

片仔癀 (600436) 深度研究

药中茅台，未来成长值得期待

2020 年 09 月 15 日

【投资要点】

- ◆ **“绝密配方+天然原料+强大品牌”三大稀缺要素铸就强大护城河。**片仔癀是国内仅有的 2 个中药一级保护品种之一，也是唯一配方和工艺被列入国家“双绝密”的稀缺品种，受到实质的长期保护。其核心原料天然麝香受国家管制，10 年内供不应求的局面不变，公司通过自建养麝基地+扩充麝香库存保障原料稳定供应，足以支撑未来放量需求。片仔癀具有 500 年悠久历史，品牌价值极其深厚，连续 5 年蝉联“肝胆用药第一品牌”，常年高居“中华老字号”品牌第二位。
- ◆ **片仔癀系列需求强劲，渗透率提升空间巨大。**1) 肝病用药需求：我国是肝病大国，非酒精性脂肪性肝病 (NAFLD) 患者存量多、增长快，是未来肝病用药需求主力。片仔癀在此领域具备疗效和竞争优势，未来可稳步提升用药份额。2) 保健需求：片仔癀用于解酒、护肝等保健用途，主要定位高净值人士，未来随消费升级、健康意识增强，保健需求有望加速释放。3) 送礼需求：高净值人士送健康礼品已愈发普遍，片仔癀产品价格高端、标准化程度高，符合高净值人群送礼标准，送礼需求值得期待。我们分别测算肝病用药、保健、送礼三大需求全国渗透率为 0.28%、1.69% 和 0.036%，未来有较大提升空间。
- ◆ **“一核”成长性比肩茅台，未来量价齐升可期。**2019 年片仔癀系列营业收入 21.81 亿元，占医药工业板块比重 96% 以上，近 10 年复合增速达 21.43%。量价齐升仍是片仔癀未来增长逻辑：1) 从价升逻辑看，成本上涨是催化提价的被动因素，近年来提价力度尚未消化天然麝香、牛黄等原料价格涨幅，未来 2 年出厂价仍有 10%-20% 上提空间；高渠道利润是驱动提价的主动因素，片仔癀渠道利润率常年维持在 40% 以上，为出厂价上提留足了充分空间。2) 从量增逻辑看，消费升级趋势下片仔癀高净值客户数量将不断增加，肝病用药、保健、送礼三大强劲需求有望共同发力、推高销量；公司体验馆战略持续推进，截止 2020H1 遍布全国的体验馆数量已达 257 家，体验馆渠道的稳步扩张将不断强化品牌效应、提高客户购买欲，带动终端销量持续增长。
- ◆ **“两翼”业务迎风而起，有望成重要增长引擎。**日化、化妆品业务延续高增，2012-2019 年公司日化、化妆品营业收入 CAGR 达 34.68%，远快于同期公司整体收入增速的 25.44%；相应占比从 6.75% 增长至 11.10%。我们看好高毛利的日化、化妆品业务成为公司业绩新增长点：1) 牙膏业务自 2019 年步入收获期，凭借功效和价格定位差异化，片仔癀牙膏有望云南白药牙膏成功先例跻身潜力大品种，享受高端牙膏市场扩容红利。2) 国内药妆市场发展迅猛，片仔癀药妆疗效明确、产品线丰富，未来有望从药妆市场加速突围。3) 凭借体验馆渠道宣传推广，日化、化妆品品牌效应逐步强化，未来有望持续放量。



挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

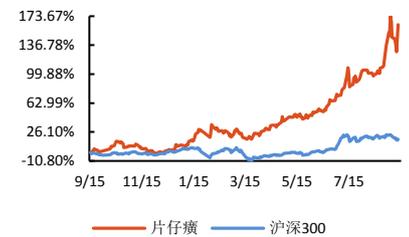
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：马建华

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	158099.27
流通市值 (百万元)	158099.27
52 周最高/最低 (元)	293.98/98.11
52 周最高/最低 (PE)	110.30/44.93
52 周最高/最低 (PB)	24.83/9.88
52 周涨幅 (%)	162.81
52 周换手率 (%)	184.74

相关研究

- 《量价齐升大力推动，业绩增长超预期》
2018.01.12
- 《三季报维持高增长，业绩已超去年全年》
2017.10.30
- 《营销发力+产品提价促进业绩高增长中报喜人表现有望持续》
2017.08.30
- 《“加量加价”驱动业绩快速增长》
2017.07.18

【投资建议】

- ◆ 公司是极其稀缺的中药品牌，配方+原料+品牌的三重优势造就强大护城河。我们持续看好其未来成长确定性：片仔癀系列需求有稳定支撑，成本端催化下提价有充足动因，未来有望迎来量价齐升；在一核两翼及体验馆战略持续推进下，高毛利的日化、化妆品业务延续高增，有望成为新的增长引擎。预计 2020-2022 年公司分别实现营收 66.73/81.35/99.04 亿元，同比+16.61%/21.92%/21.74%，实现归母净利润 16.33/20.56/25.98 亿元，同比+18.82%/25.92%/26.36%，EPS 为 2.71/3.41/4.31 元，对应 PE 为 96.81/76.88/60.85 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5722.27	6672.61	8135.48	9903.99
增长率（%）	20.06%	16.61%	21.92%	21.74%
EBITDA（百万元）	1636.39	2015.35	2519.26	3151.52
归属母公司净利润（百万元）	1374.38	1633.07	2056.34	2598.32
增长率（%）	20.25%	18.82%	25.92%	26.36%
EPS（元/股）	2.28	2.71	3.41	4.31
市盈率（P/E）	48.23	96.81	76.88	60.85
市净率（P/B）	10.00	19.13	15.32	12.24
EV/EBITDA	38.33	76.02	60.18	47.45

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。注：数据截至 2020-09-11。

【风险提示】

- ◆ 片仔癀系列提价或影响终端销量；
- ◆ 宏观环境变化致终端动销低于预期；
- ◆ 体验馆渠道拓展低于预期；
- ◆ 日化、化妆品业务增长低于预期；

正文目录

1. 公司简介：历史悠久的国药瑰宝	6
1.1. 历史沿革	6
1.2. 股权高度集中，管理层结构稳定	6
1.3. 收入、利润高速增长，疫情冲击下业绩确定性较强	8
1.4. “一核”稳步前行，“两翼”迎风而起	10
1.4.1. 稳“一核”：持续培育核心品种，新药研发强化成长动能	10
1.4.2. 振“两翼”：日化、化妆品业务有望成为重要增长引擎	13
1.4.3. 医药商业：“一核两翼”战略重要补充	17
2. 财务分析	18
3. 肝病用药市场空间广阔，保健需求加码增长空间	22
3.1. 肝病用药需求前景广阔	22
3.2. 保健需求加速释放	25
3.3. 健康送礼需求方兴未艾	27
3.4. 片仔癀国内渗透率极低，提升潜力巨大	29
4. 药中茅台，未来量价齐升可期	30
4.1. 稀缺性造就强大护城河	30
4.1.1. 稀缺性之一：绝密配方	30
4.1.2. 稀缺性之二：原料供给	30
4.1.3. 稀缺性之三：强大品牌	33
4.2. 量价齐升驱动业绩高增，未来成长或比肩茅台	34
4.2.1. 历史业绩量价拆分	34
4.2.2. 消费升级、渠道升级共振，放量是未来增长主要推力	36
4.2.3. 原料价格上涨、高渠道利润催化提价预期	38
5. 盈利预测与估值	40
5.1. 盈利预测	40
5.2. 投资建议	41
6. 风险提示	43

图表目录

图表 1：片仔癀发展历程	6
图表 2：片仔癀股权结构（截止 2020H1）	7
图表 3：公司历年及现任管理层	8
图表 4：公司营业收入及增速	8
图表 5：公司归母净利润及增速	8
图表 6：公司历年主营业务构成（分业务）	9
图表 7：2019 年公司主营业务构成（分业务）	9
图表 8：2017-2019 年公司各业务毛利率（%）	9
图表 9：公司历年国内外销售份额	10
图表 10：公司主营业务构成（分地区）	10
图表 11：医药工业板块营业收入及增速	11
图表 12：片仔癀系列（即肝病用药）占比（%）	11
图表 13：公司片仔癀系列产品	11
图表 14：公司新药研发情况	12
图表 15：日化、化妆品板块营业收入及增速	13
图表 16：2019 年牙膏业务利润首次转正	14
图表 17：片仔癀系列牙膏产品线	15

图表 18: 中国牙膏市场规模及增速	15
图表 19: 2017 年各档次牙膏竞争格局	15
图表 20: 中国化妆品行业市场规模及增速	16
图表 21: 中国药妆市场规模及增速	16
图表 22: 片仔癀化妆品公司营业收入及增速	16
图表 23: 片仔癀化妆品公司净利润及增速	16
图表 24: 公司化妆品板块“3+3+1”产品线	17
图表 25: 公司医药商业板块营业收入及增速	18
图表 26: 公司医药商业板块毛利率持续走低 (%)	18
图表 27: 公司毛利率、净利率 (%)	18
图表 28: 2015-2019 年可比公司毛利率 (%)	19
图表 29: 2015-2019 年可比公司净利率 (%)	19
图表 30: 可比公司 ROE (%)	19
图表 31: 可比公司经营利润率 (%)	19
图表 32: 可比公司总资产周转率 (%)	19
图表 33: 可比公司期间费用率 (%)	19
图表 34: 可比公司销售费用率 (%)	20
图表 35: 可比公司管理费用率 (%)	20
图表 36: 可比公司存货周转率 (次)	20
图表 37: 可比公司应收账款周转率 (次)	20
图表 38: 可比公司应付账款周转率 (次)	21
图表 39: 公司预收款项占比 (%)	21
图表 40: 可比公司资产负债率 (%)	21
图表 41: 可比公司流动比率 (%)	21
图表 42: 公司经营活动现金流	22
图表 43: 公司货币资金及现金余额 (亿元)	22
图表 44: 中国及主要发达国家肝病患者及发病率比较	23
图表 45: 病毒性肝炎发病及死亡人数	23
图表 46: 病毒性肝炎发病率及死亡率	23
图表 47: 我国 NAFLD 患病率与人均 GDP 呈正相关	23
图表 48: 我国超重率、肥胖率情况 (%)	23
图表 49: 片仔癀对治疗各类肝炎的循证医学研究	24
图表 50: 肝病用药市场规模 (亿元)	25
图表 51: 中成药肝炎用药城市零售渠道市场规模 (亿元)	25
图表 52: 中国城市零售药店中成药肝炎用药品牌排名 TOP10	25
图表 53: 中国保健品市场规模及增速	26
图表 54: 2018 年中美日保健品人均消费额、渗透率	26
图表 55: “片仔癀系列”保健功能的循证医学研究	26
图表 56: 茅台酒销量及增速	27
图表 57: 片仔癀销量及增速	27
图表 58: 中国礼品市场规模及增速	27
图表 59: 2019 医疗健康品牌价值排名	28
图表 60: 片仔癀零售价 (元/粒)	28
图表 61: 中药礼品价格对比	29
图表 62: 片仔癀国内需求渗透率测算	29
图表 63: 获批中药保护品种的企业	30
图表 64: 2006-2019 年中药保护品种数量	30
图表 65: 片仔癀原材料成本分拆	31
图表 66: 获准使用天然麝香的企业和产品	31
图表 67: 我国林麝养殖数量 (只)	32
图表 68: 我国麝香产量测算 (kg)	32
图表 69: 片仔癀大力推进人工养麝	32
图表 70: 公司原材料库存金额 (亿元)	33

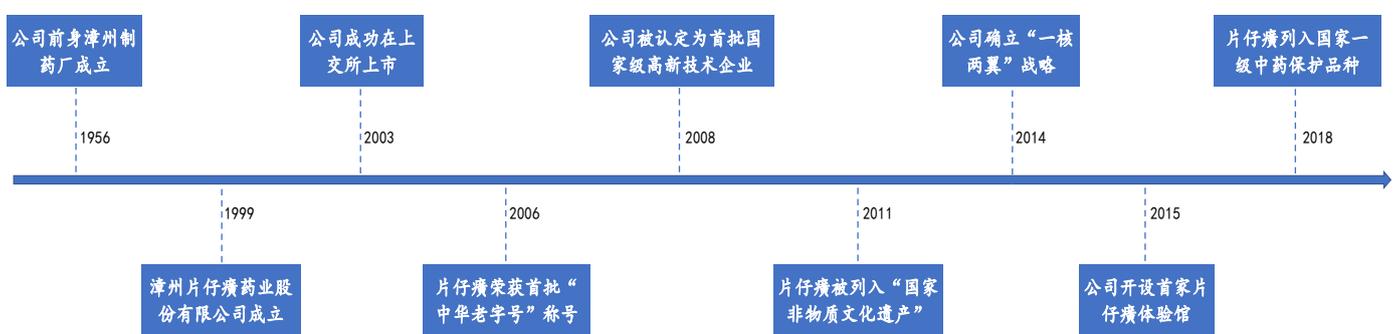
图表 71: 公司麝香库存 (kg)	33
图表 72: 片仔癀麝香库存测算 (假设外购原料为 0)	33
图表 73: 片仔癀获得品牌荣誉情况	34
图表 74: 2014-2019 年胡润品牌价值排行榜	34
图表 75: 片仔癀系列营业收入及增速	35
图表 76: 片仔癀系列产品历年国内出厂价 (元/粒)	35
图表 77: 片仔癀系列产品销量 (万粒)	35
图表 78: 2010-2013 年、2016-2019 年片仔癀销售收入量价因素拆解	36
图表 79: 我国高净值人群数量及增速	37
图表 80: 我国人均消费支出增速快于医保支出增速	37
图表 81: 片仔癀销售渠道	37
图表 82: 片仔癀体验馆全国布局	38
图表 83: 片仔癀体验馆数量 (家)	38
图表 84: 片仔癀提价幅度与毛利率走势	38
图表 85: 片仔癀提价不影响销量增长	38
图表 86: 天然麝香价格 (元/g)	39
图表 87: 天然牛黄价格 (元/g)	39
图表 88: 片仔癀国内渠道利润率 (%)	40
图表 89: 高端白酒渠道利润率 (%)	40
图表 90: 业务拆分及预测	41
图表 91: 盈利预测	42
图表 92: 行业重点关注公司	42
图表 93: 历史 PE (TTM) 区间	42
图表 94: 历史 PB 区间	42

1. 公司简介：历史悠久的国药瑰宝

1.1. 历史沿革

漳州片仔癀药业股份有限公司成立于1999年12月，由原漳州制药厂改制创立，并于2003年在上交所成功上市。公司主要业务包括中药制造、医药流通、日化业务、食品等。公司所产中药核心品种——片仔癀，具有500年悠久历史，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。2014年来，公司积极构建以传统中药、生物制药为核心，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，以药品流通为补充的“一核两翼”大健康产业发展战略，致力把片仔癀打造成国内一流的健康养生品牌。

图表 1：片仔癀发展历程

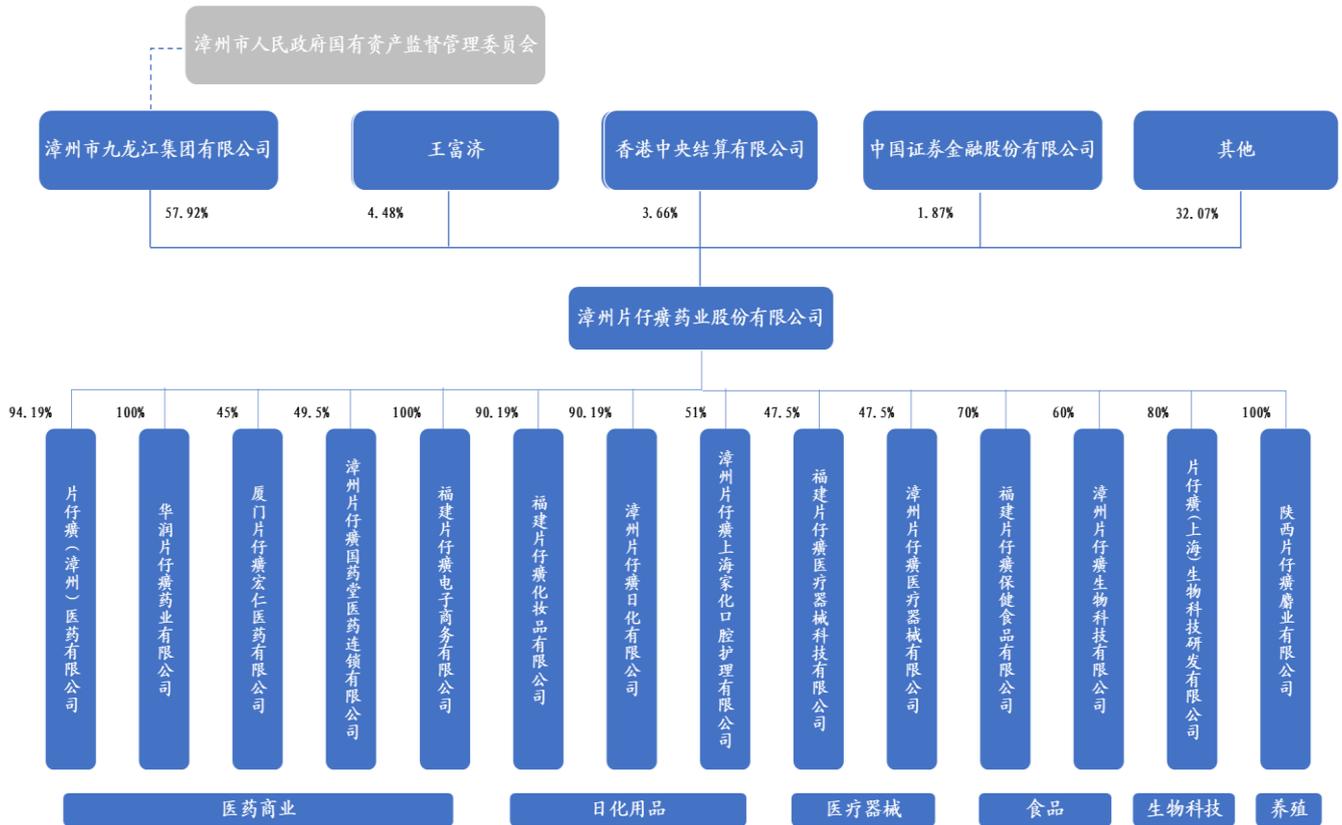


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

1.2. 股权高度集中，管理层结构稳定

福建省核心国企，股权高度集中。公司是福建省国有企业，实际控制人为漳州市国资委；第一大股东漳州市九龙江集团（漳州市国资委全资持股）持有公司57.92%股份，股权高度集中。截止2020H1公司拥有44家子公司，业务覆盖医药工业、医药商业、日化用品、保健品、养殖等领域。其中母公司主营医药工业（中成药制造）；医药商业经营主体为厦门片仔癀宏仁医药有限公司、片仔癀（漳州）医药有限公司；日化用品经营主体为福建片仔癀化妆品有限公司（化妆品）、漳州片仔癀上海家化口腔护理有限公司（口腔类）、漳州片仔癀日化有限责任公司（护肤护发类）。

图表 2：片仔癀股权结构（截止 2020H1）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

管理层结构稳定，换届之年董事长有望顺利连任。公司上市以来管理层结构稳定，前两届董事长分别于 2001-2006 年、2006-2014 年在任，均为漳州市国资委出身。2014 年 3 月公司现任董事长刘建顺先生上任，并任职至今。刘建顺上任后着力进行多项改革，带领公司步入崭新阶段：2014 年确立“一核两翼”发展战略，带动公司向多元化经营转型；大刀阔斧进行渠道改革，推进体验馆建设及国药堂布局；2016 年与上海家化成立合资公司，开拓牙膏等日化业务；2020 年收购龙晖药业 51% 股权，开启公司外延并购先例。2020 年为公司董事会换届之年，考虑刘建顺先生任职期间对公司贡献巨大、声望较高，且尚未达退休年龄，董事长有望顺利连任。

图表 3：公司历年及现任管理层

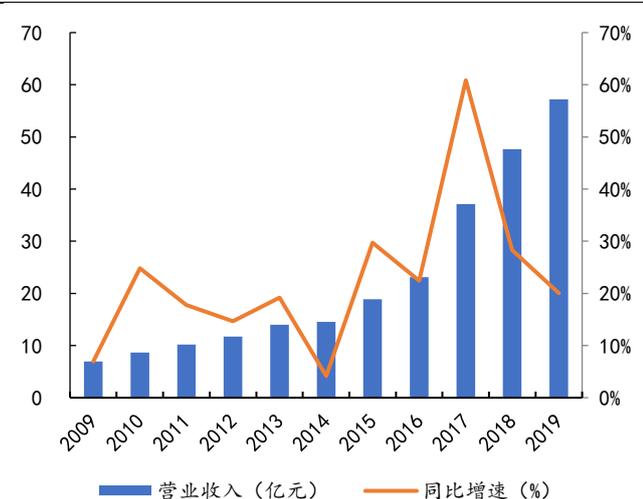
	姓名	职务	任职起始日	任职终止日	学历	出生年份
历届董事长	何建文	董事长	2003-03-01	2006-09-09	本科	1945
	冯忠铭	董事长	2006-09-09	2014-03-04	大专	1952
现任董事会	刘建顺	董事长	2017-09-25	2020-09-24	本科	1963
	陈纪鹏	董事	2017-09-25	2020-09-24	硕士	1968
	黄进明	董事	2017-09-25	2020-09-24	硕士	1966
	刘建顺	董事	2017-09-25	2020-09-24	本科	1963
	林柳强	董事	2017-09-25	2020-09-24	本科	1966
	陈东	董事	2017-09-25	2020-09-24	本科	1968
	洪东明	董事	2017-09-25	2020-09-24	本科	1963
	郑振龙	独立董事	2020-05-19	2020-09-24	博士	1966
	李广培	独立董事	2017-09-25	2020-09-24	博士	1968
	贾建军	独立董事	2017-09-25	2020-09-24	博士	1972
	范志鹏	独立董事	2018-03-29	2020-09-24	硕士	1976

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.3. 收入、利润高速增长，疫情冲击下业绩确定性较强

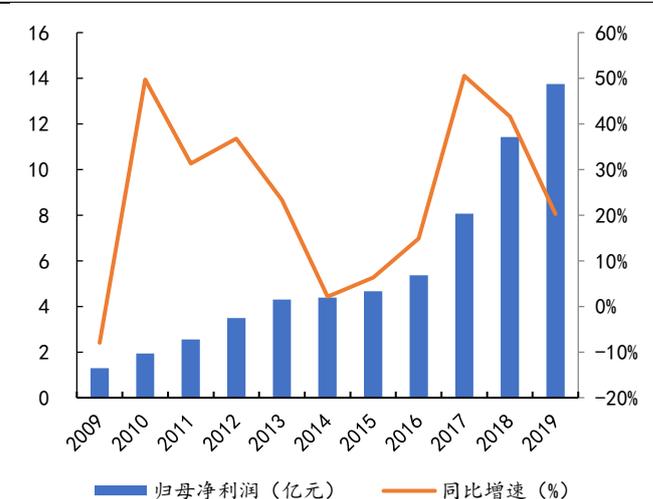
营业收入、净利润保持高速增长。公司近 10 年来业绩保持高速增长，营业收入从 2009 年的 8.67 亿元增长至 2019 年的 57.22 亿元，CAGR 高达 23.47%；归母净利润从 2009 年的 1.30 亿元增长至 2019 年的 13.74 亿元，CAGR 达 26.59%。

图表 4：公司营业收入及增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 5：公司归母净利润及增速

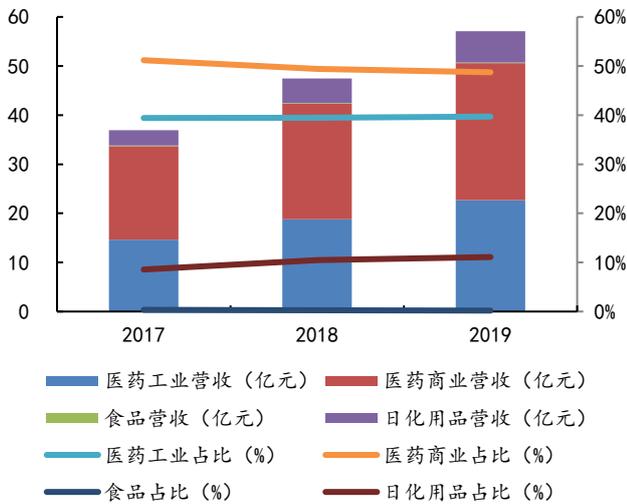


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

医药工业贡献 70% 以上利润，日化、化妆品业务占比逐年提升。从业务构成来看，医药商业板块占比最高，2019 年实现营业收入 27.88 亿元（同比 +18.43%），占比 48.85%，因其贡献利润较少占比呈持续下降趋势；核心板块医药工业实现收入 22.72 亿元（同比 +20.85%），占比 39.82%，收入规模虽位居第二，但由于其毛利率较高，贡献公司约 72% 利润；此外，日化板块实现收入 6.35 亿元（同比 +27.65），收入占比 11.13%，毛利率仅次于医药工业，为近年来增

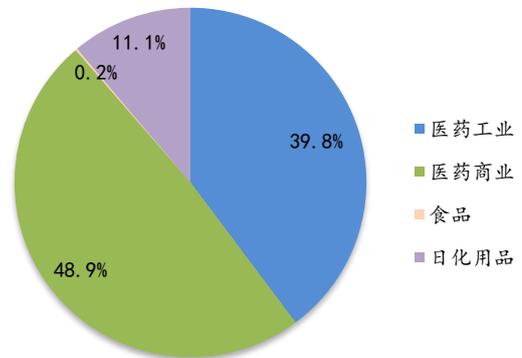
长最快板块，占比不断提升；食品板块实现收入 0.11 亿元（同比-19.54%），占比 0.16%。

图表 6：公司历年主营业务构成（分业务）



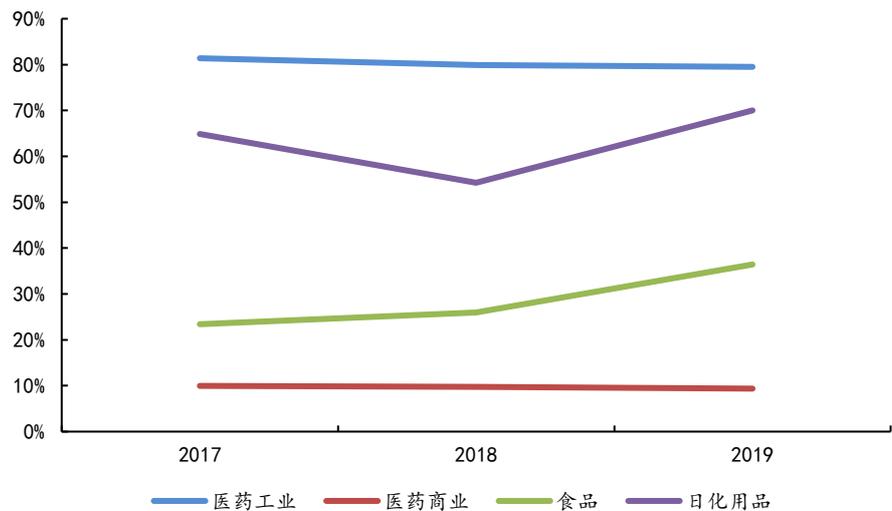
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 7：2019 年公司主营业务构成（分业务）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

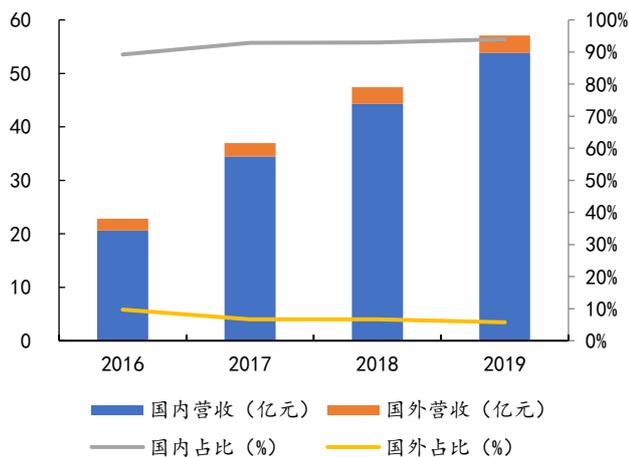
图表 8：2017-2019 年公司各业务毛利率 (%)



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

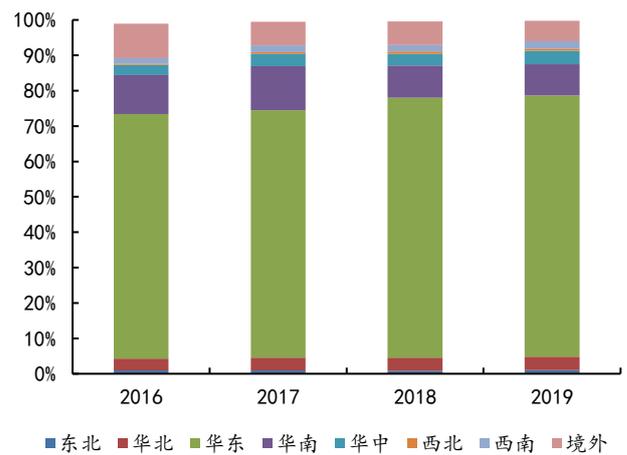
国内份额不断增加，华东市场影响力持续走高。分地区来看，公司国内销售份额从 2016 年的 89.22% 提升至 2019 年的 93.99%，反映国内需求较为旺盛；而外销份额则逐年下降。从国内来看，公司在全国各地均有布局，其中华东地区（主要为福建省）为公司核心市场，2019 年实现收入 42.19 亿元（同比+20.44%），占比 73.94%，2016-2019 年占比累计提升 4.6%，反映出公司在该地区日益增强的强大影响力；华南地区 2019 年实现收入 5.06 亿元（同比+16.73%），占比 8.86%，为公司第二大市场；东北、华北、华中、西北、西南分别实现营收 0.61 亿元、2.17 亿元、2.17 亿元、0.40 亿元、1.18 亿元，占比 1.06%、3.81%、3.80%、0.70%、2.06%，上述 5 地区合计收入占比从 2016 年的 9.42% 提升至 2019 年的 11.48%，全国化布局初见成效。

图表 9：公司历年国内外销售份额



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 10：公司主营业务构成（分地区）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

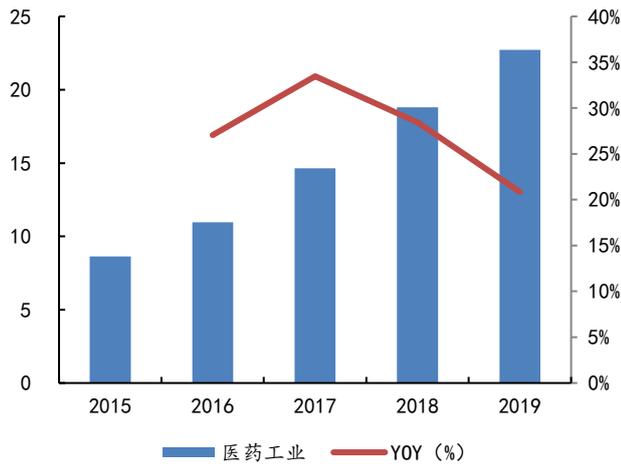
疫情验证强大护城河，片仔癀业绩高增有望延续。2020H1 公司实现营业收入 32.46 亿元（同比+12.16%），实现归母净利润 8.65 亿元（同比+15.84%）。受疫情影响营收、净利润增速比往年同期有所下降，但仍延续较快增长。分业务来看，医药工业实现营收 13.95 亿元（同比+17.01%），增速略有下滑，主要系疫情影响终端库存消化速度及体验馆客流量，随疫情解除 2020H2 收入增长有望加快；医药流通实现营收 13.83 亿元（同比-0.28%），主要系疫情期间物流受限导致医药流通业务承压，从而拖累公司整体收入增长，预计下半年医药流通业务将恢复正常；日化、化妆品实现营收 4.53 亿元（同比+49.37%），仍延续高速增长态势，对公司整体业绩贡献更加凸显；食品实现营收 0.06 亿元（同比+46.36%）。我们认为疫情影响下公司营收、利润仍实现两位数增长已属不易，也验证了公司业绩较高的稳定性，20 年业绩高增趋势有望延续。

1.4. “一核”稳步前行，“两翼”迎风而起

1.4.1. 稳“一核”：持续培育核心品种，新药研发强化成长动能

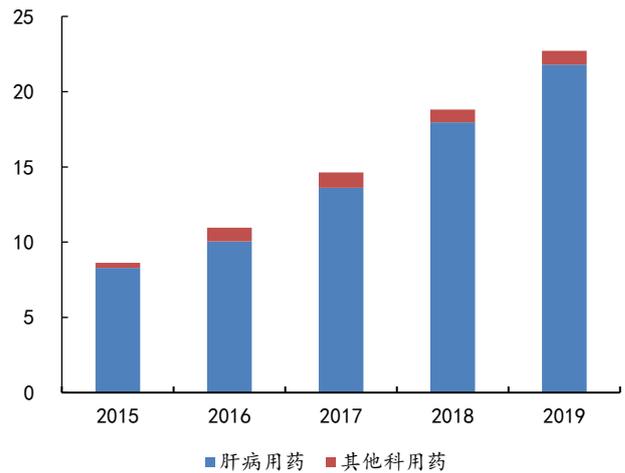
片仔癀系列为医药工业板块核心大品种。近年来公司医药工业板块收入保持 20%以上增速，主要由核心品种片仔癀系列贡献。2019 年片仔癀系列产品实现营业收入 21.81 亿元（同比+21.37%），占医药工业收入比重约 96%。片仔癀系列产品包括片仔癀锭剂、片仔癀胶囊、复方片仔癀软膏等，具有清热解毒、消肿止痛等功效，用于治疗急慢性肝炎、无名肿毒及细菌感染性疾病，在华东地区及海外市场享有极高美誉。

图表 11：医药工业板块营业收入及增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 12：片仔癀系列（即肝病用药）占比（%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 13：公司片仔癀系列产品

产品系列	产品名称	主治功能	图片样式	零售价
片仔癀系列	片仔癀	清热解毒，凉血化瘀，消肿止痛。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		590 元/粒
	片仔癀胶囊	清热解毒，凉血化瘀，消肿止痛。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		590 元/粒
复方片仔癀系列	复方片仔癀软膏	清热，解毒，止痛。用于带状疱疹、单纯疱疹、脓疱疮、毛囊炎、痤疮		60 元/10g
	复方片仔癀痔疮软膏	清热解毒，散瘀镇痛，止血消痔。用于内、外痔，混合痔		60 元/10g
	复方片仔癀含片	清热解毒，利咽止痛，生津润喉。用于风热上攻，肺胃热盛所致急、慢性咽喉炎		15 元/盒

资料来源：公司官网，京东，东方财富证券研究所

“老产品、新应用”，持续培育下片仔癀不断焕发生机。在发扬中药传统名方的基础上，近年来公司亦精准推进片仔癀核心品种“中医药现代化”进程，其中推进片仔癀增加治疗中晚期原发性肝癌功能主治申报工作意义尤为重大：我国原发性肝癌每年新增人数约 46.6 万，占据世界发病率的 55%，且死亡率呈上升趋势；目前中晚期原发性肝癌的一线治疗药物少、可选方案有限，客观缓

解率及生存率仍较低（5年内生存率仅20%）；而临床研究显示，片仔癀具有延长中晚期肝癌患者总生存期的作用趋势，在减轻患者疼痛、稳定肝功能、改善临床症状方面有明显作用。目前公司已向国家药监局提交药品注册补充申请，若该新增功能主治获批成功则有望进军肝癌市场，为片仔癀产品应用打开新的增量。此外，公司还持续深入开展片仔癀治疗带状疱疹、膝关节置换术后等临床研究及药理毒理、临床、质量标准等40余项研究课题，也为公司大品种培育注入新的活力。

外延并购丰富产品管线，多品种驱动公司业绩增长。2020年7月公司以自有资金4447.59万元购买龙晖药业51%的股权，系公司上市以来首次外延并购。龙晖药业的主要产品包括乙酰水杨酸片、复方氨酚苯海拉明等西药，安宫牛黄丸、西黄丸等传统中成药，及独家品种龟补肾口服液。我们认为此次外延并购对于片仔癀未来发展意义重大：一方面在于品类扩充，公司获得经典中药安宫牛黄丸、西黄丸等，有望从单品种驱动向多品种驱动增长迈进，降低长期以来公司依靠单一品种实现业绩增长的风险；同时安宫、西黄丸等产品有望借助公司强大营销渠道实现销量大幅提升，增厚公司业绩。另一方面安宫牛黄丸、西黄丸等产品均为双天然品规，其原料包含天然麝香、天然牛黄等稀缺资源，与片仔癀核心原料储备协同，利于进一步提升原料使用效率、强化公司原料优势，增强上游议价权。

化药创新药加速研发，有望强化公司成长动能。公司拥有国家企业技术中心、博士后科研工作站、院士专家工作站等多个企业核心自主研发平台，具备较强药品研发实力。公司目前拥有11个在研新药项目，多个项目取得重大进展。其中，仿制药PZH2310、PZH2312已提交上市注册申请并进入补充资料阶段；治疗广泛性焦虑症新药PZH1204、治疗肠易激综合征新药PZH1201、治疗骨关节炎新药PZH1203等进入临床研究阶段；治疗肝内胆管细胞癌、尿路上皮细胞癌等晚期实体肿瘤的PZH2111片新药（系公司首个具有自主知识产权的1类创新药，国内暂无相同适应症同类药品获批上市）也已获批进入临床试验阶段。目前已初步形成特色中成药、经典名方、化药创新药、高质量仿制药等新药产品研发管线布局。我们认为研发推新能力是药企长期价值的体现，公司在化药、仿制药的创新布局有望强化未来成长动能。

图表 14：公司新药研发情况

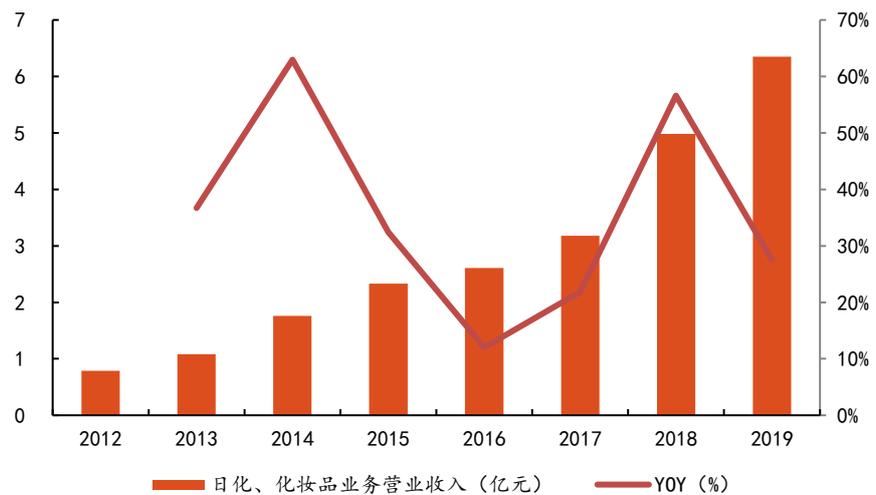
新药名称	药品类型	申请类型	主治功能	开发阶段
PZH2310	仿制药	新药		已提交上市注册申请
PZH2312	仿制药	新药		已提交上市注册申请
PZH1204	化药	新药	治疗广泛性焦虑症	临床实验
PZH1201	化药	新药	治疗肠易激综合征	临床实验
PZH1203	化药	新药	治疗骨关节炎新药	临床实验
PZH1209	化药	新药	治疗非酒精性脂肪性肝炎（NASH）	临床实验
PZH2111	化药	新药	治疗肝内胆管细胞癌、尿路上皮细胞癌等晚期实体肿瘤	临床实验

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.4.2. 振“两翼”：日化、化妆品业务有望成为重要增长引擎

日化、化妆品板块业绩延续高增，或成未来增长引擎。2012-2019 年公司日化、化妆品营业收入从 0.79 亿元增长至 6.35 亿元，CAGR 达 34.68%，远快于同期公司整体收入增速的 25.44%；相应占收入比重从 6.75% 增长至 11.10%；平均毛利率达 62.48%。我们看好公司日化板块的主要原因：1) 日化业务步入收获期，片仔癀牙膏有望成为未来大单品。2) 国内药妆市场发展迅猛，片仔癀药妆疗效明确，具备竞争优势，未来有望加速突围。3) 凭借体验馆渠道宣传推广，日化、化妆品品牌效应逐步强化，未来有望持续放量。

图表 15：日化、化妆品板块营业收入及增速

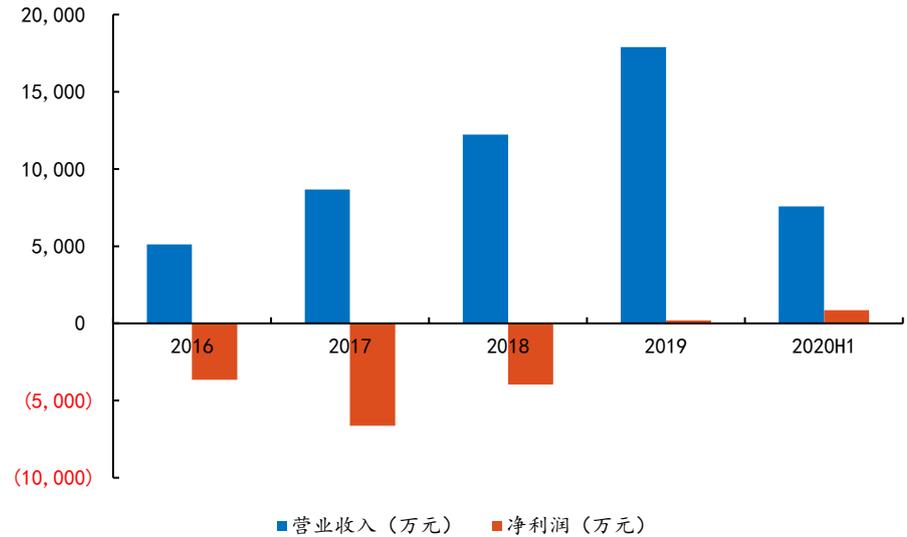


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1) 日化业务

公司牙膏业务步入收获期，贡献利润逐步增加。2016 年公司与上海家化强强联合，成立合资公司“漳州片仔癀上海家化口腔护理有限公司，并通过上海家化遍布全国的强大营销网络推动牙膏销量增长。2016-2018 年公司牙膏业务有所亏损，主要系新品初步投放，未充分发挥品牌效应。2019 年以来牙膏业务开始步入收获期：2019 年实现业营收 1.79 亿元（同比增长 46.48%）；实现净利润 200.23 万元，利润首次转正。2020H1 公司牙膏板块实现营收 0.76 亿元，净利润 850 万元，盈利水平进一步改善，预计未来将贡献更多利润。

图表 16：2019 年牙膏业务利润首次转正



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

片仔癀牙膏定位差异化，未来有望成为潜力大单品。在功效上，公司牙膏产品以“口腔清火”为核心定位，逐步推出“片仔癀清火系列”“片仔癀源木清系列”“片仔癀专效深养系列”等中草药类牙膏产品。益普索品牌健康度调查数据显示，2019年片仔癀牙膏产品的使用满意度高达92%，超过66%的消费者认为片仔癀牙膏能够有效缓解牙龈肿胀、出血等口腔上火问题，其品牌忠诚度高达57%，过硬的产品品质+良好的产品口碑彰显片仔癀牙膏独特竞争优势。在价格方面，公司产品定位15元/g以上高端牙膏，与云南白药牙膏定位类似。据中国产业信息网数据，2019年中国牙膏行业市场规模达291亿元，近3年CAGR为6.19%，预计2020年国内牙膏行业市场规模将突破300亿元；消费升级背景下中高端、高端牙膏逐渐成为新型消费趋势，未来占比将进一步提升。我们认为随高端牙膏市场持续扩容、消费者对中草药牙膏降火功效的认可度增强，片仔癀牙膏有望复制云南白药牙膏成功先例，凭品牌和渠道优势逐步提升市场份额，跻身潜力大品种。

图表 17：片仔癀系列牙膏产品线

产品系列	产品名称	功效	图片样式	零售价（元）
清火系列	牙火清	特含珍惜名贵片仔癀活性成分，有效缓解肿胀、出血、口燥、异味等口腔上火问题		29.9 元/155g
	瓷光白	特含珍惜名贵片仔癀活性成分，有效减少牙菌斑生成		29.9 元/155g
	牙敏舒系列	特含珍惜名贵片仔癀活性成分，减少牙菌斑生成，防止牙龈萎缩，舒缓敏感性疼痛		29.9 元/145g
专效深养系列	片仔癀专效深养清爽牙膏（青柠薄荷）	特含珍惜名贵片仔癀活性成分，效果经专业机构权威验证，有效抑制牙菌斑，缓解牙周问题		-
源木清系列	吟香固齿	特含珍惜名贵片仔癀活性成分，减少口腔细菌，减少牙菌斑生成，防止口气滋生和口腔上火		19.9 元/35g
抑菌伞系列	抑菌伞漱口水	专研抑菌成分花泾，有效抑制口腔细菌高达 99.9% 以上，缓解牙周问题		99 元/500ml

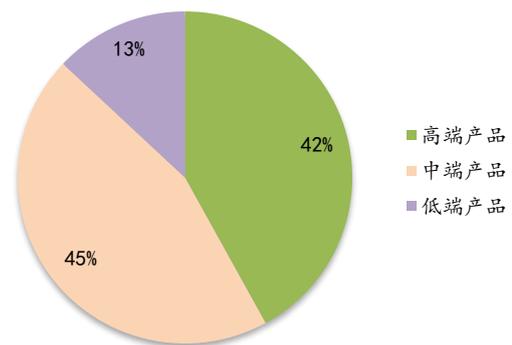
资料来源：公司官网，京东，东方财富证券研究所

图表 18：中国牙膏市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

图表 19：2017 年各档次牙膏竞争格局

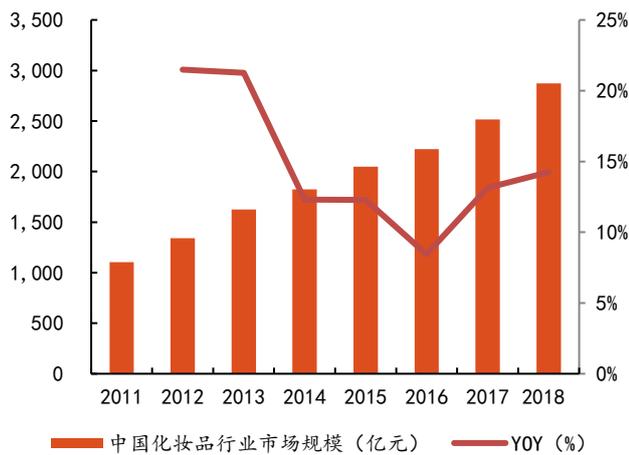


资料来源：北京商报，东方财富证券研究所

2) 化妆品业务

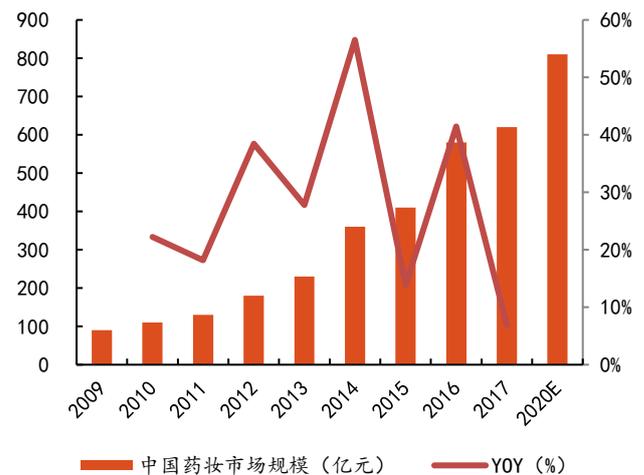
国内药妆市场发展迅猛。2009-2017 年国内药妆行业规模由 90 亿元增加至 620 亿元，CAGR 达 27.28%，远快于整体化妆品行业年均增速的 10.8%，发展极其迅速。以云南白药、片仔癀为代表的中药化妆品作为药妆品中的新生力量，目前也正处于快速成长期。目前片仔癀在国内药妆行业市占率约 0.5%，有较大提升空间。

图表 20：中国化妆品行业市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

图表 21：中国药妆市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

片仔癀化妆品具备两大竞争优势，有望从药妆市场突围。公司化妆品业务历史悠久，早在 1981 年便推出皇后牌片仔癀珍珠膏，在药妆市场口碑极佳。近年来公司化妆品业务表现亮眼，2012-2019 年控股子公司福建片仔癀化妆品有限公司营业收入、净利润年复合增速分别为 22.15%、26.82%（其中 2016 年化妆品公司净利润大幅降低主要系促销、广告费用增加）。我们认为片仔癀化妆品具备疗效明确和产品线丰富的双重优势，有望支撑未来公司业绩持续增长。

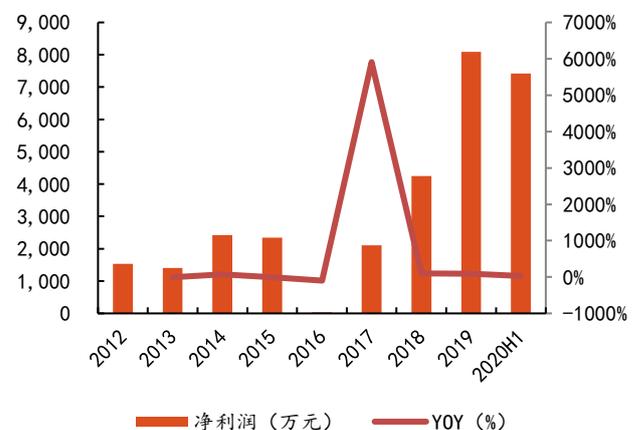
- ◆ **疗效明确。**片仔癀作为我国的传世秘药，具有强大的清热解毒，消热消肿的功效。而其化妆品核心品类蕴含片仔癀成分，也融合了其消散热气的功效，能够美白淡斑、祛除痘印、保湿提亮，且安全有效。
- ◆ **产品线丰富。**公司在化妆品护肤板块有“片仔癀”“皇后”等多个品牌，正完善布局“3+3+1”产品线（雪肌无暇润白系列、凝时素颜紧致系列、御润鲜妍保湿系列三大高端护肤产品线，珍珠臻白系列、灵芝臻养系列和仙泉凝水系列新三国大众护肤产品线，以及面向肌肤舒缓修护市场的特色特殊护理系列产品线），共计 70 款单品。公司凭丰富产品线可满足消费者多元化护肤需求，增强品牌影响力和客户满意度。

图表 22：片仔癀化妆品公司营业收入及增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 23：片仔癀化妆品公司净利润及增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 24：公司化妆品板块“3+3+1”产品线

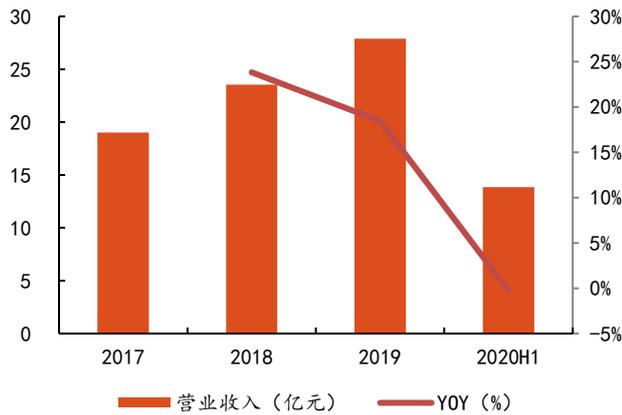
产品系列	产品数量	代表产品	图片样式	零售价（元）
雪肌无暇润白系列	13	雪肌无暇润白洁面乳		148 元/100g
凝时素颜紧致系列	7	片仔癀牌凝时素颜紧致精华		399 元/50ml
御润鲜妍保湿系列	6	片仔癀牌御润鲜妍保湿悦肤霜		266 元/50g
珍珠臻白系列	8	珍珠臻白亮肤水		138 元/120ml
灵芝臻养系列	7	灵芝多效修护眼霜		299 元/30g
仙泉凝水系列	6	仙泉凝水保湿倍润乳		156 元/100ml
特殊护理系列	8	片仔癀牌舒缓修护精华霜		298 元/50g

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

1.4.3. 医药商业：“一核两翼”战略重要补充

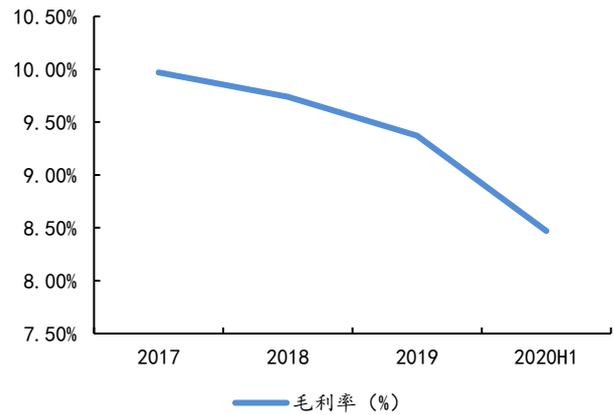
医药流通板块是公司“一核”和“两翼”业务的重要补充，对公司意义在于拓展全国市场、增强渠道掌控力。2015年，公司设立合资子公司“厦门片仔癀宏仁医药有限公司”，负责医药商业业务。2016年，厦门片仔癀宏仁医药有限公司取得福建省公立医疗机构基药配送资质，原厦门宏仁医药有限公司的其他医药流通、批发业务由厦门片仔癀宏仁医药公司承接。近年来片仔癀宏仁陆续在福建省内地区设立下属控股子公司，实现了福建地区配送网络全覆盖布局。受两票制影响，药品流通行业利润空间承压，2017-2019年公司医药商业业务毛利率有所下滑（平均9.69%），未来预计贡献利润仍较少。但我们认为医药流通板块是公司积极向下游延伸的体现，不仅有助于深耕核心市场、拓展全国市场，也极大增强了渠道掌控力，对维护片仔癀渠道价格体系具有积极作用。

图表 25：公司医药商业板块营业收入及增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 26：公司医药商业板块毛利率持续走低 (%)

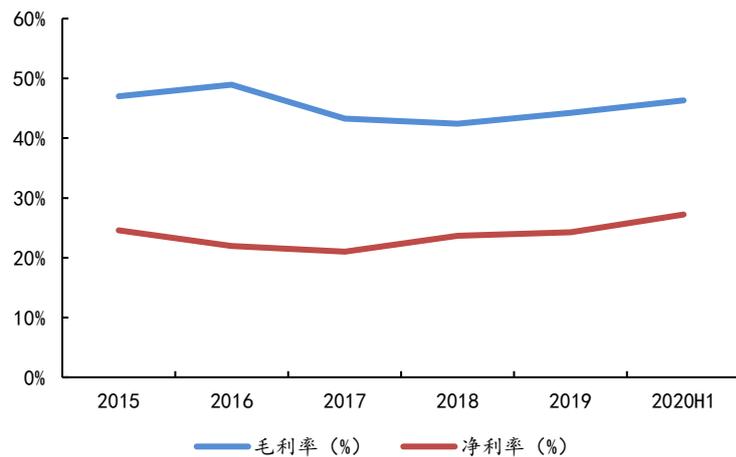


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2. 财务分析

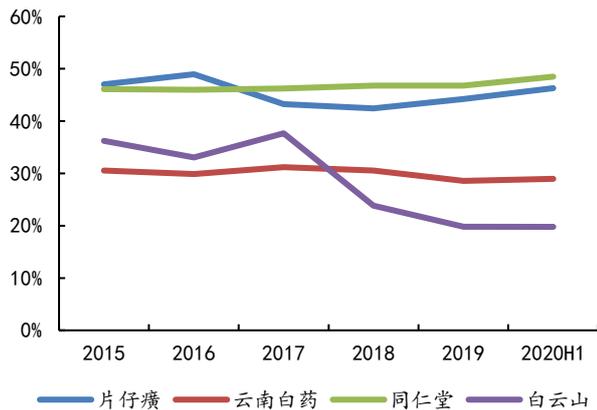
毛利率、净利率处于行业较高水平。近年来公司毛利率、净利率均维持高位。横向对比来看，2015-2020H1 平均毛利率 45%，在可比公司中处于领先水平；纵向比较历年数据，2014-2016 年公司毛利率先降后升，主要系 2014-2015 年三公消费导致药品销售占比下降、2016 年片仔癀系列提价带动毛利率上行；2017-2018 年公司毛利率小幅下滑，主要系低毛利的医药商业收入占比提升所致；2019 年来高毛利的日化、化妆品业务增长迅速，带动公司毛利率上行；2020Q1 公司开启新一轮提价，预计将对毛利率产生显著拉升作用。净利率方面，2015-2020H1 公司平均净利率 23%，远高于可比公司 5%-15% 的平均水平，尤其 2017 年以来受益于期间费用率降低，净利率处于上行通道。

图表 27：公司毛利率、净利率 (%)



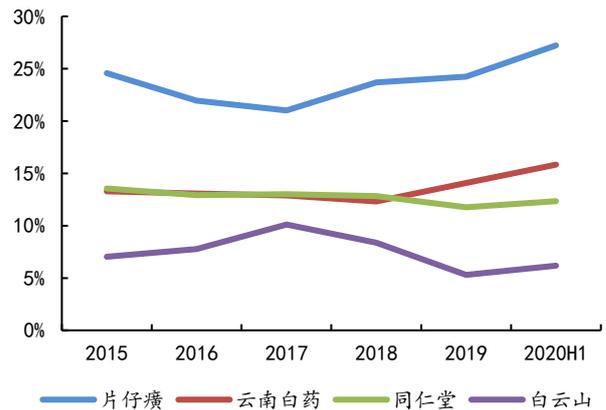
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 28: 2015-2019 年可比公司毛利率 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

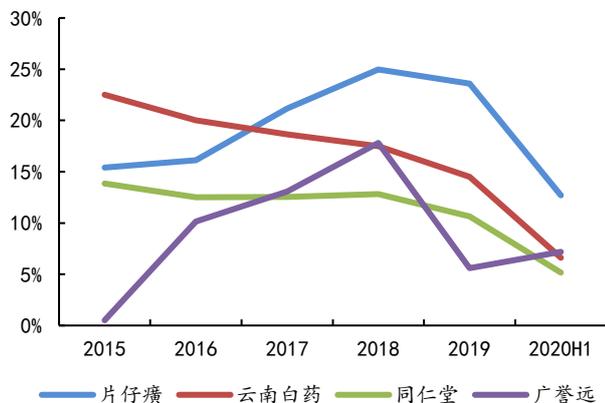
图表 29: 2015-2019 年可比公司净利率 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

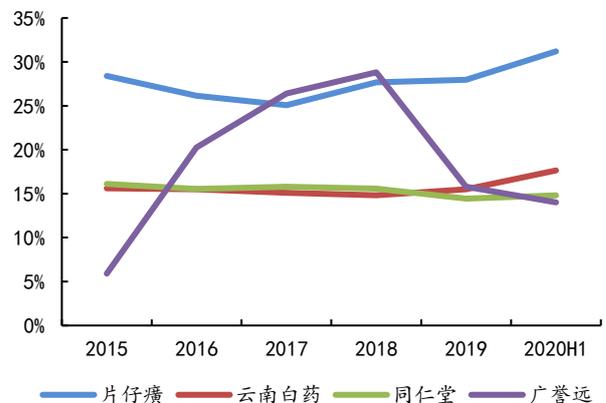
ROE 水平领跑行业，主要来自净利率提升。2015-2019 年公司平均 ROE 达 20.25%，遥遥领先于可比公司 15% 的平均水平。尤其 2016 年以来公司 ROE 水平提升较快，通过杜邦三分法分析发现，公司较高的 ROE 主要来自于净利率提升。我们将销售净利率进一步拆分为税负水平、利息负担和经营利润率，对比发现公司经营利润率显著高于可比公司，主要得益于公司较高的毛利以及较低的期间费用率。2020H1 公司 ROE 下滑主要系疫情期间资产周转率下降所致。

图表 30: 可比公司 ROE (%)



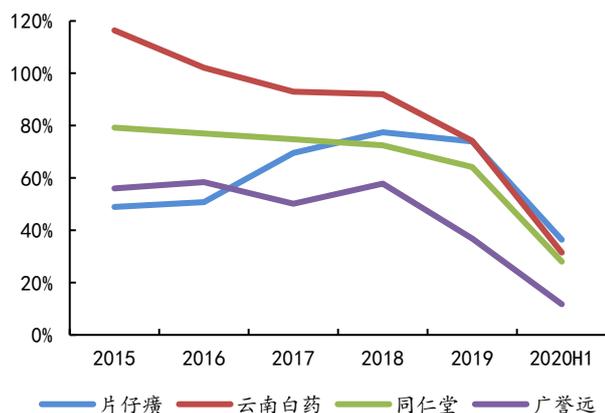
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 31: 可比公司经营利润率 (%)



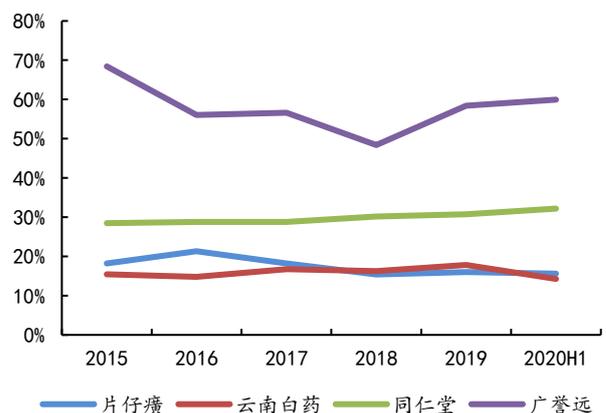
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 32: 可比公司总资产周转率 (%)



敬请阅读本报告正文后各项声明

图表 33: 可比公司期间费用率 (%)

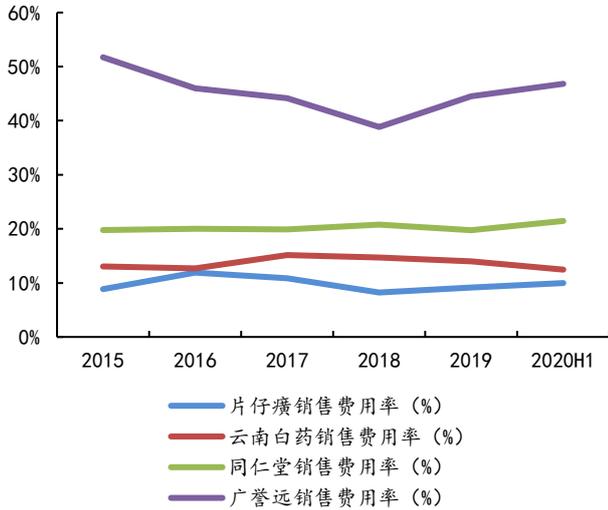


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

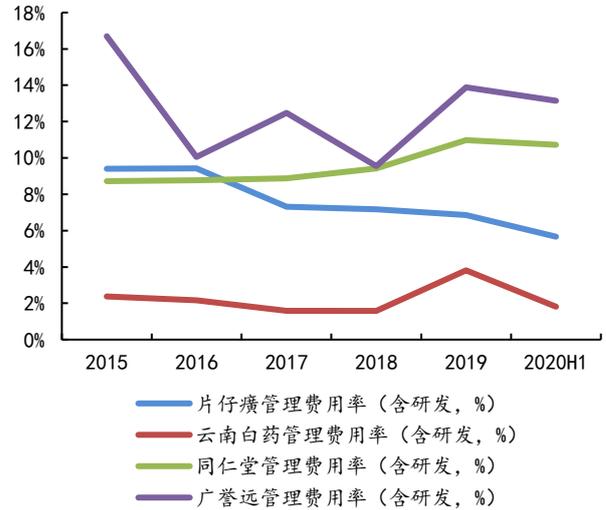
销售、管理费用率维持较低水平。2015-2020H1 公司平均销售费用率 9.82%，远低于可比公司平均水平；其中 2015-2016 年间销售费用率有所上升主要系期间公司大力推进体验馆战略及增加广告、促销费用所致。2015-2020H1 公司持续优化管理架构、提升管理效率，管理费用率稳中有降，且处于行业较低水平。

图表 34：可比公司销售费用率（%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

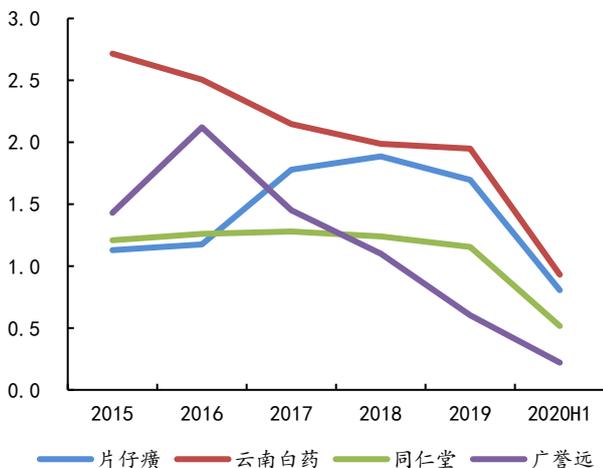
图表 35：可比公司管理费用率（%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

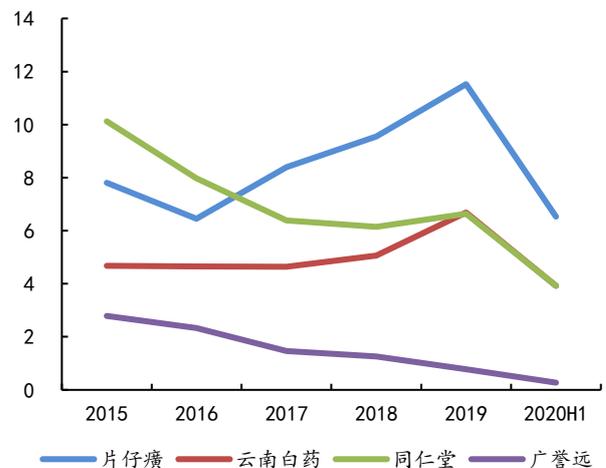
营运能力持续领先。公司周转速度较快，各项营运指标均处于行业领先水平。分指标来看，2019 年公司存货周转率为 1.70 次，仅次于云南白药的 1.95 次，表现了公司较强的库存管理能力；2019 年公司应收/应付账款周转率分别为 11.52/12.49 次，稳居可比公司首位，且处于持续提升趋势；2019 年预收款项占比 3.53%，处于相对领先地位，且近年提升速度较快，彰显公司日益增强的议价能力。

图表 36：可比公司存货周转率（次）



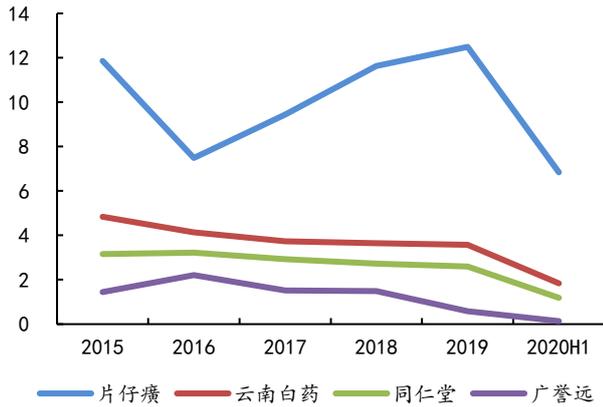
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 37：可比公司应收账款周转率（次）



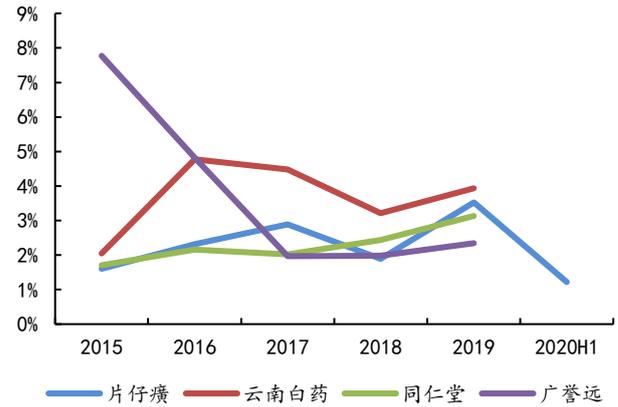
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 38: 可比公司应付账款周转率 (次)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

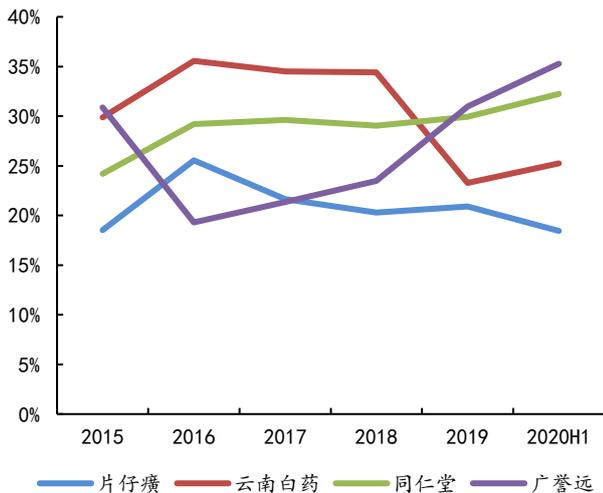
图表 39: 公司预收款项占比 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所, 注: 可比公司未披露2020H1预收款项数据

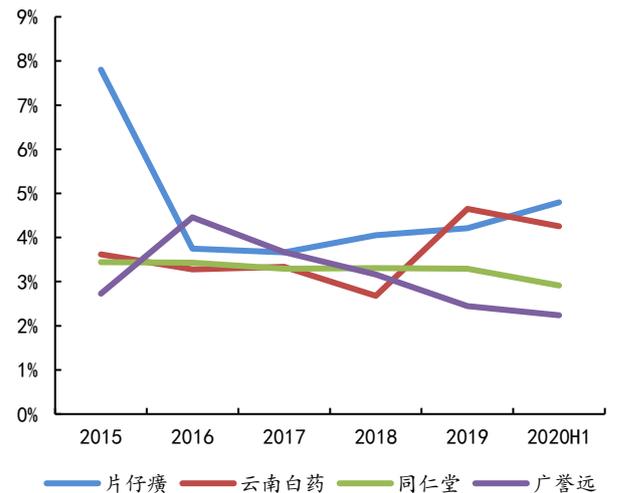
资产负债率行业最低, 流动比率保持健康水平。近年来公司资产负债率一直维持稳定水平。2020H1 公司资产负债率 18.44%, 在同行业可比公司中处于最低。2020H1 公司流动比率 4.80%, 偿债能力亦处于同行业较高水平。

图表 40: 可比公司资产负债率 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

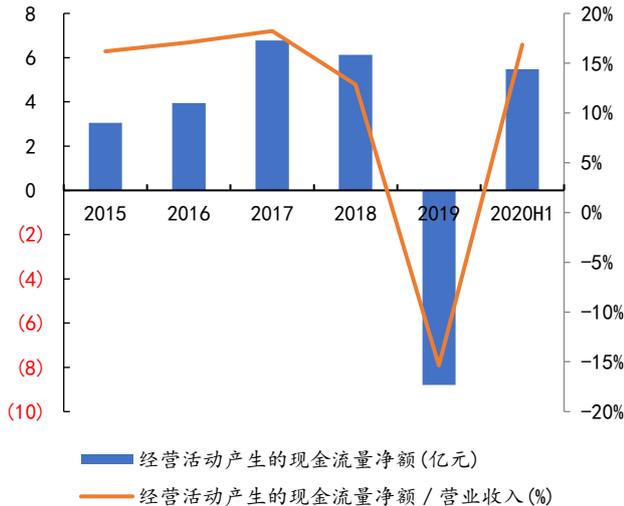
图表 41: 可比公司流动比率 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

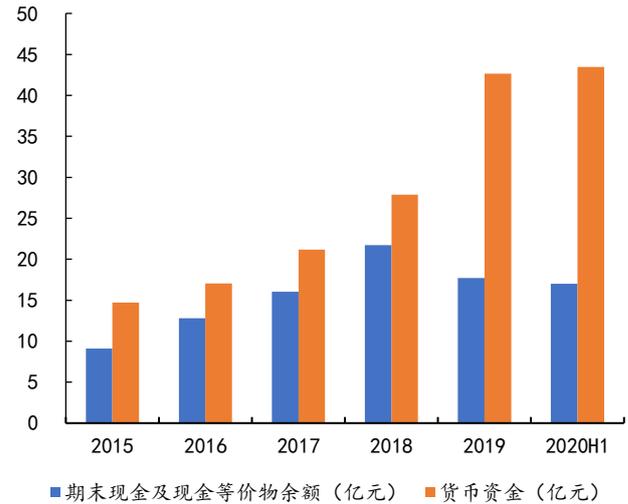
现金流较为充裕。2015-2018 年公司经营活动现金流保持较快增长, 占营业收入比例均保持在 15%左右; 2019 年经营活动现金流出现下滑, 主要系当年公司定期存款增加 (受限的货币资金增加) 导致经营性现金流出额增加。

图表 42：公司经营活动现金流



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 43：公司货币资金及现金余额（亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

3. 肝病用药市场空间广阔，保健需求加码增长空间

3.1. 肝病用药需求前景广阔

我国是肝病大国，非酒精性脂肪性肝病（NAFLD）占比最高、发病率提升较快。近年来肝病已成我国居民健康的重要威胁，2020年预计我国肝病患者总人数达到4.5亿。肝病又分为病毒性肝炎和非病毒性肝病。

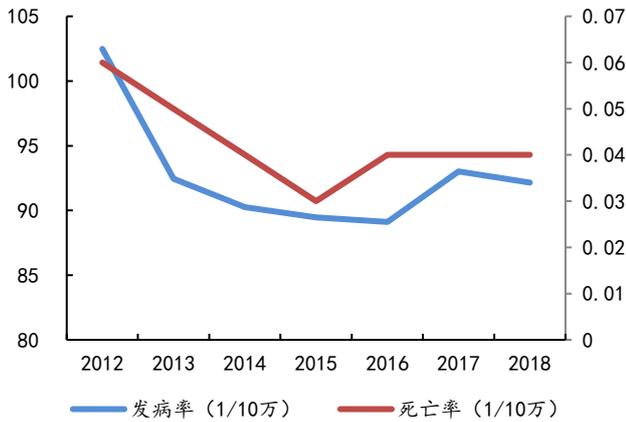
- ◆ 病毒性肝炎主要包括甲、乙、丙、丁戊型肝炎和其他病毒性肝炎，具有传染性强、传播途径复杂、发病率较高等特点。2019年我国病毒性肝炎发病数和死亡数分别为128.7万例和575例，近年来仍呈微增态势，但随医疗水平的不断提升、国家针对乙肝病毒的免疫规划的推广，发病率及死亡率已逐步下降。
- ◆ 非病毒性肝病主要指酒精性脂肪性肝病（ALD）和非酒精性脂肪性肝病（NAFLD），近年患病人群快速上升。酒精性肝病是由长期过量饮酒导致的慢性中毒性肝损伤，目前患者约6200万人。非酒精性脂肪性肝病与肥胖、糖尿病等关系密切，除引发肝脏严重病变乃至癌变之外，还可能引发心血管及代谢疾病，或者加快病程，如增加中风、心梗的风险。目前非酒精性脂肪性肝病患者在1.73-3.1亿人左右，已成肝病患者主力，且患病率随人均收入增长而快速上升。根据《NAFLD诊疗指南》，来自上海、北京等地区的流行病学调查表明，普通成人B超诊断的非酒精性脂肪性肝病患病率2008-2018年从15%增加到31%。预计未来肝病患者增量主要由非酒精性脂肪性肝病（NAFLD）贡献。

图表 44: 中国及主要发达国家肝病患者及发病率比较

	中国	美国	欧洲	日本
乙肝 (HBV)	9000 万 (6.52%)	220 万 (0.71%)	450 万 (0.90%)	150 万 (1.17%)
丙肝 (HCV)	1000 万 (0.72%)	350 万 (1.13%)	600 万 (1.10%)	200 万 (1.56%)
肝硬化	700 万 (0.51%)	63.3 万 (0.27%)	50 万 (0.10%)	40-50 万 (0.31%-0.39%)
肝癌	46 万 (0.03%)	3.9 万 (0.01%)	3 万 (<0.01%)	4.1 万 (<0.01%)
非酒精性脂肪肝 (NAFLD)	1.73-3.1 亿 (12.5%-22.4%)	7600 万 (24.13%)	1.2 亿 (23.71%)	3200 万 (25%)
酒精性肝病 (ALD)	6200 万 (4.50%)	1900 万 (6.20%)	3100 万 (6%)	200-300 万 (1.56%-2.34%)

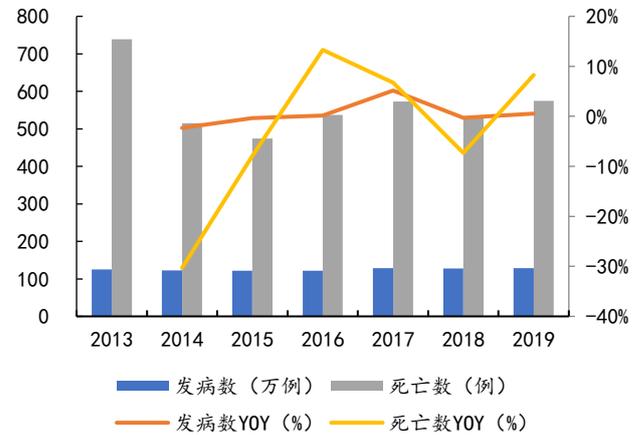
资料来源:《肝病学杂志》, 东方财富证券研究所

图表 45: 病毒性肝炎发病及死亡人数



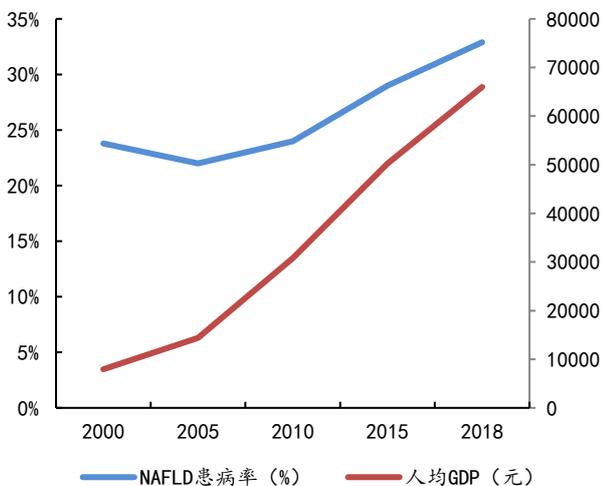
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 46: 病毒性肝炎发病率及死亡率



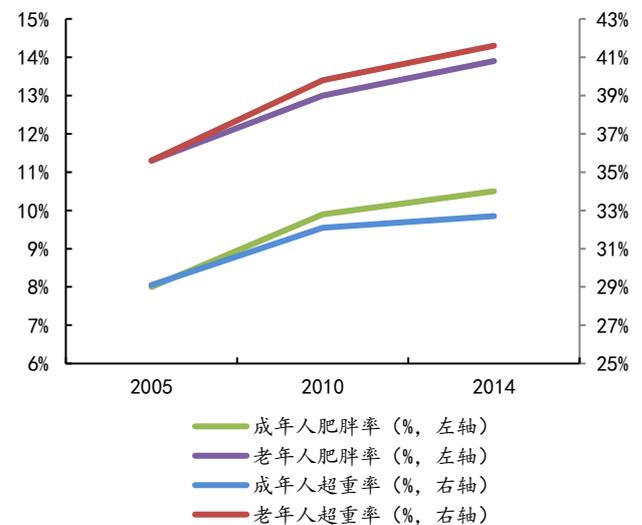
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 47: 我国 NAFLD 患病率与人均 GDP 呈正相关



资料来源: Choice,《我国非酒精性脂肪肝的流行病学特征》, 东方财富证券研究所

图表 48: 我国超重率、肥胖率情况 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

片仔癀对不同类型肝炎均有一定疗效，在非酒精性脂肪性肝病（NAFLD）领域优势尤为明显。片仔癀针对病毒性肝炎、酒精性和非酒精性脂肪性肝病均有一定疗效，但从竞争优势、患病趋势来看，片仔癀在患者存量最高的非酒精性脂肪性肝病（NAFLD）领域优势更为显著，未来应用前景广阔。

- ◆ **片仔癀对病毒性肝炎具备一定疗效。**病毒性肝炎的预防方法为接种疫苗，目前可以接种的有甲肝、乙肝疫苗，推荐临床用药为抗病毒药。“片仔癀系列”循证研究表明，其在抗病毒领域具有显著疗效，但竞品十分强劲，目前已有疗效显著的一线治疗方案及抗病毒药物（如治疗乙肝的恩替卡韦、替诺福韦、拉米夫定、阿德福韦酯等西药应用已十分成熟）。且目前病毒性肝炎发病率已呈下降趋势，综合来看片仔癀在此领域优势有限。
- ◆ **片仔癀针对酒精性和非酒精性脂肪性肝病具备疗效及竞争优势，在 NAFLD 领域的应用前景更广。**针对酒精性和非酒精性脂肪性肝病，化药至今尚缺乏疗效确切的特效药。对酒精性脂肪性肝病，主要策略为戒酒和保肝药的服用；片仔癀在解酒护肝方面疗效明确，但目前酒精性脂肪性肝病患者比重（4.5%）远不及 NAFLD（12.5%-22.4%），随近年来白酒产量呈下降趋势，预计未来发病人数将随之放缓。对非酒精性脂肪性肝病，基本治疗策略为减肥，辅以保肝药延缓病情恶化；“片仔癀”系列在保肝护肝方面疗效确切，口碑较好，且有充足的循证医学研究佐证疗效；随 NAFLD 发病率的持续提升，片仔癀有望成为在缺乏特效药的现状下针对脂肪性肝病保肝护肝的首选药物。

图表 49：片仔癀对治疗各类肝炎的循证医学研究

治疗领域	临床研究	资料来源
病毒性肝炎	采用片仔癀治疗病毒性肝炎，结果显示 136 例各类肝炎（含甲乙型慢性肝炎）患者服片仔癀胶囊 14d 后，病情出现不同程度好转，其中 46 例主症全部消失，肝功能恢复正常，45 例主症基本消失，肝功能明显好转，33 例患者主症、肝功能一定程度好转，11 例无效，总有效例数为 122 例，验证了片仔癀胶囊治疗病毒性肝炎确有疗效。	《片仔癀治疗病毒性肝炎的疗效观察》，徐武英，阎庚飞。
酒精性脂肪性肝病	采用复方片仔癀肝宝对酒精性肝病模型大鼠干预治疗，研究发现，与模型组相比，肝宝各组 ALT、AST、ALP、LDH 的活性及 MDA 水平明显降低，而 SOD、GSH-Ps 水平明显上升，HE 染色结果显示复方片仔癀肝宝不同剂量组对肝组织脂肪变性、肝内脂类聚集有明显的改善作用，并且存在剂量效应关系，其认为复方片仔癀肝宝能显著减轻酒精和高脂诱导的肝损伤，其机制可能与提高肝组织的抗氧化能力有关。	《复方片仔癀肝宝对酒精诱导的慢性肝损伤氧化应激的保护作用研究》，陈达鑫，林珊，赵锦燕等。
非酒精性脂肪性肝病	通过对 NAFLD 大鼠模型灌服不同浓度片仔癀，观察其对 NAFLD 的防治作用，探讨其起效的相关机制。结果表明，片仔癀对 NAFLD 有一定防治作用，且其防治作用可能是通过对 FXR-SHP-SREBP-1C 这一通路的影响来调控 TG 合成有关	《片仔癀防治大鼠非酒精性脂肪肝的探讨》，邓绿雨、李风华等
	通过对非酒精性脂肪肝大鼠模型灌服不同浓度片仔癀，结果片仔癀能够一定程度上改善脂肪肝的肝功能，降低大鼠血脂。	《片仔癀的药理及临床研究进展》，黄秋妹、许文等

资料来源：中国知网，东方财富证券研究所

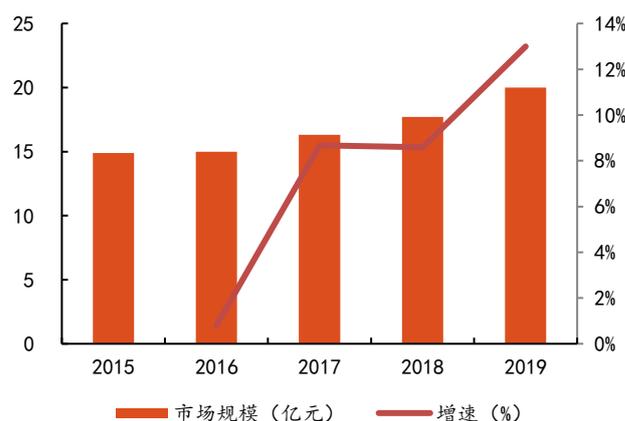
肝病用药市场规模快速增长，片仔癀在城市零售药店终端中成药市场份额稳居第一。近年来我国肝病用药市场保持稳定的增长势头，市场规模由2011年的246.9亿元上升至2019年的739.9亿元，CAGR达14.7%，预计到2020年将达到830.8亿元。从零售渠道来看，米内网数据显示2019年中国城市零售药店终端中成药肝炎用药的市场规模超20亿元，2015-2019年CAGR达7.7%。其中片仔癀药业的3大独家产品在中国城市零售药店终端分别排名TOP1、TOP5、TOP8，以合计42%的市场份额稳居第一，凸显了片仔癀在中成药肝炎用药领域的强大优势。

图表 50：肝病用药市场规模（亿元）



资料来源：中金企信国际咨询，东方财富证券研究所

图表 51：中成药肝炎用药城市零售渠道市场规模（亿元）



资料来源：米内网，东方财富证券研究所

图表 52：中国城市零售药店中成药肝炎用药品牌排名 TOP10

产品名称	企业简称	销售额 (亿元)	增长率 (%)	市场份额 (%)
片仔癀	漳州片仔癀药业	7	15%	38%
护肝片	黑龙江葵花药业	3	2%	18%
复方鳖甲软肝片	内蒙古福瑞医疗	0.7	-1%	4%
扶正化瘀胶囊	上海黄海制药	0.6	32%	3%
水飞蓟宾胶囊	天津天士力圣特制药	0.5	-7%	3%
片仔癀胶囊	漳州片仔癀药业	0.4	4%	2%
茵胆平肝胶囊	漳州片仔癀药业	0.3	-27%	2%
五酯胶囊	四川禾正药业	0.2	19%	1%
肝复康丸	李时珍医药集团	0.2	-14%	1%
肝泰舒胶囊	青海晶珠藏药	0.2	377%	1%

资料来源：米内网，东方财富证券研究所

3.2. 保健需求加速释放

中国保健品市场规模增长迅猛。随着“治未病”和保健养生观念不断深入人心，中国保健品行业持续多年高速增长。2013-2019年期间我国保健品市场规模从993亿元增长至2227亿元，年复合增速达14.41%。但从人均消费来看，2018年国内人均保健品消费额仅为117元，远低于美国的924元、中国香港地区的767元、日本的662元；从保健品渗透率来看，美国、日本渗透率分别达

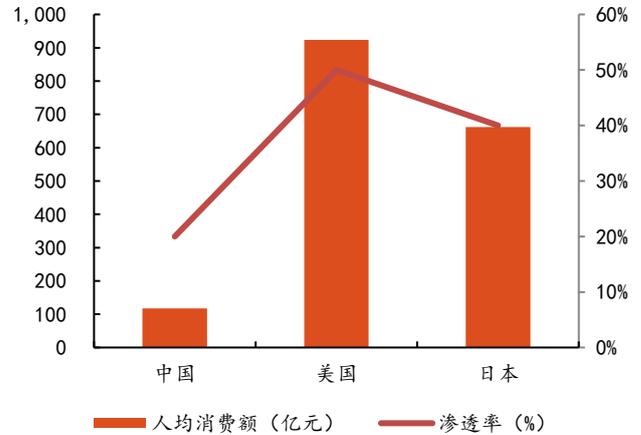
50%、40%，而国内渗透率仅为 20%左右。鉴于保健品消费人群主要以中老年居多，随着我国老龄化进程加速、营养健康意识的增强和生活水平的提高，我国保健品市场未来仍有望保持高速增长。

图表 53：中国保健品市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

图表 54：2018 年中美日保健品人均消费额、渗透率



资料来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

保健消费需求下片仔癀系列用途广泛，有效性及安全性较高。我国中药历史悠久，消费者对于中药保健养生用途接受度较高。保健需求下，消费者购买“片仔癀”系列产品的主要用途为保肝护肝、免疫调节及解酒，片仔癀在保健领域的疗效具有确切的循证医学研究。

图表 55：“片仔癀系列”保健功能的循证医学研究

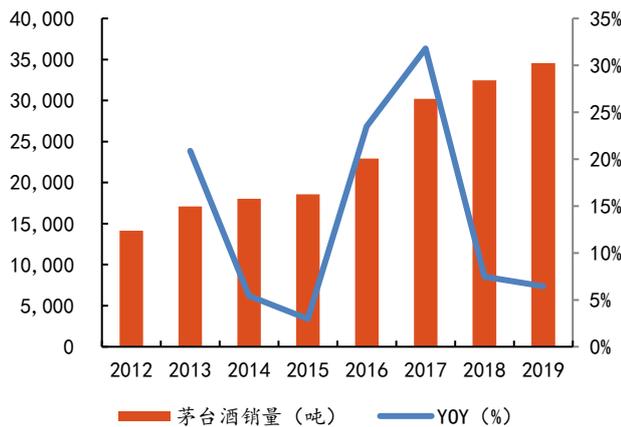
药理作用	临床研究	资料来源
保肝护肝	复方片仔癀护肝片高剂量组能显著抑制 ALT、AST 和 ALP 水平，各用药组均不同程度降低 HA、LN 的表达和改善肝组织病理损伤的程度，提出其机制可能是通过减轻慢性肝脏炎症反应以及抑制胶原蛋白合成，进而逆转肝纤维化。	《复方片仔癀肝宝片对大鼠四氯化碳诱导的慢性肝损伤的治疗作用》，洪绯，赵锦燕，张泽修等。
免疫调节	片仔癀具有免疫调节作用，适当剂 t 下可抑制亢进的免疫反应，对低下的免疫功能可显示不同程度的促进恢复作用。	《片仔癀药理及临床应用综述》，刘丛立
解酒作用	将大鼠先分别给予片仔癀 90mg/kg，180mg/kg，360mg/kg 灌胃，0.5h 后给予 5ml/kg 的红星二锅头灌胃，酒后分不同时间点采血，用于测定血液中乙醇含量。结果表明片仔癀可明显降低 SD 雄性大鼠血液中乙醇浓度，呈现明显的量效关系以片仔癀低剂量的解酒作用最优。低、中、高剂量的片仔癀（90mg/kg，180mg/kg，360mg/kg）降低血中乙醇浓度的效应均明显优于海王金樽	《片仔癀对乙醇代谢的影响》，洪绯。
安全性	用片仔癀治疗急性胆囊炎湿热症患者 70 例，试验组 35 例。对照组 35 例，采用随机双盲法试验，疗程 10 天。结果试验组临床治愈 13 例(占 37%)，显效 13 例(占 37%)，总有效率达 91%。安全性检测表明，无毒副作用，使用安全	《片仔癀药理及临床应用综述》，刘丛盛。

资料来源：中国知网，东方财富证券研究所

保健需求主要定位高净值人群，与茅台客户画像高度重叠，未来片仔癀保健需求消费群体有望不断扩容。我们对购买片仔癀作为保健用途的消费人群进行了定位：假设消费者为解酒、护肝每月服用片仔癀两粒，则月服用金额 1180

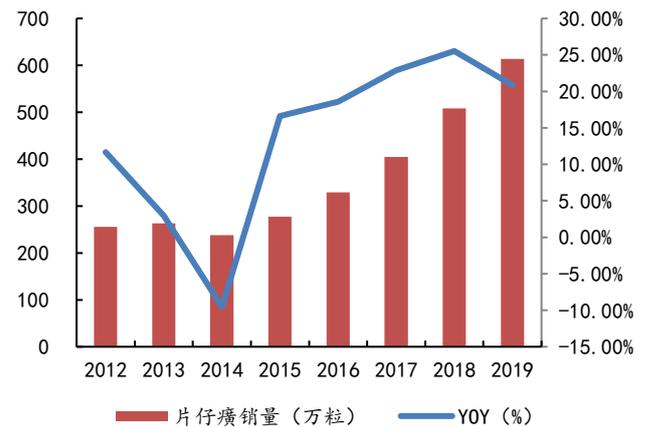
元，按片仔癀消费支出占医疗保健支出 20%、医疗保健支出占人均可支配收入 6% 计算，则片仔癀消费群体月人均可支配收入约 9.8 万元，符合高净值人群收入水平的定位（指资产在 600 万元以上群体）。这与茅台中产阶级以上消费群体定位有极大重叠，在现实中也有相当一部分茅台消费者服用片仔癀解酒、护肝，两者销量增长趋势呈一定相关性。我们根据茅台酒基酒产量和其 5 年后销量的匹配关系测算，未来 5 年茅台酒销量增速将维持在 10% 左右，有望支撑片仔癀保健需求销量高速增长。我们认为在消费升级趋势下未来高净值人群数量将不断增长，推动潜在消费群体数量增加；高端白酒销量的持续增长，有望驱动片仔癀保健需求的逐步释放。

图表 56：茅台酒销量及增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 57：片仔癀销量及增速

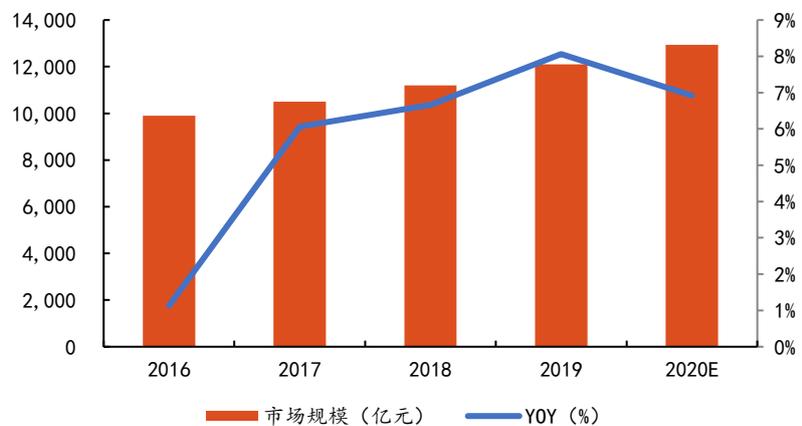


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.3. 健康送礼需求方兴未艾

高端社交场合下健康送礼广受青睐。在国内消费升级的背景下，国人健康意识不断增强，健康礼品在高端社交场合越来越普及。近年来全国礼品市场保持高速增长，2020 年全国保健礼品市场规模预计超过 12000 亿元。根据胡润研究院调查，超 90% 的受访高净值人群表示健康产品为其最常选择的礼品品类之一。

图表 58：中国礼品市场规模及增速



资料来源：中国工商联礼品协会，前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

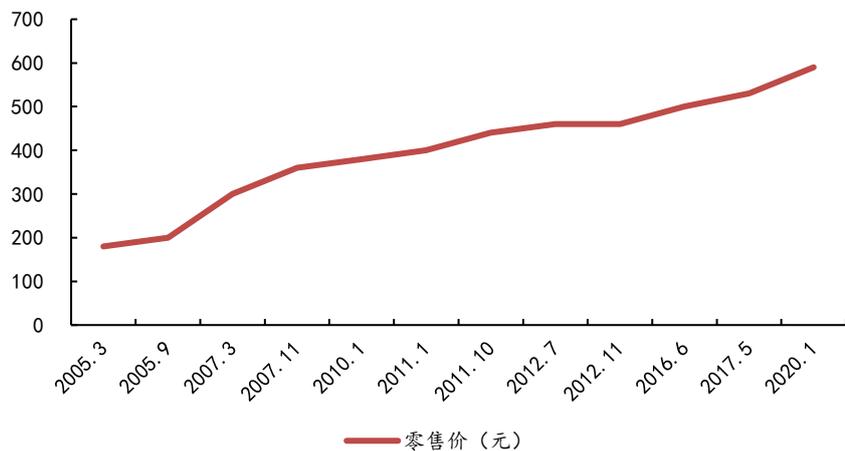
片仔癀高端社交属性强，凭品牌、价格和质量优势，逐渐成为健康礼品的新宠。片仔癀作为拥有仅 500 年历史的中药瑰宝，因其疗效独特、品牌影响力强，在高净值人群中具有较高知名度和接受度，尤其在福建等东南地区送片仔癀作为健康礼品已十分普遍。在价位方面，片仔癀终端价格不断上行，2020 年零售价达 590 元/粒，远高于同类中药礼品，接近高端奢侈品定位。此外，片仔癀系列礼品标准化程度高，产品质量控制严格，购买渠道严格（仅零售药店和体验馆可售卖），相比之下其他保健礼品在产品标准化和购买渠道上无统一标准，易造成货源不真。我们认为片仔癀具备高端社交属性，未来健康礼品需求亦有望不断释放。

图表 59：2019 医疗健康品牌价值排名

全国排名	品牌	品牌价值 (亿元)	涨幅 (%)	所属企业	品牌占母 公司价值
1	云南白药	255	-19%	云南白药	29%
2	片仔癀	145	53%	片仔癀	21%
3	同仁堂	110	0	同仁堂	27%
4	汤臣倍健	75	0	汤臣倍健	27%
5	东阿阿胶	70	8%	东阿阿胶	26%
6	微医	60	33%	微医	15%
7	三九	60	20%	三九	21%
8	丽珠	40	14%	丽珠	16%
9	修正	40	33%	修正	15%

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 60：片仔癀零售价 (元/粒)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 61：中药礼品价格对比

品牌	单价（元/g）	功效	客户定位
片仔癀	197	清热解毒，凉血化瘀，消肿止痛。	中老年男性
东阿阿胶	4	补血滋阴、润燥、止血	中老年女性
冬虫夏草（青源堂）	179	补肾益肺，止血化痰	所有年龄段
人参（同仁堂总统牌）	143	滋补元气、补脾益肺、安神益智	所有年龄段

资料来源：京东，东方财富证券研究所

3.4. 片仔癀国内渗透率极低，提升潜力巨大

片仔癀三大需求国内渗透率极低，提升空间巨大。我们分别测算出片仔癀肝病需求、保健需求及送礼需求在国内渗透率为 0.28%、1.69% 和 0.036%，均处于较低水平，距渗透率天花板仍有较大距离，未来提升潜力巨大。

1) 肝病用药渗透率测算

肝病用药需求下，人均用药疗程 2 个月，一天服用 3 次，一次 0.6g，年用药量约 36 粒。按肝病用药占片仔癀销量 60% 计算，肝病需求客户为 10 万人。目前肝病患者约 4.5 亿人，按患者中产阶层以上人数占比 8%（2018 年中产阶层以上人群约 3320 万户，高净值家庭 392 万户，按按户均 3 人计算，对应 1.11 亿人）保守计算，潜在客户数约 3600 万人。据此测算出肝病用药渗透率仅为 0.28%。

2) 保健需求渗透率测算

保健需求下，人均用药疗程 3 个月，每月服用 2 粒，年用药量 6 粒。按保健需求占片仔癀销量 20% 计算，保健需求客户为 20 万人。按 2018 年高净值人群 1180 万人（选取资产在 600 万元以上家庭，按户均 3 人计算）计算片仔癀保健需求渗透率仅 1.69%。

3) 送礼需求渗透率测算

我们假设送礼需求销量占比 20%，对应 2019 年营业收入 4.36 亿元，2019 年全国礼品市场规模 12100 亿元，据此计算渗透率仅 0.036%。

图表 62：片仔癀国内需求渗透率测算

需求	销量占比假设(%)	2019 年营收(亿元)	客户数量(万人)	潜在客户数(万人)	客户定位	渗透率(%)
肝病用药	60%	13.09	10	3150	中产阶层以上	0.28%
保健需求	20%	4.36	20	1180	高净值人群	1.69%
送礼需求	20%	4.36	20		福建等核心市场高净值人群	0.036%
合计	100%					

资料来源：公司公告，胡润研究院，东方财富证券研究所

4. 药中茅台，未来量价齐升可期

4.1. 稀缺性造就强大护城河

4.1.1. 稀缺性之一：绝密配方

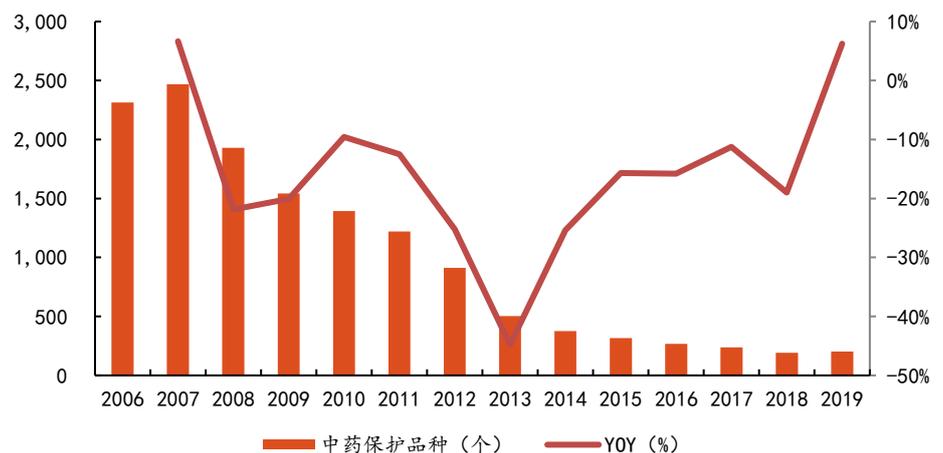
片仔癀为国家绝密级配方，具有天然护城河。目前国家绝密级配方（国家一级中药保护品种）仅有片仔癀和云南白药 2 大中药品种入选，实际保护期永久。从中药保护品种数量变化来看，中药保护品种从 2007 年的 2469 个下降至 2019 年的 204 个，目前仍呈减少趋势，更为凸显片仔癀配方的稀缺性。此外，片仔癀制作工艺也属国家保密，是唯一一个工艺配方“双绝密”品种。我们认为如同茅台独特的酱香酒酿造工艺一样，绝密配方是片仔癀核心竞争力的根本，决定了其品质和地位的独一无二。

图表 63：获批中药保护品种的企业

企业	产品	保护等级	实际保护期限
漳州片仔癀药业股份有限公司	片仔癀	国家级绝密配方(1级)	永久
云南白药集团股份有限公司	云南白药	国家级绝密配方(1级)	永久
	云南白药胶囊	国家级绝密配方(1级)	永久
其他	201款中药产品	国家级保密配方(2级)	7年

资料来源：国家药品监督管理局，东方财富证券研究所

图表 64：2006-2019 年中药保护品种数量



资料来源：国家药品监督管理局，东方财富证券研究所

4.1.2. 稀缺性之二：原料供给

片仔癀核心原料天然麝香供不应求，受国家严格管控。片仔癀原材料主要成份为天然麝香（含量 3%）、天然牛黄（含量 5%）、蛇胆（含量 7%）、三七（含量 85%），其中天然麝香原材料成本占比 40%。由于天然麝香配额受国家严格管

制、使用资格亦需获国家审批，因此在原材料中地位极其重要。目前获得天然麝香使用资格的企业共计 13 家（除此外使用麝香的企业均以人工麝香代替，并须在药物主要成分中标明“人工麝香”），而片仔癀是首批获得国家林业局许可使用天然麝香的中药企业，彰显出公司原材料优势。

图表 65：片仔癀原材料成本分拆

成分	含量 (%)	重量 (g)	原材料价格 (元/g)	原材料成本 (元)	成本占比 (%)	采购模式
天然麝香	3%	0.09	400	36	40%	按国家有关规定组织采购
天然牛黄	5%	0.15	300	45	50%	询价比价采购
蛇胆	7%	0.21	35	7	8%	按国家有关规定组织采购
三七	85%	2.55	0.7	2	2%	从共建种植基地定点采购
合计	100%	3		90	100%	

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 66：获准使用天然麝香的企业和产品

时间	企业	产品
2005/6	漳州片仔癀	片仔癀
	北京同仁堂	安宫牛黄丸
	上海&苏州雷允上药业	六神丸
	厦门中药厂	八宝丸
2005/12	无锡山禾药业	醒脑静脉注射剂
	福建麝珠明眼药	麝珠明滴眼液
2013/1	天津中新药业	安宫牛黄丸
	成都永康制药	小金丸
2014/1	山西广誉远	安宫牛黄丸、牛黄清心丸
	北京华邈中药开发中心	象皮粉
2015/4	九寨沟天然药业	小金丸、五味麝香丸、万应锭、西黄丸牛黄醒脑丸、大活络丸、麝香壮骨膏、壮骨麝香止痛膏
2016/7	北京同仁堂	同仁牛黄清心丸、局方至宝丸
	山西广誉远	西黄丸
	龙晖药业	安宫牛黄丸、西黄丸
	南京同仁堂	安宫牛黄丸、牛黄清心丸

资料来源：国家林业局，东方财富证券研究所

长期来看天然麝香供给仍将处短缺状态。天然麝香主要产自成年雄麝。一般雄麝 1.5 岁左右开始分泌麝香，10 岁左右为最佳分泌期，每只雄麝可年产麝香 15~20g 左右。由于大量捕杀，我国麝资源从上世纪 50 年代的近 300 万头下降至 2003 年不足 1 万头，2003 年，国家将麝类列入一级保护动物，天然麝香采取配给制，由国家统一审批和分配额度。目前全国天然麝香使用需求大约在 1500kg 左右，需求方主要为获批的 13 家药企及科研单位。相比之下 2019 年

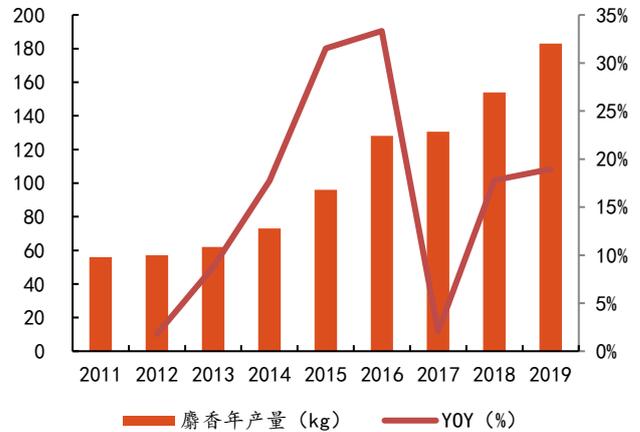
全国林麝数量约 2.7 万头，按雌：雄：幼比例 1：1：1、雄麝年产麝香 20g 计算，全国麝香年产量约 180kg，远不能满足用麝需求。若按照近 3 年养殖林麝数量 20% 左右的平均增速，需要养殖约 30 万头麝、至少 10 年时间才能实现供需平衡。因此我们认为长期来看麝香供给仍将处于短缺状态。

图表 67：我国林麝养殖数量（只）



资料来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

图表 68：我国麝香产量测算（kg）



资料来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

公司大力开展人工养麝支持放量需求。由于生产所需麝香大部分来自国家审批采购，为防范原材料短缺及成本上涨风险，公司大力推进“公司+基地+养殖户+科研”的产业化模式，积极布局人工养麝。公司分别于 2007 年、2009 年在四川和陕西投资设立两家养麝公司，其中陕西基地是全国唯一一家麝香“优质地道药材示范基地”，与其合作的县区由最初的 1 个发展到现在的 7 个，签订紧密合作协议的公司达 11 家。公司拥有和控制的林麝及麝香资源约占当地的 60%（其中自有养麝数量约 3000 只，可年产麝香约 20kg）。公司依托向上游产业的有效延伸，进一步增强了原料议价权，保证了天然麝香的长期稳定供应。

图表 69：片仔癀大力推进人工养麝

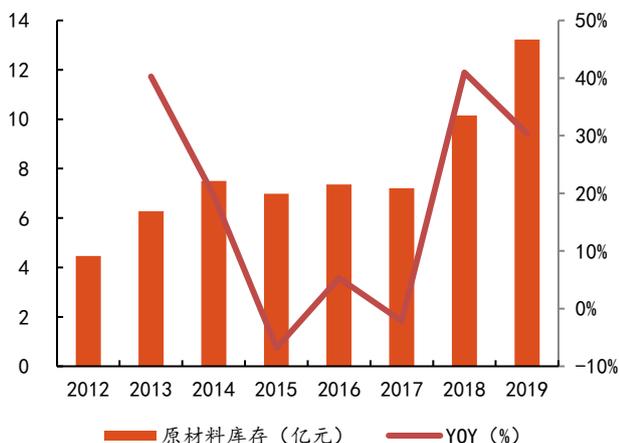


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司麝香库存充足，极端假设下仍可支撑未来 3 年销量高增无忧。在积极争取市场配额和大力开展人工养麝的基础上，公司持续重视库存储备。公司库

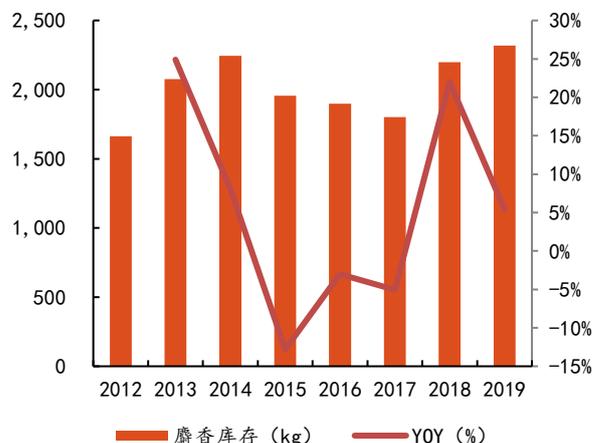
存原料（麝香、牛黄及其他原料）金额从2009年的2.47亿元增长至2019年的13.23亿元，CAGR达18.27%。其中2019年麝香库存金额达6.95亿元，约占原材料库存的53%，按麝香采购价300元/g计算当年公司麝香库存约2317kg。假设不从外购进天然麝香，我们测算公司凭现有库存及自有养麝基地仍可支撑未来3年片仔癀销量年均15%以上增长。

图表 70：公司原材料库存金额（亿元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 71：公司麝香库存（kg）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 72：片仔癀麝香库存测算（假设外购原料为0）

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
麝香库存 (kg)	2317	1732.36	1061.41	291.98	(590.28)	(1601.76)	(2761.23)
总使用量 (kg)	540	621.00	714.15	821.27	944.46	1086.13	1249.05
总使用量增速假设 (%)	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
库存麝香使用量 (kg)	510.00	585.00	670.95	769.43	882.26	1011.48	1159.47
自有麝香产量 (kg)	30.00	36.00	43.20	51.84	62.21	74.65	89.58
自有麝香产量增速假设 (%)	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4.1.3. 稀缺性之三：强大品牌

500年悠久历史、享誉中外的国药瑰宝。片仔癀据考证为明朝末年宫廷御医所创，其因不满朝廷暴政，携秘方出逃流落至漳。当时附近百姓患疾者甚众，服用片仔癀后，无不药到病除。因片仔癀切片分服，每次一片即可退癍，因此民间俗称“片仔癀”。建国以后，片仔癀广泛出口至日本、东南亚等国家，多年来位居我国中成药单品种出口创汇首位。片仔癀因其独特的疗效而形成了极佳的口碑，被国内外中药界誉为“国宝名药”。

客户粘性不断增强，品牌价值极其深厚。公司高度重视品牌建设，通过在全国各地的机场、风景名胜等站点布局片仔癀体验馆，提高品牌认知度、增强客户粘性；搭建直面市场的中医药文化和片仔癀品牌传播网络，精准服务和挖掘消费者需求；同时持续加大科技研发投入，与境内外著名科研机构、院校合作，不断提升整体科研实力，以创新驱动品牌建设。在公司持续发力下，近年来片仔癀品牌价值不断提升：连续6年荣登“胡润品牌榜”；连续5年蝉联

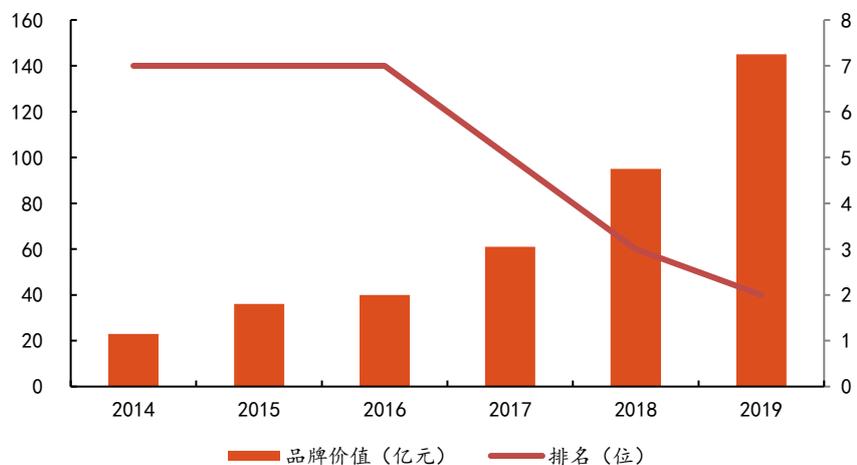
健康中国品牌榜“肝胆用药第一品牌”；2019 年位列医疗健康行业品牌价值第二位；2020 年，片仔癀以品牌价值 304.55 亿元在中华老字号品牌中蝉联第二；以 566.96 亿元的品牌价值列“2020 年中国最具价值品牌 100 强”第 55 位。我们认为片仔癀日益增强的品牌价值充分彰显了其稀缺性，亦如茅台一般，稀缺的品牌是支撑消费品企业经久不衰的基石。

图表 73：片仔癀获得品牌荣誉情况

时间	所获荣誉	品牌价值
2006	获“中华老字号”称号	
2011	片仔癀制作技艺入选国家级非物质文化遗产名录	
2014-2019	连续上榜胡润品牌榜，2019 年位列医药保健品行业第 2 位	145 亿元（2019 年）
2015、2016	中国中成药行业会员企业出口十强	
2016	“中华老字号”品牌价值排行榜第 3 位	248.23 亿元
2015-2019	肝胆用药第一品牌	
2017	世界创新品牌 500 强	350.48 亿元
2018	中华老字号品牌第二位	249.03 亿元
2020	中华老字号品牌蝉联第二	304.55 亿元
2020	“2020 年中国最具价值品牌 100 强”第 55 位	566.96 亿元

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 74：2014-2019 年胡润品牌价值排行榜



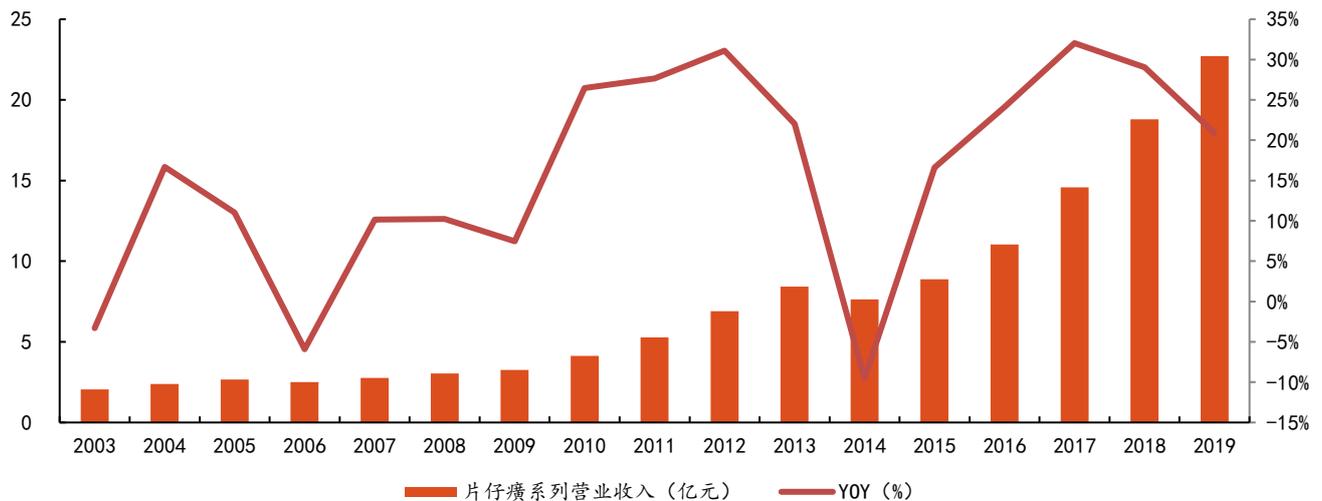
资料来源：胡润研究院，东方财富证券研究所

4.2. 量价齐升驱动业绩高增，未来成长或比肩茅台

4.2.1. 历史业绩量价拆分

量价驱动片仔癀系列业绩两轮高增。公司近 10 来片仔癀系列销售收入经历了两轮高速增长，第一轮是 2010-2013 年，提价因素贡献约占 65% 业绩增长；第二轮是 2016 年至今，主要系渠道改革带动销量快速增长，放量因素贡献比重约 80%。2013-2015 年业绩低谷主要受限制三公消费及董事长换届的影响。

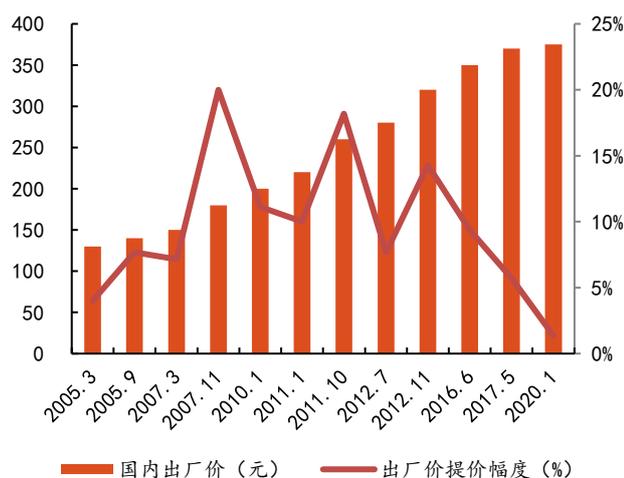
图表 75：片仔癀系列营业收入及增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

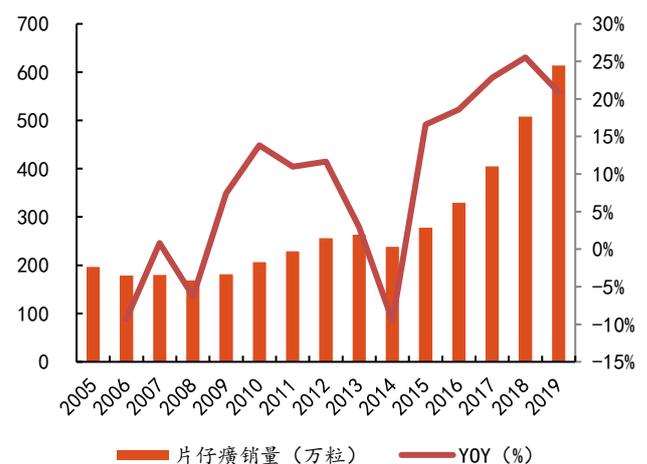
- ◆ **2010–2013 年：业绩由提价推动。**2010–2013 年片仔癀系列产品营业收入高速增长，CAGR 为 26.85%；期间提价 5 次，出厂价由 200 元/粒上涨至 320 元/粒，年均增速高达 16.96%；销量由 2010 年的 206 万粒增长至 2013 年的 263 万粒，年均增速 8.48%。提价对收入增长的贡献约占 60%，是本轮业绩增长的主因。
- ◆ **2016 年至今：业绩由放量驱动。**2016–2019 年片仔癀系列产品营业收入由 11.03 亿元增长至 22.72 亿元，CAGR 达 27.27%；期间出厂价上提 3 次，年均提价 5.43%，提价幅度较为温和；销量由 2016 年的 329 万粒增长至 2019 年的 614 万粒，年均增速高达 23%，主要系公司持续推进体验馆渠道建设及一核两翼战略，带动终端销量快速增加。本轮业绩增长中提价相对谨慎，终端销量增长的贡献比重高达 80%。

图表 76：片仔癀系列产品历年国内出厂价（元/粒）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 77：片仔癀系列产品销量（万粒）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 78：2010-2013 年、2016-2019 年片仔癀销售收入量价因素拆解

	第一轮业绩高增期				第二轮业绩高增期			
	2010	2011	2012	2013	2016	2017	2018	2019
提价贡献营收（万元）	3625	6189	9847	11888	4940	10116	5080	0
放量贡献营收（万元）	5008	5220	6534	3321	16520	25223	37197	39224
量价共同贡献营收（万元）	8634	11409	16381	15209	21461	35340	42277	39224
提价贡献（%）	42%	54%	60%	78%	23%	29%	12%	0%
放量贡献（%）	58%	46%	40%	22%	77%	71%	88%	100%

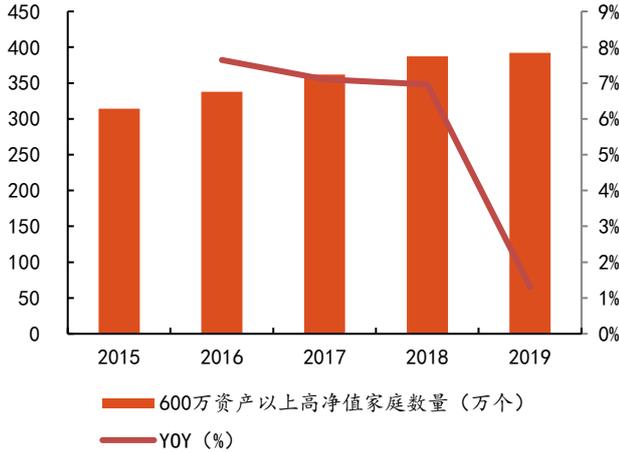
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4.2.2. 消费升级、渠道升级共振，放量是未来增长主要推力

消费升级趋势下高净值人群规模不断扩大，保障片仔癀三大需求强劲增长。2015-2019 年我国高净值家庭数量逐年提升，年复合增速约 6%。在高净值人群数量持续增长下，片仔癀潜在客户数量不断增加，三大需求有望长期受益：

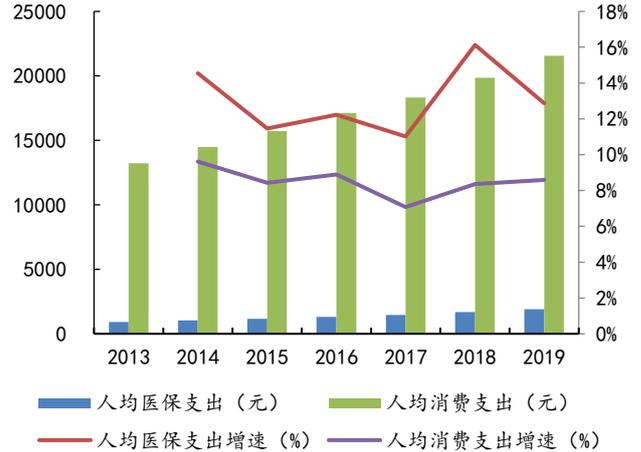
- ◆ **肝病用药需求：未来驱动力为消费升级和肝病患病率提升。**我们认为肝病用药需求具备一定刚需属性。一方面中产阶级和高净值人士数量增长，片仔癀医用消费将获稳定支撑。另一方面，随肝病患病率逐年提升（尤其是患者），肝病用药市场规模有望维持 10% 以上增速，片仔癀凭其在非酒精性脂肪肝性肝病领域优势将享受肝病市场增长红利。
- ◆ **保健需求：未来驱动力为老龄化、消费升级和居民保健意识增强。**保健自用需求属于可选消费，其客户定位为高净值人群，受消费升级影响更大。近年来人均医保支出增速显著快于人均消费支出增速，体现出居民健康意识的增强，保健品市场有望快速扩容。片仔癀在保健领域主要用于解酒、护肝等，尤以老年男性服用者甚多，未来随老龄化趋势加速，其保健需求有望得到持续释放。
- ◆ **送礼需求：未来驱动力为消费升级、客单价和品牌影响力提升。**送礼需求属可选消费，亦受消费升级推动。我们认为近年片仔癀单价提升较快，已呈现一定奢侈品属性，符合高净值人士选择高价位礼品的标准。目前片仔癀送礼需求主要集中在福建、广东等传统地区，在全国范围内影响力有待提升；随体验馆建设日臻完善、公司宣传推广力度增强，片仔癀品牌知名度和影响力有望进一步扩大，送礼需求增长值得期待。

图表 79：我国高净值人群数量及增速



资料来源：胡润研究院，东方财富证券研究所

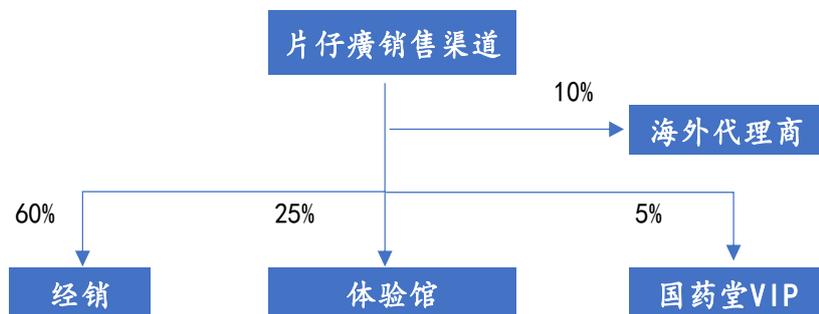
图表 80：我国人均消费支出增速快于医保支出增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

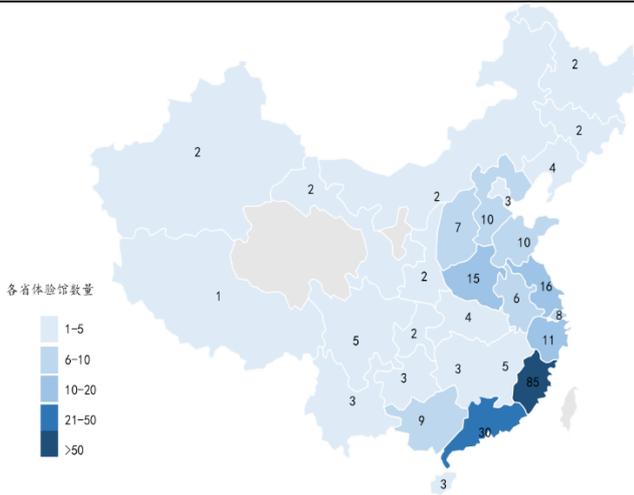
渠道改革卓有成效，体验馆战略打开增量空间。公司的主要销售模式为区域经销、片仔癀体验馆及零售药店等。外销通过代理商漳龙实业有限公司经营，2019 年收入占比约 10%；内销占比 90%，其中经销渠道约占所有渠道销量约 60%，体验馆约占 25%、国药堂VIP 占 5%。长期以来公司销售渠道以经销为主，通过各地的经销商以及零售药店将产品投放终端。2015 年起公司开始设立片仔癀体验馆，体验馆由经销商、客户等合作投资建设，主要布局在机场、动车站、旅游景点等地，以展示和销售片仔癀系列产品为主。截止 2020H1 片仔癀全国体验馆数量已达 200 余家，重点布局消费水平较高的城市。我们认为体验馆战略对公司长远发展带来 3 点利好：一是强化品牌，通过“文化传播+品牌展示+产品推介+现场体验”的方式增强客户对片仔癀品牌的认知度和忠诚度，提高复购率；二是提升销量，通过增加销售渠道、宣传产品优势，带动终端动销快速增长；三是增厚利润，通过重构公司营销体系，变分销为直销，减少中间流通环节、提升毛利率。随公司体验馆建设稳步推进，未来片仔癀在全国影响力将持续增强，直销渠道扩张有望为公司贡献持续增量。

图表 81：片仔癀销售渠道



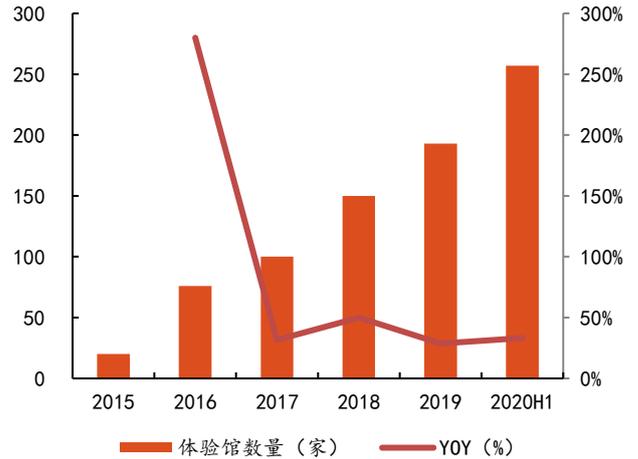
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 82：片仔癀体验馆全国布局



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 83：片仔癀体验馆数量（家）

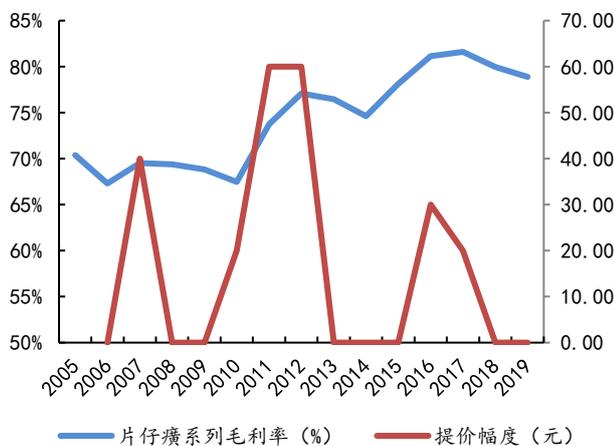


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

4.2.3. 原料价格上涨、高渠道利润催化提价预期

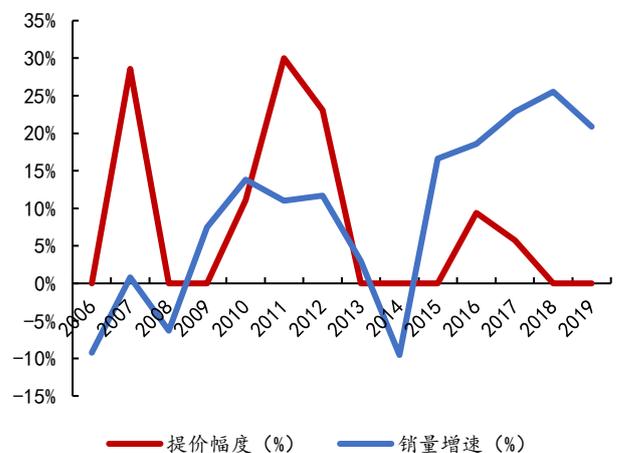
提价带动毛利率显著提升，且温和提价并不影响销量增长。片仔癀每 2 年提价一次，提价幅度在 10% 左右，历年提价均带动毛利率显著改善。2010 年到 2012 年在历经 5 次调价之后，2011-2012 年公司片仔癀系列毛利率分别提升 6.29% 和 3.35%；2013-2014 年限制三公消费背景下公司为稳定市场暂停提价节奏，毛利率出现了 -0.64% 和 -1.85% 的下滑；2016、2017 年再次提价后，毛利率出现反弹，达到了 81.60% 的近年最高值；2018、2019 年未提价，毛利率相应下滑 -1.63%、-1.08%；2020 年 1 月公司再度上调终端价格至 590 元/粒（上提 40 元/粒），并相应调整出厂价，我们预计全年片仔癀系列毛利率将提升 1% 左右。此外我们发现数年来片仔癀温和调价之后，并未对销量产生明显的影响，如 2016、2017 年国内价格两次提价（幅度在 10% 以内），但 2015-2018 年片仔癀销量仍保持了 30% 以上的增长，实现量价齐升。我们推测主要系片仔癀客户定位为高净值人群，其肝病用药及保健需求具备一定刚需，对价格敏感性较低，因而温和提价并不影响销量增长。

图表 84：片仔癀提价幅度与毛利率走势



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 85：片仔癀提价不影响销量增长



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

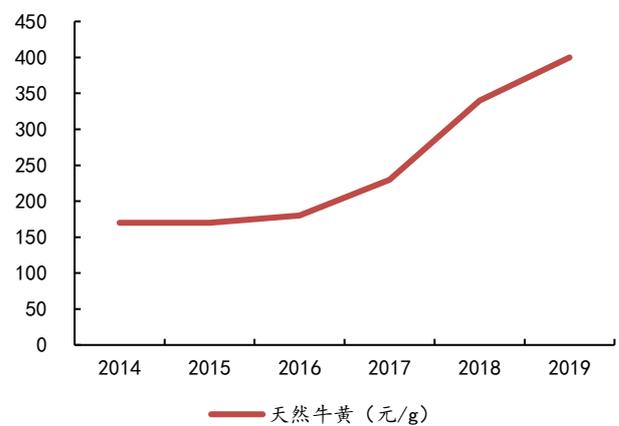
成本上涨催化提价预期的长期逻辑不变。天然麝香、天然牛黄等原料价格近年来出现了大幅的上涨，增加了公司的成本压力。天然麝香价格从2010年的150元/g上涨至2017年450元/g，我们判断未来10年内麝香仍将供不应求，预计价格将持续缓慢上升；天然牛黄也从2016年的180元/g涨至2019年的400元/g，涨幅超过2倍。相比之下片仔癀出厂价2010-2020年间仅上涨85%左右，尚未完全释放成本端压力。近年来公司通过加强库存储备、大力发展人工养麝涉足上游，在强大品牌和配方优势加持下，具备极强议价能力，可将上游成本压力转移至下游产品。按过去10年间麝香及牛黄价格年均15%的涨幅保守计算，未来2年出厂价仍有10%-20%上提空间。我们认为成本上涨是片仔癀提价的长期动力，考虑到公司在维持较高毛利同时须兼顾市场接受度，未来温和提价或将成常态。

图表 86：天然麝香价格（元/g）



资料来源：康美中药网，东方财富证券研究所

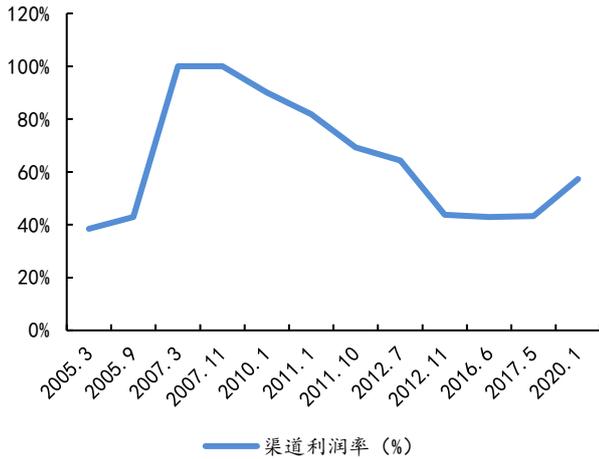
图表 87：天然牛黄价格（元/g）



资料来源：康美中药网，东方财富证券研究所

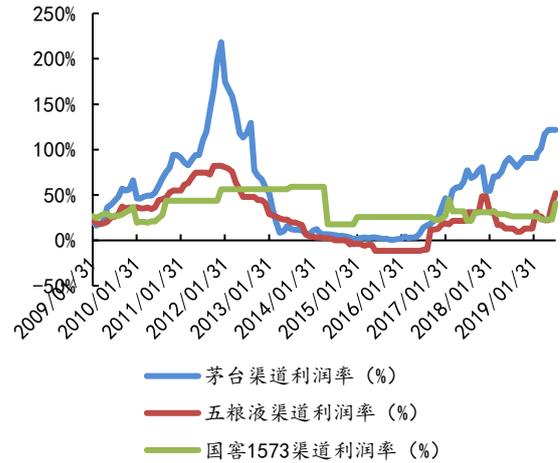
渠道利润丰厚，为主动提价留存足够空间。经销渠道仍是目前片仔癀主要销售渠道，经销商利润空间影响了片仔癀涨价上限。2005-2020年间片仔癀渠道利润率中枢维持在60%上下，即便在2013-2015限制三公消费低谷期间也在40%以上。参考高端白酒行业，2016年以来片仔癀平均渠道利润率（约47%）虽不及茅台的71%，但远高于五粮液的22%、国窖1573的28%，渠道利润率在消费品行业中较高。参考茅台的强提价能力，我们认为丰厚的渠道利润为出厂价主动上提预留了充足空间。

图表 88：片仔癀国内渠道利润率（%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 89：高端白酒渠道利润率（%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

我们假设：

1) 医药工业：2020年在新一轮提价（1月底出厂价提升约10%，考虑到提价具有一定滞后效应，预计全年平均提价幅度约8%）带动下公司毛利率有所提升，并鉴于公司平均每2年进行一次提价，我们假设2021、2022年片仔癀出厂价年均涨幅分别为3%、3%，对应2020-2022年医药工业毛利率为80.08%、79.66%、79.21%；疫情对终端销量影响有限，在公司体验馆战略持续推进、肝病用药及保健品需求旺盛的持续催化下2020-2022年片仔癀系列产品销量分别增长12%、18%、16%。据此计算出2020-2022年片仔癀系列营收增速分别为20.96%、21.54%、19.36%。

2) 医药流通：2020H1疫情期间物流受限，预计全年医药流通板块承压。预计2020-2022年医药流通业务营收增速分别为7%、16%、16%，收入占比逐年下降。

3) 日化、化妆品：受益于牙膏、药妆行业持续扩容及公司体验馆渠道的品牌推广，公司日化、化妆品业务收入将持续高增，且凭其较高毛利有望成为公司盈利新增长引擎。预计2020-2022年日化业务收入增速40%、40%、40%；化妆品业务收入增速45%、45%、45%。

4) 随公司体验馆战略推进，营销宣传费用有所增加，因而销售费用率略有上升；管理费用率保持稳定。

图表 90：业务拆分及预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	4766.16	5722.27	6672.61	8135.48	9903.99
YOY	28.33%	20.06%	16.61%	21.92%	21.74%
-医药工业	1880.27	2272.30	2747.82	3336.23	3981.98
YOY	28.45%	20.85%	20.93%	21.41%	19.36%
其中：片仔癀系列	1796.82	2180.81	2637.91	3206.11	3830.66
YOY	32.07%	21.37%	20.96%	21.54%	19.48%
出厂价（元/粒）	370.00	370.00	399.60	411.59	423.94
YOY	2.78%	0.00%	8.00%	3.00%	3.00%
销量（万粒）	485.63	589.41	660.14	778.96	903.60
YOY	28.50%	21.37%	12.00%	18.00%	16.00%
其中：非片仔癀系列	83.45	91.49	109.91	130.11	151.32
YOY	-19.15%	9.64%	20.13%	18.38%	16.30%
-医药商业	2353.73	2787.52	2982.65	3459.88	4013.46
YOY	23.82%	18.43%	7.00%	16.00%	16.00%
-日化、化妆品	497.65	635.27	908.31	1299.48	1860.15
YOY	56.71%	27.65%	42.98%	43.07%	43.15%
其中：牙膏业务	122.21	179.02	250.62	350.87	491.22
YOY	40.93%	46.48%	40.00%	40.00%	40.00%
其中：化妆品业务	273.99	430.41	624.10	904.94	1312.17
YOY	56.95%	57.09%	45.00%	45.00%	45.00%
-食品	13.48	10.84	15.18	21.25	29.75
YOY	3.15%	-19.54%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	42.42%	44.24%	46.36%	47.36%	48.40%
医药工业	79.89%	79.50%	80.08%	79.66%	79.21%
医药商业	9.74%	9.37%	8.70%	8.30%	8.30%
日化、化妆品	54.24%	70.01%	67.49%	68.19%	68.88%
食品	25.97%	36.43%	29.62%	27.11%	29.71%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

5.2. 投资建议

我们认为有两点理由支撑公司当前的较高估值：一是稀缺性给予估值溢价，片仔癀是唯一拥有配方和工艺国家“双绝密”品种的中药品牌；公司对稀缺原料天然麝香的掌控力强化了其竞争优势；品牌力极其深厚，在中药消费行业地位堪比茅台；综合三大稀缺因素，我们认为公司应享有一定估值溢价。二是持续的成长预期，长期来看片仔癀系列需求有稳定支撑，成本端催化下提价有充足动因，未来有望迎来自量价齐升；在一核两翼及体验馆战略持续推进下，高毛利的日化、化妆品业务延续高增，有望成为新的增长引擎。

公司是具备天然护城河的品牌中药龙头，我们坚定看好其未来成长确定性。预计 2020-2022 年公司分别实现营收 66.73/81.35/99.04 亿元，同比 +16.61%/21.92%/21.74%，实现归母净利润 16.33/20.56/25.98 亿元，同比

+18.82%/25.92%/26.36%，EPS 为 2.71/3.41/4.31 元，对应 PE 为 96.81/76.88/60.85 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

图表 91：盈利预测

项目\年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5722.27	6672.61	8135.48	9903.99
增长率 (%)	20.06%	16.61%	21.92%	21.74%
EBITDA (百万元)	1636.39	2015.35	2519.26	3151.52
归属母公司净利润 (百万元)	1374.38	1633.07	2056.34	2598.32
增长率 (%)	20.25%	18.82%	25.92%	26.36%
EPS (元/股)	2.28	2.71	3.41	4.31
市盈率 (P/E)	48.23	96.81	76.88	60.85
市净率 (P/B)	10.00	19.13	15.32	12.24
EV/EBITDA	38.33	76.02	60.18	47.45

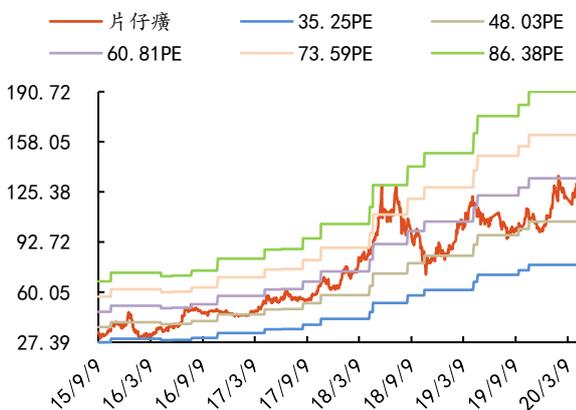
资料来源：Choice，东方财富证券研究所。注：数据截至 2020-09-11。

图表 92：行业重点关注公司

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			股价 (元)	评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
000538.SZ	云南白药	1456.24	3.52	3.96	4.40	32.70	29.14	26.25	114.00	未评级
600085.SH	同仁堂	394.43	0.71	0.82	0.91	40.55	35.28	31.45	28.76	未评级
600771.SH	广誉远	78.42	0.34	0.43	0.53	47.27	37.09	30.25	15.94	未评级
600332.SH	白云山	499.12	2.20	2.54		13.95	12.10		30.70	未评级
	平均		1.69	1.93	1.95	33.61	28.40	29.32		
600436.SH	片仔癀	1580.99	2.71	3.41	4.31	96.81	76.88	60.85	262.05	

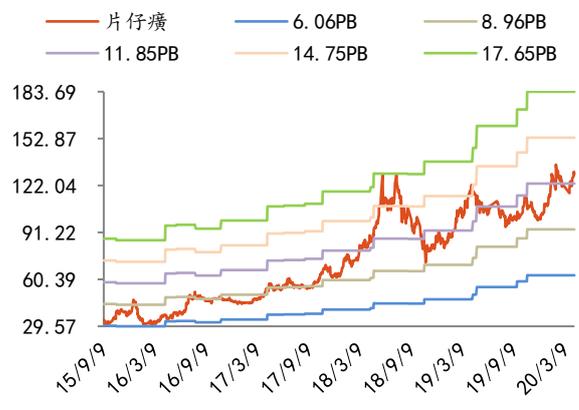
资料来源：Choice，东方财富证券研究所。注：收盘价截至 2020-09-11，除片仔癀外其他可比公司 PE 来自 Choice 一致预期

图表 93：历史 PE (TTM) 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 94：历史 PB 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

6. 风险提示

片仔癀系列提价或影响终端销量；
宏观环境变化致终端动销低于预期；
体验馆渠道拓展低于预期；
日化、化妆品业务增长低于预期；

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7352.30	9041.17	11347.41	14214.01
货币资金	4263.37	5594.58	7193.75	9267.50
应收及预付	669.66	857.96	1008.93	1224.74
存货	2096.99	2292.88	2767.24	3292.69
其他流动资产	322.28	295.75	377.50	429.09
非流动资产	1458.50	1497.04	1553.26	1600.76
长期股权投资	474.65	517.39	560.13	602.88
固定资产	229.59	225.86	223.07	219.81
在建工程	11.16	15.34	20.28	24.96
无形资产	155.66	146.42	159.09	160.80
其他长期资产	587.43	592.04	590.68	592.31
资产总计	8810.80	10538.21	12900.67	15814.77
流动负债	1747.00	1808.01	2072.17	2334.92
短期借款	696.85	696.85	696.85	696.85
应付及预收	462.56	509.53	622.44	743.50
其他流动负债	587.59	601.63	752.88	894.58
非流动负债	94.04	94.04	94.04	94.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	94.04	94.04	94.04	94.04
负债合计	1841.04	1902.05	2166.21	2428.97
实收资本	603.32	603.32	603.32	603.32
资本公积	1084.29	1084.29	1084.29	1084.29
留存收益	4686.24	6319.31	8375.65	10973.97
归属母公司股东权益	6631.35	8264.42	10320.76	12919.08
少数股东权益	338.41	371.73	413.70	466.73
负债和股东权益	8810.80	10538.21	12900.67	15814.77

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5722.27	6672.61	8135.48	9903.99
营业成本	3190.94	3579.00	4282.62	5110.34
税金及附加	45.86	53.38	65.08	79.23
销售费用	523.06	647.24	797.28	970.59
管理费用	273.16	313.61	382.37	465.49
研发费用	119.43	133.45	166.25	200.24
财务费用	-44.95	-2.22	-12.20	-24.20
资产减值损失	-13.60	0.28	0.28	0.28
公允价值变动收益	-0.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.28	23.65	28.84	35.11
资产处置收益	5.18	0.00	0.00	0.00
其他收益	13.49	0.00	0.00	0.00
营业利润	1638.15	1972.07	2483.20	3137.69
营业外收入	9.22	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.78	0.00	0.00	0.00
利润总额	1644.59	1972.07	2483.20	3137.69
所得税	257.66	305.67	384.90	486.34
净利润	1386.94	1666.40	2098.30	2651.35
少数股东损益	12.56	33.33	41.97	53.03
归属母公司净利润	1374.38	1633.07	2056.34	2598.32
EBITDA	1636.39	2015.35	2519.26	3151.52

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-879.37	1445.01	1733.41	2189.03
净利润	1386.94	1666.40	2098.30	2651.35
折旧摊销	66.58	69.43	77.38	73.41
营运资金变动	-2341.58	-296.65	-442.92	-530.09
其它	8.70	5.83	0.64	-5.63
投资活动现金流	67.84	-84.05	-104.48	-85.53
资本支出	-52.26	-59.68	-91.60	-75.76
投资变动	42.90	-35.59	-34.88	-35.23
其他	77.20	11.22	21.99	25.47
筹资活动现金流	404.89	-29.76	-29.76	-29.76
银行借款	1161.50	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	28.88	0.00	0.00	0.00
其他	-785.48	-29.76	-29.76	-29.76
现金净增加额	-401.77	1331.21	1599.17	2073.75
期初现金余额	2171.51	4263.37	5594.58	7193.75
期末现金余额	1769.73	5594.58	7193.75	9267.50

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%)				
营业收入增长	20.06%	16.61%	21.92%	21.74%
营业利润增长	24.10%	20.38%	25.92%	26.36%
归属母公司净利润增长	20.25%	18.82%	25.92%	26.36%
获利能力 (%)				
毛利率	44.24%	46.36%	47.36%	48.40%
净利率	24.24%	24.97%	25.79%	26.77%
ROE	20.73%	19.76%	19.92%	20.11%
ROIC	17.27%	17.62%	18.05%	18.47%
偿债能力				
资产负债率 (%)	20.90%	18.05%	16.79%	15.36%
净负债比率	26.41%	22.02%	20.18%	18.15%
流动比率	4.21	5.00	5.48	6.09
速动比率	2.90	3.62	4.02	4.55
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.63	0.63	0.63
应收账款周转率	12.18	10.95	11.29	11.31
存货周转率	2.73	2.91	2.94	3.01
每股指标 (元)				
每股收益	2.28	2.71	3.41	4.31
每股经营现金流	-1.46	2.40	2.87	3.63
每股净资产	10.99	13.70	17.11	21.41
估值比率				
P/E	48.23	96.81	76.88	60.85
P/B	10.00	19.13	15.32	12.24
EV/EBITDA	38.33	76.02	60.18	47.45

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。