45
					股利支付率	25.98%	22.72%	23.16%	24.07%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	647.27	830.14	1117.78	1418.81	每股收益	0.89	1.22	1.61	2.07
PE	59.99	43.62	33.07	25.76	每股净资产	6.22	6.89	8.04	9.50
PB	8.58	7.74	6.63	5.61	每股经营现金	0.65	-0.14	0.81	1.18
PS	13.93	8.96	7.29	5.93	每股股利	0.23	0.28	0.37	0.50
EV/EBITDA	47.02	37.19	27.37	21.25					
股息率	0.43%	0.52%	0.70%	0.93%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn