

中信证券研究部



陈竹
首席医疗健康产业
分析师
S1010516100003

核心观点

片仔癀具备天然护城河及稀缺属性，长期发展空间广阔。考虑到公司未来 3-5 年复合增长预计依旧强劲，我们给予公司 2021 年 60x PE 估值，对应目标价 218.40 元，首次覆盖给予“增持”评级。

公司概况：品牌历史悠久，“一核两翼”策略下业绩增长稳健。漳州片仔癀药业创立于 1999 年，2003 年上市，是中华老字号企业。公司独家生产的片仔癀拥有近 500 年的历史，被国内外中药界誉为“国宝名药”，属国家绝密级配方。自 2014 年新领导班子换届后，公司推进“一核两翼”大健康产业战略，致力于打造大健康领域领导品牌。受益于品牌建设推进、普药销售布局及日化业务开拓，公司业绩增长稳健，2019 年营收和净利润分别为 57.22 亿/13.74 亿元，同比+20.06%/20.25%，五年期 CAGR 分别为 31.98%/30.97%。

医药工业：片仔癀原材料库存无忧，三大需求持续增长。**①供给端：**根据我们推算，公司麝香和库存充足，公司的天然麝香和牛黄库存充足，我们预计到 2024、2025 年分别由正转负，可支撑未来 3-5 年 CAGR 超过 28% 的业绩增长；**②需求端：**全国范围“片仔癀”系列的潜在市场空间为 120.68 亿元，而 2019 年片仔癀系列营收仅为 21.81 亿元，在肝病用药、保健自用、保健礼品三大需求不变的假设下，通过提升渗透率尚有 4.53 倍的增长空间。

医药商业：拓展终端销售渠道，积极创新营销模式。**①并购区域性分销优势企业：**医药商业是公司营收的重要组成部分，2019 年占比达到 48.71%，承接宏仁医药后，有望提升在医药流通板块的竞争实力；**②深化创新体验式营销：**截至 2019 年末，公司已开设超过 200 家体验馆，基本形成了覆盖全国的营销网络，优势区域华东、华南地区设立的数量最多，在新疆、山西等省份也实现了零的突破。体验馆的设立提升了消费者对产品的认知度，有利于终端销售放量。

日化板块：品牌延伸，提升主业附加价值。**①差异化竞争打造牙膏明星品牌：**2016 年 2 月，公司与上海家化合作成立漳州片仔癀上海家化，主营牙膏及其它口腔护理产品。通过上海家化的渠道优势，口腔护理子公司的牙膏产品迅速开拓各省市市场，2019 年首次实现扭亏为盈，未来经营持续向好，有望复制云南白药牙膏的成功案例；**②老护肤品牌有望焕发新动能：**我国药妆市场方兴未艾，本土药妆新生力大有可为。产品功效好+重视线上线下营销渠道建设的企业有望脱颖而出。公司化妆品业务 2019 年实现营收 4.30 亿元（+57.09%），净利润 0.81 亿元（+90.63%），伴随多营销策略，未来增长业绩可期。

风险因素：政策性风险、原材料供给及价格变动风险、日化业务发展低预期。

投资建议：公司历史悠久，文化底蕴深厚，核心产品片仔癀誉为国宝名药。此外，公司一核两翼战略持续推进，未来业务趋于多元化，有望成为大健康龙头企业。预计 2020/2021/2022 年净利润分别为 17.20/21.96/28.13 亿元，对应 EPS 预测分别 2.85/3.64/4.66 元。考虑到片仔癀具备天然护城河及稀缺属性，同时公司未来 3-5 年复合增长预计依旧强劲，我们给予公司 2021 年 60x PE 估值，对应目标价 218.40 元，首次覆盖给予“增持”评级。

片仔癀	600436
评级	增持（首次）
当前价	191.95 元
目标价	218.40 元
总股本	603 百万股
流通股本	603 百万股
52 周最高/最低价	191.95/94.8 元
近 1 月绝对涨幅	1.57%
近 6 月绝对涨幅	19.71%
近 12 月绝对涨幅	45.77%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,766.16	5,722.27	6,758.46	7,898.68	9,277.53
营业收入增长率	28.33%	20.06%	18.11%	16.87%	17.46%
净利润(百万元)	1,142.93	1,405.49	1,720.48	2,196.22	2,813.47
净利润增长率	41.62%	22.97%	22.41%	27.65%	28.10%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.89	2.28	2.85	3.64	4.66
毛利率%	42.42%	44.24%	45.16%	47.26%	50.03%
净资产收益率 ROE%	22.78%	21.19%	21.77%	22.90%	23.93%
每股净资产 (元)	8.31	14.66	13.10	15.90	19.49
PE	78.83	65.34	52.24	40.93	31.95
PB	17.92	10.16	11.37	9.37	7.64

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 7 月 27 日收盘价

目录

投资聚焦	1
创新之处	1
风险因素	2
估值及投资评级	3
绝对估值：股权价值合理区间 855-1305 亿元	3
相对估值：目标价 218.40 元	3
公司概况：国宝名药，打造大健康领域领导品牌	5
品牌历史悠久，产品底蕴深厚	5
一核两翼战略清晰，民族瑰宝开拓未来	6
股权结构合理，管理团队经验丰富	10
医药工业：片仔癀系列——原材料来源稳定，三大需求持续增长	12
“片仔癀”系列简介：海内外均知名的国家绝密级配方	12
供给分析：天然麝香、牛黄库存充足，可支持至少 3-5 年业绩增长	14
需求分析：肝病用药、保健自用及保健礼品三大需求持续增长	20
医药商业：拓展终端销售渠道，积极创新营销模式	29
并购区域性分销优势企业，推进全国渠道网络布局	29
体验馆打造全新销售模式，深化创新体验式营销	30
日化板块：品牌延伸，提升主业附加价值	32
联手上海家化，差异化竞争打造牙膏明星品牌	32
多营销策略齐头并进，老护肤品牌焕发新动能	37
风险因素	42
盈利预测及关键假设	42
关键假设	42
盈利预测	43

插图目录

图 1：片仔癀 PE 位于历史区间上界偏上	2
图 2：片仔癀 PB 位于历史区间上界偏上	2
图 3：公司历史沿革	5
图 4：“片仔癀系列”产品展示	5
图 5：“片仔癀系列”四种已公布主要成分	5
图 6：公司一核两翼战略发展格局	6
图 7：2013-2019 年公司营收概览	6
图 8：2013-2019 年公司归母净利润概览	6
图 9：2017-2019 年公司各业务板块收入	7
图 10：2017-2019 年公司各业务板块毛利率	7
图 11：片仔癀 2019 收入结构	8
图 12：片仔癀 2019 毛利润结构	8
图 13：片仔癀股权结构	11
图 14：核心片仔癀产品：片仔癀锭剂、片仔癀胶囊	12
图 15：医药工业营业收入和增速	13
图 16：片仔癀推算销量和增速、片仔癀锭剂价格走势	13
图 17：片仔癀锭剂价格走势	14
图 18：片仔癀境内主营业务营收	14
图 19：片仔癀境外主营业务营收	14
图 20：天然麝香价格	16
图 21：全国养殖麝数量及麝香产量	16
图 22：天然牛黄	17
图 23：天然牛黄价格走势	17
图 24：三七价格走势	18
图 25：2012-2018 年天然牛黄、天然麝香库存	19
图 26：2011-2020 年中国各类型肝病患者人数	22
图 27：2013-2020 年中国肝病用药市场规模	22
图 28：各型病毒性肝炎占比	23
图 29：病毒性及非病毒性肝病占比	23
图 30：世界各大洲非酒精性脂肪性肝病发病率	23
图 31：世界各地重度嗜酒者占十五岁以上人口比例	23
图 32：2015-2019 年中国中产家庭和高净值家庭总量	25
图 33：片仔癀锭剂零售价和推算销量	25
图 34：全国居民人均医疗保健消费支出	25
图 35：保健品全国市场规模	25
图 36：2018 年中国保健品市场竞争格局	26
图 37：中国保健礼品市场规模	27
图 38：片仔癀品牌价值及在医疗保健品牌的排名	27
图 39：“片仔癀”系列需求总结（归纳图）	28
图 40：2019 年年公司收入构成	29
图 41：公司医药商业板块历年营业收入、毛利及毛利率	29
图 42：2016-2019 年医药流通子公司成立以来的业绩变化	29
图 43：片仔癀体验馆设立的数量变化（家数）	30

图 44：公司片仔癀销量及增速变化趋势	30
图 45：片仔癀体验馆示意图	31
图 46：片仔癀体验馆分布（全国）	31
图 47：公司日化业务历年营业收入及增速	32
图 48：公司日化业务历年毛利及毛利率	32
图 49：上海家化品牌集（不完全统计）	33
图 50：口腔护理子公司成立以来的业绩变化	33
图 51：2010-2018 年中国牙膏行业市场规模及增速	34
图 52：2010-2018 年中国牙膏行业产量情况	34
图 53：2017 年我国牙膏市场消费结构	34
图 54：2017 年中草药牙膏市场份额位列第二	35
图 55：云南白药健康产品事业部近销售业绩及增速	35
图 56：化妆品子公司 2013-2019 年的营收及增速变化	38
图 57：化妆品子公司 2013-2019 年净利润及增速变化	38
图 58：2018 年双 11 期间薇诺娜全渠道销售成绩	39
图 59：2019 年双 11 期间薇诺娜全渠道销售成绩	39
图 60：“皇后”系列护肤品	39
图 61：“片仔癀”系列护肤品	39
图 62：片仔癀化妆品国风体验店	40
图 63：微博 kol 推广	40
图 64：小红书 kol 推广	40
图 65：片仔癀携手三大卫视亮相跨年演唱会	41
图 66：2015-2019 年“10.8 白润女神节”所创零售额	41

表格目录

表 1：片仔癀 DCF 参数及结果.....	3
表 2：公司市值敏感性分析	3
表 3：可比公司估值比较.....	3
表 4：片仔癀公司主要板块及业务概览	7
表 5：片仔癀相关的循证医学研究（不完全统计）	8
表 6：片仔癀核心高管	11
表 7：各产品门类代表性产品名称，成分及疗效.....	12
表 8：国家级绝密配方产品	13
表 9：片仔癀锭剂原材料成本结构分析	15
表 10：全国林麝数量	15
表 11：获得天然麝香使用资格及配额的药企及其产品.....	15
表 12：林麝养殖难点归纳.....	17
表 13：片仔癀锭剂对原料价格敏感性分析	18
表 14：公司原材料账面价值	19
表 15：基于极端假设的公司库存量预计	20
表 16：“片仔癀”系列三大需求、驱动力及增长趋势（总表）	21
表 17：全国片仔癀内销产品渗透率总结及潜在空间测算（总表）	21
表 18：全国片仔癀内销产品渗透率总结及潜在空间测算——肝病用药	24
表 19：全国片仔癀内销产品渗透率总结及潜在空间测算——保健自用	26
表 20：全国片仔癀内销产品渗透率总结及潜在空间测算——保健礼品	28
表 21：福建省前十大药品配送公司	30
表 22：2019 年我国品牌力指数牙膏品牌排名细分指标.....	36
表 23：跨界药企牙膏的价格及销量对比	36
表 24：片仔癀牙膏与其他品牌跨界携手打造营销闭环	37
表 25：公司各板块盈利预测	43
表 26：公司盈利预测总表.....	44

■ 投资聚焦

创新之处

本报告中，我们量化梳理了核心产品片仔癀的供需关系及潜在市场空间增量，详解了公司创新性的营销模式以及发展潜力巨大的日化板块。同时，在报告中用较为详实的数据及逻辑论述对投资者关心以及市场担忧的问题进行了一一解答。

（1） 市场担忧其一：中药行业整体政策承压下片仔癀是否受累，同时其疗效是否可靠？

诚然，近年来在仿制药一致性评价以及带量采购的行业政策推动下，中药行业板块整体承压，企业的利润空间被逐步挤压，越来越多的中成药及中药注射剂正被移出医保目录，例如生脉注射液、三七皂苷注射制剂等。值得注意的是，片仔癀本身并未纳入医保目录，其更多地是以 OTC 及消费保健品的形式销售。因此，在医保目录腾笼换鸟的过程中其市场空间并未受到挤压，投资者不必过度担忧。

此外，判定药品或保健品是否有长期销售潜力的重要逻辑是具备好的疗效支撑。通过对近年来片仔癀循证医学的梳理（公司每年都有约 1 个亿的研发投入），其研究主要集中在对 CCl₄ 所致肝损伤、酒精性肝损伤、肝纤维化和肝癌所致肝损伤的保护作用及保肝抗炎作用等领域。我们可以看到“片仔癀系列”在保肝护肝、抗肿瘤以及解酒等方面均有较为确切的循证医学证据，疗效显著且安全性强，其中在保肝护肝领域疗效尤为明显（表 5）。因此，我们认为片仔癀的疗效真实可靠，其国宝名药称号实至名归。

（2） 市场担忧其二：核心业务片仔癀未来高增长的可持续性？

在正文中，我们对片仔癀的供需做出了较为详实的拆解分析：

- **供给端：**主要考虑天然麝香和牛黄的供给。根据正文部分推算（表 15），我们认为公司库存充足，足以支撑公司未来 3-5 年 CAGR 超过 28% 的业绩增长，预计天然麝香和牛黄库存分别到 2024、2025 年由正转负；价格角度，根据敏感性分析（表 13），天然麝香和天然牛黄价格各下降 5%，将拉低片仔癀锭剂成本 4.62%。
- **需求端：**我们将片仔癀系列的需求拆解为肝病用药，保健自用，保健礼品三大类具体分析，根据我们测算（表 16），三大需求肝病用药，保健自用，保健礼品的潜在市场空间分别为 2.28、11.28、4.55 倍的增长空间。全国范围“片仔癀”系列的潜在市场空间为 120.68 亿元，2019 年片仔癀系列营收为 21.81 亿元，通过提升渗透率尚有 4.5 倍的增长空间，未来高增长业绩可期。

基于供需分析，我们判断公司核心业务片仔癀供给端未来至少 3-5 年无忧，而较为强劲的肝病用药、保健自用、保健礼品三大业务需求将推动其销量持续高增长，未来 3-5 年净利润 CAGR 稳定在 20%-30% 可期。值得注意的是，上述讨论前提并未考虑到片仔癀的提价，若考虑提价（公司历史上有多次提价），业绩存在超预期可能。

（3） 市场担忧其三：公司业务过于单一，以及是否过于依赖片仔癀？

主营产品片仔癀的量价齐升是多年来公司的主要投资逻辑，但我们也能看到公司基本面近年来正在发生变化。例如，从 2014 年公司开始坚持一核两翼的策略，代表着公司在积极向大健康企业转型，未来业务有望趋于多元化。从收入占比来看，目前公司三大板块医药商业、医药工业、日化板块收入占比大约在 50%/40%/10%。其中，日化业务板块有望构成新的盈利支撑点，收入占比不断提升，主要增长动力来源于：

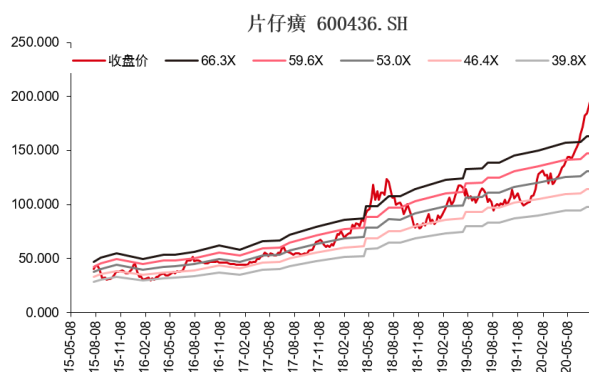
- **差异化竞争打造牙膏明星品牌：**漳州片仔癀上海家化 2019 年首次实现扭亏为盈，未来经营持续向好，有望复制云南白药牙膏的成功案例；
- **老护肤品牌有望焕发新动能：**我国药妆市场方兴未艾，本土药妆新生力大有可为。产品功效好+重视线上线下营销渠道建设的企业有望脱颖而出。公司化妆品业务 2019 年实现营收 4.30 亿元（+57.09%），净利润 0.81 亿元（+90.63%），伴随多营销策略，未来增长业绩可期。

因此，我们判断公司三大业务板块营收格局未来有望趋于 40%/30%/30%，尽管主要利润点还是来源于片仔癀，但多元化的营收模式将大大分散单一产品所带来的风险（政策、市场层面）。

（4） 市场担忧其四：公司当下估值是否太贵？

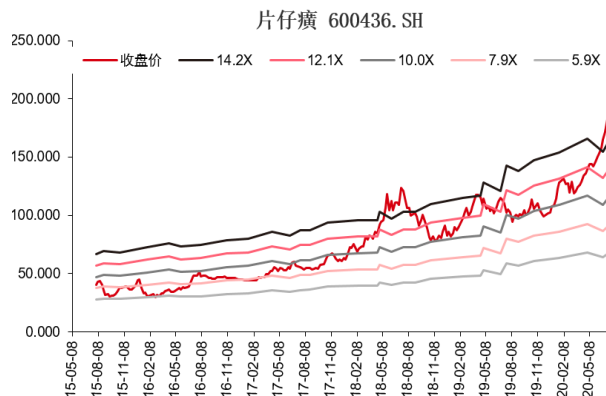
从估值角度看，公司估值目前 PE、PB 分别接近 78 倍、17 倍，位于历史区间上界偏上水平。但考虑到公司近年来正处于业绩爆发期，受益于片仔癀的量价提升以及日化板块的经营向好，预计未来三年净利润 CAGR 为 27.88%，我们判断将有效地消化当前的较高估值。

图 1：片仔癀 PE 位于历史区间上界偏上



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：数据截至 2020 年 7 月 27 日

图 2：片仔癀 PB 位于历史区间上界偏上



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：数据截至 2020 年 7 月 27 日

风险因素

政策性风险及市场风险、原材料供给及价格变动风险、日化业务发展低于预期、对外投资不及预期。

■ 估值及投资评级

绝对估值：股权价值合理区间 855-1305 亿元

基于关键假设及 2020-2022 年的盈利预测,对未来 10 年内公司自由现金流进行预测:假设公司 10 年后进入稳定增长期,永续增长率 2.5%,考虑到公司 WACC 为 6.10%,对永续现金流折现估计。

表 1: 片仔癀 DCF 参数及结果

WACC 计算过程		股权价值计算（百万元）	
无风险利率	3.00%	现金流现值	2,360,731
风险溢价	5.00%	终值现值	8,802,675
债务成本	5.00%	企业价值	11,163,407
税率	20.00%	债务总额	54,067
股票 beta	0.80	股权价值	11,595,948
Ke	7.00%	总股数	60,332
债权比例	30.00%	每股价值（元）	192.20
股权比例	70.00%		
WACC	6.10%		
TV 增长率	2.50%		

资料来源：中信证券研究部测算

根据 DCF 估值模型,我们测算得出公司当前合理股权价值为 1159.59 亿元,对应每股价值 192.20 元,敏感性测试结果显示合理价值区间为 937.19-1550.92 亿元。

表 2: 公司市值敏感性分析（万元）

		WACC		
		5.60%	6.10%	6.60%
TV 增长率	2.00%	11,993,117	10,522,451	9,371,906
	2.50%	13,467,583	11,595,948	10,181,022
	3.00%	15,509,151	13,015,735	11,214,893

资料来源：中信证券研究部测算

相对估值：目标价 218.40 元

参考主营业务,我们选取 A 股中药上市公司云南白药、同仁堂作为可比公司（东阿阿胶 2019 年业绩变动过大,因此剔除）。预计公司中药板块 2019-2021 年的 PE 均值分别为 51.12/43.55/36.91, EPS 三年 CAGR 在 14.97%左右。

表 3: 可比公司估值比较

股票简称	股价	EPS（元）			PE			2019-2021 CAGR
	（元）	19	20E	21E	19	20E	21E	
同仁堂	26.37	0.72	0.79	0.85	36.70	33.33	31.21	8.44%
云南白药	106.35	3.28	3.54	3.97	32.47	30.00	26.78	10.11%
片仔癀	191.95	2.28	2.85	3.64	84.19	67.31	52.73	26.36%
平均					51.12	43.55	36.91	14.97%

资料来源：Wind, 中信证券研究部预测 注：股价截至 7 月 27 日；同仁堂和云南白药 EPS 来自 Wind 一致预期

片仔癀在 2019 年享受了较高的估值溢价（84x，板块均值为 51x），主要系相较于其他中药上市公司，片仔癀业绩仍处于爆发期，预计 2019-2021 年 EPS 的 CAGR 为 26.36%，而板块其他上市公司的 2019-2021 年 CAGR 仅在 8%-10% 左右。根据正文分析，我们对片仔癀的供需做了较为详细的拆解及分析：

- ① 从供给侧看，公司麝香和库存充足，预计可以支撑公司未来五年 CAGR 超过 28% 的业绩增长；
- ② 从需求侧看，我们判断公司发展潜力强劲，在肝病用药、保健自用、保健礼品三大需求不变的假设下，通过提升渗透率约有 4.53 倍的业绩增长空间；
- ③ 此外，牙膏及化妆品等日化业务有望为公司迎来业绩新增量，我们判断公司未来有望业务趋于多元化，成为大健康大消费行业龙头企业。因此，公司理应享受较高估值溢价。

综上所述，我们认为片仔癀估值目前较为合理。经模型测算预计公司 2020/2021/2022 年净利润分别为 17.20/21.96/28.13 亿元，CAGR 27.88%，对应 EPS 预测分别 2.85/3.64/4.66 元，当前股价对应 P/E 分别为 52/41/32 倍。考虑到公司未来 3-5 年净利润复合增长预计依旧强劲，我们给予公司 2021 年 60xPE 估值，对应目标价 218.40 元，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 公司概况：国宝名药，打造大健康领域领导品牌

品牌历史悠久，产品底蕴深厚

漳州片仔癀药业股份有限公司创立于 1999 年 12 月，由成立于 1956 年的原漳州制药厂改制，是国家高新技术企业、中华老字号企业。2003 年 6 月，片仔癀于上交所上市（代码：600436）。知名的中药品牌、特殊的疗效、国家绝密配方，是公司最大的护城河。

图 3：公司历史沿革



资料来源：公司官网，中信证券研究部

深厚底蕴赋予独特品牌优势。公司独家生产的传统名贵中成药片仔癀拥有近 500 年的历史，曾被誉为“佛门圣药”的片仔癀源于宫廷、兴于寺庙、流传于民间、发展于当代，因其独特神奇的疗效而形成了极佳的口碑，被国内外中药界誉为“国宝名药”。经半个多世纪的传承创新，片仔癀已被列入国家一级中药保护品种，处方及工艺受国家保护，属于国家绝密级配方。

“片仔癀”海外享有较高知名度。公司产品出口世界 30 多个国家和地区，连续多年居中国中成药外贸单品种出口前列，是具备国际影响力的重要品牌，成为海上丝绸之路上的“中国符号”。片仔癀连续多年位居中国中成药单品种出口前列。

图 4：“片仔癀系列”产品展示



资料来源：公司官网

图 5：“片仔癀系列”四种已公布主要成分



资料来源：公司公告、1 药网

一核两翼战略清晰，民族瑰宝开拓未来

公司战略思路清晰，“一核两翼”开启片仔癀新时代。自成立以来，片仔癀及系列产品等十几种中成药的生产和销售一直是公司的核心业务，随着公司不断做强做大，后积极向产业链上下游拓展。2014 年，公司新一届领导班子上任后，新任董事长刘建顺先生提出了“一核两翼”大健康产业发展战略：即努力构建以传统中药生产为龙头，以保健食品、保健食品、功能饮料和特色功效化妆品、日化产品为两翼，以药品流通为补充的健康产业集团，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。

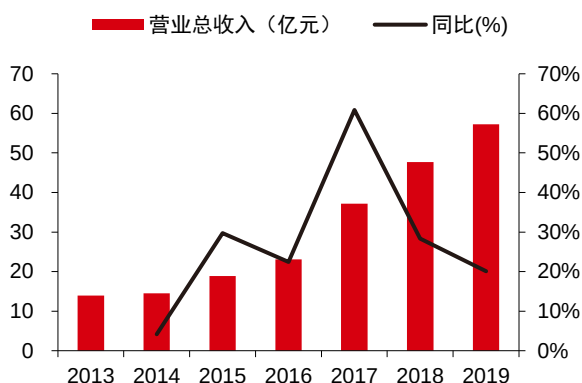
图 6：公司一核两翼战略发展格局



资料来源：公司公告，中信证券研究部

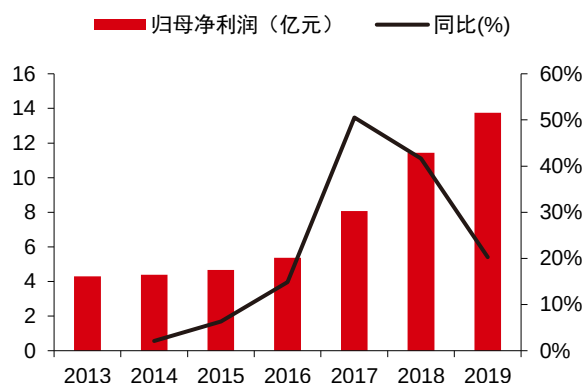
营收与利润双高增长，公司业绩增长潜力十足。受益于片仔癀品牌建设推进、终端活力提升、普药销售布局及日化业务开拓，公司业务表现亮眼，2015-2019 年公司营收和净利润 CAGR 分别为 31.98%和 30.97%。2019 年营收和归母净利润分别为 57.22 亿/13.74 亿元，同比+20.06%/20.25%。

图 7：2013-2019 年公司营收概览



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 8：2013-2019 公司归母净利润概览



资料来源：公司公告，中信证券研究部

把握医药生产核心，拓展流通日化双翼。公司围绕“一核两翼”大健康发展战略，充分发挥中药特色优势，重点聚焦以片仔癀为核心的优势品种二次开发，中药、化药、保健食品等新产品开发，积极布局大健康产品线，完善公司产品梯队。公司目前主营业务包括医药工业、医药商业及日化用品三大板块。

表 4：片仔癀公司主要板块及业务概览

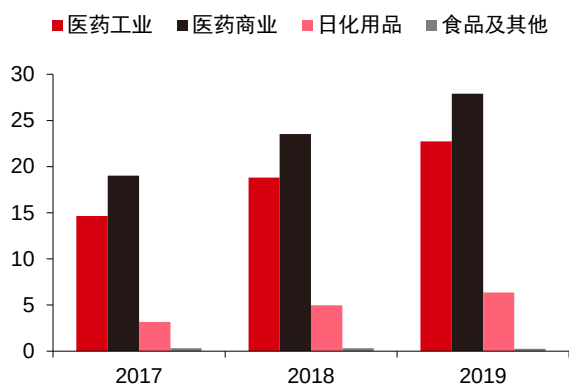
业务板块	示例图	内容
医药工业		公司以品牌中成药生产和销售为核心业务，主要包括片仔癀锭剂、片仔癀胶囊、复方片仔癀肝宝等“片仔癀系列”核心产品和茵胆平肝胶囊等其他中成药产品
医药商业		2015 年，公司设立全资子公司“厦门片仔癀宏仁医药有限公司”，负责医药商业业务，涵盖医疗板块、OTC 配送与推广板块、特色板块及其他医药流通、批发业务，是厦门市最大的药品零售企业供应商
日化用品		2016 年，公司与上海家化成立全资子公司“漳州片仔癀上海家化口腔护理有限公司”，负责牙膏及其他口腔护理产品的研发、生产和销售；控股子公司“福建片仔癀化妆品有限公司”的“皇后”及“片仔癀”系列特色功效护肤品同样具有一定知名度和影响力

资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部

三大板块持续发力，日化板块贡献新增量。2019 年，公司医药工业、商业、日化用品分别实现营收 22.72/27.88/6.35 亿元，占收入的 39.71%/48.72%/11.10%。

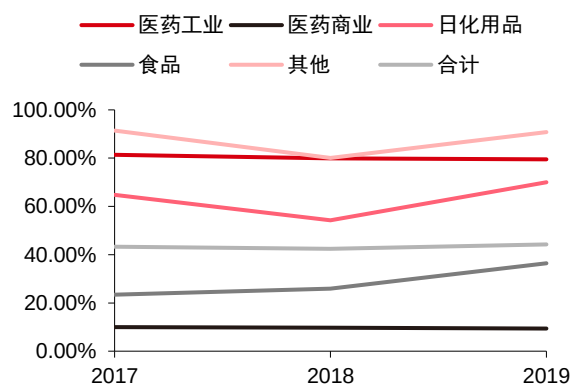
- 核心医药工业“片仔癀系列”产品仍是公司的主要利润来源，毛利占比达到 71.37%。
- 医药商业板块营收占比继续领跑其他板块，但利润贡献有限；
- 日化用品板块营收持续增长，毛利率由 2018 年 54.24%升至 2019 年的 70.01%，为公司 2019 业绩贡献新增量；
- 此外，食品业务虽然体量较小，但毛利率由 2018 年的 25.97%增长到 2019 年的 36.43%，有望成为公司未来业绩潜在增长点。

图 9：2017-2019 年公司各业务板块收入（亿元）



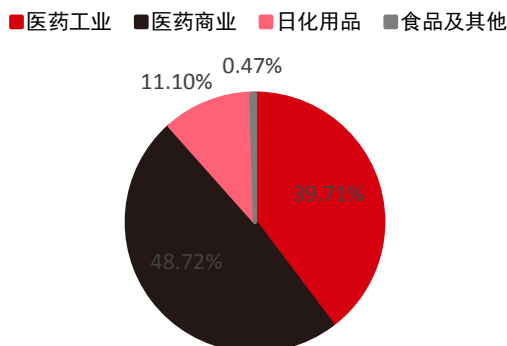
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 10：2017-2019 年公司各业务板块毛利率（%）



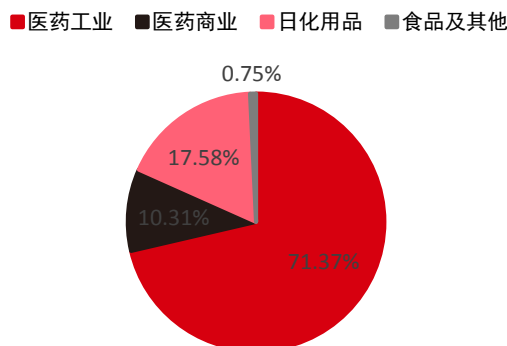
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 11：片仔癀 2019 收入结构（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 12：片仔癀 2019 毛利润结构（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

持续开展临床课题研究，循证医学证据充分。公司持续深入开展肝病、肿瘤等领域涉及药理毒理、临床研究、治疗标准等相关课题研究，形成了《片仔癀学术论文集》《片仔癀临床研究汇编》等多部著作。“片仔癀系列”在保肝护肝、抗肿瘤以及解酒等方面均有较为确切的循证医学证据，疗效显著且安全性强。其中在保肝护肝领域疗效尤为明显，研究主要集中在对 CCl₄ 所致肝损伤、酒精性肝损伤、肝纤维化和肝癌所致肝损伤的保护作用及保肝抗炎作用等领域。

表 5：片仔癀相关的循证医学研究（不完全统计）

资料来源	循证医学研究结论
对非酒精性脂肪肝的保护作用	邓绿雨、李风华、季光、曹艳纯、张幸 (2015)《片仔癀防治大鼠非酒精性脂肪肝的探讨》中国实验方剂学杂志 (15), 124-128.
对 CCL4 所致肝损伤的保护作用	洪绯、赵锦燕、张泽修、万芸、张毓宸、洪振丰(2014)《复方片仔癀肝保片对大鼠四氯化碳诱导的慢性肝损伤的治疗作用》福建中医药, 045(005), 53-54,60.
	Lee, K. K. H., Kwong, W. H., Foo - tim Chau, Yew, D. T., & Chan, W. Y. . (2002). Pien tze huang protects the liver against carbon tetrachloride - induced damage. 91(4).
	Zhao, Zhang, Wan, Hu, & Hong. (2017). Pien tze huang gan bao attenuates carbon tetrachloride induced hepatocyte apoptosis in rats, associated with suppression of p53 activation and oxidative stress. Molecular Medicine Reports, 16(3), 2611-2619.
对酒精性肝损伤的保护作用	Yang, Y., Zhiliang, C., Lvyu, D., Juan, Y., Kai, W., & Xing, Z., et al. (2018). Pien tze huang ameliorates liver injury by inhibiting the perk/eif2α signaling pathway in alcohol and high-fat diet rats. Acta Histochemica, S0065128118301089-.
	黄进明、赵锦燕、万芸、张泽修、张毓宸、陈玲 et al. (2015)《复方片仔癀肝宝对急性肝损伤的保护作用研究》世界中西医结合杂志(09), 40-42.
对病毒性肝损伤的保护作用	钟蕊、段钟平、陈煜、郑素军、孔明、徐曼曼 (2017)《片仔癀治疗慢性乙型肝炎的临床研究》胃肠病学和肝病杂志(11), 96-99.

资料来源	循证医学研究结论
张春涛、邬尧清 (1992)《片仔癀治疗急性病毒性肝炎疗效观察》上海中医药杂志, 000(009), 33-34.	片仔癀对病毒性肝炎的治疗疗效确凿且显著, 改善肝功能迅速, 且安全可靠; 片仔癀对于甲肝、乙肝、甲乙混合肝的疗效大致相同
徐益语、于尔辛 (1994)《以片仔癀为主治疗中晚期肝癌 42 例临床分析》上海中医药杂志(12), 4-5.	片仔癀具有控制肿瘤发展、改善症状、消退黄疸和保护肝功能的作用
魏丽慧、齐飞、彭军、严茂林、邱福南、白燕南 et al. (2017)《片仔癀对肝癌干细胞增殖及凋亡的影响》福建中医药, 048(002), 27-30.	片仔癀具有抑制肝癌干细胞增殖及诱导其凋亡的作用
对肝纤维化/肝癌所致肝损伤的保护作用	Haiyin, Zheng, Xiaoying, Wang, Yuqin, & Zhang, et al. (2019). Pien-tze-huang ameliorates hepatic fibrosis via suppressing nf-kb pathway and promoting hsc apoptosis. Journal of Ethnopharmacology.
	Fei, Q. , Songqiang, Z. , Li, L. , Lihui, W. , Aling, S. , & Liya, L. , et al. (2017). Pien tze huang inhibits the growth of hepatocellular carcinoma cells by upregulating miR-16 expression. Oncology Letters.
对肝切除所致肝损伤的保护作用	项龙庆、罗颀(2016)《片仔癀对部分肝切除小鼠的肝再生的作用研究》转化医学电子杂志, v.3;No.19(01), 15-17.
解热抗炎作用	黄进明、洪维、张泽修、郑海音、洪振丰(2016)《片仔癀对大肠杆菌内毒素致新西兰兔发热模型的解热抗炎作用》江西中医药大学学报, 000(001), P.75-77.
解酒作用	洪维(2015)《片仔癀对乙醇代谢的影响》安徽中医学院学报, 034(006), 72-74.
	林珊、陈达鑫、赵锦燕、曾建伟、洪振丰(2016)《复方片仔癀肝宝对乙醇代谢的影响》实用中西医结合临床(11).
抗肿瘤作用	张俐、曾启清、林建华. (2009)《P27 基因联合中药片仔癀对人骨肉瘤抑制作用观察》中华中医药杂志(04), 112-116.
	陈炳艺、郭文韬、林嘉辉、李楠、张燕 (2017)《片仔癀通过 pi3k/akt 通路抑制人骨肉瘤耐药细胞 mg63/adm 增殖》中华中医药杂志, 032(004), 1520-1524.
	Peng, & Jun. (2013). Pien tze huang inhibits tumor angiogenesis in a mouse model of colorectal cancer via suppression of multiple cellular pathways. Oncology Reports, 30(4).
	Peng, & Jun. (2012). Pien tze huang inhibits the proliferation of human colon carcinoma cells by arresting g1/s cell cycle progression. Oncology Letters, 4(4), 767---770.
	Wan, Y. , Shen, A. , Qi, F. , Chu, J. , Cai, Q. , & Sferra, T. , et al. (2017). Pien tze huang inhibits the proliferation of colorectal cancer cells by increasing the expression of miR-34c-5p. Experimental & Therapeutic Medicine.
	Lin, J. , Feng, J. , Jin, Y. , Yan, Z. , Lai, Z. , & Peng, J. . (2016). Pien tze huang suppresses vegf-c-mediated lymphangiogenesis in colorectal cancer. Oncology Reports, 36(6), 3568-3576.

	资料来源	循证医学研究结论
	Chen, Z., Shen, A., Liu, L., Chen, Y., Chu, J., & Cai, Q., et al. (2017). Pien tze huang induces apoptosis and inhibits proliferation of 5-fluorouracil-resistant colorectal carcinoma cells via increasing mir-22 expression. <i>Experimental & Therapeutic Medicine</i> .	片仔癀可以通过增加 miR-22 的表达, 逆转肿瘤细胞增殖和凋亡水平之间的失衡, 克服肿瘤细胞的化疗耐药
自身免疫性脑脊髓炎治疗作用	Xuemei, Q., Hui, L., Xue, L., Qingqing, G., Kang, Z., & Danping, F., et al. (2018). Therapeutic potential of pien tze huang on experimental autoimmune encephalomyelitis rat. <i>Journal of Immunology Research</i> , 2018, 1-10.	片仔癀能明显改善实验性自身免疫性脑脊髓炎 (EAE) 大鼠的临床症状。对 EAE 大鼠中枢炎性细胞浸润也有明显的抑制作用
	Qiu, X., Guo, Q., Liu, X., Luo, H., Fan, D., & Deng, Y., et al. (2018). Pien tze huang alleviates relapsing-remitting experimental autoimmune encephalomyelitis mice by regulating th1 and th17 cells. <i>Frontiers in Pharmacology</i> , 9.	片仔癀对复发缓解型实验性自身免疫性脑脊髓炎小鼠有一定的治疗作用, 其作用机制与对 Th1 和 Th17 细胞的调节作用有关
脑保护作用	张小琴. (0) 《片仔癀对局灶性脑缺血/再灌注大鼠皮质中 nmdar1 和 glur2 表达的影响》中国药理学通报, v.35(02), 288-292.	片仔癀可能通过抑制局灶性脑缺血/再灌注大鼠皮质 NMDAR1、GluR2 mRNA 及蛋白的下调而发挥脑保护作用
	Zhang, X., Zhang, Y., Tang, S., Yu, L., Zhao, Y., & Ren, Q., et al. (2018). Pien-tze-huang protects cerebral ischemic injury by inhibiting neuronal apoptosis in acute ischemic stroke rats. <i>Journal of Ethnopharmacology</i> , 219, 117-125.	片仔癀对脑缺血再灌注损伤具有保护作用 , 其机制可能与抑制线粒体介导的神经元凋亡和减轻炎症反应有关

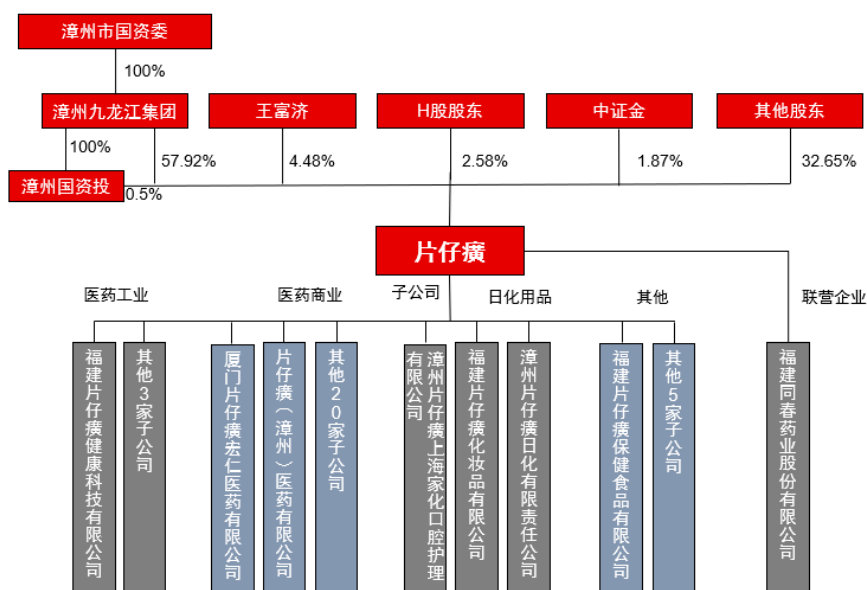
资料来源: 知网, CNKI, 中信证券研究部

投资龙晖药业, 获得安宫牛黄丸等经典名方。公司于 2020 年 7 月 25 日披露, 以自有资金累计约 4,447.59 万元, 向龙晖药业有限公司进行出资控股, 并取得龙晖药业 51% 的股权。龙晖药业拥有中西药品批准文号 115 个, 龙晖药业拥有药品批准文号 115 个, 其中中成药 53 个, 化药 62 个; 具体为丸剂 34 个 (中成药), 煎膏剂 1 个 (中成药) 等。其中在产中成药以安宫牛黄丸、西黄丸及养阴清肺糖浆等传统中药名方为主, 其核心中成药安宫牛黄丸、西黄丸均为双天然品规, 具有较高的市场价值。我们判断控股龙晖药业将有利于丰富公司的产品管线, 对公司布局传统中药名方起到积极作用, 促进公司“一核两翼”战略发展。

股权结构合理, 管理团队经验丰富

股权相对集中的国企, 保障公司长远发展。公司第一大股东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 57.92%, 其他股东持股较为分散, 股权结构合理。公司于 2019 年完成华润片仔癀药业股权收购实现 100% 控股后, 共拥有 36 家子公司, 一家联营企业, 业务目前涵盖医药工业、医药商业、麝类养殖、日化产品和保健食品等领域。

图 13：片仔癀股权结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：截至 2019-12-31

董事长励精图治，管理团队经验丰富。2014 年公司完成新老领导班子更替，新任董事长刘建顺先生曾任东山县人大主任、漳州市九龙江建设董事长，上任以来勇于开拓，确立一核两翼核心战略：即一核大力推动体验馆建设改变营销策略、两翼不断加强战略合作进行外延扩张。总经理黄进明先生自 1987 起便任漳州制药厂干部，拥有超过 30 年行业与公司管理经验。公司管理团队经验丰富且分工明确，料将保障公司长期稳定发展。

表 6：片仔癀核心高管

核心高管	资历背景	现任职位
刘建顺	中共党员，大学学历，高级经济师；曾任漳州市委组织部科员，党群科科长，组织部干部，市委正科级组织员，组织部干部科科长，漳州市政府驻北京办事处副主任，东山县委副书记、政法委书记，东山县人大党组书记，东山县人大主任，漳州市九龙江建设有限公司董事长	董事长
黄进明	中共党员，工商管理硕士，高级经济师，高级工程师，执业药师。曾任漳州制药厂干部、车间副主任，漳州进出口公司(筹)负责人并挂职漳州市外经贸局贸易科科长，漳州实业有限公司营业部经理，漳州片仔癀药业股份有限公司副总经理、常务副总经理、董事等	总经理兼董事
陈纪鹏	中共党员，硕士学位，教授级高工；曾任漳州片仔癀集团公司药物研究所副所长，福建片仔癀化妆品有限公司董事，美国 Sanford-Burnham 医学研究所高级访问学者，片仔癀(漳州)医药有限公司董事，福建同春药业股份有限公司董事，漳州片仔癀国药堂连锁有限公司董事，华润片仔癀药业有限公司董事兼常务副总经理，漳州华润片仔癀医药贸易有限公司董事，漳州片仔癀药业股份有限公司南靖分公司负责人，漳州片仔癀国药堂医药连锁有限公司董事长	副总经理、董事兼董事会秘书
刘丛盛	中共党员，副主任药师，执业药师，高级经济师，香港公开大学工商管理硕士学位；曾任漳州片仔癀集团公司研究所课题负责人、团总支副书记、供销科副科长，漳州片仔癀药业股份有限公司供销科副科长、经营部副主任、销售部主任、市场部主任、总经理助理，漳州片仔癀生物科技有限公司董事，福建片仔癀诊断技术有限公司董事，漳州片仔癀国药堂连锁有限公司董事	副总经理
陈建铭	中共党员；曾任漳州一中教师、团委书记，漳州八中副校长；漳州市政府开放办综合业务科科长，漳州市政府改革开放办办秘科科长，漳州市国资委办公室主任，漳州市国资委纪律检查委员会副书记	副总经理

资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 医药工业：片仔癀系列——原材料来源稳定，三大需求持续增长

“片仔癀”系列简介：海内外均知名的国家绝密级配方

公司医药工业体系分为三大门类，“片仔癀”系列是公司核心产品。公司的医药工业体系主要分为三大门类：①第一为核心片仔癀产品，指主要含有“片仔癀”成分的药品，即片仔癀锭剂和片仔癀胶囊；②第二类为片仔癀周边产品，含有少量片仔癀成分，产品名称中带有“片仔癀”，如复方片仔癀软膏，复方片仔癀含片等；③第三类为拓展产品，指完全不含有片仔癀成分的药品，如茵胆平肝胶囊、藿香正气水等。

图 14：核心片仔癀产品：片仔癀锭剂、片仔癀胶囊



资料来源：公司官网

表 7：各产品门类代表性产品名称，成分及疗效

名称	门类	主要成分	疗效
片仔癀锭剂	核心片仔癀产品	片仔癀（牛黄、麝香、三七、蛇胆）	清热解毒，凉血化瘀，消肿止痛
片仔癀胶囊		片仔癀	清热解毒、凉血化瘀，消肿止痛
复方片仔癀肝宝	片仔癀周边产品	片仔癀，茵陈，龙胆，栀子等	护肝理肝，烟酒过多引起之功能受损
复方片仔癀软膏		片仔癀粉、蛇药片	清热，解毒，止痛
复方片仔癀含片		蟾蜍菊、肿节风、片仔癀等	清热解毒，利咽止痛，生津润喉
茵胆平肝胶囊	拓展产品	茵陈、龙胆、黄芩、猪胆粉等	清热、利湿
藿香正气水		苍术、陈皮、厚朴、白芷等	解表化湿，理气和中
牛黄解毒片		人工牛黄、雄黄、石膏等	清热解毒

资料来源：公司官网，中信证券研究部

片仔癀为国家绝密级配方，产品护城河深厚。国家绝密级配方保密期限为永久，目前只有两个配方（云南白药和片仔癀）纳入，两者在成分、疗效和针对适应症均有明显差异。考虑到片仔癀原材料更为珍贵，其稀缺性及保值属性要显著强于云南白药。

表 8：国家级绝密配方产品

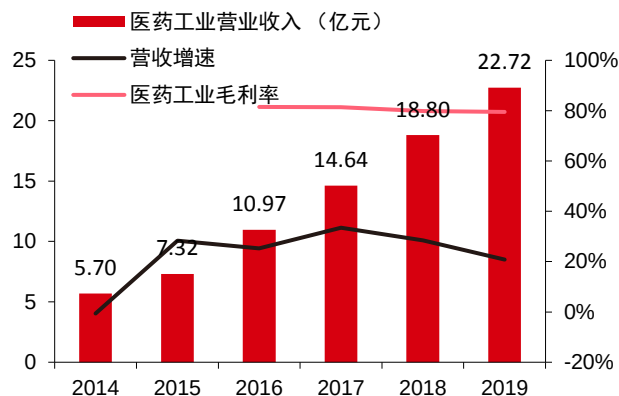
产品	企业	主要成分	功效
云南白药	云南白药	田七、冰片、散瘀草、白牛胆等	化瘀止血、活血止痛。主治跌打损伤。
片仔癀	漳州片仔癀	牛黄、麝香、三七、蛇胆	清热解毒，凉血化瘀，消肿止痛。用于热毒血瘀所致急性慢性肝炎。

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

“片仔癀”系列业绩持续增长，2014-2019 年 CAGR 为 31.86%。选取公司医药工业分部业绩作为“片仔癀”系列核心产品业绩的主要依据（15 年及以前医药工业分部未单列，我们以“医药销售”分部业绩的 44.9%估算医药工业分部业绩，依据是 2019 年医药工业分部占医药总营收的 44.9%）。片仔癀医药工业营收 2014-2019 年 CAGR 为 31.86%，医药工业分部业绩与医药板块总营收趋势一致（医药板块总营收 2014-2019 年 CAGR 为 31.85%）。片仔癀系列业绩的持续高增长，主要逻辑来源于产品的量价齐升态势。

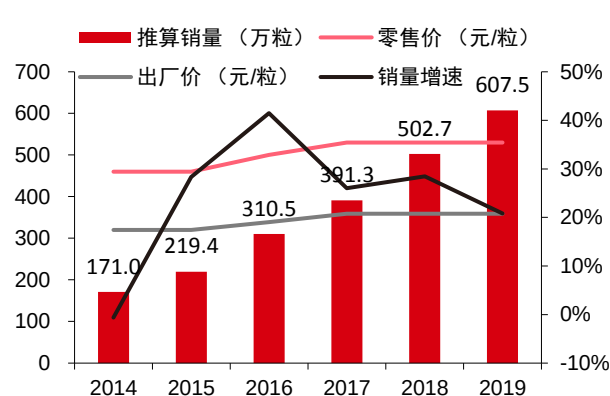
- **量的角度：2014-2019 年销量 CAGR 28.86%。**片仔癀价格增速明显低于医药工业营收增速，营收增长的主要推动力为销量的显著提升。我们推算 2014-2019 年“片仔癀”锭剂的销量增长 CAGR 达到 28.86%，略低于营收增长 31.86%。2019 年“片仔癀”锭剂销量超过 600 万粒。
- **价的角度：2014-2020 年出厂价提升 CAGR 3.75%。**由于供不应求的局面持续，“片仔癀”系列自公司上市以来多次提价。以核心产品片仔癀锭剂为价格标杆，其零售价从 2005 年的 280 元/粒提升到 2020 年的 590 元/粒，CAGR 为 5.09%；出厂价缓慢提价，2014-2020 年 CAGR 为 3.75%。

图 15：医药工业营业收入和增速



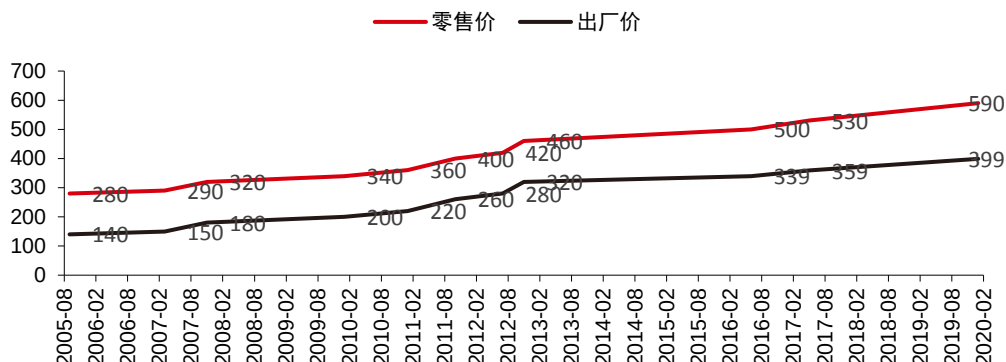
资料来源：公司公告，中信证券研究部。注：14-15 年为推算值。14-15 年医药工业分部营收没有单独披露，14-15 年的医药工业分部营收以“医药销售”分部营收的 44.9%进行估算。44.9%为 2019 年医药工业占医药总营收的比例。

图 16：片仔癀推算销量和增速、片仔癀锭剂价格走势



资料来源：公司公告，中信证券研究部。注：销量以当年肝病用药总营收为总销售额除以当年出厂价进行估算。当年肝病用药总营收以医药工业总营收的 95.97%进行估算。95.97%为 2019 年肝病用药占医药工业营收的比例。

图 17：片仔癀锭剂价格走势

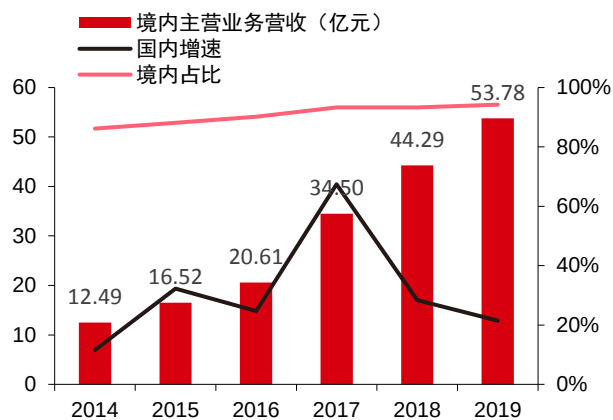


资料来源：公司公告，中信证券研究部

“片仔癀”系列营收稳步提升，2014-2019 年境内/境外营收 CAGR 33.91%/10.40%。

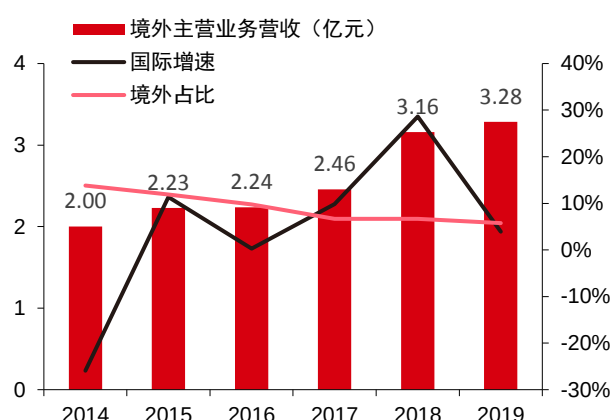
由于“片仔癀”系列在境内、境外营收和销量没有单独披露，我们以主营业务营收作为“片仔癀”系列营收的体现：①境内“片仔癀”系列的营收持续增长，2014-2019 年境内营收 CAGR 为 33.91%，境内销量占比为 94.2%；②“片仔癀”系列境外知名度高，多年来位居我国中成药单品种出口首位，2014-2019 年境外营收 CAGR 为 10.40%，境外销量占比为 5.8%。

图 18：片仔癀境内主营业务营收



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 19：片仔癀境外主营业务营收



资料来源：公司公告，中信证券研究部

供给分析：天然麝香、牛黄库存充足，可支持至少 3-5 年业绩增长

天然麝香、天然牛黄占原材料成本比重最大，分别为 41.06%、51.32%。片仔癀主要成分为天然麝香（含量 3%）、天然牛黄（含量 5%）、蛇胆（含量 7%）、三七（含量 85%）。我们以天然麝香收购价 400 元/克，天然牛黄 300 元/克，蛇胆 30 元/克，三七 0.19 元/克，对片仔癀锭剂的原材料成本进行估算。天然麝香和牛黄虽只占其总重量的 3%和 5%，但两者占总成本的比值超过 92%，分别为 41.06%和 51.32%。

表 9：片仔癀锭剂原材料成本结构分析

成分	含量	重量（克）	原材料单价（克/元）	原材料成本（元）	成本占比	功效	采购模式
天然麝香	3%	0.09	400	36	41.06%	镇痛、消肿	按国家有关规定组织采购
天然牛黄	5%	0.15	300	45	51.32%	息风止痉、清热解毒、化痰开窍	询价比价采购，采购价格就市
蛇胆	7%	0.21	30	6.2	7.07%	祛风除湿、清凉明目、解毒去痒	按国家有关规定组织采购
三七	85%	2.55	0.19	0.48	0.55%	止血补血	采购价格就市
合计	100%	3.00	/	87.68	100.00%	/	/

资料来源：公司官网，公司公告，康美中药网，陕西省动物研究所，中信证券研究部

原材料麝香来源受国家管控，产能存在受限可能。林麝是国家一级保护动物，是具有极高药用价值和重要生态、科研价值的物种。天然麝香为雄性林麝麝香腺的分泌物（一种外激素），平均每头成年雄性林麝年产香在 10g 左右。长期以来，麝香主要取自野生林麝，但由于麝香的经济价值高，滥捕林麝情况日趋严重，野生林麝的生存受到严重威胁。二十世纪五十年代以来，全国林麝数量从 200 万到 300 万头骤降至不到 5 万头。

表 10：全国林麝数量（万头）

年代	全国林麝数量（万头）	年麝香产量（kg）
五十年代	200-300	/
八十年代	60	/
九十年代前期	10	667
九十年代末期	6-7	433
2010 年以后	<5	~100

资料来源：智研咨询，中信证券研究部

天然麝香严重供不应求，原材料成本持续上涨。近十年全国麝香每年需求均在 1000kg 以上，2018 年全国麝香需求已经超过 1500kg，2019 年超过 1600kg。由于每年的麝香产量（约为 100kg）远远不能满足全国麝香的需求，现阶段的麝香供应主要由麝香国库承担，每年供应的数量不详，国库存量亦不对外披露。2003 年国家林业局下发了《关于进一步加强麝类资源保护管理工作的通知》，严格执行审批养殖以及审批收购的政策，企业需要获得国家重点保护野生动物驯养繁殖许可证方可依法养殖。国家按照具有使用天然麝香权利的药企的需求，由企业申报需求数量，批准后进行收购麝香。目前获得国家批准可以使用天然麝香入药的企业一共有 13 家，漳州片仔癀是 2005 年首批入围的企业之一。

表 11：获得天然麝香使用资格及配额的药企及其产品

时间	林业局公告	企业	产品
2005/6/24	2005 年第 3 号	漳州片仔癀	片仔癀等
		北京同仁堂	安宫牛黄丸
		上海&苏州雷允上药业	六神丸
		厦门中药厂	八宝丸
2005/12/21	2005 年第 5 号	无锡山禾药业	醒脑静脉注射剂
		福建麝珠明眼药	麝珠明滴眼液
		天津中新药业	安宫牛黄丸

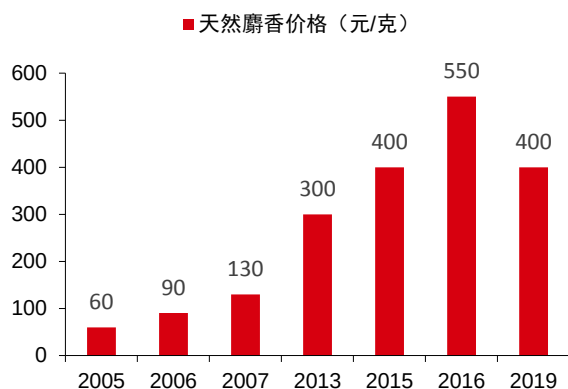
时间	林业局公告	企业	产品
2013/1/21	2013 年第 6 号	成都永康制药	小金丸
		山西广誉远	安宫牛黄丸、牛黄清心丸
2014/1/27	2014 年第 1 号	北京华邈中药开发中心	象皮粉
2015/4/28	2015 年第 8 号	九寨沟天然药业	小金丸、五味麝香丸、万应锭、西黄丸牛黄醒脑丸、大活络丸、麝香壮骨膏、壮骨麝香止痛膏
		北京同仁堂	同仁牛黄清心丸、局方至宝丸
2016/7/15	2016 年第 13 号	山西广誉远	西黄丸
		龙晖药业	安宫牛黄丸、西黄丸
		南京同仁堂	安宫牛黄丸、牛黄清心丸

资料来源：智研咨询，国家林业局，中信证券研究部

2019 年全国养殖麝数量约为三万头，对应麝香年产量 100kg。严重供不应求的局面造成天然麝香价格连年上涨，虽然近年由于麝香养殖业的快速发展而略有回落，但价格始终在高位波动。林麝养殖市场的发展使得麝香年产量屡创新高，人工养殖林麝提取的麝香已经成为国家麝香库存供应的重要补充。

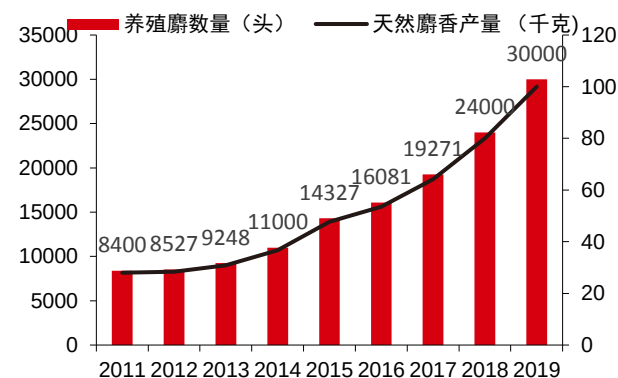
2011-2019 年全国养殖麝数量从八千增长至三万头，对应 CAGR 为 17.25%。按照养殖数量中有三分之一为可以稳定产麝香的成年雄麝且每只雄麝每年稳定产香 10 克进行推算，到 2019 年全国麝香年产量约为 100 千克，2011-2019 年 CAGR 17.25%。陕西凤县拥有全国最集中的林麝养殖产业，县内拥有林麝驯养繁殖许可证的专业公司 21 家，林麝养殖规模达到 1.8 万头，占全国的 60%、陕西的 70%，麝香产量每年 70 到 80 公斤，占全国的 80%以上。预计到 2030 年，全国麝香产量将达到 300kg。

图 20：天然麝香价格（元/克）



资料来源：智研咨询，陕西动物研究所，中信证券研究部。注：2016 年及以前数据来自智研咨询，2019 年数据来自陕西动研所。

图 21：全国养殖麝数量及麝香产量（千克）



资料来源：智研咨询，中信证券研究部。注：2016 年及以前数据来自智研咨询，2017-2019 年数据根据陕西动研所推算。

片仔癀控制的林麝存栏量为全国的 51%，对应 2019 年麝香产量为 51 千克。为了保证原材料来源稳定，各家上市公司纷纷布局林麝养殖业：①同仁堂在陕西成立“北京同仁堂陕西麝业有限公司”布局林麝养殖产业；②片仔癀在四川和陕西都有林麝养殖基地，分别由陕西片仔癀麝业有限公司、四川齐祥片仔癀麝业有限责任公司管理。

根据国家中医药管理局披露，截至 2018 年 12 月，陕西省林麝存栏数达到 19000 只，

归口片仔癀管理的约占陕西的 60%，则据此推算片仔癀在陕西管理林麝为 11400 只。按照陕西省存栏量占全国 85.7%推算，片仔癀控制的林麝存栏量为全国的 51.4%，对应 2019 年麝香产量为 51.4 千克。片仔癀掌握了全国一半以上的麝香产量，但仍远远不能满足其对天然麝香的需求（按照推算销量 2019 年需求约为 547kg）。

林麝养殖存在诸多技术难点，难以短时间大规模扩张。麝香供不应求的局面已经持续多年，林麝人工养殖规模虽然持续扩大，但是仍然不能满足需求。林麝与其他经济动物（猪牛羊鸡鹅鸭等）不同，难以在短期内快速扩大人工养殖规模。四个主要因素影响林麝人工养殖规模的快速扩张：居住条件、喂养要求、传染病防治和幼麝培育。

表 12：林麝养殖难点归纳

林麝养殖难点分类	要求	难点
居住条件	独居性和领域性很强的野生的动物，种群数量小；必须提供单间居住；单间的周围要建 3 米高的围墙，墙周围需栽种植物供麝采食遮阳	场地面积过大难以寻找；前期建设沉没成本过高，普通农户难以承担
喂养要求	在不同的生长发育、生理阶段对营养需要不一，必须喂给不同的饲料。对饲料要求高，一天需要分 3 次给食，且需要频繁换饮用水保持卫生	人力成本较高，饲料成本较高
传染病防治	圈养的情况下容易染上传染病，传染病会迅速蔓延到整个圈养种群	由于传染病蔓延，整个圈养种群死亡而导致血本无归
幼麝培育	年幼林麝的存活率一直相对较低	种群难以快速扩大，没有形成一套科学有效可以大范围扩大使用的养殖指南

资料来源：兴成麝业，中信证券研究部

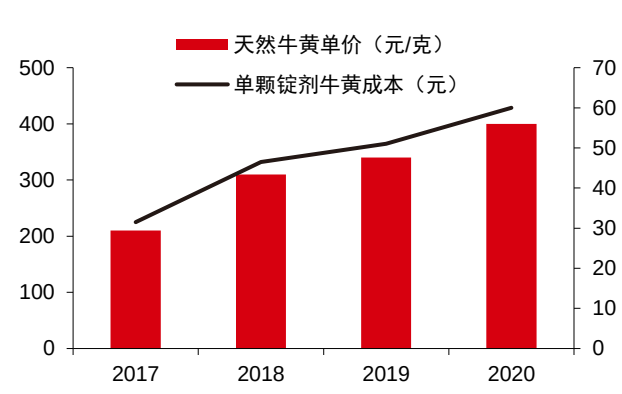
天然牛黄供不应求，采购成本日渐提高，2017-2020 年 CAGR 23.96%。天然牛黄为黄牛干燥胆结石，是稀缺的名贵中药。2020 年河北市场天然牛黄的市场批发价约为 40 万/千克，17-20 年 CAGR 23.96%。牛黄成本在“片仔癀”锭剂的原料成本中占比超过一半，牛黄价格的持续上涨将为公司原料成本造成压力。与麝香不同，牛黄不存在国家管制，属于价格随行就市的中药原材料。因此，虽然天然牛黄价格持续上涨，供不应求，但来源相对稳定，加上公司的原料储备充足，牛黄供应不构成制约公司产能扩张的因素。

图 22：天然牛黄



资料来源：黔农网

图 23：天然牛黄价格走势（元/克）



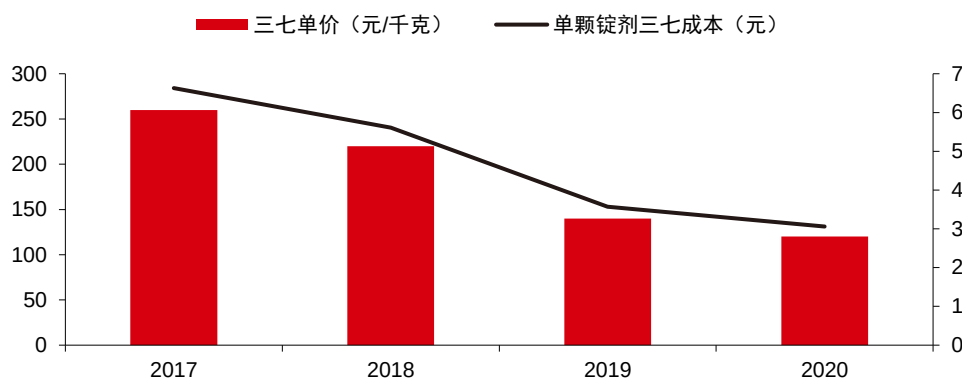
资料来源：康美中药网，中信证券研究部

蛇胆和三七占原料成本较少，市场供应充足，价格平稳。蛇胆和三七占片仔癀主要成分各 7%和 85%。相比天然麝香和牛黄，此两种均为日常常用中药材，已形成市场化的大规模养殖、种植产业，供应充足。

- **蛇胆：**根据公司公告，蛇胆需按国家有关规定组织采购，价格由买卖双方根据供需情况自行协商。近几年价格较为平稳，公司积极做好蛇胆原料的战略储备；
- **三七：**为了保证三七原料质量及供应来源稳定，公司在云南文山与当地企业合作共建标准化、规范化三七种植基地，根据生产原料需求按市场价格向基地进行定点采购，近年价格总体平稳略有下降。

总的来看，蛇胆和三七成本占比较低，供应充足，近年来没有出现大规模价格上涨，不构成制约公司产能扩张的因素。

图 24：三七价格走势（元/千克）



资料来源：康美中药网，中信证券研究部

牛黄和麝香价格各上升 10%，片仔癀锭剂成本相应上升 9.24%。原材料天然麝香和天然牛黄的价格的持续上涨，会增加公司的成本压力。根据成本分析，天然麝香和牛黄对成本占比分别高达 41.06%和 51.32%，合计为 92.38%。根据我们测算，若天然麝香价格提高 10%，而牛黄价格不变，则每片片仔癀锭剂的成本将提高 4.11%；若天然牛黄价格提高 10%，而麝香价格不变，则每片片仔癀锭剂的成本将提高 5.13%；若牛黄和麝香市场收购价同步提升各提升 10%，则每片“片仔癀”锭剂的成本将会提升 9.24%。中药材市场的波动性使得原材料亦降价可能。根据我们测算，天然麝香和天然牛黄价格各下降 5%，将拉低片仔癀锭剂成本 4.62%。

表 13：片仔癀锭剂对原料价格敏感性分析

天然麝香、牛黄对成本占比分别为 41.06%和 51.32%，合计 92.38%		天然麝香价格						
		-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
天然牛黄价格	-10%	-9.24%	-7.19%	-5.13%	-3.08%	-1.03%	1.03%	3.08%
	-5%	-6.67%	-4.62%	-2.57%	-0.51%	1.54%	3.59%	5.65%
	0%	-4.11%	-2.05%	0.00%	2.05%	4.11%	6.16%	8.21%
	5%	-1.54%	0.51%	2.57%	4.62%	6.67%	8.73%	10.78%

天然麝香、牛黄对成本占比分别为 41.06%和 51.32%，合计 92.38%

	天然麝香价格						
	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
10%	1.03%	3.08%	5.13%	7.19%	9.24%	11.29%	13.34%
15%	3.59%	5.65%	7.70%	9.75%	11.80%	13.86%	15.91%
20%	6.16%	8.21%	10.26%	12.32%	14.37%	16.42%	18.48%

资料来源：中信证券研究部测算

公司持续增加天然麝香和牛黄储备，2019 年原材料账面价值同比增长 30.66%。2019 年公司原材料账面价值约 13.22 亿元，较 2018 年的 10.12 亿元，增加 3.12 亿元，同比增长 30.66%。其中，天然麝香账面价值约 6.95 亿元，同比增长 7.54%，占账面价值的 52.38%；天然牛黄账面价值约 5.21 亿元，同比增长 83.38%，占账面价值的 39.43%，牛黄库存占比显著提升，显示公司在牛黄价格上涨的背景下积极增加天然牛黄储备。

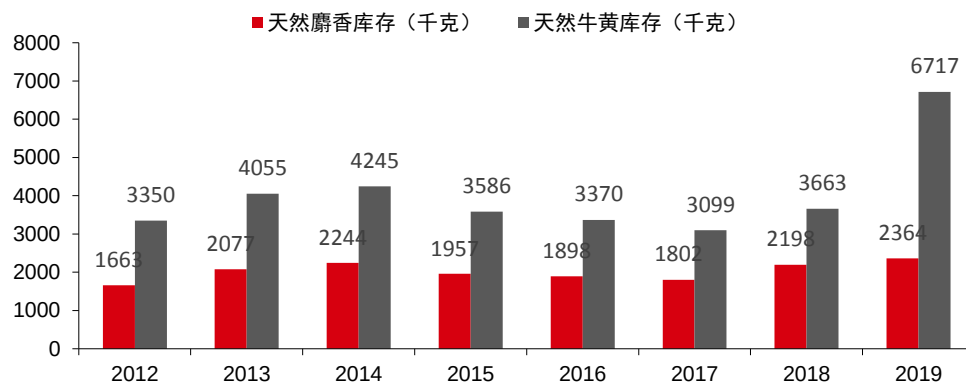
表 14：公司原材料账面价值（亿元）

原材料品种	2018 年账面价值 (亿元)	2018 年占比	2019 年账面价值 (亿元)	2019 年占比	2019 年 同比增长
麝香	6.46	63.88%	6.95	52.58%	7.54%
牛黄	2.84	28.09%	5.21	39.43%	83.38%
其他	0.81	8.03%	1.06	7.99%	30.18%
合计	10.12	100.00%	13.22	100.00%	30.66%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司天然麝香和牛黄库存充足，2019 年分别为 2364、6717kg。公司 2019 年麝香、牛黄库存分别为 2364、6717 千克，天然麝香库存总量 2012-2019 年增长 CAGR 5.15%，天然牛黄 CAGR 10.45%；库存总量稳中有升，显示公司有意识地储备供公司未来业务增长的战略原材料。

图 25：2012-2018 年天然牛黄、天然麝香库存（千克）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

基于以下假设对公司麝香和牛黄的未来库存进行估算：

(1) 假设麝香和牛黄使用量的增速与片仔癀系列推算销量 2014-2019 年的 CAGR 增速一致，均为 28.86%。2018 及 2019 年麝香和牛黄的使用量分别以当年推算销量进行推算，2020 年及以后使用量以 CAGR 进行推算；

- (2) 假设麝香国库供应量和牛黄采购量均维持在 2019 年的水平；
- (3) 假设 2019 年自产麝香为 51.4kg，且自产麝香产量增速与全国养殖麝数量增速一致，CAGR 为 17.25%；
- (4) 2019 年后不再进行麝香和牛黄的库存补充。

据此推算，公司麝香和库存充足，可以支撑公司未来 3-5 年 CAGR 超过 28% 的业绩增长。天然麝香和天然牛黄库存分别预计到 2024、2025 年由正转负。由于上述假设均为极端假设，估算结果较为保守，实际上公司的天然麝香和牛黄的库存或能支撑更长时间的发展需要。

表 15：基于极端假设的公司库存量预计（千克）

分类	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
麝香使用量总计 (kg)	452.40	546.72	704.49	907.80	1169.77	1507.35	1942.34	2502.87
来自-国库供应	409.86	495.32	495.32	495.32	495.32	495.32	495.32	495.32
来自-自有麝群产香	42.53	51.40	60.27	70.66	82.85	97.14	114.62	135.25
来自-库存麝香	0.00	0.00	148.91	341.82	591.61	914.89	1332.40	1872.29
库存麝香余量	2198.00	2363.80	2214.89	1873.07	1281.46	366.57	-965.83	-2838.12
牛黄使用量总计	753.99	911.20	1174.16	1513.00	1949.62	2512.25	3237.24	4171.45
来自-市场购入	753.99	911.20	911.20	911.20	911.20	911.20	911.20	911.20
来自-库存牛黄	0.00	0.00	262.96	601.80	1038.42	1601.05	2326.04	3260.24
库存牛黄余量	3663.00	6717.05	6454.10	5852.30	4813.88	3212.83	886.79	-2373.45

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

供给分析总结：麝香牛黄成本占比大库存充足，战略性储备支撑持续高增长。天然麝香和天然牛黄均为名贵中药材，合计在片仔癀锭剂原材料成本端占比超 90%，片仔癀生产成本对两项原材料价格波动均十分敏感。

- 天然麝香供应受国家计划所限，产能存在受限可能。公司正积极布局林麝养殖产业提高麝香自给自足率，但由于林麝养殖技术受限，难以快速扩大养殖规模，在中长期内依然需要以国库供应作为主要麝香来源，麝香价格预计将持续上涨。
- 牛黄不受国家供应管制，但价格持续上涨，对原材料成本构成压力。

面对主要原材料供应受限及价格持续上涨，公司有意识地对重要原材料进行战略性储备，根据我们测算可以支撑至少持续 3-5 年超过 28% 的年销量增长。

需求分析：肝病用药、保健自用及保健礼品三大需求持续增长

“片仔癀”的需求主要来源于三大方面，即肝病用药，保健自用和保健礼品。肝病用药的驱动力为高净值和中产阶级人数增长、非酒精性脂肪性肝病患病率的提升和片仔癀零售价的提升。保健自用需求的驱动力为高净值和中产阶级人数的增长、片仔癀零售价的提升和人均医疗保健支出的提升。保健礼品需求驱动力为高净值人数的增长（具体体现为礼品市场规模的上升）和片仔癀品牌价值的提升带来的送片仔癀渗透率的提升。

表 16：“片仔癀”系列三大需求、驱动力及增长趋势（总表）

分类	需求分析	驱动力	历史增速	2020 年增速
肝病用药	销售额公式=(高净值+中产阶级人数)×患病率×渗透率×零售价	高净值和中产阶级人数增长	15-19 年 CAGR 5.72%	预计略低于 5.72%
		非酒精性脂肪性肝病患病率提升	08-18 年 CAGR 7.52% , 2919 年达到 29.2%	预计低于 7.52%
		零售价提升（或出厂价提升）	14-20 年 CAGR 4.24%	2020 不提价；后续年份预计低于 4.24%
保健自用	销售额公式=(高净值+中产人数)×人均医疗保健支出增长率×渗透率×零售价	高净值和中产阶级人数增长	15-19 年 CAGR 5.72%	预计略低于 5.72%
		零售价提升（或出厂价提升）	14-20 年 CAGR 4.24%	2020 不提价；未来三年预计低于 4.24%
		人均医疗保健支出	16-19 年 CAGR 13.78%	预计增速稳定
保健礼品	销售额公式=高净值人数×送礼送健康增长率×渗透率×零售价	礼品市场规模上升	16-19 年 CAGR 为 6.93%	预计增速稳定
		送礼送健康渗透率	假定稳定在 10%	预计渗透率稳定略有上升
		片仔癀品牌力提升（或品牌价值提升）	14-19 年 CAGR 44.52%	预计 CAGR 为 20%。

资料来源：胡润研究院，公司公告，国家统计局，中信证券研究部

基于如下假设，我们对片仔癀内销产品渗透率总结及潜在空间测算：

- （1）肝病用药、保健自用、保健礼品三类需求营收占比分别为 60%、20%、20%；
- （2）营收以 2019 年上市公司年报披露肝病用药板块数据为准；
- （3）肝病用药潜在客户数=（高净值户数+中产阶级户数，根据胡润研究院数据）*3.10（国家统计局公布户均人口）*55.07%（国家统计局公布 35 岁以上人口比例）* 29.2%（《经济参考报》2019 年中国非酒精性脂肪性肝病患病率中位数）；
- （4）保健自用潜在客户数=（高净值户数+中产阶级户数）*3.10*55.07%；
- （5）保健礼品潜在客户数=高净值户数*3.10*55.07%；
- （6）在肝病用药需求下，人均用药疗程 2 个月，用药量为 36.51 粒；在保健自用需求下，人均用药疗程 3 个月，用药量为 2.6 粒；保健礼品需求的人均用药量不予估算；
- （7）市场渗透率=营收/市场规模。

表 17：全国片仔癀内销产品渗透率总结及潜在空间测算（总表）

需求分类	营收占比	2019 营收 (亿元)	客户数 (万人)	潜在客户数 (万人)	客户群体	市场规模 (亿元)	2019 年市 场渗透率	潜在市 场渗透率	潜在空间 (亿元)
肝病用药	60%	13.09	17.81	1945.96	中产、高净值	859	1.52%	5%	42.93
保健自用	20%	4.36	83.38	6664.25	中产、高净值	1785	0.24%	3%	53.55
保健礼品	20%	4.36	/	669.65	高净值	1210	0.36%	2%	24.21
合计	100%	21.81	/	/	/	/	/	/	120.68

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算 注：公司片仔癀 2019 年营收：采用年报披露肝病用药板块数据；肝病用药市场规模来源：中国产业研究报告网；保健自用市场规模来源：前瞻产业研究院；保健礼品市场规模来源：全国工商联礼品商会，前瞻产业研究院。

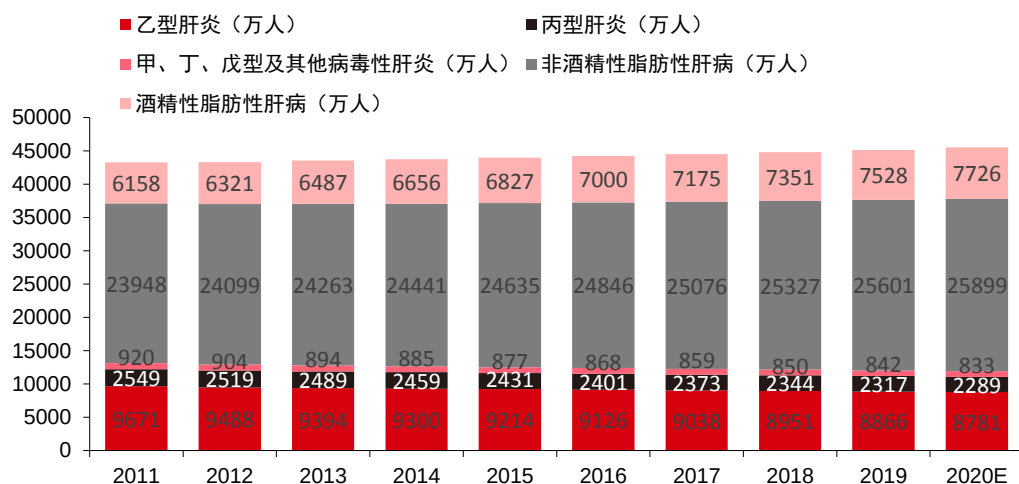
“片仔癀”系列三大需求的全国渗透率较低，潜在市场空间约 120 亿。肝病用药需求渗透率为 1.52%，离我们预测的 5%潜在渗透率还有 2.28 倍的增长空间；保健自用需求渗透率为 0.24%，离我们预测的 3%潜在渗透率还有 11.28 倍的增长空间；保健礼品需求渗透

率为 0.36%，离我们预测的 2% 潜在渗透率还有 4.55 倍的增长空间。全国范围“片仔癀”系列的潜在市场空间为 120.68 亿元，而 2019 年公司片仔癀系列营收为 21.81 亿元，在肝病用药，保健自用，保健礼品三大需求不变的假设下，通过提升渗透率尚有 4.53 倍的业绩增长空间。

需求分析之一：肝病用药市场持续增长，片仔癀对非酒精性脂肪性肝病疗效显著。

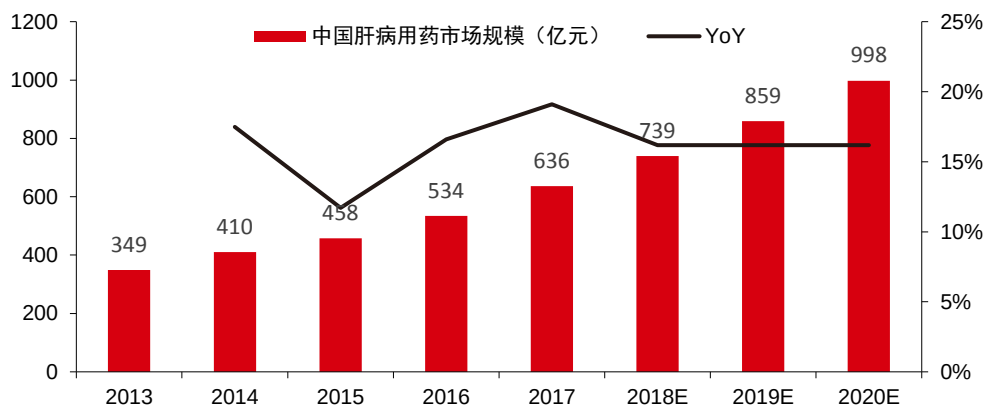
中国肝病患病人数达 4.5 亿人，肝病用药市场规模近千亿元。2020 年预计我国肝病患者总人数达到 4.5 亿，十年期 CAGR 为 0.57%。肝病分为病毒性肝病（肝炎）和非病毒性肝病：①病毒性肝病主要指的是甲、乙、丙、丁、戊型肝炎和其他病毒性肝炎，其中，乙肝、丙肝 CAGR 分别为 -1.07%、-1.19%，病毒性肝炎患病人群正逐步减少；②非病毒性肝病主要指酒精性脂肪性肝病和非酒精性脂肪性肝病（NAFLD），酒精性和 NAFLD 十年期 CAGR 分别为 7.52%、2.55%，非病毒性肝炎患病人群持续上升。患病人群增长推动总体肝病用药市场增长。参考智研咨询报告，预计到 2020 年，肝病用药市场规模将达到 998 亿元。

图 26：2011-2020 年中国各类型肝病患者人数（万人）



资料来源：智研咨询

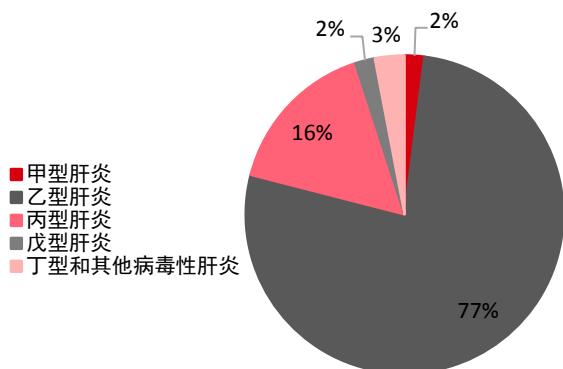
图 27：2013-2020 年中国肝病用药市场规模（亿元）



资料来源：中国产业研究报告网（含预测），中信证券研究部

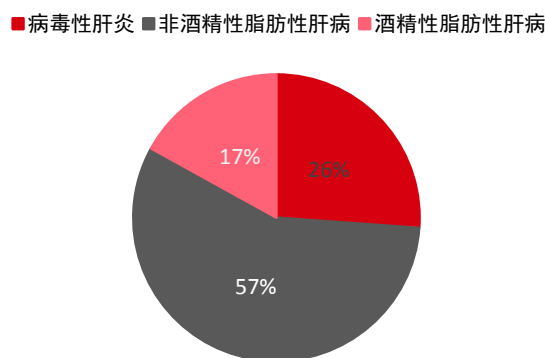
预计 2020 年 NAFLD 人群达到 2.5 亿。病毒性肝炎由于预防和治疗手段的发展（如疫苗等）在所有肝炎中的占比越来越小，预计到 2020 年，在超四亿的肝病患者中，病毒性和非病毒性肝炎分别占比 17%、83%，非病毒性肝炎中的酒精性和 NAFLD 占比分别为 26%、57%。NAFLD 的人群是所有肝病类型中最大的，预计到 2020 年患者数将达到 2.5 亿人。酒精性脂肪性肝病人群数目排名第二，预计到 2020 年超过 7000 万人。

图 28：各型病毒性肝炎占比（%）



资料来源：智研咨询，中信证券研究部

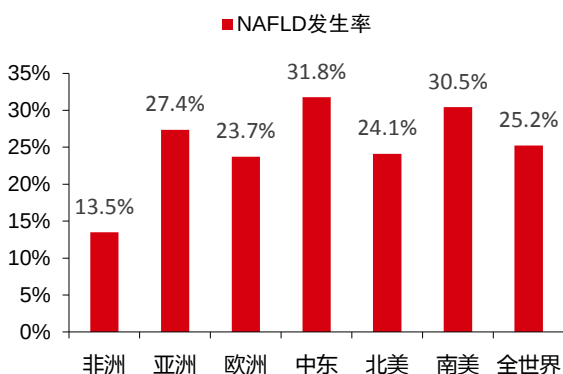
图 29：病毒性及非病毒性肝病占比（%）



资料来源：智研咨询，中信证券研究部

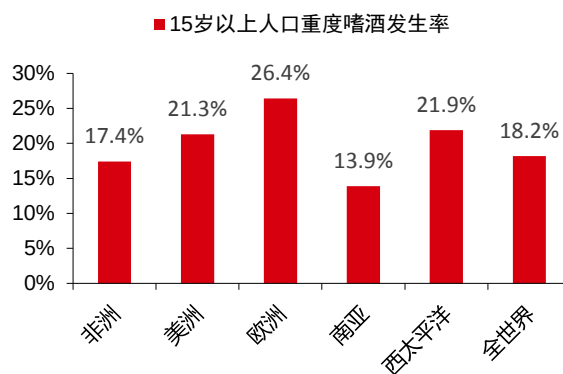
非酒精性和酒精性脂肪性肝病的潜在发病人群数量庞大。根据国际著名医学期刊《Hepatology》2016 年发表的研究，世界范围内 NAFLD 的发病率约为 25.24%，各大洲发病率在 13.48%-31.79% 范围。酗酒是诱发酒精性脂肪性肝病的主要因素。根据 2018 年 WHO 发表的报告，世界范围内十五岁以上人群中，有 18.2% 为重度嗜酒者，各地区的重度嗜酒者比例在 13.9%-26.4% 范围。较高的 NAFLD 发病率和重度嗜酒发生率表明世界范围的脂肪性肝病发病人群数量庞大，潜在用药市场空间巨大。

图 30：世界各大洲非酒精性脂肪性肝病发病率（%）



资料来源：“Global Epidemiology of Nonalcoholic Fatty Liver Disease—Meta-Analytic Assessment of Prevalence, Incidence, and Outcomes”, *Hepatology*, 2016, 中信证券研究部

图 31：世界各地区重度嗜酒者占十五岁以上人口比例（%）



资料来源：“Global status report on alcohol and health 2018”, World Health Organization, 2018, 中信证券研究部

“片仔癀”对 NAFLD 疗效显著，对酒精性肝病亦有一定疗效。NAFLD 除引发肝脏严重病变乃至癌变之外，还可能引发心血管及代谢疾病，或者加快病程，如增加中风、心

梗的风险。预计 NAFLD 患病人数超过 2.5 亿人,而且中国患病率在快速上升。根据《NAFLD 诊疗指南》(2018 年更新版),来自上海、北京等地区的流行病学调查表明,普通成人 B 超诊断的 NAFLD 患病率 2008-2018 年从 15% 增加到 31%,期间 CAGR 为 7.52%。酒精性脂肪性肝病方面,患病人群超过七千万。

- **针对酒精性和非酒精性脂肪性肝病,至今尚缺乏疗效确切的特效药。**对非酒精性脂肪性肝病,基本治疗策略为减肥,辅以保肝药延缓病情恶化;
- **对酒精性脂肪性肝病,主要策略为戒酒和保肝药的服用。**“片仔癀”系列在保肝护肝方面疗效确切,口碑较好,且有充足的循证医学研究佐证疗效,有望成为在缺乏特效药的现状下针对脂肪性肝病保肝护肝的首选药物。

“片仔癀”系列在肝病用药市场全国渗透率现为 1.52%,潜在渗透率约为 5%。根据我们测算,2019 年“片仔癀”系列在肝病用药市场的渗透率为 1.52% (肝病用药市场现阶段以治疗病毒性肝炎的处方药为主,对于以中成药为主的保肝护肝药市场不完全纳入统计,实际肝病用药市场可能会更大,因此 1.52% 为相对保守的估计)。我们认为“片仔癀”系列在肝病用药市场的潜在渗透率在 5% 左右,对应潜在市场空间达 42.93 亿元,还有 2.28 倍的增长空间。

表 18: 全国片仔癀内销产品渗透率总结及潜在空间测算——肝病用药

需求分类	营收占比	营收(亿元)	客户数(万人)	潜在客户数(万人)	客户群体	市场规模(亿元)	2019 年市场渗透率	潜在市场渗透率	潜在空间(亿元)
肝病用药	60%	13.09	17.81	1945.96	中产、高净值	859	1.52%	5%	42.93

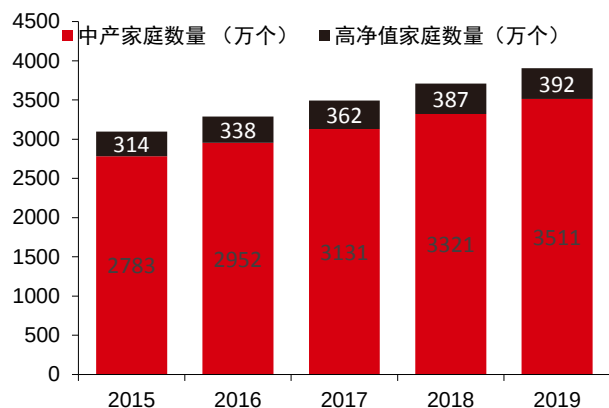
资料来源:公司公告,中信证券研究部测算

需求分析之二:国民健康意识持续提高,“片仔癀”系列瞄准中产高净值及价格敏感度低人群

高净值和中产人数增长,2015-2019 年 CAGR 为 5.72%。“片仔癀”系列的第二大需求是保健自用市场,主要面向中国的高净值人群和中产人群。根据胡润研究院统计和我们推算,2019 年中国中产及高净值户数为 3904 万户,2015-2019 年 CAGR 为 5.72%。

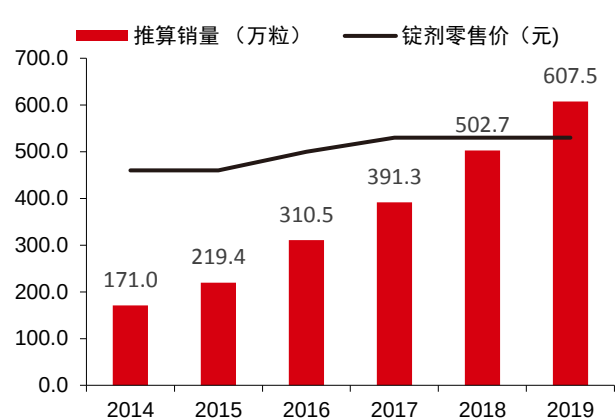
消费人群对片仔癀提价敏感性低。基于供不应求的行情,“片仔癀”系列自公司上市以来多次提价。核心产品片仔癀锭剂为其主要产品价格的标杆,自 2014 年以来调价速度放缓,2014-2020 年零售价 CAGR 为 4.24%。我们推算 2014-2019 年“片仔癀”锭剂的销量 CAGR 为 28.86%,在零售价格持续上涨的背景下销量仍然显著上升。因此,“片仔癀”系列业绩呈现量价齐升的良好势头。

图 32：2015-2019 年中国中产家庭和高净值家庭总量（万个）



资料来源：胡润研究院，中信证券研究部

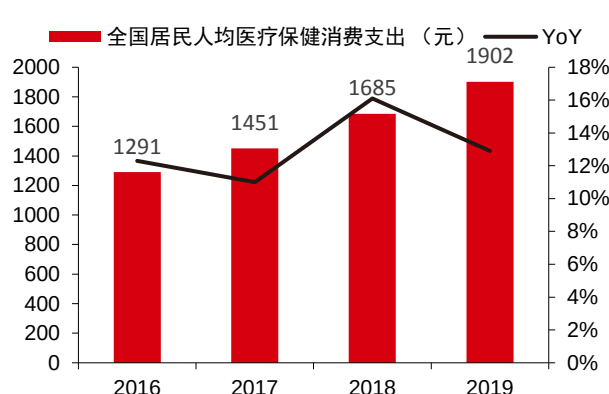
图 33：片仔癀锭剂零售价和推算销量



资料来源：公司公告，中信证券研究部

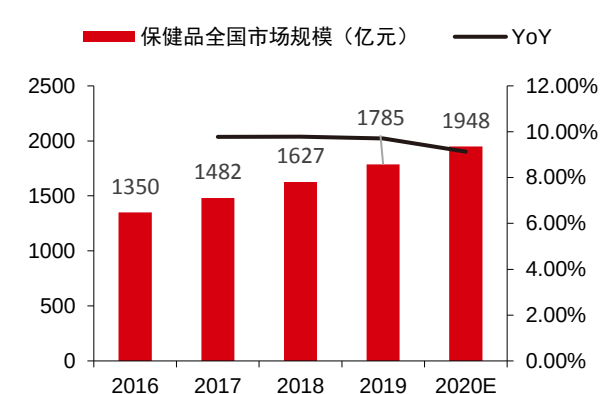
中国人均医疗保健支出增长迅猛，2016-2019 年 CAGR 为 13.78%。中国人均医疗保健支出 2016-2019 年 CAGR 为 13.78%，2019 年人均医疗保健支出为 1902 元。随着“治未病”和保健养生观念不断深入人心，中国保健品行业持续多年高速增长，2016-2019 年 CAGR 为 9.76%，到 2019 年整体市场规模为 1948 亿元。

图 34：全国居民人均医疗保健消费支出（元）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 35：保健品全国市场规模（亿元）

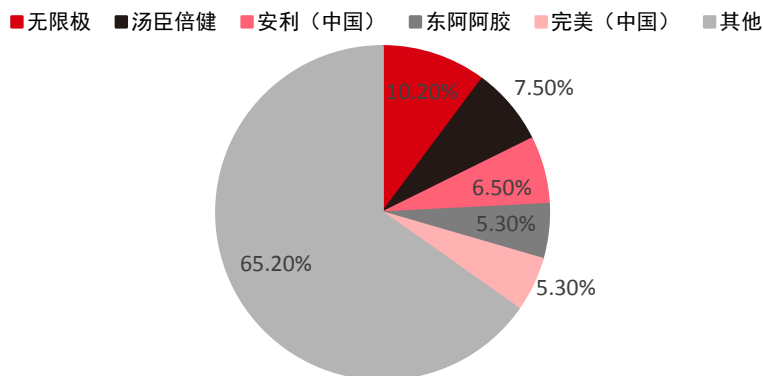


资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部

“片仔癀”系列是传统中药制剂，有效性及安全性较高。中医中药在我国有着悠久的历史传统。保健自用场景下，消费者购买“片仔癀”系列产品的主要用途为保肝护肝、免疫调节、解酒。中国消费者普遍认为中药药性较为温和，副作用较小，比西药更适用于保健养生。另外中药传统认为主要用于调理身体和治未病，消费者对于以中医中药作为保健养生用途普遍较为接受。

保健品市场 CR₄ < 30%，潜在市场空间巨大。中国保健品市场现阶段呈现比较分散的市场格局，没有某一家企业占有绝对的市场优势。2018 年全国保健品市场占比最高企业为无限极集团，市场份额超过 10%，市场 CR₄ = 29.5% < 30%，属于典型的竞争型市场格局，保健品市场群雄争霸格局短期内不会改变。

图 36：2018 年中国保健品市场竞争格局（%）



资料来源：中国产业信息网，中信证券研究部

“片仔癀”系列保健自用全国渗透率现为 0.24%，潜在渗透率约为 3%。分散的市场格局有利于后来者居上，而“片仔癀”系列由于知名度高，疗效确切，安全性强，因此竞争优势巨大。根据我们测算，2019 年“片仔癀”系列在保健自用市场的渗透率为 0.24%。考虑到保健品市场中东阿阿胶市场份额为 5.3%，“片仔癀”系列在保健用品市场的潜在渗透率有望达 3%，对应潜在市场空间达 53.55 亿元，尚有 11.28 倍的增长空间。

表 19：全国片仔癀内销产品渗透率总结及潜在空间测算——保健自用

需求分类	营收占比	2019 营收 (亿元)	客户数 (万人)	潜在客户数 (万人)	客户群体	市场规模 (亿元)	2019 市场 渗透率	潜在市场 渗透率	潜在空间 (亿元)
保健自用	20%	4.36	83.38	6664.25	中产、高净值	1785	0.24%	3%	53.55

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

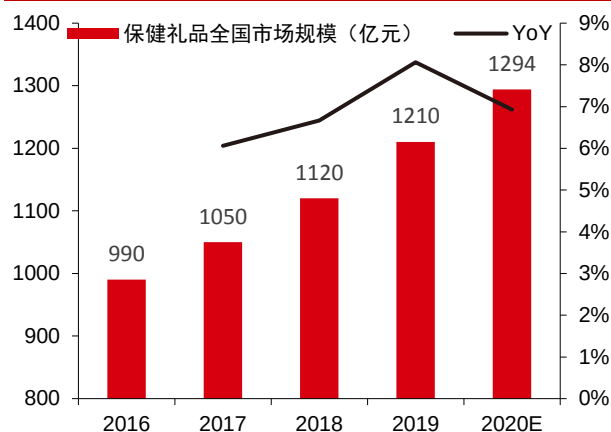
需求分析之三：送礼送健康概念深入人心，“片仔癀”系列标准化优势突出

保健礼品市场规模持续增长，2016-2019 年 CAGR 6.93%。传统习惯和社交需要催生中国巨大的礼品市场。到 2020 年，全国礼品市场规模预计超过 1.2 万亿元。根据胡润研究院报告，超过 90% 的受访高净值人群表示“健康产品”是他们最常选择的礼品品类之一。我们假设送礼送健康的比例为 10%，则 2020 年中国健康礼品规模达到 1294 亿元，2016-2019 年 CAGR 为 6.93%。

片仔癀品牌价值持续上升，保肝护肝形象深入人心。根据胡润研究院报告，超过 90% 的受访高净值人群考虑送礼品牌要“有档次、体面”，83% 的受访者表示“知名品牌”是重要考虑因素。近年来，片仔癀品牌加大宣传力度推广，品牌价值持续上升，在胡润医疗保健品牌排行榜中位列第二名，2019 年品牌价值已经达到 145 亿元。

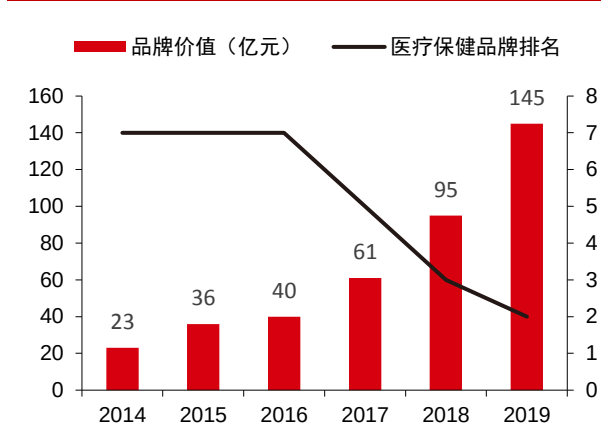
预测未来三年片仔癀品牌价值 CAGR 稳定在 20% 左右。中成药一向以安全性高，适合用于身体调理的特点深入人心。片仔癀作为传统中药瑰宝，在高净值人群中具有接受度高的优势，结合品牌价值的上升，片仔癀在健康礼品市场有较大的上升空间。

图 37：中国保健礼品市场规模（亿元）



资料来源：全国工商联礼品商会，中信证券研究部预测

图 38：片仔癀品牌价值及在医疗保健品牌的排名（亿元）



资料来源：胡润研究院，中信证券研究部

“片仔癀”系列疗效确切、标准化程度高，是良好的送礼选择。保健礼品需求与保健自用需求有相似之处，但也有显著的不同。在保健自用需求中，市场普遍选择大公司大品牌生产的保健品，如汤臣倍健、安利中国等知名品牌。在保健礼品需求中，消费者普遍选择价格贵重、拥有良好使用传统的滋补养生类保健品，如虫草、阿胶等。对比现阶段常见的保健礼品，“片仔癀”系列有疗效确切、标准化程度高、价格稳定处于高位等优势。

“片仔癀”产品质量和购买渠道有保障。“片仔癀”系列的主要购买渠道为零售药店和体验馆。零售药店需要有效药店经营牌照才允许开设，受到政府严格监管。体验馆由漳州片仔癀直接供货，货源真实。上述主要购买渠道确保消费者能较方便地购买到真品。此外，“片仔癀”系列由现代化的药品生产线生产，产品质量控制严格。对比之下，其他保健礼品在产品标准化和购买渠道上均不及“片仔癀”系列。

（1）以虫草和燕窝为例，由于虫草、燕窝均不属于药品，是非标准化商品，无统一标准，供应商供应产品良莠不齐，价格差异较大。

（2）购买渠道方面，虫草、燕窝等在一般商店均可购买，不同渠道购买的产品质量差距很大，普通消费者缺乏辨别能力。

（3）在零售药店出售的虫草燕窝质量相对保证，但溢价较高，性价比相对较低，与“片仔癀”系列全国统一零售价的管控政策相比没有优势。

“片仔癀”系列在全国保健礼品市场渗透率现为 0.36%，潜在渗透率约为 2%。中国保健礼品市场现在呈现比较分散的市场格局，“片仔癀”系列具备很大的竞争优势。由于保健礼品单次送礼“片仔癀”数量不固定，送礼次数也难以估算，难以对客户数进行估算。根据我们测算，2019 年“片仔癀”系列在保健礼品市场的渗透率为 0.36%，潜在渗透率约为 2%，对应潜在市场空间达 24.21 亿元，尚有 4.55 倍的增长空间。

表 20：全国片仔癀内销产品渗透率总结及潜在空间测算——保健礼品

需求分类	营收占比	营收（亿元）	客户数（万人）	潜在客户数（万人）	客户群体	市场规模（亿元）	2019 年市场渗透率	潜在市场渗透率	潜在空间（亿元）
保健礼品	20%	4.36	/	669.65	高净值	1210	0.36%	2%	24.21

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

对“片仔癀”系列需求总结：三大来源驱动因素持续增长，渗透率提升空间大

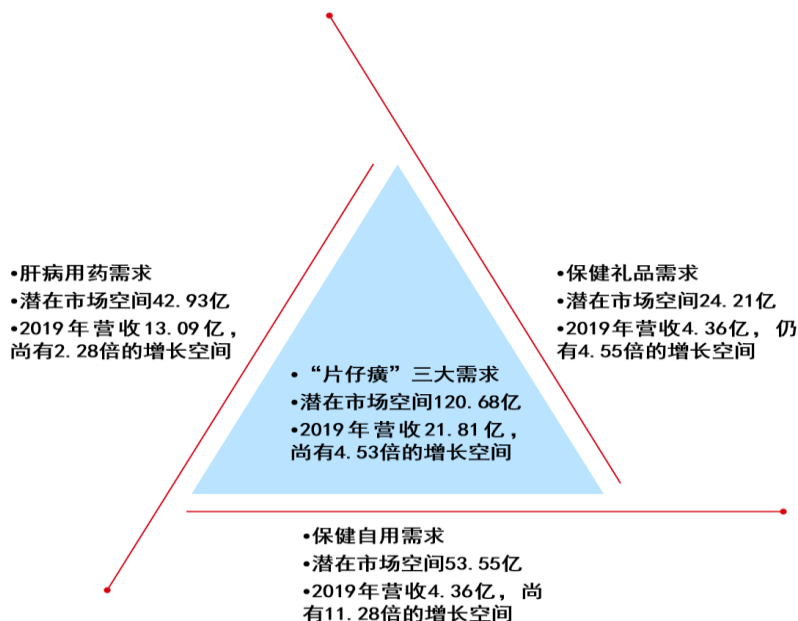
（1）肝病用药的驱动力为高净值和中产阶级人数增长、非酒精性脂肪性肝病患病率的提升和片仔癀零售价的提升。肝病用药需求渗透率为 1.52%，离我们预测的 5%潜在渗透率还有 2.28 倍的增长空间；

（2）保健自用需求的驱动力为高净值和中产阶级人数的增长、片仔癀零售价的提升和人均医疗保健支出的提升。保健自用需求渗透率为 0.24%，离我们预测的 3%潜在渗透率还有 11.28 倍的增长空间；

（3）保健礼品需求的驱动力为高净值人数的增长和片仔癀品牌价值的提升。保健礼品需求渗透率为 0.36%，离我们预测的 2%潜在渗透率还有 4.55 倍的增长空间。

综上，全国范围“片仔癀”系列的潜在市场空间为 120.68 亿元，而 2019 年片仔癀系列营收为 21.81 亿元，在肝病用药、保健自用、保健礼品三大需求不变的假设下，通过提升渗透率尚有 4.53 倍的业绩增长空间。

图 39：“片仔癀”系列需求总结（归纳图）



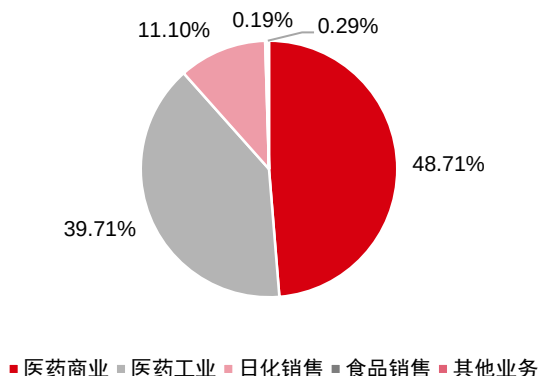
资料来源：中信证券研究部

医药商业：拓展终端销售渠道，积极创新营销模式

并购区域性分销优势企业，推进全国渠道网络布局

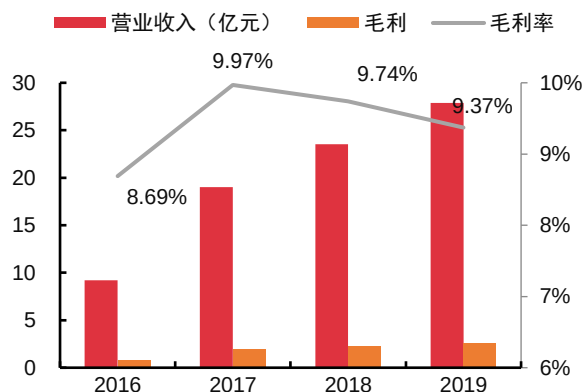
医药商业是公司营业收入的重要组成部分。医药流通是公司的传统业务，早期仅依托片仔癀（漳州）医药覆盖漳州地区。2016 年公司与宏仁医药有限公司兼并设立片仔癀宏仁医药后，医药商业板块迅速成为公司收入的重要组成部分，2019 年占比达到 48.71%，高出工业板块 9pcts。

图 40：2019 年年公司收入构成（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

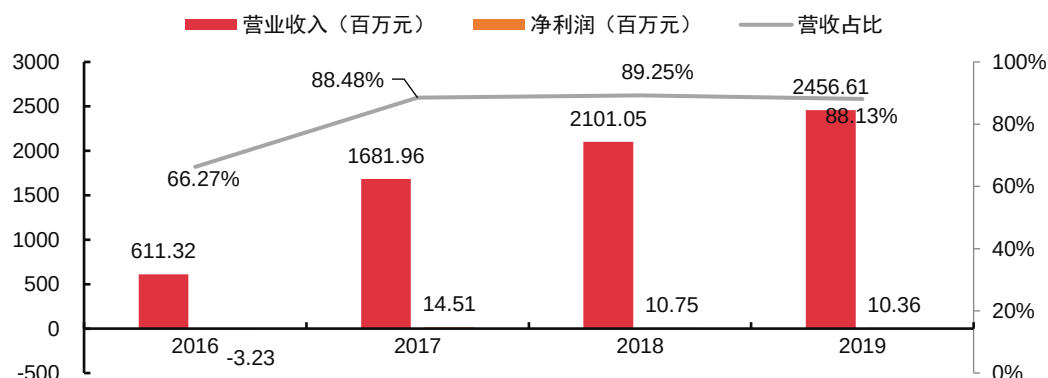
图 41：公司医药商业板块历年营业收入、毛利及毛利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

承接宏仁医药经营业务，提升医药流通板块竞争实力。厦门片仔癀宏仁医药是一家大型综合医药商业企业，片仔癀持股 45%，业务涵盖医疗板块、OTC 配送与推广板块及特色板块。子公司整合以来迅速扭亏，成为公司医药商业板块的重要收入来源。2019 年公司实现营收 27.88 亿元，占商业板块总收入的 88.13%。

图 42：2016-2019 年医药流通子公司成立以来的业绩变化



资料来源：公司公告，中信证券研究部

配送集中度提升，利好区域性优势企业。近年来，我国出台了一系列政策，严格规范医药流通行业秩序，行业整合力度加大，逐渐形成了四家“全国龙头+N 家区域性龙头企

业”的格局。此外，为配合“两票制”的实施，部分省市出台政策，通过招标程序自主遴选配送企业，压缩配送企业数量，使得药品耗材渠道进行大洗牌。福建省是执行“两票制”的第一省，至今 2/3 的药品代理商已被淘汰出局，渠道整合基本完成。子公司前身宏仁医药于 2015 年入选福建省十家配送企业，是省内药品流通行业发展速度最快的企业之一。在行业强者恒强的趋势下，子公司成长性较为确定，在新渠道整合和拓展方面具有优势。

表 21：福建省前十大药品配送公司

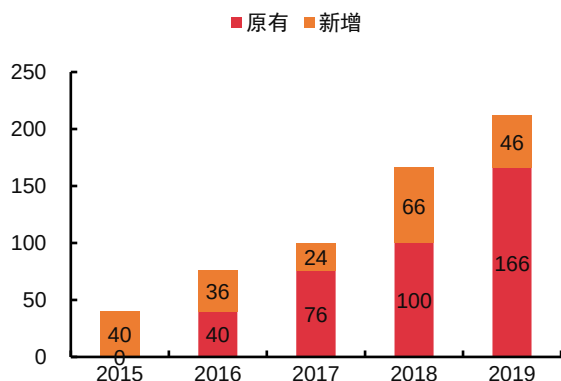
序号	公司名称
1	鹭燕（福建）药业股份有限公司
2	福建同春药业股份有限公司
3	国药控股福建有限公司
4	福建省医药有限责任公司
5	福建省福州市惠好药业有限公司
6	国药控股福州有限公司
7	福建九州通医药有限公司
8	泉州市东大医药有限责任公司
9	厦门宏仁医药有限公司
10	福建中鹭医药有限公司

资料来源：福建省食品药品监督管理局，中信证券研究部 注：排名不分先后

体验馆打造全新销售模式，深化创新体验式营销

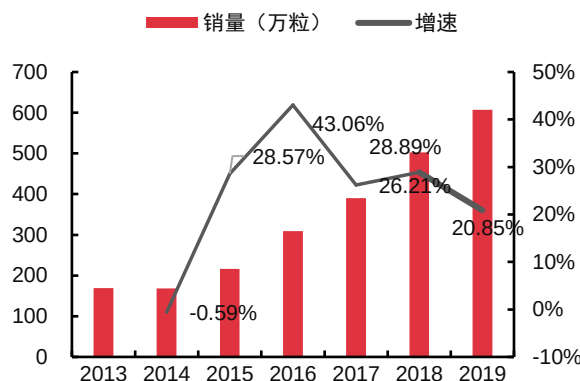
完善体验馆布局，终端销售量实现快速增长。片仔癀体验馆是 2014 年公司管理层更替后的营销改革举措，通过与医药流通企业合作，采用“授权经营不合营”的方式，将“文化传播+品牌展示+产品推介+现场体验（非药品）”有机结合，覆盖范围多为国内名胜风景区、繁华商业区等。截至 2019H1，公司已开设了超过 200 家体验馆，优势区域华东、华南地区设立的数量最多，在新疆、山西等省份也实现了零的突破，基本形成了覆盖全国的商业营销网络。体验馆的设立提升了消费者对产品的认知度，助力终端销售放量。

图 43：片仔癀体验馆设立的数量变化（家数）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 44：公司片仔癀销量及增速变化趋势（万粒）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

结合品牌特征进行推广，提升消费者粘性。体验馆门面多采用琉璃瓦顶和飞檐翘角设计，内部使用木质家具进行装饰，具有独特的国风韵味，既结合了品牌“宫廷国宝秘药”的特征，又契合主要消费年龄层的装修风格偏好，与传统的连锁药房形成强烈的对比。体

体验馆定期举办的促销活动践行了体验式营销策略，进店的消费者能够通过宣传短片和手册了解片仔癀的品牌文化和历史传承，逐渐提升品牌忠诚度。

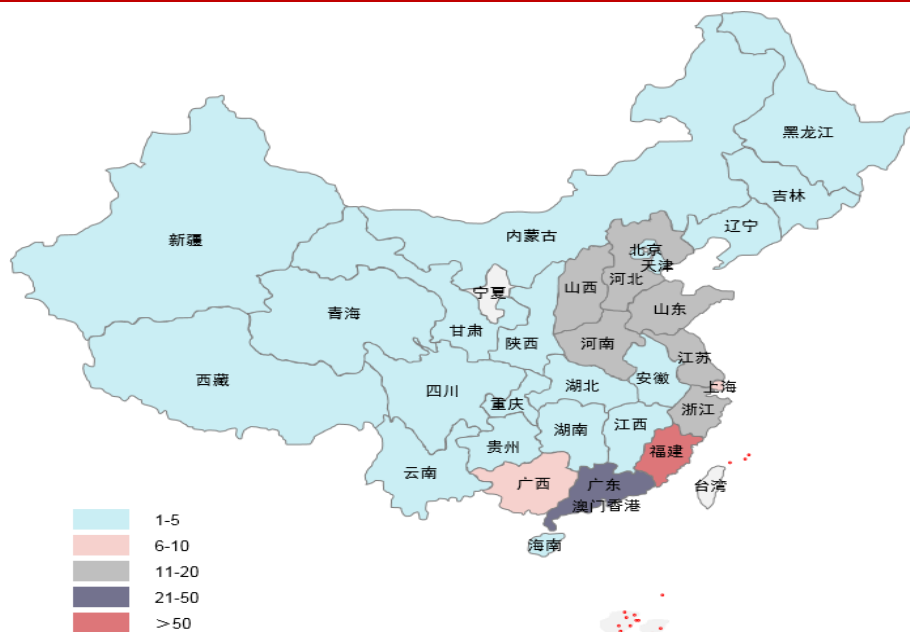
图 45：片仔癀体验馆示意图



资料来源：新华网

培育空白市场客户，提高产品渗透率。片仔癀起源于福建，在东南沿海地区的市场拥有一定知名度，但其在北方的影响力与同行业中其他企业相比较低。体验馆的成立是片仔癀主动出击空白市场的重要一步，除了继续巩固其在华南地区的地位外，公司不断增加华中、华北地区的体验馆数量，香港和澳门地区也相继开设了国药堂，并积极推进产品的国际化。片仔癀在北部地区和海外还有很大的布局空间，渗透率有望得到进一步提升。

图 46：片仔癀体验馆分布（全国）

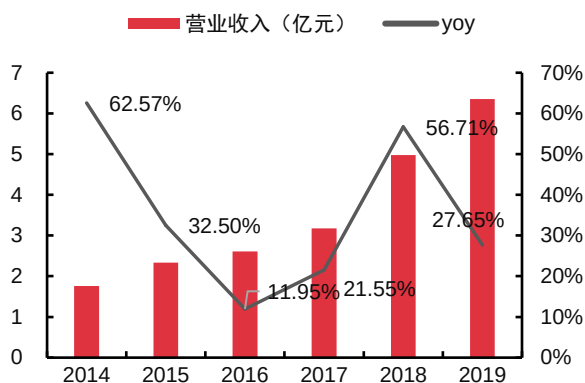


资料来源：高德地图，中信证券研究部 注：统计体验馆总数为 214 家，可能与实际存在出入，数据截至 2020 年 H1

■ 日化板块：品牌延伸，提升主业附加价值

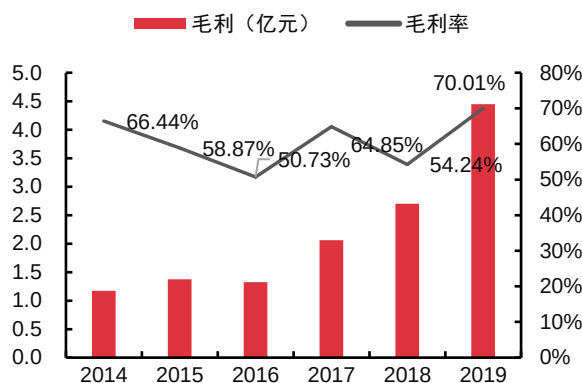
日化用品收入不断提升，成为公司的重要增长点。近年来，公司大力拓展以牙膏、护肤品为核心日化产品业务，使之成为公司业绩的重要推动力。2019 年，公司日化业务实现营业收入 6.35 亿元（+27.65%），占公司总体收入的 11.10%；实现毛利 4.45 亿元（+64.77%），毛利率为 70.01%，该板块业务是公司 2019 年收入和利润增长的重要推动力。

图 47：公司日化业务历年营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 48：公司日化业务历年毛利及毛利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

联手上海家化，差异化竞争打造牙膏明星品牌

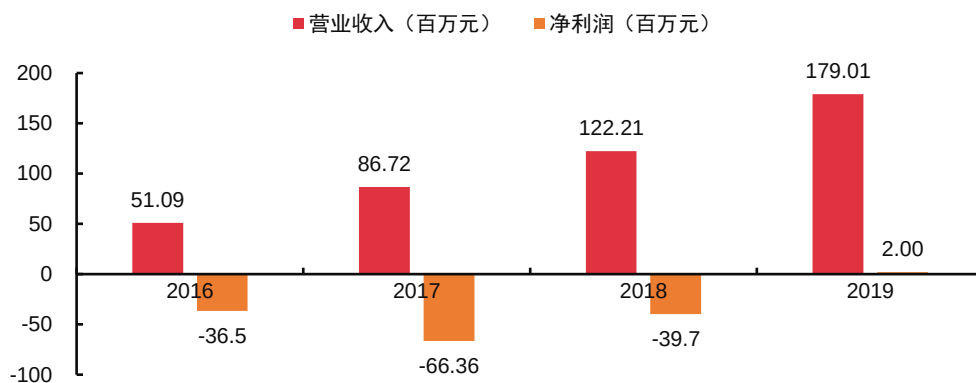
与上海家化强强联手，片仔癀牙膏营收迅速增长。2016 年 2 月，公司与上海家化合作成立漳州片仔癀上海家化（公司持股比例为 51%），主要进行牙膏及其它口腔护理产品的研发、生产及销售。上海家化是中国历史最悠久的日化企业之一，主营产品包括高夫、美加净、启初等护肤品，但在口腔护理领域存在短板。公司与上海家化在口腔护理的合作形成了优势互补，通过上海家化的渠道优势，口腔护理子公司的牙膏产品迅速开拓各省市市场，2019 年实现扭亏为盈，未来经营持续看好。

图 49：上海家化品牌集（不完全统计）



资料来源：上海家化公司官网

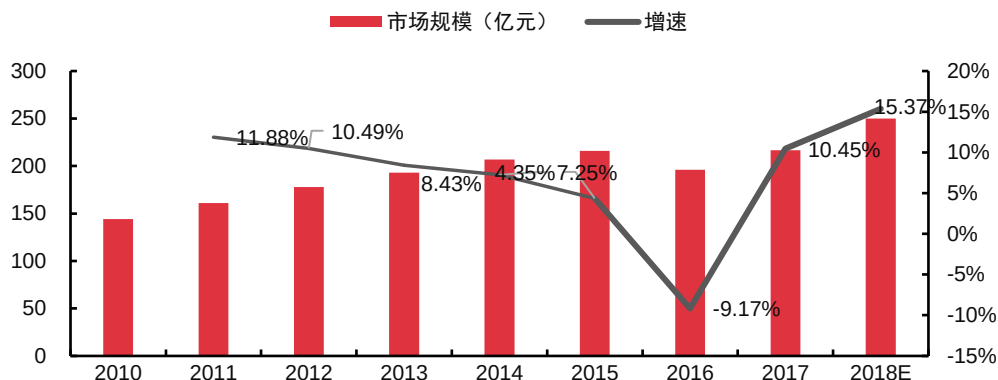
图 50：口腔护理子公司成立以来的业绩变化（百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

总量扩张，牙膏行业整体效益转好。根据《口腔清洁护理用品行业 2018 年年鉴》，2018 年行业整体效益转好，主营业务收入与利润双增长，行业内 52 家规模以上牙膏生产企业主营业务收入 222.1 亿元，同比增长 7.11%；利润总额 39 亿元，同比增长 27.96%。若将小微企业囊括在内，预计行业整体规模约 250 亿元。

图 51：2010-2018 年中国牙膏行业市场规模及增速（亿元）

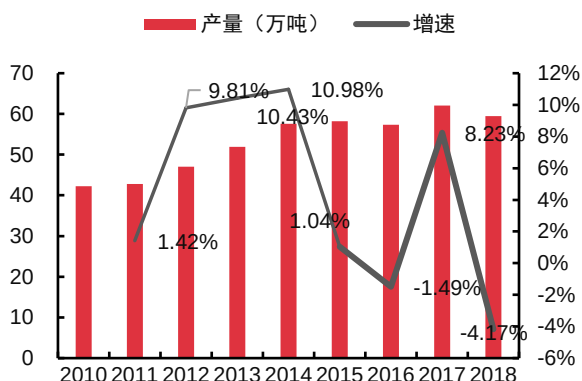


资料来源：智研咨询（含预测），中信证券研究部

市场需求结构发生变化，高端牙膏市场逐渐成为竞争热点。我国是全球牙膏生产与销售量最大的国家，年产量维持在 50 万吨以上，2018 年中国牙膏产量达 59.46 万吨，同比减少 4.17%。在产量下滑的同时收入反升，表明牙膏市场需求向价格更高的高端产品转换。从消费结构来看，2017 年超高端和高端牙膏合计占比达到 46%，已经超过占比 41% 的中端牙膏。

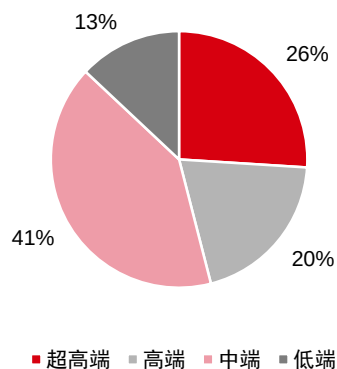
- 低端牙膏由于质量较差，功效性较弱，已逐渐失去市场吸引力；
- 中端牙膏由于定价适中，一直是受众群体最高的细分，也是牙膏品牌竞争最为激烈的红海市场。
- 在消费升级的趋势下，我国口腔清洁护理产品市场高端化趋势愈发明显，牙膏价格竞争焦点逐渐向高端市场转移。

图 52：2010-2018 年中国牙膏行业产量情况（万吨）



资料来源：智研咨询，中信证券研究部

图 53：2017 年我国牙膏市场消费结构（%）

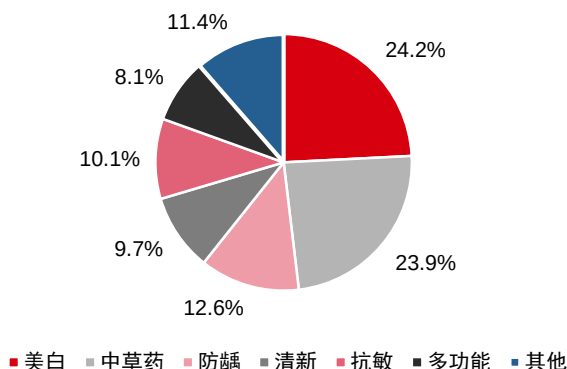


资料来源：中国口腔清洁护理用品工业协会，中信证券研究部

中草药牙膏份额不断提升，有望攫取外资品牌市场份额。从我国牙膏细分市场的格局来看，美白功能的牙膏一直以来的市场占比最大，符合年轻一代消费者爱美的心理。而随着中草药类牙膏去火、消炎等功能逐渐深入人心，该品类的市场份额正不断攀升。根据口

口腔清洁护理用品行业 2018 年年鉴, 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。在外资、合资品牌仍占据第一梯队市场的背景下, 凝结中华文化的中草药牙膏有望成为重要的突破口。

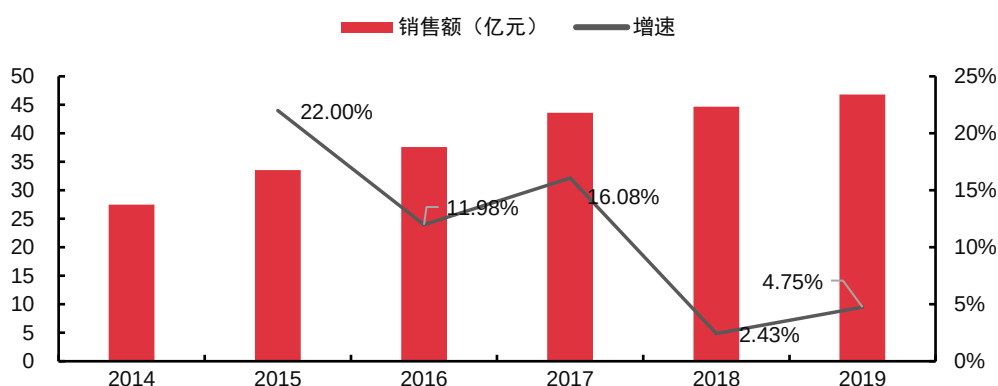
图 54: 2017 年中草药牙膏市场份额位列第二



资料来源: 中国口腔清洁护理用品工业协会, 中信证券研究部

众多药企纷纷入局牙膏市场, 云南白药跨界切入最为成功。近年来, 入局中草药牙膏市场的企业日益增多, 如云南白药、同仁堂、九州药业、白云山、济川药业等, 且多定位为中高端产品, 其中跨界最为成功的是云南白药。自 2005 年宣布进入牙膏市场以来, 云南白药用不到 15 年的时间超越众多传统国货品牌 (如两面针、冷酸灵等) 和外资军团 (如高露洁、佳洁士), 市场份额跃居行业第一, 市场占比超过了 20%。根据中国企业品牌研究中心数据显示, 云南白药牙膏在 2019 年牙膏品牌力指数得分排名第三, 品牌联想度高达 81.4%。

图 55: 云南白药健康产品事业部近销售业绩及增速 (亿元)



资料来源: 云南白药公司公告, 中信证券研究部 注: 云南白药牙膏在该事业部中收入占比超过 90%

表 22：2019 年我国品牌力指数牙膏品牌排名细分指标

2019 年排名	排名变化	品牌	C-BPI 得分	品牌认知			品牌关系		
				第一提及 (%)	未提示 (%)	有提示 (%)	品牌联想 (%)	品牌忠诚 (%)	品牌偏好 (%)
1	--	高露洁	545.2	37.7	72.2	77.1	79.2	51.2	29.1
2	--	佳洁士	457.4	18.2	69.8	74.9	70.5	50.2	17.3
3	+1	云南白药	418.4	9.1	54.8	66.2	81.4	53.1	12.6
4	-1	黑人	418.4	12.5	58.5	67	73.8	51.4	12.6
5	--	中华	384.1	7.5	52.2	61.7	75.4	50.2	7.9
6	--	冷酸灵	326.9	2.7	34.8	49.5	76	49.6	30.6
7	--	两面针	290.3	1.6	26.7	42	73.1	45.7	2.1
8	--	舒适达	278.2	1.2	14.5	27.4	79.6	51.9	1.9
9	--	竹盐	266.5	1.2	14.2	28	70.1	54.3	1.7
10	--	黑妹	263.3	1.1	20.2	35.3	65.7	47.3	1.1

资料来源：工信部官网，中国企业品牌研究中心，中信证券研究部 注：C-BPI（China Brand Power Index）是由中国领先的品牌评级与品牌顾问机构 Chnbrand 实施的中国首个品牌价值评价制度，是测定影响消费者购买行为的品牌力指数

珠玉在前，片仔癀高端中草药牙膏极具潜力。片仔癀系列牙膏定位为超高端市场，不同于大多数中草药牙膏的添加成分只是草本植物，其添加的是珍稀名贵片仔癀活性成分，疗效和安全性更加明确。我们对比了多家跨界药企的高端中草药牙膏在天猫旗舰店的价格及销量，发现销量较高的三个牙膏都是含有中成药的活性成分。其中销量最高的云南白药牙膏主要针对牙龈出血，而片仔癀牙膏主打消炎、清火，差异化功效使得二者不会发生直面竞争。考虑到行业的发展趋势以及云南白药牙膏的成功典例，我们认为片仔癀牙膏极具发展潜力。

表 23：跨界药企牙膏的价格及销量对比

产品名称	厂商	添加中草药成分	价格	换算百克价格	月销量
云南白药牙膏	云南白药	云南白药	28.3 元/180g	15.70 元/100g	7.5 万+
片仔癀牙火清牙膏	片仔癀	片仔癀	79.0 元/465g	16.99 元/100g	2386
华素清牙膏	华素制药	欧洲母菊	25.8 元/150g	17.20 元/100g	411
三精双黄连中药牙膏	哈药集团	金银花、黄芩、连翘	27.0 元/140g	19.29 元/100g	13
三金西瓜霜草本消炎牙膏	三金集团	草本西瓜霜	29.9 元/200g	14.95 元/100g	983
蒲地蓝可炎宁牙膏	济川药业	蒲地蓝	68.0 元/100g	68.00 元/100g	5500
同仁堂护龈固齿牙膏	同仁堂	三七、丹参、野菊花	26.0 元/180g	14.44 元/100g	12
九芝堂裸花紫珠牙膏	九芝堂	裸花紫珠、石斛、三七	25.8 元/170g	15.18 元/100g	8
白云山夏桑菊清火护龈牙膏	白云山	夏桑菊	19.9 元/110g	18.09 元/100g	30

资料来源：各品牌天猫旗舰店，中信证券研究部 注：不同店铺价格不同，均取销量最高的产品价格，数据截至 2020 年 5 月 10 日

市场营销精准定位，提升牙膏品牌知名度。近年来，基于对营销环境的充分了解和对于消费者需求的深度洞察，片仔癀牙膏借助各平台或与其他品牌强强联手，举办各类型营销活动，向消费者精准传递“不上火”的核心概念，引发消费者共鸣，将线上流量成功转化为销量，打造营销闭环。

表 24：片仔癀牙膏与其他品牌跨界携手打造营销闭环

主题	时间	活动	平台	效果
“上什么也不上火”	2018 年 8 月	联合了包括京东、旺旺、统一、方太、苏宁、六神、汉高、舒蕾等 18 个知名品牌，将品牌各自特性与消费者的日常生活相结合，在微博上开启推广。	微博	微博#上什么也不上火！#话题阅读数据高达 2300 万。
		借助热门短视频平台抖音，发起了片仔癀牙膏#上什么也不上火#清火挑战赛。	抖音	抖音挑战赛视频播放量已超过 10 亿人次。
		联合高夫推出“控油也不上火联名礼盒”，高夫洗面奶除油腻，片仔癀牙膏清牙火，主打消费者清爽控油也不上火，并以“上什么也不上火”的主题活动，与京东平台置换了一系列活动资源和内容营销资源。	京东	获得大量的产品曝光，直接为产品销售进行引流，大大提升了产品的销量转化。
“清火片仔癀，口口享自在”	2019 年 6 月	借势国内极具影响力的美食平台——大众点评，从开屏画面、首页信息流、美食频道首页再到交易成功页面，均有片仔癀牙膏活动信息露出，成功覆盖了消费者从用餐前打开 APP、用餐中浏览以及用餐后消费结账的使用路径。	大众点评	按看到点评广告位的曝光流量折算，保守估计 H5 页面首日至少有 50 万人参与。
		选择了电台巷火锅、付小姐在成都、蜀大侠火锅、沪小胖等多家有着火爆排队、重口味易上火特点的网红餐厅进行合作，店内都布置了带有“清火片仔癀，口口享自在”主题的台卡、海报和易拉宝等物料。当消费者在线上点击想吃的餐厅 banner 便可进入以“清火”为主题的消除小游戏，游戏通关后可获得网红餐厅的霸王餐券、免排队券、片仔癀牙膏体验装等奖品。	线下网红店	从圈定美食场景引导消费者参与“清火挑战”，到产品功能传递，和霸王餐券等福利刺激，让这次的品牌教育不仅有传播性和趣味性，而且深化了片仔癀牙膏“清火”功能属性，也极大地提升了品牌知名度和好感度。
		在大众点评 H5 互动的最后，有“立即体验清火神器”的链接，直接导流片仔癀京东口腔护理旗舰店，店铺同步投放图文和直播。	京东	线上互动成功导流，鼓励消费者尝试购买，活动期间的销量相较平时至少有了四倍的增长。
“拯救上火计划”	2019 年 12 月	联合凉茶行业领导品牌加多宝，在线上专业音频分享平台——喜马拉雅 APP，发起“拯救上火计划”，并在上海月星环球港开设了“清火潮研所”快闪店，从口腔、身体、心理三方面，通过年轻人喜爱的沟通方式，打造出一个独具特色预防上火的解决方案。	喜马拉雅	“拯救上火计划”音频挑战赛在活动上线的 8 天内，“拯救上火计划”音频回答挑战赛活动曝光量 3.7 亿+，清火专辑播放量达 51.5 万+，站内节目累计播放量 730 万+
		携手加多宝凉茶组成“预防上火，天生一对”CP，在全国 5 大城市——杭州、成都、深圳、武汉、东莞，相继展开了一场花式预防上火美食狂欢夜市活动，并且联名推出“预防上火 CP”纪念大礼包。	线下快闪店	借助加多宝清火的影响力和“联名礼盒”，打造线上线下营销闭环

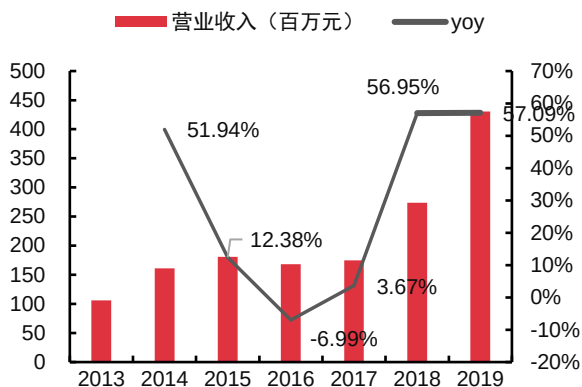
资料来源：微博、抖音、京东、大众点评等官网或 APP，中信证券研究部

综上，片仔癀牙膏定位高端，独特而清晰的“清火”功效配合多元化的精准宣传不断夯实其在消费者心中的地位。凭借独家的产品配方以及不断拓展的产品线，我们认为公司的牙膏业务有望复制云南白药的成功。

多营销策略齐头并进，老护肤品牌焕发新动能

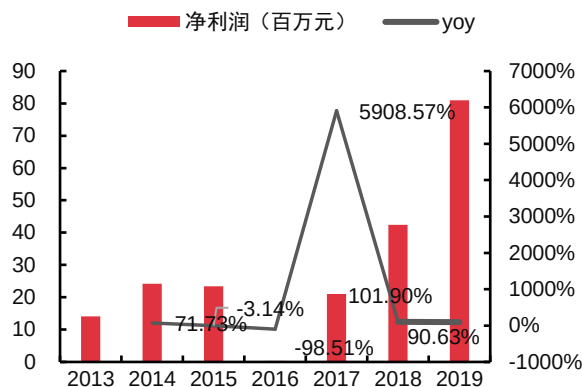
2019 年业绩表现亮眼，收入和利润高速增长。公司的化妆品业务主要由 2002 年 5 月成立的控股子公司福建片仔癀化妆品有限公司负责，是福建省最早专业从事化妆品生产的企业，背靠具有 30 多年历史的片仔癀护肤研究中心。其产品多为添加了片仔癀等成分的药妆，包含“皇后”“国密养颜”等多个系列产品。子公司转移部分业务至口腔护理子公司后，2018 年开始正式提速，2019 年实现营业收入 4.30 亿元（+57.09%），净利润 0.81 亿元（+90.63%），实现收入和利润的双高增长。

图 56：化妆品子公司 2013-2019 年的营收及增速变化（百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 57：化妆品子公司 2013-2019 年净利润及增速变化（百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

我国药妆市场方兴未艾，本土药妆新生力大有可为。在欧美日等发达国家中，药妆已经趋于成熟，占据近 60% 的化妆品市场。而我国引入药妆概念的时间较晚，截至 2019 年底药妆仅占内化妆品市场不到 20% 的份额，正处于高速发展的阶段，但多数市场由外资品牌如欧莱雅、资生堂等占领。近年来，国内护肤品消费主力军逐渐转变为成分党，更加关注护肤品添加成分的安全性，一大批添加天然中草药成分的国内品牌如薇诺娜借势崛起。

产品功效好+重视线上线下营销渠道建设的企业有望脱颖而出。以薇诺娜为例，其是前云南滇虹药业董事长创立的医学护肤品牌，核心成分为青刺果、马齿苋、滇重楼和滇山茶。凭借皮肤科专家的专业背书以及微博、小红书等渠道的 kol 推广，薇诺娜赢得消费者的信任，逐渐打败薇姿、雅漾等外资品牌成长为本土第一药妆品牌。

在 2019 年天猫双 11 期间，薇诺娜仅用 61 分钟就达到 1 亿销量，全天线上线下全渠道销量突破 7.2 亿，同比增长 80%。未饱和的市场吸引了众多传统中药企业跨界试水，特有的中成药活性物质添加成分成为这类企业的护城河，**未来产品功效好+重视线上线下营销渠道建设的企业有望脱颖而出。**

图 58：2018 年双 11 期间薇诺娜全渠道销售成绩



资料来源：天猫

图 59：2019 年双 11 期间薇诺娜全渠道销售成绩



资料来源：天猫

片仔癀现有产品定位两大市场，主打“祛黄美白”功效。公司现有产品分为两大类：

- 一类是以皇后牌片仔癀珍珠膏、珍珠霜为主的日化产品及以片仔癀雪融霜为主的特色功效护肤品，主要定位于大众综合护肤市场，产品卖点是美白；
- 另一类是包括灵芝臻养计划、祛痘修护系列、凝时素颜紧致系列和仙泉凝润在内的“片仔癀”系列产品，将片仔癀精华与数种植物成分融合，主打祛黄功效，定位于高端特色功效市场。

图 60：“皇后”系列护肤品



资料来源：公司官网

图 61：“片仔癀”系列护肤品



资料来源：公司官网

“3+3+1”新品布局迎消费升级，中国风体验店深化体验式营销策略。2018 年，片仔癀推出了高端补水系列和全新升级的特殊护理系列，形成完整的以“三大高端护肤系列”“新三国系列”及“特色特殊护理系列”为核心的“3+3+1”中高端特色功效产品线布局，迎合消费升级趋势。同时，在 2019 年公司深化“三护一体”战略，推出天然草本洗护产品作为日化板块的重要延伸，并打造了充满中国风元素的品牌体验店，吸引更多消费者进

店体验，增加客户粘性。截至 2019 年 11 月，片仔癀已在全国布局超过 300 家体验店，力争在 2020 年达到 1500 家。

图 62：片仔癀化妆品国风体验店



资料来源：片仔癀化妆品公众号

借势 kol，扩大品牌影响力。目前在影响消费者购买行为的多种传播媒介中，kol 是影响消费者购买决策的主要因素之一。2018 年，片仔癀优选了 40 多位颜值高、影响力较大的不同行业的 kol，通过微博和微信公众号进行“种草”，强化品牌口碑，累积收获了近 2 万人次的转发量和超过 1.5 万人次的留言互动。kol 的加入推广，将不断扩大片仔癀品牌的影响力。

图 63：微博 kol 推广



资料来源：新浪微博

图 64：小红书 kol 推广



资料来源：小红书

合作卫视上星节目，增加产品曝光率。近年来，片仔癀化妆品不断加大新媒体广告的投入，通过节目广告、电视剧植入的方式加大曝光度，如湖南卫视的《我是大美人》，浙江卫视的《加油好身材》，电视剧《醉玲珑》等。在 2019 年年底的跨年晚会中，片仔癀化

妆品更是携手北京卫视、东方卫视和浙江卫视三大重量级卫视台，亮相跨年演唱会。参考加多宝和王老吉跨年演唱会的“冠名之争”，其影响力可见一斑。未来随着产品曝光度的不断提升，片仔癀化妆品的销量料将持续增长。

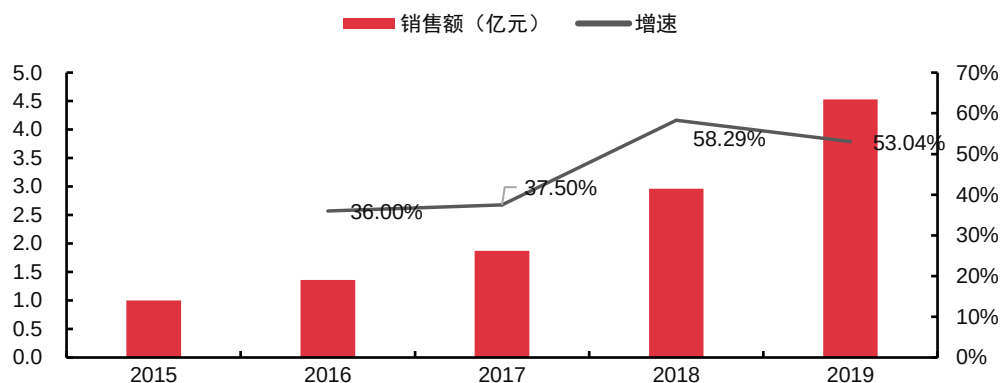
图 65：片仔癀携手三大卫视亮相跨年演唱会



资料来源：片仔癀化妆品公众号

深耕终端动销，打造特色品牌活动。“10.8 白润美女神节”是片仔癀化妆品特别打造的专属节日，以进一步强化品牌的渠道影响力。公司提前 1-2 月专门邀请培训师进行销售技能与服务的培训，并选取门店进行“打板”，最终完成“1+N”的复制推广。同时，公司向多个平台投放广告配合宣传，如 2019 年通过抖音发起“女神就要白润美”挑战赛，吸引 35 万创作者参与互动拍摄。零售额从 2015 年的近 1 亿元到 2019 年的 4.53 亿，凸显终端动销策略效果。

图 66：2015-2019 年“10.8 白润女神节”所创零售额（亿元）



资料来源：C2CC 传媒，中信证券研究部

化妆品业务的增长潜力将逐渐凸显。综上，化妆品国风体验店与公司的体验馆相辅相成，深化体验式营销策略。随着产品曝光及知名度的不断提升，我们判断公司化妆品业务的增长潜力将逐渐凸显。此外，老字号的潜在消费者趋于年轻化，将进一步提升核心品牌的价值。

■ 风险因素

政策性风险及市场风险；

原材料供给风险及价格变动风险；

日化业务发展低于预期；

对外投资不及预期。

■ 盈利预测及关键假设

关键假设

按公司的核心业务板块分别进行盈利预测，核心假设为：

1. **工业业务：**基于我们对“片仔癀”系列供给及需求端的分析。

- **供给端：**公司的天然麝香和牛黄库存分别预计到 2024、2025 年转负。据此推算，公司麝香和库存充足，可以支撑公司未来五年 CAGR 超 28% 的业绩增长。
- **需求端：**全国范围“片仔癀”系列的潜在市场空间为 120.68 亿元，而 2019 年片仔癀系列营收为 21.81 亿元，在肝病用药、保健自用、保健礼品三大需求不变的假设下，通过提升渗透率仍然有 4.53 倍的业绩增长空间。

预计公司工业业务 2020-2022 年营收增速分别为 22%、24%、26%；毛利率稳定提升，分别为 80.0%/80.5%/81.0%。

2. **医药商业：**随两票制在全国范围内的落地实行，料将进一步压缩药品流通环节。我们判断公司医药商业业务将持续承压（主要是宏仁医药），预计医药商业业务 2020-2022 年营收增速分别为 15%/10%/8%；毛利率略有下滑，分别为 9.0%/8.6%/8.3%。

3. **日化业务：**基于我们对牙膏及化妆品板块未来发展的判断。

- 通过上海家化的渠道优势，口腔护理子公司的牙膏产品迅速开拓各省市市场，2019H1 实现扭亏为盈，未来经营持续看好；
- 公司深化体验式营销策略。随着产品曝光及知名度的不断提升。我们判断公司化妆品业务的增长潜力将逐渐凸显。

预计公司日化板块业务收入端 2020-2022 年营收增速分别为 18%/20%/22%；毛利率端逐年提升，分别为 70%/71%/72%。

4. **其他业务&食品板块：**两大板块目前占总营收占比较小；其他业务收入端预计 2020-2022 年营收同比增长 10.00%/10.00%/10.00%，毛利率稳定在 90%；食品业务收入

端预计 2020-2022 年营收同比增长 20.00%/20.00%/20.00%，毛利率有望逐年提升，分别为 36%/38%/40%。

5. 期间费用率：随着公司拓展终端销售渠道，同时推动创新营销模式降本增效，预计 2020-2022 年公司销售费用率分别为 8.9%/8.6%/8.4%，管理费用率维持稳定在 4.6% 左右。研发投入持续，2020-2022 年研发费用占总营收比值稳定在 2.0%。

6. 其他财务指标预测基本与前期经营情况保持一致。

盈利预测

表 25：公司各板块盈利预测（百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、医药商业								
营业收入占比	86.40%	87.42%	51.18%	49.38%	48.71%	47.43%	44.64%	41.05%
营业收入	1629.24	2018.60	1900.98	2353.73	2787.52	3205.65	3526.22	3808.32
营业成本	890.28	1044.93	1711.39	2124.40	2526.26	2917.14	3222.96	3492.23
本产品毛利率	45.36%	48.23%	9.97%	9.74%	9.37%	9.00%	8.60%	8.30%
营业收入增速		23.90%	-5.83%	23.82%	18.43%	15.00%	10.00%	8.00%
二、医药工业								
营业收入占比			39.41%	37.70%	39.71%	41.02%	43.52%	46.69%
营业收入			1463.76	1796.82	2272.30	2772.21	3437.54	4331.30
营业成本			272.59	305.04	465.77	554.44	670.32	822.95
本产品毛利率			81.38%	83.02%	79.50%	80.00%	80.50%	81.00%
营业收入增速				22.75%	26.46%	22.00%	24.00%	26.00%
三、日用品、化妆品销售								
营业收入占比	12.38%	11.32%	8.55%	10.44%	11.10%	11.09%	11.39%	11.83%
营业收入	233.39	261.26	317.57	497.65	635.27	749.62	899.54	1097.44
营业成本	95.98	128.73	111.62	227.74	190.52	224.88	260.87	307.28
本产品毛利率	58.87%	50.73%	64.85%	54.24%	70.01%	70.00%	71.00%	72.00%
营业收入增速		11.95%	21.55%	56.71%	27.65%	18.00%	20.00%	22.00%
四、其他业务								
营业收入占比	0.56%	1.07%	0.50%	0.44%	0.29%	0.27%	0.25%	0.23%
营业收入	10.52	24.67	18.58	21.03	16.34	17.97	19.77	21.74
营业成本	5.57	2.67	1.59	4.19	1.51	1.80	1.98	2.17
本产品毛利率	47.03%	89.19%	91.42%	80.09%	90.78%	90.00%	90.00%	90.00%
营业收入增速		134.56%	-24.70%	13.22%	-22.33%	10.00%	10.00%	10.00%
五、食品								
营业收入占比	0.66%	0.19%	0.35%	0.28%	0.19%	0.19%	0.20%	0.20%
营业收入	12.53	4.42	13.07	13.48	10.84	13.01	15.61	18.74
营业成本	7.48	2.50	10.01	9.98	6.89	8.33	9.68	11.24
本产品毛利率	40.32%	43.51%	23.41%	25.97%	36.43%	36.00%	38.00%	40.00%
营业收入增速		-64.74%	195.73%	3.15%	-19.54%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

表 26：公司盈利预测总表（百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(万元)	1886	2309	3714	4766	5722	6758	7899	9278
收入增速		22%	61%	28%	20%	18%	17%	17%
营业成本(万元)	999	1179	2107	2744	3191	3707	4166	4636
综合毛利率	47%	49%	43%	42%	44%	45%	47%	50%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

基于以上假设，经模型测算得出公司 2020-2022 年归母净利润分别为 17.20 亿、21.96 亿和 28.13 亿元，对应 CAGR 为 27.88%，对应 EPS 预测为 2.85、3.64 和 4.66 元，根据绝对估值及相对估值结果，给予公司 2021 年 60 倍 PE，对应目标价 218.40 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,766	5,722	6,758	7,899	9,278
营业成本	2,744	3,191	3,707	4,166	4,636
毛利率	42.42%	44.24%	45.16%	47.26%	50.03%
营业税金及附加	43	46	63	69	81
销售费用	392	523	602	679	779
营业费用率	8.23%	9.14%	8.90%	8.60%	8.40%
管理费用	241	273	323	371	427
管理费用率	5.05%	4.77%	4.77%	4.70%	4.60%
财务费用	(10)	(45)	(72)	(99)	(140)
财务费用率	-0.21%	-0.79%	-1.06%	-1.25%	-1.51%
投资收益	95	20	54	56	44
营业利润	1,320	1,669	2,059	2,613	3,356
营业利润率	27.70%	29.17%	30.47%	33.09%	36.17%
营业外收入	12	9	7	10	9
营业外支出	5	3	5	4	4
利润总额	1,327	1,676	2,062	2,619	3,360
所得税	199	258	326	403	522
所得税率	14.97%	15.38%	15.82%	15.39%	15.53%
少数股东损益	(14)	13	15	20	25
归属于母公司股东的净利润	1,143	1,405	1,720	2,196	2,813
净利率	23.98%	24.56%	25.46%	27.80%	30.33%

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,327	1,676	2,062	2,619	3,360
所得税支出	-199	-258	-326	-403	-522
折旧和摊销	66	67	43	41	40
营运资金的变化	-528	-2,342	-551	-369	-356
其他经营现金流	-54	-22	-112	-139	-161
经营现金流合计	612	-879	1,115	1,749	2,362
资本支出	-74	-65	-35	-35	-34
投资收益	95	20	54	56	44
其他投资现金流	45	113	0	0	0
投资现金流合计	65	68	20	22	10
发行股票	31	29	0	0	0
负债变化	1,467	2,227	-155	-147	-339
股息支出	-362	-495	-495	-568	-731
其他融资现金流	-1,253	-1,356	117	160	224
融资现金流合计	-116	405	-532	-554	-846
现金及现金等价物净增加额	561	-407	603	1,216	1,526

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,787	4,263	4,866	6,082	7,608
存货	1,667	2,097	2,436	2,738	3,047
应收账款	513	480	567	663	779
其他流动资产	263	511	566	637	715
流动资产	5,230	7,352	8,435	10,120	12,148
固定资产	231	230	206	183	160
长期股权投资	536	475	475	475	475
无形资产	121	156	163	169	176
其他长期资产	539	599	600	603	607
非流动资产	1,428	1,458	1,443	1,430	1,417
资产总计	6,658	8,811	9,878	11,550	13,565
短期借款	600	697	541	391	49
应付账款	250	261	344	369	406
其他流动负债	440	789	637	713	823
流动负债	1,290	1,747	1,521	1,473	1,278
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	60	94	101	112	130
非流动性负债	60	94	101	112	130
负债合计	1,350	1,841	1,622	1,584	1,408
股本	603	603	603	603	603
资本公积	638	1,084	1,084	1,084	1,084
归属于母公司所有者权益合计	5,016	6,631	7,902	9,592	11,758
少数股东权益	291	338	354	373	399
股东权益合计	5,308	6,970	8,256	9,965	12,157
负债股东权益总计	6,658	8,811	9,878	11,550	13,565

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	28.33%	20.06%	18.11%	16.87%	17.46%
营业利润增长率	39.33%	26.46%	23.37%	26.90%	28.40%
净利润增长率	41.62%	22.97%	22.41%	27.65%	28.10%
毛利率	42.42%	44.24%	45.16%	47.26%	50.03%
EBITDA Margin	29.07%	29.14%	29.85%	32.18%	34.87%
净利率	23.98%	24.56%	25.46%	27.80%	30.33%
净资产收益率	22.78%	21.19%	21.77%	22.90%	23.93%
总资产收益率	17.17%	15.95%	17.42%	19.02%	20.74%
资产负债率	20.28%	20.90%	16.42%	13.72%	10.38%
所得税率	14.97%	15.38%	15.82%	15.39%	15.53%
股利支付率	31.67%	35.20%	33.01%	33.29%	33.83%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。