

港资还在加仓！可汇添富、富国、易方达、华夏却反着干！到底啥情况？（优塾财务估值建模）

10月25日下午，这家公司发布了三季报——2019年前三季度，实现营业收入43.42亿元，同比增长21.07%；归母净利润为11.09亿元，同比增长20.56%；经营活动现金流净额为40.85亿元；毛利率为44.76%；净利率为25.82%。

从机构持仓情况来看，前20大机构持仓股东中，不乏汇添富、富国基金、易方达、华夏基金等机构投资者。不过，2019年三季度，汇添富、富国基金、易方达、华夏基金等机构投资者，仓位均有不同程度的下调。而港资，则在小幅度加仓。

之前对本案做过几次研究，研究时点和画风如下：



图1：股价图（单位：元） 来源：wind

从2003年上市至今，前复权股价从最低点1.55元，上涨至最高130.79元。它的核心产品，一粒售价530元，重量却仅为3g。按照每克单价来看，它的贵重程度远甚于贵州茅台。这还不算什么，在2017年北京保利12周年春季拍卖会上，三盒（30粒）片仔癀拍出了16.1万元的高价，平均一盒约5.4万元。

因为原材料稀缺，自2005年至今，它提价了11次，价格上涨约2倍。

它，就是品牌中药——**片仔癀**，主要产品为片仔癀系列产品，主治肝病。它，以 249.03 亿元的品牌价值，在中华老字号品牌中排名第二，远远高于东阿阿胶（198.32 亿元）、九芝堂（111.8 亿元）等品牌中药公司。

本报告中，将根据 2019 年三季报，对其财务模型 Excel 表格进行更新，并为大家梳理半年报的核心要点：

从增长质量来看——营业收入同比增长 21.07%，应收款项同比增长 3.45%，销售费用率同比下降 0.09%，存货同比增长 14.04%。整体来看，其营业收入增长质量良好，未使用“经销商压货”、“大幅投放广告”等刺激手段。同时，存货和营收基本同比例上涨，主要由于其在囤积稀缺原材料，属于良性增长范畴。

从盈利能力来看——2019 年前三季度，其毛利率为 44.76%，同比增加 0.94%；净利率为 25.82%，同比增加 0.42%。

从营运资本来看——2019 年三季度末，应收款项同比增长 3.45%，应收账款周转率同比提高 0.76 次。同时，其存货周转率出现下幅度下降，2019 年三季度末为 1.36 次，同比下降 0.04 次。

简单总结这份三季报：1、营收持续增长，盈利能力进一步提升；2、牛黄、麝香供需差异大，未来涨价确定性高，尤其牛黄今年仍在涨价；3、今年本案截至目前未提价，验证了我们三个月前的判断。

好，数据研究到这里，有很多问题，值得我们在估值建模过程中深入思考：

1) 其三季报发布后，到底有哪些值得分析的因子？从建模角度，这些变动的因子，将如何影响财务建模？

2) 2019 年三季报业绩，与之前的预估相差多少？其中，有哪些数据假设需要做更新？

3) 此次，根据 2019 年三季报数据更新后，在什么样的区间？和之前的数据相比，究竟是贵了，还是便宜了？

4) 本次更新报告中，值得思考的核心问题就是：同属于保健品的大赛道，在现金流差异不大的情况下，片仔癀的市值比汤臣倍健高出 2 倍还多，这个差异是否合理？

今天，我们就以片仔癀入手，研究一下品牌中药领域的估值逻辑。对相关公司，我们之前研究过云南白药、东阿阿胶、同仁堂国药等；此外，对制药行业，我们还研究过恒瑞、石药、华东、中生、瀚森等，对“带量采购”等政策，也做了深度分析。购买专业版估值报告库，查询相关报告，以及 [Excel 财务建模表格](#)。

— 01 —



2019 三季报更新

新增数据，建模假设



由于三季报没有分项数据拆分披露，因此，我们主要通过券商披露的信息，确定是否调整假设，调整部分用紫色字体标出；否则仍用中报更新的蓝色字体表示。这次三季报，主要估值假设有以下几部分：

1、收入增速——2019 年前三季度，实现营业收入 43.42 亿元，同比增长 21.07%，略高于我们之前预估的 18.26%。分业务来看：

A、医药工业业务：根据券商披露来看，2019 年前三季度，其医药工业业务的增速约为收入增速为 22.38%，高于我们的预测值（15%），主要由于 2019 年第三季度，其体验馆建设速度提升，截至第三季度，其体验馆数量约 250 家，使其收入贡献提升。我们将对这部分假设进行调整；

同时，考虑到提价情况、销量增长情况我们很难测算，因此，我们在本次更新中增加了另一种较保守的方法对其进行预测。

B、医药商业业务：收入增速为 18.43%，高于我们的预测值（13%），但由于该业务历史业绩增速波动较大。加之，从第三季度单季度收入增速来看，其同比增速仅为 11.4%，因此，我们不对其假设进行调整；

C、化妆品、日用品业务：收入增速为 33.14%，低于我们的预测值，因此，我们将对这部分假设进行调整；

D、食品业务：由于券商研报与三季报并未披露该业务的收入增速，因此，我们不对这部分假设进行调整。

2) 分析师预期——根据 2019 年三季报公布后，各大卖方机构对其未来收入增速预测进行小幅度的下调，营业收入增速分别为 23.04%、22.14%、21.72%（原为 25.15%、23.16%、22.79%）。其中，国盛证券为 21.6%、19.4%、18.3%；东兴证券为 23.86%、22.72%、22.17%。

4) 成本假设（毛利率变化）——2019 年三季报，毛利率为 44.76%，与 2018 年同期数据差距不大。但是，由于其核心产品片仔癀的主要原材料麝香、牛黄近年来不断涨价，未来其毛利率可能会出现下滑。因此，我们在此处设置情景开关。

乐观假设：片仔癀未来涨价幅度能够覆盖由于原材料上涨，造成的成本上升，未来毛利率维持 2018 年水平；

保守假设：未来片仔癀的涨价幅度仍保持较低水平，无法覆盖成本上升。由于 2019 年毛利率变动幅度不大，因此，假设 2019 年毛利率维持 2018 年水平，2020 年-2023 年其毛利率年下降幅度，维持近五年平均水平（1.5%）。

5) 费用率假设——2019 年三季报显示，其销售费用率为 8.24%，同比下降 0.09%；管理费用率（含研发）为 6.2%，同比上涨 0.36%。考虑到其费用率变化不大，因此，我们不对原假设进行调整。

6) 其他假设——资本支出及营运资本变动较小，我们维持原假设保持不变。

以下，附上更新后的建模报告，以及数据调整后的 Excel 表，大家可以将更新部分和以前的数据做一些仔细对比，深入感受一下——根据最新的半年报，基本面到底发生了哪些细微变化？这些细微的变化因子，将如何影响内含价值？

— 02 —



稀缺，巨头



片仔癀，成立于 1999 年。其控股股东为漳州市九龙江集团，持股比例为 57.92%，实控人为漳州市国资委。另外，股东名单中不乏中央汇金、汇添富、中欧基金、富国基金等明星机构。

从机构持仓情况来看，相比 2019 年中报，2019 年三季度，包括汇添富、富国基金、易方达、华夏基金在内的机构投资者，仓位均有不同程度的下降。而港资，则在小幅度加仓。

序号	机构名称	机构类型	合并数量(万股)	占流通A股比例(%)	合并数量(只)	合并明细
1	漳州市九龙江集团有限公司	一般法人	34,945.57	57.92	1	点击浏览
2	香港中央结算有限公司	陆股通	1,315.99	2.18	1	点击浏览
3	中国证券金融股份有限公司	一般法人	1,125.35	1.87	1	点击浏览
4	汇添富基金管理股份有限公司	基金	569.93	0.94	8	点击浏览
5	林园投资21号私募投资基金	阳光私募	390.09	0.65	1	点击浏览
6	中央汇金资产管理有限责任公司	一般法人	340.57	0.56	1	点击浏览
7	富国基金管理有限公司	基金	303.38	0.50	5	点击浏览
8	漳州市国有资产投资经营有限公司	一般法人	301.78	0.50	1	点击浏览
9	前海开源基金管理有限公司	基金	288.53	0.48	9	点击浏览
10	林园投资29号私募投资基金	阳光私募	255.79	0.42	1	点击浏览
11	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	保险公司	222.96	0.37	1	点击浏览
12	东方基金管理有限公司	基金	70.29	0.12	5	点击浏览
13	广发基金管理有限公司	基金	40.59	0.07	2	点击浏览
14	易方达基金管理有限公司	基金	30.17	0.05	2	点击浏览
15	华富基金管理有限公司	基金	20.00	0.03	1	点击浏览
16	景顺长城基金管理有限公司	基金	12.65	0.02	1	点击浏览
17	申万菱信基金管理有限公司	基金	9.58	0.02	1	点击浏览
18	宝盈基金管理有限公司	基金	7.06	0.01	1	点击浏览
19	中信保诚基金管理有限公司	基金	6.96	0.01	1	点击浏览
20	华夏基金管理有限公司	基金	4.99	0.01	1	点击浏览

图：2019 年三季度机构持仓 来源：wind

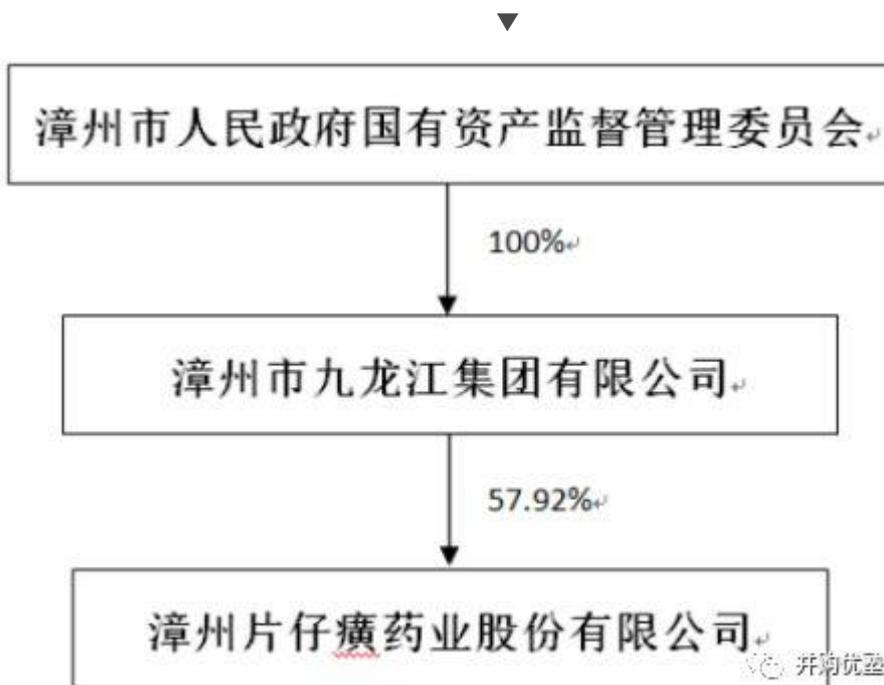


图 2：股权结构图（单位：%） 来源：年报

片仔癀，其实不仅仅是制药公司，其收入主要来源于四大业务：医药工业、医药商业、日用品和化妆品、食品。其中：

- 1) 医药工业——涉及肝病、感冒、呼吸系统、皮肤科等用药。主要产品包括片仔癀、片仔癀胶囊、复方片仔癀系列、茵胆平肝胶囊、川贝清肺糖浆等。
- 2) 医药商业——主要覆盖漳州地区的医药流通。
- 3) 日用品和化妆品——主要产品为片仔癀牙膏、皇后牌片仔癀珍珠膏/霜等。
- 4) 食品——主要为保健食品和功能性食品。

从收入利润结构来看，其收入主要来源于医药商业，占比为 **49.61%**，其次为医药工业（**39.62%**）、日用品和化妆品（**10.5%**），食品（**0.27%**）。但是，由于医药商业的毛利率较低，因此其毛利主要来源于医药工业，占比为 74.92%，其次为日用品和化妆品（13.47%）、医药商业（11.44%）、食品（0.17%）。

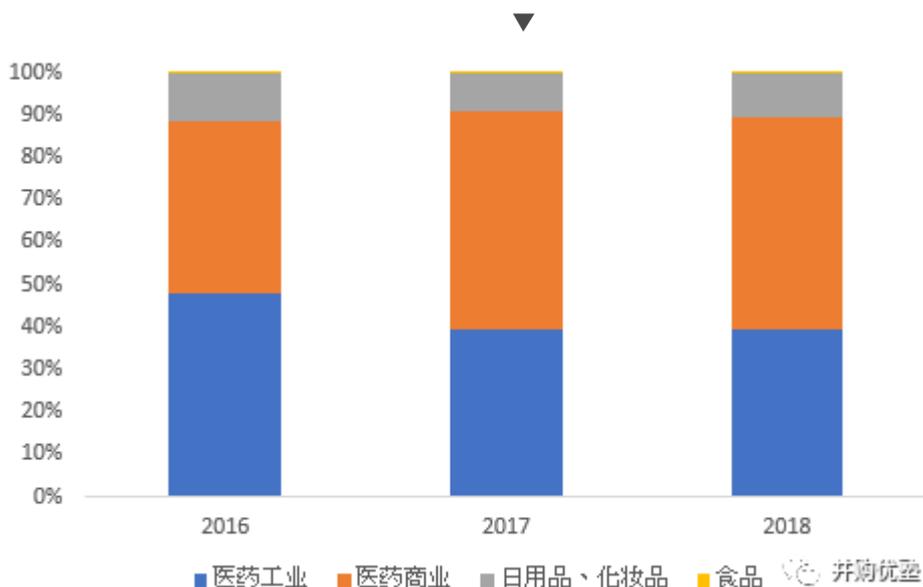


图 3：收入结构（单位：%） 来源：并购优塾

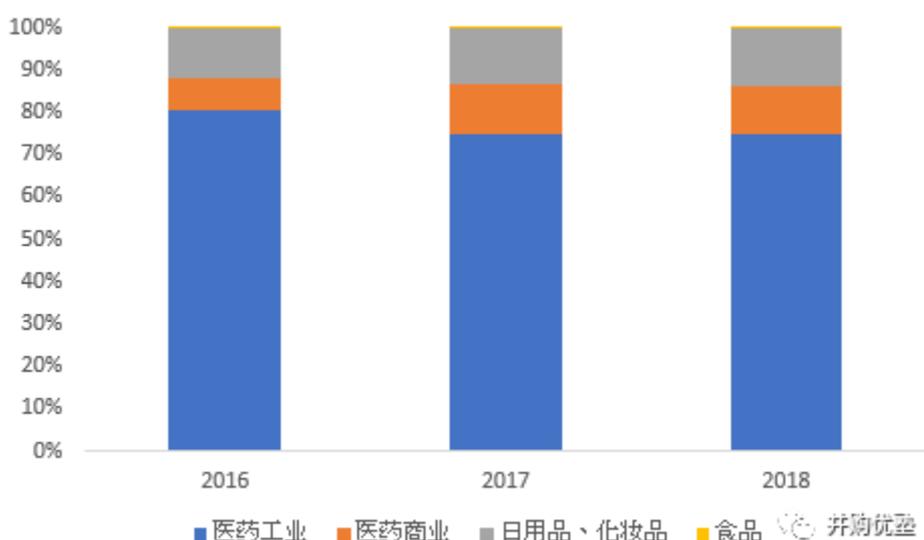


图 4：毛利结构（单位：%） 来源：并购优塾

2018 年，其前五大客户销售额为占年度销售总额的比重为 10.57%，较分散；前五大供应商采购额占年度总采购额的比重为 15.55%，同样较分散。

我们回看其最近三年一期业绩——2016 年至 2019 年三季度，其营业收入分别为 23.09 亿元、37.14 亿元、47.66 亿元、43.42 亿元；归母净利润分别为 5.36 亿元、8.07 亿元、11.43 亿元、11.09 亿元；经营活动现金流净额分别为 3.95 亿元、6.77 亿元、6.12 亿元、11.24 亿元；毛利率分别为 48.95%、43.26%、42.42%、44.76%；净利率分别为 21.95%、21.01%、23.68%、25.82%。

从增速上来看，近三年其营收年复合增速为 43.67%，净利润年复合增速为 49.23%，净利润增速高于营收增速。以上业务，构成了本案特殊的财报结构：

1) 从资产负债表上看——2018 年，其资产总额为 66.58 亿元，其中，占比较高的科目为货币资金（41.85%）、存货（25.05%）、长期股权投资（8.06%）、应收账款（6.66%）、可供出售金融资产（5.37%）。负债总额为 13.5 亿元，其中，占比较高的科目为短期借款（9.01%）、其他应付款（3.16%）、应付账款（2.87%）。

2) 从利润表上看——2018年，其营业收入为47.66亿元，其中，营业成本花了57.58%，销售费用花了8.23%，管理费用花了5.05%，研发费用花了2.12%，税金及附加花了0.91%，最后净利润花了23.68%。

在进行估值建模之前，我们来看一组基本面数据：

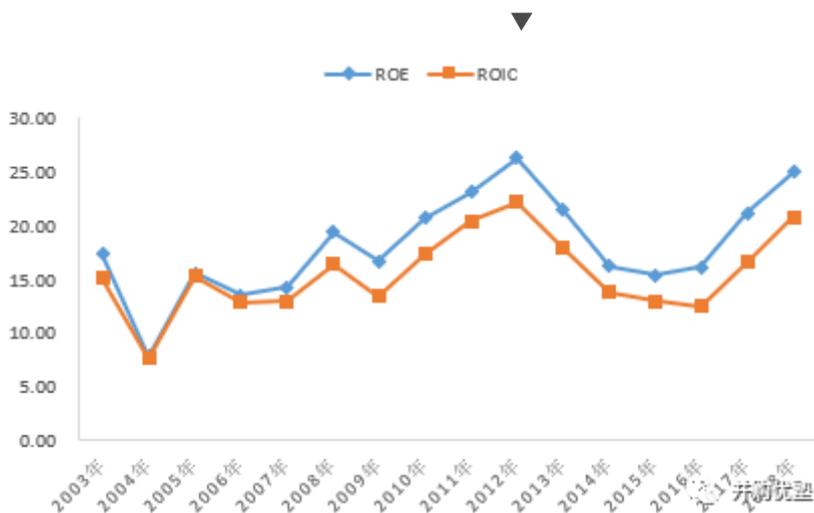


图5: ROE、ROIC (单位: %) 来源: 并购优塾



图6: 营业收入及增速 (单位: 亿元/%) 来源: 并购优塾

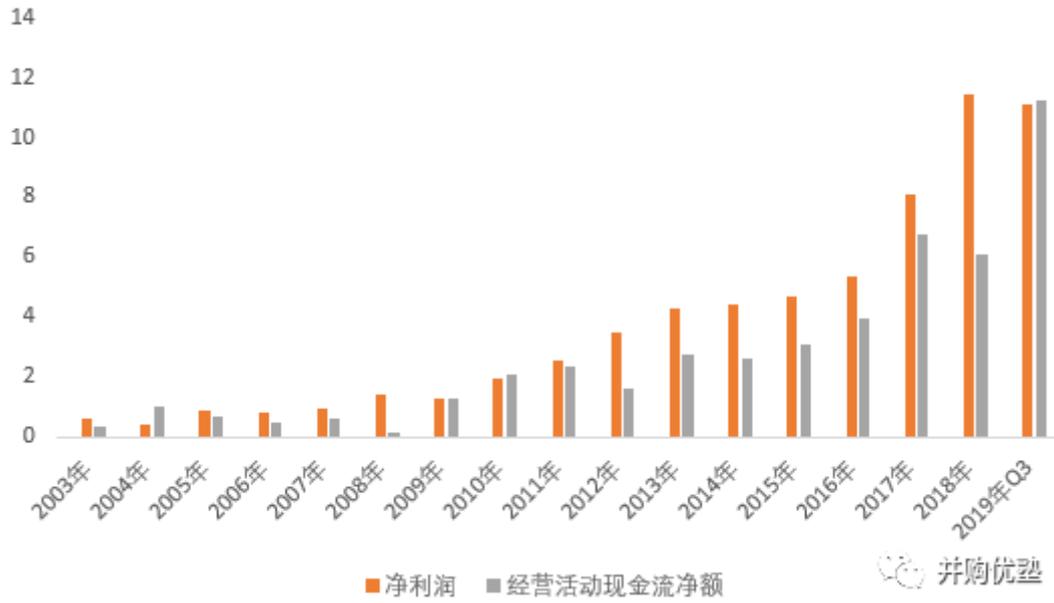


图 7：净利润、经营活动现金流净额（单位：亿元）

来源：并购优塾

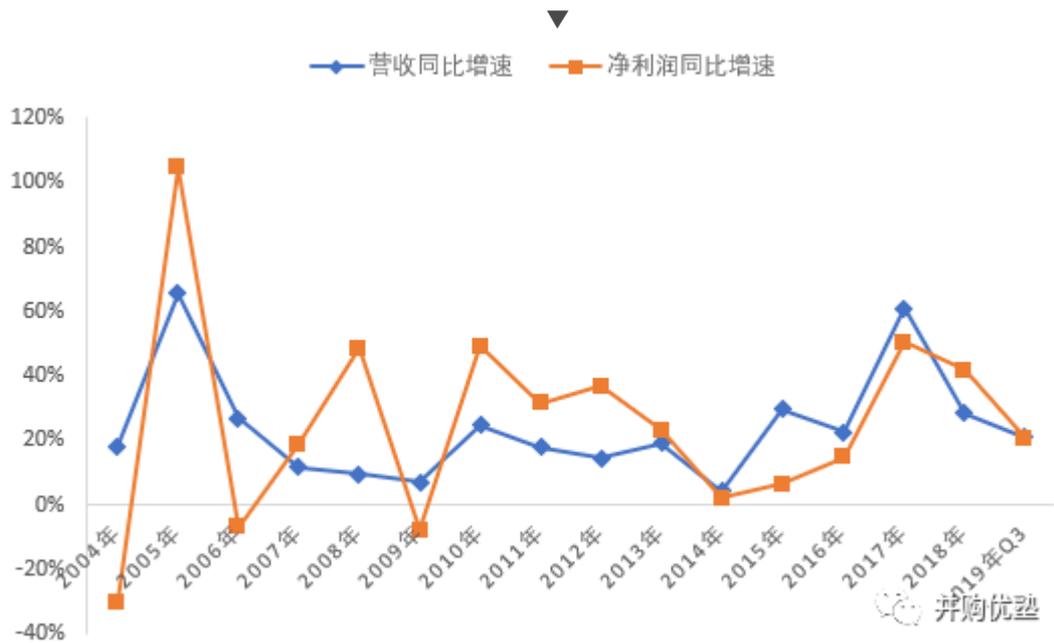
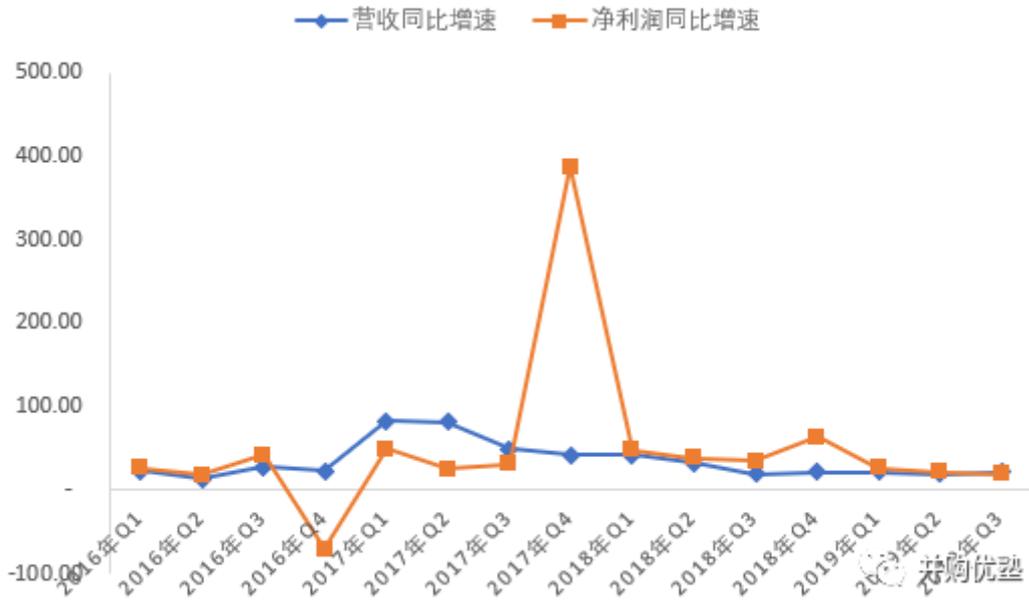


图 8：营收、净利润增速（单位：%）

来源：并购优塾



图：季度营收、净利润增速（单位：%）

来源：并购优塾



来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

图：片仔癀历史提价（单位：元/美元）

来源：国金证券

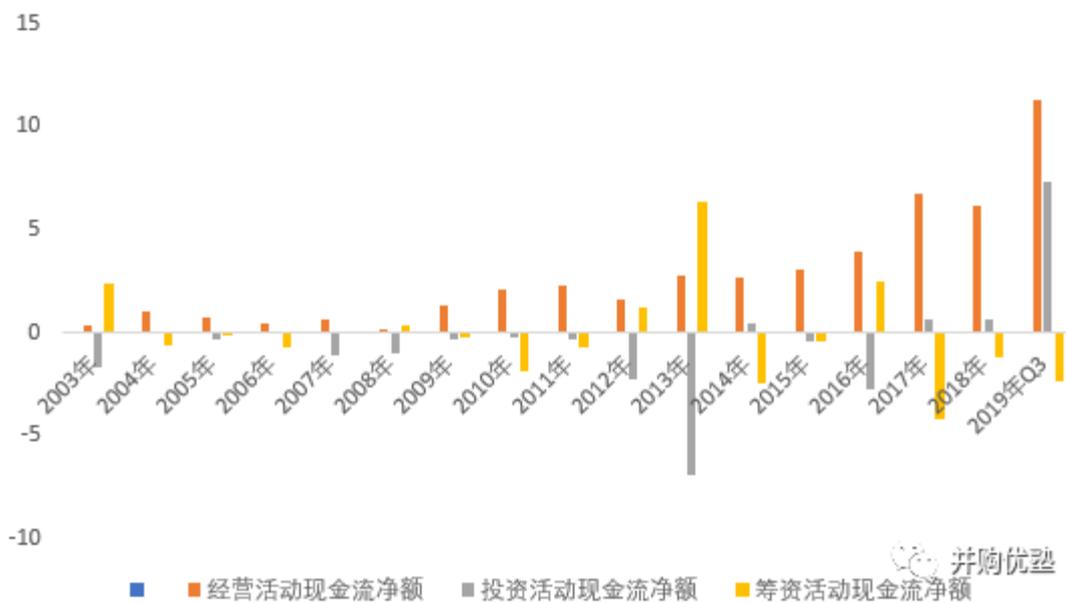


图 9：现金流（单位：亿元）

来源：并购优塾

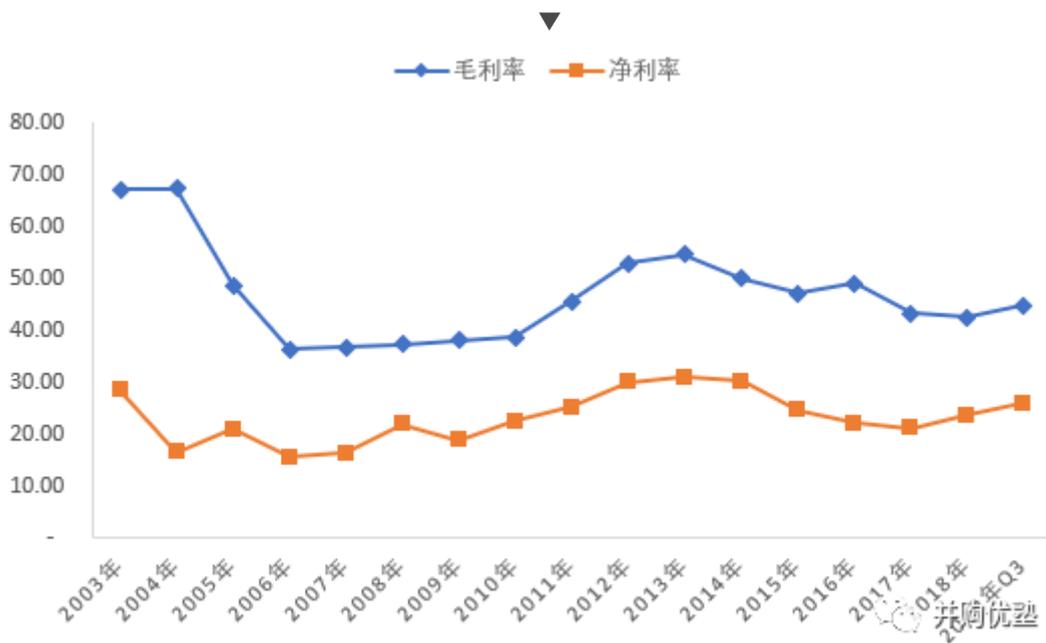


图 10：毛利率、净利率（单位：%）

来源：并购优塾

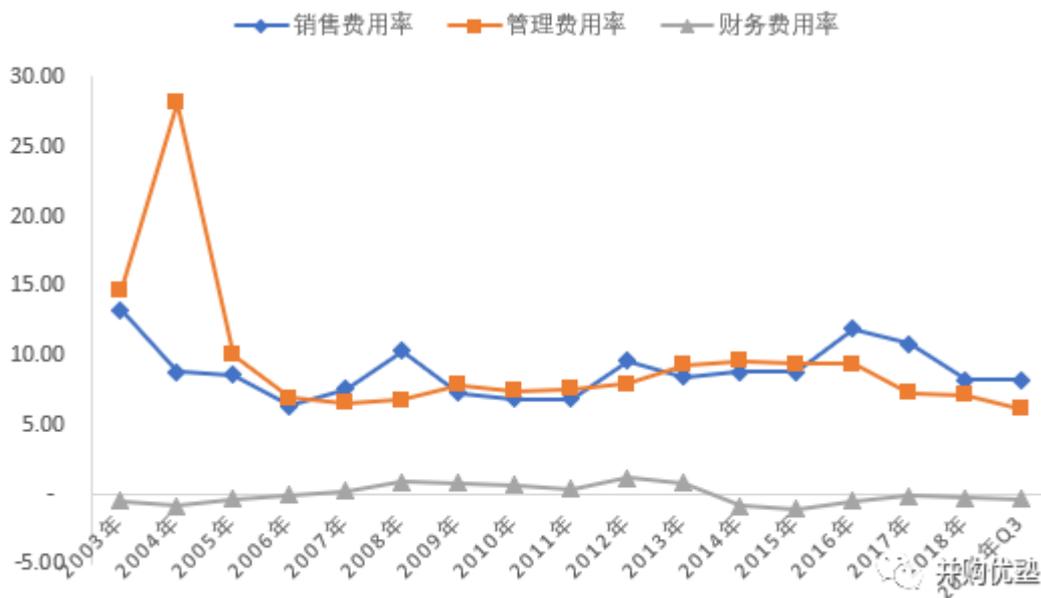


图 11: 期间费用率 (单位: %)

来源: 并购优塾

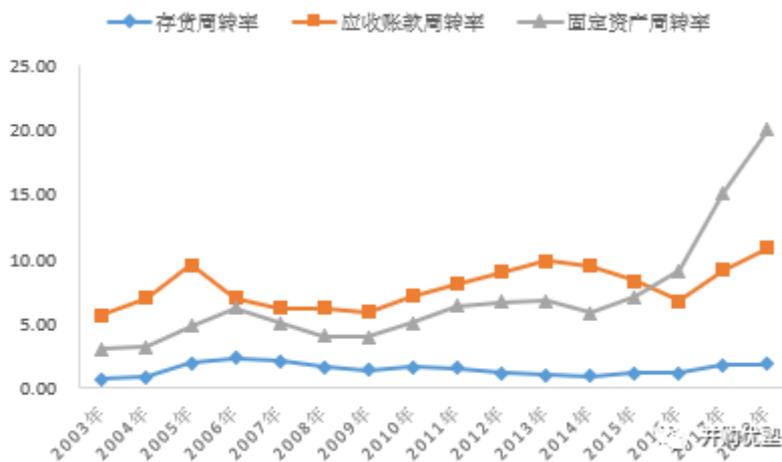


图 13: 周转率 (单位: 次)

来源: 并购优塾

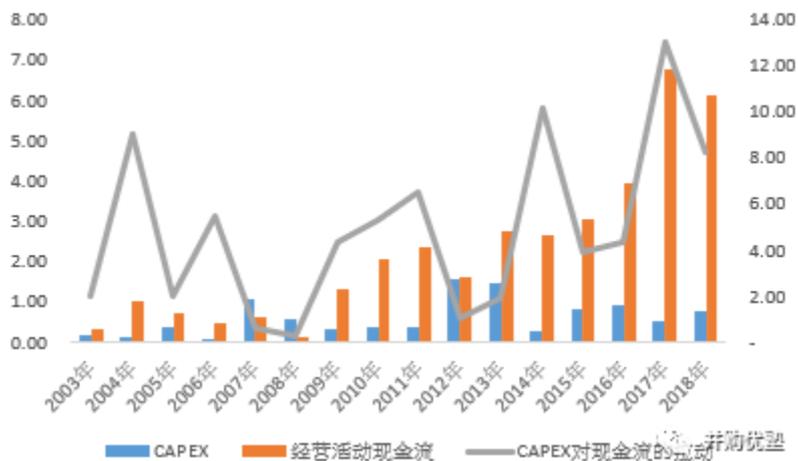


图 14: CAPEX 对现金流的拉动 (单位: 亿元/倍)

来源: 并购优塾

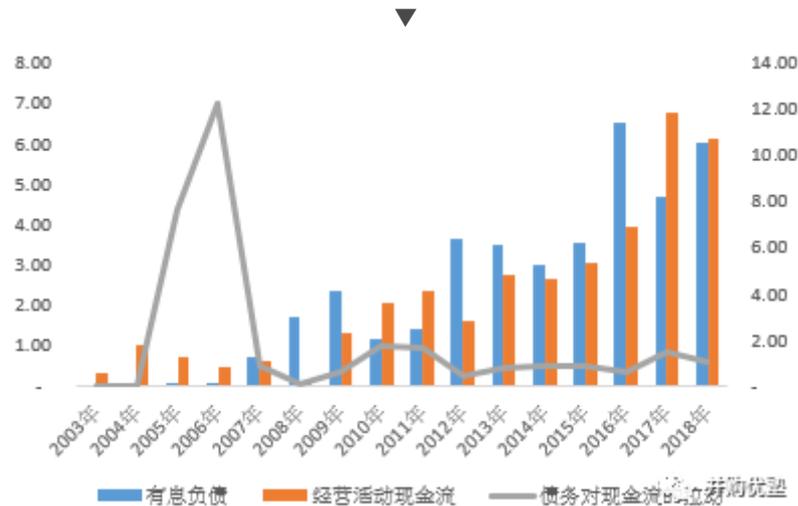


图 15: 有息负债、现金流 (单位: 亿元/倍)

来源: 并购优塾

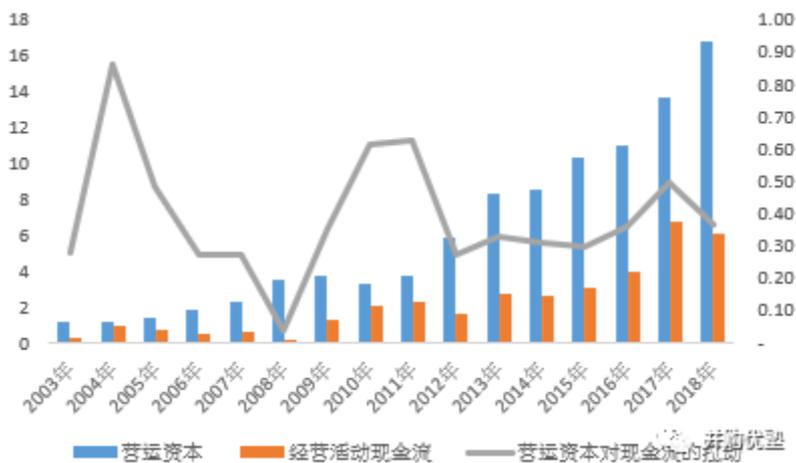


图 16: 营运资本对现金流的拉动 (单位: 亿元/倍)

来源: 并购优塾

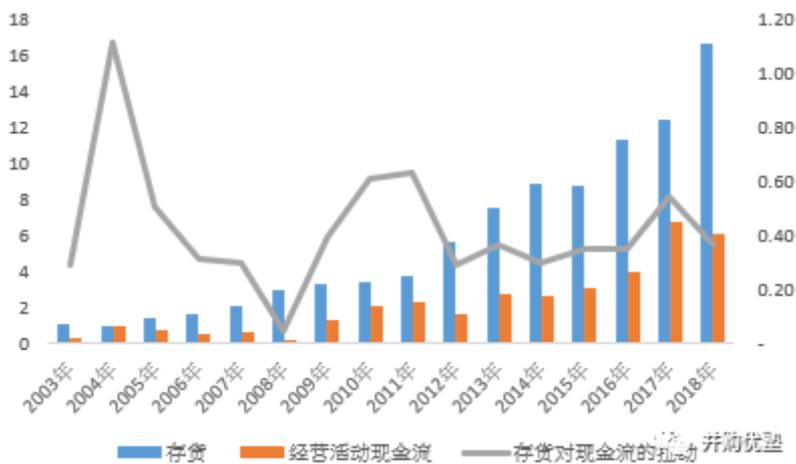


图 17: 存货对现金流的拉动 (单位: 亿元/倍)

来源: 并购优塾

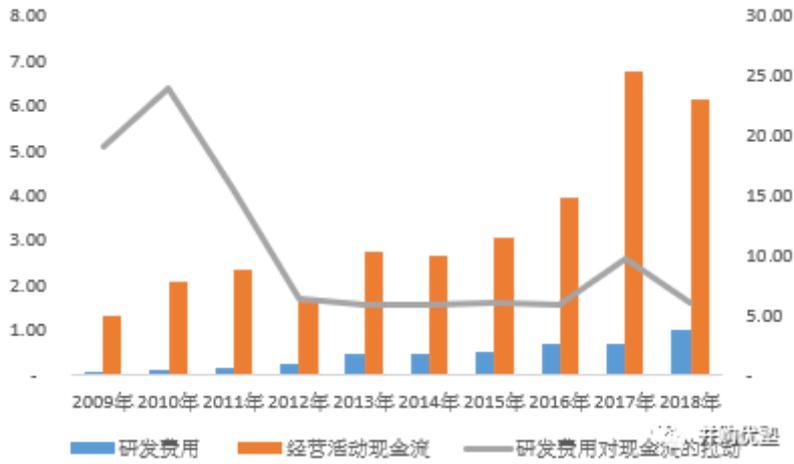


图 18: 研发费用对现金流的拉动 (单位: 亿元/倍)

来源: 并购优塾

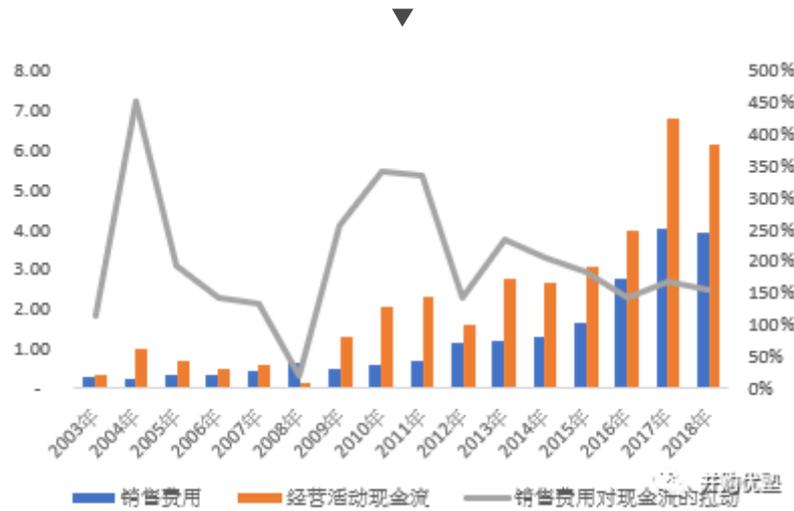


图 19: 销售费用对现金流的拉动 (单位: 亿元/倍)

来源: 并购优塾

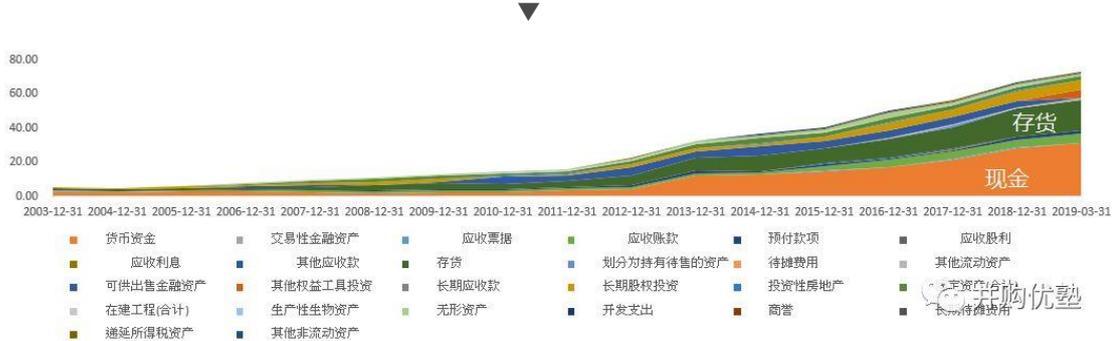


图 20: 资产结构 (单位: 亿元) 来源: 并购优塾

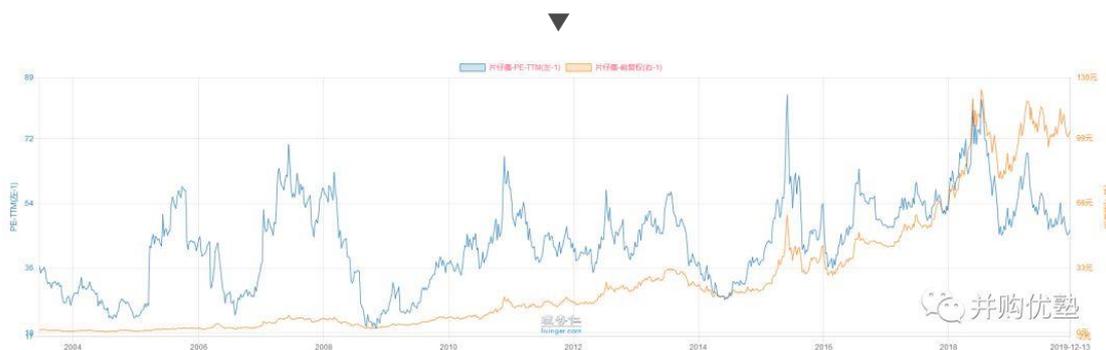


图 21：股价图、PE（单位：元/倍） 来源：理杏仁

分析完以上数据后，最重要的问题来了——片仔癀作为稀缺性的品牌中药，其估值建模，到底应该从哪里入手？

— 03 —



历史增速，回顾



要想对本案做估值建模，两大问题必须弄清楚：1）稀缺原材料推动涨价预期；2）中高端消费人群的渗透对需求的拉动。带着两大问题，我们接着往下研究。

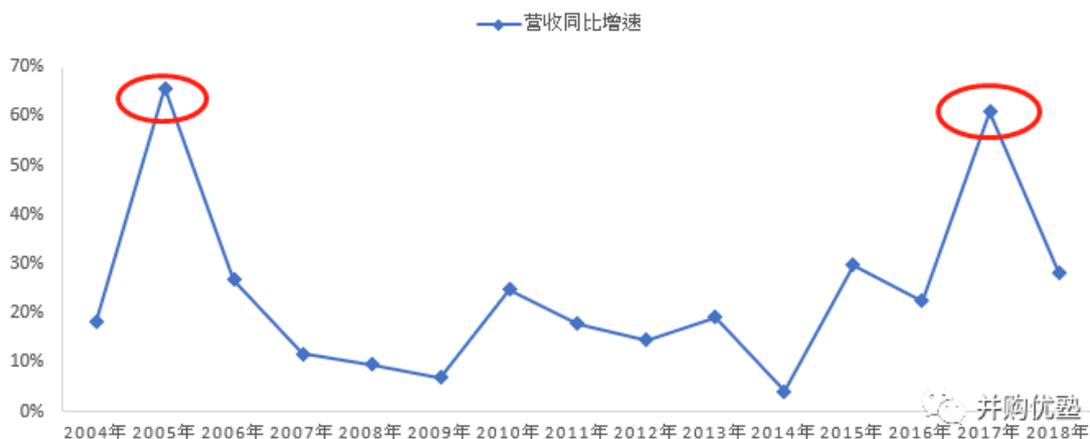


图 22：营收增速（单位：%）

来源：并购优塾

从历史增速来看，其收入增速共有两个高点：2005 年和 2017 年。其中，2005 年营收增速较高，主要由于当年新增了医药流通业务，主要进行中药材、中药饮片、中成

药、化学原料药及制剂等药品的销售。由于医药流通业务的收入规模较大，导致当年营收增速较高。

2017 年营收增速较高，主要有两方面原因：

一方面，受福建省中成药、中药材销售市场增速上涨影响，医药流通收入增速较快；另一方面，对内销和出口的片仔癀锭剂进行了提价，提价幅度均为 6%，使当年的肝病业务收入上涨较快。

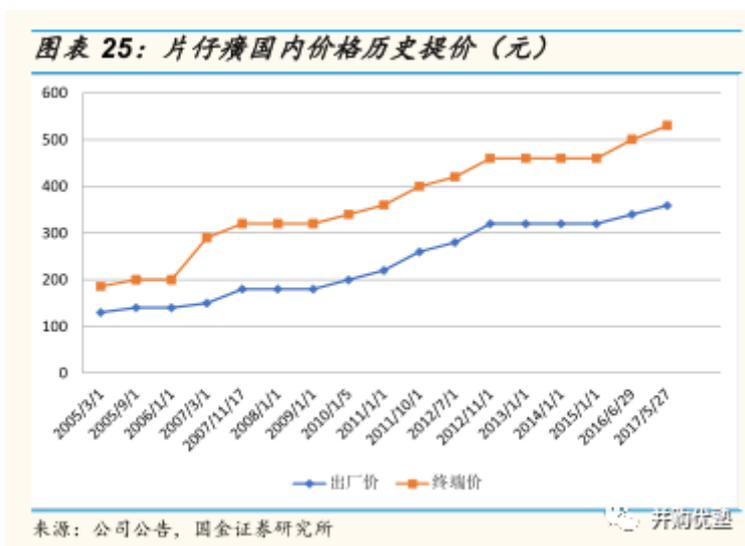


图 23: 片仔癀国内价格 (单位: 元)

来源: 国金证券

由于其收入中，医药流通占比较大，所以，使得提价对于收入增速的带动并不明显，但是如果看净利润增速，则提价的年份和净利润增速上涨的年份，较为匹配。

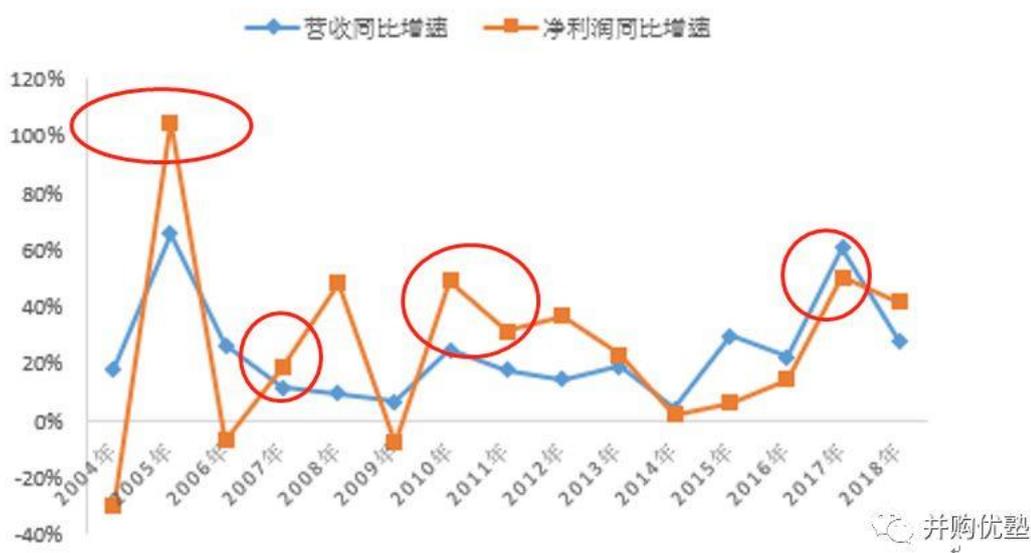


图 24: 营收、净利润增速 (单位: %)

来源: 并购优塾

整体可见, 其业绩增速变动, 主要有两大驱动因素——医药流通业务增长、片仔癀涨价。那么, 这两大业务, 未来走向该如何预判?

— 04 —



医药流通, 简单预测



医药流通业务虽然收入占比高, 但是, 整体对利润的贡献小, 我们简单分析:

片仔癀的医药流通, 主要集中在福建省, 且以漳州市为主。主要是对中药材、中药饮片、中成药、化学原料药及其制剂、抗生素、生化药品、生物制品、诊断药品等的销售。其中, 主要以中药为主。

因此, 其历史医药流通业务的收入增速, 与福建省中药销售额的增速密切相关。



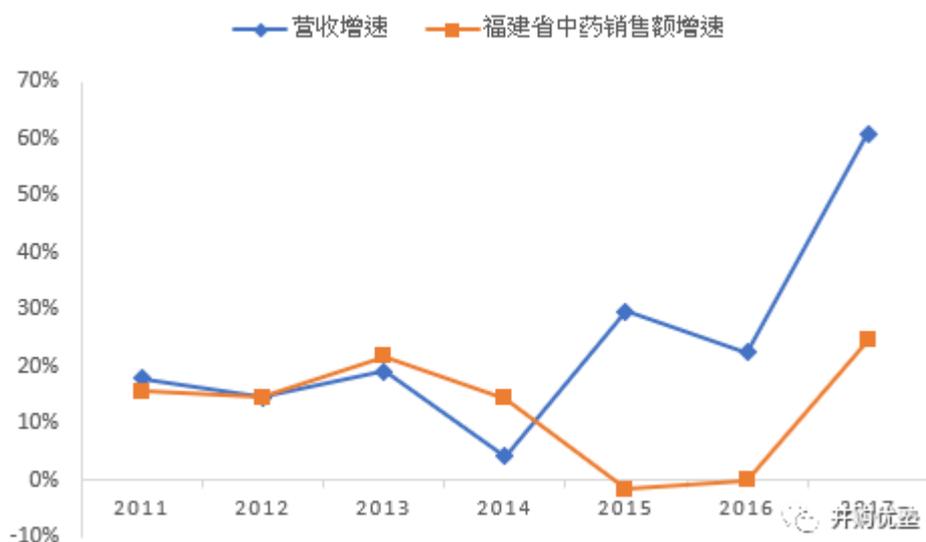


图 25：收入增速（单位：%）

来源：并购优塾

其中，2015 年和 2016 年福建省中药销售额增速较低，主要由于从 2014 年起，在全省范围内开展了中药材、中药饮片的监督检查和监督抽验行动，并处理了一批不合格产品。因此，其销售增速从 2014 年开始下降。

到 2019 年上半年，医药流通业务的收入为 13.87 亿元，同比增长 22.22%，毛利率同比下降 0.03%。不过，相较于 2018 年上半年 34.94% 的同比增速，有所下降，但整体仍处于高速增长。半年报发布后，各种分析信息上所说的“增速不如以往”，主要说的就是此处。

根据券商披露的数据，2019 年前三季度，其医药流通业务的收入增速约为 18.43%，高于我们的预测值（13%）。

该业务历史收入增速波动较大，此外，由于经过前两年的快速发展后，该业务基数较大，同时，其经营实体厦门宏仁在完成业绩承诺后，收入增速可能会回归行业水平（10%-15%）。

因此，2019 年，该业务增速可能会出现下滑，所以，我们不对原假设进行调整。

在医保控费的大背景下，以及辅助用药名单的公布来看，受影响较大的是中药注射液，而其他中成药目前尚未受影响。加之，中药材的价格并不受宏观调控，因此，预计对片仔癀的医药流通业务的冲击不大。

考虑到其销售情况与福建省中药销售额增速基本一致，因此，我们采用较为谨慎的数字，以 2011 年-2017 年福建省中药销售行业平均增速（13%），作为本案 2019 年-2023 年的增速，随后逐年递减至 3%。

▼

单位：亿元人民币（特殊说明除外）		2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
医药流通收入											
1	医药流通收入	26.60	30.05	33.96	38.38	43.37	48.14	52.47	56.4	59.95	60.72
2	YOY		13%	13%	13%	13%	11%	9%	8%	5%	3%

假设前五年增速维持福建省中药流通行业平均增速，随后逐渐递减至3%

图 26：医药流通业务收入预测（单位：亿元/%）

来源：并购优塾

看完医药流通业务，那么重点来了——片仔癀的利润核心医药工业业务，未来究竟如何预判？

— 05 —



涨价，理由



说到它的医药工业业务，就不得不提到它的当家产品——“片仔癀”。

片仔癀，主要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。它的工艺和处方被列入国家“双绝密”，传统制作技艺被列入国家非遗名录，是国家一级中药保护品种。

这部分业务的增长，主要依靠提价。自 2005 年至今，它提价了 11 次，价格上涨约 2 倍，目前零售价格为 530 元/粒。对应收入历史增速来看，医药工业的营收增速高点与提价时间基本相符。

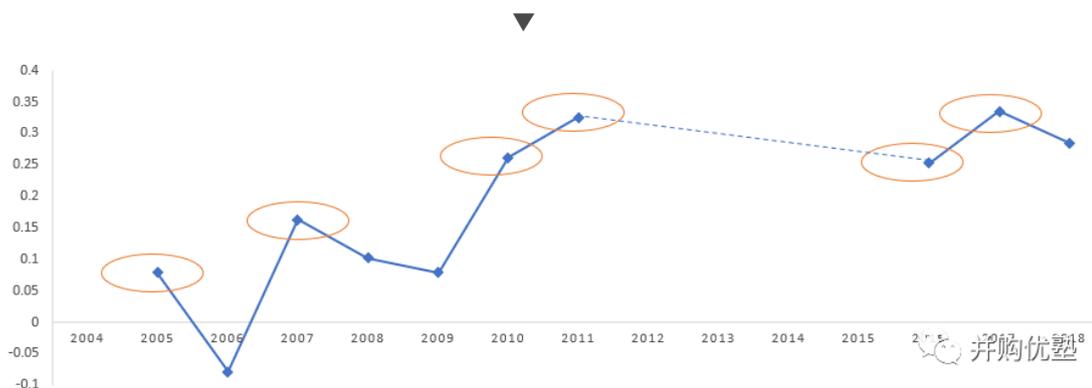


图 27：收入增速（单位：%）

来源：并购优塾

那么，看到这里有几个问题需要解答：1) 片仔癀为什么能够不断提价？2) 其涨价的逻辑，未来是否有长期的逻辑支撑？下面，我们带着上面的问题挨个来看。

从 2005 年至今，片仔癀进行了多次提价，终端价格年复合增速为 5.46%，和我国食品 CPI 年复合增长率（5.47%）相近。

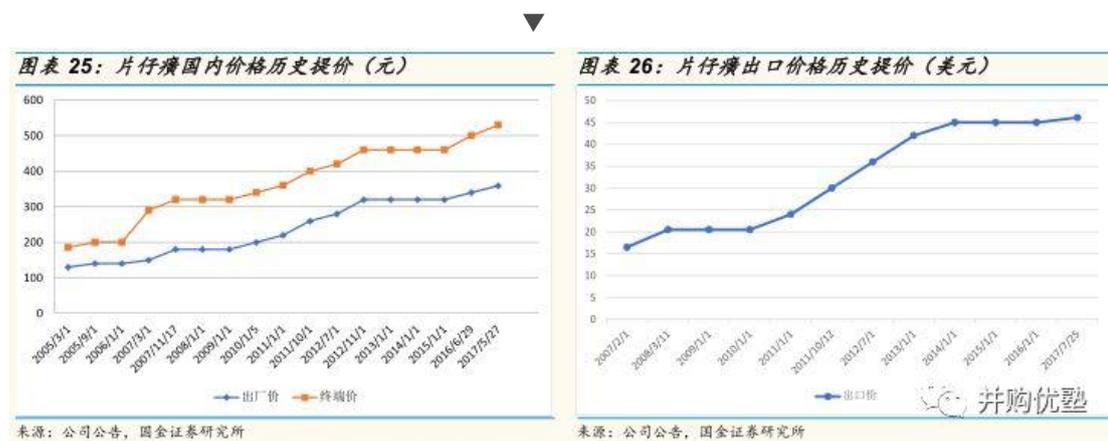


图 28：片仔癀历史提价（单位：元/美元）

来源：国金证券

其涨价，主要受原材料价格上涨的影响。从其主要含量来看，片仔癀的主要原材料为麝香（含量为 3%）、牛黄（含量为 5%）、田七（含量为 85%）、蛇胆（含量为 7%）。

其中，麝香是最重要的名贵中药，虽然含量少，但成本占总成本的比重为 52%，其次为牛黄（35%）。因此，麝香和牛黄两味药的成本，决定了片仔癀的整体成本。

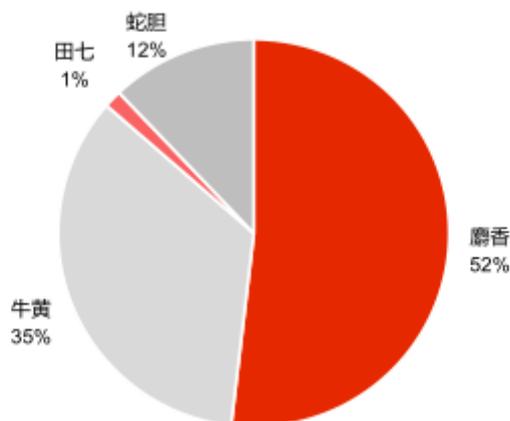
图表35：天然麝香与天然牛黄成本占原料成本的八成以上

成分	定位	功能	披露含量	单位颗粒含量(g)	对应成本(元)	成本占比
牛黄	君药	解热定惊、强心降压	5%	0.15	30	35%
蛇胆	君药	清热解毒、祛风祛湿	7%	0.21	11	12%
麝香	臣药	开窍醒神、活血散结	3%	0.09	45	52%
田七	佐药	活血化瘀、消肿定痛	85%	2.55		

资料来源：中药材天地网，华泰证券研究所

图 29：成分
来源：华泰证券

图表42：天然麝香与天然牛黄成本占原料成本的八成以上



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图 30：片仔癀成本构成（单位：%）
来源：华泰证券

先来看麝香价格的变化——麝香，性温、无毒、味苦，主要用于开窍、辟秽、通络、散瘀。它是雄麝香囊中的干燥分泌物。雄麝从 2 岁开始分泌麝香，每年产麝香约为 15g-30g，传统的提取方法为杀麝取香，目前，主要以活体取香为主。

由于其药用价值高，因此之前有许多人肆意猎杀麝，导致其存量锐减。随后，我国禁止猎捕，并将其列为我国 1 级保护动物。2005 年开始，监管层仅允许少数几个传统名贵中药使用天然麝香，除此之外，需使用麝香的药物均以人工麝香代替，并在产品的成分中表明“人工麝香”。本案，片仔癀就是为数不多可以使用天然麝香的中药之一。

目前，麝的种群数量处于濒危状态，2011 年仅有不不到 5 万头。由于供给减少，麝香的价格不断走高。2010 年至 2014 年，天然麝香价格由 150 元/g 涨至最高 450 元/g，上涨了 2 倍，年复合增速为 44%。不过，自 2014 年至今，天然麝香的价格基本维持在 450 元/g 左右，并没有大幅度的上涨。



图 17：天然麝香价格走势(2010-2017.1)

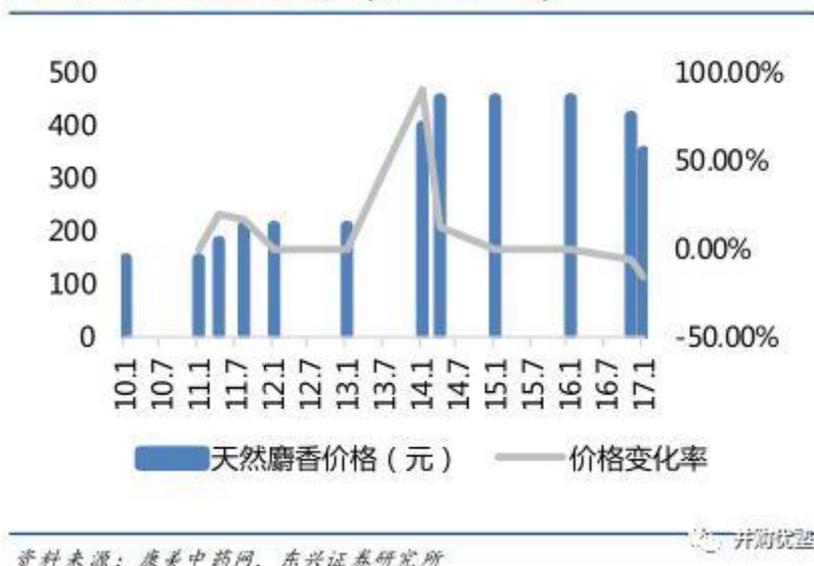


图 31：天然麝香价格

来源：东兴证券

由于国内对麝的需求大约在 1500kg/年，而麝香的供给严重不足。随后，国家开始在政策上鼓励麝养殖业的发展。

但是，由于麝养殖难度较大，且一年平均只生产 2 只仔，繁殖率不高。目前，全国麝资源存量为 6-7 万头，其中，2.7 万头是人工养麝。理论上，对应全国天然麝香供给在 450-525kg，对比需求来看，供给仍然紧张。

本案，一颗片仔癀中，需要 0.09g 的麝香，按照 2018 年片仔癀的总销量近 500 万粒来计算，片仔癀每年对麝香的需求量大约为 450kg（基本占据了全国供给量）。

怎么解决麝香供给？它主要来自于两方面：一靠外购和林业部门定额配给，二靠养殖。

1) 先来看养殖方面——片仔癀已经在陕西和四川等地，布局人工养麝基地。根据其 2018 年报披露，其生产性生物资产账面原值为 1464 万元。假设平均一头麝的价格为 1 万元，则其约有 1464 头麝。注意，根据 2019 年中报数据，其生产性生物资产账面原值上升为 1573 万元，即约有 1573 头麝，上涨了 7%。其季报中并未披露详细数据，不过，从生产性生物资产净额上来看，环比上升 1%。

据资料显示，养殖麝种群的雌雄比例为 1:0.97（近似为 1:1），成幼比例为 1:0.53。[1]据此计算，其每年通过养殖能获得的麝香为 7.7kg-15.4kg。显然，这根本不能覆盖下游需求。

2) 再来看外购方面——由于外购原材料会计入到存货中，所以，我们再来看看它的原“备料”有多少。

2018 年，其医药工业业务的原材料为 9.92 亿元，其中，主要以片仔癀的贵细原材料为主，即麝香和牛黄。我们根据成本占比乐观假设，其中，有一半为麝香，按照目前麝香的单价 450 元/g 来计算，其储备的麝香大约为 1102kg。

根据 2019 年半年报数据，其医药工业业务的原材料为 10.13 亿元，按上述假设来计算，其储备的麝香大约增长至 1126kg。

考虑到其储备的原材料每年都在上涨，也就是说，它每年外购的麝香量大于其需求量。在不考虑其销量增长的情况下，它至少每年需要外购 332kg，占年产量的 63%-74%。

注意，允许使用天然麝香的中药品牌远不止片仔癀，如同仁堂等品牌中药，也同样需要使用天然麝香。

对比下来，我们可以总结一下：目前我国麝香的保有量远不及需求量，因而，产品长期涨价是确定性较高的趋势。

看完麝香，还有一个名贵中药，牛黄——这款药，未来的量、价情况，将会如何？

— 06 —



牛黄，未来



牛黄，其实是牛的胆结石，牛得胆结石病的概率只有千分之一至千分之二，也就是说，一千头牛中才有一至两头牛有胆结石，并且，不是所有的胆结石都能达到优质牛黄的标准。因此，天然牛黄也是一种稀缺中药。

虽然市场上有人工牛黄供应，但是，天然牛黄在临床效果上有优势，使高端中药更青睐于使用天然品，牛黄每年的需求量达到 5000 公斤。我国每年天然牛黄的产量在 400-700 公斤之间，供给也比较紧张。

同时，国家食药局分别于 2000、2001、2002 年相继发文，禁止使用进口牛源性材料如天然牛黄制备中成药，加剧了天然牛黄的供需矛盾，导致牛黄价高难求。

2016 年-2017 年，天然牛黄的价格在 110 元/g 至 260 元/g 间波动，并逐步稳定在 200 元/g 之上，目前，天然牛黄均价则达到 400 元/g。目前，天然牛黄还在涨价，价格进一步上涨至 430 元/g，较 2019 年年初又上涨了 23%。



— 天然胆黄 较广

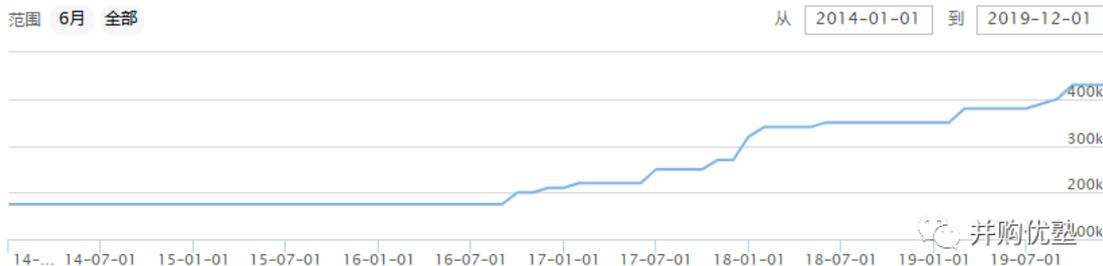


图 32：天然牛黄价格（单位：元/g）

来源：中药材天地网

综上，考虑到麝香和牛黄都存在供不应求的现象，未来其价格将会继续上升。同时，由于其主要原料都具有价格上涨的压力，因此，预计片仔癀在未来，受成本不断上涨的压力，其片仔癀的价格仍将会继续上涨——那么，还有一个问题：未来有没有可能通过人工养麝，缓解供需缺口？

— 07 —



需求，如何



2011年，我国人工养殖的麝共8400头，2018年则达到约2.7万头，年复合增速为21%。按照此增速计算，至少要到2029年，才能达到目前的年需求量1500kg。

但是，随着下游需求的上升，2028年市场上对麝香的需求量，预计会高于目前的1500kg。也就是说，近十年之内，麝香仍将保持供小于求的局面，价格仍会确定性的上升。

从供需关系来看，片仔癀很难单纯依靠养殖完全满足市场需求。而从需求端上看，片仔癀并非普普通通的保健品，而是双跨品种——从医药属性上看，根据临床研究数据显示，其对急慢性肝炎患者的显效率大约为67.25%，临床上未见不良反应，对心、肝、肾及造血系统未见毒副作用。[2]

目前，根据公开数据，我国约有9000万乙肝病毒感染者，1000万丙肝病毒携带者，病毒性肝炎发病人数增速为6%。2018年，我国肝病药市场预计700亿元规模，2013年至2018年年复合增速为13.79%。



图表 23: 我国病毒性肝炎发病人数 (2014-2018)



图 33: 我国病毒性肝炎发病人数 (单位: 人/%)

来源: 国盛证券

片仔癀在肝药市场的竞争力较强, 一方面, 从医院渠道来看, 中成药的市占率为 15.4%, 而以片仔癀为代表的清热剂, 占医院渠道的 10.8%, 在中成药中排名第一。另一方面, 从零售渠道来看, 片仔癀在整个肝病用药中市场份额为 17.3%, 排名第五。

其中, 前四大药品分别为: 恩替卡韦、恩替卡韦分散片、拉米夫定、阿德福韦酯, 它们均为治疗肝炎的抗病毒类药品, 属于西药。片仔癀则是其中唯一一款中药类型, 主要用于保肝护肝药。

而排在它后面的几款药大部分均为西药, 且从疗效上来看基本已经被前几类西药替代, 未来大规模放量的可能性不大。因此, 片仔癀未来的市场份额较稳定, 很难被替代。

(注: 对肝病领域, 还可阅读我们关于“中国生物制药”的报告, 详见“优塾专业版报告库”)





图 34：零售端销售份额

来源：中商情报网

同时，从保健品属性上看，作为“福建三宝”之一的片仔癯，其商业属性更倾向于一种高端消费品，并且，未来随着涨价预期的推动，很可能会成为保健品里的奢侈品。这是因为，它拥有国家唯二的永久绝密配方，相较于东阿阿胶面临福胶的竞争格局不同，它尚无直接竞品，品牌溢价能力更高。

综上分析，片仔癯未来中长期的涨价预期比较确定。据 2019 年半年报和券商研报显示，其片仔癯价格没有提价。那么，最重要的问题来了：今年，片仔癯究竟会不会涨价？

— 08 —

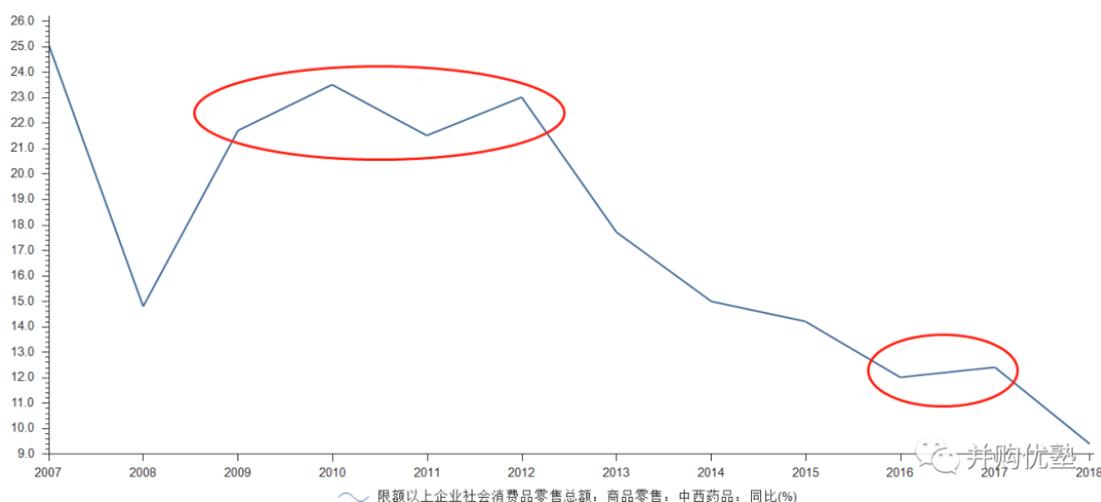


何时，涨价



虽然片仔癯受原材料上涨压力的影响，未来涨价是势在必行。但是，它究竟会选择在什么样的情况下涨价？今年到底还会不会涨价？

我们从片仔癯历史的涨价区间来看，和一个重要数据相关——其涨价时点，一般为限额以上企业社会消费品零售总额（中西药品）的同比增速稳定或上涨的区间内，比如 2010 年-2012 年、2016 年-2017 年；而在下行区间内，其一般不会提价（比如 2013 年-2015 年、2018 年）。



图：限额以上企业社会消费品零售总额（中西药品）同比增速（单位：%）

来源：东方财富 choice 数据

而通过相关性测试，我们发现该增速和实际 GDP 增速的相关性达到 0.93，呈高度相关性。也就是说，我们可以通过预测 GDP 增速，来粗略判断其 2019 年提价的可能性。通过机构预测的 2019 年 GDP 增速来看，为 6.22%，较 2018 年（6.6%）略有下降。因此，我们可以大致预判，2019 年下半年片仔癀可能不会涨价。

但是，只用一种方法毕竟靠谱程度有限，并不能印证这种假设。由于片仔癀也具有奢侈品属性，与我们之前研究的白酒行业类似，而白酒的涨价时点同样和 GDP 相关。那么，我们就可以通过今年白酒的涨价情况，来对片仔癀的涨价可能性进行印证。

巧合的是，根据贵州茅台的披露，其 2019 年也较难进行涨价。（对贵州茅台，之前我们做过建模分析，可购买优塾的专业版报告库查看）

因此，通过上述两种方式交叉印证，我们推测，2019 年片仔癀不提价的可能性较大。（当然，这个结论仅是推测，不保证准确，具体提价信息需要依靠调研获得）

截至目前，2019 年片仔癀并未进行提价，暂时印证了我们几个月之前发出的推论。

从历史提价情况来看，2017 年出厂价约为 370 元/粒，从 2005 年至今，终端价年复合增速为 5.46%，与我国 2005 年-2017 年食品 CPI 年复合增速为 5.47% 相近。综上，我们假设 2019 年价格维持 2018 年水平，之后维持原先假设不变——预计片仔癀的价格，在预测期内会与食品 CPI 增速一致。

不过，值得需要注意的是，本案未披露详细的出厂价格，因而给建模带来了一定难度。因此，此处我们采用券商研报中的模糊数值进行测算。此处，我们也建议片仔癀

的财务部门，在后续做信息披露时，可否进一步增加披露收入结构内容的详实程度，以便投资者做长期跟踪和预判。

好了，到这里我们已经大致了解了片仔癀未来价格的变动趋势——但是，单单靠涨价还不够，只有量价齐升，才能保证未来收入可持续增长。那么，未来销量增长又要看什么？

— 09 —



销量，未来



2015年-2018年，片仔癀锭剂的销量保持高速增长。其中，国内销量增速较快，近三年增速始终保持在30%左右。



图表 43: 片仔癀锭剂国内销量与价格估算 (2010-2018)



图 35: 片仔癀销量 (单位: 万粒)

来源: 国盛证券

近几年片仔癀销售增速较快的原因主要有两方面：一是，受益于消费升级；二是，对销售模式做了升级。下面，我们分别来看。

先来看消费升级。从片仔癀的主要消费群体——高净值人群规模来看，2006年-2018年，我国个人可投资资产超过1000万元的高净值人群，从18万人增长到198万人，增长了近10倍，年复合增速为22%。

因此，在伴随着我国高净值人群规模不断上升的同时，预计片仔癀和贵州茅台等高端奢侈品未来的销量也将进一步上升。

再来看消费模式升级。和茅台类似，在三公消费时代，片仔癀长期处于供不应求的状态，但是，随着“限三公”政策出台，本案单品销量增速开始下滑。

2014年，随着新任董事长上任，开始进行营销改革。其中，最重要的一项措施，就是在省会和主要地级市建立体验馆。

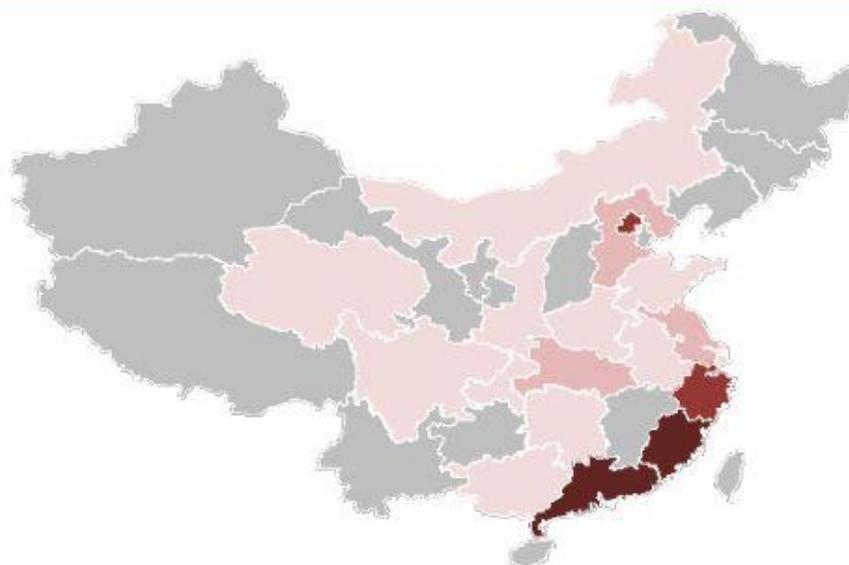
体验馆是通过授权合作模式开展（相当于合作经销商），片仔癀负责供货以及门店装修、员工培训等，而装修费、员工工资、租金等费用由合作商承担。其产品属于买断式，各家体验馆自负盈亏。

该模式相较于之前普通经销OTC，优势在于将销售驱动力由中间渠道商拉动，转向终端消费者拉动，增强了与终端消费者的关联，并有利于片仔癀品牌形象的提升。

从2015年1月在武夷山开设的第一家体验馆至今，其体验馆规模近200家，贡献的收入占总收入的25%。



图 32：片仔癀体验馆各省分布



颜色深浅显示体验馆开店数量，灰色为零，红褐色为 10 家以上

资料来源：片仔癀官网，东兴证券研究所

并购优塾

图 36：体验馆分布

来源：东兴证券

随着体验馆的不断扩张，以及品牌宣传的不断推进，其品牌影响力由原本主要集中在福建、广东等地，逐渐扩张至京津冀、长三角、两湖地区，品牌影响力不断上升。因此，从销量来看，其近三年国内销量增速较高，保持在 30%以上。

据 2019 年半年报显示，医药工业收入同比增长 15.01%，毛利率同比下降 1.5%。

此外，上半年的体验馆建设速度放缓，且主要在我国北部、西部进行建设，例如在青海、甘肃等地实现了空白市场的突破，不过，收入的主题仍主要来源于原本布局的华东地区，导致其销量增速也出现下降。

目前，体验馆主要覆盖**华东（53 家）**、**华南（17 家）**、**华北（13 家）**，未来，片仔癀体验馆将进一步在一线城市提高门店数量、在二、三线城市提高覆盖率，逐渐拉动其销量上升。

但根据券商披露的季报数据，医药工业收入同比增长 22.38%，其中，片仔癀实现收入增长 23.74%，较我们的预测值（15%）偏高，因此我们会对其进行调整。

注意，这一数据较中报有较大幅度的提升。一方面，是由于片仔癀体验馆在第三季度的建设速度较快，同时，初期建设的体验馆也开始初见成效；另一方面，是由于 2018 年第三季度清理渠道库存等原因，出货量较低，导致基数较少。

综上，对于销量增速的预测，我们调整部分假设——

1) 考虑到 2019 年第三季度的销量上升较快，具有一定偶然因素，预计全年的销量增速会出现一定幅度的下降。因此，我们粗略假设，2019 年销量增速与医药工业业务增速一致，为 22%（原假设为 15%）。

2) 2020 年，销量增速逐渐修复，长期来看，考虑到国外成熟市场高净值人群的增速，后来逐年回归到与 GDP 增速一致，因此，我们这里也假设，其未来销量增速也将逐渐回归到我国 GDP 增速 6%。

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	
1 片仔癀收入预测																
2 片仔癀单价					370.00	370	370.00	392.20	415.78	440.68	467.12	495.14	524.85	556.34	589.72	625.11
单价 YOY							0%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
3 销量（单位：万粒）		204.5	250.5	304.5	386.5	476.48	581.30	698.86	827.76	965.71	1,109.30	1,254.97	1,397.20	1,530.71	1,649.76	1,748.73
销量 YOY							22%	20%	15%	14%	13%	11%	10%	8%	6%	6%
总收入					17.63	21.51	27.41	34.41	42.56	51.83	62.14	73.33	85.16	97.29	109.32	
总收入 YOY							22%	27%	24%	18%	20%	16%	16%	14%	12%	

图：片仔癀收入预测

来源：并购优塾



到这里，我们已经完成了根据量、价拆分对片仔癀的收入预测。但是，这种预测方法具有两个比较重要的假设：一是涨价，二是未来受益于体验馆的不断开设，销量会持续高增长。

对于提价，由于其核心原材料具有稀缺性，未来成本仍将持续上涨，未来涨价的预期比较确定。但何时涨价，涨价多少是我们无法预测的。

同时，从目前片仔癀体验馆的渗透率来看，核心区域已经基本完成了体验馆的渗透，未来的新设体验馆，很大程度上是集中在前期未布局的新疆等地。而这部分地区，由于经济条件、消费观念等原因，未来为其带来的正向效应并不高。

因此，其未来可能无法持续受益于体验馆新建所带来的新增客户。我们保守起见，对片仔癀的销量采用另一种思路，来作为保守情境下的收入预测结果。

以往，片仔癀的使用仅停留在治病上，是药品的属性，使用情景相对局限，频次也有限。

为了拓宽使用场景，片仔癀积极开展药品的二次开发。其在宣传上逐渐侧重于保健品的属性。在作为保肝、护肝药的基础上，也强调适用于正常人群的日常保健，用于改善亚健康。同时，在适当剂量下，还可以用于调节免疫力。

从这个角度来看，随着未来片仔癀体验馆为其带来的增量空间越来越小，其未来的增长驱动力，可能会来自于作为**保健品**带来的增长。

从我国人均保健品消费金额来看，我国的消费额较低，为发达国家或地区的 1/8-1/6。2018 年，我国保健品人均消费金额为 117 元，而中国香港则为 767 元、日本为 662 元，美国为 924 元。

而人均消费金额的提升主要来自于两方面：一是渗透率提升；二是购买人群消费金额的提升。

从渗透率方面来看，目前美国保健品的渗透率达到 50%以上，其中，60%的保健品消费者属于黏性用户，即会持续购买；日本的渗透率也在 40%左右。而我国的渗透率则仅为 20%，其中黏性用户仅占 10%。

从人均消费金额来看，由于没有美国的数据，此处我们主要看日本的情况。日本购买保健品的人群，年平均消费金额为 1655 元，而我国则仅为 585 元，是日本的 1/3。

因此，无论从渗透率，还是购买人群的消费金额来看，我国与发达国家及地区均有一定差距。

2018 年，我国居民人均可支配收入为 28228 元，这一水平与美国上世纪 70 年代的水平相近。同时，我国保健品的渗透率也大致为美国 70 年代的水平。因此，随着我国居民人均可支配收入的提升，我国保健品的渗透率也会提升，随之，人均消费金额也会提升。

因此，我们假设至 2028 年，我国人均保健品消费金额，能够达到美国的 1/3，据此计算，我国未来保健品行业的年复合增速约为 11%。

由于片仔癀未来的发展，将更偏向于保健品，因此，我们假设 2019 年其增速维持与三季报医药工业收入增速一致，之后，随着片仔癀体验馆带来的收入增量减少，2020 年之后，其收入增速与我们预测的保健品行业的增速一致。

单位：亿元人民币（特殊说明）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
片仔癀收入	-	-	-	-	17.63	21.51	23.87	26.50	29.42	32.65	36.24	40.23	44.65	49.57	55.02
YOY						22%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%

图：片仔癀收入预测
来源：并购优塾

到这里，我们已经完成了片仔癀两大业务的收入预测。那么，它的日化业务和食品业务未来收入，又该如何解决？

— 07 —



日化，食品



1) 先来看日化业务——片仔癀的化妆品主要为皇后牌片仔癀珍珠膏/霜，主打提亮肤色、淡化色斑、祛痘等功效。其日用品主要为片仔癀牙膏，定位于消炎止痛、美白功效。并且，片仔癀还与上海家化合作，成立“漳州片仔癀上海家化口腔护理公司”，加大对片仔癀牙膏的推广。

在日化业务方面，其和云南白药的经营思路颇为一致，都是依靠绝密配方为品牌核心，持续拓展日化方面的爆品。

从日化业务历史增速来看，由于2018年片仔癀在“一核两翼”的经营政策下，加大了对日化业务的销售推广，使其业务收入出现较大幅度的上升，同比增速达到57%。

2019年上半年其日化业务的收入为3.03亿元，同比增速为40.24%，较去年同期略有上升。2019年前三季度，其日化业务收入增速为33.14%。由于没有上年同期的数据，我们无法得知其相对变动如何。因此，我们不对此假设进行调整。

不过，考虑到我国日化行业竞争格局比较激烈，且这个赛道还要面临国外知名品牌的竞争，2009年-2014年，行业年复合增速为9.8%，预计未来行业增速为7.6%。

因此，我们预测在高投入的背景下，本案的日化业务假设不变——在未来3年维持2018年的增速，随后逐渐降至行业平均增速。

2) 再来看保健品业务——由于其保健品业务收入存在一定波动性，但由于其规模较小，对片仔癀整体收入影响不大。因此，我们此处粗略估计，其保健品业务收入未来将保持2018年水平。

2019年上半年，该业务收入为0.05亿元，同比下降52.6%。考虑到该业务波动性较大，且收入规模小，因此，我们对预测进行调整。由于券商及其三季报均未披露该业务的收入增速情况，因此，我们对原假设进行调整。

综上，乐观情况下，片仔癀未来三年收入增速分别为21.02%、24.57%、25.48%；保守情况下，未来三年收入增速分别为21.02%、18.04%、20.03%；

▼

单位: 亿元人民币 (特殊说明除外)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	
10 总收入		14.54	18.86	23.09	37.14	47.66	57.68	71.85	90.16	112.78	139.89	170.24	202.40	234.13	262.57	284.72
备注: 10=1+6+7+8+9			30%	22%	61%	28%	21.02%	24.37%	23.48%	23.09%	24.04%	21.70%	18.89%	13.68%	12.74%	8.44%

图 38: 乐观收入预测 (单位: 亿元)

来源: 并购优塾

至此, 本案的主要业务收入已经假设完毕。但是, 这样的预测, 是否靠谱?

— 08 —



逻辑, 验证

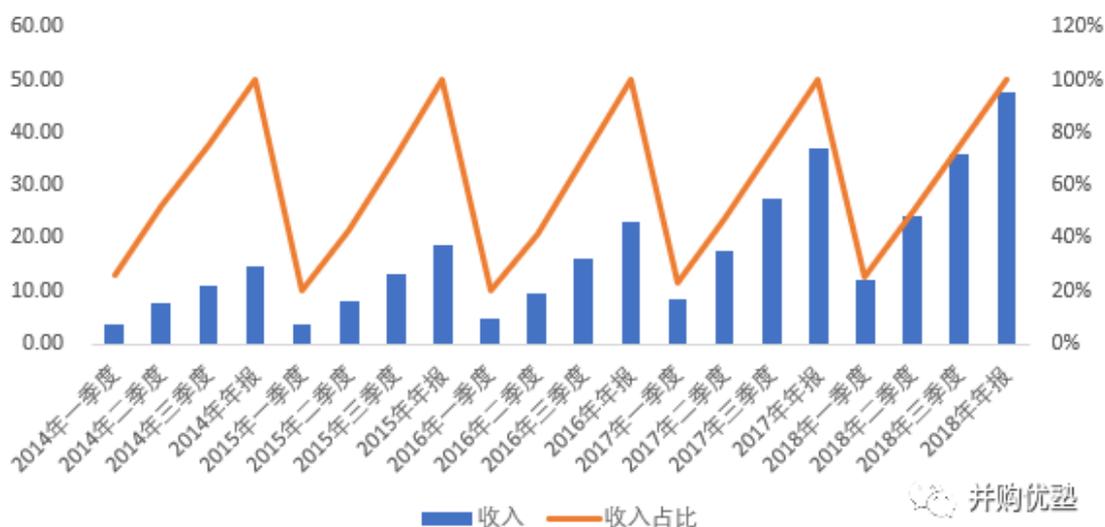


这里, 我们再结合“内生增速”、“分析师预测”等方法, 进行交叉验证。

方法一: 季报反推法——通过季报、中报、三季报与年报的历史关系, 反推出 2019 年收入增速。

从历史三季报收入占全年收入的比重来看, 其近五年平均值约为 73%。由此, 《并购优塾》假设, 第四季度如果无意外发生, 可倒推出 2019 年年报预计收入约为 59.48 亿元, 同比增速约 25%, 计算公式: 2019 年年报收入=2019 年半年报收入 (43.42 亿元) /73%=59.48 亿元。

那么, 如果按以上预测收入计算, 2019 年的收入同比增速大约为 25%。



图：收入占全年收入的比重（单位：%）

来源：并购优塾

方法二：内生增速——其近五年的平均 ROE、历史分红率分别为 18.77%、31.47%，计算得出其内生增速大约为 12.86%。

方法三：分析师预测——这里选取 180 天内 17 家预测机构，对片仔癀在 2019 年-2021 年的预测增速，分别为 23.04%、22.14%、21.72%。

注意，通过对比，我们调整后的预测增速，相对券商及季报反推法较谨慎，是因为在医药流通业务的预估上，我们给的增速比较保守，未按照三季报增速做相应调整。

至此，收入部分预估完成。接下来，还必须仔细研究每年的利润，到底该怎么预估？

— 08 —



片仔癀 VS 茅台



预测净利润首先要预测 EBITDA，我们将 EBITDA 率的预测拆分为三大块：成本、管理费用（含研发）、销售费用。注意，上述三部分的计算口径均剔除折旧、摊销。

1) 先来看成本——综合毛利率下滑，是因为：一是，2017 年，随着其新设的医药分销子公司开始正式经营，毛利较低的医药分销业务收入占比上升；二是，原材料麝香和牛黄的价格都在上升，而 2018 年片仔癀并没有提价，导致毛利率下滑。

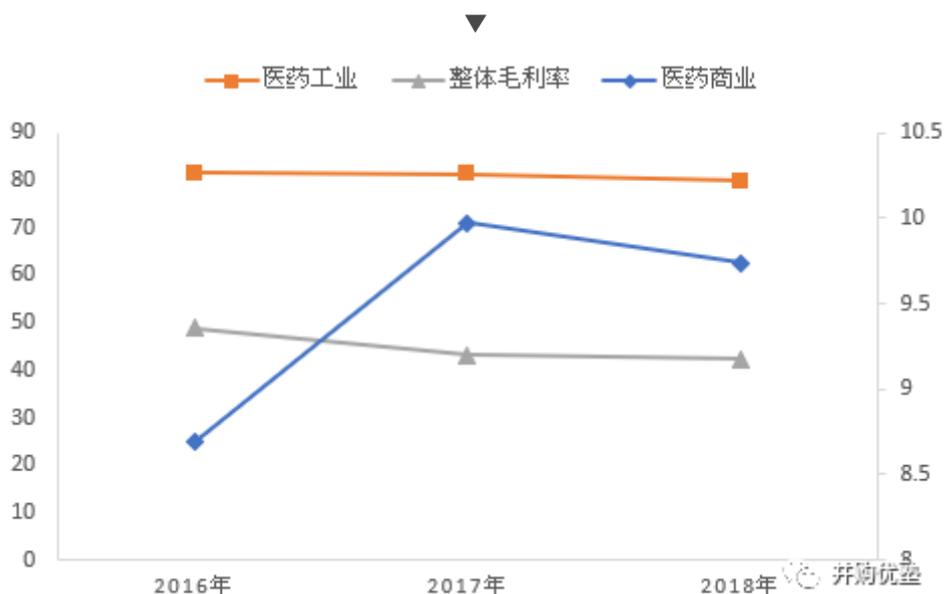


图 39：毛利率（单位：%）

来源：并购优塾

2019 年上半年，其毛利率 44.86%，对比 2018 年中报数据 44.59%差距不大。2019 年三季度报，毛利率为 44.76%，与 2018 年同期数据差距不大。

由于医药商业的毛利占比不高，未来毛利率还要看医药工业。受关键原料麝香和牛黄稀缺性影响，未来价格上升的可能性较大，而从其历年涨价情况来看，其涨价幅度很难达到原材料涨价幅度。因此，未来其毛利率仍可能进一步下降。不过，考虑到其在不断布局养麝基地，未来有望减轻其成本上涨压力。

但是，由于其核心产品片仔癀的主要原材料麝香、牛黄未来仍有涨价预期，未来其毛利率可能会出现下滑。因此，我们在此处设置情景开关。

1、乐观假设：片仔癀未来涨价幅度，能够覆盖由于原材料上涨造成的成本上升，未来毛利率维持 2018 年水平；

2、保守假设：未来片仔癀的涨价幅度仍保持较低水平，无法覆盖成本上升。由于2019年毛利率变动幅度不大，因此，假设2019年毛利率维持2018年水平，2020年-2023年毛利率年下降幅度，维持近五年平均水平（1.5%）。

2) 再来看管理费用——其管理费用主要包括职工薪酬、折旧摊销、差旅费等，我们将其研发费用也一并计算到管理费用中。从历史管理费用占收入的比重来看，由于其2017年由于收购了医药流通公司，导致当年收入大幅度上涨，其管理费用率出现下滑。

2019年上半年，其管理费用率为5.62%，较2018年中报的5.52%相差不大。2019年前三季度，其管理费用率为6.2%，同比上涨0.36%。由于变化不大，因此，我们不对原假设进行调整。

对比同行业来看，由于寿仙谷的规模较小，因此从管理费用率上来看其明显高于其他品牌中药。

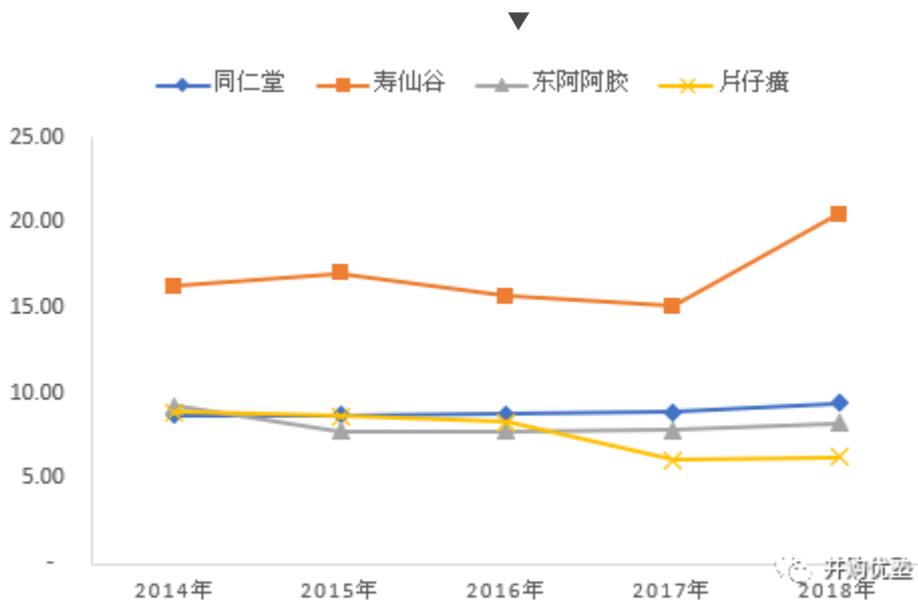


图 40：同行业管理费用率（单位：%）

来源：并购优塾

因此，我们假设未来5年其管理费用率维持近两年平均水平（6.14%），随后逐渐递增至行业平均水平8.54%。

3) 再来看销售费用——其销售费用主要包括职工薪酬、促销、业务宣传及广告费等。从历史销售费用率来看，基本稳定。

2019年上半年，其销售费用率为8.26%，较2018年中报时的9.19%略有下降，但整体差距不大。2019年前三季度，其销售费用率为8.24%，同比下降0.09%。由于差距较小，因此，我们不对原假设进行调整。

对比同行业来看，由于片仔癀的品牌能力更强，其销售费用占比更低。而规模最小的寿仙谷则销售费用率更高。

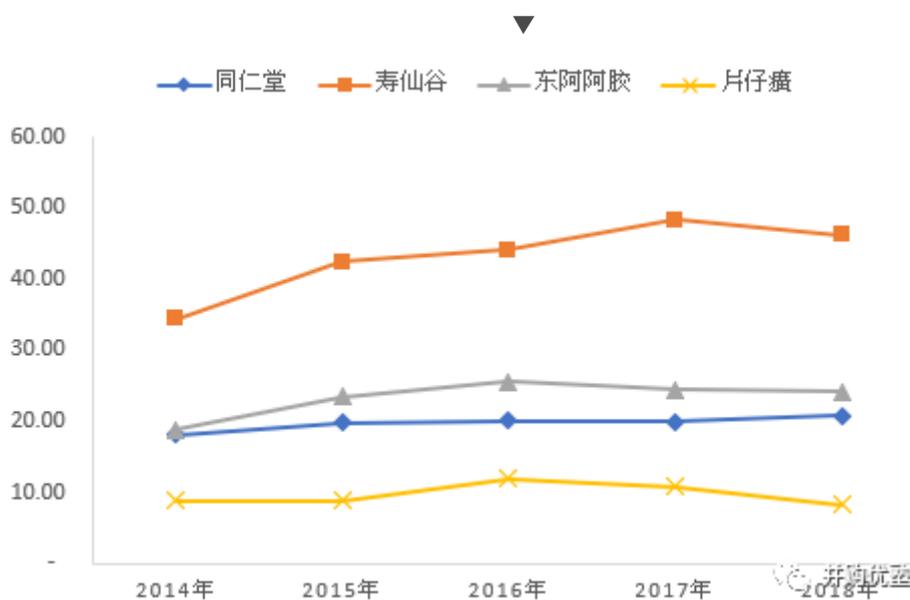


图 41：同行业销售费用率（单位：%）

来源：并购优塾

同时，我们再来看销售费用对现金流的拉动情况——从历史数据来看，片仔癀的销售费用对现金流的拉动，主要维持在1.7左右。对比同行业来看，片仔癀由于其品牌效应强，且具有保密产品属性，其销售费用对现金流的拉动作用较其他品牌中药更强。但是，相比贵州茅台较低。

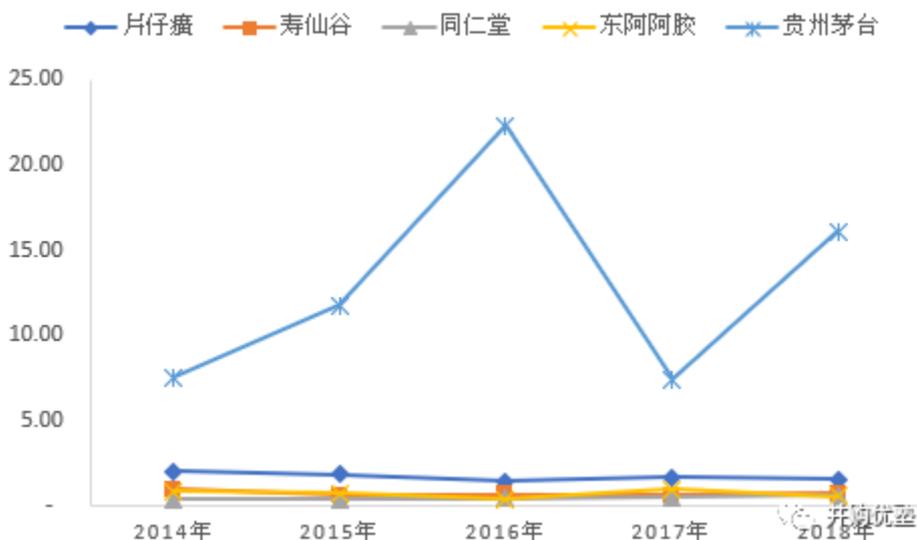


图 42: 销售费用对现金流的拉动

来源: 并购优塾

因此, 我们可以合理假设——其销售费用率维持近五年平均水平 (9.7%) 不变。

单位: 亿元人民币 (特殊说明除外)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
本表假设	三季报更新假设: 乐观假设: 片仔癀未来年份毛利率测算基于原材料上涨, 增速的成本上升, 毛利率维持2018年水平; 保守假设: 未来片仔癀的毛利率仍保持较低水平, 无法覆盖成本上升, 由于2019年毛利率波动幅度不大, 假设2019年毛利率维持2018年水平, 2020年-2023年毛利率维持2018年水平, 维持近五年平均水平(11.5%); 悲观更新假设: 2019年维持2018年水平, 2020-2023年毛利率假设成本增速维持44.8%, 随后维持不变, 因原材料价格存在上升, 且原料占比在上升, 毛利率维持2018年水平														
主营业务成本/主营业务收入	49.62%	52.21%	50.36%	56.53%	57.33%	57.33%	57.33%	57.33%	57.33%	57.33%	57.33%	57.33%	57.33%	57.33%	57.33%
税金及附加/主营业务收入	1.34%	1.06%	1.34%	1.08%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%
销售费用/主营业务收入	8.87%	8.80%	11.91%	10.88%	8.22%	9.70%	9.70%	9.70%	9.70%	9.70%	9.70%	9.70%	9.70%	9.70%	9.70%
管理费用/主营业务收入	8.87%	8.64%	8.32%	6.06%	6.23%	6.14%	6.14%	6.14%	6.14%	6.62%	7.10%	7.58%	8.06%	8.54%	
其他经常性损益	无	-0.05	-0.12	-0.14	-0.47	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非经常性损益	无	0.10	0.04	0.01	0.13	0.24	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税率	15.44%	15.82%	16.75%	17.20%	14.93%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
少数股东损益	无					0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

图 43: 利润率预测

来源: 并购优塾

至此, 利润表预测已经基本构建完毕, 但还有两个重要的科目未能预测, 一是折旧摊销, 二是财务费用——而要预判折旧摊销, 我们必须先弄清楚一件事, 本案的资本支出, 情况到底如何?

— 09 —



博物馆，养殖基地



片仔癀的资本支出，主要用于建设片仔癀博物馆、林麝基地、医药仓库等。2016年-2018年投入的资本支出分别为1.6亿元、-0.7亿元、0.2亿元，整体金额较小，且主要用于固定资产投资。

从资产结构来看，2018年片仔癀的固定资产占总资产的比重为3.48%，生产性生物资产占比为0.19%，无形资产占比为1.82%，长期待摊费用占比为0.47%，合计仅占总资产的比重为5.96%，占比较低。由于其2019年上半年资本支出较低，因此，我们对原假设进行调整。根据三季报数据，其资本支出未出现影响假设的因素。因此，我们对资本支出仍保持原来的假设。

因此，我们对资本支出做出合理假设：

- 1) 由于固定资产投入占营收比重较低，因此假设未来该比例保持在近三年平均水平。折旧/期初固定资产维持在2018年水平。
- 2) 由于生产性生物资产占营收比重较低，因此假设未来该比例保持在近三年平均水平。
- 3) 由于近几年其无形资产增长小于处置量，假设未来无形资产不再增长。无形资产摊销/期初无形资产比例取近三年历史均值。
- 4) 由于长期待摊费用主要为装修费、代言费等，且占比不高。因此假设其占收入的比重维持历史平均水平，长期待摊费用摊销/期初长期待摊费用，维持2018年水平。



单位: 亿元人民币 (特殊说明除外)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
固定资产净值															
期初值	2.24	2.84	2.71	2.57	2.49	2.36	2.30	2.28	2.28	2.33	2.42	2.54	2.70	2.88	3.05
新增固定资产	0.73	0.08	0.09	0.15	0.1	0.17	0.21	0.27	0.34	0.42	0.51	0.61	0.70	0.79	0.86
折旧	0.13	0.21	0.23	0.23	0.23	0.23	0.24	0.26	0.29	0.33	0.38	0.45	0.53	0.62	0.71
期末值	2.84	2.71	2.57	2.49	2.36	2.30	2.28	2.28	2.33	2.42	2.54	2.70	2.88	3.05	3.20
生产性生物资产净值															
期初值	0.05	0.04	0.04	0.07	0.13	0.13	0.29	0.49	0.73	1.03	1.38	1.81	2.31	2.87	3.49
生物资产购置	-0.02	0.00	0.03	0.07	0.01	0.17	0.22	0.27	0.35	0.43	0.52	0.63	0.72	0.81	0.88
累计折旧	-0.01	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.02	0.03	0.05	0.07	0.10	0.13	0.16	0.20	0.24
期末值	0.04	0.04	0.07	0.13	0.13	0.29	0.49	0.73	1.03	1.38	1.81	2.31	2.87	3.49	4.12
无形资产净值															
期初值	1.26	1.67	1.64	2.93	2.74	1.21	1.07	0.95	0.84	0.74	0.65	0.58	0.51	0.45	0.40
无形资产购置	0.45	0.02	1.45	-0.93	-0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产摊销	0.04	0.05	0.18	0.26	0.28	0.14	0.12	0.11	0.10	0.09	0.08	0.07	0.06	0.05	0.05
期末值	1.67	1.64	2.93	1.74	1.21	1.07	0.95	0.84	0.74	0.65	0.58	0.51	0.45	0.40	0.35
长期待摊费用															
期初值	0.03	0.04	0.04	0.08	0.08	0.32	0.29	0.32	0.39	0.48	0.60	0.70	0.77	0.86	1.18
新增长期待摊费用	0.02	0.02	0.07	0.05	0.29	0.17	0.21	0.27	0.34	0.42	0.51	0.61	0.70	0.79	0.86
长期待摊费用摊销	0.01	0.02	0.03	0.05	0.05	0.20	0.18	0.20	0.24	0.30	0.37	0.46	0.55	0.65	0.74
期末值	0.04	0.04	0.08	0.08	0.32	0.29	0.32	0.39	0.48	0.60	0.73	0.88	1.04	1.18	1.30

图 44: 资本支出预测

来源: 并购优塾

研究至此, 资本支出、折旧摊销预测完毕, 我们再来看自由现金流计算的另一大变量——营运资本和产业链上的话语权, 到底怎么样?

— 10 —



话语权, 较强



营运资本情况, 我们分别来看:

1) 对下游话语权——主要看应收票据和应收账款、预收账款。从历史数据来看, 近三年, 其应收账款占营收的比重在不断下降。

对比同行业来看, 片仔癀的应收账款占营收的比重处于行业较低水平, 说明其对下游的话语权最强。



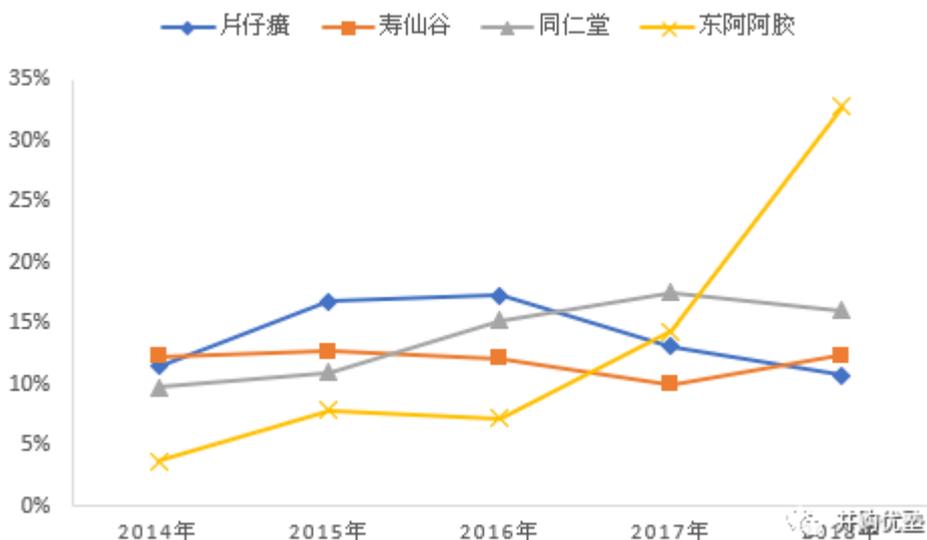


图 45：应收账款占收入比重（单位：%）

来源：并购优塾

2019 年上半年，其应收账款占收入比重为 20.39%，较 2018 年上半年 25.32% 相比略有下降。2019 年前三季度，其应收款项占收入的比重为 13.13%，较上年同期的 15.38% 略有下降。但是，考虑到其存在一定波动，因此我们不对原假设进行调整。

未来随着片仔癀体验馆在全国的铺开，其品牌影响力将更强，假设未来应收款项占营收的比重将维持在 2018 年水平。

而预收款项方面，片仔癀的预收款项占收入的比重整体呈上升趋势。

对比同行来看，片仔癀处在行业中等偏上的水平。但是，由于片仔癀的收入中有超过 50% 来源于医药分销，因此预收款项占收入的比重整体不高。



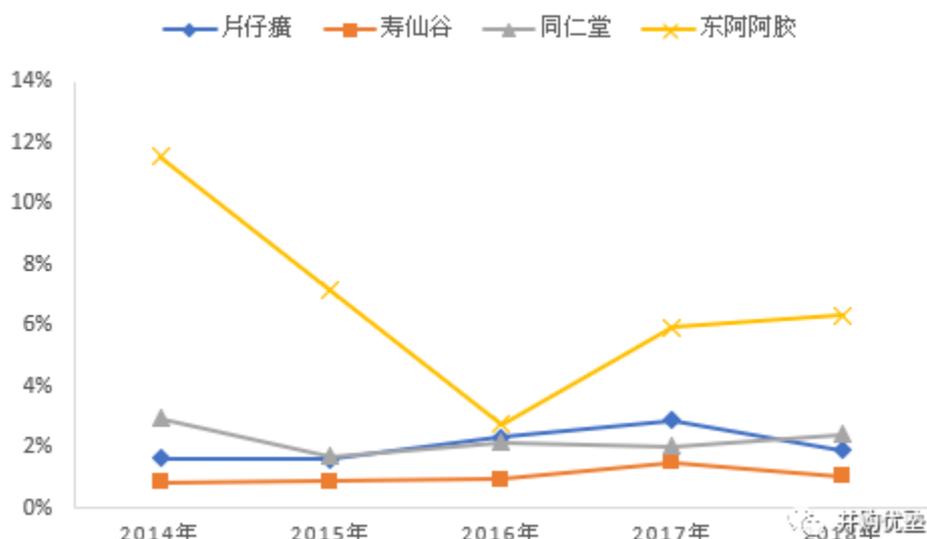


图 46: 预收款项占收入比重 (单位: %)

来源: 并购优塾

其预收款项占收入比重为 0.74%，较 2018 年上半年 1.18%相比，也有小幅度的下降。2019 年三季度末，其预收款项占收入的比重为 0.55%，与上年同期的 1.5%相比，略有下降。但是，考虑到波动幅度不大，因此我们也维持原假设不变——预收款项占收入的比重未来维持近三年平均水平。

2) 对上游话语权——主要看应付账款、预付账款。从历史应付账款占成本的比重来看，除 2016 年应付货款增长较多外，其余年份基本保持稳定。而预收款项占成本的比重较小，且历史上波动不大。

2019 年上半年，其应付账款占成本比重为 19.17%，较 2018 年上半年 20.57%相比略有下降；2019 年三季度末，其应付账款占成本的比重为 11.88%，较上年同期的 9.73%略有上升。

预付账款占成本比重为 7.39%，较 2018 年上半年 11.49%相比出现下降。2019 年三季度末，其预付账款占成本的比重为 3.84%，较上年同期的 7.79%略有下降。

考虑到其波动不大，加之季报的数据较全年数据有一定波动，因此，我们不对原假设进行调整。

因此，这里仍维持原合理假设，应付账款和预收款项占成本的比重均维持在历史平均水平。

看完了话语权，我们再来看它的营运效率到底如何——存货周转情况。

从历史数据来看，近几年片仔癀的存货周转率在不断上升。由于其存货中主要为原材料和库存商品，分别对应医药工业和医药商业两大业务，拆开来看，到底是哪个业务的存货周转率在提升。

	2016年	2017年	2017年
原材料	0.29	0.38	0.44
库存商品	3.26	4.93	4.59

图 47：存货周转率（单位：次）

来源：并购优塾

通过拆分，我们发现，近三年其原材料和库存商品的周转率，都基本保持上升状态，但是，原材料的周转率上升幅度更大，这主要由于片仔癀近几年不断铺设体验馆，使片仔癀销量上涨较快，导致原材料周转率上升。

2019 年上半年，其存货周转率为 0.93，较 2018 年上半年 0.99 相比较接近。2019 年三季度，其存货周转率为 1.36 次，与上年同期 1.4 次较接近。因此，我们不对原假设进行调整。

考虑到随着体验馆扩张增速趋缓，加之其原料供应紧张，未来存货周转率继续大幅度上升的可能性不高。因此，可以合理假设——未来存货占成本的比重维持在近三年的平均水平。

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
本表假设															
应收款项/主营业务收入	假设维持2018年水平	11.49%	16.76%	17.28%	13.06%	10.76%	10.76%	10.76%	10.76%	10.76%	10.76%	10.76%	10.76%	10.76%	10.76%
预付款项/主营业务成本	假设维持近三年平均值	3.05%	11.07%	8.17%	5.24%	5.60%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%
存货/主营业务成本	假设维持近三年平均值	123.33%	69.14%	196.64%	59.21%	61.01%	72.30%	72.30%	72.30%	72.30%	72.30%	72.30%	72.30%	72.30%	72.30%
其他经营性流动资产/主营业务收入	假设维持2018年水平	0.76%	11.63%	0.69%	2.58%	0.59%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
应付款项/主营业务成本	假设维持历史平均水平	10.81%	9.24%	19.26%	10.57%	9.15%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%
预收款项/主营业务收入	假设维持历史平均水平	1.65%	1.59%	2.30%	2.88%	1.89%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%
其他经营性流动负债/营业收入	假设维持2018年水平	10.39%	9.81%	12.21%	9.56%	7.34%	7.30%	7.30%	7.30%	7.30%	7.30%	7.30%	7.30%	7.30%	7.30%

图 48：营运资本占收入比重（单位：%）

来源：并购优塾

至此，本次建模所需的核心数据已经基本完成，我们进入具体财务建模环节。

— 11 —



建模，如何操作？



在进行建模之前，我们先总结一下本案的基本面：

1) 收入增速：我国保健品行业与发达国家及地区存在差异（2018年，我国保健品人均消费金额为117元，而中国香港则为767元、日本为662元，美国为924元），由于片仔癀未来将更趋近于一种保健品，因此，其未来的增长，将很大程度上受益于我国保健品行业的增长，至少能维持年化11%的水平。

同时，2019年10月监管层出台的《关于促进中医药传承创新发展的意见》中表示，要健全中医药服务体系，发挥中医药在维护和促进人民健康中的作用，大力推动中药质量提升和产业高质量发展，促进中医药传承与开放创新发展。品牌中药，作为少数不受医保控费影响，且是兼具消费、奢侈属性的细分板块，未来的发展空间仍然较大。

2) 收入驱动力：短期来看，主要看片仔癀的提价，以及体验馆的开设数量；长期来看，主要看我国保健品行业与发达国家的趋同程度。

3) 回报分析：2018年，其ROIC（剔除现金）是64%。

4) 核心护城河：无论你愿不愿意相信，从商品属性上来看，片仔癀和贵州茅台是类似的，都处于奢侈品赛道。持续的提价预期，是未来基本面的核心，品牌+提价能力，是它的核心护城河。而提价的年化幅度，大致和食品行业CPI增速维持同一水平，大约为5%左右。

关于品牌护城河，《巴菲特的护城河》中说的很好，能持续提价的品牌护城河，才叫真正的护城河。所以，未来我们需要持续关注方向，和之前的东阿阿胶类似，一看提价会否影响销量；二看渠道和广告方面刺激手段是否能持续有效。

5) 风险因素：原材料紧缺，核心产品销量增长是否会像东阿阿胶一样遭遇瓶颈。

6) 延伸思考：本报告对保健品行业的情况做了一些分析，分析过程中联想到了另一家公司，汤臣倍健。我们粗略做个对比：汤臣倍健，2018年汤臣倍健现金流13亿，2019年三季报已完成7.5亿，市值253亿；片仔癀，2018年现金流6.2亿，2019年三季报已完成11.2亿，市值622亿。两者的资本支出都不大，那么，市值差距达到2倍还多，这件事，合理吗？

研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行财务建模的表格测算.....

经过资产负债表配平、现金流量表预测等环节，最终形成自由现金流数据——乐观情况下，其十年自由现金流如下：

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
eBIT						14.38	18.06	22.76	28.55	35.47	42.38	49.42	56.02	61.51	65.24
调整后所得税【注意负号】						-2.30	-2.89	-3.64	-4.57	-5.68	-6.78	-7.91	-8.96	-9.84	-10.44
EBIAT/NOPLAT						12.08	15.17	19.12	23.98	29.79	35.60	41.51	47.06	51.67	54.80
折旧						0.24	0.26	0.30	0.34	0.41	0.48	0.58	0.69	0.82	0.96
摊销						0.34	0.31	0.31	0.34	0.39	0.45	0.53	0.61	0.70	0.78
经营性营运资金减少						-7.14	-5.86	-7.57	-9.35	-11.21	-12.55	-13.30	-13.12	-11.76	-9.16
长期经营性负债增加						0.13	0.18	0.23	0.29	0.35	0.39	0.41	0.41	0.36	0.28
(固定资产购建)						-0.17	-0.22	-0.27	-0.34	-0.42	-0.51	-0.61	-0.70	-0.79	-0.85
(在建工程)						-0.18	-0.22	-0.28	-0.35	-0.43	-0.53	-0.62	-0.72	-0.81	-0.88
(无形资产购置)						0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(新增长期待摊费用)						-0.17	-0.22	-0.27	-0.34	-0.42	-0.51	-0.61	-0.70	-0.79	-0.85
其他长期经营性资产减少						-0.15	-0.22	-0.28	-0.35	-0.42	-0.46	-0.54	-0.62	-0.70	-0.77
无杠杆自由现金流						4.96	9.19	11.30	14.23	18.04	22.36	27.40	33.03	38.97	44.74

图 49：乐观自由现金流

来源：并购优塾

综上，通过 EXCEL 表格进行建模计算，WACC 取值 9.46%，对应股权价值大约为 274 亿元-751 亿元，对应的 PE-TTM 为 20 倍-56 倍。

最后，由于加权平均资本成本（WACC）和永续增速（g）是计算企业价值和股价的关键因此，WACC 值可能会因为企业的资本结构产生变动，并且对投资者对计算 WACC 用到的参数也见仁见智。因此，我们对两个因子做一次敏感性分析，对应数据如下：

		加权平均成本 (WACC)						
		7.96%	8.46%	8.96%	9.46%	9.96%	10.46%	10.96%
永续增长率	3.00%	626.49	563.49	511.30	467.41	430.02	397.81	369.81
	3.50%	680.24	605.75	545.16	494.97	452.74	416.77	385.78
	4.00%	747.57	657.49	585.85	527.57	479.29	438.66	404.05
	4.50%	834.35	722.30	635.67	566.76	510.69	464.23	425.14
	5.00%	950.45	805.83	698.06	614.72	548.43	494.48	449.77
	5.50%	1113.74	917.59	778.48	674.80	594.63	513.82	459.92
	6.00%	1360.35	1074.78	886.08	752.25	652.49	575.33	513.94

图 51：敏感性分析对应数据

来源：并购优塾

不过，对于现金流贴现，市场上一直有很多质疑的声音，认为整个计算过程要基于多个假设环节，一旦某个环节出现问题，就可能造成整体结果几何级数的变动——因而，在计算之后必须要经过多重方法的交叉验证。

— 12 —



可比法，各大公司如何对比？



接下来，我们采用 PE 市盈率法，进行逻辑交叉测算。首先，从本案的历史区间来看，其 PE 共有四个高点：2007 年第二季度、2010 年第四季度、2015 年第二季度、2018 年第三季度；三次低点：2008 年第四季度、2014 年第二季度、2018 年第四季度。



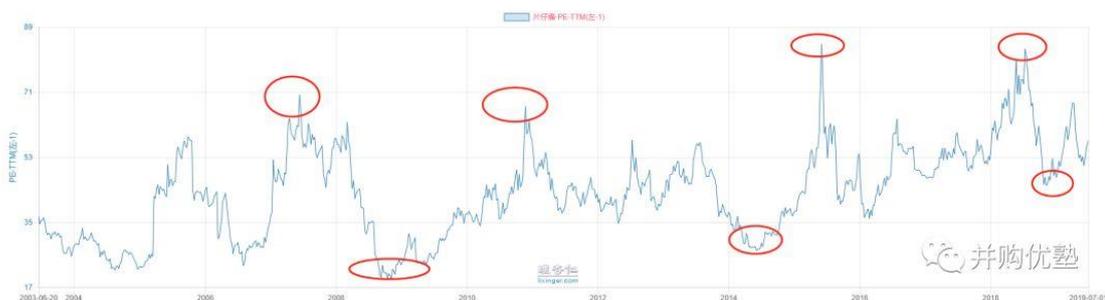


图 52: PE (单位: 倍)

来源: 理杏仁

		ROE	营收增速	净利润增速	PE
估值高点	2007年二季度	14.30%	12%	19%	70
	2010年四季度	21%	25%	49%	67
	2015年二季度	15%	30%	6%	84
	2018年三季度	25%	28%	42%	83
估值低点	2008年四季度	19%	10%	48%	19
	2014年二季度	16%	4%	2%	27
	2018年四季度	25%	28%	42%	45

图 53: PE 历史高低点对应的业绩

来源: 并购优塾

从历史估值来看, 估值高点主要在 ROE、增速高点; 低点则出现在股灾、增速下滑、受行业因素影响。综合来看, 片仔癀的历史 PE 在 35 倍-56 倍。

接着, 我们找出可比公司的历史 PE 估值区间:

寿仙谷——历史 PE 为 40 倍-66 倍;

同仁堂——历史 PE 为 36 倍-53 倍;

东阿阿胶——历史 PE 为 15 倍-25 倍;

九芝堂——历史 PE 为 18 倍-31 倍。

整体来看, 具有礼品、高端属性的寿仙谷、同仁堂的估值较高, 而品牌中药九芝堂、东阿阿胶的估值较低 (东阿阿胶因为业绩爆雷, 所以估值下杀)

另外, 再对比保健品公司的历史 PE 估值区间:

汤臣倍健——历史 PE 为 25 倍-30 倍;

H&H 国际控股——历史 PE 为 16 倍-33 倍;

Blackmores——历史 PE 为 18 倍-48 倍;

HLF——历史 PE 为 14 倍-25 倍。

综合来看，片仔癀因为具有医药属性，所以，其估值区间普遍高于保健品公司的估值。因此，在可比公司法下，我们取值 PE 区间为 35 倍-60 倍，对应的股权价值大约为 400 亿元-686 亿元。

综上，两种方法对应的保守、乐观数据区间为：

DCF 法——股权价值为 274 亿元-751 亿元，对应的 PE-TTM 为 20 倍-56 倍；

可比公司法——股权价值为 400 亿元-686 亿元，对应的 PE-TTM 为 35 倍-60 倍。

目前，本案对应的 PE 为 46 倍，市值为 624 亿元（上次建模时 PE 为 49 倍）。值得一提的是，任何人在任何时间、任何地点，对任何公司都不可能形成百分百准确的预估，因而，本案仅仅做方法讨论，具体数据不具备任何参考价值，也无法支撑任何决策依据。市场有风险，研究需谨慎。

本报告参考资料如下，特此鸣谢



【1】“我国麝养殖种群现状及其养殖业发展的分析”，李林海等，四川动物，2012 年第 31 卷第 3 期；

【2】“片仔癀治疗慢性乙型肝炎合并胆囊炎的临床研究”，钟蕊、陈煜，大家健康，2016 年 3 月。

研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行财务建模的表格测算……

如需获取本报告全文

以及部分重点公司详细估值建模表，

请购买科创板或专业版报告库，

以长江电力、海康威视为例，

估值建模部分，样图如下：

以长江电力为例，经配平后的资产负债表预测样图：

长江电力													
资产负债表 Balance Sheet													
单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	536.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	26.3	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	621.1	597.0	568.3	517.5	452.1	381.1	346.8	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	278.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	1,703.7	1,638.8	1,528.1	1,333.4	1,145.6	1,005.2	908.5	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2
股本及资本公积	662.5	663.2	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	1,285.3	1,355.2	1,426.8	1,470.4	1,545.3	1,612.0	1,686.8	1,763.7	1,835.5	1,908.1	1,981.4	2,055.5	2,130.4
负债和股东权益总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
平衡吗？	OK												

以海康威视为例，现金流量表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
单位：百万人民币（特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	23,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
资产减值				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521
【投资收益】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【非经常性或非经营性损益】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营现金流量减少【期初-期末】				-2,582	-2,338	-2,720	-2,555	-2,494	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055	-1,535
长期经营性负债增加【期初-期末】				68	77	83	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,485	40,000
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【固定资产购置】				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
【无形资产购置】				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
【新增长期待摊费用】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-637	-646	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139
融资活动现金流													
【偿还期初融资缺口】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
【财务费用】				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	500	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	85
【归属于母公司股东的分红】				-5,608	-5,177	-5,902	-6,891	-10,229	-11,778	-13,387	-14,996	-16,509	-17,823
【归属于少数股东的分红】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
融资活动现金流				-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045
净现金流				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,299	4,674	5,049
融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752

在接下来的专业版和科技版报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把估值建模、财务风险两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？
- 2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC 和增速对估值的影响有多大？
- 3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？
- 4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的付费用户有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

为好的产品支付合理的价格，是让世界变得更好的方式——大家支付的费用，将有利于我们从全球顶尖大学补充更多的投研精英，也将有利于并购优塾团队从全球范围内，采购更深的行业数据，从而能够不断精进，为大家提供更有干货的研究报告。

如果您对本案的【估值部分】感兴趣，以及更多其他案例，可扫描下方二维码，获取本案的估值建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。同时，之前因诸多原因无法公开发布的报告，以及重大风险点提示，都将包含其中。



扫码阅读核心产品一

专业版 | 估值报告库



扫码阅读核心产品二

科创板 | 以及科技概念报告库

【免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。