

片仔癀 (600436.SH)

2017年5月30日

片仔癀——“国宝神药”，迎来“量价”齐升的黄金发展机遇 买入（首次覆盖）

证券分析师 焦德智

执业资格证书号码：S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

021-60199780

证券分析师 全铭

执业资格证书号码：S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

010-66573567

盈利预测与估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,309	2,946	3,634	4,455
同比	22.4%	27.6%	23.4%	22.6%
净利润（百万元）	536	758	997	1,262
同比	14.9%	41.4%	31.5%	26.6%
毛利率	48.9%	50.2%	51.3%	51.8%
ROE	15.3%	18.9%	21.2%	22.7%
每股收益（元）	0.889	1.256	1.653	2.091
P/E	60.9	43.2	32.8	25.9
P/B	9.3	8.1	7.0	5.9

资料来源：Wind，东吴证券研究所

投资要点

■ 片仔癀治疗肝病疗效好，但渗透率极低，市场空间巨大

片仔癀被誉为“国宝神药”，在肝病治疗领域具有独到的疗效。我国是世界肝病第一大国，患者约为4亿人，其中肝炎患者超过1.2亿、脂肪肝患者超过2亿、肝硬化患者约有700万人、年新增肝癌患者50万人左右。由于片仔癀长期产能受限，公司推广并不主动，导致使用片仔癀的肝病患者渗透率极低。据我们测算，肝炎患者渗透率最高仅为0.14%左右，如果计算全部肝病患者其渗透率最高仅为0.04%左右。

■ 产量提高、价格上涨，消费和健康理念升级，迎爆发最好时期

1) 在人工养殖麝逐渐成熟之后，天然麝香的产量得到了有效提升，片仔癀作为唯一使用天然麝香的国家绝密和出口量最大的中药品种，直接受益，从2013年之后产能瓶颈逐渐得到突破；

2) 解决产能问题之后，公司加大投入进行产品和片仔癀品牌推广，传统渠道结合片仔癀体验馆，抓住大众健康意识提升和消费能力提高带来健康产业升级的黄金机遇；

3) 2003年至今，片仔癀涨价幅度小于消费指数、城镇家庭人均可支配收入和城镇家庭人均消费支出等三大消费核心指标增速，据我们测算，片仔癀的价格在1-2年内仍然具备15%-20%的上涨空间。公司2017年5月27日发布公告，宣布片仔癀销售价格从500元/粒上涨为530元/粒，随着提价，公司盈利能力将进一步提升。

■ 盈利预测与投资建议：

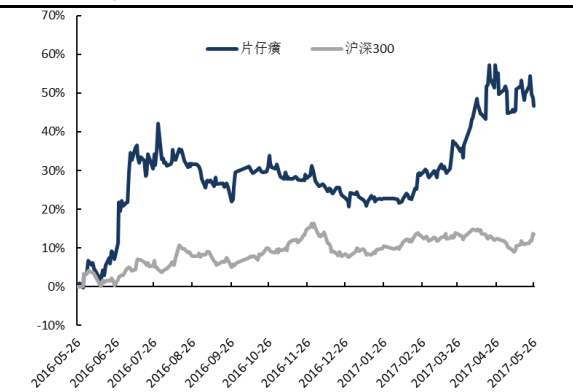
2017年至2019年将迎来业绩的高速增长期，其销售收入为29.46亿元、36.34亿元和44.55亿元，同比增长27.6%、23.4%和22.6%；归属母公司净利润为7.58亿元、9.97亿元和12.62亿元，同比增长41.4%、31.5%和26.6%；PES为1.26元、1.65元和2.09元；对应PE为43X、33X、26X。鉴于片仔癀国家保密级品种的中药行业地位、明确的疗效、以及“量价”齐升趋势的确立，我们给予公司“买入”评级。

■ 风险提示：

片仔癀涨价低于预期；市场推广低于预期；原料中药材供给风险；原料中药材涨价波动风险。

*特别感谢实习生李颖睿、张蔚洁

股价走势



市场数据

收盘价(元)	54.08
一年最低价/最高价(元)	35.90/59.50
市净率	8.77
流通A股市值(亿元)	326

基础数据

每股净资产(元)	6.2
资产负债率(%)	23.2%
总股本(亿股)	6.03
流通A股(亿股)	6.03

相关报告

目录

1. 片仔癀——“国宝神药”	4
1.1. 片仔癀是中药精华品种的代表.....	4
1.2. 片仔癀用于肝功能兼具治疗与保健双重功效.....	4
1.3. 国家绝密配方，具备无法逾越的竞争优势.....	5
1.4. 确定的疗效+资源属性，片仔癀注定是名贵的稀缺中成药.....	5
2. 顺应健康理念提升+消费升级契机，片仔癀在肝保健和治疗领域的市场空间巨大	7
2.1. 肝病大国，中药治疗、保健的市场空间巨大.....	7
2.2. 片仔癀在肝病治疗领域的渗透率不足 0.04%.....	9
2.3. 健康理念提升+消费升级，为片仔癀带来需求增加和渗透率提升的良机	9
3. 突破产能瓶颈，加大推广力度，迎来销量提升的黄金机遇	10
3.1. 天然麝香供给提升，释放公司产能潜力.....	10
3.2. 公司顺应健康产业升级趋势，加大力度推广，迎来发展新机遇.....	11
4. 需求增加、成本上升、消费升级，片仔癀具备持续涨价空间	13
4.1. 2003 年至 2015 年，片仔癀涨价 2.78 倍，小于三大核心指标增速.....	13
4.2. 片仔癀涨价后的治疗费用仍在患者接受能力之内.....	14
4.3. 片仔癀稳步涨价，以应对生产成本的上升.....	15
4.4. 片仔癀 2016 年进入新的涨价上涨周期.....	16
4.5. 片仔癀价格在 1-2 年内仍然具备 15%-20% 的上涨空间.....	17
5. “一核两翼”战略，积极拓展核心业务和周边产品	19
5.1. 公司治理结构清晰、稳定，为下一阶段发展奠定基础.....	19
5.2. 立足“片仔癀”金字品牌，拓展“一核两翼”发展战略.....	20
5.3. 公司盈利能力稳步提高.....	20
6. 盈利预测与投资建议	21
6.1. 盈利预测.....	21
6.2. 投资建议.....	22
7. 风险提示	23
8. 附表	24

图表目录

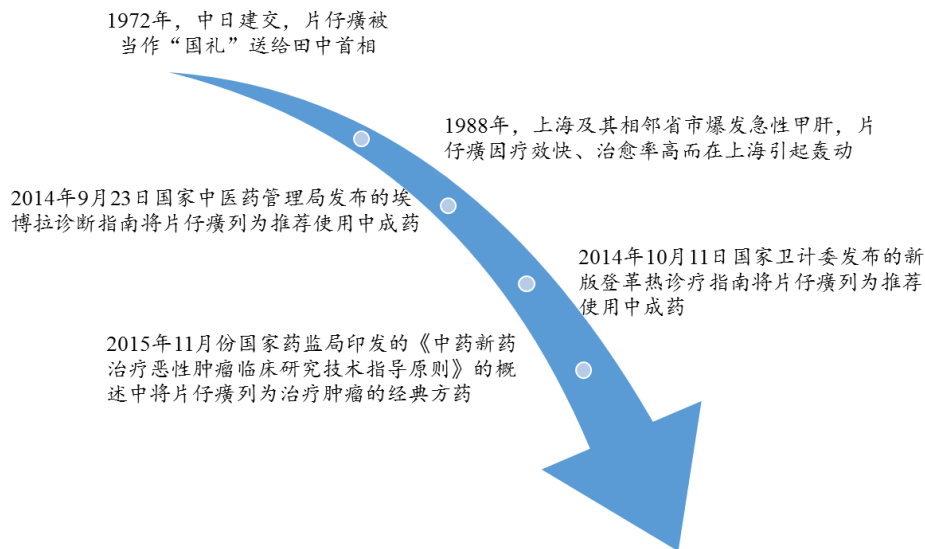
图表 1: 片仔癯因其疗效名扬海内外.....	4
图表 2: 片仔癯适应症及服药方法.....	5
图表 3: 中药保护品种目录.....	5
图表 4: 天然麝香专用标识.....	6
图表 5: 生产、销售含天然麝香成分中成药的企业及其产品名称.....	6
图表 6: 样本医院肝病情况.....	7
图表 7: 样本医院疾病构成中肝病比例.....	7
图表 8: 我国各类别肝炎患者占比.....	8
图表 9: 全国病毒性肝炎新增发病数 (万人).....	8
图表 10: 具备使用天然麝香资质的企业数量 (个).....	10
图表 11: 天然麝香的交易和使用受到国家林业局的严格管控.....	11
图表 12: 2016 年各区域销售收入占比.....	12
图表 13: 公司销售网点分布.....	12
图表 14: 2010-2016 年公司促销、业务宣传及广告费用及其占营业收入的比例.....	13
图表 15: 预计 2003-2016 年间片仔癯出厂价变化情况.....	14
图表 16: 2003-2015 年片仔癯、居民消费指数、城镇居民家庭人均年可支配收入和城镇居民家庭人均消费性支出的变化情况.....	14
图表 17: 片仔癯治疗肝病与住院治疗肝病费用.....	15
图表 18: 肝病用药的直接材料成本占比成本的 84.9%.....	15
图表 19: 主要原材料变化趋势.....	16
图表 20: 2010-2013 年片仔癯提价带来净利润增速汇总.....	16
图表 21: 片仔癯价格涨幅与收入、扣非净利润增速及毛利率、净利率变化情况.....	17
图表 22: 茅台酒价格涨幅与收入、扣非净利润增速及毛利率、净利率变化情况.....	17
图表 23: 片仔癯、茅台酒、东阿阿胶、以及消费能力指数 2003-2015 年的涨幅倍数.....	18
图表 24: 片仔癯、茅台酒、东阿阿胶、以及消费能力指数 2003-2015 年的涨幅倍数.....	18
图表 25: 片仔癯股权结构.....	19
图表 26: 片仔癯参控股公司.....	19
图表 27: 公司产品列表.....	20
图表 28: 药品收入占比 87.42%，日化用品占比 11.32%.....	20
图表 29: 2007-2016 年药品销售收入及增速.....	20
图表 30: 2007-2017Q1 公司营业收入及其增速.....	21
图表 31: 2006-2017Q1 公司归属母公司股东净利润及其增速.....	21
图表 32: 公司销售费用率与管理费用率变化情况.....	21
图表 33: 公司毛利率与净利率变化情况.....	21
图表 34: 公司销售收入预测.....	22
图表 35: 公司历史股估值 (TTM) 变化情况.....	22
图表 36: 可比公司分析.....	23

1. 片仔癀——“国宝神药”

1.1. 片仔癀是中药精华品种的代表

片仔癀源于明朝宫廷秘方，拥有近 500 年历史。是国家“双绝密”品种和国家一级中药保护品种，其制作技艺被列入国家非物质文化遗产名录，以其独特的疗效被称为国宝名药、中华特效抗生素而名扬海内外。片仔癀药品被誉为“国宝神药”，被列入国家一级中药保护品，并且中成药出口领域走在前列，多年位居中国中医药外贸单品种出口第一位。

图表 1：片仔癀因其疗效名扬海内外



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 片仔癀用于肝功能兼具治疗与保健双重功效

片仔癀在肝病治疗领域有确定的疗效。上海中医药大学最新研究发现，片仔癀能显著改善肝纤维化大鼠肝功能，减轻肝脏纤维化程度，显著降低慢性脂肪肝大鼠血清水平，减轻脂肪肝程度，减轻炎症，显著改善慢性酒精性肝损伤肝脏的炎症反应，降低血脂和血清转氨酶等。实验显示，片仔癀对肝脏类疾病，如肝纤维化、慢性酒精性肝损伤、高脂诱导的慢性脂肪肝有显著的改善效果。片仔癀在提高肝功能的同时，还有降低血脂的功效。

随着公司研发的深入，片仔癀逐渐被证明在多种适应症中有治疗效果，包括肝病、炎症感染、各种创伤和发烧发热等。其主要有效成分有消炎、清热解毒、消肿止痛等功效，应用最多的为肝病病人，其次是跌打损伤等疾病。

图表 2: 片仔癀适应症及服药方法

适应症	服用方法	疗程
急性肝炎	0.6g/次, 3次/天	连续服药 1-3 周
慢性肝炎	0.6g/次, 3次/天	连续服用一个月以上
保肝护肝	0.6g/次, 1-2 次/天	可长期服用
肿瘤	0.6g/次, 2-3 次/天	可长期服用
其它各种炎症	0.6g/次, 3次/天	连续服药 3 天-2 周
软组织挫伤	0.6g/次, 2-3 次/天	连续服药 3 天-4 周并适量外敷
烧烫伤	0.6g/次, 3次/天	连续服药 3 天-2 周并适量外敷
手术病人	0.6g/次, 3次/天	术前服药 1-2 天, 术后服药 3-4 天
皮肤疾患	0.6g/次, 3次/天	连续服药 3 天-2 周, 或配合外敷
解酒	饮酒前或饮酒时服 0.6g, 以后每 8 小时服药 0.6g	连续服药 2-3 次
降火	0.6g/次, 2-3 次/天	连续服药 3-5 天

资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

1.3. 国家绝密配方, 具备无法逾越的竞争优势

为了保护中药品种, 我国把“国家保密配方”分为三个等级。第一个等级为**国家绝密级的配方**, 保密期限为永久, 目前该级别的中成药制品只有“云南白药”和“漳州片仔癀”两个。第二个等级为**国家级保密配方**, 当前共有五种药品。第三个等级是**中药保护品种**, 其中一级的保护期限为三十年、二十年、十年不等, 二级的保护期限为七年。

图表 3: 中药保护品种目录

保护级别	药品名称	所属公司	保护时限
国家绝密级	片仔癀	漳州片仔癀药业股份有限公司	永久
国家绝密级	云南白药	云南白药集团股份有限公司	永久
国家保密级	安宫牛黄丸	北京同仁堂集团公司	长期
国家保密级	华佗再造丸	广州奇星药业有限公司	长期
国家保密级	六神丸	杭州雷允上药业有限公司	长期
国家保密级	麝香保心丸	上海和黄药业有限公司	长期
国家保密级	龟龄集	山西广誉远国药有限公司	长期
中药保护品种	众多	众多	一级: 10 年, 20 年, 30 年 二级: 7 年

资料来源: CFDA, 东吴证券研究所

片仔癀是中国仅有的两个国家绝密级中药保密配方之一, 拥有独特的知识产权。片仔癀不仅配方永久保密, 其制作工艺亦为绝密。确定的疗效和国家绝密级别的保护政策, 为片仔癀树立了不可逾越的壁垒, 处于中药保肝护肝以及肝病治疗领域的绝对优势地位。

1.4. 确定的疗效+资源属性, 片仔癀注定是名贵的稀缺中成药

片仔癀的主要成分为牛黄、麝香、三七和蛇胆四种, 其中天然麝香是极为珍贵的中药材。麝香为成熟雄麝香囊中的分泌物, 有特异香味, 具有开窍醒神、活血通经、消肿止痛的功效, 是中药中物稀难寻的药材

之一。对于中药材溯源的重要性，天然麝香的使用更是凸显片仔癀资源属性、稀缺性和名贵属性的重要标识之一。

由于天然麝香药用价值极高而麝的数量却极少，因此国家林业局从2005年开始陆续发布公告限制对于天然麝香的使用，未列入公告中的药品不得使用天然麝香。而片仔癀作为我国国宝级的名贵中成药成为了首批能够使用天然麝香的药材。获准使用天然麝香的药品可使用林业局的特殊标识，因此企业含有片仔癀的所有产品均印刷了该标识。

图表 4：天然麝香专用标识



资料来源：国家林业局，东吴证券研究所

2013年之后国家林业局开始允许更多的药企用麝香为原料生产，究其原因是因为我国人工养殖林麝的规模化，为药企的生产提供了更多的后备资源。目前国家批准使用麝香的药品共有18种，企业17家。除此之外需使用麝香的药物均以人工麝香代替，并在产品的主要成分中标明“人工麝香”标识。

图表 5：生产、销售含天然麝香成分中成药的企业及其产品名称

获批时间	药品名称	生产企业
2005.06.24	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
2005.06.24	六神丸	上海雷允上药业有限公司
2005.06.24	六神丸	苏州雷允上药业有限公司
2005.06.24	八宝丹	厦门中药厂有限公司
2005.06.24	片仔癀	漳州片仔癀药业股份有限公司
2005.12.21	醒脑静注射液	无锡山禾药业股份有限公司
2005.12.21	麝珠明目滴眼液	福建麝珠明眼药股份有限公司
2013.01.21	安宫牛黄丸	天津中新药业集团股份有限公司达仁堂制药厂
2013.01.21	小金丸	成都永康制药有限公司
2014.01.27	安宫牛黄丸，牛黄清心丸，西黄丸	山西广誉远国药有限公司

2015.04.28	小金丸, 五味麝香丸, 万应锭, 西黄丸, 牛黄醒消丸, 大活络丸, 麝香壮骨膏, 壮骨麝香止痛膏	九寨沟天然药业集团有限责任公司
2015.04.28	橡皮粉	广州中量药业有限公司
2016.07.01	西黄丸	山西广誉远国药有限公司
2016.07.01	同仁牛黄清心丸、局方至宝丸	北京同仁堂股份有限公司
2016.07.01	安宫牛黄丸, 西黄丸	龙晖药业有限公司
2016.07.01	安宫牛黄丸, 牛黄清心丸	南京同仁堂药业有限责任公司

资料来源: 国家林业局, 东吴证券研究所

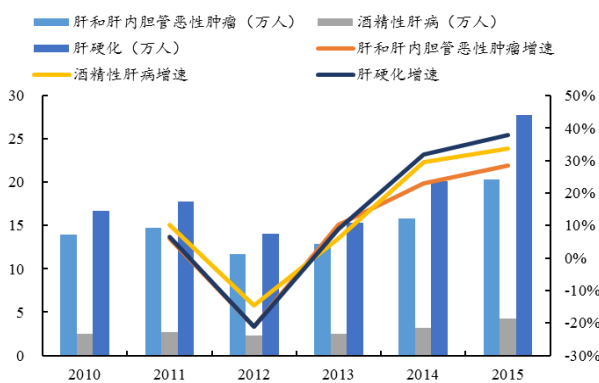
2. 顺应健康理念提升+消费升级契机, 片仔癀在肝保健和治疗领域的市场空间巨大

2.1. 肝病大国, 中药治疗、保健的市场空间巨大

我国现存肝病患者约为 4 亿人, 其中肝炎患者超过 1.2 亿; 脂肪肝患者超过 2 亿; 据 WHO 统计, 我国肝硬化患者约有 700 万人; 每年新增肝癌患者约为 50 万人左右。

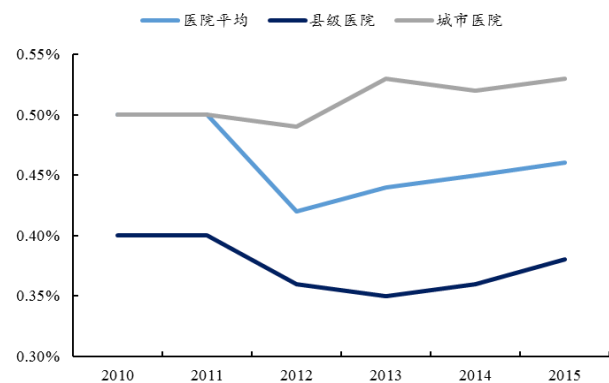
随着我国人民生活压力的增加, 通过对样本医院的数据进行分析, 我们发现肝病患者数量逐年递增, 且增速显逐年上涨趋势, 2016 年增速均超过 20%。通过数据看出, 肝病患者的占比亦成上升趋势。若我国肝病患者数量每年增长 15%, 到 2020 年, 这一人群总数将逼近 7 亿人。

图表 6: 样本医院肝病情况



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 样本医院疾病构成中肝病比例



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

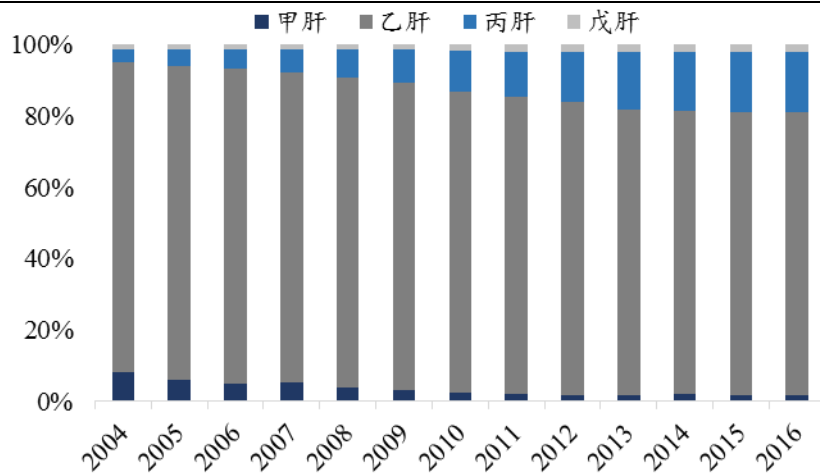
巨大的肝病市场和片仔癀针对肝病的良好疗效, 以及消费能力的提高, 为片仔癀打开市场提供了绝佳的机遇。

1) 中国是肝病大国, 每个 10 个人中就有一个肝病患者。

片仔癀主要治疗功能就是针对急性肝炎、慢性肝炎、以及肝纤维化等慢性肝病, 而我国是肝病大国, 每个 10 个人中就有一个肝病患者。据世界卫生组织统计数据表明, 截止 2016 年中旬, 全球约有 3.5 亿慢性乙肝病毒携带者和 1.85 亿慢性丙肝病毒感染者, 其中中国的乙肝患者就占到了近 1 亿人。全球每年大约 70 万病毒性肝炎的相关死亡者, 我国占比

约为 50%。

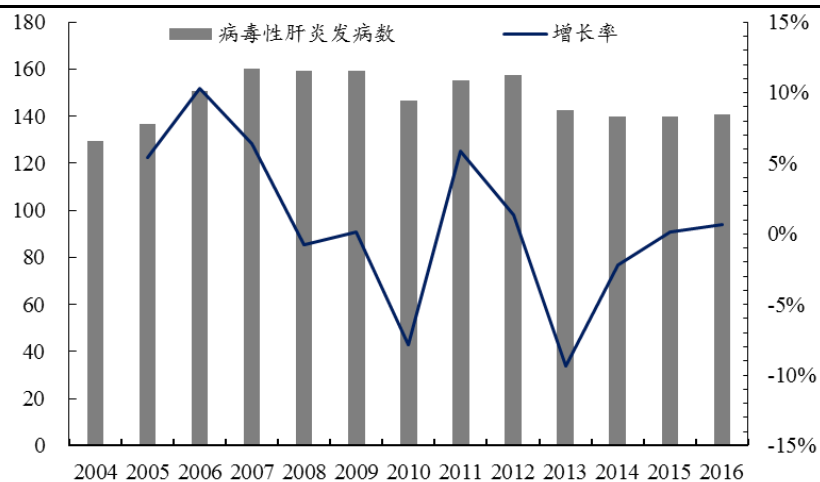
图表 8：我国各类别肝炎患者占比



资料来源：Wind，东吴证券研究所

据统计，2016 年我国乙肝患者人数占所有肝炎患者的比例约为 80%。根据我国近 1 亿的乙肝患者推测，截止 2016 年中旬我国肝炎患者人数达 1.25 亿人。不仅存量患者众多，每年肝炎新增发病人数在 140 万左右，以此推测，到 2020 年，我国肝炎人数将超过 1.3 亿人。

图表 9：全国病毒性肝炎新增发病数（万人）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

2) 脂肪肝导致的肝纤维化已成为影响全民健康的主要病症

随着生活水平的提高，脂肪肝已经成为我国经济成果带来严重的全民健康副产物。中国医师协会发布的数据显示，我国非酒精性脂肪肝的发病率约 15% 左右。其中一线城市由于生活水平较好，不良的饮食习惯和较少的体力劳动，导致非酒精性脂肪肝的发病率高达到 20%~30%，接近西方发达国家的发病率。而非酒精性脂肪肝的患者中，重度肥胖者的脂肪肝发病率高达 61%-94%。据此推算，我国目前有脂肪肝病人至少 2 亿人。未来随着国家的发展和城市化进程的加快，该数量将进一步攀升。

约 10% 的单纯性脂肪肝会进展至脂肪性肝炎阶段，其中将有 20%-40% 可发展成为肝纤维化和肝硬化。根据上述数据保守估计，我国肝硬化患者人数将超过 700 万人。在我国巨大的脂肪肝人口基数下，肝炎和肝硬化已经成为了影响健康的主要慢性疾病之一。

3) 肝癌患者持续增加，预防已成最好方案。

《2015 年中国癌症统计报告》的数据显示 2015 年我国新增肝癌患者达 46.6 万人。根据 WHO 的统计，2012 年我国新增肝癌患者数量为 38.49 万人，三年的复合增长率达 6.57%。肝炎、肝硬化是诱发肝癌的主要原因之一。由于我国未来人口老龄化趋势的进一步加剧，以及生活水平的持续提高，尤其是农村人口生活质量的进一步提高，带动肝病患者数量的增多，进一步驱动肝癌发病率的上升。

肝癌既治疗费用高，治愈率又难有保障，严重影响患者生存质量和增加患者家庭的经济负担。根据卫生统计数据，2015 年肝和肝内胆管恶性肿瘤出院者平均住院只有 11.81 天，医药费用高达 15,464.56 元，相当于日均费用 1,309.4 元。因此，使用片仔癀等药物进行肝病预防、治疗以及日常保健，可以有效降低肝病的发病几率，做到预防肝病，降低肝癌发病率，减轻患者经济负担，提高患者生存质量。

2.2. 片仔癀在肝病治疗领域的渗透率不足 0.04%

片仔癀长期受限于产能，只在部分地区进行销售，并未积极推广，导致肝病患者使用片仔癀的渗透率极低。2016 年片仔癀企业肝病用药营业收入达 10.04 亿元，假设该部分收入均来自片仔癀系列产品，按照 340-360 元/盒（粒）的出厂价计算，2016 年片仔癀的销量约有 290-300 万粒左右，其中 40 万粒左右用于出口，国内销售约 260 万粒左右。按照慢性肝炎用药 1 个疗程（每日 3 次，每粒片仔癀可供服用 2 天，连续服用 1 个月）计算，则有最多有 17 万肝病患者服用。假设 2016 年销售的片仔癀产品全部用于肝炎患者，据我们测算，使用片仔癀的肝炎患者渗透率仅为 0.14% 左右；如果计算全部肝病患者，其渗透率则约为 0.04%。

2.3. 健康理念提升+消费升级，为片仔癀带来需求增加和渗透率提升的良机

随着我国经济发展取得长足的进步，全民健康已经上升到国家战略发展层面。国家层面制定了《“健康中国 2030”规划纲要》、《中国防治慢性病中长期规划（2017—2025 年）》等多项政策，引导大众从“治病”向“治未病”的疾病预防的日常健康理念升级。而个人生活水平和消费能力的大幅度的提高，国人对健康消费的需求呈显著上升趋势。

脂肪肝、酒精肝等肝病是典型伴随个人生活水平提高带来的“富贵”慢性病，已经成为我国居民，尤其是城市居民的主要疾病之一。慢性肝病只能通过运动、饮食和药物调理进行管理，而片仔癀正式保肝护肝、

肝病调理的名贵中成药。

2015 年开始，公司加大片仔癀系列产品的推广力度，突出片仔癀在日常保肝护肝和慢性肝病治疗领域的独到疗效，扩大品牌的知名度和影响力。随着我国高收入人群的增多、健康理念和消费能力提升，能消费起片仔癀的患者和有意识使用片仔癀进行健康护理的群体都在提升，片仔癀的市场空间和渗透率提升是必然的趋势。

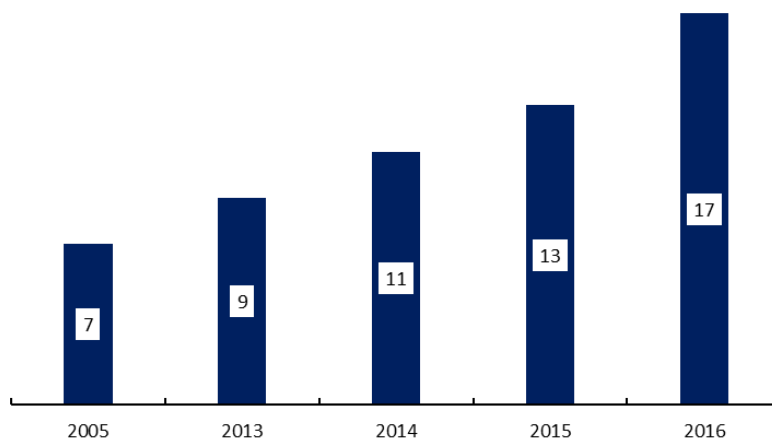
3. 突破产能瓶颈，加大推广力度，迎来销量提升的黄金机遇

3.1. 天然麝香供给提升，释放公司产能潜力

天然麝香受制于动物源采集的限制，长期成为片仔癀产能的瓶颈。随着人工养殖麝的规模提高，天然麝香的产量持续释放。从 2011 年林麝的人工养殖逐渐形成规模，到 2016 年林麝养殖量接近 2 万头，年产天然麝香 130Kg 左右，有效地缓解了天然麝香的供给不足。

2005 年之后国家林业局对天然麝香依然进行定量配额制度，严格控制天然麝香的使用量。在人工养殖麝的成功推广之后，2013 年之后国家林业局适当放开天然麝香的使用，批准更多企业用天然麝香进行中药生产。

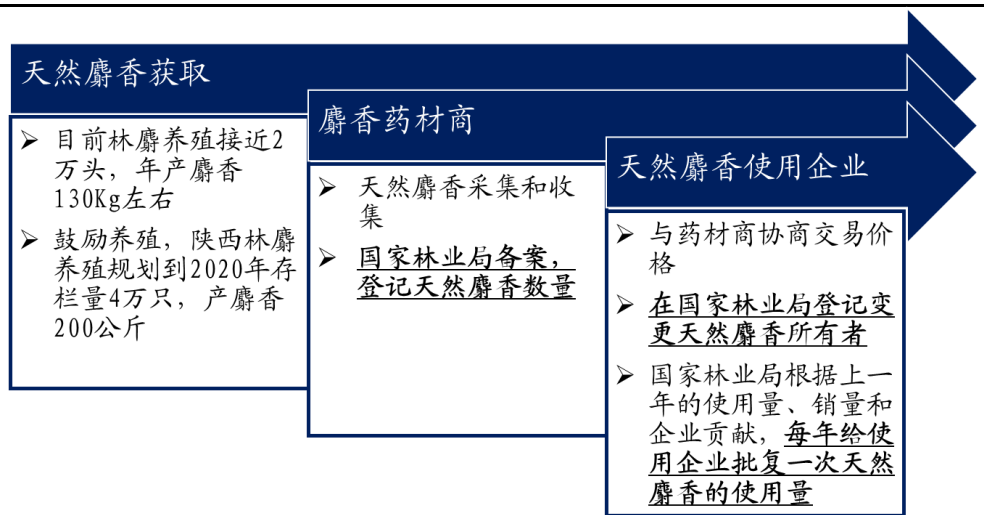
图表 10：具备使用天然麝香资质的企业数量（个）



资料来源：国家林业局，东吴证券研究所

目前我国天然麝香从交易到使用都是需要备案、审批等程序进行严格管制。企业每年可以使用天然麝香的量综合考虑了该企业上一年的使用量，含麝香产品的销量，以及对国家麝养殖事业做出的贡献等因素进行审批。

图表 11: 天然麝香的交易和使用受到国家林业局的严格管控



资料来源：东吴证券研究所整理

片仔癀作为唯一使用麝香的国家级绝密和出口量最大的中药品种，其获批使用天然麝香的量一直处于优势地位。并且近年来公司也开始进行人工养殖麝，先后投资超过2000万元，为养麝产业做出贡献的同时储备天然麝香。

受益林麝养殖产业的成功推广和公司自身的优势，2013年之后，公司在天然麝香的获取上得到缓解，逐渐释放公司的产能潜力。得益于片仔癀产量的增加，公司在销售推广上更加积极主动，并且有余量可以向更多的地区投放，进行推广销售，带来量上的提升。

3.2. 公司顺应健康产业升级趋势，加大力度推广，迎来发展新机遇

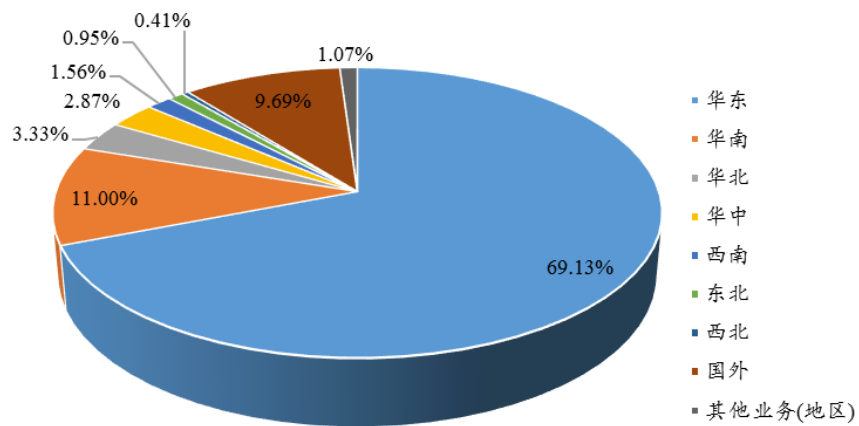
片仔癀贵为“国宝神药”，对肝病的治疗效果显著，但产能长期受限，导致公司推广宣传意愿不强，推广也主要集中在公司传统的销售地区，包括：华东、华南、以及海外出口，导致其渗透率长期较低。在产能有效提高的同时，迎来我国大众健康意识提升和消费能力提高带来的健康产业黄金机遇，公司顺势加大推广力度，迎来爆发的新机遇。

1) 华东区域为主，其他地域拓展空间巨大。

公司出口业务和内销业务比重分别为9.6%和89.2%，其中出口业务主要集中在香港、泰国、新加坡和马来西亚等地，整体销量趋于稳定，随着销售价格的调整，出口业务收入有所提高。

国内业务主要集中在南方地区，其中消费能力较强的华东地区是公司销售网络多，覆盖最全，亦是收入最大区域。根据公司官网披露：公司在华东六省的销售网点有115个，占全部192个销售网点的60%。从网点布局来看，目前公司着重进行销售推广的省份只有福建、上海、天津、山东等省市，未来可开拓地域空间巨大。

图表 12: 2016 年各区域销售收入占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 13: 公司销售网点分布

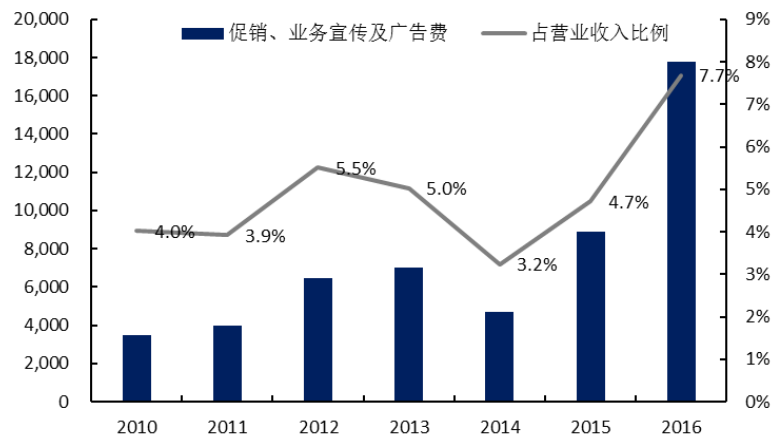
南方地区	销售网点数量	北方地区	销售网点数量
福建	44	北京	1
广东	14	天津	14
湖北	1	河南	3
江西	1	河北	6
江苏	4	山东	45
安徽	1	吉林	2
上海	19	辽宁	15
浙江	2	内蒙	1
重庆	1		
四川	4		
海南	1		
云南	1		
南宁	1		
香港	10		
澳门	1		
合计	105		87

资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2) 加大销售费用投入, 提高宣传推广力度。

近年来, 公司积极开展品牌推广, 加大销售费用的投入。从 2014 年开始, 公司持续加大推广费用 (促销、业务宣传及广告费) 的投入, 营收占比由 3.2% 上升到 2016 年的 7.7%。绝对值上, 2015 年和 2016 年的推广费用分别为达到 0.89 亿元和 1.78 亿元, 同比增长 89.3% 和 99.4%。伴随着公司产能问题逐渐得到解决, 过去 2 年的推广费用无论是营收占比还是在绝对数额都大幅提高, 为未来公司产品的高速增长做足铺垫。

图表 14：2010-2016 年公司促销、业务宣传及广告费用及其占营业收入的比例



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3) 顺应消费升级，开设片仔癀体验馆，提升消费体验

片仔癀体验馆的设立是顺应消费升级，提高消费体验。片仔癀体验馆中具备一定的中医诊疗及咨询服务等附加功能，既包含了对片仔癀系列产品的认知和品牌推广，打造“文化传播+品牌展示+产品推介+现场体验（非药品）”的新型消费模式。

经过 2 年的发展，目前公司已开设超过 80 家片仔癀体验馆，范围覆盖国内名胜风景区、机场、城市文化街区或繁华商业区。公司官网中披露的 24 家体验店有 17 家分布在福建，广东 3 家，山东、安徽、浙江各 1 家。片仔癀体验馆尚处于推广的高速发展阶段，例如上海、天津等公司主要销售区域仍然具备巨大发展空间。

片仔癀体验馆为经销合作模式，经销商提供店面，并按照公司的要求布置店面与柜台，只对片仔癀公司的产品进行销售。经销合作模式可以减少公司资本投入和加快开设速度，并且在标准化推广、片仔癀品牌知名度提升和患者消费体验上都有显著的帮助。

4. 需求增加、成本上升、消费升级，片仔癀具备持续涨价空间

4.1. 2003 年至 2015 年，片仔癀涨价 2.78 倍，小于三大核心指标增速

1) 2003-2015 年片仔癀涨价 2.78 倍。

片仔癀由于其功效和品牌地位，一直被誉为“药中茅台”，一定程度上也复制了茅台酒的涨价路径。2003 年片仔癀出厂价为 115 元/盒，2007 年先后上调到 150 元/盒和 180 元/盒，之后逐年提价，每次幅度均为 20 元或 40 元。到 2015 年出厂价预计在 320 元/盒，2003-2015 年上涨了 178%。2016 年最后一次提价 6% 之后，我们预计出厂价在 340-360 元/盒左右。

图表 15: 预计 2003-2016 年间片仔癯出厂价变化情况

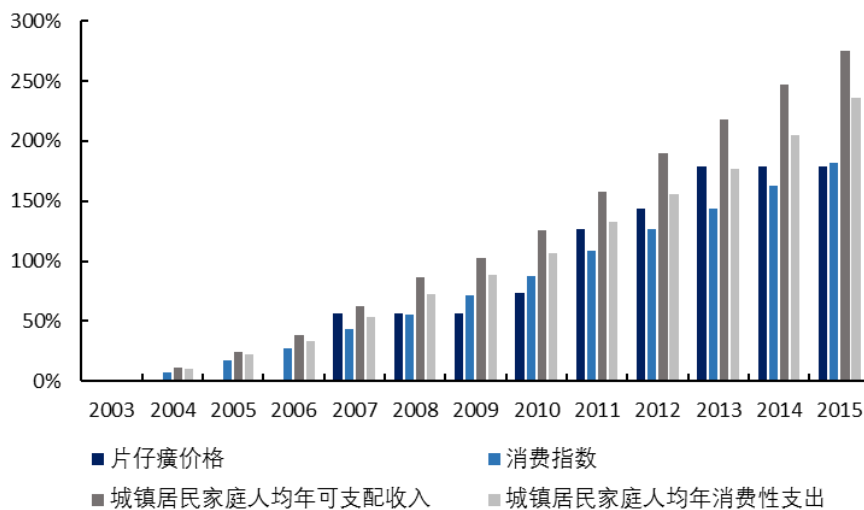
时间	出厂价 (元/盒)
2003	115
2004-9-1	120
2005-3-1	130
2005	140
2006	
2007	150
2007	180
2010-1-5	200
2011-1-1	220
2011-10-12	260
2012-7-1	280
2012-11-6	320
2016-6-28	340-360

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2) 三大核心指标增速均大于片仔癯涨幅: 消费指数增长 2.81 倍、城镇家庭人均可支配收入增长 3.75 倍、城镇家庭人均消费支出增长 3.26 倍。

从 2003 年 2015 年, 代表消费能力的主要数据增速均超过片仔癯 178% 的涨价幅度, 其中居民消费指数增长 181%, 城镇居民家庭人均年人均可支配收入增长 275%, 城镇居民家庭人均消费性支出增长 236%。

图表 16: 2003-2015 年片仔癯、居民消费指数、城镇居民家庭人均年人均可支配收入和城镇居民家庭人均消费性支出的变化情况



资料来源: 国家统计局、公司公告、东吴证券研究所

备注: 1) 以 2003 年数据为基础值计算累计增长情况; 2) 城镇居民家庭人均消费性支出 2014 和 2015 年数据为假设数值, 取值为 2011-2013 年增速的平均值 10.2%

2016 年片仔癯再次提价 6%, 明显小于近 5 年来三大消费能力相关指数增速的年平均, 以及小于该三项指标有统计的最新数据。虽然片仔癯自上市以来进行了多次涨价调整, 但总体低于宏观人均消费能力的增长速度, 并且片仔癯在多种治疗和保健领域有突出的效果, 因此, 我们

判断在片仔癯未来仍具备较大的上涨空间。

4.2. 片仔癯涨价后的治疗费用仍在患者接受能力之内

1) 片仔癯有助于降低整体的肝病治疗费用。

据我们草根调研，片仔癯在 2017 年初的终端零售价格为 500 元/盒（粒），那么其在急性肝炎盒慢性肝炎的治疗费用在 250 元/天左右，疗程费用分别在 1,705-5,250 元以及 7,500 元左右。由于急性肝炎、肝硬化、酒精性肝病导致的住院费用（2015 年统计口径）分别为 7,932 元、10,846 元和 8,899 元，对应住院时间的日均费用分别为 583 元、922 元和 814 元。由于片仔癯在治疗和预防肝病上有显著疗效，因此服用片仔癯治疗和保肝护肝并未增加治疗费用，反而有助于降低住院带来的整体医药费用。

图表 17：片仔癯治疗肝病与住院治疗肝病费用

	病症	疗程	疗程费用	日均费用
片仔癯	急性肝炎	每次 0.6g，每日 3 次，连续服用 1-3 周（500 元/粒，可服用 5-6 次）	1,705-5,250	250
	慢性肝炎	每次 0.6g，每日 3 次，连续服用 1 个月以上（500 元/粒，可服用 5-6 次）	>7,500	250
	保肝护肝	每日一次，长期服用（500 元/粒可服用 5-6 次）	29,548	83
	病症	平均住院天数	出院平均医药费用	日均费用
医院肝病治疗情况 (2015 年数据)	病毒性肝炎	13.60	7,932	583
	肝硬化	11.76	10,846	922
	酒精性肝病	10.93	8,899	814

资料来源：卫计委、公司信息、东吴证券研究所

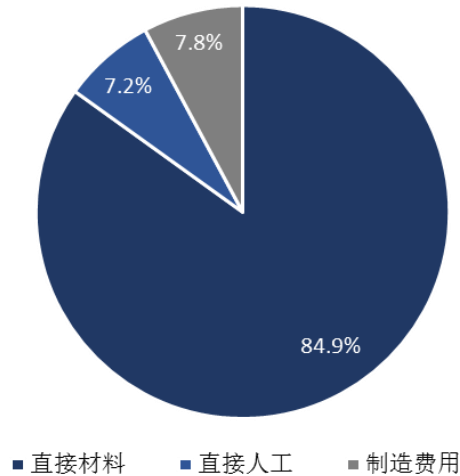
2) 高收入人群的收入水平提高，有助于接受片仔癯的价格体系。

随着高收入人群的增加，尤其是高收入人群收入水平的大幅提升，对价格较高的医药保健产品接受度明显有利。根据统计局数据，以北京市为例，北京全体居民人均可支配收入最高的 20% 人群 2016 年人均可支配收入达到 105,425 元。按照每家 3 口人计算，北京前 20% 的家庭可支配收入超过 31.6 万元，那么其家庭完全可以接受片仔癯治疗急性和慢性肝炎 5,000-7,000 元的疗程费用。

4.3. 片仔癯稳步涨价，以应对生产成本的上升

片仔癯主要的成本为原材料成本，其中主要包括麝香、牛黄、蛇胆、田七等中药材。根据公司的肝病用药成本分析，直接材料（中药材）占比成本的 84.9%，其他的人工成本和制造费用分别只有 7.2% 和 7.8%。

图表 18：肝病用药的直接材料成本占比成本的 84.9%



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

片仔癯主要中药材使用情况中，麝香和蛇胆属于国家管制药材，其中天然麝香过去 10 年一直处于上升趋势，随着人工养殖林麝的成功，价格趋于稳定，而蛇胆价格长期处于稳定状态。牛黄和田七近年来也处于上升通道，导致公司 2016 年肝病用药的材料成本同比增加 9.42%。

图表 19：主要原材料变化趋势

	采购价格	审核要求	价格趋势
麝香	与药材商商议	林业局审核批准	2016 年之后趋于稳定，近 10 年显现缓慢上涨趋势
牛黄	15-25 万元/公斤	无	2016 年相对稳定，天然牛黄显现上涨趋势
蛇胆	与药材商商议	林业局审核批准	近几年相对稳定
田七	400 元/公斤左右	无	由最低价的 130 元/公斤上涨到 400 元/公斤，仍有上升趋势

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

于此同时肝病用药的直接人工成本和制造成本分别上升了 23.7% 和 9.2%，肝病用药的合计成本相较于 2015 年上升了 10.33%。2016 年片仔癯成本上涨的幅度明显大于 2016 年价格 6% 的涨幅，未来存在进一步涨价的空间以平衡成本上升带来的影响。

4.4. 片仔癯 2016 年进入新的涨价上涨周期

片仔癯历次提价均为当年产品的销售收入与净利润带来增长，净利润增速高于销售收入增速。2016 年提价后，公司净利润增速较低，其主要原因是公司加大了片仔癯的推广力度，导致当年品牌推广费用上升 99.4%，带动整体销售费用同比增长 65%。于此同时，员工薪资调整带来的管理费用同比 22.7% 的增长，一起增加了公司的费用支出，使得 2016 年净利润增速低于收入增速。但 2017 年第一季度，在销售费用得到消化之后，已经看到公司整体净利润增速的提高。

图表 20：2010-2013 年片仔癯提价带来净利润增速汇总

年 份	销售收入增长		净利润增长		
	国内提价	(千万元)	销售收入增速	(千万元)	净利润增速
2010	20 元	8.77	31.56%	7.5	38.27%
2011	20 元、40 元	11.15	30.48%	9.5	35.06%
2012	20 元	12.48	26.16%	10.5	28.69%
2013	40 元	14.35	23.84%	12	35.48%

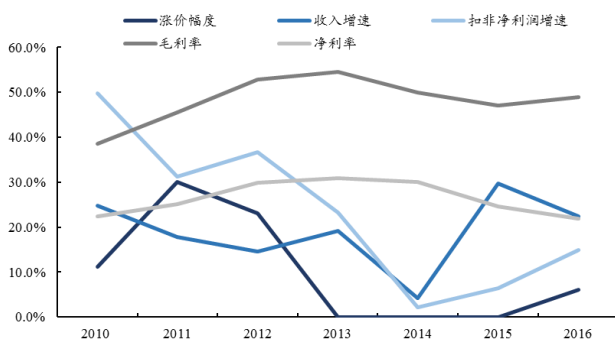
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

片仔癀的涨价过程更接近于茅台酒的涨价过程，主要通过小幅度的连续上涨得以实现。随着茅台酒价格的上涨，其毛利率与净利润率都得到了稳步且持续的小幅提升；收入增速和净利润增速则跟随价格的涨幅，显现出波动的情况。

通过 2010 年-2016 年片仔癀价格上涨和其他经济指标的对比分析，2010-2013 年片仔癀通过提价，有效提高了公司的销售收入和净利润，尤其是在毛利率与净利率方面有了显著的提高。类似于茅台酒涨价带来的变化，片仔癀的涨价对公司的利润增长有着直接的拉动作用。

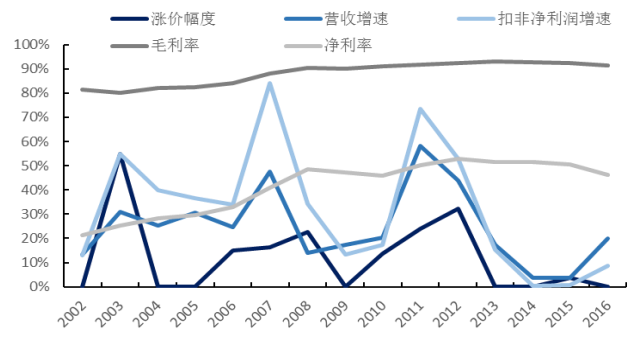
在 2013 年之后随着片仔癀的价格稳定，其毛利率和净利率都有所下降，其原因在于成本上升速度以及公司加大推广力度导致销售费用增长均快于价格的变动。因此，在 2016 年，片仔癀进入新一轮上涨周期，有望再次拉高毛利率与净利润率的，复制茅台酒的涨价路径。

图表 21：片仔癀价格涨幅与收入、扣非净利润增速及毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图表 22：茅台酒价格涨幅与收入、扣非净利润增速及毛利率、净利率变化情况



资料来源：茅台公司公告，Wind，东吴证券研究所

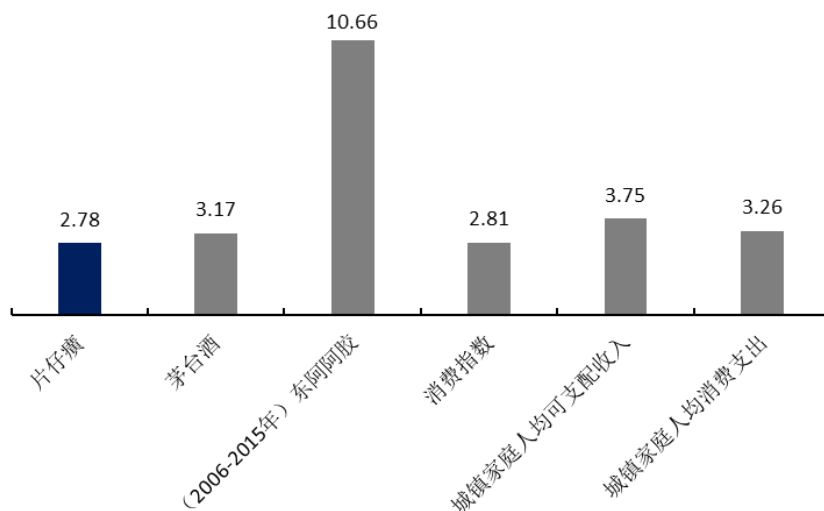
4.5. 片仔癀价格在 1-2 年内仍然具备 15%-20% 的上涨空间

从 2003 年至 2015 年公司片仔癀涨价 2.78 倍，明显低于消费指数增长的 2.81 倍、城镇家庭人均可支配收入增长的 3.75 倍和城镇家庭人均消费支出增长的 3.26 倍。公司片仔癀在 2016 年上涨 6%，按照近三年的统计数据来看，消费能力相关数据均大于 6%，可见片仔癀的涨价仍然大幅落后于大众消费能力的上升。

有鉴于茅台酒和东阿阿胶的涨价幅度，从 2003 年至 2015，茅台酒上涨 3.17 倍，而东阿阿胶更是从 2006 年至 2015 年上涨了 10.66 倍。我们

认为，消费指数更趋近于普通消费品，而茅台酒、东阿阿胶和片仔癀属于高端的消费品，在收入大幅上涨和消费能力升级的情况下，理应高于普通消费品的涨幅。

图表 23：片仔癀、茅台酒、东阿阿胶、以及消费能力指数 2003-2015 年的涨幅倍数

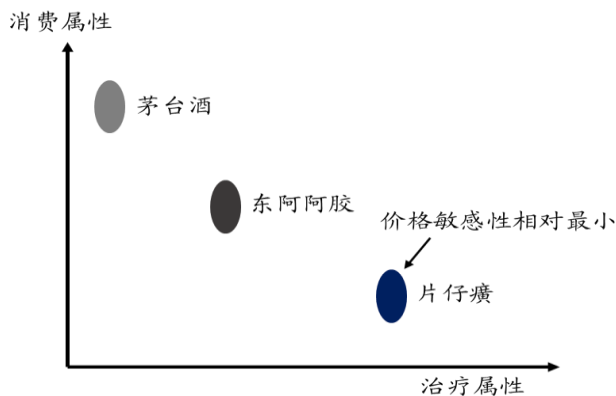


资料来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

三个产品从消费属性上来看，茅台酒更接近消费品，阿胶消费属性次之但兼具了治疗属性，片子癀消费属性最弱但治疗属性最强，而医疗属性于越强，其涨价的能力和对销量影响也就越小。因此，我们以城镇家庭人均消费支出的涨幅为参照计算片仔癀的价格，2015 年出厂价应为 365 元/盒，仍然高于目前片仔癀的出厂价格。

因为片仔癀的治疗属性强、原材料资源属性显著、品牌溢价能力高，所以其涨价的能力应明显好于消费品。我们在考虑到 2015-2017 年消费能力的持续提升、原材料成本上升、以及片仔癀在 2016 年进入新的涨价周期等因素，我们判断片仔癀价格在 1-2 年内仍然具备 15%-20% 上涨空间。

图表 24：片仔癀、茅台酒、东阿阿胶、以及消费能力指数 2003-2015 年的涨幅倍数



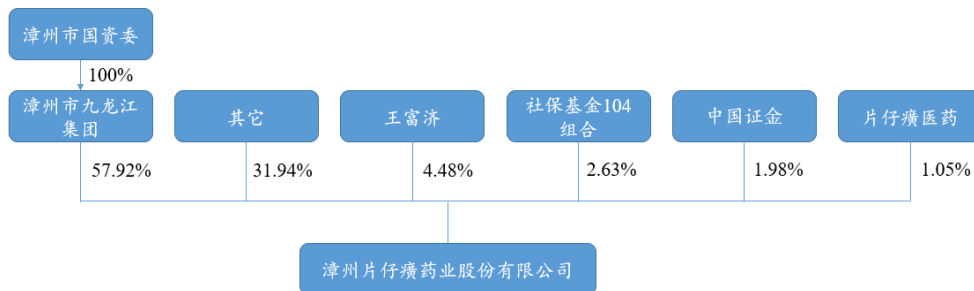
资料来源：东吴证券研究所整理

5. “一核两翼”战略，积极拓展核心业务和周边产品

5.1. 公司治理结构清晰、稳定，为下一阶段发展奠定基础

漳州片仔癀药业股份有限公司于 1999 年 12 月由原漳州制药厂改制而成，于 2003 年成功上市，是国家高新技术企业、中华老字号企业。当前公司总股本 6.03 亿股，第一大股东漳州市九江集团有限公司持股 57.92%，实际控制人为漳州市国资委，控制权稳定。

图表 25：片仔癀股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司董事长刘建顺先生历任漳州市多个行政职位，并于 2014 年当选漳州片仔癀药业股份有限公司董事长，上任两年来公司发展稳健，收入增速和利润增速都有大幅提升。

图表 26：片仔癀参控股公司

序号	参控股公司名称	持股情况
1	厦门片仔癀投资有限公司	100%
2	福建片仔癀电子商务有限公司	100%
3	福建片仔癀保健食品有限公司	100%
4	片仔癀（漳州）医药有限公司	93.93%
5	福建片仔癀化妆品有限公司	90.19%
6	片仔癀（上海）生物科技研发有限公司	80%
7	漳州片仔癀生物科技有限公司	60%
8	福建片仔癀诊断技术有限公司	60%
9	陕西片仔癀麝业有限公司	60%
10	漳州片仔癀医疗器械有限公司	51%
11	广州片仔癀国药堂医药有限公司	51%
12	漳州片仔癀爱之味生技食品有限公司	50%
13	漳州片仔癀国药堂医药连锁有限公司	49.50%
14	华润片仔癀药业有限公司	49%
15	福建片仔癀医疗器械有限公司	47.50%
16	厦门片仔癀宏仁医药有限公司	45%
17	福建片仔癀银之杰健康管理有限公司	45%
18	福建同春药业股份有限公司	24%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 立足“片仔癀”金字品牌，拓展“一核两翼”发展战略

公司围绕“片仔癀”这一金字品牌，形成以传统中药生产为龙头（一核），以保健药品、保健食品、功能饮料和特色功效化妆品、日化产品为两翼的“一核两翼”发展战略布局。公司在片仔癀强大品牌效应基础上，不断拓宽其业务范围，在大健康产业链上逐步延伸。目前公司中成药品种包括片仔癀系列产品、复方片仔癀软膏、复方片仔癀含片等中成药产品约 40 个，并且充分发挥片仔癀的品牌力，将产品拓展到化妆品和日化用品等品类。

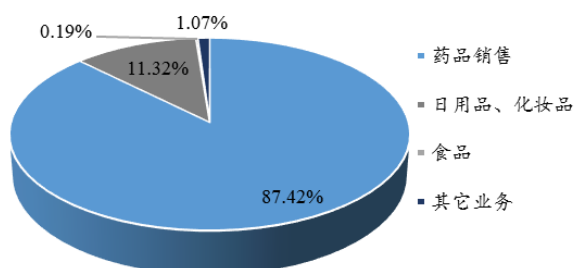
图表 27：公司产品列表

类别	主要产品
药品	片仔癀、片仔癀胶囊、复方片仔癀含片，复方片仔癀痔疮软膏，小柴胡颗粒、川贝清肺糖浆等
健康食品	片仔癀双孢蘑菇珍华片、片仔癀珍立胶囊、孢姑三宝、益安优益生菌固体饮料等
化妆品	光彩抗皱驻颜系列，祛黄无暇润白系列，清爽净颜系列等
日化用品	片仔癀火清牙膏、片仔癀多效养护牙膏等
医疗器械	PM2.5 防霾口罩 9501L、远红外颈肩腿腰磁疗贴，热敷灵（腰腿型）等

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

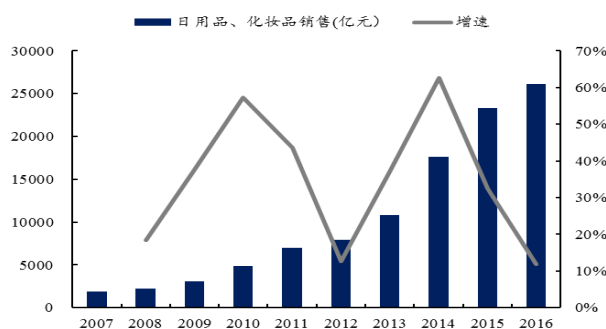
从战略发展和产品分类上，公司药品销售收入逐年增长，2007 至 2016 年复合增长率高达 15%。在一核两翼的发展战略指导下，日用品与化妆品业务逐渐贡献业绩，2016 年营收达到 2.61 亿元，占比营收上升到 11.32%，2007-2016 年十复合增速 33.7%，远高于公司收入增速，成为拉动公司业绩的又一重要板块。

图表 28：药品收入占比 87.42%，日化用品占比 11.32%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 29：2007-2016 年药品销售收入及增速



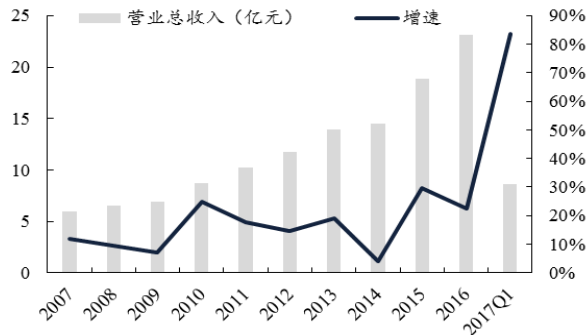
资料来源：Wind，东吴证券研究所

5.3. 公司盈利能力稳步提高

上市以来，公司营业收及归属母公司股东净利润均稳定增长。2007 年至 2016 年间公司营收和扣非净利润的复合增长率分别为 16.3%和

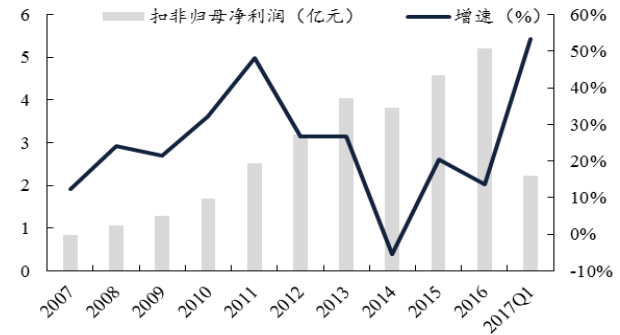
22.34%。2016年公司实现营收和扣非净利润分别为23.09亿元和5.22亿元，分别同比增长22.45%和13.71%。

图表 30: 2007-2017Q1 公司营业收入及其增速



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 31: 2006-2017Q1 公司归属母公司股东净利润及其增速

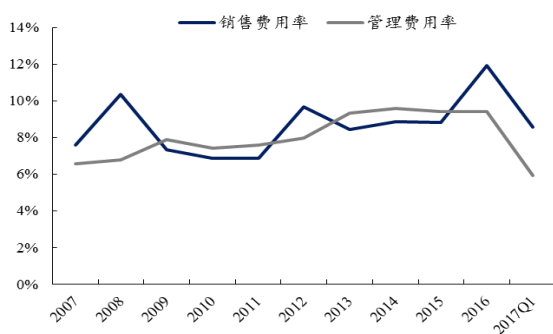


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

公司近年来管理费用趋于稳定,2013-2016年管理费用率保持在9.4%左右的水平。2013年之后,随着产能得到释放,公司加大产品推广力度,销售费用率逐年上升,到2016达2.75亿元,同比增长65.1%,其中促销、业务宣传及广告费用为1.78亿元,同比增长100%。

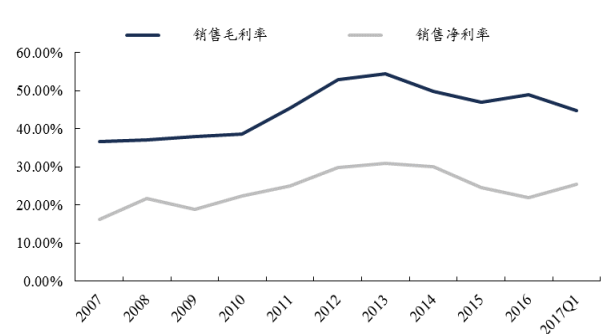
2007年至2013年之间,公司毛利率与净利率跟随价格的上涨而逐步上升。2013年-2015年,公司产品价格稳定,公司毛利率与净利率出现小幅下滑。2016年进入新的涨价周期,毛利率上升到49.95%,而净利率在推广费用大幅提高的基础上达到21.95%,涨价对毛利率与净利率的影响显著。公司2017年5月27日发布公告,宣布片仔癀销售价格从500元/粒上涨为530元/粒,随着提价,公司盈利能力将进一步提升。

图表 32: 公司销售费用率与管理费用率变化情况



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 33: 公司毛利率与净利率变化情况



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测

片仔癀作为国家“双绝密”品种和国家一级中药保护品种,其在肝病治疗领域有确定的疗效,在天然麝香产量逐渐扩大和消费升级、健康

观念升价的大契机下，公司迎来“产能释放+持续涨价”的双重利好局面。因此，我们预测公司 2017 年至 2019 年将迎来业绩的高速增长期，其销售收入为 29.46 亿元、36.34 亿元和 44.55 亿元，同比增长 27.6%、23.4% 和 22.6%；归属母公司净利润为 7.58 亿元、9.97 亿元和 12.62 亿元，同比增长 41.4%、31.5% 和 26.6%；EPS 为 1.26 元、1.65 元和 2.09 元；对应 PE 为 43X、33X、26X。

图表 34：公司销售收入预测

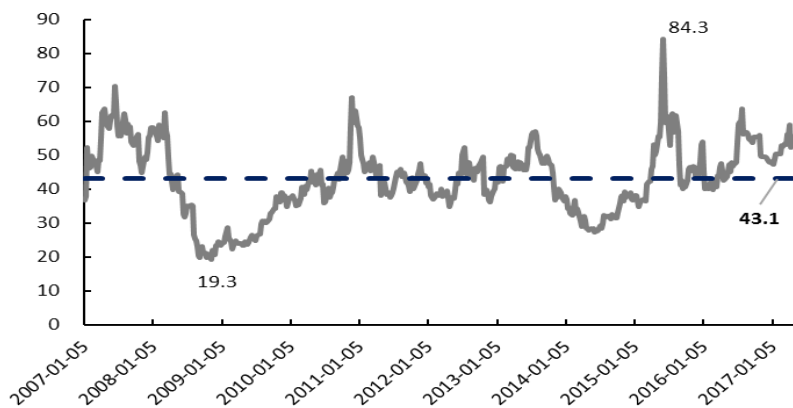
(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
产品销售收入	2,284	2,914	3,595	4,408
药品销售	2,019	2,609	3,230	3,952
日用品、化妆品销售	261	300	361	451
食品销售	4	5	5	5
毛利率	24.8%	25.0%	25.9%	26.3%
药品销售	48.2%	50.3%	51.4%	52.1%
日用品、化妆品销售	50.7%	50.0%	50.0%	50.0%
食品销售	43.5%	44.0%	44.0%	44.0%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

6.2. 投资建议

由于片仔癀作为国家保密级中药的特殊地位带来的绝对竞争优势，以及其生产长期处于供给受中药原材料限制导致销售一直处于供不应求的市场格局，公司估值长期处于较高位置，2007 至今的历史平均估值达到 43.1 倍。随着 2016 年片仔癀开启新一轮的涨价周期，公司 2015 年至今和 2016 年至今的平均估值分别为 49.8X 和 50.3X，长期维持在远高于十年平均估值 43.1X 的位置。根据我们测算 2017-2019 年对应当前估值为 43X、33X、26X，低于公司十年历史平均估值、以及 2015 年至今和 2016 年至今的平均估值水平，因此给予公司“买入”评级。

图表 35：公司历史股估值 (TTM) 变化情况



资料来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图表 36：可比公司分析

可比公司	2016 收入 增速	2016 净利润 增速	2017 预测 净利润增速	当前市值 (亿元)	PE (2016)	PE (TTM)	PE (2017E)
云南白药	8.1%	5.4%	16.3%	924.8	31.7	30.6	27.2
同仁堂	11.9%	6.6%	12.9%	439.4	47.1	45.6	41.7
广誉远	118.7%	5948.8%	102.8%	134.1	109.2	96.5	53.9
东阿阿胶	15.9%	14.0%	17.8%	431.9	23.3	22.6	19.8
片仔癀	22.4%	14.9%	40.9%	326.3	60.9	53.0	43.2
平均值	12.1%	10.9%	20.0%	2256.5	35.5	33.9	29.6

资料来源：Wind，东吴证券研究所

7. 风险提示

1) **片仔癀涨价低于预期。**我们根据消费指数增长，以及对茅台酒、东阿阿胶涨价逻辑与片仔癀历年涨价情况的对比分析，最终估算 2017-2018 年片仔癀的价格具备 15%-20% 的上涨空间，存在价格涨幅低于预期的风险。

2) **市场推广低于预期。**2015 年至今公司持续加大推广力度，但最终产品推广的成果有可能不达预期，带来的销量增长风险。

3) **原料中药材供给风险。**公司主要产品片仔癀所需原料天然麝香受林业局严格管制，存在配给的天然麝香无法满足公司产能扩张需求的风险。

4) **原料中药材涨价波动风险。**公司主要原材料天然麝香、蛇胆等中药材存在价格大幅波动的风险。

8. 附表

片仔癀 (600436) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3412	3708	4605	5630	营业收入	2309	2946	3634	4455
现金	1726	1591	2123	2544	营业成本	1179	1466	1771	2146
应收账款	399	514	613	768	营业税金及附加	31	36	44	54
其它应收款	16	36	28	51	营业费用	275	295	334	392
预付账款	95	150	146	213	管理费用	218	277	342	420
存货	1126	1367	1645	2004	财务费用	-11	-18	-33	-46
其他	50	50	50	50	资产减值损失	16	16	16	16
非流动资产	1625	1517	1408	1304	投资净收益	7	0	0	0
长期投资	461	461	461	461	营业利润	608	873	1159	1473
固定资产	254	199	134	69	营业外损益	1	5	5	5
无形资产	293	260	227	194	利润总额	609	878	1164	1478
其他	617	596	586	580	所得税	102	132	175	222
资产总计	5038	5225	6013	6934	净利润	507	746	989	1256
流动负债	910	595	715	786	少数股东损益	-29	-12	-8	-6
应付账款	296	332	427	493	归属母公司净利润	536	758	997	1262
其他	263	263	288	293	EBITDA	653	960	1231	1531
非流动负债	377	377	377	377	EPS (元)	0.89	1.26	1.65	2.09
长期借款	300	300	300	300	主要财务比率				
其他	77	77	77	77	毛利率	48.9%	50.2%	51.3%	51.8%
负债合计	1287	972	1092	1163	净利率	22.0%	25.3%	27.2%	28.2%
少数股东权益	257	246	237	232	ROE	15.3%	18.9%	21.3%	22.8%
归属母公司股东权益	3493	4007	4684	5540	ROIC	28.3%	32.5%	37.8%	45.3%
负债和股东权益	5038	5225	6013	6934	资产负债率	25.5%	18.6%	18.2%	16.8%
现金流量表					净负债比率	17.3%	7.1%	6.1%	5.2%
经营活动现金流	389	445	825	787	流动比率	3.7	6.2	6.4	7.2
折旧摊销	50	92	92	88	速动比率	2.5	3.9	4.1	4.6
营运资金变动	296	260	777	954	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
其它	-484	-643	-1009	-1476	应收帐款周转率	5.8	5.7	5.9	5.8
投资活动现金流	-278	4	4	4	应付帐款周转率	4.7	4.7	4.7	4.7
其他	-278	4	4	4	每股收益	0.9	1.3	1.7	2.1
筹资活动现金流	246	-584	-296	-371	每股经营现金	0.6	0.7	1.4	1.3
短期借款	0	-351	0	0	每股净资产	6.2	7.0	8.2	9.6
长期借款	0	-233	-296	-371	P/E	61	43	33	26
其他	246	0	0	0	P/B	9.3	8.1	7.0	5.9
现金净增加额	357	-135	532	421	EV/EBITDA	48.0	32.5	24.9	19.7

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

