

“片仔癀、安宫牛黄丸、化妆品”矩阵，推动公司高质量稳健发展

——片仔癀（600436）首次覆盖

买入（首次）

2023年07月19日

报告关键要素：

在多核驱动战略下，公司有望形成以“片仔癀+安宫牛黄丸+化妆品”为主的战略矩阵。未来公司将持续巩固和深化片仔癀核心地位，聚力打造片仔癀牌安宫牛黄丸新增长极，推动片仔癀化妆品产业再升级，实现公司稳健增长。

投资要点：

● 片仔癀锭剂&胶囊剂稳健增长可期

1) **原材料端**，公司天然牛黄和天然麝香供给充足，我们通过对公司天然麝香获取来源拆分以及对公司每年购买天然牛黄趋势测算，认为上游原料资源至少可以支撑到2027年；

2) **渠道端**，我们对片仔癀锭剂&胶囊剂销售渠道按照国药堂&天猫京东线上直营大药房、经销商、体验馆等拆分，分析出国药堂收入占比随着2015后新增体验馆模式逐步下降，体验馆收入占比随着2021年新增线上直营大药房逐步下降。线上直营大药房毛利高于体验馆和经销渠道，未来随着公司线上直营渠道投入加大，收入占比提升，片仔癀毛利率将逐步提高；

3) **价格端**，公司2007年以来提价11次，我们测算出2016年到2022年全渠道均价（不含税）复合年增速为5.27%，销量复合年增速为18.03%。均价5.27%复合年增速不影响销量两位数复合增长，说明公司手握提价权，长期看消费者对价格敏感度低。由于最近一次提价幅度较大，我们认为中短期内公司再次提价概率不大；

4) **需求端**，根据我们模型，片仔癀目前渗透率远低于2%。所以从渗透率角度看，随着公司在片仔癀二次开发上的投入，以及高净值人群数量的提升，大众健康意识提高，片仔癀需求端有较大成长空间。

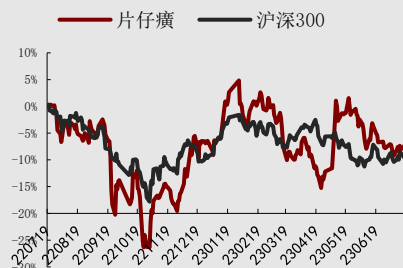
● 片仔癀牌安宫牛黄丸有望成为公司新的增长引擎

1) **潜在消费人群持续增长，公司产品渗透率低**。安宫牛黄丸应用于心脑血管领域，老龄化趋势意味着安宫牛黄丸需求天花板高。目前行业呈现同仁堂一家独大的竞争格局，片仔癀牌安宫牛黄丸上

基础数据

总股本(百万股)	603.32
流通A股(百万股)	603.32
收盘价(元)	286.00
总市值(亿元)	1,725.49
流通A股市值(亿元)	1,725.49

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：

黄婧婧

执业证书编号：

S0270522030001

电话：

18221003557

邮箱：

huangjj@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8694.00	10940.77	12421.66	14808.76
增长比率(%)	8.38	25.84	13.54	19.22
净利润(百万元)	2472.34	3400.79	3790.11	4502.55
增长比率(%)	1.66	37.55	11.45	18.80
每股收益(元)	4.10	5.64	6.28	7.46
市盈率(倍)	69.79	50.74	45.53	38.32
市净率(倍)	15.23	12.34	9.71	7.74

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

市时间较晚，自 2020 年 9 月上市以来市场份额持续增长，实体药店端市场份额从 2020 年 0.45% 提升至 2023 年一季度的 1.21%（若加上体验馆、国药堂等渠道，市场份额更高），超过了多个其他经营安宫牛黄丸多年的品牌；

2) **具有原材料优势**，公司是市场上生产双天然安宫牛黄丸的 6 家企业之一，上游原材料天然麝香和天然牛黄均为稀缺性名贵药材，是安宫牛黄丸最大的生产壁垒；

3) **公司安宫牛黄丸包含两种最具成长性的品规**。数据说明单天然和双天然安宫牛黄丸具有相似的成长性，公司产品有望在各自不同消费群体中实现渗透率的提升；

4) **品牌、渠道和新老产品联动作用**。公司老产品片仔癀消费人群和片仔癀牌安宫牛黄丸有重叠部分，尤其是双天然品规，都是对应高净值人群，消费者联动有望推动公司安宫牛黄丸快速放量；公司片仔癀体验馆也有利于提升片仔癀牌安宫牛黄丸的品牌价值。

- **化妆品业务整合梳理后业绩增速有望扭负为正**。2022 年化妆品公司的管理层做了调整，整个化妆品的终端做了价格体系梳理，有望随着核心产品片仔癀一同提价。公司化妆品产品线比较多，片仔癀和皇后品牌双轮驱动，未来将借助公司的营销平台、研发平台、采购平台及品牌建设推广等优势，进一步强化在化妆品领域的核心竞争力，实现业绩增长。
- **盈利预测与投资建议**：公司核心产品片仔癀具备稀缺性，新产品安宫牛黄丸和业务梳理后的化妆品业务有望成为公司新的增长驱动力。预计 2023/2024/2025 年收入为 109.41 亿元/124.22 亿元/148.09 亿元，对应归母净利润 34.01 亿元/37.90 亿元/45.03 亿元，对应 EPS5.64 元/股、6.28 元/股、7.46 元/股，对应 PE 为 50.74/45.53/38.32（对应 2023 年 7 月 18 日收盘价 286 元），首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：利好政策不达预期风险、原材料供给不足风险、研发不达预期风险

本报告创新之处

对核心单品片仔癀锭剂&胶囊剂收入端按销售渠道拆分、原材料端按获取来源拆分、需求端按药用和保健用途拆分。

- 1、收入拆分：按体验馆、国药堂、经销渠道、京东和天猫平台两家直营大药房渠道拆分收入，测算不同渠道每年收入占比趋势，并结合不同渠道供应价格算出全渠道均价，进而测算销量；
- 2、原材料获取来源拆分：1) 按国家配额、人工养殖、公司库存、农户散收等拆分公司天然麝香供应，并对2023年后销量增速设置5%、10%、15%、20%四种情况，测算每种情况下未来公司天然麝香库存情况，并分析出不同增速情况下天然麝香库存能支撑多久；2) 对公司天然牛黄需求和库存量测算，进一步测算公司每年储备天然牛黄趋势；
- 3、需求端拆分：分为药用和保健两类。药用主要考虑非酒精性脂肪性肝炎、酒精性脂肪性肝病、急性乙型肝炎，慢性乙型肝炎四个治疗领域，保健主要考虑茅台消费群体以及高净值送礼人群，并设置2%、5%、10%、15%四个需求端渗透率假设，测算公司需求端成长空间。

正文目录

1 中华瑰宝，高壁垒稀缺中成药品牌	8
1.1 中华老字号，品牌壁垒坚固.....	8
1.2 国资委控股，股权结构稳定.....	9
1.3 业绩和经营效率稳步增长.....	10
1.4 工业板块贡献主要收入和毛利.....	13
2 医药工业：存量产品稳健增长，在研管线稳步推进	15
2.1 产品梯队丰富，品种数量众多.....	15
2.2 肝病用药贡献主要业绩，心脑血管用药增长强劲.....	15
2.3 布局具有片仔癀品牌特色的研发管线.....	17
3 渠道：线上直营占比提升有利于推动产品毛利率	18
3.1 品牌力强大，销售费用率低.....	18
3.2 历经几任领导渠道改革深化，赋能终端销售成长.....	19
3.3 直营收入占比提升，线上线下双轮驱动.....	20
3.3.1 经销渠道：经销商渠道利润率高，收入占比逐步减少.....	20
3.3.2 连锁药房：和头部连锁合作，核心单品终端增长强劲.....	21
3.3.3 国药堂&线上直营：国药堂收入占比减少，线上直营收入占比提升.....	22
3.3.4 体验馆：提高品牌认知度，采用“授权经营不合营”的创新模式.....	24
4 片仔癀：稀缺名贵中成药，持续增长可期	25
4.1 价：处方和工艺绝密的独家产品，公司手握提价权.....	25
4.2 量：均价 5%复合年增速不影响销量两位数复合增长.....	27
4.3 供给：在上游稀缺原材料领域具备资源获取优势.....	27
4.3.1 天然麝香：国家配额叠加人工养殖，保守估计可使用到 2027 年.....	27
4.3.2 天然牛黄：询价比价采购，公司加速储备.....	31
4.4 需求：药品中的双跨品种，需求端渗透率低.....	32
4.4.1 药用&保健：肝病领域市场前景大，品牌和疗效双重驱动.....	32
4.4.2 渗透率不足 2%，需求端成长空间大.....	36
5 安宫牛黄丸：具备追赶潜力，有望成为公司第二增长曲线	38
5.1 量：在原材料、品牌、渠道、品规、联动销售方面具优势.....	38
5.1.1 心脑血管中成药第一大品种，增速超过行业平均.....	38
5.1.2 呈现一家独家的竞争格局，多个品牌市场份额逐年提升.....	39
5.1.3 壁垒主要是原材料和品牌地位，片仔癀牌具优势.....	39
5.1.4 单天然规格成长性不输双天然规格，双人工规格市场竞争分散.....	40
5.2 价：不提价或小幅提价均有利于片仔癀牌安宫牛黄丸提升市占率.....	41
6 化妆品：业务整合梳理有望推动业绩增长	42
6.1 国妆发展迎机遇，本土美妆市场持续增长.....	42
6.2 片仔癀化妆品：片仔癀和皇后品牌双轮驱动.....	43
6.3 架构体系梳理，业务整合有望推动规模扩张.....	44
7 日化：基数小，占比低，2019 年迎业绩拐点	45
8 盈利预测	47
9 投资建议	49
10 风险提示	49
图表 1: 公司发展历程.....	8
图表 2: 公司 2014-2022 年品牌价值：亿元.....	8

图表 3: 公司核心业务概况.....	9
图表 4: 公司股东结构和主要控股子公司	10
图表 5: 公司历年营业收入和归母净利润: 亿元	10
图表 6: 公司三大费用率	11
图表 7: 公司销售促销、业务宣传及广告费及占比	11
图表 8: 公司业务宣传推广费、广告费、代运营费用及销售费用率: 亿元	11
图表 9: 公司毛利率和净利率	12
图表 10: 公司医药制造业毛利率在可比公司中领先	12
图表 11: 公司各业务板块毛利率	12
图表 12: 公司各板块业务收入占比趋势	12
图表 13: 片仔癯存货周转天数、应收账款周转天数、应付账款周转天数	13
图表 14: 片仔癯公司收入结构	13
图表 15: 片仔癯各板块收入及同比增速: 百万元	14
图表 16: 公司毛利结构	14
图表 17: 片仔癯各板块毛利及同比增速: 百万元	14
图表 18: 公司医药工业板块产品矩阵	15
图表 19: 公司医药工业板块收入结构	16
图表 20: 公司医药工业板块毛利结构	16
图表 21: 公司肝病用药收入和增速: 百万元	16
图表 22: 公司心脑血管用药收入和增速: 百万元	16
图表 23: 公司肝病用药和心脑血管用药毛利率	17
图表 24: 公司研发费用和同比增速	17
图表 25: 公司研发支出总额占营业收入比例	17
图表 26: 公司在研管线 (截至 2023 年 7 月 5 日)	18
图表 27: 公司和可比公司销售费用率对比	19
图表 28: 公司销售费用率每年在中药上市公司中排序	19
图表 29: 公司近三届领导人营销举措	19
图表 30: 公司销售模式 (截至 2022 年年报)	20
图表 31: 公司应收账款占总资产比例	21
图表 32: 公司经销商渠道利润率	21
图表 33: 公司经销商渠道销售收入占比测算	21
图表 34: 中国城市实体药店终端片仔癯锭剂销售额	22
图表 35: 中国零售药店终端肝病中成药品牌 TOP10	22
图表 36: 公司国药堂收入占比测算	22
图表 37: 2021 年网上药店肝病中成药前十品牌增速超 100% 的品牌	23
图表 38: 公司京东和天猫平台销售额和增速	23
图表 39: 公司京东平台肝病和心脑血管用药规模和增速	23
图表 40: 片仔癯锭剂&胶囊剂京东和天猫直营收入占比	23
图表 41: 片仔癯体验馆数量	24
图表 42: 体验馆收入占比测算	24
图表 43: 片仔癯是国家绝密级配方	25
图表 44: 片仔癯: 国家一级中药保护品种, 中华老字号	25
图表 45: 片仔癯 (锭剂) 原材料成分占比、重量、功效和采购方式	26
图表 46: 天然麝香价格趋势 (东北 亳州市场)	26
图表 47: 天然牛黄价格趋势 (天然胆黄_较广)	26
图表 48: 片仔癯 (锭剂) 国内出厂价和提价幅度	26
图表 49: 片仔癯 (锭剂) 国内零售价和提价幅度	26

图表 50: 片仔癀锭剂外销价格提价幅度: 美元/粒.....	27
图表 51: 片仔癀销量、销量增速、全渠道均价 (不含税)	27
图表 52: 片仔癀锭剂&胶囊剂天然麝香需求量测算: kg.....	28
图表 53: 26 个获准使用天然麝香的产品、4 个能采用国库配额供应天然麝香的产品	28
图表 54: 凤县林麝养殖规模数量: 头	29
图表 55: 公司全国林麝人工养殖规模测算: 头	30
图表 56: 公司全国人工养殖麝香产量测算: kg.....	30
图表 57: 公司麝香存货账面金额: 万元	30
图表 58: 公司麝香存货量和对应片仔癀产量测算	30
图表 59: 2023 年到 2030 年公司麝香库存测算	31
图表 60: 片仔癀未来天然牛黄需求量测算	31
图表 61: 片仔癀天然牛黄存货账面金额: 万元	32
图表 62: 公司牛黄存货量和对应片仔癀产量测算	32
图表 63: 片仔癀天然牛黄采购量比值	32
图表 64: 片仔癀治疗肝脏疾病的药理作用研究进展	33
图表 65: 中国各类型肝病患者人数和增速: 万人	34
图表 66: 中国各类型肝病患者人数占比	34
图表 67: 中国肝病用药市场规模、中国城市药店中成药肝病用药市场规模、片仔癀肝病用药规模	35
图表 68: 片仔癀对酒精代谢的影响	35
图表 69: 中国保健品市场规模和增速	36
图表 70: 人均可支配收入和个人资产超 1000 万人群数量	36
图表 71: 中国肝癌患者数量和增速: 万人	36
图表 72: 片仔癀各适应症服用方法和疗程	37
图表 73: 片仔癀需求端成长空间测算	37
图表 74: 2014-2022 年中国 65 岁以上人口数量: 人	38
图表 75: 安宫牛黄丸规模增速超过行业平均	38
图表 76: 安宫牛黄丸位居中国零售药店心脑血管中成药销售额第一: 亿元	38
图表 77: 安宫牛黄丸六大梯队品牌	39
图表 78: 双天然、单天然和双人工品规安宫牛黄丸品牌	39
图表 79: 各品牌安宫牛黄丸市占率趋势和不同规格产品价格	40
图表 80: 安宫牛黄丸双天然和单天然市场规模和增速: 亿元	40
图表 81: 片仔癀安宫牛黄丸零售市场市占率趋势: %	41
图表 82: 北京同仁堂安宫牛黄丸终端零售价格: 元	42
图表 83: 广誉远安宫牛黄丸终端零售价格: 元	42
图表 84: 中国美妆行业和本土美妆行业市场规模及增速	43
图表 85: 中国美妆和本土美妆市场规模占比	43
图表 86: 片仔癀化妆品: 大健康国妆品牌	44
图表 87: 皇后化妆品: 轻奢草本护肤	44
图表 88: 片仔癀化妆品业务营业收入和净利润占比	45
图表 89: 片仔癀化妆品营业收入和增速	45
图表 90: 片仔癀化妆品净利润和增速	45
图表 91: 中国牙膏品类市场规模和增速	46
图表 92: 2021 年中国线下牙膏品牌竞争格局	46
图表 93: 中国药膏产品需求结构	46
图表 94: 片仔癀家化口腔护理公司收入和增速	47

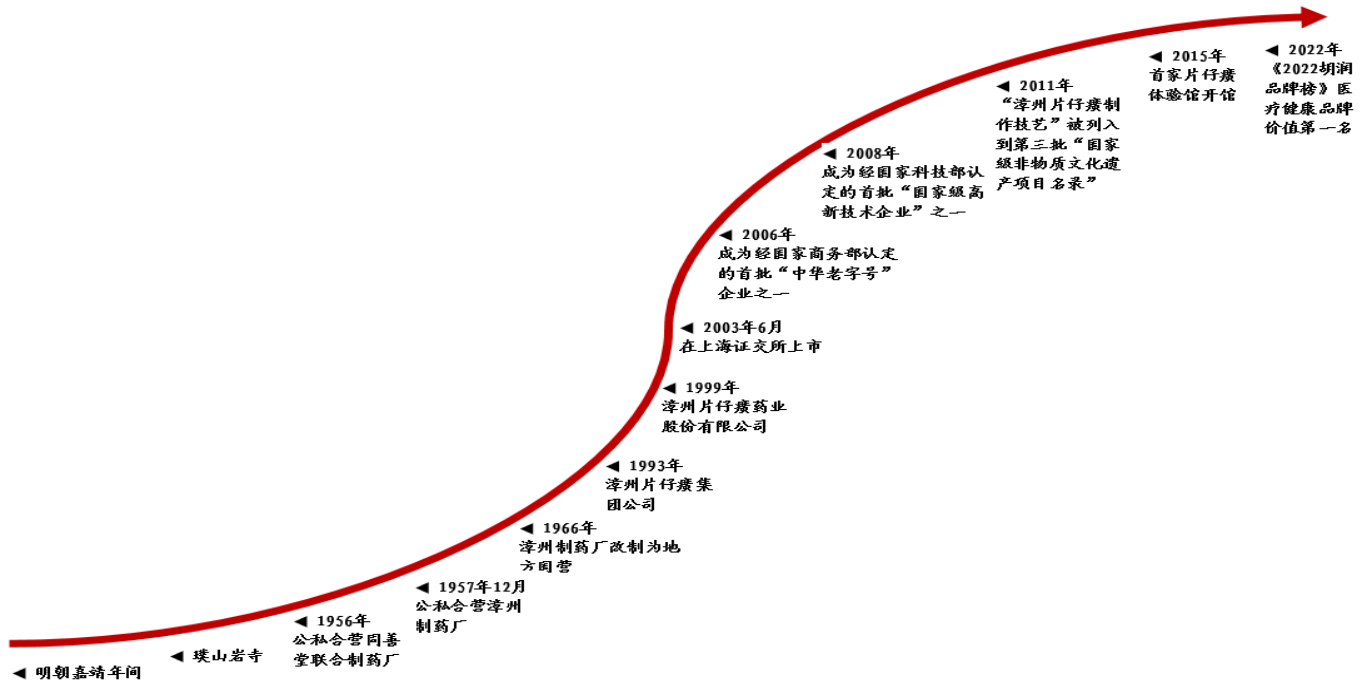
图表 95: 片仔癀家化口腔护理公司净利润和增速	47
图表 96: 片仔癀家化口腔护理收入和净利润占公司比例	47
图表 97: 公司盈利预测: 百万元	48

1 中华瑰宝，高壁垒稀缺中成药品牌

1.1 中华老字号，品牌壁垒坚固

公司由成立于1956年的漳州制药厂在1999年改制创立，于2003年在上交所上市。2006年，公司成为经国家商务部认定的首批“中华老字号”企业之一；2008年，公司成为经国家科技部认定的首批“国家级高新技术企业”之一，并连续通过高新技术企业复审及重新认定；2011年，“漳州片仔癀制作工艺”被列入到第三批“国家级非物质文化遗产项目名录”。

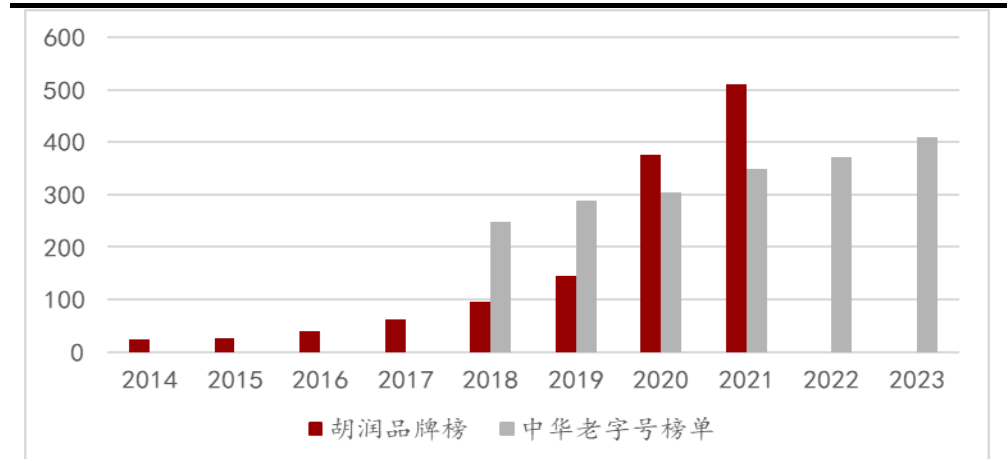
图表1:公司发展历程



资料来源：片仔癀博物馆，公司公告，万联证券研究所

公司品牌价值深厚，连续4年居“中药大品种科技竞争力”排行榜清热解毒领域第一名，公司荣获“全国工业品牌培育示范企业”称号，片仔癀品牌入选“2022凯度BrandZ最具价值中国品牌百强榜”第33位，居“2022胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜”榜首，名列《2022胡润品牌榜》医疗健康品牌价值第一名，以409.37亿品牌价值位列“2023中华老字号品牌榜”第2位，品牌价值年年创新高。

图表2:公司 2014-2022 年品牌价值：亿元



资料来源：公司企业宣传册，万联证券研究所

公司业务覆盖医药制造业、医药流通业、化妆品、日化等，常年生产片仔癀、安宫牛黄丸、复方片仔癀含片、茵胆平肝胶囊等20多种中成药，核心品种片仔癀是国家一级中药保护品种，其处方、工艺均属国家绝密级秘密，传统制作技艺入选国家非物质文化遗产名录。传统的片仔癀是锭剂，目前在临床上应用的还有胶囊剂，两种剂型处方及功效一致。2021年，公司董事会优化发展战略，实施“多核驱动，双向发展”的新战略蓝图，持续巩固和深化片仔癀核心地位，聚力打造片仔癀牌安宫牛黄丸新增长极，推动片仔癀化妆品产业再升级。

图表3:公司核心业务概况

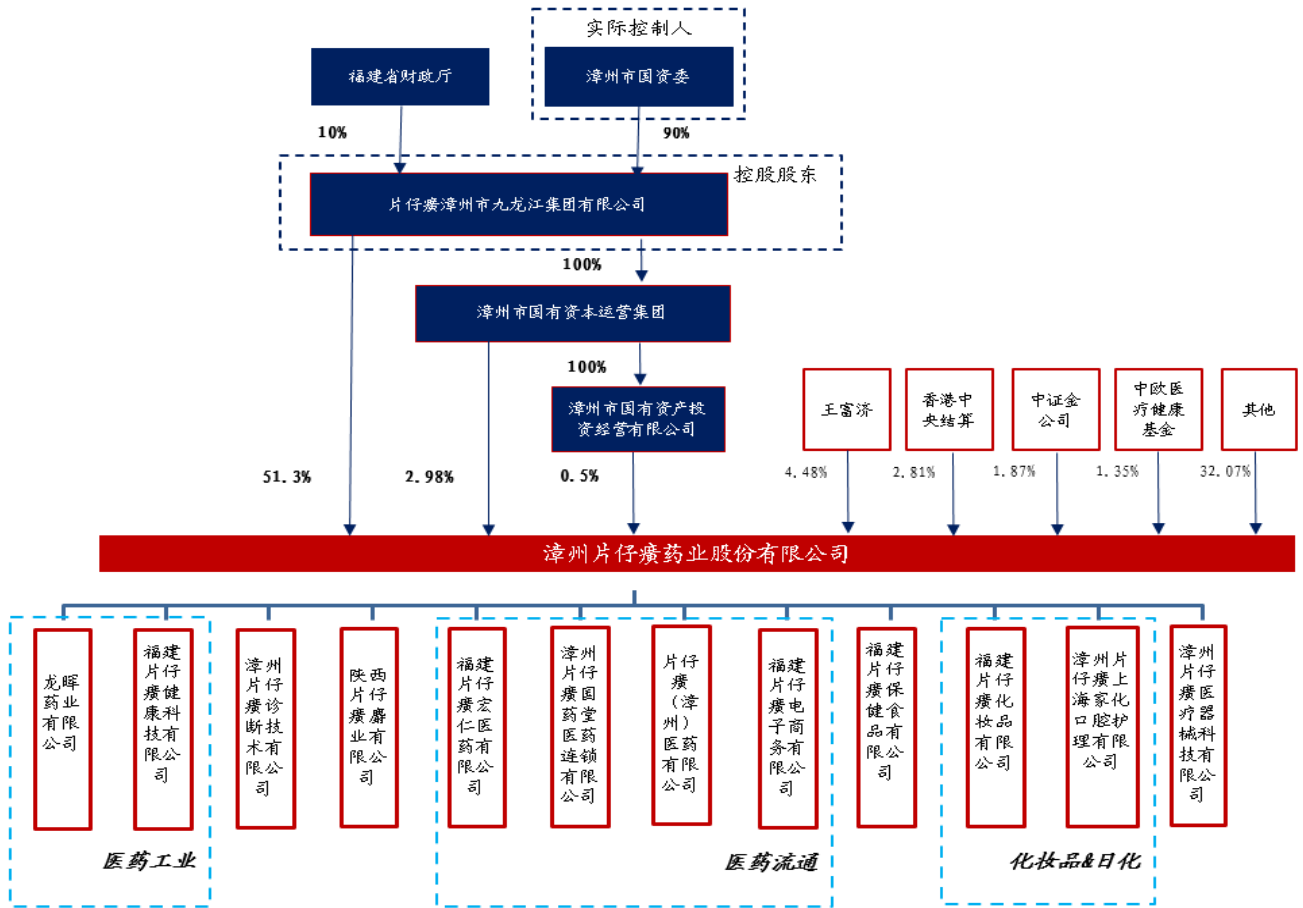
业务领域	业务内容/产品
1、医药制造	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 以“片仔癀”为主产品，拥有锭剂及胶囊剂两种剂型，具有相同的成分及功能主治。片仔癀源于明朝末年，拥有近500年传承历史，是国家级中药保护品种，处方和工艺受国家秘密保护； ▶ 持续做大做强复方片仔癀含片、复方片仔癀软膏、复方片仔癀痔疮软膏、茵胆平肝胶囊、增乳膏、心舒宝片、川贝清肺糖浆、清热止咳颗粒等系列产品，涵盖了肝病用药、感冒用药、皮肤科用药等众多领域； ▶ 积极布局经典名方，丰富公司产品线。片仔癀牌安宫牛黄丸精选麝香、牛黄等道地药材，遵循古法炮制与金箔包衣等传统工艺制成。目前，片仔癀牌双天然和单天然安宫牛黄丸均已成功推向市场
2、医药流通	以现代医药物流为基础，拓展延伸“配送、维护、推广”的医药配送产业链上下游
3、化妆品	控股子公司片仔癀化妆品拥有“片仔癀”及“皇后”等多个品牌。未来，片仔癀化妆品将以“1大核心、2大升级、3大创新”为品牌战略布局，开启国妆新篇章。“1大核心”指坚持长期主义，打造百年国妆品牌；“2大升级”即围绕“片仔癀”“皇后”品牌完成从定位、文化到产品线进行系统升级；“3大创新”是与时俱进推动品牌不断焕新，赋能渠道增长
4、日化	控股子公司片仔癀家化经营业务包括牙膏产品及其它口腔护理类产品。片仔癀牙膏分为专研清火的清火系列、解决口腔问题的专效深养系列、焕新口气的“源木清”三大系列；漱口水产品主要有牙火清漱口水、抑菌伞漱口水

资料来源：公司公告，万联证券研究所

1.2 国资委控股，股权结构稳定

截至2022年年报，公司控股股东漳州市九龙江集团有限公司直接持有公司51.30%比例的股份，其全资子公司漳州市国有资本运营集团有限公司，漳州市国有资产投资经营有限公司合计持有公司3.48%比例的股份，漳州市九龙江集团有限公司间接持有公司54.78%比例的股份。公司实际控制人是漳州市国资委，持有公司控股股东漳州市九龙江集团有限公司90%比例股份，即间接持有公司49.3%比例股份。第二大股东王富济2023年一季度持股比例为4.48%，多年持股比例不变；其余股东包括香港中央结算有限公司、中国证券金融股份有限公司以及机构基金等。

图表4:公司股东结构和主要控股子公司



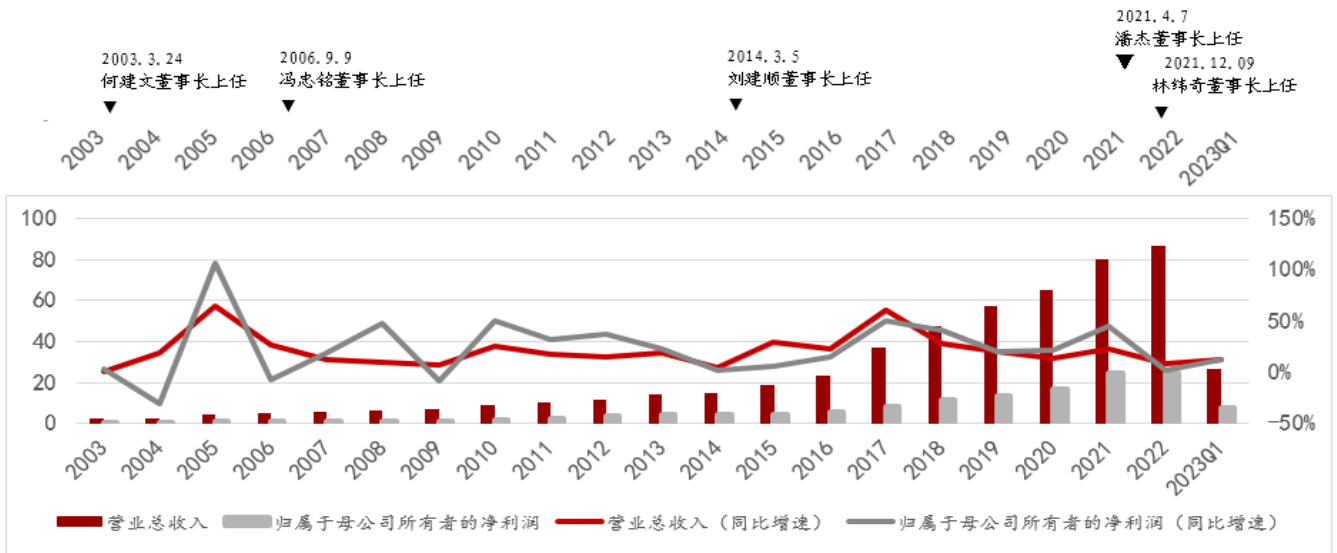
资料来源:公司公告, wind, 万联证券研究所

1.3 业绩和经营效率稳步增长

► 近20年收入和净利润实现两位数复合年增速

公司近20年来营业收入和归母净利润稳步增长,营业收入从2003年的2.14亿元增长至2022年的86.94亿元,复合年增速为21.53%;归母净利润从2003年的0.60亿元增长到2022年的24.72亿元,复合年增速为21.62%。

图表5:公司历年营业收入和归母净利润: 亿元

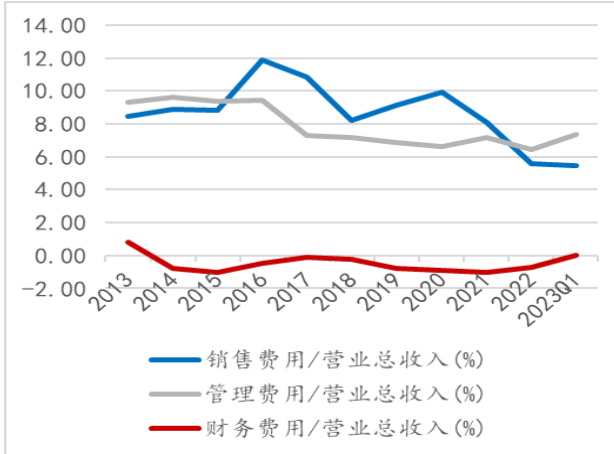


资料来源: wind, 万联证券研究所

► 疫情导致销售费用率持续降低, 销售费用率未来有望持平或上扬

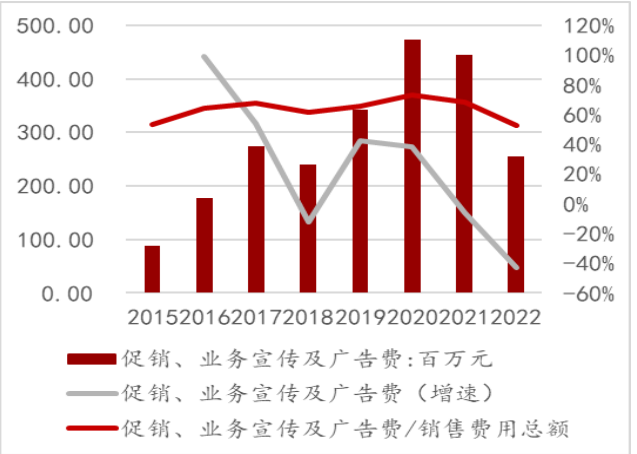
公司销售费用率近几年呈下降趋势, 从2016年的11.90%下降到2023年一季度的5.49%; 管理费用率2017年以来稳定在7%左右。销售费用中促销、业务宣传及广告费占比达50%到75%, 这部分费用自2015年逐年增长至2020年后开始减少, 主要受疫情影响。

图表6:公司三大费用率



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

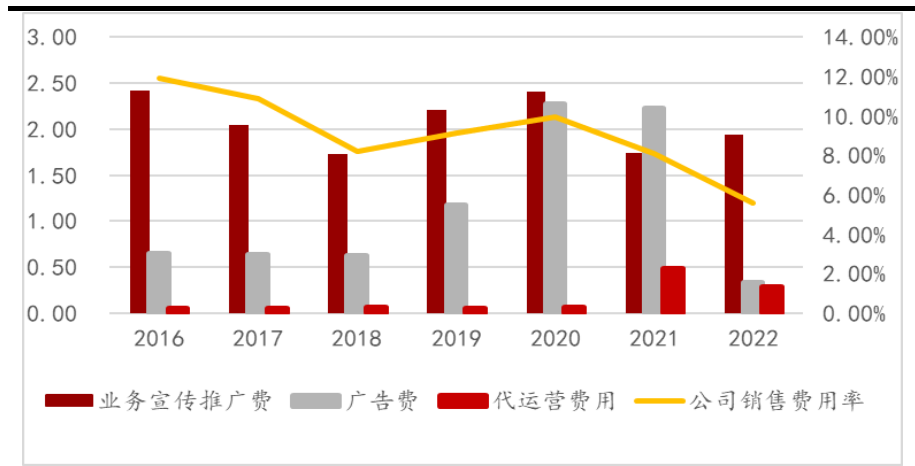
图表7:公司销售促销、业务宣传及广告费及占比



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

促销、业务宣传及广告费中宣传推广费占比最大, 这部分费用主要包括开展业务宣传活动所支付的费用和促销费, 剔除疫情影响, 2016到2020年呈周期性增减, 公司销售费用率也与这块费用的增减成正相关。广告费从2018年到2020年呈现翻倍式增长后, 2022年大幅减少, 同时在电子商务平台销售产品产生的相关运营商服务费、销售佣金等的代运营费用大幅增加。

图表8:公司业务宣传推广费、广告费、代运营费用及销售费用率: 亿元



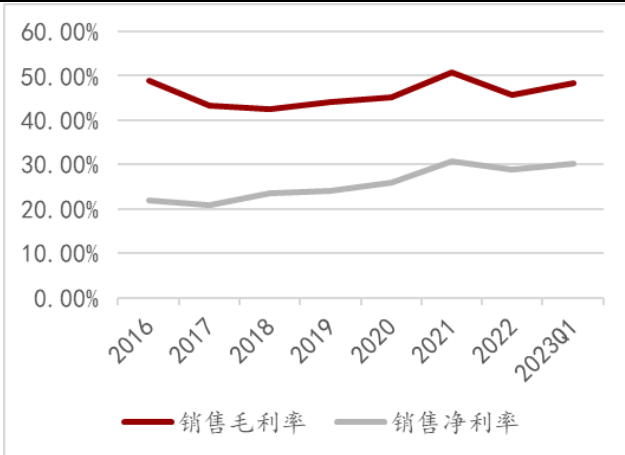
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所 (说明: 2020年开始公司将“促销费”和“业务宣传费”合并为“业务宣传推广费”)

► 业务结构优化, 毛利率和净利率持续提升, 医药制造业毛利率在可比企业中领先

公司综合毛利率和净利率自2017年以来持续提升, 综合毛利率从2017年的43.26%提升至2023年一季度的48.30%, 净利率从2017年的21.01%提升至2023年一季度的30.30%。公司医药制造业毛利率在包括同仁堂、东阿阿胶、达仁堂、哈药股份在内的可比公司中排名第一, 主要是因为公司核心产品稀缺而且是独家生产, 手握提价权。

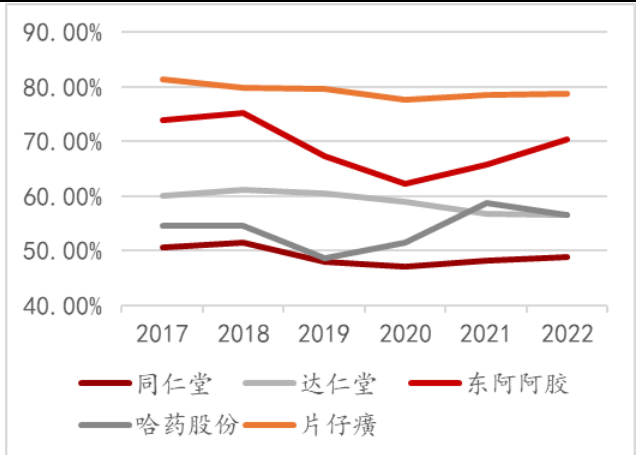
毛利率提升受益于公司业务结构持续优化。2017年以来，公司高毛利业务医药工业收入占比提升，从2017年的39.41%提升至2023年一季度的49.94%、低毛利业务医药商业收入占比下降，从2017年的51.18%提升至2023年一季度的42.24%。

图表9:公司毛利率和净利率



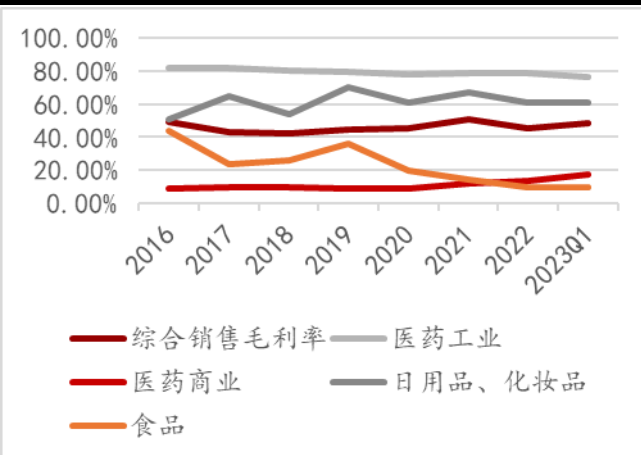
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表10:公司医药制造业毛利率在可比公司中领先



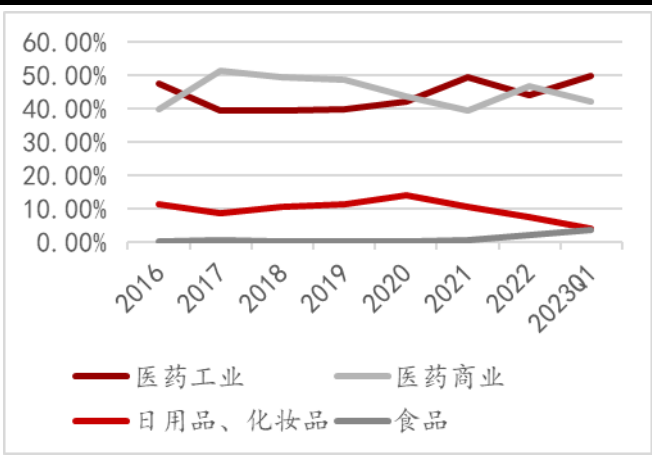
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表11:公司各业务板块毛利率



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表12:公司各板块业务收入占比趋势

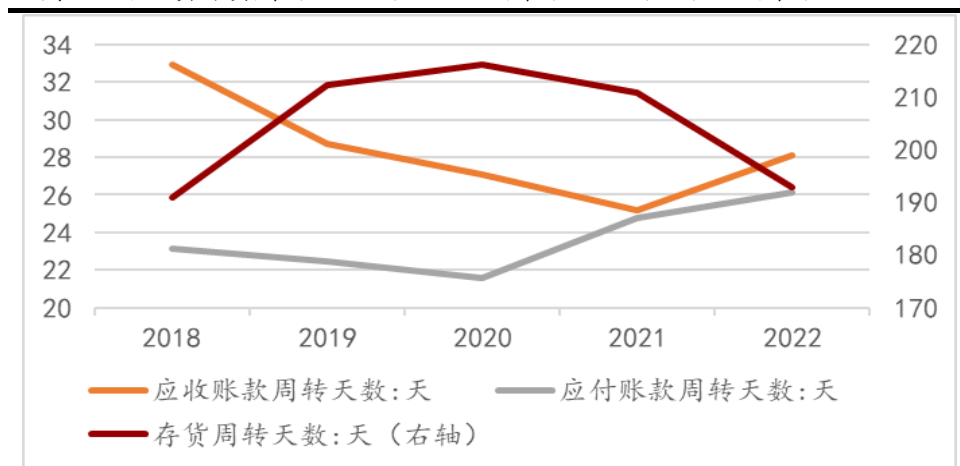


资料来源: wind, 万联证券研究所

► 经营效率指标向好，公司运营能力稳步提升

公司近几年存货周转天数逐年下降，从2019年的212.35天下降到2022年的192.93天；应收账款周转天数除了2021年到2022年有所增加以外，2018年以来整体呈下降趋势，从2018年32.97天下降到2022年的28.09天；应付账款周转天数2020年以来逐年增加，从2020年的21.60天增加到2022年的26.10天。

图表13:片仔癀存货周转天数、应收账款周转天数、应付账款周转天数

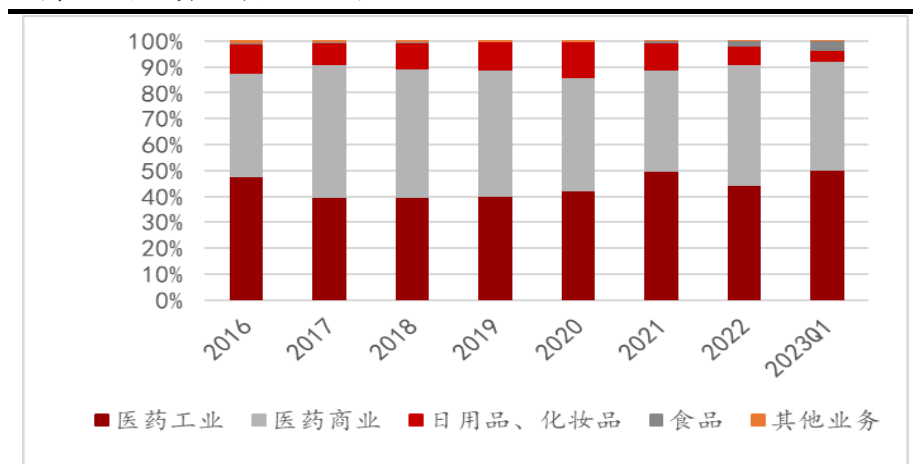


资料来源: wind, 万联证券研究所

1.4 工业板块贡献主要收入和毛利

从收入端看，工业和商业板块近几年收入合计占比超过85%，医药工业板块2023年一季度收入占比接近50%。

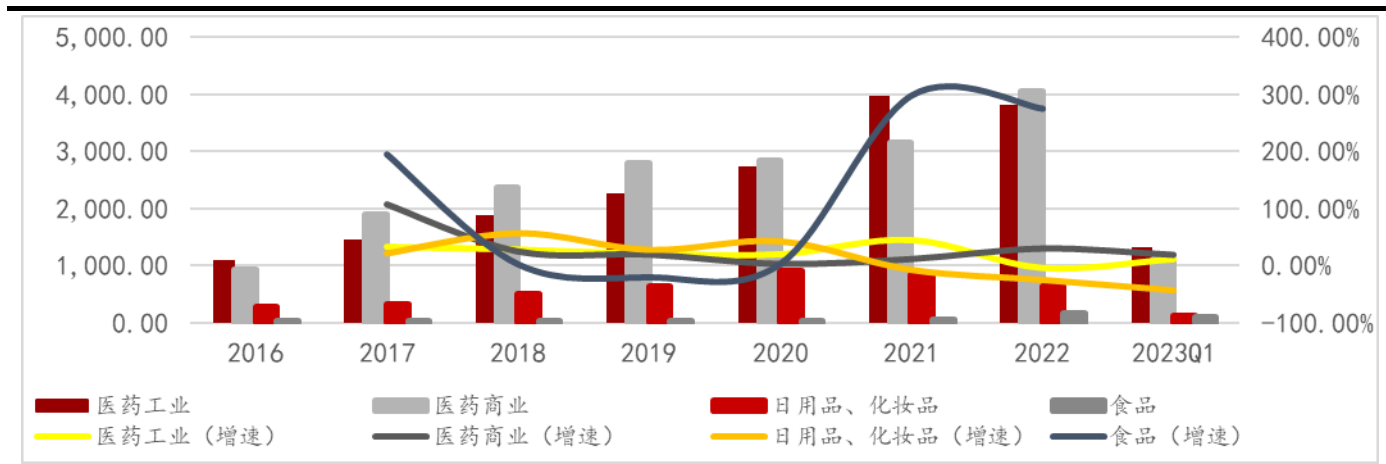
图表14:片仔癀公司收入结构



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

医药工业、医药商业、日用品&化妆品和食品从2017年到2022年均实现了两位数复合年增速。其中食品领域2017年到2022年实现了66.78%的复合增速，其次是医药工业领域，实现了21.10%的复合增速，医药商业和化妆品&日用品分别实现16.38%和14.84%的复合增速。

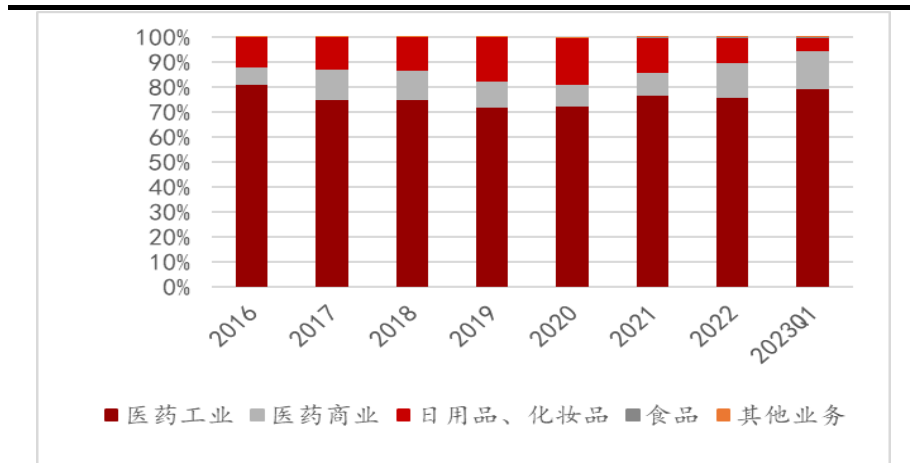
图表15:片仔癀各板块收入及同比增速: 百万元



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

从毛利端看, 医药工业板块贡献超70%的毛利润, 近几年毛利润占比逐年提升, 从2019年71.79%的占比提升至2023年一季度的78.92%。

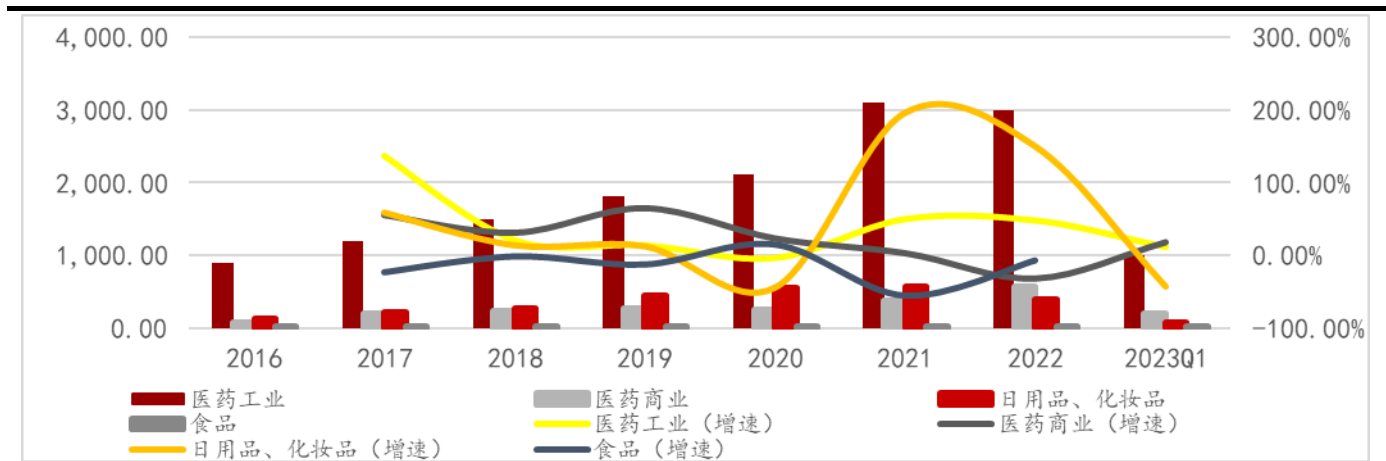
图表16:公司毛利结构



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

医药工业、医药商业、日用品&化妆品和食品毛利从2017年到2022年均实现了两位数复合增速。其中食品领域2017年到2022年实现了40.00%的复合增速, 其次是医药商业领域, 实现了24.16%的复合增速, 医药工业和化妆品&日用品分别实现20.30%和13.29%的复合增速。

图表17:片仔癀各板块毛利及同比增速: 百万元



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

2 医药工业：存量产品稳健增长，在研管线稳步推进

2.1 产品梯队丰富，品种数量众多

我们梳理公司产品线，将公司医药工业板块产品根据是否含“片仔癀”成分以及“片仔癀”含量多少分为四类，分别为1) 核心“片仔癀”类产品，包括片仔癀锭剂、片仔癀胶囊、肝宝；2) 含少量“片仔癀”成分的周边产品，包括复方片仔癀软膏、复方片仔癀含片等；3) 完全不含“片仔癀”的产品，包括藿香正气水、六味地黄丸等；4) 经典名方，包括双天然和单天然两种规格的安宫牛黄丸、西黄丸等。

图表18:公司医药工业板块产品矩阵

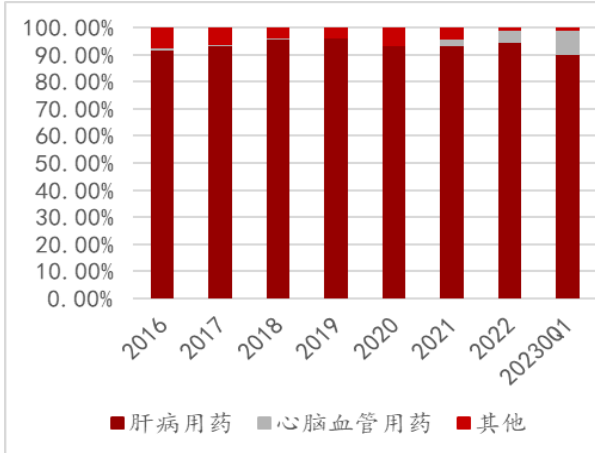


资料来源：公司官网，万联证券研究所

2.2 肝病用药贡献主要业绩，心脑血管用药增长强劲

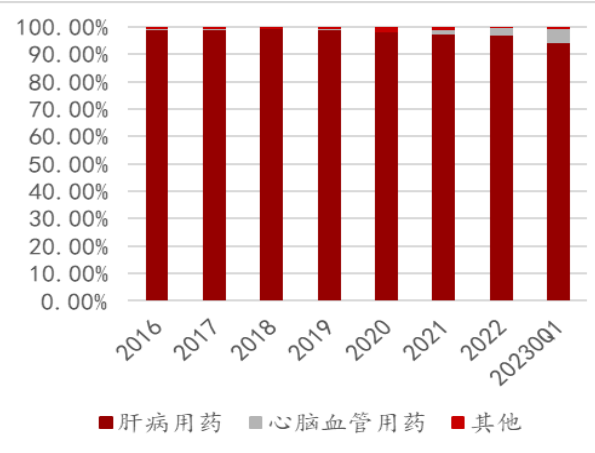
肝病用药贡献公司工业板块主要收入和毛利，2021年、2022年及2023年一季度收入占比分别为93.18%、94.20%、89.65%，毛利占比分别为97.24%、96.83%、94.22%；其次是心脑血管用药，2021年、2022年及2023年一季度收入占比分别为2.42%、4.34%、9.24%，毛利占比为1.57%、2.60%、5.09%，心脑血管用药业绩贡献占比逐年增加，主要是因为核心产品安宫牛黄丸销售增长。

图表19:公司医药工业板块收入结构



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

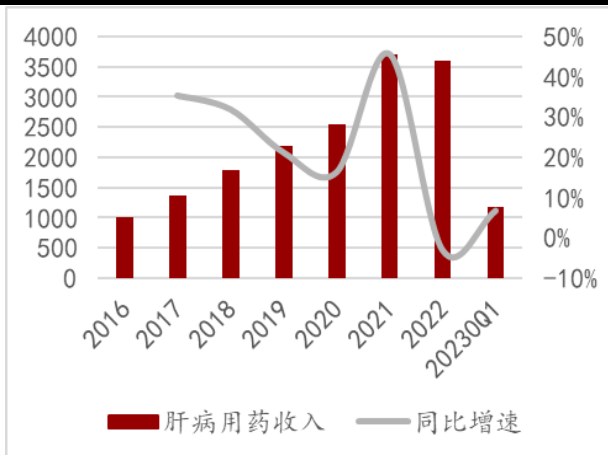
图表20:公司医药工业板块毛利结构



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

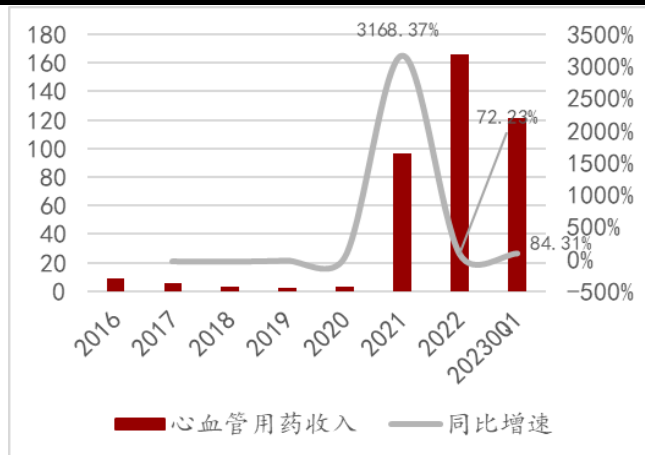
公司肝病用药领域和心脑血管领域最具有代表性的产品分别是片仔癀和安宫牛黄丸。从成长性看,肝病用药和心脑血管用药收入2017年到2022年复合增速分别为21.43%和97.06%,心脑血管用药自公司2020年收购龙晖药业,2020年9月安宫牛黄丸上市销售后迎来爆发式增长,收入从2020年的2.94百万元增长至2021年的96.09百万元,2022年实现72.23%的同比增速,2023年一季度实现121.37百万元收入,一个季度已经完成了2022年70%的收入规模,显示肝病用药稳健增长,心脑血管用药增长强劲。

图表21:公司肝病用药收入和增速:百万元



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

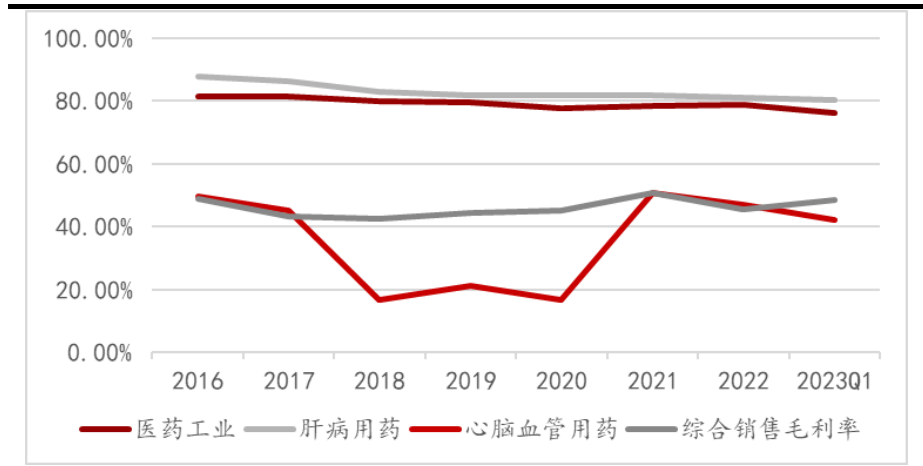
图表22:公司心脑血管用药收入和增速:百万元



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

公司肝病用药和心脑血管用药领域毛利率均呈小幅下降趋势,主要是受上游原材料成本增加所致。公司积极储备上游资源,同时又具备提价能力,长期看,公司肝病用药和心脑血管用药毛利率有望保持稳定。

图表23:公司肝病用药和心脑血管用药毛利率

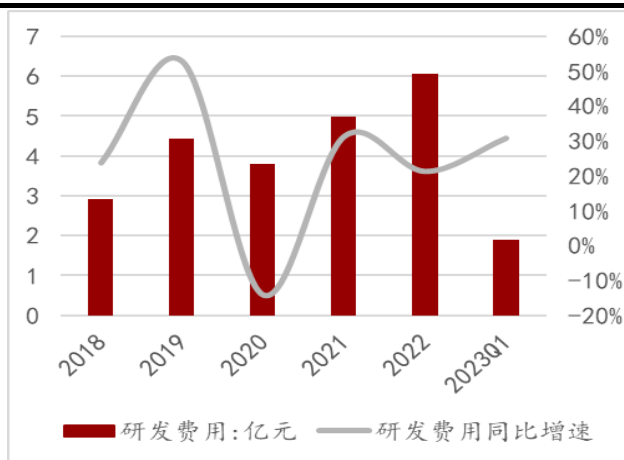


资料来源:公司公告, 万联证券研究所

2.3 布局具有片仔癀品牌特色的研发管线

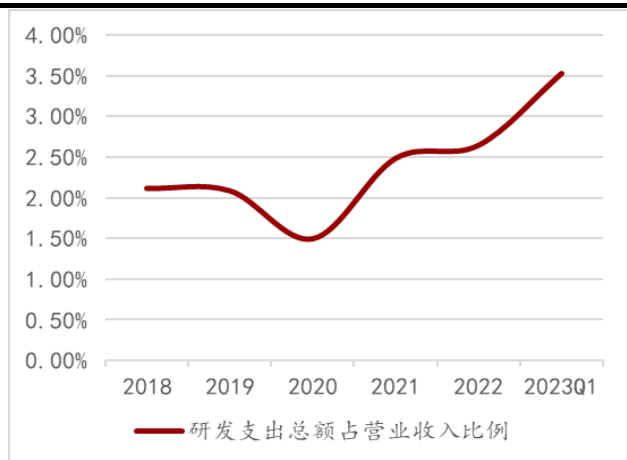
片仔癀坚持以科技创新作为企业发展的核心动力, 充分发挥中药特色优势, 聚焦以片仔癀为核心的优势品种二次开发, 围绕临床发病率高、缺乏有效治疗方案、市场前景广阔的慢性疾病、难治性疾病等领域, 布局中药创新药、经典名方、化药创新药等新药研发管线, 丰富储备新产品, 涵盖抗肿瘤和免疫调节剂、神经系统药物等多个治疗大类。公司自2020年以来逐年提升研发费用, 从2020年的3.80亿元提升至2022年的6.06亿元, 研发支出占总收入比例从2020年的1.50%提升至2023年一季度的3.53%。

图表24:公司研发费用和同比增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表25:公司研发支出总额占营业收入比例



资料来源: wind, 万联证券研究所

1) 持续丰富中药新药在研管线, 推进在研管线临床和临床前研究, 例如治疗轻、中度广泛性焦虑障碍(痰热内扰证)的温胆片、用于治疗肠易激综合征的PZH1201。中药1类新药方面, PZH1201用于治疗肠易激综合征、PZH1204用于治疗广泛性焦虑症、PZH1203用于治疗骨关节炎的临床研究; 马钱子总碱囊泡凝胶是中药5类新药, 由片仔癀与盈科瑞共同研发, 用于膝骨关节炎寒阻脉络证引起的疼痛肿胀等症, 目前处于I期临床阶段;

2) 推进片仔癀、安宫牛黄丸等优势大品种的二次开发。加快推进片仔癀增加治疗肝癌新功能主治等多项临床试验, 深挖片仔癀、片仔癀牌安宫牛黄丸、复方片仔癀软膏、复方片仔癀痔疮软膏和茵胆平肝胶囊等特色、优势品种临床价值和科学价值;

3) 开发化药1类新药, PZH2111用于治疗肝内胆管细胞癌、尿路上皮细胞癌等晚期实体肿瘤; PZH2108用于癌性疼痛; PZH2107用于治疗纤维肌痛。

图表26:公司在研管线 (截至 2023 年 7 月 5 日)

品种分类	注册分类	研发项目	适应症或功能主治	研究阶段
中药创新药	中药1.1类	PZH1201 (肠激安胶囊)	肠易激综合症	II期
		PZH1204 (温胆片)	轻、中度广泛性焦虑障碍 (痰热内扰证)	II期
		PZH1215	糖尿病肾病	II期
	中药1.2类	PZH1203	骨关节炎	-
	中药5类	马钱子总碱囊泡凝胶	膝关节骨关节炎寒阻络证引起的疼痛肿胀	I期
	中药(二次开发)	片仔癀	二线治疗不可切除原发性肝癌(瘀毒蕴结证)	II期
	中药(二次开发)	片仔癀	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。	-
	中药(二次开发)	-	名优中药复杂体系作用解析及新适应症开发关键技术研究	-
经典名方	中药3.1类	PZH1205	头痛	-
		PZH1206	痹症	-
		PZH1216	寒热互结之痞证	-
		PZH1217	元气不足症	-
化学创新药	化药1类	PZH2107	纤维肌痛	I期
		PZH2108	癌性疼痛	I期
		PZH2109	非酒精性脂肪性肝炎	-
		PZH2111	肝内肝管细胞癌等晚期实体瘤	I/II期
		PZH2113	肿瘤	临床试验前研究
		PZH2114	急性肝损伤	临床试验前研究

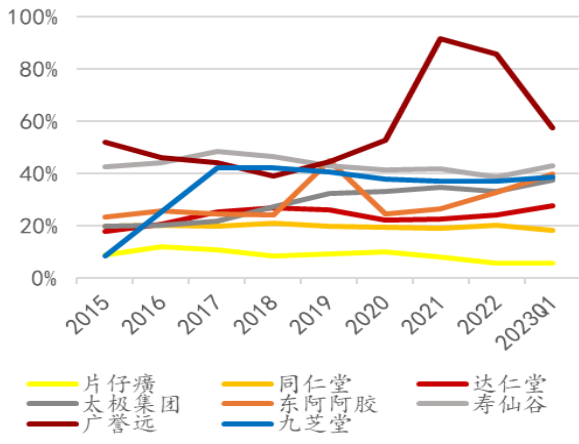
资料来源:公司公告, CDE, datayes, 万联证券研究所

3 渠道: 线上直营占比提升有利于推动产品毛利率

3.1 品牌力强大, 销售费用率低

片仔癀近几年销售费用率不足10%, 2023年一季度降低至5.49%, 远远低于包括同仁堂、达仁堂、广誉远、九芝堂等在内的可比公司。将中药板块74家上市公司按销售费用率从低到高排序, 2015年以来, 片仔癀最高排序是2016年的13名, 之后排序逐年上移, 2022年和2023年一季度排序分别为第二和第三, 说明公司具有强大的品牌号召力, 核心产品是独家产品, 拥有固定消费群体, 同时疫情也对线下销售投入有影响。

图表27:公司和可比公司销售费用率对比



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表28:公司销售费用率每年在中药上市公司中排序



资料来源: wind, 万联证券研究所 (从wind终端导出, 截至2023年7月4日中药板块共74家上市公司; 排序按照销售费用率从低到高排序)

3.2 历经几任领导渠道改革深化, 赋能终端销售成长

过去近十年, 公司经历了不同的管理层更迭, 营销策略也经历了持续的改革和深化。2014年3月刘建顺董事长上任后, 持续开展片仔癀体验馆布局, 并结合片仔癀博物馆, 形成“体验馆+博物馆+传统流通”的商业模式, 到2020年底, 片仔癀体验馆数量已经达300多家;

2021年4月潘杰董事长上任, 通过一系列措施打击黄牛, 掌握渠道主动权, 分别在2021年5月和7月开拓了片仔癀大药房天猫旗舰店和片仔癀大药房京东旗舰店等线上直营渠道, 加大线上线下市场投放量, 让市场秩序回归稳定。同时, 成立专项巡查小组, 并对客户进行评分评级, 通过最终入库准确率和评级执行业务调整;

2021年12月林纬奇董事长上任, 围绕“多核驱动”布局, 强调业绩稳健增长为主线, 主导产品片仔癀以稳价稳市为核心工作, 核心品种安宫牛黄丸以扩渠道做大规模为主; 渠道方面强调统筹自营渠道建设与主流连锁的深度合作, 双向发展, 下沉终端动销。

图表29:公司近三届领导人营销举措

<p>2014. 3. 5 刘建顺董事长上任</p>	<ul style="list-style-type: none"> 持续开展片仔癀体验馆布局, 结合片仔癀博物馆, 形成片仔癀“体验馆+博物馆+传统流通”商业模式 2020年底, 全国在营的“片仔癀体验馆”超过300家 围绕以推进长江以北的体验馆建设为战略布局, 覆盖了全国大部分省会和主要经济发达城市 体验馆带动了化妆品、日化品、保健食品等销售, 推动的片仔癀大健康产业的快速发展
<p>2021. 4. 57 潘杰董事长上任</p>	<ul style="list-style-type: none"> 通过一系列有力措施, 市场秩序回归稳定, 解决“一药难求”问题 1) 开通线上自有渠道和加大线上线下市场投放量 <ul style="list-style-type: none"> ① 专项零售方面, 启动国药堂专项零售业务, 新增片仔癀宏仁健康馆及旗下零售门店胶囊剂型专项零售供应支持; ② 线上零售方面, 启动线上销售平台建设, 先后上线片仔癀大药房天猫旗舰店、片仔癀大药房京东旗舰店并保证供货, 对冲市场恶意炒作 2) 成立专项巡查小组 <ul style="list-style-type: none"> 由公司高管亲自带队开展省内体验馆经营合规性巡查活动, 组建机动巡查队伍将巡查范围扩大到全国体验馆和经销商, 坚决打击市场价格炒作等行为, 进一步强化市场监管和管控; 3) 对客户进行综合评分评级, 根据最终入库准确率及评级执行业务调整 <ul style="list-style-type: none"> 结合客户进销存入库准确率、门店地理位置、合规经营情况、系列品种销售情况, 对客户进行综合评分评级, 并根据最终入库准确率及评级执行业务调整。

· 围绕“多核驱动”格局，以业绩平稳增长为主线，市场管理与开拓齐头并重

1) 产品

- ① 主要产品片仔癀：以稳价稳市为核心工作，全年市场与价格状况均达到历史较高水平，其中锭剂销售居天猫健康、京东健康电商平台肝胆用药首位；推进片仔癀OTC版、2粒装版、4粒装版的各类品规上市销售，深受市场好评；加强片仔癀胶囊推广，
- ② 核心品种安宫牛黄丸：以扩渠道做大规模为主
- ③ 系列产品：统筹公司的产能现状，科学分配，培育大品种

2) 渠道

- ① 统筹自营渠道建设与主流连锁的深度战略合作，双向发展，推进空白区域开发，以高质量的销售为核心，下沉终端营销细化方案，加强小红书、抖音等新媒体的引流工作，提高消费黏性，全面推动市场秩序、渠道布局、终端需求等营销工作的提升。
- ② 加强体验馆运营规范，制定《片仔癀体验馆/博物馆巡查实施办法》，落实体验馆巡查职责，规范体验馆巡查行为。2022年7月，公司正式上线体验馆进销存系统，体验馆所有药品类产品及保健食品，采购、销售、库存等数据均可在系统查询，实现信息统一管理，实时掌控体验馆进销存数据。公司将所有体验馆信息和重要资料上传泛微系统，实现体验馆信息电子化、系统化。公司开展体验馆面积信息收集工作，完善体验馆信息收集，为更为全面、精准掌握体验馆整体信息。

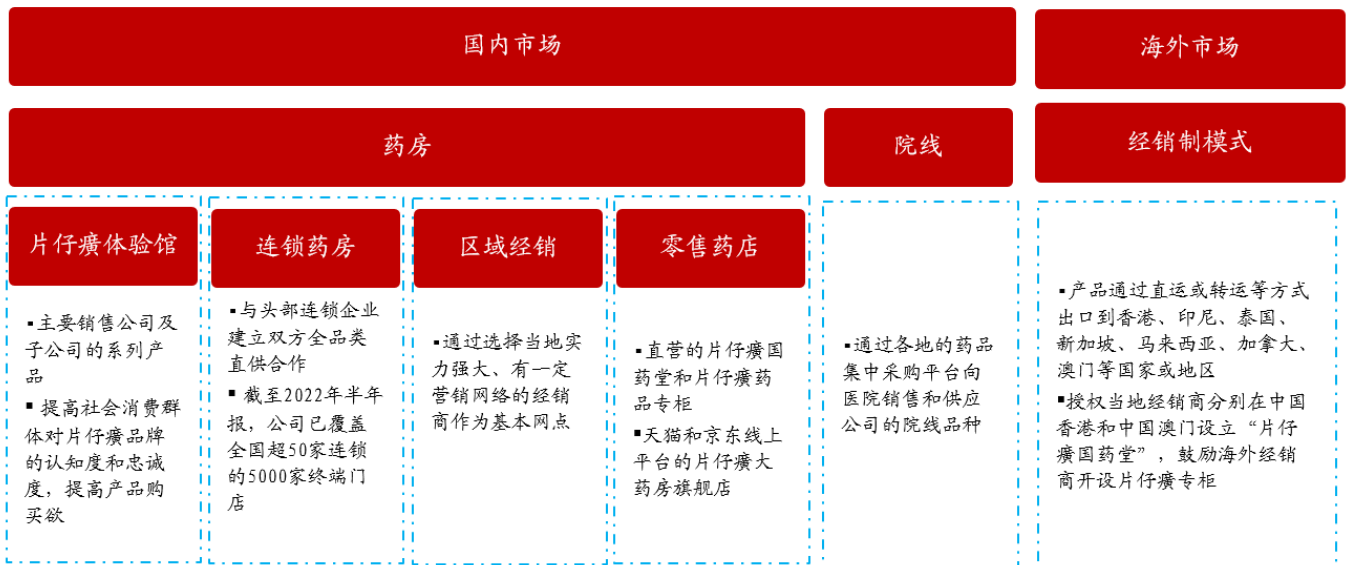
▶ 2021.12.09
林伟奇董事长上任

资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

3.3 直营收入占比提升，线上线下双轮驱动

公司的销售渠道分为国内销售和海外销售。国内销售以药房销售为主，院线销售为辅。药房销售模式主要包括片仔癀体验馆、区域经销及零售药店等。院线销售模式主要是通过各地的药品集中采购平台向医院销售和供应公司的院线品种，海外销售采取总经销制，漳龙实业有限公司为公司片仔癀海外销售总经销商。

图表30:公司销售模式（截至2022年年报）



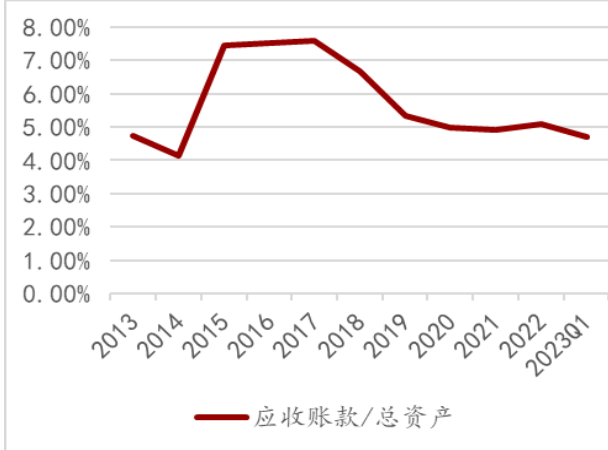
资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.3.1 经销渠道：经销商渠道利润率高，收入占比逐步减少

公司经销商的销售模式为通过选择当地实力强大、有一定营销网络的经销商作为基本网点；同时，公司在全国重点销售区域，成立销售办事处，驻外业务人员与经销商一起开拓市场、组织多模式多渠道的推广活动服务终端，并根据市场操作运营情况，设立产品经理进行统筹管理。

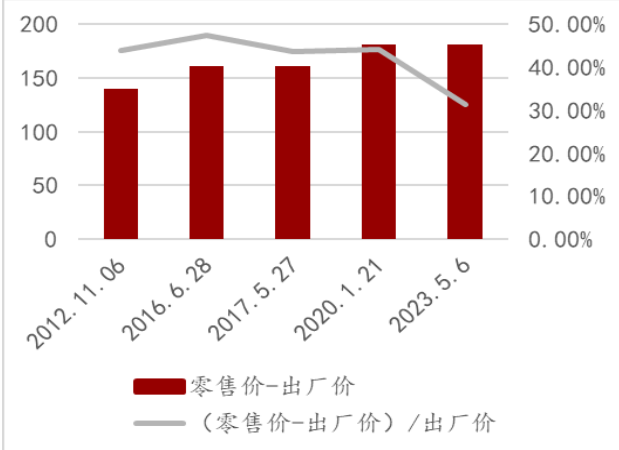
公司应收账款占总资产比例较低且近几年持续降低，从2017年的7.60%降低至2023年一季度的4.72%，显示公司渠道回款能力较强。2023年5月6日提价之前，公司经销商渠道利润率稳定在45%左右，2023年5月6日提价幅度较大，渠道利润率降低至30%，但出厂价和零售价依旧保持180元的高价差。

图表31:公司应收账款占总资产比例



资料来源: wind, 万联证券研究所

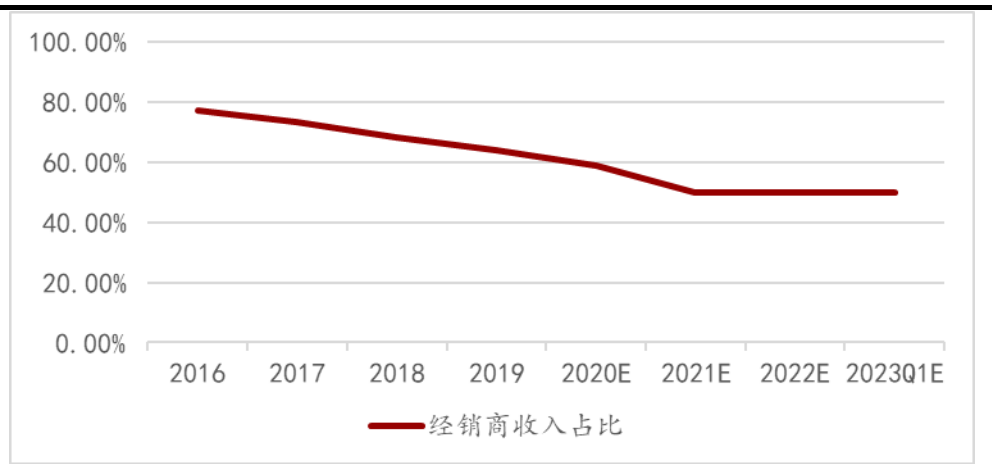
图表32:公司经销商渠道利润率



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

我们测算出自2016年以来经销商渠道收入占比逐年下降, 从2016年占比77.23%下降至2023年一季度的50.00%, 主要是因为2015年以来新设片仔癀体验馆模式以及2021年新增线上直营渠道, 拉低了体验馆的收入占比。

图表33:公司经销商渠道销售收入占比测算

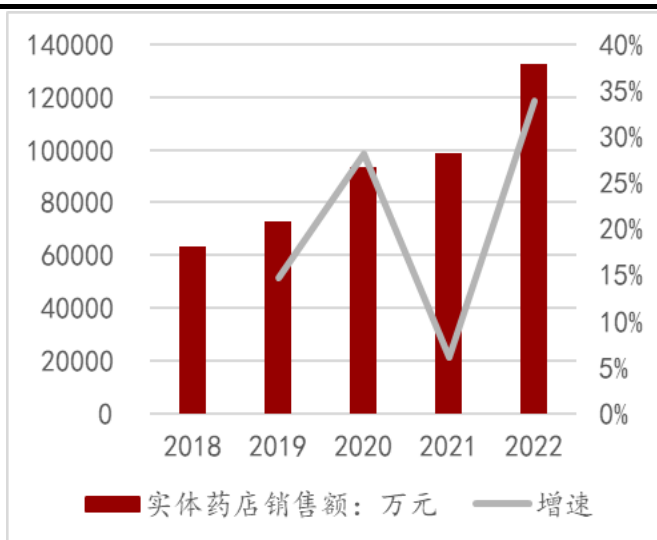


资料来源: 万联证券研究所测算

3.3.2 连锁药房: 和头部连锁合作, 核心单品终端增长强劲

公司药品线下药店销售模式中, 聚焦主流连锁, 与老百姓、益丰药房等行业头部连锁药房实现全品类直供合作。根据公司2022年半年报, 公司已覆盖全国超50家连锁的5000家终端门店, 推动核心产品提升市场占有率。根据米内网数据, 近年来片仔癀(锭剂)在中国城市实体药店终端的销售额逐年上涨, 2022年首次突破10亿元, 同比增长33.90%。在肝病中成药产品排名中, 片仔癀(锭剂)连续多年稳居首位, 在该治疗亚类的市场份额由2016年的31.9%提升至2022E的43.7%。

图表34:中国城市实体药店终端片仔癀锭剂销售额



资料来源: 米内网, 万联证券研究所

图表35:中国零售药店终端肝病中成药品牌 TOP10

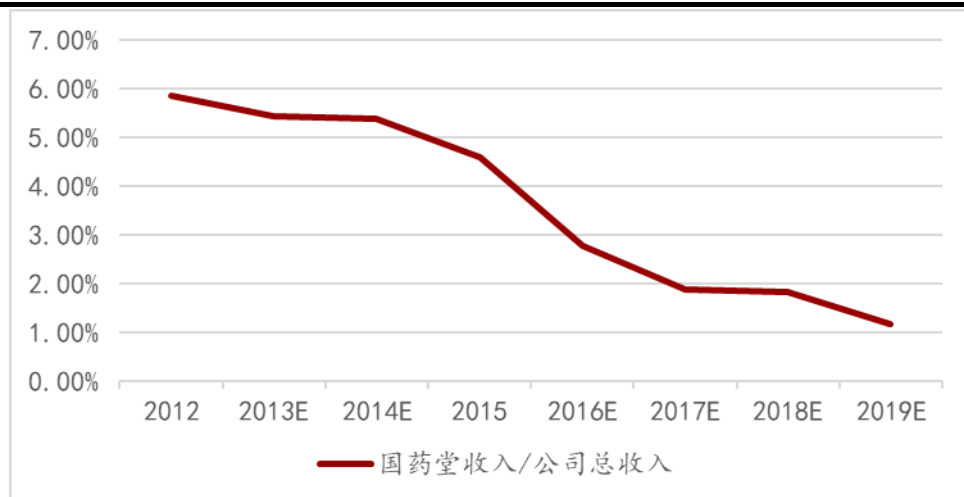
排名	产品名称	企业	销售额	增长率
1	片仔癀	漳州片仔癀	19+	94.05%
2	护肝片	葵花药业	4+	16.78%
3	片仔癀胶囊	漳州片仔癀	2+	127.83%
4	复方鳖甲软肝片	内蒙古福瑞医疗	1+	57.69%
5	扶正化瘀胶囊	上海黄海制药	-	-2.63%
6	八宝丹胶囊	厦门中药	-	96.43%
7	肝爽颗粒	保定天浩制药	-	55.17%
8	安络化纤丸	森隆药业	-	37.20%
9	八宝丹	厦门中药	-	96.24%
10	茵胆平肝胶囊	漳州片仔癀	-	17.44%

资料来源: 米内网, 万联证券研究所 (说明: 单位: 亿元; 销售额为2021年数据; “-”代表销售额不足1亿)

3.3.3 国药堂&线上直营: 国药堂收入占比减少, 线上直营收入占比提升

除通过各地的药店销售外, 公司积极建设公司直营的片仔癀国药堂和片仔癀药品专柜, 以拓展点对点的零售业务量。根据我们测算, 国药堂渠道收入占公司总收入比例逐年下降, 从2012年的5.85%下降至2019年的1.17%, 主要是因为期间开拓片仔癀体验店模式, 拉低了国药堂收入占比。

图表36:公司国药堂收入占比测算



资料来源: 万联证券研究所测算

公司为了打击黄牛, 掌握渠道主动权, 分别在2021年5月和7月开拓了片仔癀大药房天猫旗舰店和片仔癀大药房京东旗舰店线上直营渠道。公司线上直营药店直接以官方零售价卖给终端客户, 毛利率相较于经销渠道更高。

► 从第三方销售数据可以看出, 2021年线上直营药店成立后带来了老产品片仔癀和新产品安宫牛黄丸线上渠道爆发式增长

米内网数据显示, 片仔癀锭剂在中国网上药店终端的销售额由2020年的不足1亿元暴涨至2021年超9亿元, 同比增长1282%, 片仔癀胶囊以327%的增速拿下1亿元的销售成绩, 双双实现了快速增量。

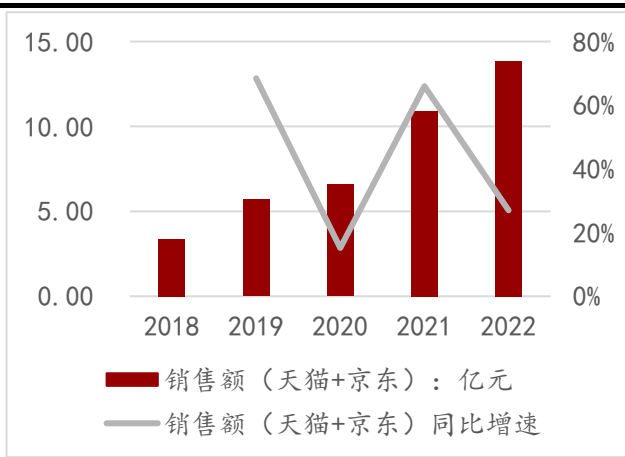
图表37:2021年网上药店肝病中成药前十品牌增速超100%的品牌

产品名称	企业	销售额增长率
片仔癀	漳州片仔癀	1282.39%
片仔癀胶囊	漳州片仔癀	326.73%
护肝片	葵花药业	194.32%
八宝丹胶囊	厦门中药厂	123.45%
复方鳖甲软肝片	内蒙古福瑞医疗	108.84%
肝爽颗粒	保定天浩制药	102.12%

资料来源:米内网,万联证券研究所

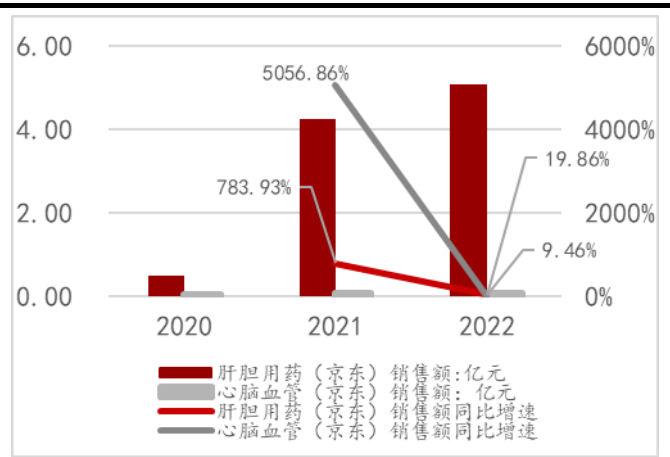
魔镜数据显示,公司京东和天猫平台2021年总销售共实现10.92亿元,同比增长65.99%,合计收入占公司总收入比例从2018年的7.11%增长至2022年的15.95%。2021年公司京东平台肝病用药在线上直营药店拉动下实现783.93%的收入增长、心脑血管用药受线上直营药店和新产品片仔癀牌安宫牛黄丸双重驱动下,实现5056.86%的收入增长,2022年保持两位数增长趋势。

图表38:公司京东和天猫平台销售额和增速



资料来源:魔镜, datayes, 万联证券研究所

图表39:公司京东平台肝病和心脑血管用药规模和增速

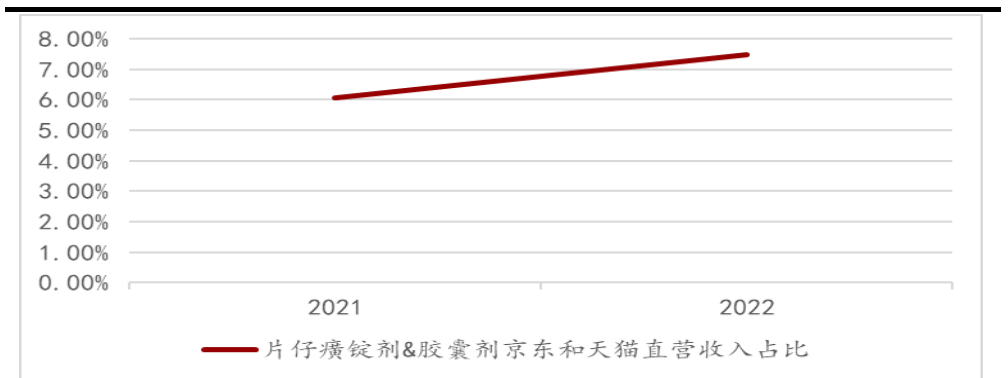


资料来源:魔镜, datayes, 万联证券研究所

► 京东和天猫直营大药房收入占比提升

公司在OTC渠道销售的片仔癀锭剂包括1粒装、2粒装和4粒装,片仔癀胶囊规格为0.3g*12粒/盒。我们保守测算出,片仔癀锭剂&胶囊剂在京东和天猫两家直营大药房收入占公司肝病用药收入比例2021年达到6.06%,2022年达到7.48%。未来随公司线上销售投入增加,线上直营大药房收入占比有望进一步提升,推动公司毛利率增加。

图表40:片仔癀锭剂&胶囊剂京东和天猫直营收入占比



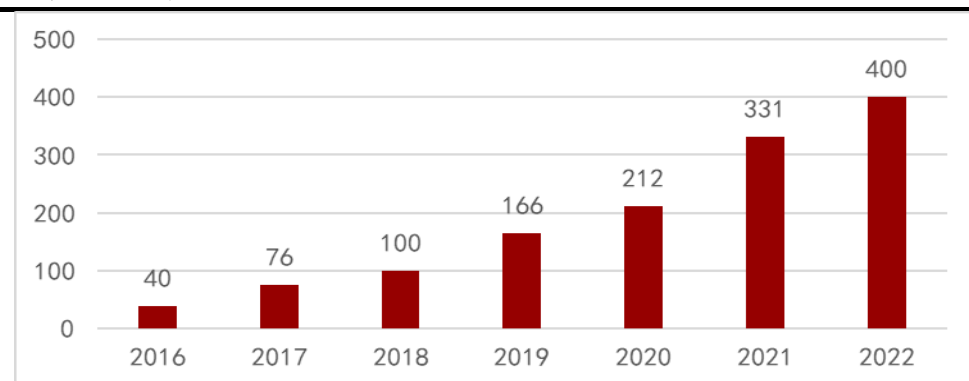
资料来源:万联证券研究所测算(说明:片仔癀锭剂&胶囊剂在京东和天猫线上直营店收入)

占比=片仔癀锭剂&胶囊剂在京东和天猫线上直营店收入/公司肝病用药收入；实际占比略高，我们线上直营渠道销量测算偏保守)

3.3.4体验馆：提高品牌认知度，采用“授权经营不合营”的创新模式

2015年公司首次推出“片仔癀体验馆”销售模式，主要销售公司及子公司系列产品，提高社会消费群体对片仔癀品牌的认知度和忠诚度，提高产品购买欲。公司主要在省会城市、重点城市设立1至2家片仔癀体验馆，并“以点带面”向本地区城乡地区辐射，既有利于价格管理，杜绝“串货”，又维护经营者的经营空间，同时主要将片仔癀体验馆选址在名胜风景区、机场、文化街区或繁华的商业区。公司通过进一步完善体验馆规范管理，统筹龙晖药业和健康科技，强化市场动作，精准推进片仔癀和安宫牛黄丸及系列产品的推广销售。截至2021年底，全国共设有331家片仔癀体验馆，截至2022年中报，全国体验馆近400家。

图表41:片仔癀体验馆数量

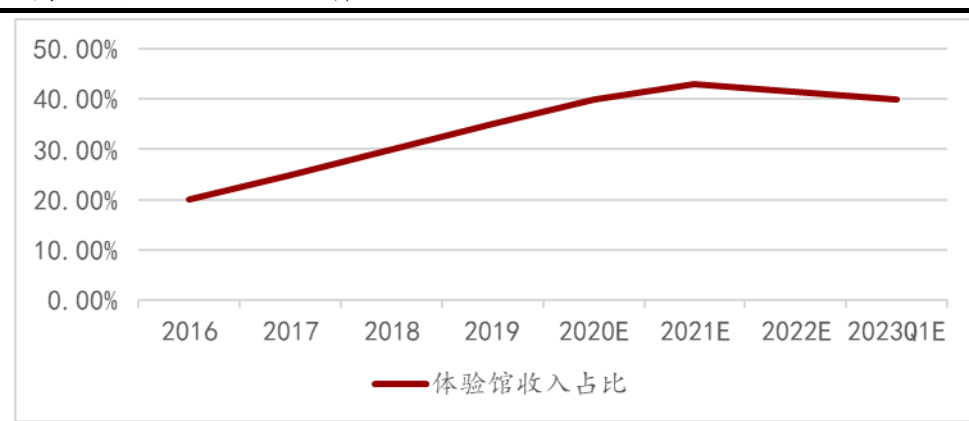


资料来源：公司公告，datayes，万联证券研究所

片仔癀体验馆采用“授权经营不合营”的创新模式。公司通过与医药流通企业(经销商或个人)合作，开设片仔癀产品体验终端，建立体验馆管理服务制度，采用“授权经营不合营”的方式，即以合作方固定资产投资、公司投入统一宣传物料和供货的方式，授权经营业主自主经营，盈亏自负。公司总部负责统一规范管理体验馆，提供品牌、文化、产品、培训服务等多方资源，实现利益共享。合作方全权出资投入包括店面租金、装修费用、人员工资等。公司选择合作方主要考核因素包括经济实力、人脉基础、经营经验等，以确保片仔癀体验馆开设成功。

我们测算出自2016年以来体验馆收入占比逐年提升，从2016年占比20%提升至2021年的43%，随后下降至2023年一季度的40%，主要是因为2021年新增的线上直营渠道销售额大幅增长，拉低了体验馆收入贡献比例。

图表42:体验馆收入占比测算



资料来源：公司公告，datayes，万联证券研究所测算

4 片仔癀：稀缺名贵中成药，持续增长可期

4.1 价：处方和工艺绝密的独家产品，公司手握提价权

根据2020年中国药典，我国有616种药材和饮片，1607种成方制剂和单味制剂。中药保护品种数量众多，总体数量呈下降趋势，从2007年的2469个下降至2022年3月的131个，根据2018年国务院发布的《中药品种保护条例》，中药一级保护品种保密期限为30年、20年、10年不等，中药二级保护品种保密期限为7年。国家级绝密级配方品种只有片仔癀和云南白药，保密期限为永久；国家级保密级配方只有北京同仁堂的安宫牛黄丸、广州奇星药业的华佗再造丸、杭州雷允上的六神丸、上海和黄药业的麝香保心丸、山西广誉远的龟龄集共五个，保密期限为长期。

图表43:片仔癀是国家绝密级配方

等级	保密期限	中华老字号	保护品种
国家绝密配方	永久	漳州片仔癀	片仔癀
		云南白药	云南白药
国家保密配方	长期	北京同仁堂	安宫牛黄丸
		广州奇星药业	华佗再造丸
		杭州雷允上	六神丸
		上海和黄药业	麝香保心丸
中药一级保护品种	30年、20年、10年	众多，但每年呈现下降趋势，从2007年的2469个下降至2022年3月的131个	
		中药二级保护品种	7年

资料来源：国家药监局，赛柏蓝，万联证券研究所

片仔癀源于明朝末年，拥有近500年传承历史，是国家一级中药保护品种和中华老字号，处方和制作工艺受国家秘密保护，其传统制作技艺被列入为国家级非物质文化遗产。目前公司片仔癀推进OTC版、2粒装版、4粒装版品规。

图表44:片仔癀：国家一级中药保护品种，中华老字号



资料来源：公司官网，万联证券研究所

原材料稀缺，片仔癀上游成本持续提升。片仔癀已公开的药物组成是天然麝香、天然牛黄、三七、蛇胆，根据片仔癀官网，这四种原材料成分占比分别为3%、5%、7%、85%。根据公司2022年年报，除麝香、蛇胆需获得国家林业部门行政许可，严格按国家有关规定组织采购外，其余中药材通过市场渠道进行采购，采购价格随行就市。供

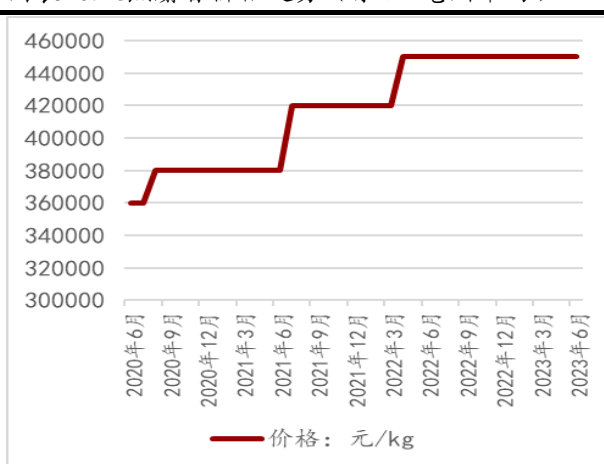
不应求的市场关系使得天然牛黄和天然麝香价格一路上涨，大大增加了片仔癀上游端成本。天然麝香价格从2020年6月的36万/kg涨到2023年6月的45万/kg，涨幅25%；天然牛黄从2020年6月的43万/kg涨到2023年6月的80万/kg，涨幅86.05%。

图表45:片仔癀（锭剂）原材料成分占比、重量、功效和采购方式

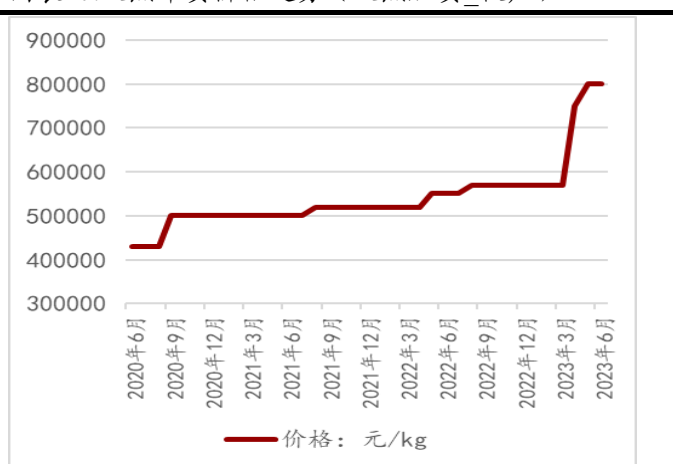
成分	成分占比	重量: g/粒	功效	采购方式
麝香	3%	0.09	开窍醒神, 活血通经, 消肿止痛	按国家有关规定组织采购
牛黄	5%	0.15	清心解毒, 豁痰开窍, 凉肝息风	询价比价采购
蛇胆	7%	0.21	清肺化痰, 清热解毒, 清肝明目, 利胆	按国家有关规定组织采购
三七	85%	2.55	可散瘀止血, 消肿定痛	从共建种植基地定点采购

资料来源: 公司2022年年报, 公司官网, 万联证券研究所

图表46:天然麝香价格趋势（东北 亳州市场）



图表47:天然牛黄价格趋势（天然胆黄_较广）

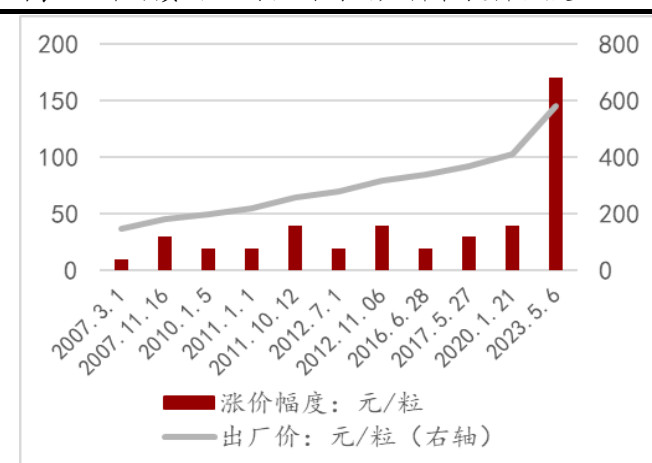


资料来源: 药通网, 万联证券研究所

资料来源: 中药材天地网, datayes, 万联证券研究所

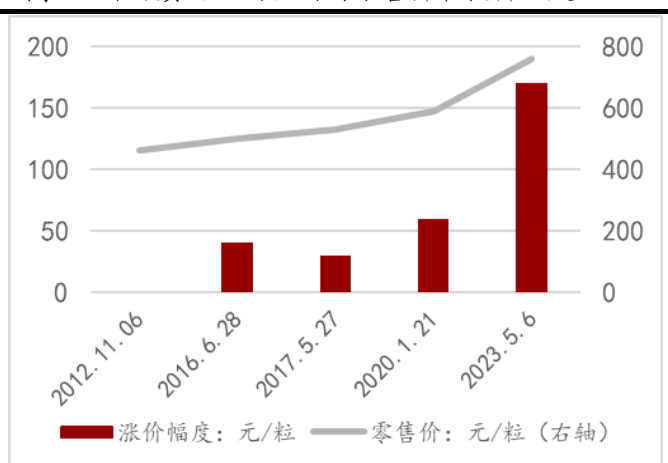
公司片仔癀锭剂从2007年到2023年提价了近11次, 显示公司手握提价权, 产品具有一定的垄断优势。从国内出厂价看, 从2007年3月1日的150元/粒提价到2023年5月6日的579.2元/粒, 复合年增长率为8.81%; 从国内零售价格看, 从2012年11月6日的460元/粒提价到2023年5月6日的760元/粒, 复合年增长率为4.90%。从2007年以来每次提价幅度看, 2023年5月这次提价无论是内销价格还是外销价格, 都是提价幅度最大的一次。

图表48:片仔癀（锭剂）国内出厂价和提价幅度



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

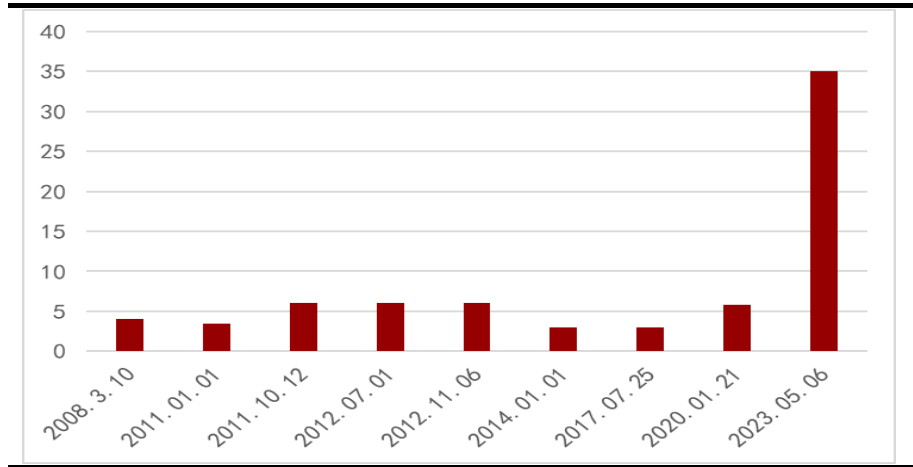
图表49:片仔癀（锭剂）国内零售价和提价幅度



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所 (说明: 2012年11月6)

日零售价提价幅度(公司未披露)

图表50:片仔癀锭剂外销价格提价幅度: 美元/粒

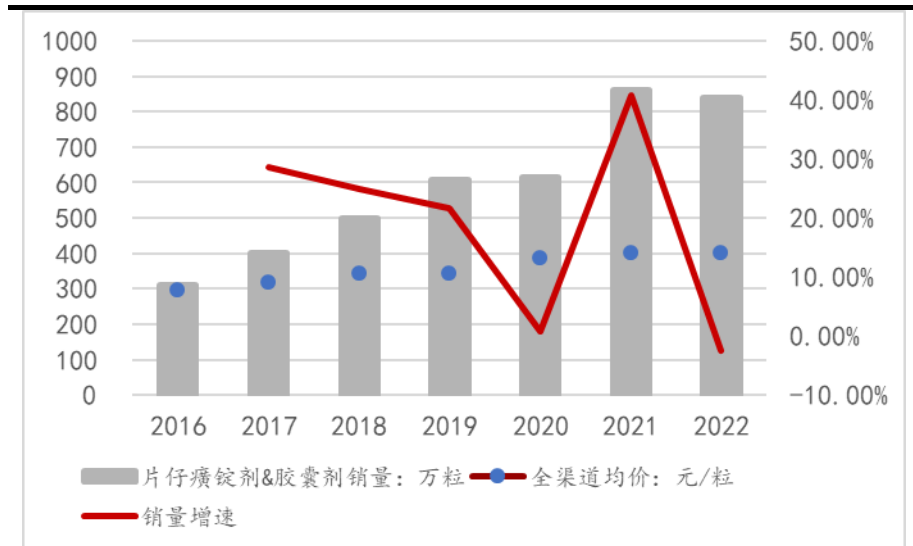


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

4.2 量: 均价 5%复合年增速不影响销量两位数复合增长

我们将片仔癀锭剂&胶囊剂按照渠道拆分为国药堂和线上直销、体验馆、经销商等, 并按照各自收入权重估算全渠道均价(不含税), 2016年到2022年全渠道均价(不含税)复合年增速为5.27%, 进一步测算出片仔癀销量2016年到2022年复合年增速为18.03%。2020年销量和2021年基本持平, 我们分析认为是公司为了打击黄牛主动控货所致, 2021年销量又恢复增长, 说明长期看, 合理提价不影响销量增长, 片仔癀消费群体对价格敏感度较低。

图表51:片仔癀销量、销量增速、全渠道均价(不含税)



资料来源: 万联证券研究所测算

4.3 供给: 在上游稀缺原材料领域具备资源获取优势

4.3.1天然麝香: 国家配额叠加人工养殖, 保守估计可使用到 2027 年

► 片仔癀锭剂&胶囊剂天然麝香需求测算

测算时片仔癀胶囊和片仔癀锭剂不作区分, 因为二者成分含量相同; 假设肝病用药收入/医药工业收入≈片仔癀锭剂&胶囊剂收入/肝病用药收入。对片仔癀2023年后销量复合增速分别设置为5%、10%、15%、20%, 测算不同销量增速下片仔癀天然麝香需求

量。1) 销量复合年增速为5%: 2023年、2025年、2030年天然麝香需求量分别为794kg /876 kg /1118kg; 2) 销量复合年增速为10%: 2023年、2025年、2030年天然麝香需求量分别为832 kg /1007 kg /1622kg; 3) 销量复合年增速为15%: 2023年、2025年、2030年天然麝香需求量分别为870 kg /1150 kg /2314kg; 4) 销量复合年增速为20%: 2023年、2025年、2030年天然麝香需求量分别为908kg /1307 kg /3253kg。

图表52:片仔癀锭剂&胶囊剂天然麝香需求量测算: kg

2023年后销量复合增速	年份			
	2022	2023E	2025E	2030E
5%	756	794	876	1118
10%	756	832	1007	1622
15%	756	870	1150	2314
20%	756	908	1307	3253

资料来源: 万联证券研究所测算

► 公司麝香供给来源拆分

麝香是雄性麝香囊里的干燥分泌物, 是传统名贵的中药材。我国麝类资源处于极度短缺状态, 国家采取一系列措施保证麝资源的生存、恢复、发展和麝香的持续利用, 将麝从国家二级保护野生动物调整为国家一级保护野生动物, 加强麝香的统购统销管理, 将天然麝香的使用范围严格限定于特效药、关键药等重点中成药品种, 对国内麝香的生产 and 经营利用单位进行规范管理, 对含天然麝香的药品实施专用标识措施。随着国内市场对天然麝香需求量的不断扩大, 国库天然麝香资源面临枯竭, 人工养麝成为目前解决天然麝香来源的唯一途径, 国家鼓励发展林麝人工养殖产业。

因此, 公司获取麝香资源途径主要包括国家配给、人工养殖、原始储备、农户散收等渠道。

① 国家配给: 国库配给只供应4个品种, 公司的片仔癀是其中之一

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”)。从2005年起, 为了保障药材供应, 国家开始对天然麝香进行严格管理并实行配额制, 国家仅批准片仔癀(片仔癀)、同仁堂(安宫牛黄丸)、上海雷允上药业和苏州雷允上药业(六神丸)、厦门中药厂(八宝丹)等5家制药企业生产的4个品种能采用国库配额供应的天然麝香。我们通过查阅文献发现, 各组织对天然麝香国库年配额总量数据说法不一, 陈述年配额总量为1200 kg、500kg、200 kg的都有, 其中陈述年配额量500kg的居多。

图表53:26 个获准使用天然麝香的产品、4 个能采用国库配额供应天然麝香的产品

时间	企业	产品
2005年7月	漳州片仔癀	片仔癀
	北京同仁堂	安宫牛黄丸
	雷允上药业	六神丸
	厦门中药材	八宝丹
2005年12月	无锡山禾药业	醒脑静脉注射剂

	福建麝珠明眼药	麝珠明眼液
2013年1月	达仁堂	安宫牛黄丸
	成都永康制药	小金丸
2014年1月	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年4月	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年7月	北京同仁堂	同仁牛黄清心丸、局方至宝丸
	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：华经产业研究院，国家林业局，知网，万联证券研究所（底纹标黄为4个能采用国库配额供应天然麝香的产品）

② 人工养殖：行业有望保持20%以上的增速

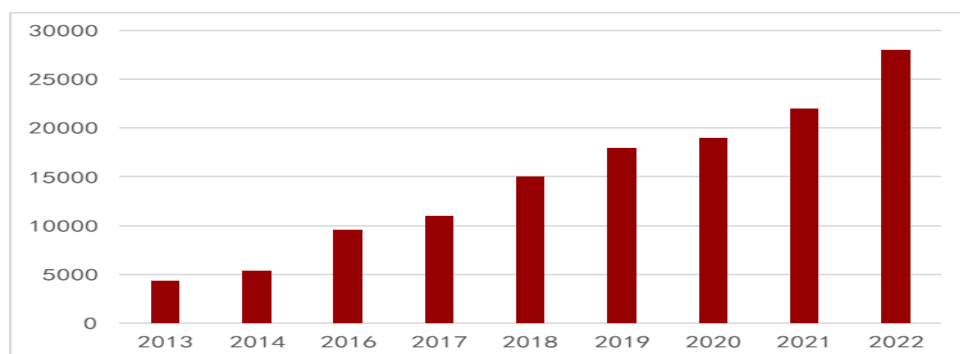
国家对片仔癀等企业加大在林麝人工养殖产业培育上的投入提供了法律与政策保障。2018年9月国家林业局发布《“关于改革人工繁育所获的天然麝香管理制度的建议”复文（2018年第1713号）》，取消天然麝香限额问题，按照“谁投入，谁拥有，谁受益”的激励机制，对人工繁育林麝所产天然麝香实行不设定销售和使用限额措施；同时，降低人工繁育许可证办理门槛，把繁育技术条件和种源来源作为审批核发人工繁育许可证的审查重点，在经专家核查、论证或经专业认证机构认定其符合相关技术标准和规范后，依法核发林麝人工繁育许可证。

林麝养殖产业具备经济效益。在社会效益方面，引进大型制药企业变原料生产基地为麝香终端产品生产基地，辐射带动饲料种植、原料加工等产业转型升级，经济效益成倍增长；终端产品产业链条形成后，不仅可创造更多就业岗位、增加当地政府税收收入，还可带动贫困边远山区农民增收致富，平均每头麝每年可获得约10000元的收益。

从2007年开始，公司分别成立四川齐祥片仔癀麝业有限责任公司和陕西片仔癀麝业有限公司，推行“公司+基地+科研+养殖户”四位一体的林麝养殖产业化模式，即强化科技引领，以科研成果为支撑，以设立的麝业公司为主体，以基地提供技术支持和上门服务的可覆盖半径为范围，大力发展林麝养殖户和寄养户，并协调解决种源交流、麝香销售、技术薄弱等难题。

“中国林麝之乡”凤县位于我国陕西省宝鸡市西南部，人工养麝始于20世纪80年代。根据凤县政府官网信息，凤县林麝养殖量占全国70%，麝香产量占全国80%。凤县林麝养殖规模从2013年的4328头增长到2022年的2.8万头，9年复合增长率为23.05%。根据我们调研信息，公司在凤县林麝资源占比在60%左右。

图表54:凤县林麝养殖规模数量：头

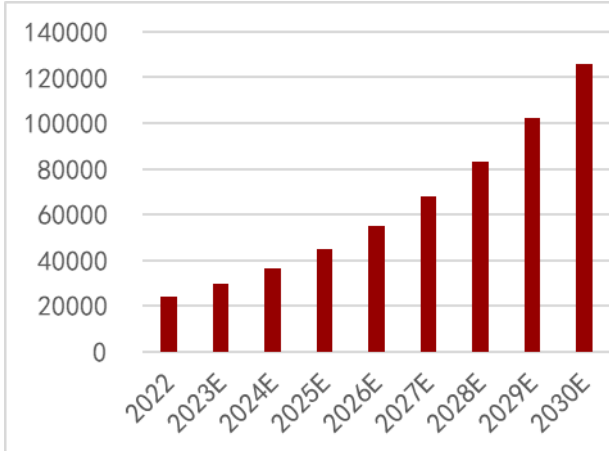


资料来源：凤县官网，万联证券研究所

通过凤县林麝资源以及公司在凤县资源占比情况，我们测算公司在全国林麝和麝香资源数量。假设凤县未来林麝资源占全国比例不变、由于林麝养殖产业链经济性，以及养殖技术的提升，凤县未来林麝养殖依旧保持23.05%的增速；每头雄麝每年产20~30克麝香，我们保守假设20g；通过我们模型测算出在一头林麝每年产麝香20g的情况下，凤县每年产麝香的雄麝比例为28.99%（我们分析认为主要是因为雄麝产麝香年龄限制、存活率等原因），假设未来这个比例不变。

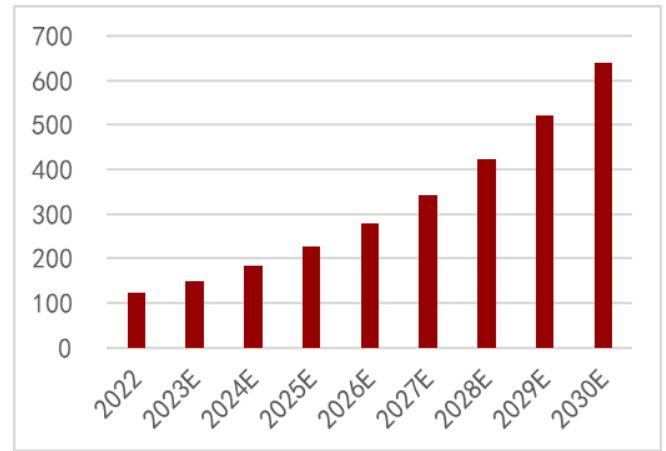
根据上述假设条件，通过我们模型，测算出2023年、2025年、2030年公司全国林麝人工养殖规模为2.95万头、4.47万头和12.61万头；全国人工养殖麝香产量分别为150kg、227kg、640kg。

图表55:公司全国林麝人工养殖规模测算：头



资料来源：万联证券研究所测算

图表56:公司全国人工养殖麝香产量测算：kg

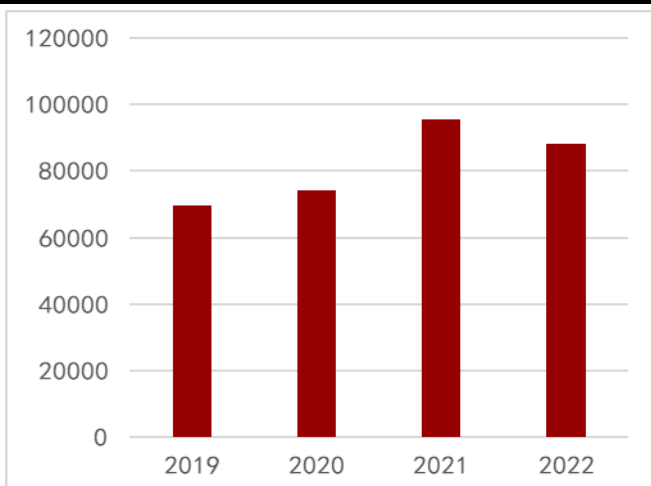


资料来源：万联证券研究所测算

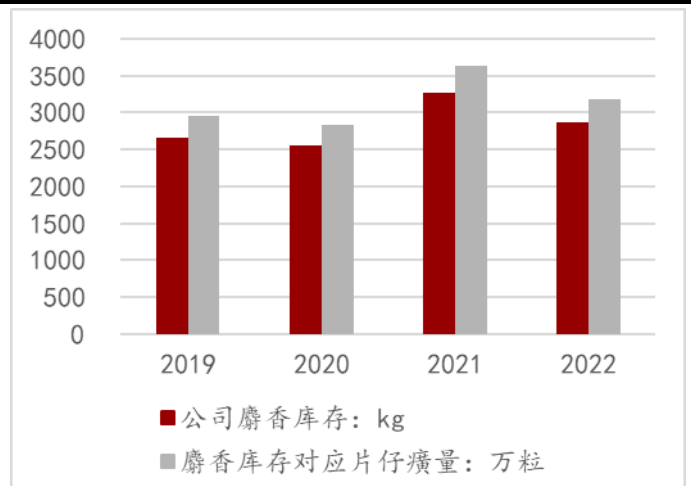
③ 公司天然麝香库存

公司目前麝香资源获取渠道中，国家配给占主导，假设国库配给量每年500kg,片仔癀配额占比50%，未来公司每年获取的国家配给量保持不变；由于天然麝香近几年持续涨价，同时结合天然牛黄行情，假设片仔癀中天然麝香近几年成本占比40%。根据公司公告，公司天然麝香近几年账面金额在6亿元到10亿元之间。通过我们模型，测算出公司天然麝香2019年到2022年库存在2500kg到3300kg, 2022年库存量对应片仔癀产量为3187万粒。

图表57:公司麝香存货账面金额：万元



图表58:公司麝香存货量和对应片仔癀产量测算



资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：万联证券研究所测算

我们通过对公司天然麝香获取来源拆分，依据合理假设，测算出1) 2023年开始片仔癯销量复合年增长5%，公司2030年天然麝香库存有3000多千克；2) 2023年开始片仔癯销量复合年增长10%，公司2030年天然麝香库存有1000多千克；3) 2023年开始片仔癯销量复合年增长15%，公司2029年天然麝香库存出现负值；4) 2023年开始片仔癯销量复合年增长20%，公司2028年天然麝香库存出现负值。

图表59:2023 年到 2030 年公司麝香库存测算

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
公司麝香库存: kg (2023 年开始片仔癯销量复合年增长 5%)	>0	>0	>0	>0	>0	>0	>0	>0
公司麝香库存: kg (2023 年开始片仔癯销量复合年增长 10%)	>0	>0	>0	>0	>0	>0	>0	>0
公司麝香库存: kg (2023 年开始片仔癯销量复合年增长 15%)	>0	>0	>0	>0	>0	>0	<0	<0
公司麝香库存: kg (2023 年开始片仔癯销量复合年增长 20%)	>0	>0	>0	>0	>0	<0	<0	<0

资料来源：万联证券研究所测算

4.3.2天然牛黄：询价比价采购，公司加速储备

► 片仔癯锭剂&胶囊剂天然牛黄需求测算

牛黄是牛的胆结石，并不是每头牛都会长牛黄，国内天然牛黄资源稀缺，过去主要依赖进口。1999年，受疯牛病影响，国家明令禁止从境外疫区进口牛黄。与对天然麝香需求测算逻辑一样，我们通过模型做出在未来不同销量增速情况下天然麝香需求量测算。

1) 片仔癯销量2023年后复合年增速5%，2023年、2025年、2030年对天然牛黄需求量分别为1324kg、1459 kg、1863 kg；2) 片仔癯销量2023年后复合年增速10%，2023年、2025年、2030年对天然牛黄需求量分别为1387kg、1678 kg、2703 kg；3) 片仔癯销量2023年后复合年增速15%，2023年、2025年、2030年对天然牛黄需求量分别为1450kg、1917 kg、3857 kg；4) 片仔癯销量2023年后复合年增速20%，2023年、2025年、2030年对天然牛黄需求量分别为1513kg、2179 kg、5421 kg。

图表60:片仔癯未来天然牛黄需求量测算

年份	2022	2023E	2025E	2030E
2023年后销量复合增速				
5%	1261	1324	1459	1863
10%	1261	1387	1678	2703
15%	1261	1450	1917	3857
20%	1261	1513	2179	5421

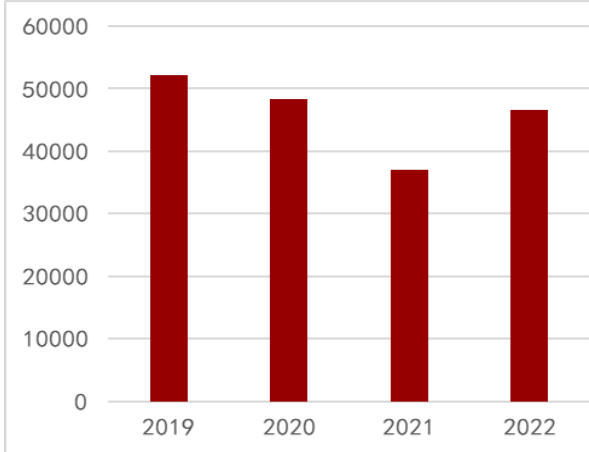
资料来源：万联证券研究所测算

► 公司牛黄存货量和购买量测算

公司天然牛黄主要靠外购渠道购买囤货，且天然牛黄没有国家配给限制。由于天然牛

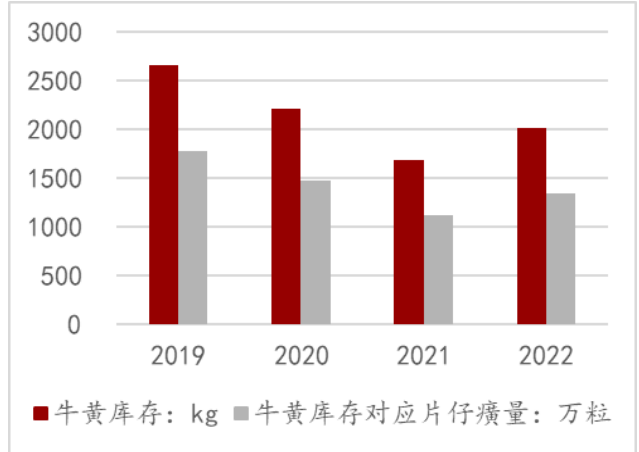
黄近几年持续涨价，假设片仔癯中天然牛黄近几年成本占比为50%。根据公司公告，公司天然牛黄近几年账面金额在3.5亿元到5.3亿元之间。通过我们模型，测算出公司天然牛黄2019年到2022年库存在1600kg到2700kg之间，2022年库存量对应片仔癯产量为1346万粒。同时，测算出公司2021年和2020年天然牛黄采购量比值为1.60，2022年和2021年采购量比值为2.09，显示公司加速购买储备天然牛黄，积极应对原材料上涨。

图表61:片仔癯天然牛黄存货账面金额: 万元



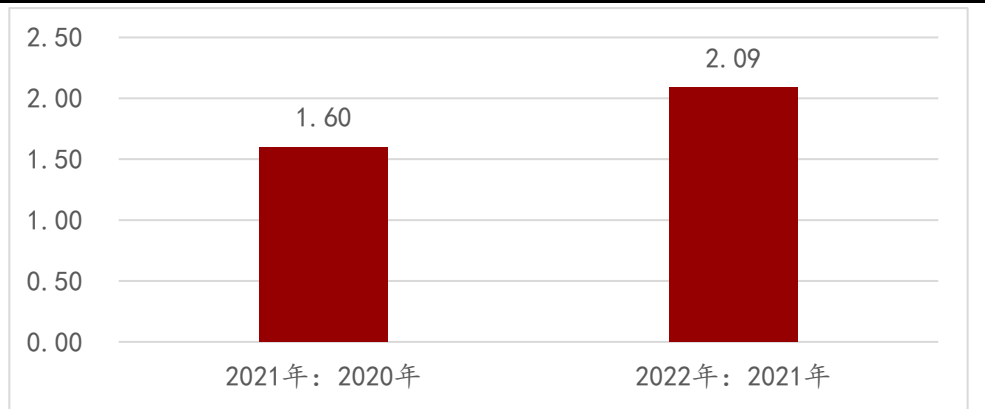
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表62:公司牛黄存货量和对应片仔癯产量测算



资料来源: 万联证券研究所测算

图表63:片仔癯天然牛黄采购量比值



资料来源: 万联证券研究所测算

4.4 需求: 药品中的双跨品种, 需求端渗透率低

4.4.1 药用&保健: 肝病领域市场前景大, 品牌和疗效双重驱动

片仔癯具有清热解毒、活血化瘀、消肿止痛之功效。现代药理学研究结果表明,其具有抗炎、抗氧化、抗细胞凋亡、促进脂肪代谢和促进酒精代谢等药理作用,被广泛应用于慢性肝炎、酒精性肝病、化学性肝损伤、肝癌等各种肝脏疾病的治疗。流行病学研究表明,无论临床研究,还是实验研究,片仔癯在肝病治疗上具有明显的保肝护肝效果,其可能机制与抗病毒促转阴、调控脂质代谢及调控NF-κB信号、抗氧化、抑制癌细胞增殖等密切相关。

2022年11月,片仔癯用于肝癌术后减少复发临床研究正式启动;2022年12月,香港中文大学消化疾病研究国家重点实验室主任于君教授团队在国际知名期刊《Engineering》(影响因子12.834)上发表了题为《Pien Tze Huang Protects Against Non-Alcoholic Steatohepatitis by Modulating the Gut Microbiota and Metabolites in Mice》的关于片仔癯改善非酒精性脂肪性肝炎研究成果发表,该研究结果显示,片仔癯通过调

节肠道微生物群和代谢物来防治非酒精性脂肪性肝炎，详细阐释片仔癀对该病的防治效果和肠道菌群介导的保护机制。非酒精性脂肪性肝炎(NASH)又称代谢性脂肪性肝炎，主要特征为肝细胞大泡性脂肪变伴肝细胞损伤和炎症，严重者可发展为肝硬化甚至肝癌，目前尚无确切疗效的治疗药物。

图表64:片仔癀治疗肝脏疾病的药理作用研究进展

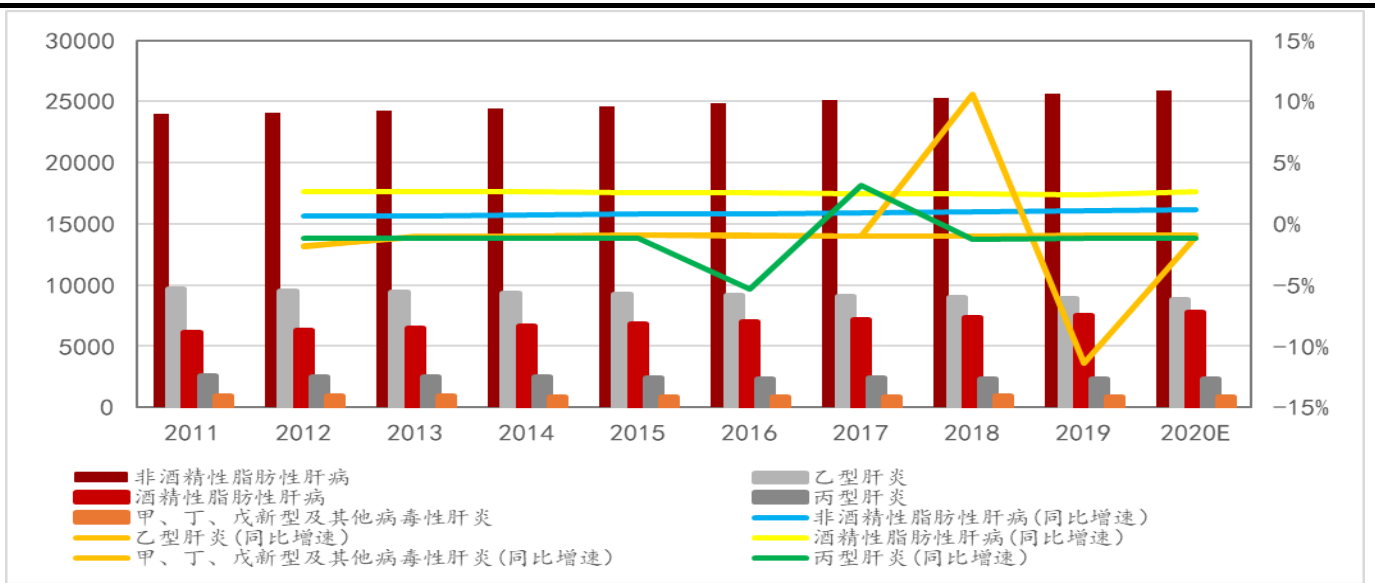
适应症	疾病特点	片仔癀治疗方面研究
慢性肝炎	现代医学主要采用抗病毒药物，疗效十分有限且治疗手段单一	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 王颜斌等研究表明片仔癀胶囊联合富马酸替诺福韦二吡呋酯片有助于慢性乙型病毒性肝炎患者肝功能的恢复，促使乙型肝炎 DNA、乙型肝炎e抗原转阴。 ▶ 钟蕊等采用石胆酸灌胃法诱导豚鼠胆囊炎模型研究片仔癀治疗慢性乙型肝炎合并胆囊炎的效果时发现，片仔癀可明显改善肝功、抑制炎症因子表达、促进胆汁分泌、缓解肝损伤程度，这些结果均提示片仔癀可明显改善慢性乙肝合并胆囊炎导致的肝损伤。 ▶ 周文博等通过同期 119 例慢性肝炎肝胆湿热证患者随机予以复方片仔癀肝宝片口服治疗后发现，片仔癀治疗组谷丙转氨酶复常率、谷草转氨酶复常率、退黄疗效分别为 57.62%、72.22%、26.66%；中医证候积分改善及中医证候疗效均优于对照组，提示复方片仔癀肝宝片对于肝胆湿热证型的慢性肝炎有着良好的治疗效果。
酒精性肝病	是威胁人类健康尤其是成年男性的一类常见性疾病	<p>近些年有研究证实，片仔癀对酒精性肝病有良好的治疗作用，且对体内酒精代谢起着一定的促进作用。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 陈达鑫等采用复方片仔癀肝宝治疗酒精性肝病模型大鼠，复方片仔癀肝宝各组谷丙转氨酶、谷草转氨酶、碱性磷酸酶、乳酸脱氢酶的活性及丙二醛水平明显降低，而超氧化物和谷胱甘肽过氧化物酶表达水平明显上升，且肝组织脂肪变性、肝内脂类聚集有明显改善，以上结果均提示片仔癀能显著减轻酒精性肝损伤。 ▶ 陈志亮等发现复方片仔癀肝宝可通过抑制酒精引起的SREBP2和HMGCRa蛋白表达，改善酒精性肝损伤以起到保肝作用。
非酒精性脂肪性肝炎	目前尚无确切疗效的治疗药物	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 香港中文大学消化疾病研究国家重点实验室主任于君教授团队在国际知名期刊《Engineering》(影响因子12.834)上发表了题为《Pien Tze Huang Protects Against Non-Alcoholic Steatohepatitis by Modulating the Gut Microbiota and Metabolites in Mice》的关于片仔癀改善非酒精性脂肪性肝炎研究成果发表，该研究结果显示，片仔癀通过调节肠道微生物群和代谢物来防治非酒精性脂肪性肝炎，详细阐释片仔癀对该病的防治效果和肠道菌群介导的保护机制。
化学性肝损伤	急性肝损伤中的一种	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 郑海音等发现片仔癀可显著降低 CCL4 诱导的化学性肝损伤大鼠肝重指数及谷丙转氨酶、谷草转氨酶、III型前胶原、IV型胶原、层黏连蛋白、透明质酸含量和NF-κB 蛋白表达，提示片仔癀对 CCL4 造成的大鼠肝损伤有治疗作用。 ▶ 黄进明通过给SD大鼠腹腔注射 CCL4 橄榄油溶液的方式造模，造模第 4 周开始片仔癀灌胃，发现片仔癀治疗组中丙二醛活性降低，同时超氧化物和谷胱甘肽过氧化物酶的活性升高，且肝病理损伤明显改善，提示片仔癀可有效改善化学性肝损伤。
肝癌	发病率居世界第 5 位，病死	<p>诸多研究显示片仔癀治疗肝癌也有一定的疗效，并能延长原发性肝癌患者的生存时间。</p> <ul style="list-style-type: none"> ▶ 林雅等研究表明片仔癀能明显下调血清谷丙转氨酶 (ALT)、谷草转氨酶

<p>率居世界第 2 位</p>	<p>(AST) 含量, 并上调肝细胞 ANXA1 蛋白表达, 还能明显降低 VEGF、VEGFR 及 NF-κB p50 蛋白表达, 表明其可通过调控 ANXA1/VEGF 来抑制肿瘤炎症反应。这些结果提示片仔癀通过促肝癌干细胞的凋亡而有效抑制肝癌肝细胞的增殖发育。</p> <p>▶ 郭海渊博等发现片仔癀可以减轻伽马刀立体定向放射治疗联合肝动脉化疗栓塞术治疗原发性肝癌引起的恶心呕吐、食欲下降和乏力等不良反应, 经片仔癀治疗后患者累积生存率明显升高。</p>
------------------	---

资料来源: 知网, 片仔癀官方公众号, 万联证券研究所

在我国肝病是常见病和多发病, 通常可分为病毒性肝炎、酒精性肝病、非酒精性肝病等几大类。2011年以来非酒精性脂肪性肝病和酒精性脂肪性肝病患者数量逐年小幅增长, 每年增幅分别在1.0%和2.5%左右; 病毒性肝炎患者人数呈逐年下降趋势。

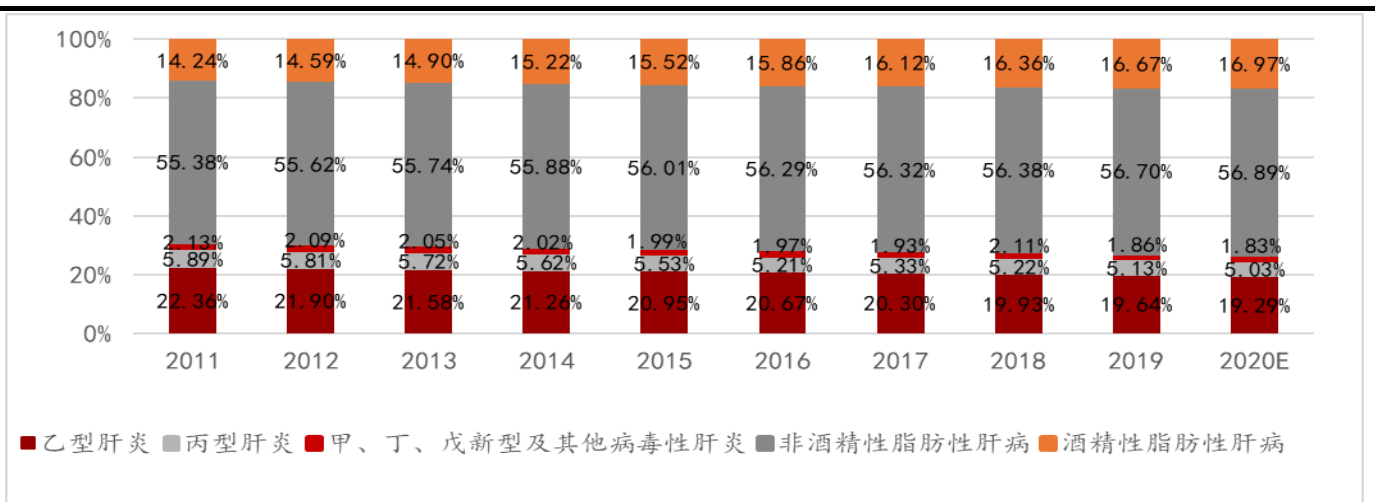
图表65: 中国各类型肝病患者人数和增速: 万人



资料来源: 智研咨询, 万联证券研究所

从各类型肝病患者数量占比看, 非酒精性脂肪性肝病和酒精性脂肪性肝病患者数量占比逐年提升。非酒精性脂肪性肝病患者数量占比从2011年的55.38%提升至2020年的56.89%, 酒精性脂肪性肝病患者数量占比从2011年的14.24%提升至2020年的16.97%, 二者合计占比超过70%。

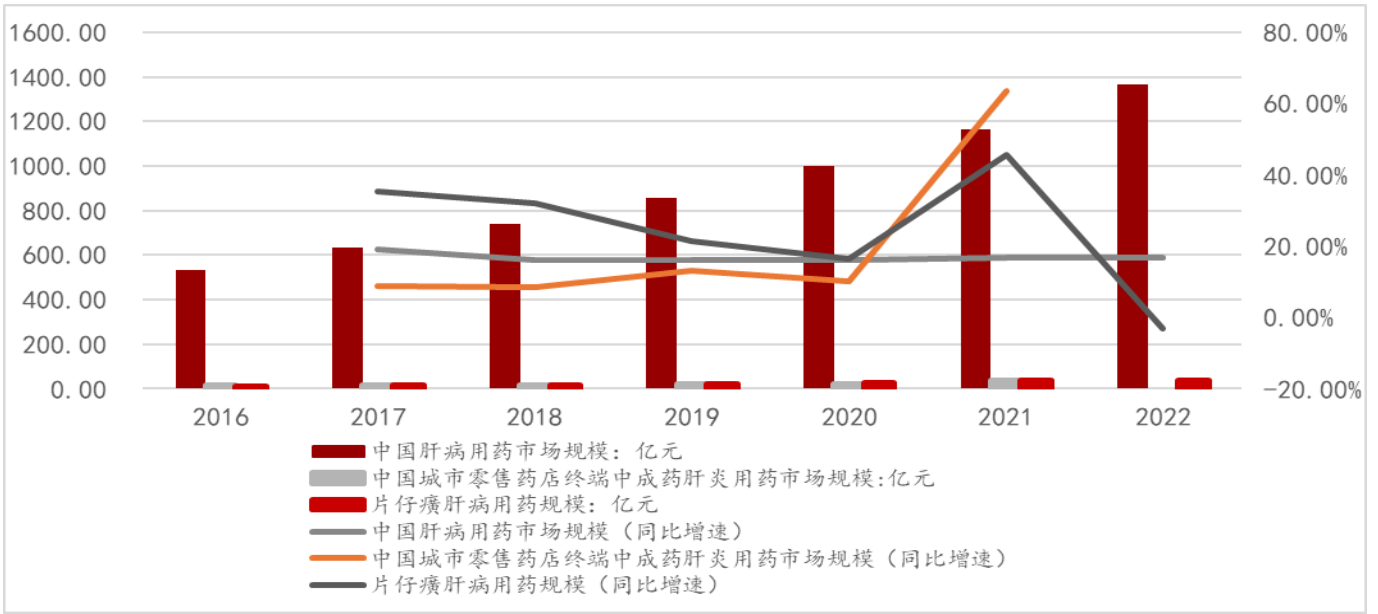
图表66: 中国各类型肝病患者人数占比



资料来源：智研咨询，万联证券研究所

肝病是公司优势领域，主要产品包括片仔癀锭剂，片仔癀胶囊，肝宝等，公司积极开展片仔癀等优势品种的二次开发工作，增加产品适应症，扩大市场边界。2022年中国肝病用药规模达1364.29亿元，2016年到2021年复合年增速为13.91%；2021年中国城市药店终端中成药肝病规模为36亿元，2016年到2021年复合年增速为15.71%；公司2022年肝病用药规模为35.92亿元，2016年到2021年复合年增速为24.28%，超过行业平均水平。

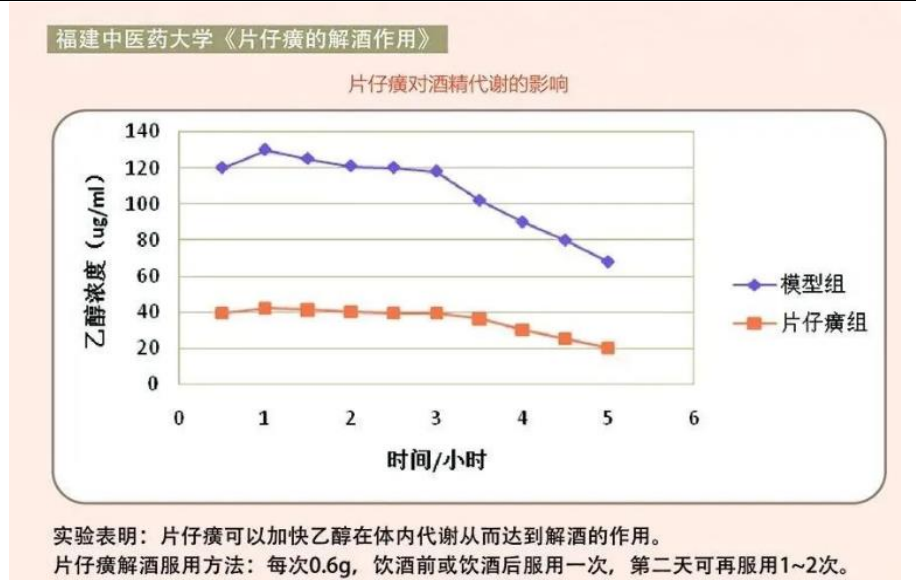
图表67:中国肝病用药市场规模、中国城市药店中成药肝病用药市场规模、片仔癀肝病用药规模



资料来源：公司公告，米内网，万联证券研究所（说明：中国城市药店终端中成药肝病用药2022年规模数据缺失）

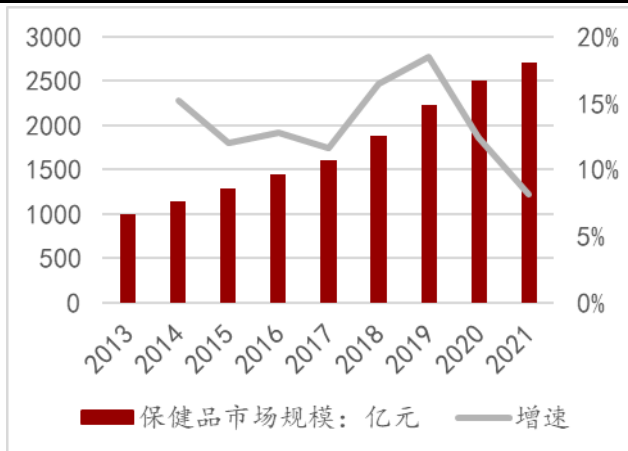
我国中高收入人群规模正快速壮大，人均可支配收入提高，居民居民健康保健意识提高，中国保健品市场规模逐年提升，2013年到2022年复合年增速为13.36%。《片仔癀对乙醇代谢的药效学研究》结果表明片仔癀可加快乙醇在体内的代谢，验证了片仔癀解酒保肝的作用。叠加片仔癀是中药领域知名品牌，部分消费者选择自购用来做解酒保肝等保健用途或者用来送礼。

图表68:片仔癀对酒精代谢的影响



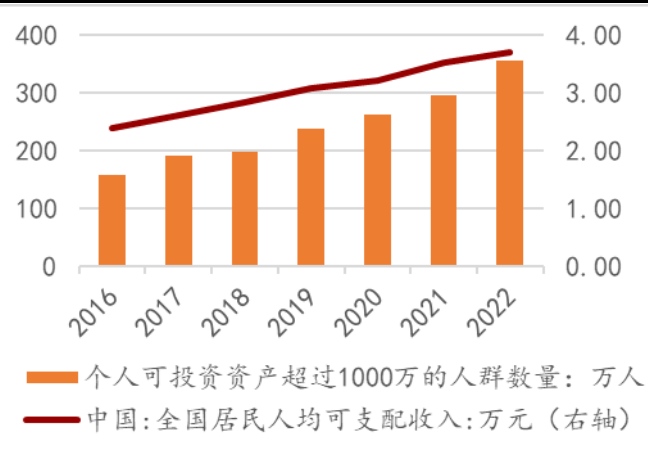
资料来源：片仔癀杭州体验馆，万联证券研究所

图表69:中国保健品市场规模和增速



资料来源：智研咨询，万联证券研究所

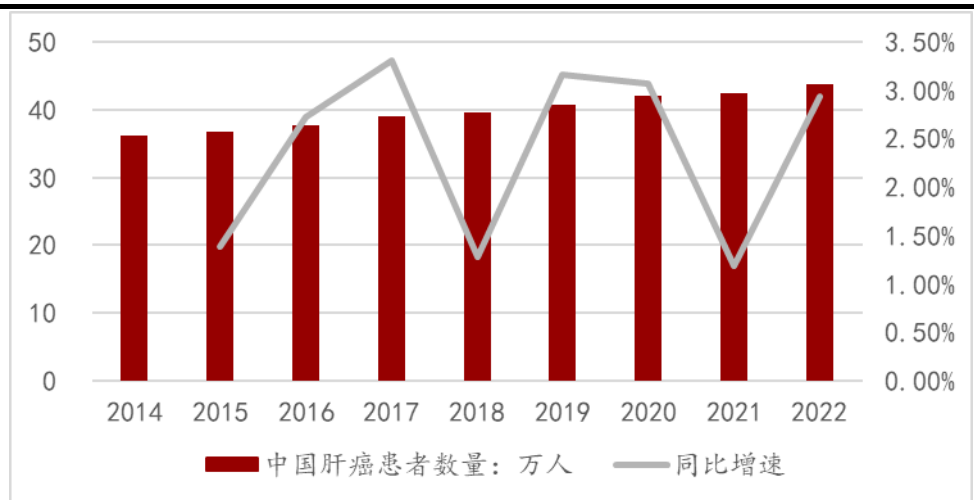
图表70:人均可支配收入和个人资产超1000万人群数量



资料来源：国家统计局，wind，招商银行，万联证券研究所

片仔癀正在进行二线治疗不可切除原发性肝癌(瘀毒蕴结证)有效性与安全性的多中心、随机、双盲双模拟、阳性药平行对照II期临床试验，未来有望扩大临床应用边界。中国肝癌患者每年以1%到3%增速增长，2022年患者人数达44万人。

图表71:中国肝癌患者数量和增速: 万人



资料来源：datayes，万联证券研究所

4.4.2 渗透率不足 2%，需求端成长空间大

需求端市场空间测算假设条件：

药用部分

- 1、片仔癀治疗肝病方面，未来主要集中在非酒精性脂肪性肝炎、酒精性脂肪性肝病、急性乙型肝炎，慢性乙型肝炎四个治疗领域；
- 2、根据《中国2013-2020年乙型肝炎发病情况估算和病例特征分析》中数据，急性乙肝和慢性乙肝患者数量比例为15.63%、84.37%。
- 3、片仔癀渗透率假设：考虑到我国是肝病大国，患者数量每年递增，片仔癀未来有望渗透率持续提升，设置四个渗透率参数：2%、5%、10%、15%；

保健部分

- 1、自购解酒护肝：这部分人群主要购买以自用，假设消费群体主要为贵州茅台酒消费群体中的一部分；假设每人每次消费茅台酒150g，每年消费10次；片仔癀服用方式为0.6g/次，饮酒前或饮酒后服用一次，第二天再服用1次；
- 2、送礼：因为片仔癀在大众心里具有中药奢侈品属性，品牌地位在消费者心中留下烙印。假设送礼人群主要为个人可投资资产超过1000万的人群，每人送礼的时候一次性送10粒；
- 3、片仔癀渗透率假设：考虑到中国高净值人群数量增长，以及片仔癀品牌效应的稳固，自购和送礼需求渗透率均有望持续提升，设置四个渗透率参数：2%、5%、10%、15%。

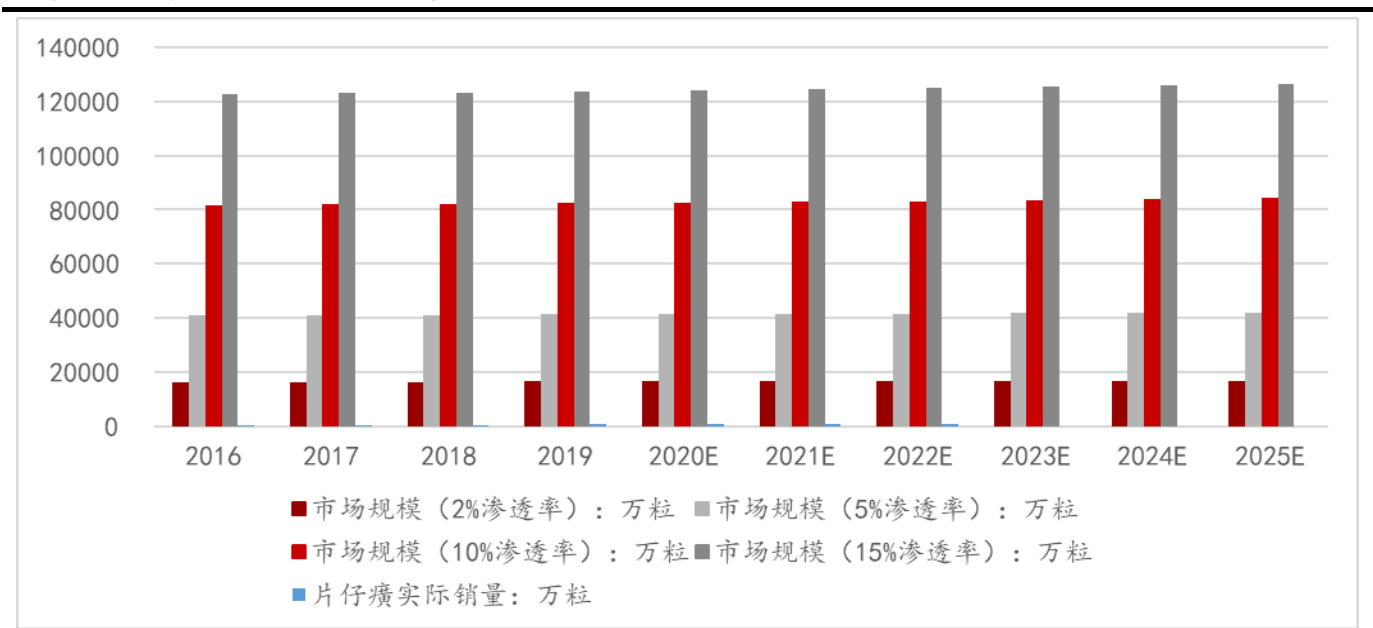
图表72:片仔癀各适应症服用方法和疗程

适应症	用量	服用疗程
急性肝炎	0.6g/次，3次/天	2周为一个疗程
慢性肝炎	0.6g/次，3次/天	3个月为一个疗程，黄疸指数（血清胆红素值）、谷丙转氨酶或谷草转氨酶、白蛋白超过正常范围者继续服用
脂肪肝	0.6g/次，2次/天	2周为一个疗程，服用2个疗程以上
酒精肝	0.6g/次，2次/天	2周为一个疗程，服用1个疗程以上
解酒	0.6g/次	饮酒前或饮酒后服用一次，第二天可再服用1-2次

资料来源：澳门片仔癀国药堂公众号，万联证券研究所

根据我们模型，在上述假设下，片仔癀渗透率2%的情况下，2016年到2019年销量有27到53倍的增长空间，说明片仔癀目前渗透率远低于2%。所以从渗透率成长角度看，片仔癀需求端有较大成长空间。

图表73:片仔癀需求端成长空间测算



资料来源：万联证券研究所测算

5 安宫牛黄丸：具备追赶潜力，有望成为公司第二增长曲线

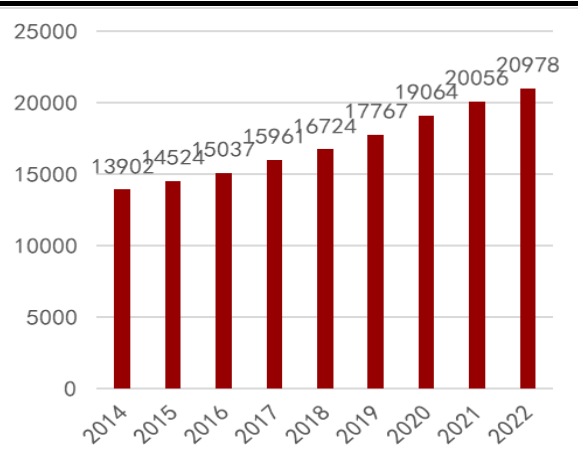
公司2020年收购了龙晖药业51%股权，产品拓展至安宫牛黄丸和西黄丸，安宫牛黄丸有双天然和单天然两种规格。

5.1 量：在原材料、品牌、渠道、品规、联动销售方面具优势

5.1.1 心脑血管中成药第一大品种，增速超过行业平均

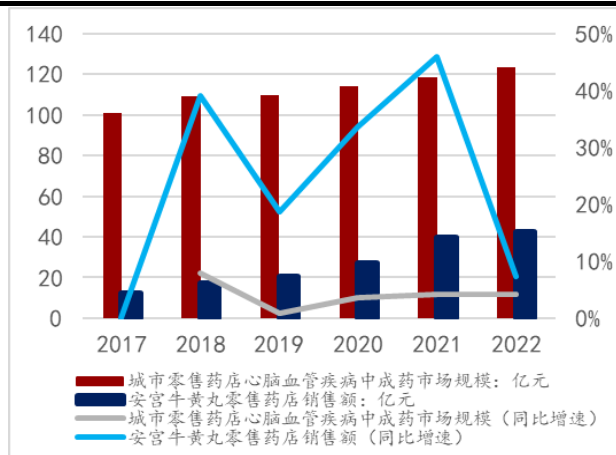
据国家统计局数据，中国65岁以上老龄人口数量在2022年末已达20978万人，随着人口老龄化的加重，将带动心血管疾病用药行业的发展。根据华经产业研究院数据，中国城市零售药店心脑血管疾病中成药市场规模2020年达到114亿元，2017年到2020年复合年增速为4.12%；根据中康CHIS系统数据，安宫牛黄丸零售药店销售额2022年达43亿元，2017年到2022年复合年增速为22.98%，显示安宫牛黄丸增速超过心脑血管用药行业平均水平。

图表74:2014-2022年中国65岁以上人口数量：人



资料来源：华经产业研究院，万联证券研究所

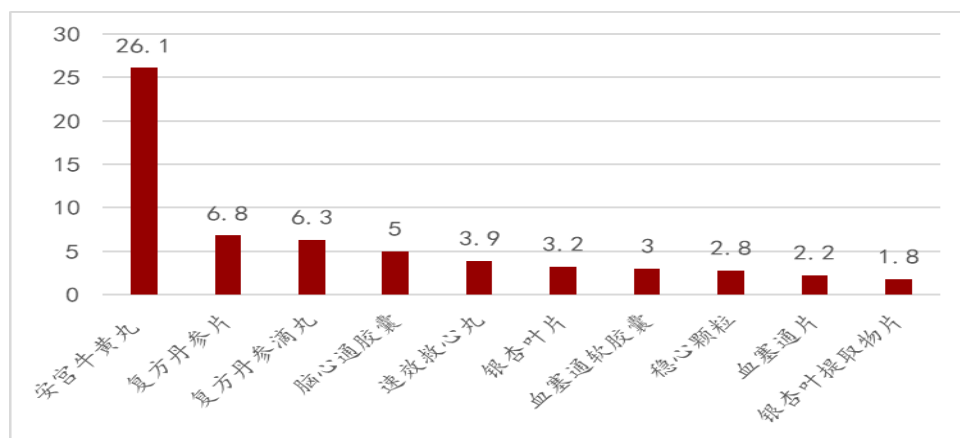
图表75:安宫牛黄丸规模增速超过行业平均



资料来源：华经产业研究院，中康CHIS系统，万联证券研究所

在2021年中国零售药店心脑血管疾病中成药产品销售额中，排名前十的依次为安宫牛黄丸、复方丹参片、复方丹参滴丸、脑心通胶囊、速效救心丸、银杏叶片、血塞通软胶囊、稳心颗粒、血塞通片和银杏叶提取物片。安宫牛黄丸近年来销售额快速增长，2019年超过20亿元后，2020年同比增长16.52%，2021年突破30亿元大关，2022年预计突破38亿元。

图表76:安宫牛黄丸位居中国零售药店心脑血管中成药销售额第一：亿元



资料来源：米内网，华经产业研究院，万联证券研究所（2021年销售额）

5.1.2 呈现一家独家的竞争格局，多个品牌市场份额逐年提升

安宫牛黄丸具有清热解毒、镇惊开窍等功效，可用于热病、邪入心包、高热惊厥、神昏谵语；中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血、败血症等上述证候者，有超过100家企业拥有生产批文。

根据最近市场份额，我们将安宫牛黄丸品牌分为五个梯队，第一梯队为市场份额多年超50%的同仁堂；第二梯队为市场份额10%左右的南京同仁堂、广誉远；第三梯队为市场份额5%-10%的山东宏济堂、九芝堂、白云山；第四梯队为市场份额2%-5%的达仁堂、云南腾药制药、天士力、广盛原；第五梯队为市场份额2%左右的片仔癀；其余品牌为第六梯队。根据中康CHIS数据，2017年以来，南京同仁堂、广誉远、山东宏济堂、九芝堂、达仁堂、片仔癀牌安宫牛黄丸市场份额逐年提升，有望实现梯队跃升。

图表77:安宫牛黄丸六大梯队品牌

梯队	市场份额	品牌
第一梯队	50%左右	北京同仁堂
第二梯队	10%左右	南京同仁堂、广誉远
第三梯队	5%-10%	山东宏济堂、九芝堂、白云山
第四梯队	2%-5%	达仁堂、云南腾药制药、天士力、广盛原
第五梯队	2%左右	片仔癀
第六梯队	较低	其他

资料来源：中康CHIS系统，万联证券研究所（说明：此梯队是按照实体药店销售市场份额来排序）

5.1.3 壁垒主要是原材料和品牌地位，片仔癀牌具优势

因为天然牛黄和天然麝香具有稀缺性，所以具备双天然生产资格的厂家具备上游资源优势。具备双天然生产资格的品牌包括北京同仁堂、南京同仁堂、广誉远、达仁堂、片仔癀、杭州胡庆余堂；销售单天然产品的品牌有北京同仁堂、南京同仁堂、广誉远、九芝堂、天士力、广盛原、片仔癀、太极集团、江西药都樟树制药；只销售双人工产品的品牌有山东宏济堂、白云山、云南腾药制药、厦门中药厂、佛慈制药。由于天然牛黄和天然麝香都是稀缺性资源，尤其是天然麝香的获取是国家配给制，所以原材料是安宫牛黄丸生产最高壁垒。

图表78:双天然、单天然和双人工品规安宫牛黄丸品牌

品规	销售品牌
双天然	北京同仁堂、南京同仁堂、广誉远、达仁堂、片仔癀、杭州胡庆余堂
单天然	北京同仁堂、南京同仁堂、广誉远、九芝堂、天士力、广盛原、片仔癀、太极集团、江西药都樟树制药
双人工	山东宏济堂、白云山、云南腾药制药、厦门中药厂、佛慈制药

资料来源：京东，兔灵，万联证券研究所

原材料相同，品牌不同的产品价格有差别，说明品牌力是安宫牛黄丸销售另一护城河。1) 双天然：具备双天然安宫牛黄丸均为中华老字号，其中同仁堂和胡庆余堂的双天然安宫牛黄丸单价最高，均为860元/丸，其次是广誉远和片仔癀的798元/丸；2) 单天然：天士力价格最高，京东平台价格为590元/丸；其次是广誉远和片仔癀的498元/丸。

元/丸；江西药都樟树制药位列单天然产品价格第三梯队，为420元/丸；其余厂家价格差不多，在200元/丸到250元/丸。实体药店市场份额也验证了，同时销售双天然和单天然安宫牛黄丸的企业在安宫牛黄丸竞争格局中持续保持优势，只生产双人工安宫牛黄丸的市占率排名靠后。

图表79:各品牌安宫牛黄丸市占率趋势和不同规格产品价格

厂商	市占率趋势 (2017-2023Q1)	双天然		单天然		双人工	
		规格	价格: 元	规格	价格: 元	规格	价格: 元
北京同仁堂		3g+1丸	860	3g+1丸	218		
南京同仁堂		3g+1丸	569	3g+1丸	248		
广誉远		3g+1丸	798	3g+1丸	498		
山东宏济堂						3g+1丸	150
九芝堂				3g+1丸	275		
白云山						3g+1丸	143
达仁堂		3g+1丸	400			3g+1丸	279
云南腾药制药						3g+1丸	298
天士力				3g+1丸	590	3g+1丸	136
广盛原				3g+1丸	240		
片仔癀		3g+1丸	798	3g+1丸	498		
太极集团				3g+1丸	238		
厦门中药厂						3g+1丸	198
杭州胡庆余堂		3g+1丸	860			3g+1丸	184
江西药都樟树制药				3g+1丸	420		
佛慈制药						3g+1丸	80

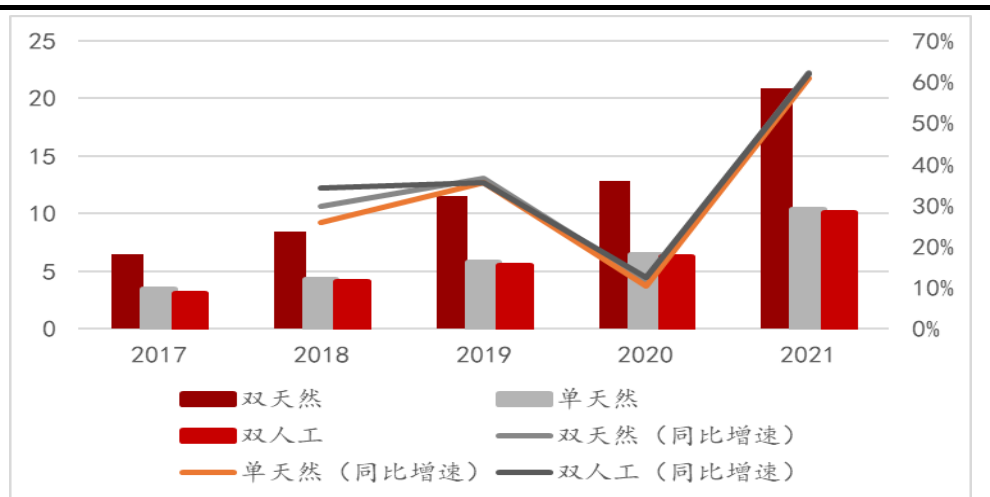
资料来源：中康CHIS系统，京东，兔灵，万联证券研究所

说明：1) 广盛原价格为兔灵上查询价格，其余均为京东平台价格，查询日期为2023年7月1日；
2) 单天然产品即体外培育牛黄和天然麝香为原材料的产品；3) 部分单价是根据2丸价格折半换算；4) 表格中是按照2023Q1市占率从高到底排序

5.1.4单天然规格成长性不输双天然规格，双人工规格市场竞争分散

通过数据发现，虽然双天然和单天然安宫牛黄丸价格差距比较大，但近几年市场规模增速几乎重叠，说明单天然安宫牛黄丸在相应的消费群体里的成长性不输双天然安宫牛黄丸。双人工安宫牛黄丸体量和单天然接近，我们认为是因为安宫牛黄丸生产厂家有100多家，但是只有少数企业有生产双天然和单天然产品，众多小企业都是只生产双人工产品，所以双人工安宫牛黄丸呈现市场分散的格局，但是又因为厂家数量远远多于双天然和单天然厂家数量，所以整体体量接近单天然安宫牛黄丸。

图表80:安宫牛黄丸双天然和单天然市场规模和增速：亿元

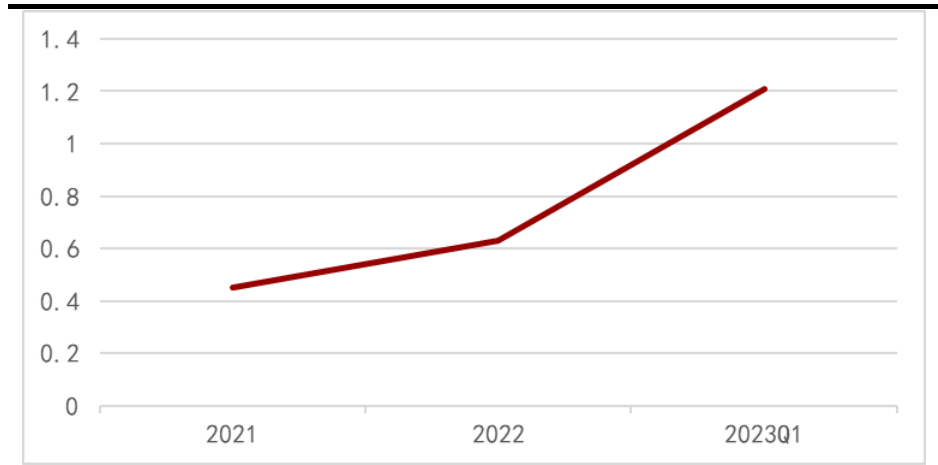


资料来源：观研报告网，万联证券研究所

根据上述分析，我们认为片仔癀牌安宫牛黄丸具备较强的成长潜力，主要逻辑包括

- 1) **品牌壁垒**：片仔癀是中药行业领袖级企业，无论是品牌价值还是核心大单品的稀缺性都在中药企业处于领先地位；
- 2) **原材料资源**：公司具有天然牛黄和天然麝香资源优势，生产能力护城河高；
- 3) **销售双天然和单天然两种规格，有望在不同消费人群里提高渗透率**；
- 4) **强大的销售渠道**，百家全国体验馆和50家连锁的5000家终端门店推动提升市场占有率；
- 5) 老产品片仔癀（锭剂）和安宫牛黄丸消费群体类似，可以通过**老产品联动作用**，拉动片仔癀牌安宫牛黄丸的销售。从上市以来的销售数据看，片仔癀牌安宫牛黄丸零售实体药店渠道市场份额从2020年0.45%提升至2023年一季度的1.21%，超过了多个其他经营安宫牛黄丸多年的品牌。

图表81:片仔癀安宫牛黄丸零售市场市占率趋势：%

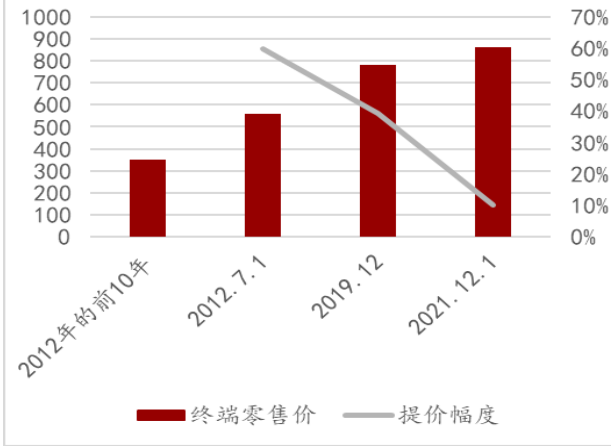


资料来源：中康CHIS系统，万联证券研究所（说明：图中市占率是按照实体药店销售额统计口径，片仔癀牌安宫牛黄丸加上片仔癀体验馆、片仔癀国药堂等渠道销售额后实际市占率更高）

5.2 价：不提价或小幅提价均有利于片仔癀牌安宫牛黄丸提升市占率

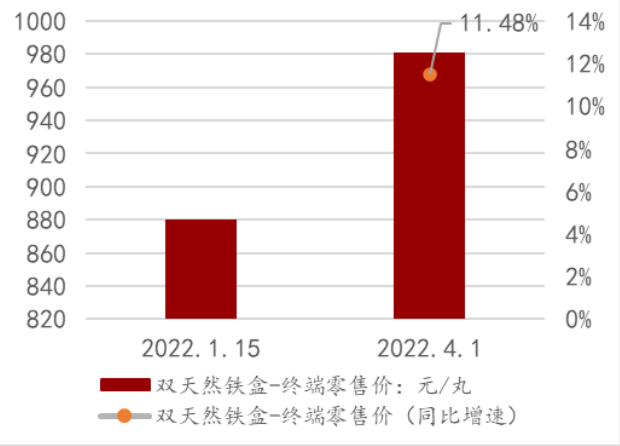
目前片仔癀双天然（天然麝香、天然牛黄）安宫牛黄丸是798元/丸，单天然（天然麝香、体培牛黄）品规是498元/丸。相比片仔癀牌双天然安宫牛黄丸刚上市时候的798元/丸，当时同仁堂的同类产品定价为780元/丸，片仔癀还高出了18元/丸，显示公司对产品销售的信心。2020年9月上市以来，片仔癀牌安宫牛黄丸尚未提价，相比之下，其他竞品已经历了不同幅度的提价，例如同仁堂双天然安宫牛黄丸价格从2019年12月的780元/丸提升至2021年的860元/丸，上涨100元/丸，广誉远双天然安宫牛黄丸价格从2022年1月的880元/丸提升至2022年4月的981元/丸，涨幅也是100元/丸。

图表82:北京同仁堂安宫牛黄丸终端零售价格: 元



资料来源: 新康界, 万联证券研究所

图表83:广誉远安宫牛黄丸终端零售价格: 元



资料来源: 药店经理人, 万联证券研究所

我们认为在片仔癀牌安宫牛黄丸上市较晚的背景下, 目前最重要的是提升市场份额。

1) 不提价: 如果片仔癀牌安宫牛黄丸不提价, 未来有望凭借公司品牌优势和价格优势持续提升市场份额, 实现弯道超越;

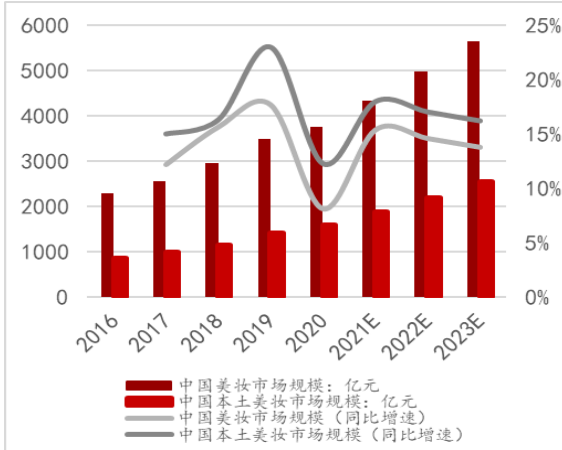
2) 提价: 如果片仔癀牌安宫牛黄丸提价, 我们认为幅度不会很大, 提价幅度可以参考公司片仔癀(锭剂)提价幅度, 例如2017年5月27日到2023年5月6日片仔癀(锭剂)零售价格复合年增长率为6.19%, 在公司强大的品牌号召力及合理的提价幅度下, 片仔癀牌安宫牛黄丸依旧有望持续扩大体量和市场份额。

6 化妆品: 业务整合梳理有望推动业绩增长

6.1 国妆发展迎机遇, 本土美妆市场持续增长

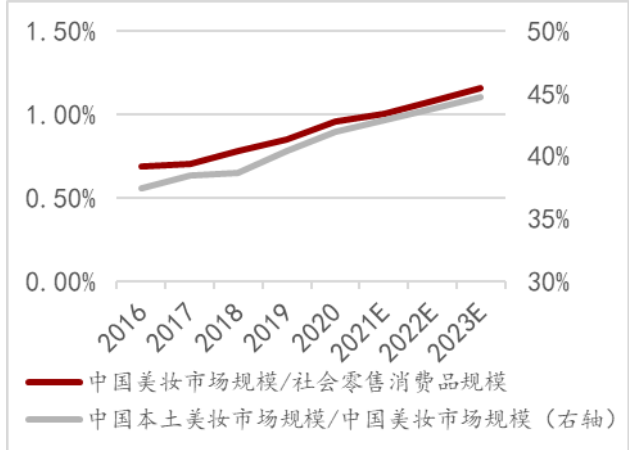
本土美妆品牌在消费者洞察、消费者沟通与品牌本土化营销上有着先天优势, 同时没有国外集团冗长的决策链条, 更快满足消费需求的迭代。随着我国化妆品市场监管日益完善, 本土化妆品产品质量进一步得到保证, 长期竞争力得到提升。据《中国本土美妆行业研究报告》数据显示, 1) 我国本土美妆市场规模持续增长, 2020年, 中国本土美妆市场规模达1576亿元。未来本土美妆的品牌效应将不断凸显, 预计市场规模增速高于整体美妆。2023年, 中国本土美妆市场规模预计约2527亿元; 2) 本土美妆市场占有率逐年上升。中国美妆市场规模占社会零售消费品规模比例从2016年的0.69%提升至2020年的0.96%, 中国本土美妆市场规模占中国美妆市场规模比例从2016年的37.47%提升至2020年的41.93%。

图表84:中国美妆行业和本土美妆行业市场规模及增速



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

图表85:中国美妆和本土美妆市场规模占比



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

6.2 片仔癀化妆品: 片仔癀和皇后品牌双轮驱动

公司控股子公司福建片仔癀化妆品成立于2002年3月, 前身为漳州市化学制品厂, 旗下拥有三家全资子公司—漳州片仔癀日化有限公司、福建片仔癀化妆品商贸有限公司及片仔癀(上海)生物科技研发有限公司。公司1980年率先将片仔癀运用于化妆品生产之中, 研发推出皇后牌片仔癀珍珠膏、珍珠霜等广受消费者喜爱的特色产品, 被誉为“美容精品”。近几年来, 公司聚焦产品, 升级品牌, 积极践行“大健康国妆护肤”战略, 基于片仔癀数百年中药文化传承, 将公司化妆品聚焦于祛斑、美白、抗皱等核心功效。片仔癀化妆品在沿袭中华草本文化的基础上, 主要有护肤品类、洗护品类、男士品类等几大类化妆品。

护肤类: 从整个化妆品市场来看, 护肤品仍然是化妆品的第一大品类。公司护肤类有片仔癀、皇后两个品牌。1) **片仔癀化妆品:** 主打“特色功效护肤”, 核心产品线包括三大中高端系列(养肤美白雪肌无瑕润白系列、抗初老凝时素颜紧致系列、屏障修护御润鲜妍保湿系列)、新三国系列(抗皱功能的灵芝臻养系列、美白淡斑功能的珍珠臻养系列、补水保湿的仙泉凝水系列)和特色特殊护理系列(主要包括祛痘、防晒、修护类产品)。除了上述产品外, 还有渠道专供产品, 包括面膜系列、祛痘系列、美白/保湿等产品; 2) **皇后化妆品:** 皇后品牌目前有两个商标, 其中新皇后定位轻奢草本养肤品牌, 2021年开始, 在现有皇后牌美白祛斑膏、皇后牌片仔癀珍珠膏(白金级臻养)产品的基础上补充高端珍珠膏、轻奢抗衰老化产品线、轻奢美白产品线等, 实现品牌的高端化打造。老皇后定位经典国货护肤, 主打高性价比的大众护肤精品, 目前拥有皇后牌片仔癀珍珠膏/霜、保湿系列等产品线。

洗护类: 消费者对于健康洗护越来越重视, 对产品功效细分的要求越来越高。据此前AC尼尔森调查数据显示, 中国市场上约有40%的女性消费者表示愿意尝试高端洗发水, 而且, 高端洗护产品的年增长率达20%以上。公司洗护品类包括洗发水、沐浴露、身体乳、香皂、花露水、爽身粉等产品, 属于公司补充类产品。

男士品类: 化妆品“去性别”化, 各大品牌商纷纷抢占男性市场。公司男士产品包括男士净爽控油润肤霜、男士净爽控油爽肤水等。

图表86:片仔癀化妆品: 大健康国妆品牌

<ul style="list-style-type: none"> 御润鲜妍保湿系列 凝时素颜紧致系列 雪肌无瑕润白系列 灵芝臻养弹润系列 珍珠臻养亮采系列 仙泉凝水恒润系列 阳光倍护防晒系列 特殊护理系列 面膜系列 祛痘系列 男士净爽控油系列 轻肌菁纯系列 秘时臻颜系列 清盈祛痘系列 	<p>雪肌无瑕润白雪融霜 (精粹滋养)</p>  <p>雪肌无瑕润白雪融霜 (精粹滋养) 净白透润, 塑造无瑕雪肌 ¥ 288/50g</p> <p>了解详情>></p>	<p>雪肌无瑕润白泥面膜</p>  <p>雪肌无瑕润白泥面膜 舒爽净透, 清肌美肌 ¥ 218/200g</p> <p>了解详情>></p>	<p>雪肌无瑕菁萃奢养眼霜</p>  <p>雪肌无瑕菁萃奢养眼霜 柔润嫩滑, 锁水保湿 ¥ 358/30g</p> <p>了解详情>></p>
	<p>雪肌无瑕润白雪融霜 (平衡水润)</p>  <p>雪肌无瑕润白雪融霜 (平衡水润) 净白透润, 塑造无瑕雪肌 ¥ 288/50g</p> <p>了解详情>></p>	<p>雪肌无瑕润白乳液 (滋润型)</p>  <p>雪肌无瑕润白乳液 (滋润型) 水润柔滑, 光感白皙 ¥ 238/100ml</p> <p>了解详情>></p>	<p>雪肌无瑕润白精粹水 (滋润型)</p>  <p>雪肌无瑕润白精粹水 (滋润型) 淡化暗沉, 润白焕采 ¥ 188/120ml</p> <p>了解详情>></p>

资料来源: 福建片仔癀化妆品有限公司官网, 万联证券研究所

图表87:皇后化妆品: 轻奢草本护肤

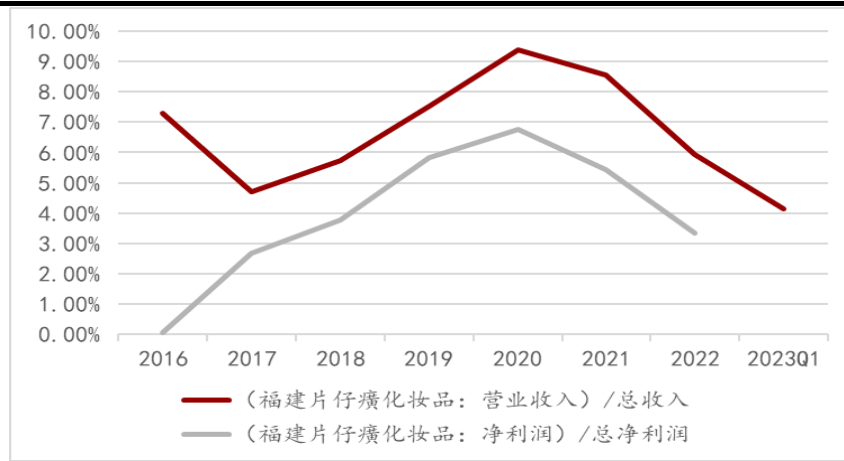
				
皇后 片仔癀御容臻致珍珠膏	皇后牌 美白祛斑膏	皇后 片仔癀珍珠膏 (臻润级)	皇后牌 片仔癀珍珠膏	皇后牌 片仔癀珍珠霜

资料来源: 公司企业宣传手册, 万联证券研究所

6.3 架构体系梳理, 业务整合有望推动规模扩张

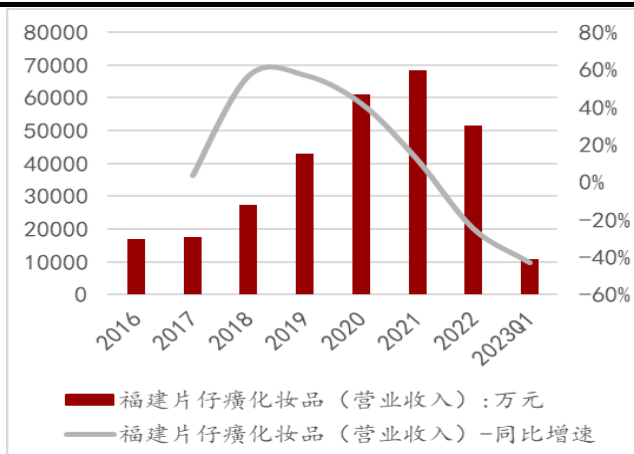
从过去的业绩看, 片仔癀化妆品在公司业绩占比不足10%。2022年以前片仔癀化妆品收入和净利润稳步增长, 2016年到2021年营业收入和净利润复合年增速分别为32.39%和228.47%。2022年开始片仔癀化妆品收入和净利润规模双双下跌, 我们认为可能与控股子公司福建片仔癀化妆品有限公司的分拆上市有关。2020年, 公司启动控股子公司福建片仔癀化妆品有限公司的分拆上市项目, 2021年完成上市保荐机构的遴选及初步尽职调查, 2021年4月完成研发业务端的收购, 2022年逐步开展上市前的业务整合工作, 2022年5月完成销售业务端的转移, 实现研发和销售的业务独立。

图表88:片仔癀化妆品业务营业收入和净利润占比



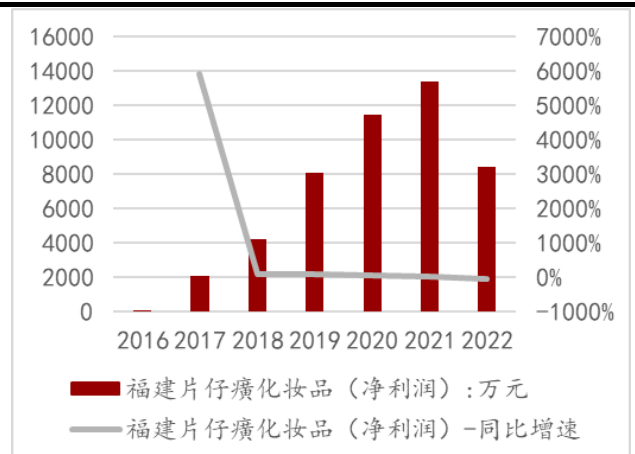
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表89:片仔癀化妆品营业收入和增速



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表90:片仔癀化妆品净利润和增速



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

2022年化妆品公司的管理层做了调整,化妆品终端做了价格体系梳理,有望跟随公司核心大单品片仔癀一同提价。片仔癀化妆品两个科研中心得到片仔癀药业旗下院士专家工作站和博士后科研工作站的强大科研实力支持。未来有望借助公司的营销平台、研发平台、采购平台及品牌建设推广等优势,进一步强化在化妆品领域的核心竞争力。随着对市场开发力度的不断加强,在营销和品种的双轮驱动下,将进一步扩大产品知名度,提高产品覆盖率,实现收入端和利润端双增长。

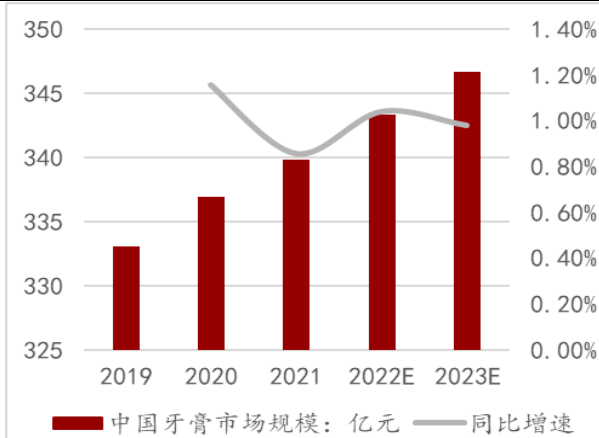
7 日化: 基数小, 占比低, 2019 年迎业绩拐点

日化业务方面,公司2015年与上海家化合作成立“上海家化片仔癀(漳州)口腔护理有限责任公司”,经营范围为牙膏产品及其它口腔护理品类产品。上海家化为日化产品的生产商和销售商,在日化产品领域有着稳定的市场份额及广泛的销售渠道。通过成立合资公司,公司结合自身品牌优势、日化产品疗效特点、产品品质优势以及上海家化的渠道优势、品牌优势等,有效整合双方优质资源,扩大收入规模、提高资源配置效率并优化产业结构。2016年1月6日,上海家化与公司在上海签订了《漳州片仔癀药业股份有限公司与上海家化联合股份有限公司关于合作片仔癀口腔护理产品之合作协议》。

在口腔护理产品需求上,随着居民对口腔健康重要性的认识不断提高,中国消费者对

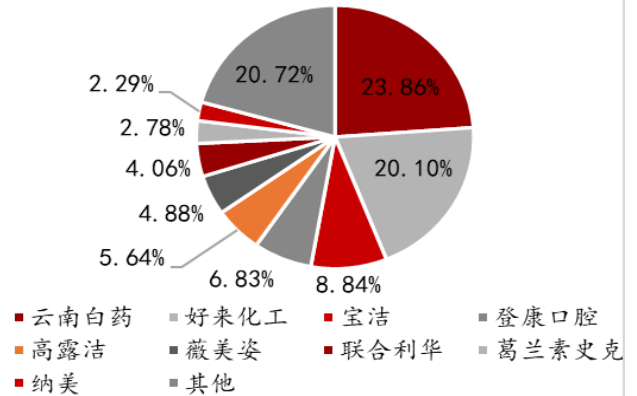
中高端功效性牙膏的购买力表现日益突出，为国产口腔品牌的发展带来机遇。根据观研天下数据，2021年我国牙膏市场规模达339.8亿元，同比增长0.85%，2023年市场规模将达346.69亿元左右。从竞争格局看，我国牙膏行业市场集中度相对集中，2021年，云南白药、好来、宝洁、登康口腔、高露洁等前五厂商市场份额达65.27%，头部效应显著。

图表91:中国牙膏品类市场规模和增速



资料来源：观研天下，万联证券研究所

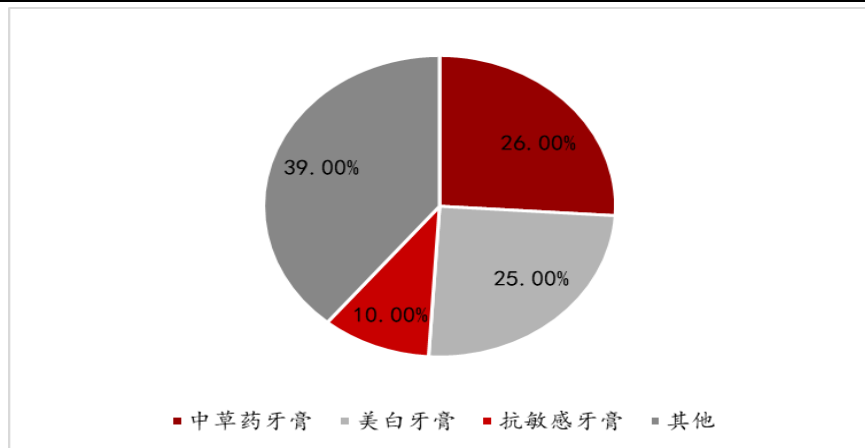
图表92:2021年中国线下牙膏品牌竞争格局



资料来源：尼尔森零售研究数据、中商产业研究院，万联证券研究所

中草药牙膏是药膏需求第一大品类。根据前瞻研究院数据，功效型产品市场份额已占94%，功效性牙膏产品主要可分为美白牙膏、中草药牙膏、抗龋齿牙膏、抗敏感牙膏等，中药植物成分的牙膏份额达26%，美白类牙膏市场份额达25%。

图表93:中国药膏产品需求结构



资料来源：前瞻研究院，万联证券研究所

中草药牙膏方面，我国中草药牙膏品牌有片仔癀、云南白药、济川药业、同仁堂、哈药集团、恒康医疗等。公司控股子公司漳州片仔癀上海家化口腔护理有限公司产品以“清火”为核心定位，根据消费者对预防及解决口腔上火问题的需求推出口腔护理解决方案，包含“片仔癀专效深养系列”“片仔癀牙火清系列”“片仔癀抑菌伞系列”“片仔癀源木清系列”等，涵盖牙膏及漱口水类别。

片仔癀中草药药膏定位超高端市场，与云南白药形成差异化竞争。片仔癀和云南白药均历史悠久，手握国内目前仅有的两个国家级绝密配方，属于消费驱动的中药品类。从价格来看，片仔癀牙膏定位为超高端市场，基本款产品(牙火清牙膏)价格在同类型中草药牙膏基本款中处于中部；从成分看，片仔癀牙膏产品配方均以片仔癀成分为核

心，而其他大多数中草药牙膏以普通草本植物为主要成分，片仔癀牙膏具有明显的成分优势；从功效上看，片仔癀牙膏主打清火护龈，产品种类多，各个功效均有所覆盖，能够满足市场多样化需求。

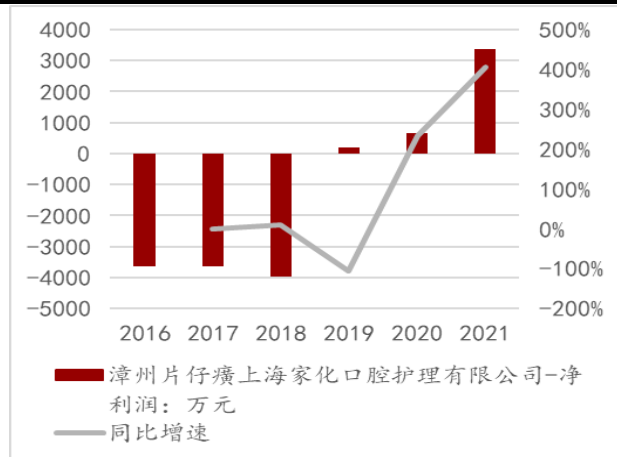
收入和净利润方面，片仔癀家化目前收入体量较小，2019年达到高峰1.8亿元后下滑至2021年的1.5亿元，占公司总收入比例不足2%。片仔癀家化2015年成立后到2018年未实现正净利润，2019年开始净利润扭亏为盈，2019年到2021年（2022年片仔癀家化收入和净利润数据未披露）净利润从200.23万元增长至3,379.95万元，两年复合年增速为310.86%。

图表94:片仔癀家化口腔护理公司收入和增速



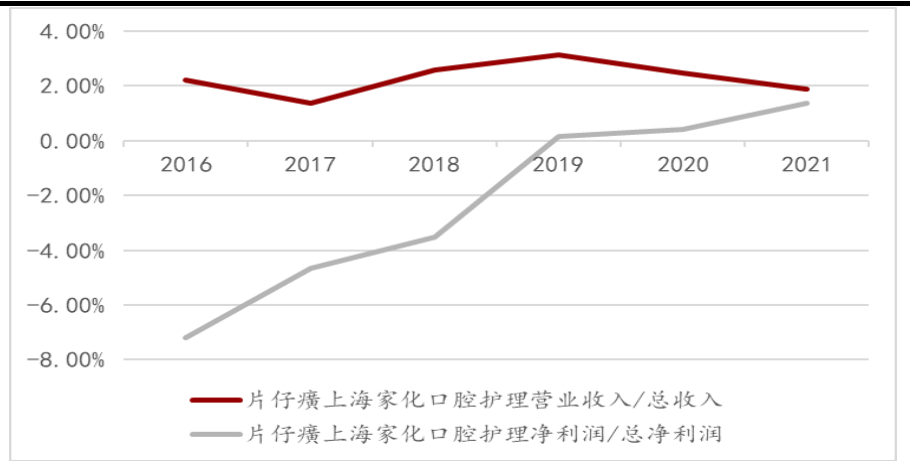
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表95:片仔癀家化口腔护理公司净利润和增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表96:片仔癀家化口腔护理收入和净利润占公司比例



资料来源：wind，万联证券研究所

8 盈利预测

- 1) **医药工业**：公司肝病用药片仔癀是中药稀缺品种，手握提价权。公司加大片仔癀在肝病领域的研发投入，未来市场边界有望进一步扩大；心脑血管核心产品片仔癀牌安宫牛黄丸2020年9月上市以来实现高增长，但市场份额较低。公司在安宫牛黄丸赛道具备品牌、原材料，联动销售等优势，未来市场份额有望持续增长。在上述两个核心单品的推动下，我们预计医药工业2023/2024/2025收入增速分别为46.13%、15.35%、24.69%；毛利率分别为78.44%、77.79%、77.41%。
- 2) **医药商业**：公司的医药流通业是以现代医药物流为基础，努力拓展延伸“配送、

维护、推广”的医药配送产业链上下游，我们预计医药商业2023/2024/2025收入增速分别为10%、11%、12%，毛利率分别为14%、15%、16%。

- 3) **化妆品&日化**: 公司化妆品业务在国妆崛起背景下，叠加去年业务梳理，利润增速有望扭负为正；日用用药基数低，占比低，但2019年以来业绩迎来拐点，我们预计化妆品&日化业务2023/2024/2025收入增速分别为10%、15%、20%，毛利率分别为65%、68%、70%。
- 4) **食品**: 公司食品业务包括鼎泰白茶、青花郎酒等，食品业务收入占比2%。我们预计2023/2024/2025收入增速分别为10%、15%、20%，毛利率分别为10%、12%、15%。
- 5) **其他业务**: 主要包括医疗器械，麝香养殖等非主营业务，收入占比不足1%。我们预计2023/2024/2025收入增速分别为10%、11%、12%。

图表97:公司盈利预测: 百万元

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2308.95	3713.95	4766.16	5722.27	6510.78	8021.55	8694.00	10940.77	12421.66	14808.76
YDY		60.85%	28.33%	20.06%	13.78%	23.20%	8.38%	25.84%	13.54%	19.22%
营业成本	1178.82	2107.19	2744.36	3190.94	3570.56	3952.98	4725.85	5465.50	6099.54	6996.04
YDY		78.75%	30.24%	16.27%	11.90%	10.71%	19.55%	15.65%	11.60%	14.70%
综合毛利率	48.95%	43.26%	42.42%	44.24%	45.16%	50.72%	45.64%	50.04%	50.90%	52.76%
1、医药工业										
营业收入	1096.68	1463.76	1880.27	2272.30	2732.42	3971.77	3812.70	5571.34	6426.27	8012.66
YDY		33.47%	28.45%	20.85%	20.25%	45.36%	-4.01%	46.13%	15.35%	24.69%
营业成本	203.10	272.59	378.06	465.77	611.34	859.02	811.97	1201.11	1427.51	1810.25
YDY		34.21%	38.69%	23.20%	31.25%	40.51%	-5.48%	47.92%	18.85%	26.81%
毛利率	81.48%	81.38%	79.89%	79.50%	77.63%	78.37%	78.70%	78.44%	77.79%	77.41%
营业收入/总收入	47.50%	39.41%	39.45%	39.71%	41.97%	49.51%	43.85%	50.92%	51.73%	54.11%
2、医药商业										
营业收入	921.92	1900.98	2353.73	2787.52	2843.64	3146.26	4058.85	4464.74	4955.86	5550.56
YDY		106.20%	23.82%	18.43%	2.01%	10.64%	29.01%	10.00%	11.00%	12.00%
营业成本	841.83	1711.39	2124.40	2526.26	2591.74	2768.50	3499.45	3839.67	4212.48	4662.47
YDY		103.29%	24.13%	18.92%	2.59%	6.82%	26.40%	9.72%	9.71%	10.68%
毛利率	8.69%	9.97%	9.74%	9.37%	8.86%	12.01%	13.78%	14.00%	15.00%	16.00%
营业收入/总收入	39.93%	51.18%	49.38%	48.71%	43.68%	39.22%	46.69%	40.81%	39.90%	37.48%
3、日用品、化妆品										
营业收入	261.26	317.57	497.65	635.27	905.18	841.35	634.30	697.73	802.39	962.87
YDY		21.55%	56.71%	27.65%	42.49%	-7.05%	-24.61%	10.00%	15.00%	20.00%
营业成本	128.73	111.62	227.74	190.52	357.30	277.52	249.92	244.21	256.76	288.86
YDY		-13.29%	104.03%	-16.34%	87.54%	-22.33%	-9.95%	-2.29%	5.14%	12.50%
毛利率	50.73%	64.85%	54.24%	70.01%	60.53%	67.01%	60.60%	65.00%	68.00%	70.00%
营业收入/总收入	11.32%	8.55%	10.44%	11.10%	13.90%	10.49%	7.30%	6.38%	6.46%	6.50%
4、食品										
营业收入	4.42	13.07	13.48	10.84	11.26	44.89	168.63	185.49	213.32	255.98
YDY		195.70%	3.14%	-19.58%	3.87%	298.67%	275.65%	10.00%	15.00%	20.00%
营业成本	2.50	10.01	9.98	6.89	9.05	38.32	152.17	166.94	187.72	217.58
YDY		300.40%	-0.30%	-30.96%	31.35%	323.43%	297.10%	9.71%	12.44%	15.91%
毛利率	43.51%	23.41%	25.97%	36.43%	19.60%	14.63%	9.76%	10.00%	12.00%	15.00%
营业收入/总收入	0.19%	0.35%	0.28%	0.19%	0.17%	0.56%	1.94%	1.70%	1.72%	1.73%
5、其他业务										
营业收入	24.67	18.57	21.03	16.34	18.28	17.28	19.52	21.47	23.83	26.69
YDY		-24.73%	13.25%	-22.30%	11.87%	-5.47%	12.96%	10.00%	11.00%	12.00%
营业成本	2.66	1.58	4.18	1.50	1.13	9.62	12.34	13.57	15.07	16.88
YDY		-40.60%	164.56%	-64.11%	-24.67%	751.33%	28.27%	10.00%	11.00%	12.00%
营业收入/总收入	1.07%	0.50%	0.44%	0.29%	0.28%	0.22%	0.22%	0.20%	0.19%	0.18%

资料来源: 万联证券研究所测算

9 投资建议

- 1) 公司核心大单品片仔癀是中药领域稀缺性产品，处方和工艺国家绝密，公司手握提价权。上游原材料是未来片仔癀供应的关键要素，我们通过模型测算天然麝香和天然牛黄未来供给情况，分析出公司上游原材料资源获取能力强，储备丰厚，保守估计至少可支撑到2027年。同时，片仔癀需求端目前渗透率不足2%，未来渗透率提升将带动销量稳步增长。长期看，片仔癀有望保持稳健增长态势。
- 2) 公司安宫牛黄丸于2020年9月上市销售后市场份额持续提升，安宫牛黄丸赛道需求端天花板高，公司产品渗透率尚低，但是具有原材料、渠道、品牌、新老产品联动等优势，未来市场份额有望持续提升，成为公司新的增长引擎。
- 3) 公司化妆品业务2020年开始启动分拆上市，2022年5月完成研发和销售的业务独立，也做了价格体系梳理。2023年开始有望迎来业绩拐点期，实现业绩增速扭负为正。

公司未来有望立足于“片仔癀+安宫牛黄丸+化妆品”的战略矩阵，片仔癀稳健增长可期，安宫牛黄丸和化妆品有望成为公司新的增长驱动力。预计2023/2024/2025年收入为109.41亿元/124.22亿元/148.09亿元，对应归母净利润34.01亿元/37.90亿元/45.03亿元，对应EPS5.64元/股、6.28元/股、7.46元/股，对应PE为50.74/45.53/38.32（对应2023年7月18日收盘价286元），首次覆盖给予“买入”评级。

10 风险提示

利好政策不达预期风险、原材料供给不足风险、研发不达预期风险

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8694	10941	12422	14809
%同比增速	8.38%	25.84%	13.54%	19.22%
营业成本	4726	5466	6100	6996
毛利	3968	5475	6322	7813
%营业收入	45.64%	50.04%	50.90%	52.76%
税金及附加	72	93	107	125
%营业收入	0.83%	0.85%	0.86%	0.84%
销售费用	483	656	870	1333
%营业收入	5.56%	6.00%	7.00%	9.00%
管理费用	331	416	460	533
%营业收入	3.81%	3.80%	3.70%	3.60%
研发费用	230	361	460	592
%营业收入	2.65%	3.30%	3.70%	4.00%
财务费用	-62	25	24	12
%营业收入	-0.72%	0.23%	0.19%	0.08%
资产减值损失	-9	-1	-1	0
信用减值损失	-27	0	0	0
其他收益	11	21	17	23
投资收益	75	71	72	104
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	11	41	36	39
营业利润	2976	4057	4528	5383
%营业收入	34.23%	37.08%	36.45%	36.35%
营业外收支	2	-1	-1	0
利润总额	2978	4056	4527	5383
%营业收入	34.25%	37.07%	36.44%	36.35%
所得税费用	455	599	671	801
净利润	2523	3457	3856	4582
%营业收入	29.02%	31.60%	31.04%	30.94%
归属于母公司的净利润	2472	3401	3790	4503
%同比增速	1.66%	37.55%	11.45%	18.80%
少数股东损益	51	56	66	79
EPS (元/股)	4.10	5.64	6.28	7.46

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	4.10	5.64	6.28	7.46
BVPS	18.78	23.18	29.46	36.93
PE	69.79	50.74	45.53	38.32
PEG	41.96	1.35	3.98	2.04
PB	15.23	12.34	9.71	7.74
EV/EBITDA	59.07	40.76	36.32	30.32
ROE	22%	24%	21%	20%
ROIC	19%	22%	20%	19%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2496	3227	5022	7459
交易性金融资产	0	0	0	-3
应收票据及应收账款	818	1009	1114	1292
存货	2628	2733	2880	3109
预付款项	335	324	375	436
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	6428	8498	10584	12692
流动资产合计	12705	15790	19976	24984
长期股权投资	244	163	79	5
固定资产	261	258	252	244
在建工程	61	87	117	149
无形资产	319	373	426	487
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	167	178	178	178
其他非流动资产	846	875	902	915
资产总计	14604	17723	21929	26963
短期借款	971	1091	1226	1366
应付票据及应付账款	467	537	623	731
预收账款	9	10	11	14
合同负债	469	523	604	729
应付职工薪酬	132	146	165	189
应交税费	108	109	112	118
其他流动负债	1325	1588	1747	1933
流动负债合计	2510	2912	3263	3714
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	61	67	67	67
其他非流动负债	209	207	207	207
负债合计	2780	3187	3537	3989
归属于母公司的所有者权益	11330	13986	17776	22279
少数股东权益	494	550	616	695
股东权益	11824	14536	18392	22974
负债及股东权益	14604	17723	21929	26963

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	6873	1421	1731	2337
投资	-40	100	102	106
资本性支出	-162	-187	-193	-190
其他	-6103	72	76	105
投资活动现金流净额	-6305	-16	-15	21
债权融资	-1396	1	0	0
股权融资	22	0	0	0
银行贷款增加(减少)	1593	120	135	140
筹资成本	-761	-804	-56	-62
其他	-33	10	0	0
筹资活动现金流净额	-576	-673	79	78
现金净流量	4	730	1795	2437

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场