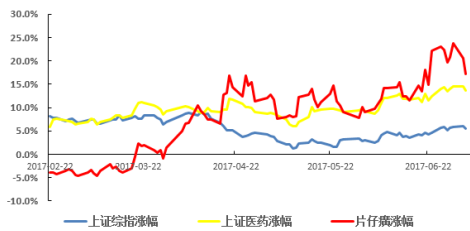


投资评级：增持（首次）
片仔癀（600436）
市场数据 2017年7月4日

收盘价(元)	57.85
一年内最低/最高(元)	44.24/61.04
市盈率	65.10
市净率	10.0

基础数据

净资产收益率(%)	15.35
资产负债率(%)	25.55
总股本(亿股)	6.0

最近12月股价走势

联系信息

证券分析师:	沈瑞
SAC 证书编号:	S0160517040001
电话:	0571-87620710
Email:	shenr@ctsec.com

相关报告
产品提价，营销发力，产能瓶颈逐渐缓解
投资要点:

- 价格进入提价周期，提价对净利润贡献明显

回顾公司提价历史，上一波提价从08年到12年，价格从200元/g到400元/g，之后价格保持稳定，从16年6月，终端价格从430提高到500元，开始提价，最近价格从500上涨到530，由于天然麝香原料价格近年上涨达到14年3倍，预计本轮提价周期将持续4到5年，价格增长空间很大，预计每年价格上涨15%。根据测算，每提价15%，净利润将增加30%。

- 人工养麝形成规模，产能瓶颈逐渐缓解

自从13年麝升级为国家一级保护动物后，天然麝香主要依靠养殖获得，目前国内养麝数量约在20000头，按照公麝每年生产15g的水平，整体产能在150kg，预计能够保持20-25%的增速。

- 片仔癀在精品中药领域具有强大的竞争优势

国内肝病患者数量极大，慢性乙肝2800万，携带者上亿，另外普通人中约20-30%患有脂肪肝和酒精肝患者。公司潜在客户量巨大，一旦产能扩大，空间巨大。片仔癀由于稀缺和疗效确定，已经形成精品中药，主要针对高端人群，相对于高端滋补保健品和OTC产品，公司具有很强的竞争优势。公司由于具有国家绝密配方的优势，具有不可替代性，已经形成品牌，并非类似产品可以与其竞争，比如厦门中药厂的八宝丹等，及其他含天然麝香的中药产品。

- 加大营销力量，大力推广公司品牌

公司加快在华北地区网点布局，如天津河北山东。通过打造片仔癀体验馆的方式大力推广公司品牌，扩大影响力。另外大力推广公司衍生产品，如药妆、牙膏等产品的快速发展也有推动作用。公司近日增资了电子商务公司加强互联网销售。

- 盈利预测与投资建议

预计公司2017~2019年EPS分别为1.15元、1.46元、1.85元，对应PE分别为50.2倍、39.5倍、31.2倍。给予公司为“增持”评级。

- 风险提示

提价不及预期，产能瓶颈制约，营销拓展缓慢，估值偏高等

表 1: 公司财务及预测数据摘要	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	1,886	2,309	2,749	3,319	4,015
增长率	29.70%	22.45%	19.05%	20.74%	20.96%
归属母公司股东净利润(百万)	466.68	536.13	695.04	883.03	1117.53
增长率	6.35%	14.88%	29.64%	27.05%	26.56%
每股收益(元)	1.16	0.89	1.15	1.46	1.85
市盈率(倍)	49.9	65.1	50.2	39.5	31.2

数据来源: Wind, 财通证券研究所

一、片仔癀公司概况

公司于1999年12月由原漳州制药厂改制创立，是国家高新技术企业、中华老字号企业。目前公司拥有片仔癀、片仔癀胶囊、复方片仔癀软膏等中成药产品几十个，独家生产的国家一级中药保护品种——片仔癀，被誉为“国宝神药”、传统制作技艺被列入国家非遗名录，并被列入国家一级中药保护品种。

主要产品除中成药外，还有化妆品、日化品、牙膏、食品、医疗器械等。另外在药品上下游，有研发公司、麝养殖公司、零售公司和批发公司等。

表 2：公司子公司情况

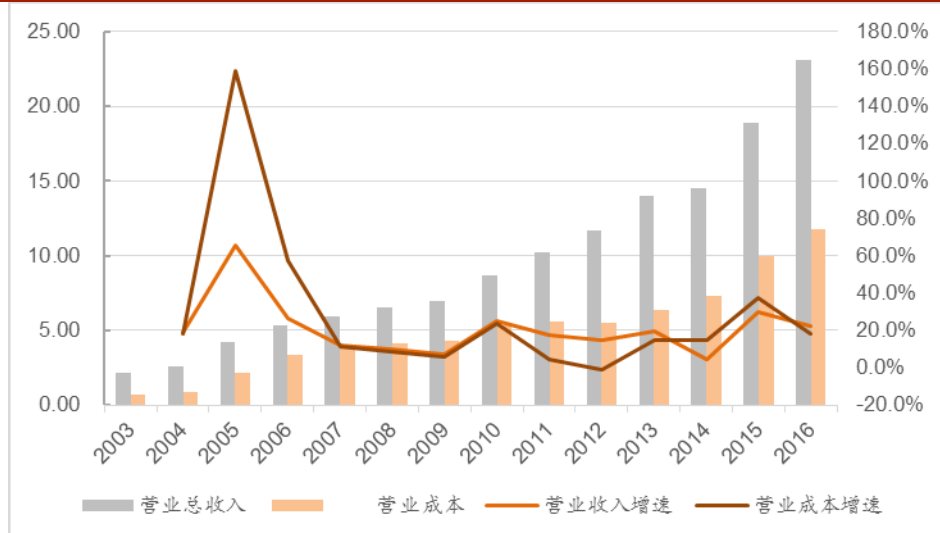
被参控公司	主营业务	参控关系	直接持股比例	投资额	营业收入	净利润
陕西片仔癀麝业有限公司	养殖业	子公司	60	1800		
片仔癀(上海)生物科技研发有限公司	生物科技研发	子公司	80	800		
厦门片仔癀投资有限公司	投资管理	子公司	100	200		
大健康日化						
贵州片仔癀大明中药饮片有限公司	药品加工及销售	子公司				
漳州片仔癀爱之味生技食品有限公司	饮料生产	子公司	50	2500		
漳州片仔癀生物科技有限公司	保健品生产及销售	子公司	60	480		
福建片仔癀银之杰健康管理有限公司	保健食品, 化妆品	子公司	45	900		
福建片仔癀保健食品有限公司	保健食品生产及销售	子公司	70	2000		
漳州片仔癀日化有限责任公司	护肤护发类日用品	孙公司				
福建片仔癀化妆品有限公司	化妆品经营	子公司	90.19	11406.63	16838.68	34.99
漳州片仔癀上海家化口腔护理有限公司	口腔护理等日用品	子公司	51	9690	5109.32	-3649.8
销售公司						
厦门片仔癀宏仁医药有限公司	批发	子公司	45	9450	61131.59	-322.68
片仔癀(漳州)医药有限公司	批发	子公司	93.93	7855.14	51184.81	168.35
南平片仔癀宏仁医药有限公司	批发	子公司				
福建同春药业股份有限公司	批发	联营企业	24	9746.41	432459.1	4422.87
漳州片仔癀宏仁医药有限公司	批发	孙公司				
泉州片仔癀医药有限公司	批发	子公司				
龙岩片仔癀宏仁医药有限公司	批发	子公司				
福建片仔癀诊断技术有限公司	批发	子公司	60	840		
华润片仔癀药业有限公司	批发	联营企业	49	10125.17	13572.83	174.55
片仔癀宏仁(厦门)大药房有限公司	零售	孙公司				
漳州片仔癀国药堂医药连锁有限公司	零售	子公司	49.5	758.5		
漳州片仔癀馨苑茶庄有限公司	零售	子公司				
厦门湖里片仔癀宏仁中医门诊部	零售	子公司				
福建片仔癀电子商务有限公司	网上批发零售	子公司	100	2880		
医疗器械						
漳州片仔癀医疗器械有限公司	医疗器械	子公司				
福建片仔癀医疗器械有限公司	医疗器械	子公司	47.5	673.27		

资料来源：wind，财通证券研究所

二、片仔癀收入利润持续保持平稳较快增长

2016年公司营业收入达到23.09亿，增速22%，2003年以来，复合增速保持20%，长期保持平稳快速增长。2016营业成本11.79亿元，增长18%。从成本和收入增速周期来看，2007-2010年收入和成本增速保持一致。2010-2013年收入增速超过成本增速，2013-2015年成本增速又超过收入增速，成本增速快于收入增速可能是公司最近一波提价的原因。

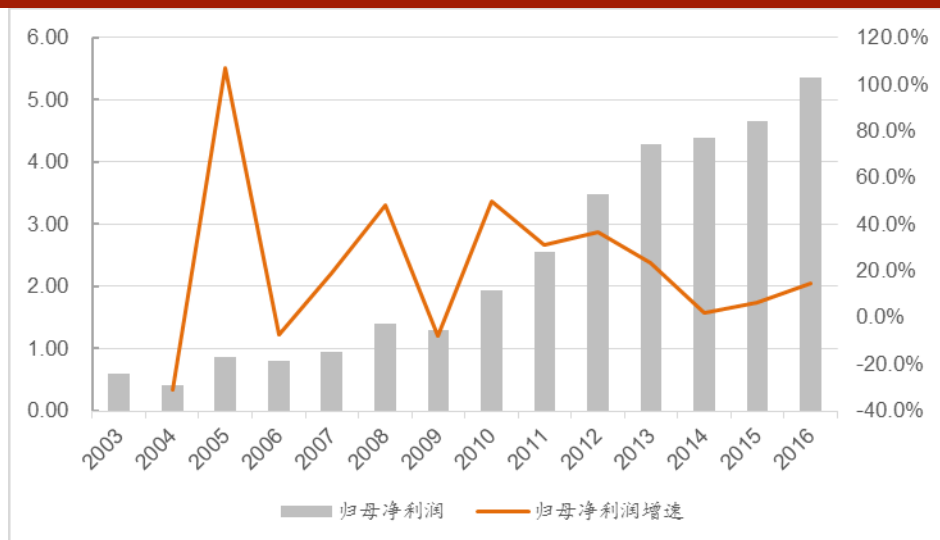
图 1：公司历年营业收入成本及增速



数据来源：wind，财通证券研究所

2016年公司归母净利润达到5.36亿元，增速15%。2013年以来，复合增速保持18%的持续增长。14年主要受到反腐等因素奢侈品消费受到冲击，导致增速下降。

图 2：公司历年归母净利润及增速

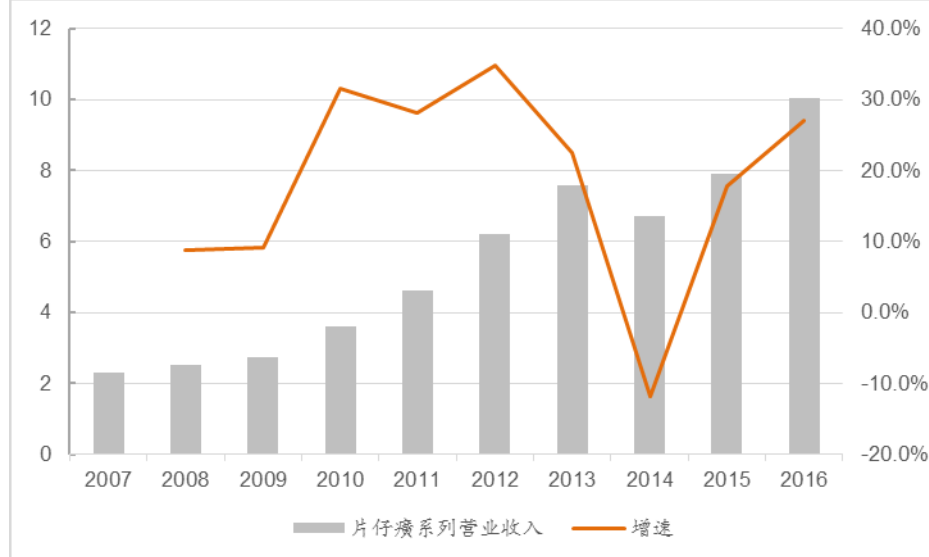


数据来源：wind，财通证券研究所

单看片仔癀营业收入及增速来看，16年片仔癀系列产品增速达到27%，营业收入达到10.04亿元，07年以来复合增速达到17%，10年以来，除了14年负增长10%外，基本

保持20%及以上的增速。

图 3：片仔癀系列产品收入及增速



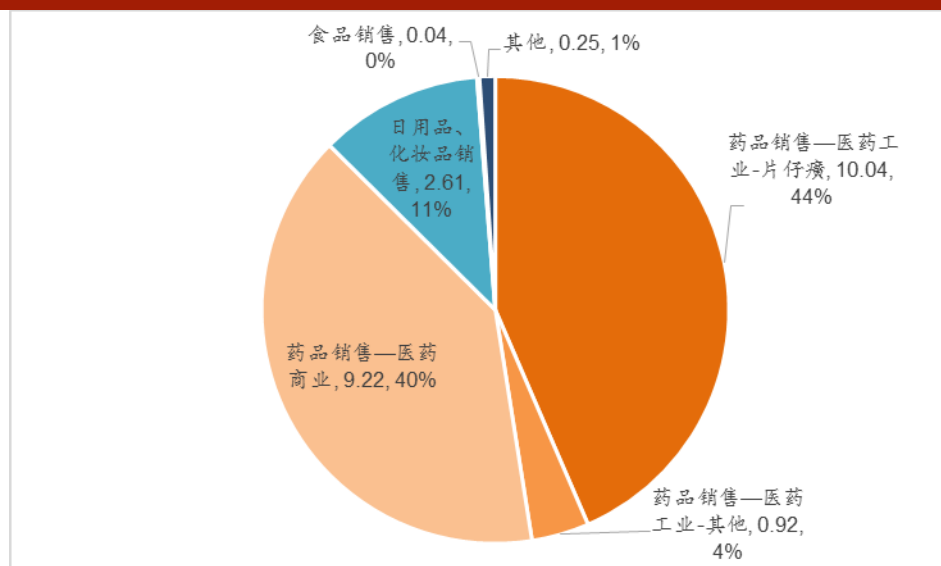
数据来源：wind，财通证券研究所

三、公司营业收入工商并举，创利高度依赖片仔癀系列产品

从公司营业收入组成来看，90%左右均是医药销售，其中医药工业片仔癀系列产品占44%，其他药品制造占4%，医药商业占营业收入40%，日化用品食品等占12%。

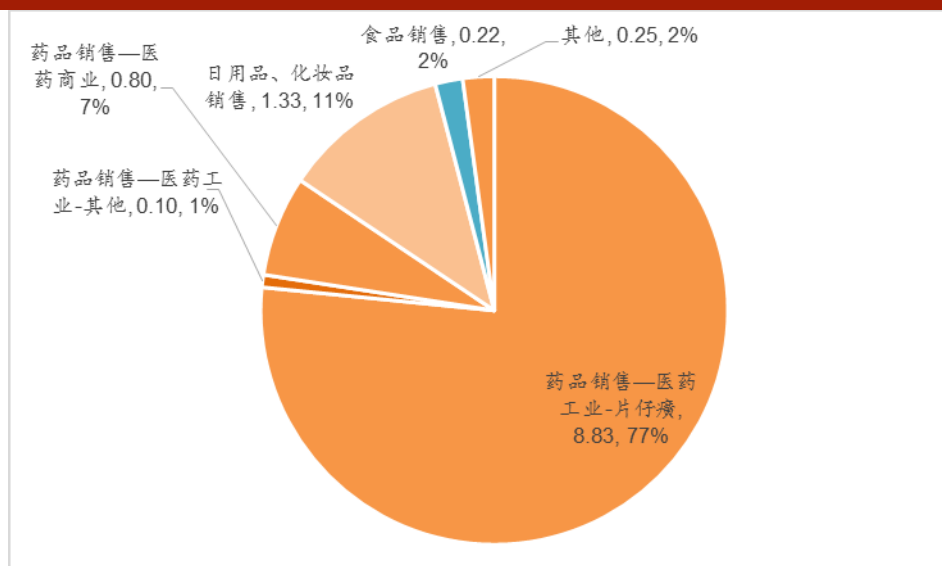
从毛利贡献来看，片仔癀系列产品贡献了77%，医药商业毛利贡献7%，日化用品占13%。可见绝大部分是片仔癀系列产品贡献的。

图 4：2016 年营业收入组成（单位，亿元）



数据来源：wind，财通证券研究所

图 5：2016 年毛利构成（单位：亿元）



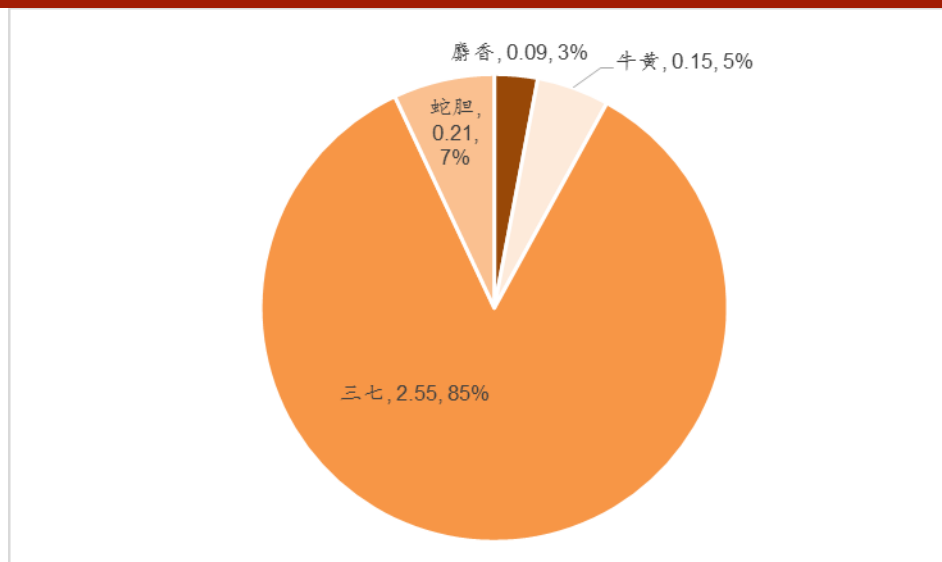
数据来源：wind，财通证券研究所

四、从片仔癀成本构成来看，关键因素是麝香

片仔癀主要成分包括麝香3%，牛黄5%，三七85%，蛇胆7%，由于片仔癀系列产品均使用天然麝香，天然麝香需要来自野生或者人工养殖的麝，如黄金般珍贵，是成本的主要组成部分，牛黄、蛇胆、三七的供给比较充足。

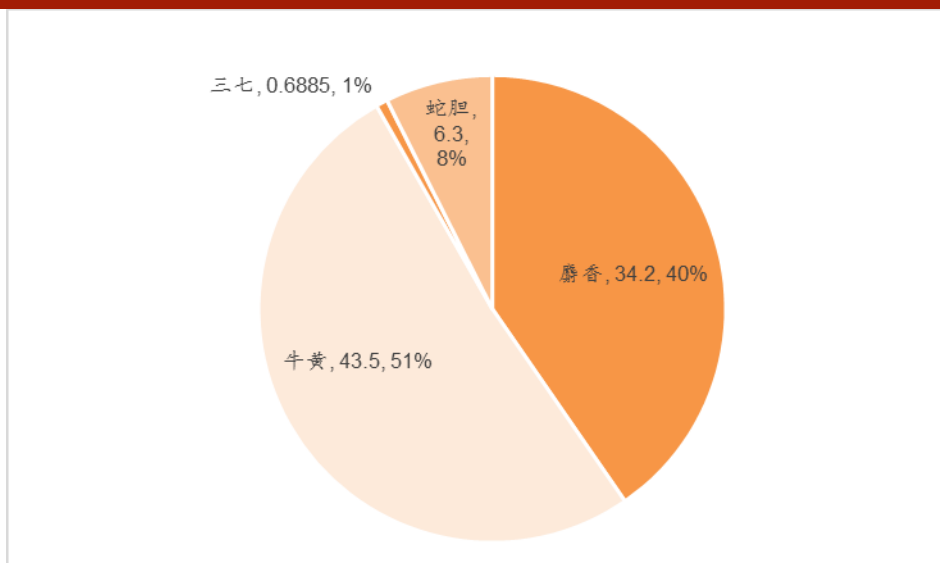
通过网上信息了解到，蛇胆大约30元/g，天然麝香价格380元/g，天然牛黄价格290元/g，三七价格270元/kg。

图 6：片仔癀成分构成（每粒 3g 规格含量）单位克



数据来源：wind，财通证券研究所

图 7：片仔癀成本构成（每粒 3g 成本）



数据来源：wind，财通证券研究所

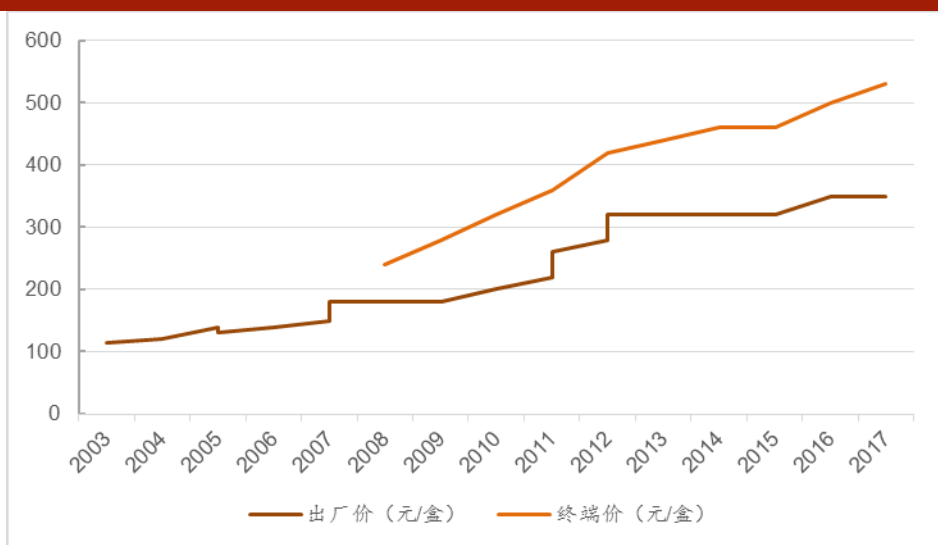
五、片仔癀原料天然麝香供给需求情况

从成本来看，主要是天然麝香和天然牛黄的价格影响，天然牛黄最近价格也呈现缓慢上涨的情况，从供给端来看，野生麝已经从1958年的500万头下降到不足10万头，20世纪50年代中期，全国有麝300万只，年产麝香2500kg，国家全面禁止捕杀，对供给的影响已经可以忽略，目前国内养麝数量约在20000头，按照公麝每年生产15g的水平，整体产能在150kg，预计能够保持20-25%的增速。目前国内整体天然麝香的产量约500kg，部分来自库存。

据统计，我国医药行业平均每年天然麝香需求在1000 kg以上。目前由于供给的限制，以及各大中药企业积极囤积天然麝香，导致销售量低于麝香产量，部分非珍贵中药已经放弃使用天然麝香，面临退市的风险。国家林业局在2016年又批准了7个品种可以使用天然麝香，因此需求可能进一步加大。

供不应求，成本快速上涨是导致片仔癀提价的主要因素，由于需求刚性，提价不会导致需求量下降。

图 8：片仔癀提价情况



数据来源：wind，财通证券研究所

六、公司在精品中药领域具有显著竞争优势

公司潜在客户量巨大，一旦产能扩大，空间巨大。国内肝病患者数量极大，乙肝携带者约一亿人，慢性乙肝患者约2800万，另外普通人中约20-30%患有脂肪肝和酒精肝患者。

片仔癀由于稀缺和疗效确定，已经形成精品中药，主要针对高端人群，相对于高端滋补保健品和OTC产品，公司具有很强的竞争优势。

公司由于具有国家绝密配方的优势，具有不可替代性，已经形成品牌，并非类似产品可以与其竞争，比如厦门中药厂的八宝丹等，也不是其他含有天然麝香的中药产品可以替代，且其他含有天然麝香的产品针对症状也不同。

七、公司营销开始发力，侧重华北布局

公司营销网点主要分布在福建、广东、上海，天津河北山东也在快速布局。之前公司营销方面投入不强，一方面也是由于产品供不应求，未来公司将通过打造片仔癀体验馆的方式大力推广公司品牌，扩大影响力，以文化传播、产品推介、产品体验的形式进行品牌推广。

另外营销团队的加强，对于公司衍生产品，如药妆、牙膏等产品的快速发展也有推动作用。

公司近日增资了电子商务公司，电子商务公司对于公司互联网销售起到了重要作用。

八、盈利预测

目前来看，公司产品进入提价周期，预计每年提价幅度15%，片仔癀系列销量增速10%，整体保持25%的增速。未来随着麝养殖量的快速增长，销量的增速有望提升10个百分点。

点，对于公司盈利有进一步的增厚。预计公司2017~2019年EPS分别为1.15元、1.46元、1.85元，对应PE分别为50.2倍、39.5倍、31.2倍。给予公司为“增持”评级。

九、风险提示

提价不及预期，产能瓶颈制约，营销拓展缓慢等。

表 3: 公司财务报表预测

财务和估值数据摘要					资产负债表				
单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E	科目	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,309	2,749	3,319	4,015	货币资金	1706.1	1500.0	1603.7	1936.5
增长率(%)	22%	19%	21%	21%	应收和预付款项	415.2	497.1	600.1	725.9
归属母公司股东净利润	536.1	695.0	883.0	1,117.5	存货	1126.0	1347.4	1577.3	1849.6
增长率(%)	15%	30%	27%	27%	其他流动资产	165.0	192.4	232.3	281.0
每股收益(EPS)	0.89	1.15	1.46	1.85	长期股权投资	461.1	511.1	561.1	611.1
每股经营现金流(元)	0.73	0.61	1.05	1.34	投资性房地产	614.1	614.1	614.1	614.1
销售毛利率(%)	49%	50%	52%	53%	固定资产和在建工程	256.7	304.6	348.0	385.7
净资产收益率(%)	15%	17%	19%	21%	无形资产和开发支出	293.4	281.7	270.0	258.2
市盈率(P/E)	65.1	50.2	39.5	31.2	其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率(P/B)	10.0	8.8	7.6	6.5	资产总计	5037.8	5248.6	5806.8	6662.3
利润表					短期借款	350.9	123.2	0.0	0.0
科目	2016	2017E	2018E	2019E	应付和预收款项	224.0	187.1	219.1	256.9
营业收入	2309	2749	3319	4015	长期借款	299.9	299.9	299.9	299.9
营业成本	1179	1362	1594	1867	其他负债	77.2	77.2	77.2	77.2
营业税金及附加	30.56	32.99	39.83	48.18	负债合计	1287.1	1037.7	1011.2	1126.8
销售费用	274.8	332.7	408.3	501.9	股本	603.3	603.3	603.3	603.3
管理费用	217.6	259.1	310.4	373.1	资本公积	637.9	637.9	637.9	637.9
财务费用	-10.8	-2.9	-10.0	-16.1	留存收益	1780.9	2738.7	3356.8	4139.1
资产减值损失	-16.10	-10.00	-10.00	-10.00	归属母公司股东权益	3493.4	3979.9	4598.0	5380.3
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	257.3	231.0	197.5	155.1
投资净收益	6.61	20.00	20.00	20.00	股东权益合计	3750.7	4210.9	4795.5	5535.4
营业利润	608.5	774.6	986.3	1250.3	负债及权益合计	5037.8	5248.6	5806.8	6662.3
营业外收支净额	0.7	8.0	8.0	8.0	现金流量表				
利润总额	609.2	782.6	994.3	1258.3	科目	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	102.4	125.2	159.1	201.3	经营性现金净流量	442.8	370.1	631.7	808.1
净利润	506.8	657.4	835.2	1057.0	投资性现金净流量	-257.8	-140.0	-140.0	-140.0
少数股东损益	-29.3	-37.7	-47.8	-60.5	筹资性现金净流量	49.4	-436.2	-388.1	-335.3
归属母公司股东净利润	536.1	695.0	883.0	1117.5	现金流量净额	234.5	-206.1	103.7	332.8
每股收益(元)	0.89	1.15	1.46	1.85					

数据来源: Wind, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。