

2021年01月20日

证券研究报告·公司研究报告

片仔癀(600436) 医药生物

当前价: 293.20元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

国宝名药走向全国，一核两翼展翅腾飞

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司是肝病类中药龙头企业, 2019年营收突破57亿元, 立足传统中药, 逐步拓展日化、保健等领域。1) 公司具备强品牌优势, 提价19次仍未触及天花板, 稀缺原料储备充足, 保障全国渠道扩张。2) 肝病用药市场近千亿, 保健品市场近两千亿, 片仔癀作为稀缺高端护肝用药对应潜在市场规模超250亿。3) 从长期来看, 品牌延伸扩充传统名贵中药产品线, 日化板块分拆上市, 打开多元成长空间。预计2020-2022年归母净利润复合增长率为34.7%。
- **片仔癀具备强品牌、控原料、拓渠道三大核心竞争力。** 1) **强品牌:** 片仔癀历史悠久, 是国家认证一级保护中药, 具备稀缺原料麝香使用权。名贵传统中药奠定提价基础, 从2004年至2020年零售价一共提价19次, 量价齐升趋势不减, 提价仍未触及天花板。2) **拓渠道:** 公司通过全国开设体验店拓展全国渠道, 吸引全国高净值消费人群。截至2020年末全国已经布局达260家, 省外新增体验店提速, 2020年新增省外64家, 省内6家。体验店渠道占比迅速提升, 随着省外体验店逐渐步入成熟期, 省外销售收入占比提升已经逐渐得到兑现。3) **控原料:** 公司推进人工养殖弥补稀缺原料供给不足, 目前陕西养殖基地养殖超1万头, 我们推测年产超100公斤。目前公司的原料战略储备充足, 麝香和牛黄均可满足3年的产能扩张。
- **高端保健品稀缺, 肝病用药市场近千亿。** 我国肝病人数居高不下, 维持在4.5亿人左右。1) **从保健属性来看,** 我国人均医疗保健支出持续快速增长, 2020年保健品市场规模1948亿元, 行业竞争格局分散, TOP5仅占据19.8%。片仔癀作为高端保健品在护肝解酒功效突出, 在健康饮酒观念下, 片仔癀有望随着高端白酒实现快速增长, 假设未来3年渗透率提升至3%, 潜在市场空间达58亿元。2) **从药的属性来看,** 片仔癀在肝病用药中成药市场中位居第一。2020年我国肝病用药整体市场已达998亿元, 2019年片仔癀在我国肝病用药市场中渗透率为2.5%, 假如未来3年内患者渗透率提升至0.5%, 对应慢性肝病用药市场超200亿元。
- **强化中药名方矩阵, 日化启动分拆上市。** 1) 强化传统中药, 并购龙晖获得安宫牛黄丸、西黄丸等名方, 借助品牌、渠道优势, 打造名贵中药龙头; 2) 公司与上海家化合作成立子公司拓展日化品类, 经营业绩持续向好。化妆品板块2018-2019年增速均超过50%, 2019年收入达到4.3亿元, 增长势头保持强劲。化妆品子公司分拆上市已提上日程。
- **盈利预测。** 鉴于强品牌优势与渠道全国拓展带来量价齐升, 预计2020-2022年公司收入复合增长率为27.5%, 归母净利润复合增长率为34.7%, 对应2020-2022年EPS分别为2.66元、3.89元、5.57元。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、提价或不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5722.27	7010.27	9098.21	11862.59
增长率	20.06%	22.51%	29.78%	30.38%
归属母公司净利润(百万元)	1374.38	1603.76	2346.24	3359.47
增长率	20.25%	16.69%	46.30%	43.19%
每股收益EPS(元)	2.28	2.66	3.89	5.57
净资产收益率ROE	19.90%	20.50%	24.27%	27.33%
PE	129	110	75	53
PB	25.38	22.40	18.13	14.26

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.03
流通A股(亿股)	6.03
52周内股价区间(元)	117.01-312.5
总市值(亿元)	1,768.93
总资产(亿元)	101.21
每股净资产(元)	12.47

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 国宝名药的传世之路	1
2 品牌中药的放量之道：把控原料，打开渠道	5
2.1 品牌：国宝级名贵中药，量价齐升趋势不改	5
2.2 渠道：扩大体验馆范围，拓展全国市场	10
2.3 原料：原料储备充足，短期扩产不受原料制约	12
3 高端保健品稀缺，肝病用药千亿市场可期	15
3.1 保健品：消费升级带来医药保健奢侈品需求增加	15
3.2 药品：肝病基数大、增长快，市场需求潜力巨大	17
4 “一核两翼” 开拓多元成长空间	20
4.1 研发投入加大，中药品牌延伸拓展	20
4.2 日化盈利步入正轨，护肤品分拆上市提上日程	22
5 盈利预测与估值	26
5.1 盈利预测	26
5.2 相对估值	27
6 风险提示	27

图 目 录

图 1: 片仔癀公司发展简史.....	1
图 2: 片仔癀产品 (锭剂和胶囊剂)	2
图 3: 片仔癀主要成分.....	2
图 4: “一核双翼” 发展策略.....	2
图 5: 公司股权结构图 (截止 2019.12.31)	3
图 6: 公司 2013 年来总收入增长情况 (亿元)	3
图 7: 公司 2013 年来归母净利润增长情况 (亿元)	3
图 8: 2019 年公司营收构成 (亿元)	4
图 9: 2019 年各项业务毛利贡献构成情况 (亿元)	4
图 10: 公司近年来毛利率和净利润.....	4
图 11: 公司近年四费率.....	4
图 12: 国内零售价与出厂价提价.....	7
图 13: 2017-2018 年公司渠道分析.....	10
图 14: 体验店渠道占比.....	10
图 15: 片仔癀体验馆的数量变化 (家数)	11
图 16: 片仔癀全国覆盖省市范围.....	11
图 17: 2020 年全国新增体验店区域分布.....	11
图 18: 除公司华东及华南优势区域之外的地方收入占比 (占总收入)	12
图 19: 片仔癀 (肝病用药) 主要成本购成.....	13
图 20: 原材料的主要购成情况.....	13
图 21: 天然麝香价格及单位成本.....	13
图 22: 天然牛黄价格及单位成本.....	13
图 23: 中国居民人均医疗保健消费.....	15
图 24: 中国保健品市场规模 (亿元)	15
图 25: 中国保健品市场的竞争格局.....	15
图 26: 中国富裕阶层对高端消费品保持旺盛需求.....	16
图 27: 2018-2039 年高端白酒市场规模.....	16
图 28: 贵州茅台和片仔癀的收入增速.....	16
图 29: 我国肝病患者结构.....	17
图 30: 2011 年-2020 年中国各类型肝病患者人数 (万人)	18
图 31: 中国肝病用药市场规模.....	18
图 32: 2020 年肝炎中成药 TOP3 企业市场份额情况.....	19
图 33: 片仔癀研发费用不断提升.....	21
图 34: 研发费用率对比.....	21
图 35: 安宫牛黄丸成分.....	22
图 36: 片仔癀牌安宫牛黄丸.....	22
图 37: 化妆品子公司营业收入及增速.....	22
图 38: 化妆品子公司净利润及增速.....	22
图 39: 片仔癀化妆品体验店.....	23

图 40: 片仔癀的新产品线.....	23
图 41: 中国药妆市场规模及预测.....	23
图 42: 片仔癀日化产品管线.....	24
图 43: 漳州片仔癀上海家化口腔护理有限公司营收及增速.....	25
图 44: 漳州片仔癀上海家化口腔护理有限公司净利润.....	25
图 45: 中国牙膏市场规模统计及预测情况.....	25
图 46: 2017 年牙膏功效市场占比.....	25

表 目 录

表 1: 片仔癀系列产品的适应症.....	1
表 2: 目前还处于国家保护期的中药一级保护品种.....	5
表 3: 首批获得天然麝香使用权的品种.....	5
表 4: 片仔癀不断拓展新的适应症.....	5
表 5: 胡润医疗保健品品牌价值与排名.....	6
表 6: 公司的品牌宣传活动.....	6
表 7: 2004-2019 年提价与收入、归母净利润.....	8
表 8: 片仔癀销量测算.....	9
表 9: 预测 2020 年提价幅度与量增速对收入的影响.....	9
表 10: 预测 2021 年提价幅度与销量增速对收入的影响.....	9
表 11: 片仔癀与茅台的终端价提价.....	10
表 12: 分地区收入 (单位: 亿元).....	12
表 13: 片仔癀原材料成本价值拆分.....	13
表 14: 公司 2020-2024 年原料测算.....	14
表 15: 贵州茅台和片仔癀对比.....	17
表 16: 保健品市场规模测算.....	17
表 17: 2020E 肝炎用药品牌 TOP20.....	19
表 18: 片仔癀肝病用药市场规模测算.....	20
表 19: 片仔癀针对各类疾病的用药方法.....	20
表 20: 主要在研项目.....	21
表 21: 中国药妆品牌对比.....	24
表 22: 中草药牙膏产品对比.....	26
表 23: 分业务收入及毛利率.....	27
表 24: 可比公司估值.....	27
附表: 财务预测与估值.....	28

1 国宝名药的传世之路

漳州片仔癀药业股份有限公司改制于1999年12月，公司的前身是1956年成立的福建漳州制药厂，生产独家产品片仔癀。2003年6月在上交所成功上市。片仔癀作为中国传统名贵中药，至今已有500年历史。片仔癀最早历史可追溯至1555年的明朝嘉靖御医药房，在明朝末年，片仔癀曾由一位宫廷御医携秘方逃离皇宫，因而得以流传至民间。1965年，片仔癀被国家中药管理局和国家保密局列为绝密级国家重点保护中药制剂，1994年被列为国家中药一级保护品种。片仔癀在世界30多个国家和地区出口连续20多年位居中国中成药外贸单项品种出口前列，在海外华人圈有着极高的知名度和美誉度。

图1：片仔癀公司发展简史



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司的主要产品涵盖了肝病用药、心血管用药、感冒用药、糖尿病用药等众多领域，其中核心产品为片仔癀系列产品，包括片仔癀、片仔癀胶囊、复方片仔癀含片、复方片仔癀软膏、复方片仔癀痔疮膏等。公司的支柱产品“片仔癀”主要用于热毒血瘀所致急性病毒性肝炎，痈疽疔疮，无名肿毒，跌打损伤及各种炎症。

表1：片仔癀系列产品的适应症

药品名称		剂型	适应症
片仔癀		锭剂	用于热毒血瘀所致急性病毒性肝炎，痈疽疔疮，无名肿毒，跌打损伤及各种炎症
片仔癀胶囊		胶囊剂	用于热毒血瘀所致急性病毒性肝炎，痈疽疔疮，无名肿毒，跌打损伤及各种炎症
复方片仔癀系列	复方片仔癀含片	片剂	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。
	复方片仔癀痔疮膏	软膏剂	清热、解毒、止痛，用于带状疱疹、脓包疮、毛囊炎、痤疮
	复方片仔癀软膏	软膏剂	清热解毒，散瘀镇痛，止血消痔。用于内、外痔，混合痔
拓展产品	茵胆平肝胶囊	胶囊剂	用于肝胆湿热所致的胁痛、口苦、尿黄、身目发黄；急、慢性肝炎见上述证候者
	川贝清肺糖浆	糖浆剂	用于干咳，咽干，咽痛
	安宫牛黄丸	丸剂	清热解毒，镇惊开窍；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
	西黄丸	丸剂	清热解毒，消肿散结，热毒壅结所致痈疽疔毒、瘰疬、流注、癌肿等

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：片仔癀产品（锭剂和胶囊剂）



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 3：片仔癀主要成分



数据来源：公司公告，西南证券整理

“一核两翼”战略，片仔癀开辟日化保健发展新思路。公司自成立以来一直是以“片仔癀”系列产品作为公司的核心业务。随着公司的发展，2014 年，新任董事长刘建顺提出了“一核两翼”的公司发展策略，“一核”是指公司保持传统中药生产龙头企业的核心优势，同时以保健食品、日化用品的发展作为两翼，以药品流通为补充。公司着力将把片仔癀打造成拥有厚重中医药文化价值、国内一流的健康养生品牌。围绕着“一核两翼”的思路，公司目前的主营业务有：医药工业，医药商业和日化用品三大板块。

图 4：“一核双翼”发展策略



数据来源：公司报告，西南证券整理

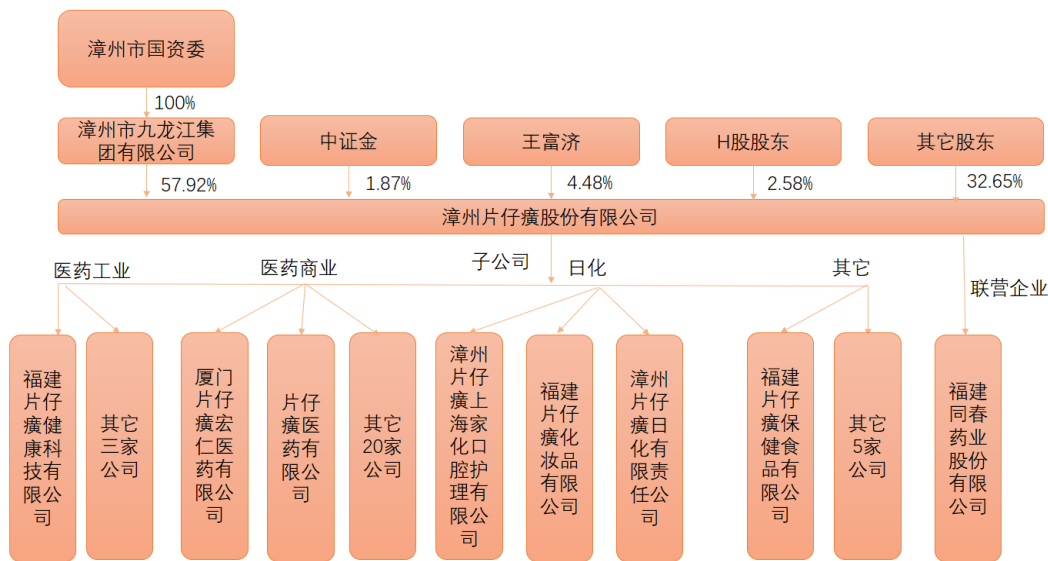
拓展子公司，全面践行“一核两翼”战略。目前公司共拥有 36 家子公司，覆盖医药工业，医药商业，日化用品，食品保健等领域。公司正在朝向“一核两翼”的公司战略全面布局，多元化的发展使公司利润的提升有了更坚实的保障。

- **工业板块**：2020 年 7 月投资龙晖药业，龙晖药业拥有药品批文 115 个，其中包括安宫牛黄丸、西黄丸等传统经典中成药。随着产品线扩充，将有望凭借片仔癀品牌优势，组成强大的传统名方阵营，强化“一核”战略。
- **日化板块**：公司与上海家化合资建立漳州片仔癀上海家化口腔护理有限公司，该子公司主要业务为牙膏产品及其它口腔护理类产品的研发、生产、销售企业管理服务，是片仔癀公司在口腔护理方面的核心子公司。

➤ **商业板块：**不断并购区域子公司，整合区域医药商业流通资源。厦门片仔癀宏仁医药有限公司是一家以西药、中药、医疗器械批发为主营业务的公司，是片仔癀在医药商业的途径的重要棋子，为片仔癀在医药商业领域开辟出新的道路。

漳州市国资委控股，股权结构稳定。公司第一大股东是为漳州九龙江集团有限公司（由实控人漳州市国资委 100%控股），直接持股 57.9%，其它股东较为分散且权重较小，整体来说股权结构稳定，有利于公司“一体两翼”战略的持续推进。

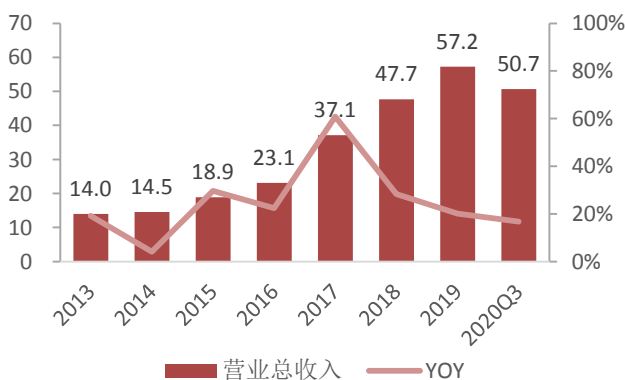
图 5：公司股权结构图（截止 2019.12.31）



数据来源：公司报告，西南证券整理

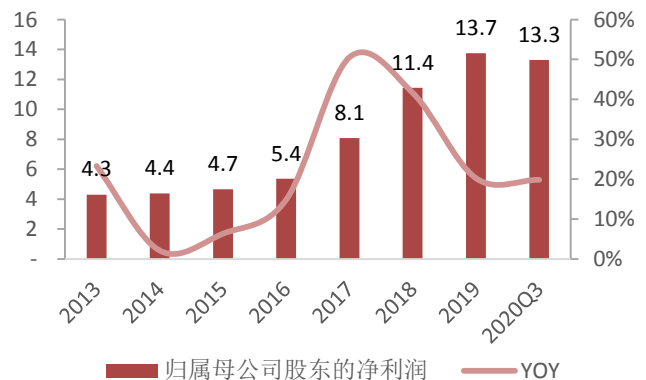
受益产品提价，收入和归母净利润双提升。根据 2020 年 Q3 实现营业总收入 50.7 亿元，同比上升 17%，归母净利润 13.29 亿元，同比上升 20%。2020 年主要受益于片仔癀终端价格提升 60 元/粒，提价幅度达到了 11.3%，出厂价提升 40 元/粒，在产品需求旺盛的市场下，公司提价将极大推动公司收入和净利润的增长。分单季度来看，Q1-Q3 收入增速分别为 15.5%/8.6%/26%，归母净利润增速分别为 14.7%/15.8%/29.1%。疫情缓和，提价对归母净利润的影响逐季显现。

图 6：公司 2013 年来总收入增长情况（亿元）



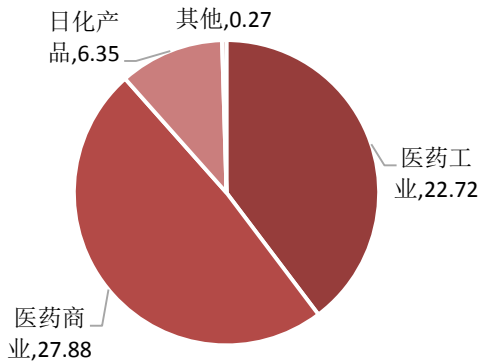
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司 2013 年来归母净利润增长情况（亿元）

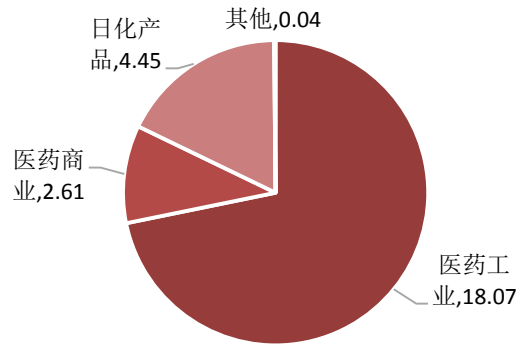


数据来源：Wind，西南证券整理

医药工业板块贡献核心毛利。2020Q3 公司的肝病用药（以“片仔癀”系列产品为核心）占总营收 44%，医药商业占总营收的 41%，日化用品和化妆品占 13%，其它占 2%。2020Q3 总毛利率达到 47.4%，同比提升了 2.6pp。从各个业务板块毛利率来看，2019 年医药工业毛利率为 79.5%，医药商业毛利率为 9.4%，日化毛利率为 70%。

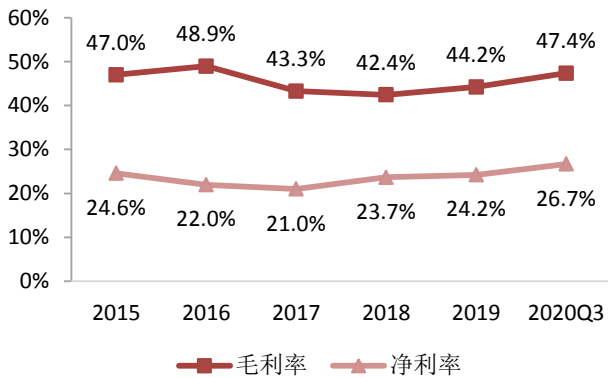
图 8：2019 年公司营收构成（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

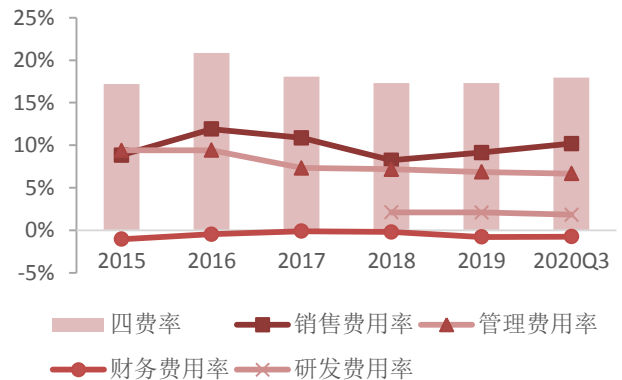
图 9：2019 年各项业务毛利贡献构成情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

净利润和毛利率双升，四费率保持平稳。2020 年公司受提价影响，毛利率和净利率均大幅提升，公司体系完善，产品较为成熟，所以销售费用率，管理费用率和财务费用率均无较大变化。研发费用率上升是因为公司加大研发投入，在拓宽片仔癀适应症及创新药投入方面力度加大，所以研究费用有所上升。

图 10：公司近年来毛利率和净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司近年四费率


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 品牌中药的放量之道：把控原料，打开渠道

2.1 品牌：国宝级名贵中药，量价齐升趋势不改

2.1.1 强品牌奠定提价基础

片仔癀属于国宝级中药品种，历史文化底蕴深厚。片仔癀是我国首批中药一级保护品种，在 2018 年继续被纳入保护。片仔癀属于国家级绝密配方，片仔癀的配方是经过国家批准的独有专利配方。我国目前只有片仔癀和云南白药属于国家级绝密配方。

表 2：目前还处于国家保护期的中药一级保护品种

药品名称	生产企业	首次保护时间	保护期限	是否继续保护	保护起始日	保护终止日
片仔癀	漳州片仔癀制药厂	1994/10/12	20 年	是	2018/2/7	2024/9/15
云南白药	云南白药集团股份有限公司	1995/8/17	20 年	是	2016/11/7	2025/8/18
云南白药胶囊	云南白药集团股份有限公司	1995/8/17	21 年	是	2016/11/7	2025/8/18

数据来源：卫生部官网，《国家中药保护品种》，西南证券整理

天然原料具有稀缺性，天然具备提价基础。公司 2005 年由国家林业局批准作为首批可使用天然麝香的药企之一。截止到 2016 年，我国也仅有 17 个品种，共 14 家企业获得天然麝香使用权。麝香作为一种传统名贵中药材，在《本草纲目》、《神农本草经》等历史药典中都提到其具有开窍醒神、活血通经、消肿止痛的奇效。然而天然麝香从 20 世纪 50 年代的 200-300 万头野生麝锐减至 6-7 万头，因此国家在 2003 年将麝由国家二级野生保护动物调整为一级野生保护动物，后续也出台了一系列政策保护麝科动物，同时对天然麝香的使用采取了配额制，保障少量的名贵中药的药材供应。

表 3：首批获得天然麝香使用权的品种

获批时间	产品名称	生产企业
2005 年	片仔癀	漳州片仔癀
	安宫牛黄丸	北京同仁堂
	八宝丹	厦门中药厂
	六神丸	上海/苏州雷允上

数据来源：中国林业局，西南证券整理

重视产品功效循证研究工作，不断进行上市后药物的探索试验。继续深入开展片仔癀治疗肝病、肿瘤及在抗炎、免疫调节方面的系列药理毒理、质量标准及临床研究项目近 40 个。目前正在进行片仔癀胶囊治疗慢性乙型病毒性肝炎肝纤维化、新冠肺炎、带状疱疹的临床研究。同时对于已经非常成熟的适应症肝癌、乙肝等病种不断进行循证试验。“片仔癀新增治疗中晚期原发性肝癌功能主治”项目顺利完成药审中心沟通，并提交补充申请资料。

表 4：片仔癀不断拓展新的适应症

登记号	试验题目	药物名称	适应症	试验状态	试验分期
ChiCTR2000040030	片仔癀促进伤口修复临床疗效评价研究	片仔癀	伤口修复	尚未开始	上市后药物
ChiCTR2000035128	评价片仔癀治疗慢性乙型病毒性肝炎肝纤维化(瘀血阻络兼湿热未尽证)有效性	片仔癀	慢性乙型病毒性肝炎肝纤维化	尚未开始	上市后药物

登记号	试验题目	药物名称	适应症	试验状态	试验分期
	和安全性的多中心、随机、双盲、安慰剂平行对照临床试验。				
ChiCTR2000032635	新型冠状病毒肺炎 (COVID-19) 康复者恢复期康复治疗中成药筛选研究	片仔癀胶囊	新型冠状病毒肺炎 (COVID-19)	尚未开始	探索性研究 / 预试验
ChiCTR1800019257	片仔癀胶囊在初次单侧全膝关节置换术围手术期患者的有效性和安全性的观察研究	片仔癀胶囊	全膝关节置换术围手术期 伤口炎症	尚未开始	上市后药物
ChiCTR1800016441	片仔癀胶囊联合抗病毒药物治疗带状疱疹的临床试验	片仔癀胶囊	带状疱疹	进行中	上市后药物
ChiCTR-TRC-14005101	片仔癀治疗慢性乙型肝炎合并胆囊炎的研究	片仔癀	慢性乙型肝炎合并胆囊炎	进行中	上市后药物
ChiCTR-TRC-14005092	片仔癀治疗慢性乙型肝炎疗效	片仔癀	慢性乙型肝炎	进行中	上市后药物
ChiCTR-TRC-13003595	片仔癀维持治疗转移性结肠癌患者的多中心、随机、双盲、安慰剂平行对照临床试验	片仔癀胶囊	转移性结肠癌	已完成	2期
ChiCTR-IPR-17010446	开放性、随机对照、多中心临床试验设计方法, 评价片仔癀胶囊治疗中晚期原发性肝癌(肝热血瘀证)的有效性及安全性	片仔癀胶囊	肝癌	进行中	上市后药物

数据来源: 药智网, 西南证券整理

品牌宣传到位, 公司的品牌价值快速增长。公司近年来加大对品牌的宣传, 从历史文化传承、品牌推广、海外推广和学术推广方面扩大影响力。编写《片仔癀治疗肝癌临床研究成果发布》等学术宣传文章, 用科学数据阐述片仔癀功效, 通过知名门户网站和媒体宣传平台二次发酵, 实现了宣传效果最大化, 提升了市场对片仔癀功效的认可与信赖。借助“一带一路”政策, 作为丝绸之路上重大历史文化瑰宝, 重走丝绸之路。品牌知名度快速提升, 目前已经是医疗保健品牌的第二品牌。从 2014-2019 年, 片仔癀在胡润品牌榜上的品牌价值和排名均有明显提升态势, 到 2019 年片仔癀的品牌价值达到 145 亿元, 在医疗保健品牌中排名第二。

表 5: 胡润医疗保健品品牌价值与排名

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
品牌价值 (亿元)	23	36	40	61	95	145
医疗保健品牌排名	7	7	7	5	3	2

数据来源: 胡润研究院, 西南证券整理

表 6: 公司的品牌宣传活动

推广活动	事件
历史传承	国宝名药片仔癀重回宫廷——传承·匠心·未来
	“一带一路”网络主题活动探访国宝名药片仔癀
	片仔癀重走海上丝绸之路 海外大型采访之第 1 站-菲律宾、马来西亚
品牌推广	“中国速度”传播中医药品牌——“片仔癀”号高铁首发仪式隆重举行

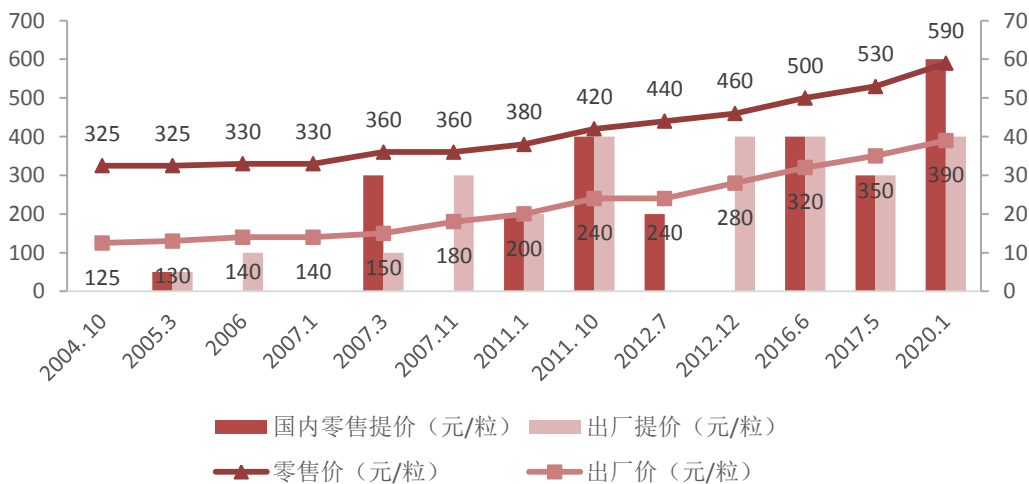
推广活动	事件
	国货之光！片仔癀药业与山东航空签署“片仔癀”号飞机冠名合作协议
	匠心+创新，国家级非遗片仔癀亮相“2020年中医药非物质文化遗产发展论坛”
	央视《国宝档案》，聚集海上丝绸之路上的中国符号片仔癀
	央视《国宝档案》首次聚焦500年宫廷秘方——片仔癀
	片仔癀再次精彩亮相央视《对话》
	国宝级中药绝密配方将获特殊保护——片仔癀再登央视《中医药法》实施新闻节目
	国宝名药片仔癀登央视一套《新闻联播》
	《参考消息》权威报道片仔癀
海外推广	片仔癀香港首店开业 再创“增长点”
	《片仔癀在海外》专题纪录片开播
	国宝名药片仔癀落户澳门
学术推广	国宝名药片仔癀精彩亮相2020中国肿瘤学大会
	片仔癀治疗酒精性脂肪肝研究成果精彩亮相第十九次全国病毒性肝炎及肝病学术年会
	科技话传承国宝名药片仔癀精彩亮相肝胆病学术年会
	片仔癀参展2016中美中欧肝病联合会议

数据来源：片仔癀官方微信公众号，西南证券整理

2.1.2 提价远未触及天花板

强品牌产品提价空间大、频率高。从2004年到2020年片仔癀国内零售价一共提价9次，从325元的零售价提升到了590元，提升81%。出口零售价一共提了10次，从14.5美元/锭提升到了51.8元/锭，提升257%。从出厂价来看，我们根据历年公告推测，从2004年以来一共提了10次，从125元提升到了390元，提升212%。

图 12：国内零售价与出厂价提价



数据来源：公司报告，西南证券整理

提价与放量将持续带来公司未来业绩增长。从片仔癀上市以来，已经持续进行了 19 次提价（包括内销和外销）。

第一波提价周期从 2005 年持续到 2008 年，主要受核心原料麝香首次被国家林业局管控，含有天然麝香药品瞬间成为市场稀缺品，量价持续走高。2005 年出厂价和零售价均提升 5 元，出厂价提升幅度为 3.8%，当年收入同比增长 65.2%，归母净利润同比提升 106.8%。2007 年再次受原材料价格上升，国内零售价提升 30 元，出口提升 6 美元，2008 年收入提升 9.6%，归母净利润提升 48%，仍然是以量驱动为主。

第二波提价周期从 2011 年持续到 2014 年，其中国内零售价 2011 年和 2012 年分别提升 60 元和 20 元，2011-2014 年出口价分别提升 3.5 美元、6 美元、6 美元和 3 美元。从 2011-2014 年归母净利润增速分别为 31.3%、36.8%、23.3%和 2.1%。此轮提价并未对净利润产生较大增长，主要是因为终端放量受到渠道布局限制。

第三波提价周期从 2016-2017 年开始，终端零售价分别提升 40 元和 30 元。2017 年出口价也提升 3 美元。2017 年受益于提价影响，归母净利润同比增速为 50.5%。此轮提价对净利润影响较大，主要是因为终端放量快速增长。2015 年公司开启开设体验店，实现全国渠道布局与品牌的跨地域的推广，借助渠道扩展优势，提价放量明显。

表 7：2004-2019 年提价与收入、归母净利润

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
收入同比(%)	18.68	65.22	26.67	11.79	9.56	6.93	24.84	17.78
归母净利润同比(%)	-30.93	106.82	-7.33	18.89	47.99	-7.96	49.72	31.29
国内提价(元)		5		30				60
国外提价(美元)				6	4			3.5
营业总收入(亿元)	2.14	2.53	4.19	5.31	5.93	6.5	6.95	8.67
归属母公司股东的净利润(亿元)	0.6	0.42	0.86	0.8	0.95	1.41	1.3	1.94
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
收入同比(%)	14.64	19.19	4.16	29.7	22.45	60.85	28.33	20.06
归母净利润同比(%)	36.75	23.31	2.11	6.35	14.88	50.53	41.62	20.25
国内提价(元)	20				40	30		
国外提价(美元)	6	6	3			3		
营业总收入(亿元)	10.22	11.71	13.96	14.54	18.86	23.09	37.14	47.66
归属母公司股东的净利润(亿元)	2.55	3.49	4.3	4.39	4.67	5.36	8.07	11.43

数据来源：公司公告，西南证券整理

提价速度远低于销量增长速度。从 2016-2019 年来看提价幅度来看，出厂价提价 9%，零售价提价 6%。从销量上来看，从 2016 年到 2019 年，销售量从 367 万锭增长到 704 万锭，销售量同比增长 92%，远远超过零售价和出厂价的增速，因此我们可以推测，片仔癀提价对终端放量影响较小。

表 8: 片仔癀销量测算

	2016	2017	2018	2019
肝病用药收入 (亿元)	10.04	13.61	17.97	21.81
收入增速		36%	32%	21%
销量 (万锭)	367.09	454.96	595.52	704.09
销量增速		24%	32%	21%
出厂价	320	350	350	350
出厂价 (不含税)	273.50	299.15	301.72	309.73
零售价	500	530	530	530

数据来源: 西南证券整理。注: 销量按照肝病用药收入处以不含税出厂价 (推算)

2020 年 1 月片仔癀零售价提升 60 元/锭, 出厂价提升 40 元/锭, 提价幅度约为 10%。我们假设销售额有 15%-40% 的不同程度增长, 得到 2020 年肝病收入的区间在 28-34 之间。假设 2019 年销售量增速达到 20%, 对应的肝病用药收入为 29 亿元。可进一步对 2021 年提价幅度与销量增速作出如下测算。

表 9: 预测 2020 年提价幅度与量增速对收入的影响

2020 年预测		提价幅度					
		0%	2%	4%	6%	8%	10%
销量增速	15%	25	26	26	27	27	28
	20%	26	27	27	28	28	29
	25%	27	28	28	29	29	30
	30%	28	29	29	30	31	31
	35%	29	30	31	31	32	32
	40%	31	31	32	32	33	34

数据来源: 西南证券整理

表 10: 预测 2021 年提价幅度与销量增速对收入的影响

		提价幅度					
		0%	2%	4%	6%	8%	10%
销量增速	15%	34	34	35	36	36	37
	20%	35	36	36	37	38	38
	25%	36	37	38	39	39	40
	30%	38	39	39	40	41	42
	35%	39	40	41	42	43	43
	40%	41	42	42	43	44	45

数据来源: 西南证券整理

对标茅台和安宫牛黄丸, 片仔癀的提价空间远未触及天花板, 未来的提价空间大。公司的提价幅度远未及天花板。茅台作为稀缺名酒, 在 2004-2020 年零售价提价幅度为 471%, 而片仔癀作为稀缺名牌中药从 2004 年至 2020 年提价幅度仅为 82%。同样是名贵中药品种的安宫牛黄丸从 1997 年-2020 年也提价高达 445%, 片仔癀相对于安宫牛黄丸享有独家品种的核心优势, 且未来片仔癀的提价空间广阔。

表 11: 片仔癀与茅台的终端价提价

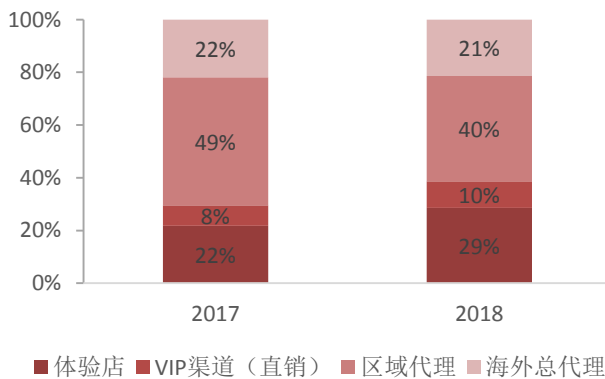
零售价	2004	2020	提价幅度
茅台	350	2000	471%
安宫牛黄丸	145 (2000 年)	790	445%
片仔癀	325	590	82%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理。注: 茅台终端价格存在较大波动, 2020 年取最低终端零售价格

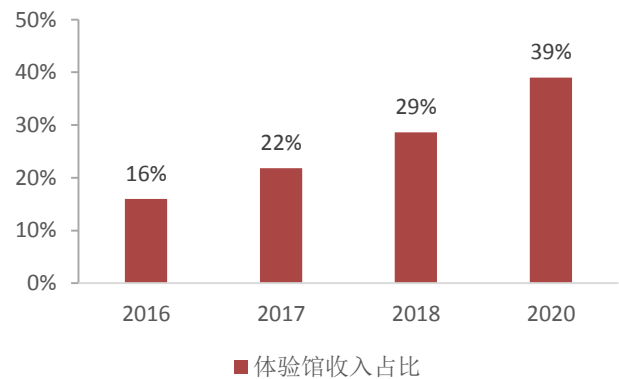
我们认为: 片仔癀作为官方认可的稀缺传统名贵中药具备强品牌力, 强品牌决定了能持续不断提价。从历史来看, 2004-2020 年一共提价 19 次, 和茅台、安宫牛黄丸提价幅度相比, 片仔癀价格远未达天花板。从利润端来看, 提价对于净利润提升显著已被历史所证实。随着品牌宣传推广, 不断提高品牌影响力, 未来价格保持高频率的提价幅度可能性较高, 利润快速增长具有较大确定性。

2.2 渠道: 扩大体验馆范围, 拓展全国市场

体验馆聚焦高净值人群, 实现快速增长。 公司主要渠道分为海外总代理、VIP 渠道 (直销)、区域代理和体验馆四大渠道。为了满足日益增长的高端客户消费群体, 公司从 2015 年以来大力发展体验馆渠道。公司将体验馆布局精准融入高级消费品的经销商网络, 打造高端保健品定位, 进一步拓展新渠道、新客群部落、新消费者, 扩大市场增量。公司从 2015 年开始通过开设体验馆的形式全国铺设渠道, 体验馆达到“渠道扩张+品牌宣传”双重作用。随着体验馆数量全国拓展, 体验馆渠道收入占比逐年提升。

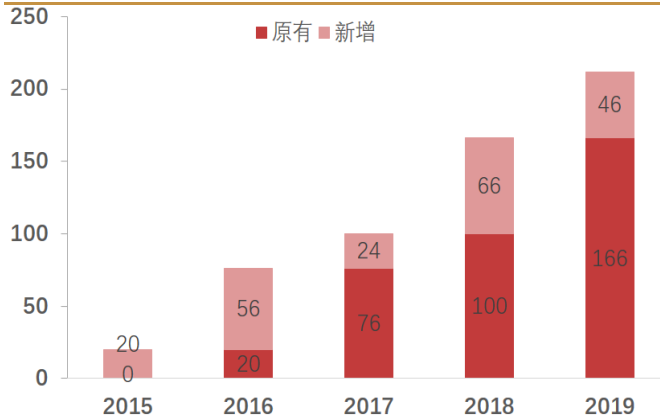
图 13: 2017-2018 年公司渠道分析


数据来源: 西南证券整理

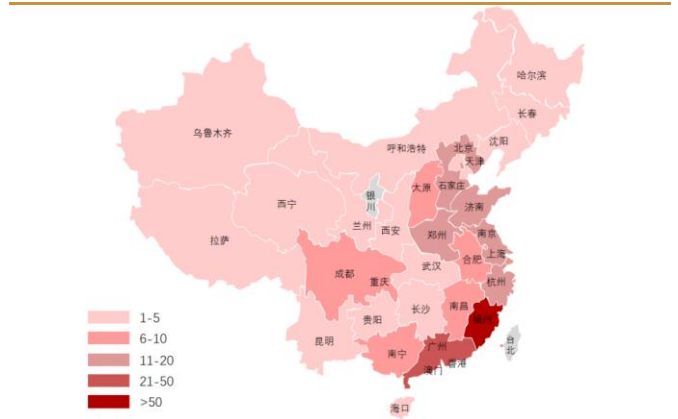
图 14: 体验馆渠道占比


数据来源: 西南证券整理

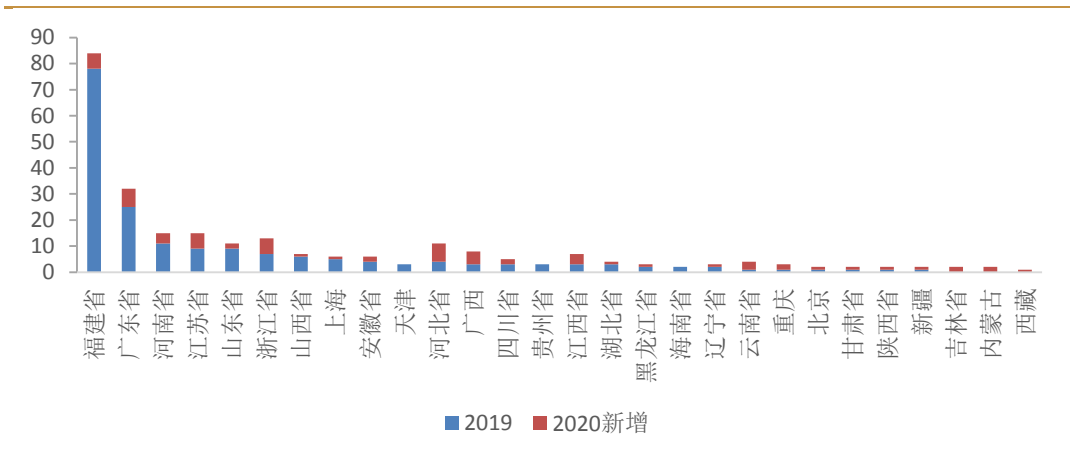
省外体验馆布局提速, 拓展全国市场。 2015 年开设 20 家, 截至 2020 年 12 月 31 日已经全国布局达到 260 家。目前已经实现了全国布局, 搭建起了全国的销售渠道。2020 年福建省外体验馆新增 64 家, 省内新增 6 家, 省外渠道布局提速。

图 15: 片仔癀体验馆的数量变化 (家数)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 16: 片仔癀全国覆盖省市范围


数据来源: 高德地图, 西南证券整理。注: 统计体验馆总数为 257 家, 可能与实际存在出入, 数据截至 2020 年 11 月

图 17: 2020 年全国新增体验店区域分布


数据来源: 高德地图、公司官网, 西南证券整理

我们认为, 未来几年随着体验店在省外市场逐渐运营成熟、品牌逐渐推广, 未来 2-3 年片仔癀将迎来快速增长阶段。主要原因基于:

第一、省外体验店运营时间较短, 随着体验店逐渐运营成熟, 收入也将保持快速增长;

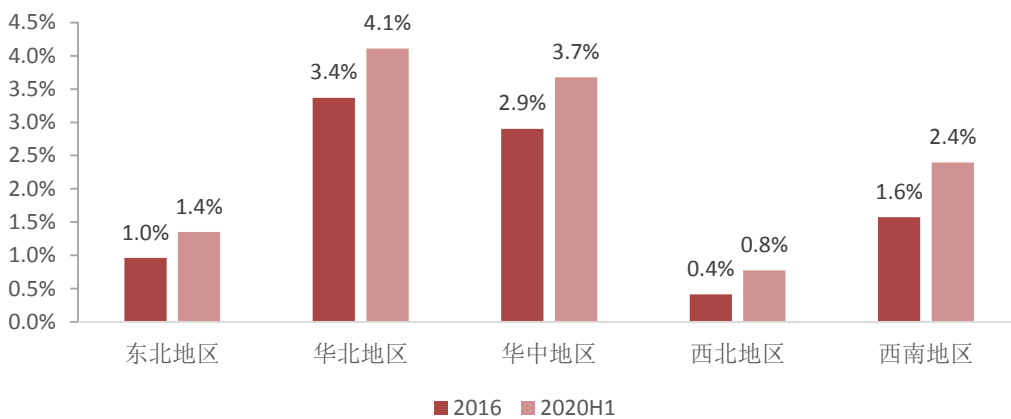
第二、省外的体验店渗透率较低, 2019 年末一共有 20 个省份体验店数量不足 5 家, 市场空间大、渗透率低, 体验店增长的基数也相对较低, 未来省外新增体验店实现快速增长, 将带来省外市场收入份额大幅提升将是大概率事件。

公司在除华东及华南区域之外的非核心城市收入占比提升。受益于体验店在全国各个区域的拓展, 产品的知名度已经逐步从福建省走向全国。从销售额占比来看, 东北、华北、华中、西南以及西北地区都有较大幅度的提升。

表 12: 分地区收入 (单位: 亿元)

总收入分地区	2016	2017	2018	2019	2020H1
东北地区	0.22	0.36	0.43		0.44
YOY		66%	19%		56%
华北地区	0.77	1.33	1.73		1.33
YOY		73%	30%		25%
华南地区	2.54	4.60	4.33	5.06	3.16
YOY		81%	-6%	17%	20%
华中地区	0.66	1.27	1.54	2.17	1.19
YOY		92%	21%	41%	17%
西北地区	0.09	0.21	0.36	0.40	0.25
YOY		124%	71%	11%	-37%
西南地区	0.36	0.72	0.86	1.18	0.78
		101%	19%	36%	29%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

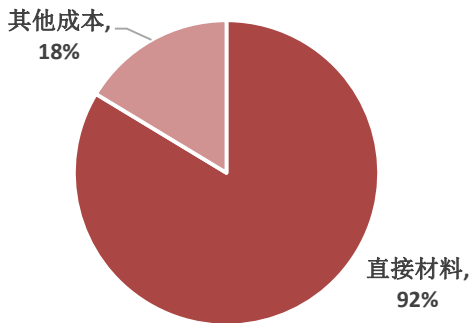
图 18: 除公司华东及华南优势区域之外的地方收入占比 (占总收入)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

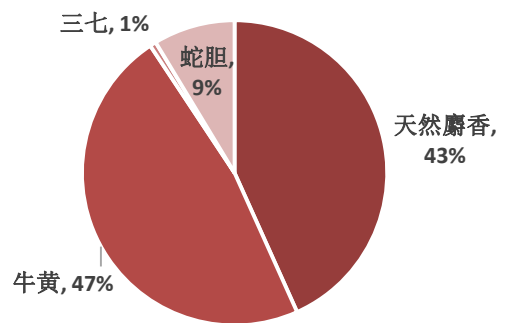
2.3 原料: 原料储备充足, 短期扩产不受原料制约

2.3.1 核心原料占成本比重高达 90%

天然麝香和牛黄是两大核心原料成本。2019 年片仔癀肝病用药产品的成本费用率为 18%, 在成本中 92% 来源于原材料。天然麝香和牛黄一共占原材料的比重达到了 90%。一锭 3g 的片仔癀的四项原材料成本合计为 73 元/g, 占比约为 18%, 其中天然麝香成本为 31 元/锭, 占原材料的比重为 43%, 牛黄的成本约为 34.5 元/g, 占原材料的比重为 47%。

图 19: 片仔癀 (肝病用药) 主要成本构成


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 20: 原材料的主要购成情况


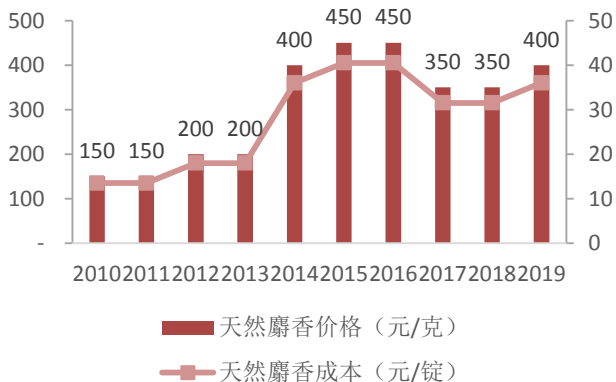
数据来源: Wind, 西南证券整理

表 13: 片仔癀原材料成本价值拆分

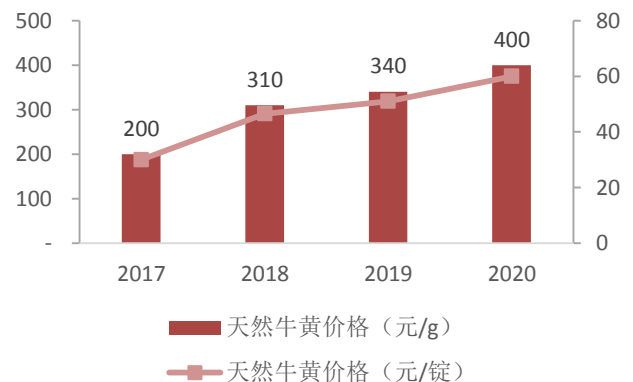
	重量占比	重量 (g)	单价 (元/g)	成本	金额占比
牛黄	5%	0.15	230	34.50	47%
天然麝香	3%	0.09	350	31.50	43%
蛇胆	7%	0.21	30	6.30	9%
三七	85%	2.55	0.19	0.48	1%
原料成本合计	100%	3		72.78	100%

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

天然麝香供不应求, 原料价格持续走高。从全国来看, 一共有 6-7 万头的林麝, 按照每头熊麝一年产 20g 麝香, 大约每年国家麝香产量约为 600 公斤, 而我国一年麝香的需求量大约为 1000kg。长期的供需不平衡造成我国天然麝香的价格持续走高, 原料的上升助推片仔癀终端价格提升。天然牛黄同样具备稀缺性。根据中国中药协会提供的资料显示, 我国每年产出的天然牛黄不到 1000 公斤, 而传统名贵中成药中的牛黄需求量约 5000 公斤。

图 21: 天然麝香价格及单位成本


数据来源: 康美中药网, 西南证券整理

图 22: 天然牛黄价格及单位成本


数据来源: 康美中药网, 西南证券整理

2.3.2 原料储备充裕，人工养麝弥补产能

公司持续推进“公司+基地+科研+养殖户”的产业发展模式，已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责任公司发展人工养麝产业。与控股子公司陕西片仔癀麝业有限公司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。公司拥有或控制的林麝及麝香资源约占陕西当地的60%。截至2018年12月，陕西省人工繁育林麝存栏数达到19000余只，根据公司披露陕西林麝存栏数量占比达60%，可推测公司在陕西养殖基地一共拥有11400余头，年产麝香量可达114~171公斤。

公司原料战略储备持续稳定增长，预计能够保障3年的原料供应。2019年公司原材料库存账面价值达到13.5亿元，其中麝香和牛黄两个核心原料账面价值分别为6.95亿元和5.21亿元。

- 麝香：我们假设目前麝香的平均入账价值为300元/g，2019年公司麝香的库存量2317公斤，未来平均每年新增自产麝香每年增长5%，外购的麝香占国家配给一半市场份额（约300kg），按照2019年销售额推算一年消耗634公斤，未来每年销量增长30%，预计原料可供给3年的销量，到2024年麝香存在短缺。
- 牛黄：我们假设牛黄平均入账价值为250元/g，2019年公司的牛黄库存量大约为2084公斤，按照2019年一年消耗1056公斤的量，每年随销量增长30%，外购牛黄每年1000kg，预计牛黄可以满足3年的销量，预计2024年存在短缺。

我们认为，即便是在国家配给供应量不再增长的情况下，公司的原料都能支撑3年的扩产，满足每年30%销量增长，原料供应短期内不成为公司的制约因素。

表 14：公司 2020-2024 年原料测算

		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
麝香	库存 (kg)	2317	2083	1664	1004	27	-1361
	新增-自产 (kg)	100	105	110	116	122	128
	新增-外购 (kg)	300	300	300	300	300	300
	销量 (万锭)	705	917	1191	1549	2014	2618
	消耗 (kg)	634	824	1071	1392	1810	2353
牛黄	库存 (kg)	2084	2028	1653	1003	24	-1352
	新增-外购 (kg)	1000	1000	1000	1000	1000	1000
	销量 (万锭)	705	917	1100	1320	1584	1900
	消耗 (kg)	1056	1375	1650	1980	2376	2851

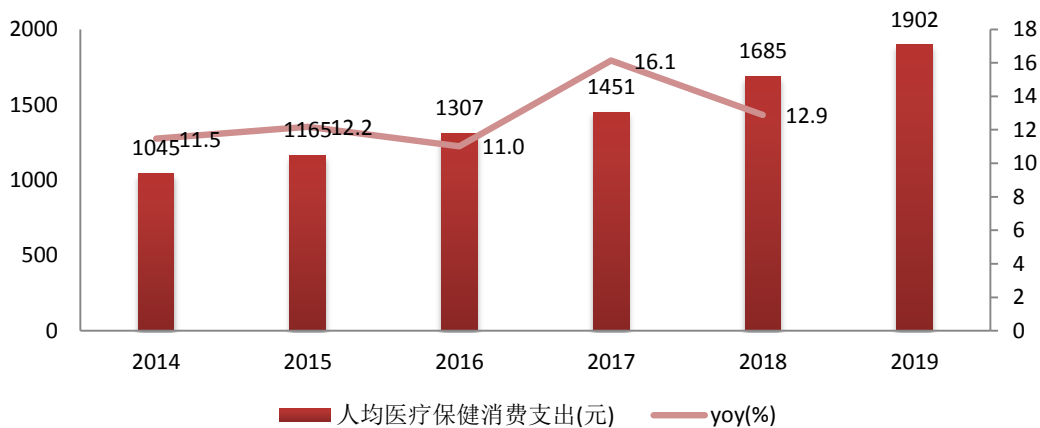
数据来源：西南证券整理

3 高端保健品稀缺，肝病用药千亿市场可期

3.1 保健品：消费升级带来医药保健奢侈品需求增加

人均医疗保健消费支出逐年增长。居民人均可支配收入的持续提升与生活压力导致的亚健康人群增加，共同导致了越来越多的人开始注重自身健康的问题，人均医疗保健支出也在增加，2014-2019年医疗保健支出增速均在10%以上，到2019年人均医疗保健消费支出达到了1902元。

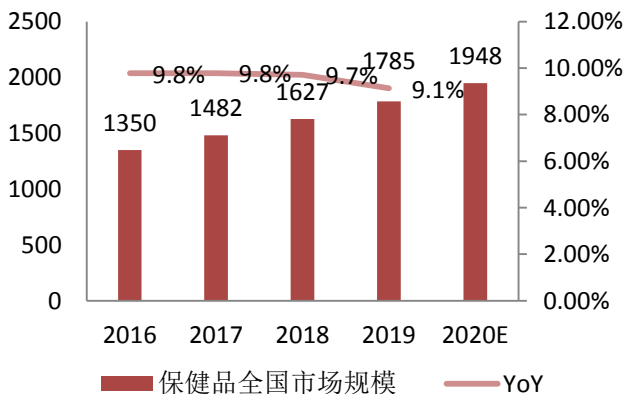
图 23：中国居民人均医疗保健消费



数据来源：国家统计局，西南证券整理

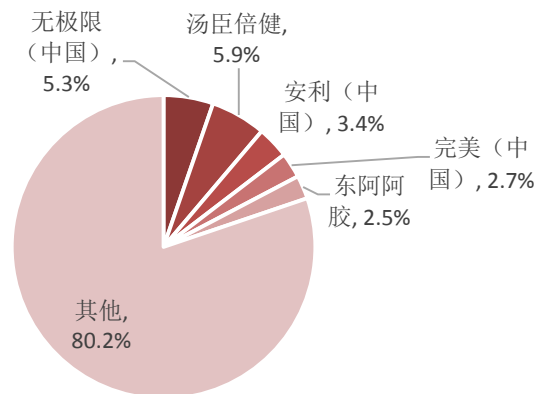
中国保健品规模大、增速快、格局分散，2016-2019年CAGR为9.76%，到2019年整体市场规模为1948亿元。从保健品市场规模增长率来看，2016年以来我国增长率稳步在6%以上，增长速度较快。从竞争格局上看，潜在市场空间巨大。目前我国保健品市场中占有较多份额的有五家企业市占率仅为19.8%，竞争格局较为分散，且未有高端保健品品牌龙头。作为保健品，片仔癀的主要用途为保肝护肝、解酒以及降火等。从市场规模上来看，我国国民对保健品的需求成逐步上升态势，未来仍有巨大上升空间。

图 24：中国保健品市场规模（亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 25：中国保健品市场的竞争格局



数据来源：Wind，西南证券整理

从需求端来看，中国富裕阶层快速增长，对于高端保健品需求旺盛。中国富裕阶层快速增长，据波士顿咨询联手建设银行发布报告来看，2018 年我国个人可投资金融资产 600 万人民币以上的高净值人士数量达到 176 万人，预计到 2023 年将达到 241 万人。据《2020 中国高净值人群健康投资白皮书》显示，受健康困扰高净值人群比例超过八成。

从供给端来看，各行各业均有能够满足富裕阶层的產品，而中药行业尚未有明显的高端保健品牌在全国占有绝对优势，片仔癀作为医疗保健品牌龙头，具备强劲的品牌力，有望成为中国保健品行业的奢侈品。

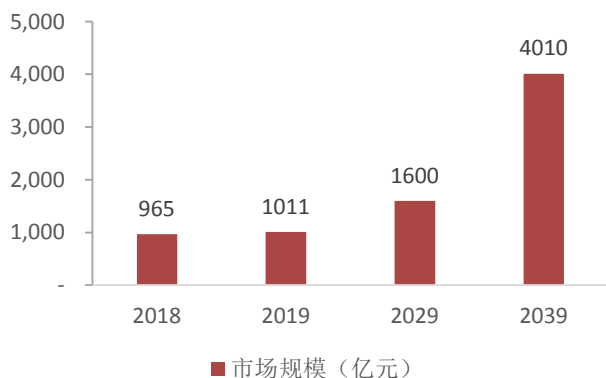
图 26：中国富裕阶层对高端消费品保持旺盛需求



数据来源：网易《细数世界奢侈品的昂贵之最》，西南证券整理

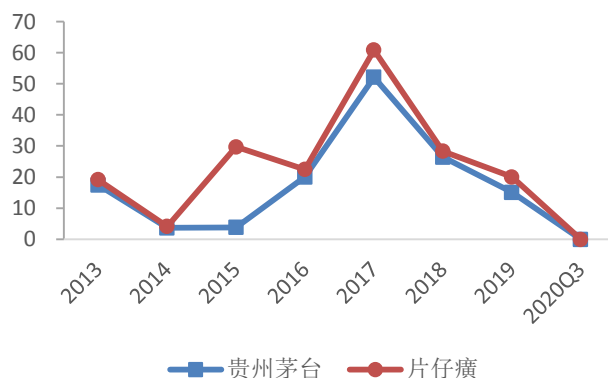
片仔癀具有解酒功能，作为高端白酒的互补品，未来也有望随着高端白酒的市场规模扩张，实现快速增长。从贵州茅台和片仔癀的收入增速来看具有较强的趋同性，除了 2014 年在国家八项规定影响下茅台收入增速下滑，片仔癀价格坚挺之外，收入增速几乎保持同步一致性。在“少喝酒、喝好酒”的趋势下，人们越发注重健康饮酒，与此同时增加对护肝、解酒保健品的需求。2019 年高端白酒按销量的市场份额为 18%，据 Euromonitor 的数据显示到 2039 年高端白酒市场将达到 4010 亿元，而高端护肝解酒药品也随之迎来快速增长，我们判断未来高端保健保健品市场空间将还有较大的提升空间。

图 27：2018-2039 年高端白酒市场规模



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 28：贵州茅台和片仔癀的收入增速



数据来源：wind，西南证券整理

我们认为，片仔癀与无论从消费者人群、消费场景、产品稀缺性、提价的增长逻辑来看都有非常多的相似点。但相较于贵州茅台，片仔癀品牌还属于上升期，提价幅度还未触及天花板。我们预计未来片仔癀随着品牌知名度全国推广，提价与放量空间大。

表 15: 贵州茅台和片仔癀对比

	消费人群	消费场景	品牌	产能情况	提价幅度
贵州茅台	高净值人群	喝酒	品牌力全国闻名的名酒	产能受到自然环境限制	2004-2020 年零售价提价幅度为 471%
片仔癀	高净值人群	解酒	知名度在福建、广东及海外流传甚广	产能受到稀缺原料限制	2004-2020 年零售价提价幅度为 82%
关系	相同	互补	片仔癀品牌正在快速提升，从区域文明，走向全国闻名	片仔癀大力发展人工养麝环节产能不足	片仔癀还有提价空间

数据来源：西南证券整理

片仔癀随着品牌知名度的逐步提高，片仔癀系列作为保健品的潜在市场渗透率有望达到 3%，对应潜在市场空间达 58.44 亿元。

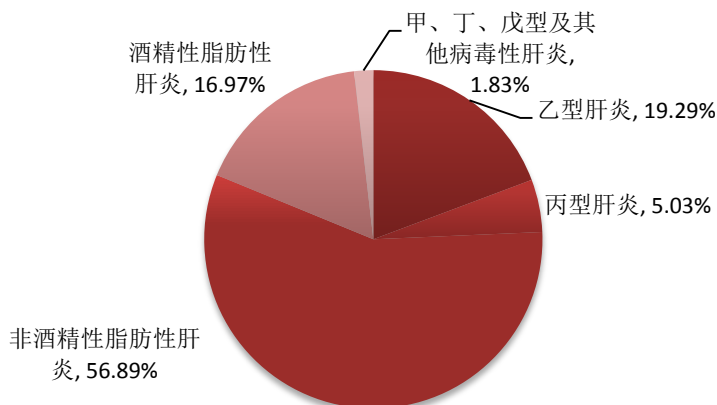
表 16: 保健品市场规模测算

2019 年保健品市场规模	假设市场渗透率	对应市场空间(亿元)
1948 亿元	1%	19.48
	3%	58.44
	5%	97.4

数据来源：西南证券整理

3.2 药品：肝病基数大、增长快，市场需求潜力巨大

我国是肝病大国，肝病患者居高不下。近年来我国患肝病人数居高不下，维持在 4.5 亿人左右，其中在肝病市场中，我国乙肝基数大，每年都有接近一亿人患病。我国肝病患者以非酒精性脂肪性肝炎为主。在超四亿的肝病患者中，酒精性脂肪性肝炎和非酒精性脂肪性肝炎占比分别为 17%和 57%。

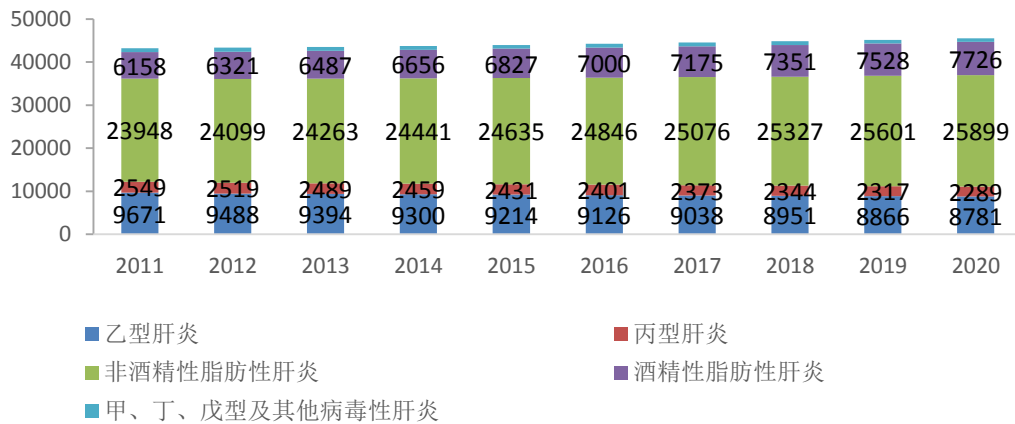
图 29: 我国肝病患者结构


数据来源：智研咨询，西南证券整理

病毒性肝炎患者正逐年减少。病毒性肝病主要指甲、乙、丙、丁、戊型肝炎和其他病毒性肝炎，其中乙肝、丙肝 CAGR 分别为-1.07%、-1.19%，病毒性肝炎患病人群正逐步减少。

酒精性肝炎患者正快速增加。随着生活节奏加快，不良的生活作息和饮食习惯以及其他一些因素导致酒精性脂肪性肝炎和非酒精性脂肪性肝炎人数在逐步增加，2011 年至 2020 年分别增加了 1568 万和 1951 万人，肝病人数增长幅度逐年提升，且呈现较快趋势。酒精性脂肪性肝炎和非酒精性脂肪性肝炎过去十年 CAGR 分别为 7.52%和 2.55%，非病毒性肝炎患病人群持续上升。非酒精性脂肪性肝炎人数预计 2020 年达到约 2.6 亿，酒精性脂肪肝病人数也超过 7000 万人。

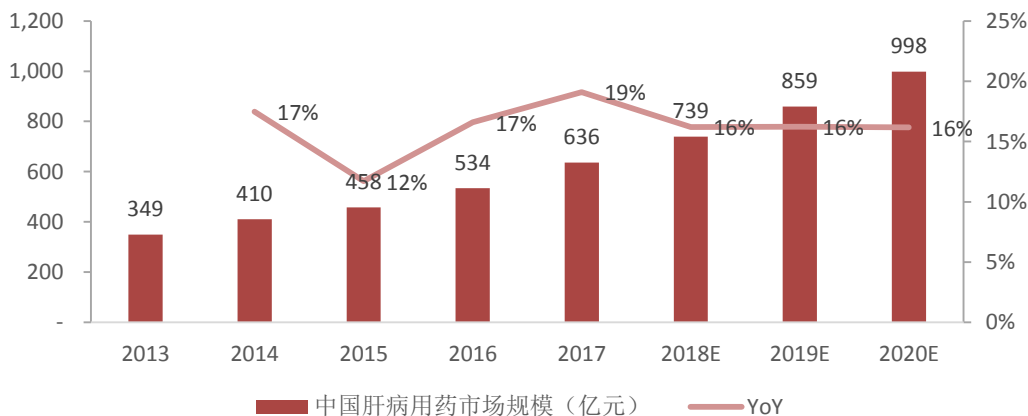
图 30：2011 年-2020 年中国各类型肝病患者人数（万人）



数据来源：西南证券整理

慢性肝炎最终将逐渐发展成为肝纤维化、肝硬化和肝癌，导致肝病患病人群逐年攀升。在患病人口基数大的情况下，推动肝病用药市场增长。近年来我国肝病用药市场规模也在逐年增长，自 2013 年以来年增长率保持在 10%以上，到 2020 年，我国肝病市场用药将达 998 亿。

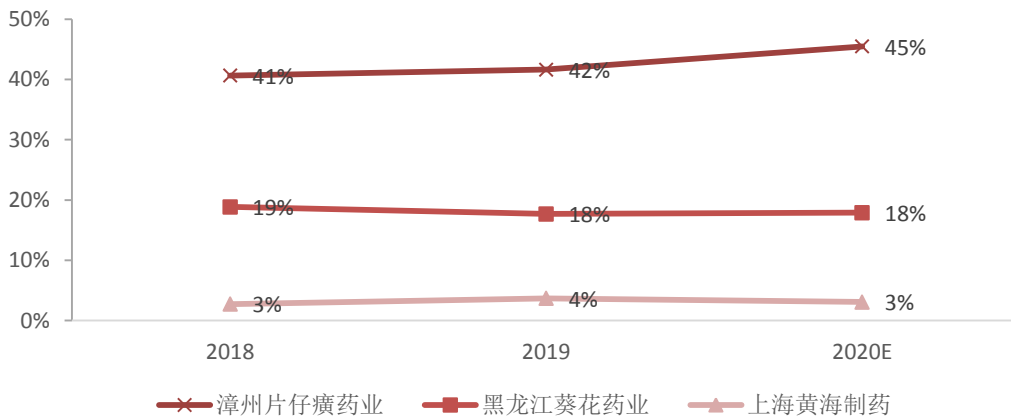
图 31：中国肝病用药市场规模



数据来源：中国产业研究报告网，西南证券整理

片仔癀位居肝病中成药第一名,市占率逐年提升。据米内网 2020 年全年预测数据显示,片仔癀、片仔癀胶囊、茵胆平肝胶囊三大独家产品分别位列 TOP1、TOP4 以及 TOP11,片仔癀继续以超高的市场份额坐稳冠军品牌宝座。据米内网数据显示,最近几年片仔癀在实体药店肝炎用药的市场份额屡创新高,预计 2020 年全年能上涨至 45.5%,与 TOP2、TOP3 企业拉开的差距将更加明显。

图 32: 2020 年肝炎中成药 TOP3 企业市场份额情况



数据来源: 米内网, 西南证券整理

表 17: 2020E 肝炎用药品牌 TOP20

排名	产品名称	企业简称	2020 年预计销售额增长率
1	片仔癀	漳州片仔癀药业	15.94%
2	护肝片	黑龙江葵花药业	5.73%
3	水飞蓟宾胶囊	天津天士力圣特制药	8.05%
4	片仔癀胶囊	漳州片仔癀药业	32.72%
5	扶正化瘀胶囊	上海黄海制药	-10.98%
6	复方鳖甲软肝片	内蒙古福瑞医疗	-27.57%
7	五酯胶囊	四川禾正制药	4.48%
8	肝爽颗粒	保定天浩制药	14.64%
9	安络化纤丸	森隆药业	14.14%
10	肝肽舒胶囊	漳州片仔癀药业	-8.18%
11	茵胆平肝胶囊	漳州片仔癀药业	-47.34%
12	水飞蓟素胶囊	美达医药	-6.44%
13	肝复康丸	李时珍医药集团	-33.06%
14	八宝丹胶囊	厦门中药	-13.61%
15	复方益肝灵胶囊	天地恒一制药	13.68%
16	茵栀黄口服液	北京华润高科天然药物	-2.40%
17	龙胆泻肝丸	太极集团四川绵阳制药	9.14%
18	龙胆泻肝丸	北京同仁堂制药	-14.01%
19	龙胆泻肝丸	仲景宛西制药	-8.40%
20	龙胆泻肝软胶囊	神威药业集团	71.17%

数据来源: 米内网, 西南证券整理

2019 年片仔癀在我国肝病用药市场的渗透率为 2.5%，假设未来 3 年片仔癀在肝病市场用药患者的潜在市场渗透率约为 0.5%，根据一年一个疗程用药频率来估算。乙肝、丙肝等病毒性肝炎和酒精性/非酒精性脂肪肝炎前期多为慢性肝炎。根据肝病用药市场的潜在人数的渗透率 0.5%，对应潜在市场空间达 239 亿元。

表 18：片仔癀肝病用药市场规模测算

需求分类	年均费用	人数	潜在渗透率	潜在人群 (万人)	潜在空间 (亿元)
慢性肝炎	10620	4.5 亿人	0.5%	225	239

数据来源：西南证券整理

表 19：片仔癀针对各类疾病的用药方法

疾病类型	用法用量	治疗周期	一个疗程对应丸数	次均治疗费用
急性肝炎	0.6g/次，3 次/天	连续服药 1-3 周	5-13 粒	2950-7670
慢性肝炎	0.6g/次，3 次/天	连续服药 1 月以上	18 粒/月	10620
保肝护肝	0.6g/次，1-2 次/天	可长期服用	6-12 粒/月	3540-7080
肿瘤	0.6g/次，2-3 次/天	可长期服用	12-18 粒/月	7080-10620
其他各种炎症	0.6g/次，3 次/天	连续服药 3 天-2 周	2-9 粒	1180-5310
软组织损伤	0.6g/次，2-3 次/天	连续服药 3 天-4 周，并适量外敷	3-18 粒	1770-10620
烧烫伤	0.6g/次，3 次/天	连续服药 3 天-2 周，并适量外敷	3-10 粒	1770-5900
解酒	酒前或酒后时服用 0.6g，以后每 8 小时 0.6g	连续服药 2-3 次	1 粒	590
降火	0.6g/次，3 次/天	连续服药 3-5 天	2-3 粒	1180-1770

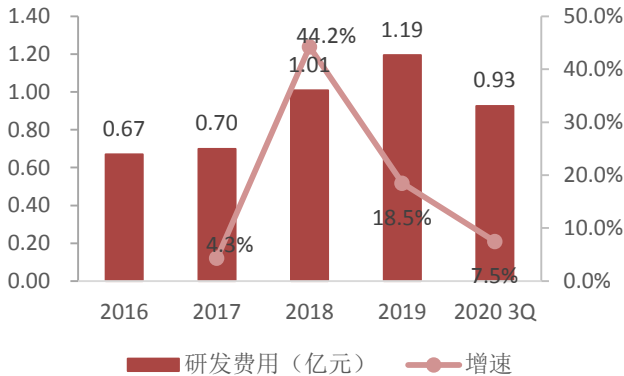
数据来源：公司宣传册，西南证券整理

4 “一核两翼” 开拓多元成长空间

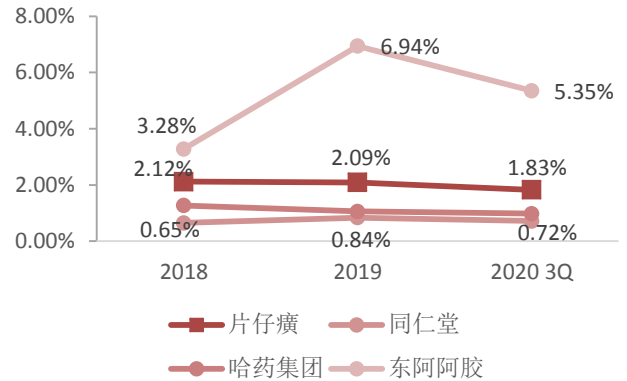
4.1 研发投入加大，中药品牌延伸拓展

加大研发投入力度，公司研发费用逐年提升。2019 年研发费用支出 1.19 亿，同比增长 18.5%，系对片仔癀进行二次开发，2020 年三季度研发投入 0.93 亿元，预计全年较 2019 年有所增长。公司打造高水平研发团队，2019 年引进硕士研究生 15 人，研发人员总人数达到 146 人，且公司科技平台上升为国家级，入选 2019 中国中药研发实力 10 强。

对比同行业研发支出，片仔癀研发费用率位于同行业平均水平，近年来研发费用率保持稳定，但研发费用投入增速相对较快，2018/2019/2020Q1-Q3 研发投入同比增速分别为 44.2%/18.5%/7.5%，而东阿阿胶研发投入同比增速为 6.8%/-14.7%/-35.0%，同仁堂研发投入同比增速 1.5%/20.0%/4.1%。

图 33: 片仔癀研发费用不断提升


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 34: 研发费用率对比


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

研发投入加大, 新药开发加速推进。公司共有在研药品品种 11 个, 涉及中药、化药创新药及仿制药。2019 年度, 加速推进治疗广泛性焦虑症新药 PZH1204、非酒精性脂肪性肝炎靶向新药 PZH2109、癌症靶向治疗创新药物 PZH2111 等多个新药项目的临床前研究及临床批件注册申报工作。2020 年 8 月, 公司公告称 PZH2111 片获批临床, 该新药主要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, 该新药研发投入累计约 2750 万元。12 月 2 日, 公司公告称 PZH2108 片获批临床, 该新药主要用于治疗癌性疼痛。截至该公告日, 该药品研发投入累计约 2800 万元, 国内外暂无相同适应症的同靶点药品获批上市。

PZH2109 胶囊主要用于治疗非酒精性脂肪性肝炎, 该新药于 2020 年 8 月申报临床, 11 月 12 日公司主动撤回申请, 据悉是为了进一步完善相关临床前研究资料, 截至公告日, 该药品项目的研发投入累计约 2800 万元。saroglitazar magnesium 药物治疗非酒精性脂肪性肝炎于 2020 年 3 月获得印度药物管理局批准上市, 而美国国内暂无相同靶点相同适应症的药品获批上市。

表 20: 主要在研项目

研发项目 (含一致性评价项目)	适应症	研发阶段	注册分类
PZH1201	肠易激综合征	II 期临床试验	中药 6 类
PZH1204	焦虑	临床研究	中药 6 类
PZH2109	非酒精性脂肪性肝炎	获批临床	化药 1 类
PZH2107	疼痛	临床前研究	化药 1 类
PZH2108	癌性疼痛	获批临床	化药 1 类
PZH2111	肝内胆管细胞癌、尿路上皮细胞癌等晚期实体肿瘤	批准临床	化药 1 类

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

品牌延伸, 渠道协同, 打造传统高端名贵中药方阵。2020 年 7 月出资 4448 万元持有龙晖药业 51% 股权, 拓展安宫牛黄丸(双天然)及西黄丸(双天然)等传统经典中成药。片仔癀牌安宫牛黄丸源于同善堂药局, 创办于清朝乾隆时期, 具备成分稀缺、品牌悠久的历史特点。安宫牛黄丸作为心脑血管领域传统名贵中药, 也曾被写进 SARS 诊疗指南、甲型 H1N1 流感诊疗方案、登革热诊疗指南、埃博拉专家指导意见、H7N9 禽流感诊疗方案等, 2019 年同仁堂实现 18 亿元收入, 占市场份额 74.5%。公司借助片仔癀的品牌优势及全国高净值人群体验店渠道优势, 片仔癀牌安宫牛黄丸有望快速增长。

图 35: 安宫牛黄丸成分



数据来源: 公司官方公众号, 西南证券整理

图 36: 片仔癀牌安宫牛黄丸



数据来源: 公司官方公众号, 西南证券整理

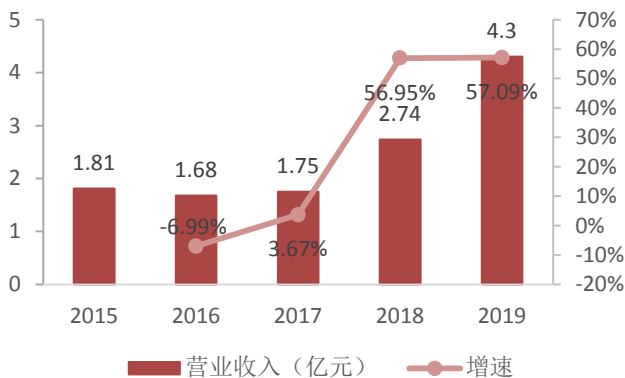
4.2 日化盈利步入正轨, 护肤品分拆上市提上日程

4.2.1 化妆品: 业绩表现亮眼, 分拆上市提上日程

控股子公司福建片仔癀化妆品有限公司成立于 2002 年 5 月, 专注于片仔癀公司旗下化妆品产品的研发、生产和销售。公司现有“片仔癀”、“皇后”等多个护肤、洗沐品牌, 现有产品主要有两大板块: 一是以皇后牌片仔癀珍珠膏、珍珠霜为主的皇后及日化产品, 该产品定位于大众综合护肤市场, 主要功效为润肤、护肤、养颜。二是以片仔癀雪融霜为主的特色功效护肤品, 该品类产品主要功效为差异化美白、调理提亮肌肤, 差异化美白产品在国内处于领先地位。

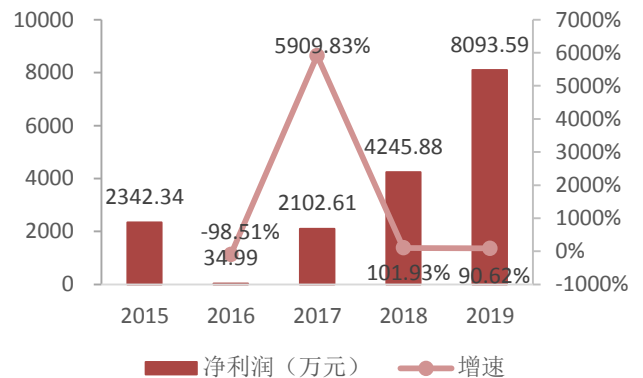
业绩表现亮眼, 分拆上市提上日程。2018 年起片仔癀化妆品板块业绩开始高速增长, 2018、2019 年营收增速均超过 50%, 2018 年净利润实现翻番, 2019 年接近翻番, 未来增长势头强劲。目前, 福建片仔癀化妆品有限公司已启动分拆片仔癀化妆品上市的前期筹备工作, 有望提升公司和片仔癀化妆品的核心竞争力, 实现化妆品业务的更好发展, 预计子公司上市后能有效降低公司费用率。

图 37: 化妆品子公司营业收入及增速



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 38: 化妆品子公司净利润及增速



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

“3+3+1”新产品线战略升级，终端开展体验式营销。2019年，公司形成“3+3+1”新产品线（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，以及特色特殊护理系列产品线）布局策略，大力发展“健康+美丽”的特色药妆产业，高端补水御润鲜妍保湿系列已于2020年8月上市、新三国系列预计于2020年第四季度完成上市，届时实现整个片仔癀化妆品产品线的年轻化升级。销售渠道上，打造“新国风”的片仔癀化妆品体验店，迎合当下审美趋势，增加顾客黏性。

图 39：片仔癀化妆品体验店



数据来源：片仔癀化妆品公众号，西南证券整理

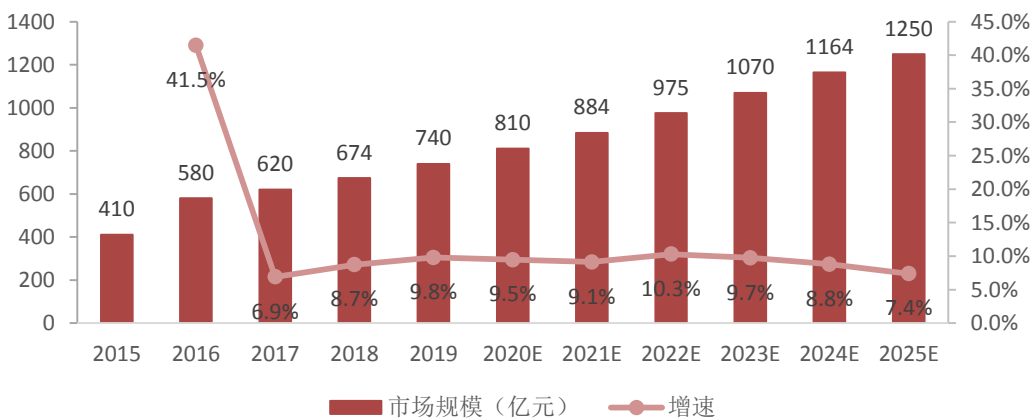
图 40：片仔癀的新产品线



数据来源：公司年报，西南证券整理

定位药妆市场潜力巨大且竞争格局好。与普通护肤品相比，药妆的成分更清晰、安全性更高，并带有一定的辅助治疗效果，现在人们普遍肌肤敏感，面临多个肌肤问题，对药妆的需求逐年递增，未来市场发展空间巨大。药妆代表性企业有具备药物研发优势的片仔癀、同仁堂等，背靠强大的医学背景入局的玉泽、薇诺娜、敷尔佳等，以强功能性的成分为主打的HomefacialPro(HFP)、润百颜、米蓓尔等。

图 41：中国药妆市场规模及预测



数据来源：前瞻经济研究院，西南证券整理

发力线上零售，双十一业绩表现亮眼。薇诺娜是前云南滇虹药业董事长创立的医学护肤品牌，专注敏感性肌肤，核心成分为青刺果、马齿苋、滇重楼和滇山茶，作为国产药妆领军企业2019年“双十一”单月创下5.05亿销售额。玉泽联合上海交大附属瑞金医院权威皮肤

科医生创新研发，主打 PBS 植物仿生脂质技术，与二者相比，片仔癀在中草药护肤上深耕已久，且核心成分更为名贵，针对暗黄皮肤，美白产品在国内处于领先地位，与其他品牌形成差异化竞争，但目前从销售额看，与其他药妆品牌仍有较大提升空间。

表 21：中国药妆品牌对比

品牌	核心成分	针对问题	2019 “双十一”单月销售额 (亿元)
薇诺娜	青刺果、马齿苋、滇重楼和滇山茶	敏感性肌肤	5.05
玉泽	植物油、麦冬根、亚麻籽	皮肤屏障修护	1.25
片仔癀	片仔癀	针对暗黄皮肤	0.91

数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

4.2.2 日化：与上海家化强强联合，盈利步入正轨

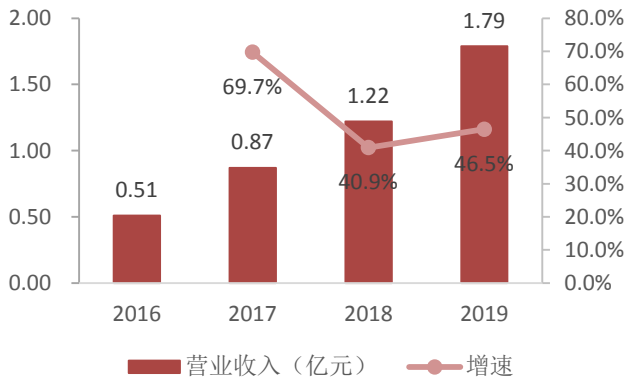
片仔癀日化产品主要是片仔癀牙膏，作为片仔癀药品的品牌延伸，主打特含片仔癀活性成分，根据不同功效，分为专研清火的清火系列、解决口腔问题的专效深养系列、焕新口气的源木清三大系列，定位于清火护龈和抗敏亮白，满足市场多方位需求。漱口水产品主要有牙火清漱口水、抑菌伞漱口水。

图 42：片仔癀日化产品管线

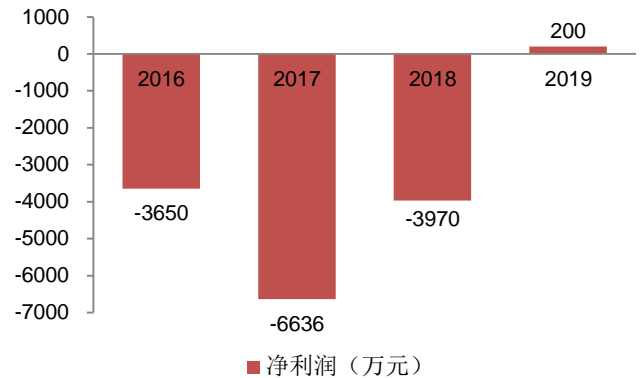


数据来源：公司官网，西南证券整理

与上海家化优势互补，实现营收逐年增长。2016 年片仔癀和上海家化共同成立“漳州片仔癀上海家化口腔护理有限公司”(持股 51%)，主要进行牙膏及其它口腔护理产品的研发、生产及销售。上海家化作为日化产品的龙头生产商和销售商，具有巨大的渠道优势、品牌优势，二者合作可以有效整合双方优质资源，帮助公司扩大收入规模，提升公司综合竞争能力。2019 年，该子公司营业收入 1.79 亿元，同比增长 46.5%，且净利润转负为正，首次实现盈利，预计未来会为公司贡献利润增长点。

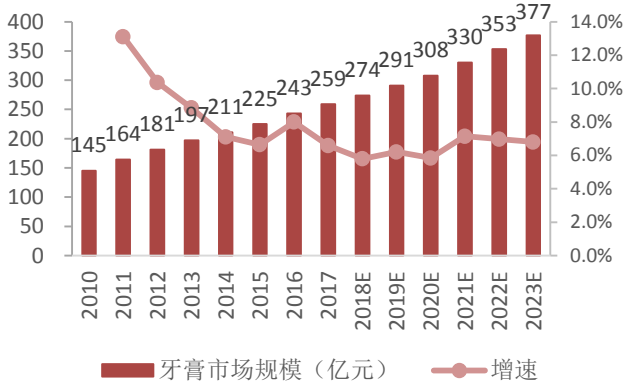
图 43: 漳州片仔癀上海家化口腔护理有限公司营收及增速


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

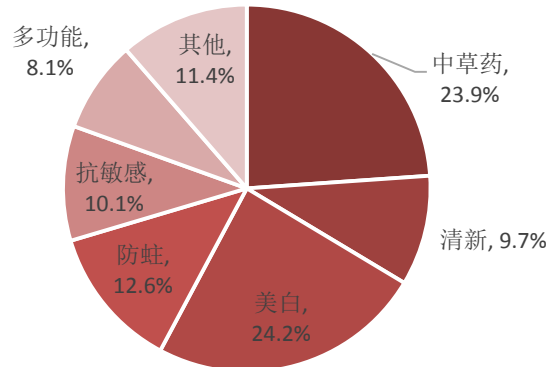
图 44: 漳州片仔癀上海家化口腔护理有限公司净利润


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

中草药牙膏后续增长动力强劲, 销售市场广阔。近年来, 得益于中国经济的快速发展及消费观念的转变, 我国日化产业已经进入成熟期, 尤其是在牙膏市场, 市场规模呈逐年上升趋势, 市场细分程度高, 品牌忠诚度起主要作用。从功效看, 中草药产品略微走高, 而美白、清新和防蛀产品占比有所下滑。根据中国口腔清洁护理用品工业协会, 2018 年中草药品类牙膏已经超过了美白品类的牙膏, 占比 25% 位列第一。

图 45: 中国牙膏市场规模统计及预测情况


数据来源: 前瞻经济学人, 西南证券整理

图 46: 2017 年牙膏功效市场占比


数据来源: 中国口腔清洁护理用品工业协会, 西南证券整理

定位高端市场, 功效成分与云南白药形成差异化。从价格来看, 片仔癀牙膏定位为超高端市场, 且基本款产品（牙火清牙膏）价格在同类型中草药牙膏基本款中处于中部; 从成分上看, 片仔癀牙膏产品配方均以珍稀片仔癀成分为核心, 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, 与云南白药牙膏止血功效形成差异化, 且产品种类多, 各个功效均有所覆盖, 能够满足市场多样化需求。

表 22: 中草药牙膏产品对比

公司	产品名称	产品功效	参考价格	中药成分
片仔癀	片仔癀牙火清牙膏	清火护龈, 改善牙周	89.9 元/465g	片仔癀
	片仔癀瓷光白牙膏	去除外源性色斑	31.9 元/155g	片仔癀
	片仔癀牙敏舒牙膏	缓解口腔上火、舒缓酸麻刺痛	29.9 元/145g	片仔癀、草本抗敏因子
	片仔癀专效深养深清爽牙膏	洁净口气	26.25 元/100g	片仔癀、薄荷、青柠
	片仔癀专效深养深炫白牙膏	炫白亮齿、清洁牙垢	24 元/100g	片仔癀、珍珠粉
	片仔癀源木清牙膏	清新口气	59 元/100g	片仔癀、百合
云南白药	云南白药金口健益优	平衡口腔菌群, 清新口气	18 元/105g	云南白药
	云南白药牙膏	减轻牙龈出血肿痛、修护黏膜损伤	24.8 元/100g	云南白药
	云南白药朗健牙膏	改善烟后口腔问题	48.8 元/120g	云南白药、薄荷
	云南白药牙膏 (双效抗敏)	疏解敏感, 舒缓疼痛	39 元/110g	云南白药
济川药业	蒲地蓝可炎宁牙膏	深层解决口腔溃疡、牙龈炎、牙周炎等炎症问题	29.9 元/98g	蒲公英、黄芪、地丁、板蓝根
同仁堂	同仁堂护龈固齿牙膏	改善牙龈肿痛, 调理口腔环境	28 元/180g	三七、丹参、野菊花
	同仁堂舒咽清火牙膏	清新口气、舒咽清喉	18 元/180g	金银花、碳酸钙、黄原胶
哈药集团	三精双黄连中药牙膏	减轻口腔病菌, 减少异味	28 元/150g	金银花、黄芩、连翘
恒康医疗	独一味牙膏	减轻口腔出血, 缓解牙龈肿痛	19.9 元/90g	独一味、山藿香、股纹蓝

数据来源: 各品牌天猫旗舰店, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 受益于全国体验店渠道拓展与品牌口碑的宣传, 片仔癀 2020-2022 年销售数量增速分别为 20%、30%、30%。从价的角度, 2020-2022 年出厂价每锭分别提升 40 元、20 元和 20 元, 提价幅度分别为 11%、3%和 3%;

假设 2: 医药商业板块未来三年收入增速为 10%、15%和 15%, 毛利率分别为 8.5%、9%和 9%;

假设 3: 公司近年来发力日化板块, 未来三年牙膏、护肤品产品销量增速达到 50%, 2020-2022 年毛利率分别为 65%、68%和 70%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 23: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
医药工业	收入	2272.0	2940.6	4082.2	5593.1
	增速	21%	29%	39%	37%
	毛利率	79.5%	77.4%	75.6%	75.4%
医药商业	收入	2788.0	3066.8	3526.8	4055.8
	增速	18%	10%	15%	15%
	毛利率	9.4%	8.5%	9.0%	9.0%
日化板块	收入	635.0	952.5	1428.8	2143.1
	增速	28%	50%	50%	50%
	毛利率	70.0%	65.0%	68.0%	70.0%
其他	收入	0.27	0.5	0.6	0.7
	增速	-21%	20%	20%	17%
	毛利率	33.3%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	5722.0	7009.9	9097.8	11862.0
	增速	20%	23%	30%	30%
	毛利率	40.9%	45.1%	48.2%	51.3%

数据来源: Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取中药中的三家主流公司云南白药、东阿阿胶和同仁堂, 2021 年平均 PE 为 27.45 倍。2020-2022 年公司收入复合增长率为 27.5%, 归母净利润复合增长率为 34.7%, 显著优于行业。

表 24: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
000538.SZ	云南白药	135.10	3.28	3.65	4.12	4.61	37.01	32.82	29.31	37.01
000423.SZ	东阿阿胶	37.67	(0.68)	0.25	1.77	2.53	-52.11	150.94	21.26	14.87
600085.SH	同仁堂	23.55	0.72	0.73	0.83	0.91	39.22	32.23	28.26	25.89
平均值							4.81	73.39	27.45	23.36

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

原材料价格或大幅波动、提价或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5722.27	7010.27	9098.21	11862.59	净利润	1386.94	1618.42	2367.68	3390.17
营业成本	3190.94	3847.81	4716.47	5773.62	折旧与摊销	66.58	59.27	60.52	61.56
营业税金及附加	45.86	61.75	78.13	101.61	财务费用	-44.95	8.89	-19.96	-25.37
销售费用	523.06	701.03	909.82	1186.26	资产减值损失	-13.60	0.00	0.00	0.00
管理费用	273.16	490.72	636.87	830.38	经营营运资本变动	-285.67	-486.34	-575.97	-747.59
财务费用	-44.95	8.89	-19.96	-25.37	其他	-1988.67	-19.55	-20.05	-20.04
资产减值损失	-13.60	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-879.37	1180.70	1812.23	2658.73
投资收益	20.28	20.00	20.00	20.00	资本支出	25.95	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	其他	41.89	19.99	19.99	19.99
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	67.84	9.99	9.99	9.99
营业利润	1638.15	1920.07	2796.87	4016.08	短期借款	97.26	-696.85	0.00	0.00
其他非经营损益	6.45	4.74	5.76	5.53	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1644.59	1924.81	2802.63	4021.61	股权融资	446.13	0.00	0.00	0.00
所得税	257.66	306.39	434.95	631.45	支付股利	-361.57	-434.79	-507.36	-742.24
净利润	1386.94	1618.42	2367.68	3390.17	其他	223.08	-266.40	19.96	25.37
少数股东损益	12.56	14.65	21.44	30.70	筹资活动现金流净额	404.89	-1398.03	-487.40	-716.88
归属母公司股东净利润	1374.38	1603.76	2346.24	3359.47	现金流量净额	-401.77	-207.34	1334.82	1951.85
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4263.37	4056.03	5390.85	7342.71	成长能力				
应收和预付款项	873.91	1045.83	1325.20	1721.42	销售收入增长率	20.06%	22.51%	29.78%	30.38%
存货	2096.99	2530.20	3103.75	3801.73	营业利润增长率	24.10%	17.21%	45.66%	43.59%
其他流动资产	118.03	136.67	177.37	231.26	净利润增长率	22.88%	16.69%	46.30%	43.19%
长期股权投资	474.65	474.65	474.65	474.65	EBITDA 增长率	20.64%	19.79%	42.71%	42.81%
投资性房地产	34.06	34.06	34.06	34.06	获利能力				
固定资产和在建工程	240.75	201.05	160.11	118.12	毛利率	44.24%	45.11%	48.16%	51.33%
无形资产和开发支出	155.66	149.37	143.08	136.78	三费率	13.13%	17.13%	16.78%	16.79%
其他非流动资产	553.37	550.09	546.81	543.52	净利率	24.24%	23.09%	26.02%	28.58%
资产总计	8810.80	9177.96	11355.88	14404.26	ROE	19.90%	20.50%	24.27%	27.33%
短期借款	696.85	0.00	0.00	0.00	ROA	15.74%	17.63%	20.85%	23.54%
应付和预收款项	810.34	898.86	1151.17	1472.17	ROIC	48.76%	50.21%	60.41%	70.97%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.01%	28.36%	31.19%	34.16%
其他负债	333.85	383.22	448.50	527.95	营运能力				
负债合计	1841.04	1282.08	1599.67	2000.13	总资产周转率	0.74	0.78	0.89	0.92
股本	603.32	603.32	603.32	603.32	固定资产周转率	24.82	33.04	52.00	88.25
资本公积	1084.29	1084.29	1084.29	1084.29	应收账款周转率	12.53	12.63	12.58	12.79
留存收益	4686.24	5855.22	7694.10	10311.33	存货周转率	1.69	1.66	1.67	1.67
归属母公司股东权益	6631.35	7542.82	9381.71	11998.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.30%	—	—	—
少数股东权益	338.41	353.06	374.50	405.20	资本结构				
股东权益合计	6969.76	7895.89	9756.21	12404.13	资产负债率	20.90%	13.97%	14.09%	13.89%
负债和股东权益合计	8810.80	9177.96	11355.88	14404.26	带息债务/总负债	37.85%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.21	6.54	6.64	6.87
					速动比率	3.01	4.41	4.58	4.88
					股利支付率	26.31%	27.11%	21.62%	22.09%
					每股指标				
					每股收益	2.28	2.66	3.89	5.57
					每股净资产	11.55	13.09	16.17	20.56
					每股经营现金	-1.46	1.96	3.00	4.41
					每股股利	0.60	0.72	0.84	1.23
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1659.77	1988.24	2837.43	4052.27					
PE	128.71	110.30	75.39	52.65					
PB	25.38	22.40	18.13	14.26					
PS	30.91	25.23	19.44	14.91					
EV/EBITDA	104.05	86.62	60.22	41.69					
股息率	0.20%	0.25%	0.29%	0.42%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn