

消费升级之下，寻找医药行业的“茅台”股

—医药消费品行业深度报告

2017年04月23日

推荐 (维持)

重点公司

重点公司	17E	18E	评级
云南白药	3.25	3.88	增持
片仔癀	1.16	1.49	增持
东阿阿胶	3.30	3.91	增持
华润三九	1.49	1.70	增持
同仁堂	0.78	0.89	增持

相关报告

《业绩为王，关注医保目录价格谈判——医药行业周报（2017.4.10-2017.4.16）》
2017-04-16

《医保谈判目录公布，关注超预期和低基数品种》2017-04-16

《聚焦一季报，关注估值业绩匹配品种——医药行业重点公司2017年一季报业绩前瞻》
2017-04-09

分析师：

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

研究助理：

张佳博

投资要点

- 2016年以来经济底部企稳，消费升级推动企业经营环境改善，消费者从选择小品牌转向选择大品牌，竞争格局得到改善，龙头品牌受益消费升级和品牌集中的过程，可以支撑中长期的增长。居民收入与医药消费品价格出现“剪刀差”，提价空间显现。消费升级的另一个影响是，医药消费市场尤其是高端市场，消费者对于价格的敏感度日益降低。
- 在消费升级的大背景下，品牌 OTC 具有品牌溢价效应，凭借其高质量和市场口碑，有望进一步提升市场份额。随着 OTC 销售渠道的扁平化，企业对终端客户管理能力提升，叠加渠道补库存效应，OTC 行业上市公司业绩有望出现反弹。零售药店连锁率的提高以及品牌 OTC 企业和药店战略合作的加深有助于品牌 OTC 企业的发展。此外，品牌 OTC 提价预期强烈，提价效应将逐步显现。
- 稀缺高端中药作为高端医药消费品的代表，是消费升级的重要受益对象。以东阿阿胶和片仔癀为代表的医药消费品，在过去十余年中受上游原料提价因素的影响，多次上调产品出厂价格。我们认为，上游原料的稀缺性是支撑稀缺高端中药提价的重要逻辑，产品提价具有可持续性，长期涨价预期引发“牛鞭效应”加库存，通过提价对利润的敏感性分析，产品提价后有相当一部分利润留存在上市公司体内。
- 品牌力、渠道、产品定位、管理层是优秀消费品龙头企业的共有属性。以美国上市公司可口可乐、中国上市公司贵州茅台为例，我们认为消费品龙头享有估值溢价。我们看好东阿阿胶、云南白药、片仔癀为代表的中国医药消费品龙头企业未来估值的成长空间。
- 2016年至今，在大消费板块普遍已经有较好表现的背景下，医药板块成为了为数不多估值合理、基金持仓不高、前期滞涨的消费类板块。在剔除医药基金后，医药的持仓比例/市值占比已经明显低于其他消费板块，投资性价比较高。
- 核心推荐标的：云南白药、片仔癀、东阿阿胶、华润三九，此外，建议关注千金药业、同仁堂。
- 风险提示：原材料价格超预期大幅度上涨；部分品种提价低于预期；提价后销量增速下降；国企改革进度低于预期。



目 录

前言	- 5 -
1、消费升级拉动高端消费品需求增长	- 5 -
1.1、消费升级的逻辑分析	- 5 -
1.2、医药消费品的价格带模型	- 6 -
1.3、“剪刀差”推动医药消费品提价	- 7 -
1.4、消费者对于价格敏感度日益降低	- 8 -
2、品牌 OTC 迎来春天	- 8 -
2.1、消费升级驱动市场集中度提高	- 8 -
2.2、品牌 OTC 受益渠道优势	- 10 -
2.3、零售端变革助力品牌 OTC	- 11 -
2.4、品牌 OTC 提价预期渐明	- 12 -
3、稀缺高端中药的复兴	- 14 -
3.1、资源稀缺性支撑价格提升	- 14 -
3.2、稀缺高端中药提价的可持续性	- 16 -
3.3、长期涨价预期引发渠道“牛鞭效应”加库存	- 17 -
3.4、产品提价对利润的敏感性分析	- 18 -
4、消费品龙头企业的共有属性	- 21 -
4.1、品牌力带来超额收益	- 21 -
4.2、渠道是产品成功市场化的核心	- 23 -
4.3、定位决定产品市场空间	- 23 -
4.4、合理企业体制、优秀管理层是企业主观能动性源泉	- 25 -
5、消费品龙头享有估值溢价	- 27 -
5.1、美国消费品龙头企业-可口可乐 (KO.N)	- 27 -
5.2、中国消费品龙头企业-贵州茅台 (600519.SH)	- 29 -
5.3、国内医药消费品龙头估值有提升空间	- 32 -
6、相较于其他消费板块，医药板块当前投资性价比高	- 33 -
7、推荐标的	- 34 -
7.1、云南白药	- 34 -
7.2、东阿阿胶	- 36 -
7.3、片仔癀	- 38 -
7.4、华润三九	- 39 -
7.5、千金药业	- 41 -
7.6、同仁堂	- 42 -
8、风险提示	- 43 -
图 1、消费升级分析逻辑示意图	- 5 -
图 2、白酒消费三角直观展现白酒消费结构	- 6 -
图 3、阿胶产品价格带	- 7 -
图 4、片仔癀价格与城镇居民年均可支配收入的“剪刀差”	- 7 -
图 5、东阿阿胶阿胶块销量趋于稳定	- 8 -
图 6、片仔癀锭剂内销数量逐年增长	- 8 -
图 7、补血类产品市场集中度高	- 9 -
图 8、三九感冒灵颗粒和胶囊在样本医院中市占率较高	- 9 -
图 9、健民集团龙牡壮骨颗粒库存清理情况	- 10 -
图 10、健民集团健胃消食片库存清理情况	- 10 -
图 11、医院终端药品销售增速逐年放缓	- 11 -
图 12、零售药房终端药品销售增速趋于稳定	- 11 -

图 13、2013-2015 年药品市场三大终端销售分布情况.....	- 11 -
图 14、2013-2015 年 OTC 市场三大终端销售分布情况.....	- 11 -
图 15、药店连锁率不断提高.....	- 12 -
图 16、品牌 OTC 企业 2016 年市场推广费用.....	- 12 -
图 17、2000-2015 年国内毛驴存栏量持续下降.....	- 14 -
图 18、2000-2015 年驴皮价格上涨超 100 倍.....	- 14 -
图 19、东阿阿胶阿胶块 2010 年 1 月以来出厂价格调整示意图.....	- 15 -
图 20、片仔癀锭剂 2005 年 9 月以来内销出厂价格调整示意图.....	- 16 -
图 21、片仔癀锭剂 2007 年 2 月以来外销出厂价格调整示意图.....	- 16 -
图 22、“牛鞭效应”放大真实需求，提高渠道库存和生产量.....	- 17 -
图 23、东阿阿胶近年存货及周转天数.....	- 18 -
图 24、东阿阿胶近年存货分类.....	- 18 -
图 25、东阿阿胶母公司 2010-2016 年毛利率和净利率变化情况.....	- 18 -
图 26、东阿阿胶母公司 2010-2016 年三项费用率变化情况.....	- 18 -
图 27、东阿阿胶营收及增速.....	- 18 -
图 28、东阿阿胶归母净利润及增速.....	- 18 -
图 29、东阿阿胶 ROE 变化.....	- 19 -
图 30、东阿阿胶股价走势.....	- 19 -
图 31、片仔癀母公司 2010-2016 年毛利率和净利率变化情况.....	- 19 -
图 32、片仔癀母公司 2010-2016 年三项费用率变化情况.....	- 19 -
图 33、片仔癀营收及增速.....	- 20 -
图 34、片仔癀归母净利润及增速.....	- 20 -
图 35、片仔癀 ROE 变化.....	- 20 -
图 36、片仔癀股价走势.....	- 20 -
图 37、阿胶终端零售价格（元/kg）.....	- 21 -
图 38、2015 年阿胶市场份额.....	- 21 -
图 39、东阿阿胶旗下主要产品及最新价格.....	- 22 -
图 40、2010-2015 三家企业毛利率水平.....	- 22 -
图 41、2010-2015 三家企业 ROE 水平.....	- 22 -
图 42、云南白药牙膏销售额及增速.....	- 23 -
图 43、云南白药牙膏市场份额及排名.....	- 23 -
图 45、喜茶微信指数超越星巴克.....	- 25 -
图 46、云南白药毛利率、净利润率.....	- 26 -
图 47、云南白药及中药行业 ROE.....	- 26 -
图 48、云南白药费用率.....	- 26 -
图 49、云南白药人均效益.....	- 26 -
图 50、可口可乐营收及增速.....	- 27 -
图 51、可口可乐净利润及增速.....	- 27 -
图 52、可口可乐股价相对 SP500 走势及 PE 变化趋势.....	- 28 -
图 53、2010-2016 美国人均汽水消费量（加仑）.....	- 28 -
图 54、2004-2015 年美国汽水市场份额 TOP5.....	- 29 -
图 55、2006 年以来美国汽水 TOP3 企业市盈率走势.....	- 29 -
图 56、2004-2016 年白酒销量及增速变化趋势.....	- 30 -
图 57、2007-2016 规模白酒企业销售收入（亿元）及增速.....	- 30 -
图 58、2007-2016 规模白酒企业利润总额（亿元）及增速.....	- 30 -
图 59、2011-2016Q3 国内白酒市场 TOP5 市占率走势.....	- 30 -
图 60、2010-2015 白酒 TOP3 企业毛利率走势.....	- 30 -
图 61、2010-2016Q3 三家白酒企业营收（亿元）.....	- 31 -
图 62、2011-2016Q3 三家白酒企业营收增速.....	- 31 -
图 63、2010-2016Q3 三家白酒企业净利润（亿元）.....	- 31 -

图 64、2011-2016Q3 三家白酒企业净利润增速.....	- 31 -
图 65、2011 年以来白酒市场 TOP3 公司市盈率走势.....	- 31 -
图 66、汉方药市场规模及增速.....	- 32 -
图 67、美国维生素及膳食补充剂市场规模及增速.....	- 32 -
图 68、2016 年至今三大消费子板块涨跌幅.....	- 33 -
图 69、2016 年至今板块涨跌幅排名.....	- 33 -
图 70、2017 年至今板块涨跌幅排名.....	- 33 -
图 71、2007 年至今医药板块与扣除银行后的所有 A 股溢价率变化.....	- 33 -
图 72、2016 年末基金持仓比例与市值占比.....	- 34 -
图 73、2016 年末医药股持仓比例.....	- 34 -
图 74、云南白药历年营业收入及增速.....	- 35 -
图 75、云南白药历年净利润及增速.....	- 35 -
图 76、云南白药 ROE 明显高于行业.....	- 35 -
图 77、云南白药经营效率较高.....	- 35 -
图 78、全国毛驴存栏量逐年下滑.....	- 37 -
图 79、国内驴皮采购价格大幅上涨.....	- 37 -
图 80、片仔癀近年收入及增速.....	- 38 -
图 81、片仔癀近年归母净利润及增速.....	- 38 -
图 82、华润三九近年营业收入及增速.....	- 40 -
图 83、华润三九近年净利润及增速.....	- 40 -
图 84、千金药业近年收入及增速.....	- 41 -
图 85、千金药业近年归母净利润及增速.....	- 41 -
图 86、公司卫生用品销售收入及增速.....	- 42 -
图 87、千金净雅系列.....	- 42 -
图 88、同仁堂近年收入及增速.....	- 42 -
图 89、同仁堂近年归母净利润及增速.....	- 42 -
图 90、2016 年前五大品种占营收比例.....	- 43 -
图 91、2016 年前五大品种占毛利比例.....	- 43 -
表 1、零售药房 TOP10 药品品类市场份额及增长情况.....	- 8 -
表 2、2016 年第二季度中国非处方药及保健品销售额排名前 10.....	- 9 -
表 3、2015 年天猫医药馆 OTC 药品热销品牌前 10.....	- 12 -
表 4、近年来品牌 OTC 品种提价情况.....	- 13 -
表 5、品牌 OTC 企业 2016 年主要品种销售情况.....	- 13 -
表 6、野生麝资源迅速下降.....	- 15 -
表 7、获批使用天然麝香的中药品种.....	- 15 -
表 8、2015 年 3 家企业白酒销量、销售额及市场份额.....	- 22 -
表 9、常见连锁奶茶店价格及人均消费对比.....	- 25 -
表 10、云南白药发展历程.....	- 26 -
表 11、中外几家公司投资指标对比*.....	- 32 -
表 12、医药消费品公司估值水平（股价为 2017/4/21 收盘价）.....	- 34 -
表 13、最近一次 09 年云南白药中央产品提价梳理.....	- 36 -
表 14、公司阿胶块销量预测.....	- 37 -
表 15、东阿阿胶阿胶块出厂价、最高零售价及渠道最大利润空间预测.....	- 38 -
表 16、片仔癀出厂价格变化情况.....	- 39 -

报告正文

前言

2016年1月底以来，白酒、家电板块持续领涨，尤其是2017年一季度高端消费板块大涨，家电、食品饮料（尤其是白酒）成为市场关注的焦点和明星子行业，其中板块对应市值最大的美的集团和贵州茅台的股价持续创新高。我们认为此轮消费板块上涨的核心逻辑不同于2005年至今的三次行情，此轮消费板块领涨的核心来源于业绩改善带来估值修复。2016年以来经济底部企稳，消费升级推动企业经营环境改善，行业集中度不断提高，龙头企业市占率不断提升。所谓业绩为王，盈利的稳健增长成为重要的筛选指标。

医药板块中，品牌 OTC 和具有资源稀缺性的高端消费品是这一投资逻辑“外溢”最直接的受益标的。考虑到很多此类公司当下的估值水平并不高，也存在业绩及事件上的催化剂，同时其消费品的属性也使得相关标的免于承受药品降价、控费等方面的政策冲击。在消费板块整体受到市场追捧的大背景下，医药消费品关注度有望继续提升，为此，我们特撰写医药消费品行业报告，自上而下厘清行业背后的逻辑，自下而上精选相关个股进行分析，以期对投资者理解行业有所助益。

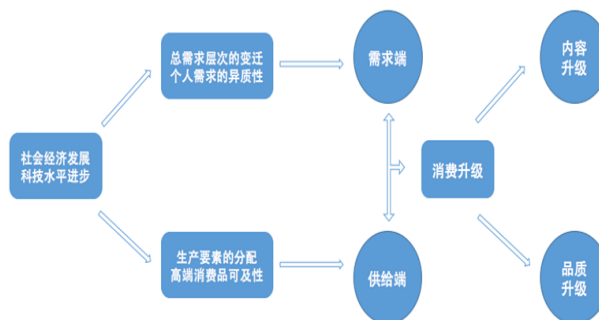
1、消费升级拉动高端消费品需求增长

1.1、消费升级的逻辑分析

消费的本质是需求和供给之间的均衡，因此，消费升级背后的逻辑可以从需求端和供给端两方面进行分析：参照消费品结构的基本划分，可将社会总供给分为基础型消费品、发展型消费品和享受型消费品。随着社会经济的发展和科技水平的提高，从供给端上来看，发展型消费品和享受型消费品的品种日益丰富，质量日益提升；从需求端上来看，在居民收入水平逐渐提高的背景下，消费者对于更高层次的需求也将逐渐增长，势必导致消费升级的发生。

消费升级是一个多维度过程，主要可分为内容升级和品质升级。从消费结构上看，“个人需求”是消费升级的根本因素。现代社会中，各种层次的消费需求并存，但占据主导地位的特定层次需求将发生变迁，对应消费结构的演进和消费内容的升级。从消费形式上看，衣食住行等基本消费需求仍然存在，但满足消费需求的具体形式已经发生改变，对应消费品质的升级--“高品质、品牌、稀缺性、小众”是当前消费的关键词。

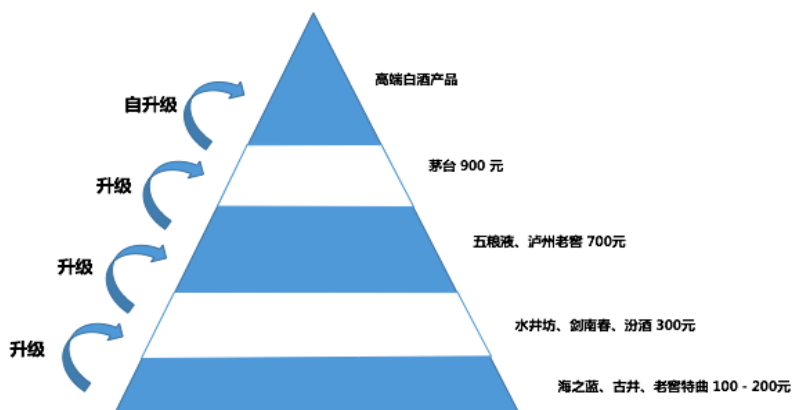
图 1、消费升级分析逻辑示意图



数据来源：《居民消费升级的理论与现实研究》，兴业证券研究所

我们以**白酒消费三角模型**来直观展示居民对白酒的消费升级：首先，中国白酒消费是分价格带的，而不是均匀分布在所有价格上，总体上，从高到低每个价格带的市场容量是逐渐增加的。整个三角形包含的总消费量近两年是小幅下滑的，和行业调整以及消费习惯改变有关，但由于收入增加导致的消费升级，整体消费金额是在增长的。消费升级同时也导致了同一消费者选择价格带上面的跃迁，由此引发中、高端各个价格带的容量扩张，低端酒市场萎缩。消费升级的另一个影响是，消费者从选择小品牌转向选择大品牌，每个价格带的竞争者变少，份额向名优酒集中，竞争格局得到改善。总结来看，龙头品牌受益消费升级和品牌集中的过程，可以支撑中长期的增长。

图 2、白酒消费三角直观展现白酒消费结构



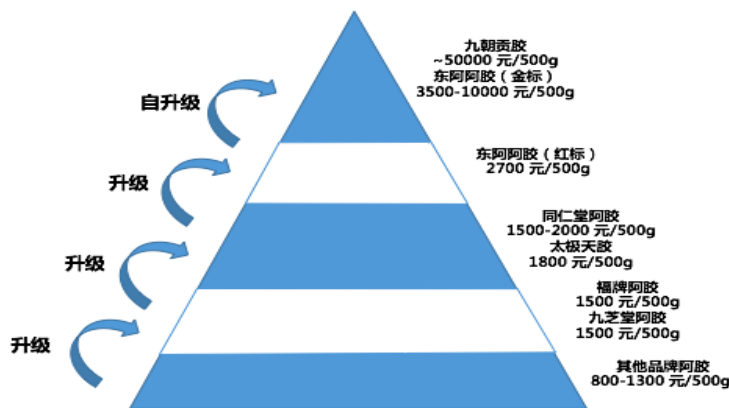
数据来源：兴业证券研究所

1.2、医药消费品的价格带模型

对于医药消费品而言，同样适用于消费升级的核心逻辑。一方面，在满足基本需求的前提下，医疗健康的需求成为消费者重点满足的对象。在医院渠道，医生对于药品和医疗服务的需求起决定性作用，然而在零售渠道，消费者自主选择的权利更大，非处方药（OTC）表现出更强的消费属性。另一方面，医药消费品的品牌化推动消费结构的提升，加上上游原材料资源的稀缺性，部分医药消费品品种表现出较强的议价能力。

医药消费品与其他消费品一样，也是分价格带的，而不是集中在相同的价格区域或者均匀分布在所有的价格区间。具体而言，不同消费品的价格带形状有所区别，我们以 OTC 市场的大品种阿胶为例，展示医药消费品的竞争结构。

图 3、阿胶产品价格带



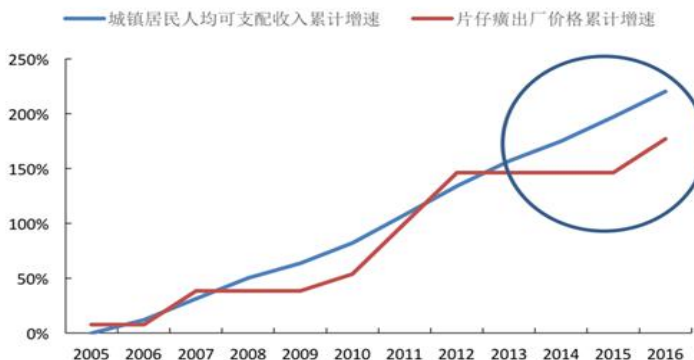
数据来源：兴业证券研究所

消费升级导致消费者在选择价格带上的跃迁，导致高端和中端市场容量的逐渐扩张，低端市场的需求逐渐萎缩。在阿胶行业几轮提价的过程中，小厂家受到原料来源和产品质量的制约，竞争格局恶化，逐渐退出市场，导致行业集中度逐渐提升。随着消费者对于阿胶品牌的日益重视，东阿阿胶作为阿胶行业的第一梯队，有望持续受益。

1.3、“剪刀差”推动医药消费品提价

居民收入与医药消费品价格出现“剪刀差”，推动医药消费品需求的进一步增长。近年来，国内居民可支配消费收入整体以 10% 左右的速度增长，然而大多数医药消费品的价格调整幅度落后于居民收入的增长，医药消费品提价存在强劲的基本面支持。以高端医药消费品片仔癀为例，其在 2013 年以后，出厂价格的调整幅度开始落后于居民收入的增长水平，提价空间显现。

图 4、片仔癀价格与城镇居民人均可支配收入的“剪刀差”

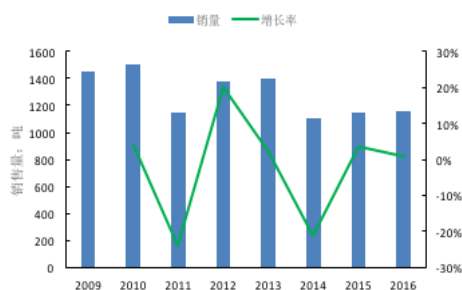


数据来源：国家统计局、公司公告，兴业证券研究所

1.4、消费者对于价格敏感度日益降低

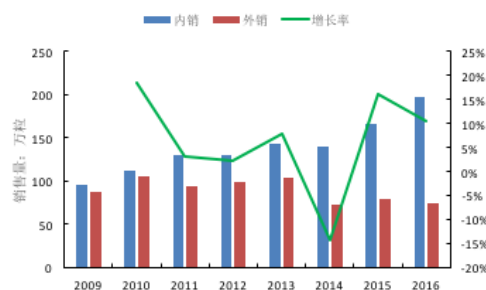
消费升级的另一个影响是，医药消费品市场尤其是高端市场，消费者对于价格的敏感度日益降低。通过对东阿阿胶和片仔癀的价格与销量关系的分析，可以对以上结论进行证明。东阿阿胶自 2010 年重启大幅度提价以来，阿胶块销量由高峰时的 1500 吨左右，下降到 1100 吨左右。尽管部分客户流失，市占率降低，但 2014 年以来，阿胶块的销量逐步趋稳，表明留存客户对于价格的敏感性逐渐降低。片仔癀在历经多次提价后，除去 2014 年外销市场调整因素，整体销量稳中有升，其中内销市场更是出现量价齐升的态势。

图 5、东阿阿胶阿胶块销量趋于稳定



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 6、片仔癀锭剂内销数量逐年增长



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

2、品牌 OTC 迎来春天

2.1、消费升级驱动市场集中度提高

OTC 作为医药行业最具消费品属性的产品，同样在消费内容和消费品质两方面反映出消费升级的特征。随着居民消费观念的变化和疾病谱的转移，OTC 市场的品类结构近年来逐渐发生变化。销量排名靠前的感冒类、胃肠道类和心脑血管类产品增速有所放缓甚至出现负增长的态势，而补益养生类产品市场份额提升明显：阿胶和肾宝等大品种占据非处方药和保健品市场销量排名前 10 位，而在线上渠道上述产品的销量同样位居 OTC 产品前列。随着消费者的保健意识逐渐加强，未来“大健康”类医药消费品有望持续受益。

表 1、零售药房 TOP10 药品品类市场份额及增长情况

排名	品类	2015 年市场份额	2016 年市场份额
1	感冒类	11.4%	11.7%
2	心脑血管类	8.4%	8.6%
3	胃肠道类	8.2%	7.9%
4	降血压药	7.2%	7.1%
5	泌尿系统用药	5.7%	6.0%

6	止咳化痰药	5.3%	5.5%
7	抗感染药	5.3%	5.1%
8	补益养生类	4.4%	5.1%
9	皮肤病用药	5.2%	4.9%
10	糖尿病用药	4.5%	4.4%

数据来源：新康界，兴业证券研究所

表 2、2016 年第二季度中国非处方药及保健品销售额排名前 10

排名	产品	厂家	MAT 增长率
1	阿胶	山东东阿阿胶	6.1%
2	钙尔奇系列	惠氏制药	8.0%
3	肾宝	江西汇仁制药	40.0%
4	阿胶	山东福胶集团	9.0%
5	鸿茅药酒	鸿茅药业	32.2%
6	蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈庵	-3.0%
7	复方阿胶浆	山东东阿阿胶	102.3%
8	舒筋健腰丸	广州陈李济	31.9%
9	汤臣倍健蛋白粉	汤臣倍健	-6.3%
10	善存系列	惠氏制药	-6.7%

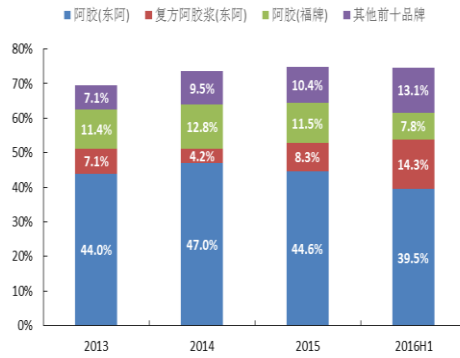
数据来源：IMS，兴业证券研究所

OTC 市场集中度日益提高，体现了消费者对于 OTC 药品品质的要求日益提高。OTC 作为帮助消费者自我诊疗的药品，其有效性和安全性的重要程度不言而喻。高标准的原辅料采购和生产制造工艺，正是品牌 OTC 价值所在。药品安全直接关系到消费者的生命健康，品牌 OTC 是药品质量的保证，对于消费者的购买行为有强大的影响力。

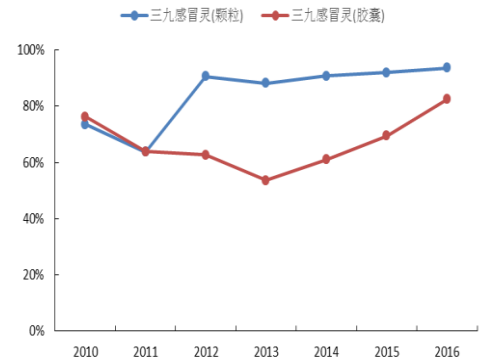
从中国非处方药物协会公布的数据看，历年来国内 OTC 市场销量前 20 的厂家市场份额在 30% 以上，各大品类销售排行前五的产品均为外资药企或品牌 OTC 企业，马太效应在 OTC 市场激烈的竞争中得到充分体现。以补血类产品为例，东阿阿胶的阿胶块和复方阿胶浆市场占有率合计超过 50%，华润三九的 999 感冒灵颗粒和胶囊在样本医院销售中保持高市占率。在消费升级的大背景下，品牌 OTC 凭借其高质量和市场口碑，有望进一步提升市场份额。

图 7、补血类产品市场集中度高

图 8、三九感冒灵颗粒和胶囊在样本医院中市占率较高



数据来源：米内网，兴业证券研究所

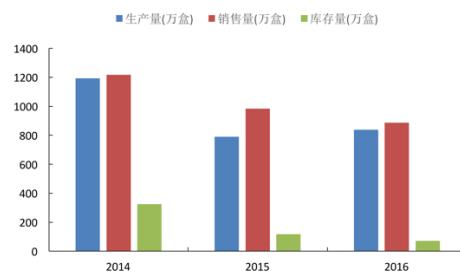


数据来源：PDB，兴业证券研究所

2.2、品牌 OTC 受益渠道优势

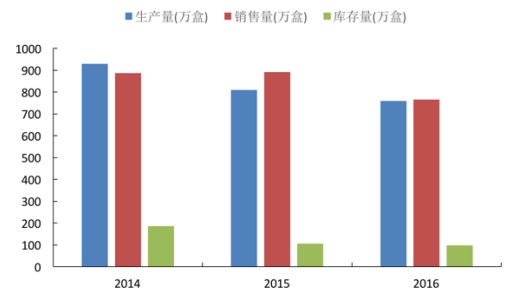
医药流通领域新政短期内影响 OTC 企业营销渠道，长期来看有利于 OTC 企业的发展。在“营改增”、“两票制”和 GSP 飞检等一系列政策的影响下，医药流通领域发生深刻变革，原有的不规范经营的中小型商业企业和“过票”公司被迫退出市场，间接影响了 OTC 上市公司的营销体系调整和渠道整合。OTC 企业过去普遍采取代理招商的模式进行产品营销，渠道中间商数量多、规模小，且存在不规范的运营行为，造成渠道库存的积压。随着医药流通新政的落地，OTC 上市公司面临营销体制的改革和渠道库存的清理，部分 OTC 企业正处于渠道去库存的过程，出厂销售量下滑影响了公司业绩增速使业绩短期承压。例如健民集团的龙牡壮骨颗粒和健胃消食片，2015 年以来受渠道清库存的影响，销售量有所下滑。我们认为未来 1-2 年内，随着 OTC 销售渠道的扁平化，企业对终端客户管理能力提升，叠加渠道补库存效应，OTC 行业上市公司业绩有望出现反弹。

图 9、健民集团龙牡壮骨颗粒库存清理情况



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 10、健民集团健胃消食片库存清理情况



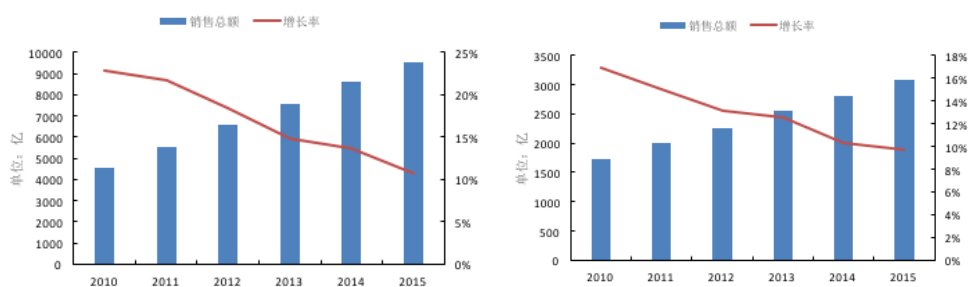
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

在利润结构的划分上，非品牌 OTC 依赖渠道和终端的大力推广，在产品价格上不得不进行较大幅度的让利；而品牌 OTC 的营销架构更为合理，对终端的控制更强，对渠道的依赖程度较低，因此在产业链利益划分上可获得绝大部分利润。

2.3、零售端变革助力品牌 OTC

根据 2016 年度中国医药市场发展蓝皮书，2015 年我国药品终端市场销售额实现 13829 亿，同比增长 11%，其中公立医院终端、零售药店终端、公立基层医疗终端市场份额分别为 68.8%、22.5%和 8.7%。从各终端的增速来看，在医保控费和药占比控制的大背景下，公立医院终端药品收入增速持续放缓，由 2014 年的 13.7% 下滑到 2015 年的 10.7%；零售药店终端受医保控费的影响较小，增速相对稳定，但也稍有下滑，由 2014 年的 10.6% 下滑到 2015 年的 10.0%。

图 11、医院终端药品销售增速逐年放缓 图 12、零售药房终端药品销售增速趋于稳定

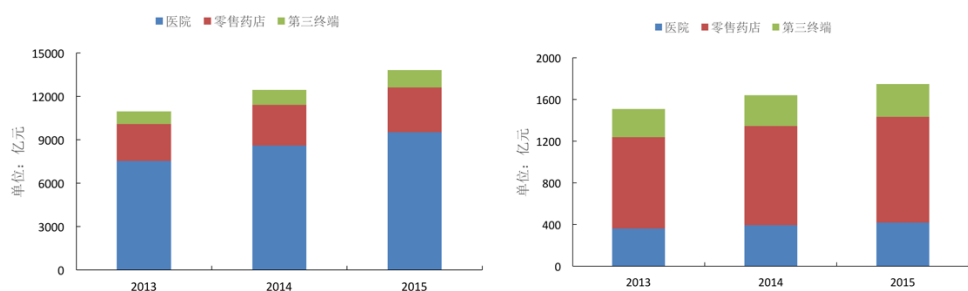


数据来源：米内网，兴业证券研究所

数据来源：米内网，兴业证券研究所

零售药店是 OTC 产品最为重要的销售终端。 OTC 市场的三大终端分别为医院、零售药店和以社区卫生服务中心为代表的第三终端，2015 年销售份额占比分别为 24%、58%和 18%，零售药店占据 OTC 销售的近六成，对于 OTC 市场的影响最大。

图 13、2013-2015 年药品市场三大终端销售分布情况 图 14、2013-2015 年 OTC 市场三大终端销售分布情况



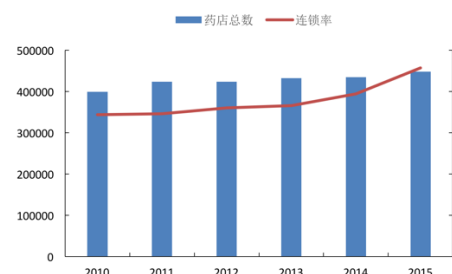
数据来源：IMS，兴业证券研究所

数据来源：IMS，兴业证券研究所

零售药店市场格局的变革有利于品牌 OTC 的发展。近年来，随着零售药店终端销售额增速逐年放缓，加上新版 GSP 认证的影响，零售药店的竞争日趋激烈，单体药店的生存越发难以为继。国内零售药店巨头相继登陆资本市场，行业并购整合的步伐加速，药店连锁率不断提高。**鉴于品牌 OTC 企业在产品利益链条的强势地位，盈利能力较弱的小型药房更倾向于销售功能类似但销售毛利更高的贴牌 OTC 产品或非品牌 OTC 产品，终端拦截曾经是影响品牌 OTC 放量的主要因素。**随着药品零售市场集中度和规范化的提升，过去“拼价格”、“拼回扣”的运作方式日渐式微，非品牌 OTC 将日益被边缘化。大型连锁药房的地位越来越强势，医药

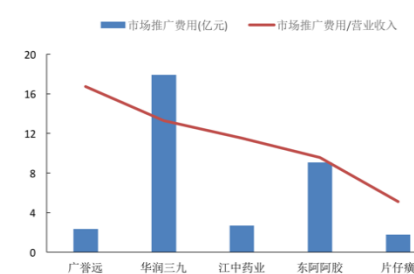
工业企业近年来选择与医药商业企业进行结盟，如步长制药和老百姓药房达成战略合作协议，广药白云山参与一心堂的定向增发。品牌 OTC 与大型连锁药房具有天然的互补效应，双方合作有望日益深化。

图 15、药店连锁率不断提高



数据来源：米内网，兴业证券研究所

图 16、品牌 OTC 企业 2016 年市场推广费用



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

此外，品牌 OTC 企业每年投入的广告费用不断增加，进一步增加品牌 OTC 的进入壁垒。东阿阿胶、同仁堂等企业积极与电商企业合作布局互联网销售，产品进入 2015 年天猫医药馆 OTC 药品热销品牌前 10 榜单。

表 3、2015 年天猫医药馆 OTC 药品热销品牌前 10

排名	企业名称
1	汇仁
2	同仁堂
3	东阿阿胶
4	福牌
5	九芝堂
6	钙尔奇
7	陈李济
8	迪巧
9	雅塑
10	太极

数据来源：米内网，兴业证券研究所

2.4、品牌 OTC 提价预期渐明

政策利好为 OTC 产品提价打开空间。近年来，随着药品招标和支付制度改革的逐步深化，控费降价的主旋律对处方药行业造成的较大的压力，OTC 行业不仅未受上述政策的冲击，反而因政策放开逐步进入提价轨道。2014 年，发改委制定《低价药品清单》，允许日均服用价格不超过 3 元的西药和日均服用价格不超过 5 元的中成药由生产厂家自行确定价格。2015 年，国务院发布《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，除麻醉药品和第一类精神药品外，取消原政府制定的药品价格。对于 OTC 药品而言，其价格不受最高零售限价和药品招标的限制，可以依据市场

竞争情况进行调整。

上游原料价格上涨是推动 OTC 产品提价的重要因素。2016 年下半年以来，中药材价格整体出现 10-20% 的上涨，部分中药材价格已经翻倍。而化学原料药行业受到产能出清和环保因素的影响，少数特色原料药由于经销商的垄断，价格出现数倍甚至数十倍的涨幅。面对上游原料价格的上涨，已经有部分品牌 OTC 企业通过产品提价的方式转移成本压力。

表 4、近年来品牌 OTC 品种提价情况

公司	产品	提价幅度	提价时间
同仁堂	安宫牛黄丸	单丸包装零售价由 350 元提升至 560 元，涨幅近 70%	2012
千金药业	妇科千金片	终端价格提升约 20%	2015
健民集团	龙牡壮骨颗粒	终端价格提升约 14%	2015
中新药业	速效救心丸	150 粒规格中标价由 25 元左右提升至 35 元以上，涨幅超 40%	2015
广誉远	定坤丹	产品价格上调 15%-20%	2017
马应龙	麝香痔疮膏	产品价格上调约 18%	2017
云南白药	50 余种普药产品	产品价格上调 20%-30%	2017

数据来源：公司公告、药智网，兴业证券研究所

品牌 OTC 提价预期强烈，提价效应将逐步显现。品牌 OTC 企业拥有强大的渠道和终端管理能力，可利用品牌效应对产品进行提价。消费者对于品牌 OTC 的认可度较高，对于产品提价的接受程度也相对较高；渠道商也能通过产品价格的调整获得更多的利润，从而提高产品推广的积极性。品牌 OTC 企业单品销售占公司营收比重较大，产品提价后有望出现量价齐升的局面，从而为公司整体利润带来较大的增厚。

表 5、品牌 OTC 企业 2016 年主要品种销售情况

公司	产品	销售规模	营收占比
华润三九	感冒灵颗粒/胶囊	14 亿	16%
	999 皮炎平	5 亿	6%
	999 胃泰	4 亿	5%
	正天丸	2 亿	2%
	骨通贴膏	2 亿	2%
云南白药	云南白药膏	12 亿	5%
	云南白药气雾剂	10 亿	5%
	云南白药胶囊	4 亿	2%
	云南白药创可贴	4 亿	2%
	气血康系列	4 亿	2%
同仁堂	安宫牛黄丸	6 亿	5%
	六味地黄丸	5 亿	4%
	阿胶	4 亿	3%

	牛黄清心系列	3 亿	2%
	同仁大活络系列	3 亿	2%
千金药业	妇科千金片/胶囊	5 亿	18%
江中药业	健胃消食片	10 亿	64%
马应龙	麝香痔疮膏	3 亿	16%
葵花药业	小儿肺热咳喘系列	5 亿	15%
	护肝片	3 亿	9%
	胃康灵	2 亿	6%

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

3、稀缺高端中药的复兴

3.1、资源稀缺性支撑价格提升

稀缺高端中药作为高端医药消费品的代表，是消费升级的重要受益对象。以东阿阿胶和片仔癀为代表的医药消费品，在过去十余年中受上游原料提价因素的影响，多次上调产品出厂价格。我们认为，上游原料的稀缺性是支撑稀缺高端中药提价的重要逻辑，而控制上游资源供应的企业，有望获得产品的定价权。

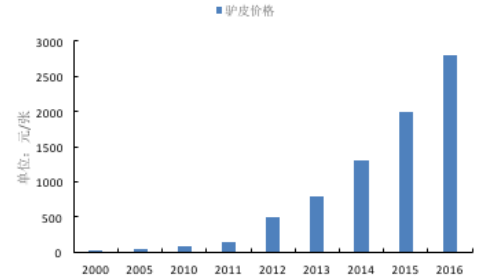
阿胶作为传承千年的滋补国宝，其产量受制于核心资源驴皮的供应。由于农业机械化水平的提高和养殖成本的增长，国内毛驴存栏量持续萎缩，从 2000 年的 922 万头下降到 2015 年的 542 万头。与此相对，驴皮价格持续上扬，从 2000 年平均 20 元/张，上升到 2015 年超过 2000 元/张。近年来国内每年阿胶产量在 4000 吨左右，如果 3 斤驴皮产 1 斤胶，每张驴皮约 10 斤，则需要约 240 万张驴皮，而国内驴皮资源的供应量在 150-180 万张左右。即使考虑到进口驴皮的因素，上游资源仍然处于供需严重失衡的状态，短时间内阿胶产量难以得到大量提升。

图 17、2000-2015 年国内毛驴存栏量持续下降



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 18、2000-2015 年驴皮价格上涨超 100 倍

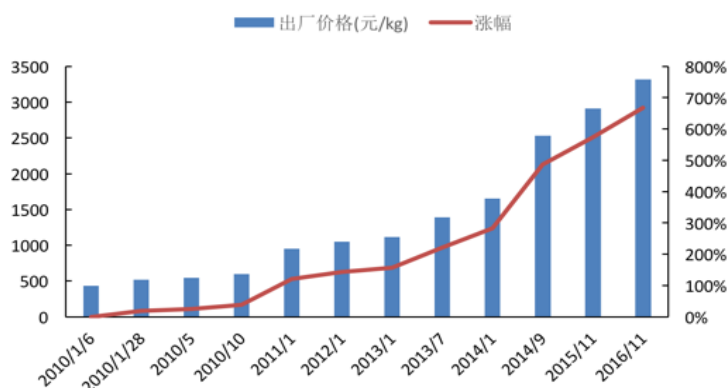


数据来源：公司公告，兴业证券研究所

东阿阿胶自 2005 年以来，通过主动提价的战略，将阿胶块的出厂价格累计提升近 20 倍。驴皮资源的稀缺性，支撑了阿胶价格的大幅提升；而产品价格的持续走高，也帮助公司进一步掌握上游资源。公司通过鼓励农户散养、自建养殖基地和海外

进口驴皮的方式，保障上游原料的供应，提升在行业的定价权。

图 19、东阿阿胶阿胶块 2010 年 1 月以来出厂价格调整示意图



数据来源：国家统计局、公司公告，兴业证券研究所

片仔癀作为国家绝密中药配方保护品种，是为数不多的可以使用天然麝香的中药。与东阿阿胶类似，片仔癀面临原料天然麝香的供应瓶颈，也存在产品提价的较大潜力。国内野生麝资源数量由上世纪 50 年代的近 300 万头急剧下降至目前的 6-7 万头，且由于野生麝类被列为国家一级保护动物，市场价值有限。麝香每年总需求在 1000-1500 千克，除去国家每年固定配额 200 千克，尚存在 800-1300 千克的 市场缺口。按照每头成年雄麝年产麝香 10 克左右计算，上述原料缺口需要约 10 万头雄麝，按雌雄对半比例折算需要养殖约 20 万头成麝，而国内人工养殖总群数量仅约 2 万头。天然麝香单位价格超过黄金，每克可高达 500 元以上。鉴于原料的稀缺性，国家对天然麝香的使用有严格的规定，仅限于特效药和关键药等重点 中成药品种。

表 6、野生麝资源迅速下降

年代	野生麝数量 (万头)
1950s	300
1980s	60
1990s	10
2010s	6-7

数据来源：《我国麝养殖种群及其养殖业发展的分析》、《四川麝的养殖与发展》，兴业证券研究所

表 7、获批使用天然麝香的中药品种

公告	企业	产品
2005 年第 3 号	漳州片仔癀	片仔癀
	厦门中药厂	八宝丹
	上海雷允上药业	六神丸
	苏州雷允上药业	六神丸
	北京同仁堂	安宫牛黄丸
2005 年第 5 号	无锡山禾药业	醒脑静注射液

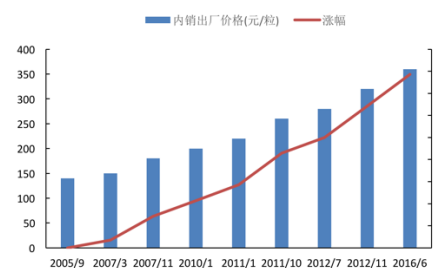
	福建麝珠明眼药	麝珠明滴眼液
	天津中新药业	安宫牛黄丸
2013 年第 6 号	成都永康制药	小金丸
	山西广誉远	安宫牛黄丸、牛黄清心丸
2015 年第 8 号	九寨沟天然药业	小金丸、五味麝香丸、万应锭、西黄丸、牛黄醒消丸、大活络丸、麝香壮骨膏、壮骨麝香止痛膏
2016 年第 13 号	北京同仁堂	同仁牛黄清心丸、局方至宝丸
	山西广誉远	西黄丸
	黑龙江龙晖药业	安宫牛黄丸、西黄丸
	南京同仁堂	牛黄清心丸

数据来源：国家林业局，兴业证券研究所

注：2015 年和 2016 年获批中药品种仅限使用人工繁育麝类所获天然麝香

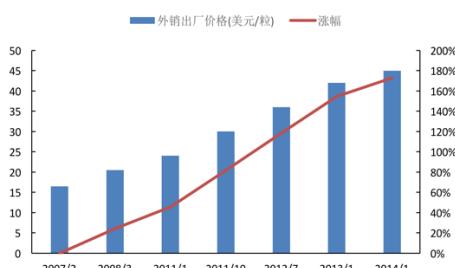
自 2005 年以来，受制于原料供应的压力，片仔癀出厂价格累计提升约 2 倍。一粒片仔癀锭剂重 3 克，根据说明书标示，约含有 3% 的天然麝香，麝香含量合计 0.09 克。按照公司招股说明书披露的年产量至少 250 万粒计算，不考虑生产环节损耗，至少需要天然麝香 225 千克。公司为满足片仔癀生产对天然麝香的需求，设立四川麝业、陕西麝业养殖基地，规模超 1500 头，同时大幅增加存货中原料的储备（主要是天然麝香），以此应对原料的瓶颈。鉴于原料天然麝香的供求矛盾长期存在，天然麝香价格在较长时间内仍将维持高位运行，这也为片仔癀的提价创造了良好的环境。**2016 年公司重启提价策略，结合公司之前的提价路径和当前的市场环境，我们判断公司未来几年有望进入每年提价的新一轮周期，在品牌和渠道建设日益成熟的情况下，未来片仔癀有望进入量价齐升的较快增长通道，业绩有望持续加速。**

图 20、片仔癀锭剂 2005 年 9 月以来内销出厂价格调整示意图



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 21、片仔癀锭剂 2007 年 2 月以来外销出厂价格调整示意图



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

3.2、稀缺高端中药提价的可持续性

对于稀缺高端中药而言，产品的提价是具有可持续性的。一方面，产品的原料供应和品牌溢价决定其稀缺性；另一方面，产品针对价格敏感度较低客户群体的定位，决定其高端性。供需两侧强劲的基本面，为稀缺高端中药的持续提价起到了有力的支撑。

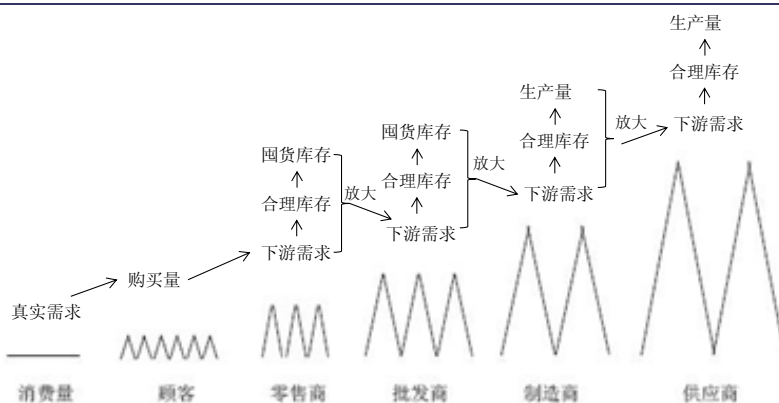
从供给端上看，上游原料供应的持续紧张，是以东阿阿胶、片仔癀为代表的企业的重要提价逻辑。此外，还有另一个不容忽视的因素是稀缺高端中药背后的品牌溢价，阿胶市场不乏福牌、同仁堂、太极和九芝堂等知名厂家产品，而东阿阿胶的阿胶块价格超过竞争品种 50% 以上，源于其强大的品牌价值。东阿阿胶以“出东阿，故名阿胶”的道地品质而闻名，传承千年生产工艺——东阿水、传承人和纯正驴皮，并通过全方位的营销模式，在消费者心目中树立“滋补国宝”的形象。片仔癀与厦门中药厂生产的八宝丹主要成分相似，但其价格远高于后者，源于其深厚的历史积淀，片仔癀拥有近五百年历史，在中日建交时曾被作为“国礼”赠予田中首相，在海内外享有“中华神药”的盛誉。

从需求端上看，稀缺高端中药具有“类茅台”的消费属性，消费者对于价格的敏感度日益降低，渠道商的拿货意愿也明显提升。东阿阿胶在经过大幅提价后，整体销售量趋于稳定，表明消费者对于产品价格的接受程度较高。片仔癀在 2016 年 6 月底提价后，消费者购买意愿强烈，渠道库存处于相对合理的水平，我们预测公司去年底已经开始着手新一轮控货。鉴于稀缺高端中药在渠道和终端的强势地位，我们认为产品提价对于销量的影响可控，未来持续提价的潜力较大，有望进入量价齐升的快速增长通道。

3.3、长期涨价预期引发渠道“牛鞭效应”加库存

“牛鞭效应”是指真实的终端需求在供应链各环节通过订货行为传递时，会产生向上游企业逐级放大的现象。在涨价预期下，零售终端会在合理的库存基础上增加向分销商的进货量，囤积以待未来销售，获取库存升值利润。分销商向上级订货与此类似。

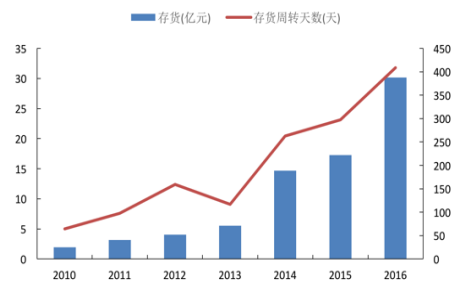
图 22、“牛鞭效应”放大真实需求，提高渠道库存和生产量



数据来源：兴业证券研究所

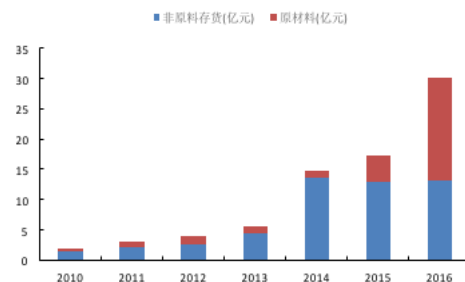
我们注意到东阿阿胶在 2016 年末公司存货大幅增加，主要是对驴皮原材料的战略储备（30 亿的存货，17 亿的原材料，估计大部分是驴皮）。

图 23、东阿阿胶近年存货及周转天数



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 24、东阿阿胶近年存货分类

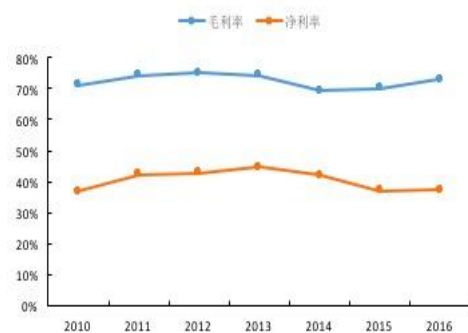


数据来源：公司公告，兴业证券研究所

3.4、产品提价对利润的敏感性分析

稀缺高端中药具有天然的垄断地位，对于渠道和终端有较强的话语权，因而在产品提价后有相当一部分利润留存在上市公司体内。东阿阿胶母公司以生产和经营阿胶系列产品为主，可较好地反应产品价格的变动对公司经营情况的影响。2010-2016 年，阿胶块出厂价格由 432 元/千克提升至 3319 元/千克，同期母公司毛利率由 2010 年的 71.2% 上升至 2012 年的 75.0%，后回落至 2016 年的 72.9%；净利率由 2010 年的 36.7% 上升至 2013 年的 44.7%，后回落至 2016 年的 37.2%；三项费用中销售费用率在 2014 年降至低点后逐渐提升；表明公司产品提价基本覆盖了原料提价的影响，并在 2014 年后将提价利润适度向渠道倾斜。公司 ROE 也从 1996 年的 12.43% 提升到 2016 年的 22.16%。

图 25、东阿阿胶母公司 2010-2016 年毛利率和净利率变化情况



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

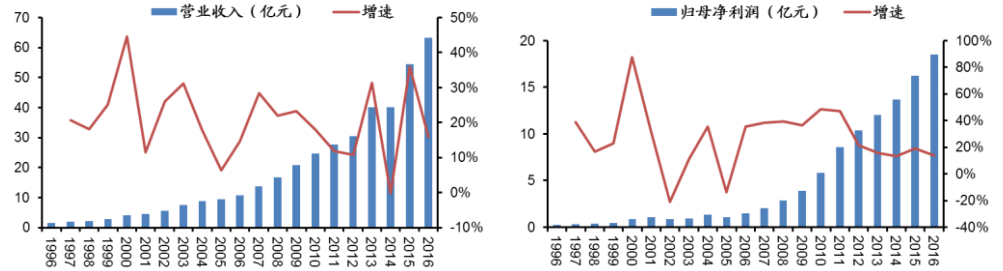
图 26、东阿阿胶母公司 2010-2016 年三项费用率变化情况



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 27、东阿阿胶营收及增速

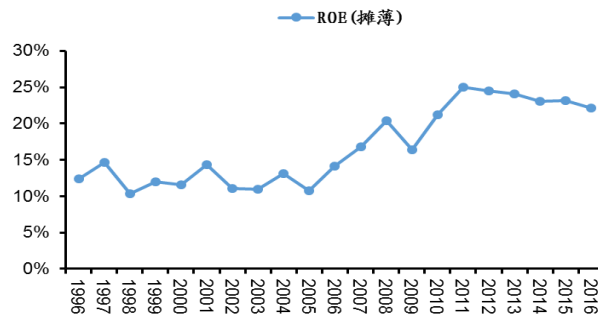
图 28、东阿阿胶归母净利润及增速



数据来源: wind, 兴业证券研究所

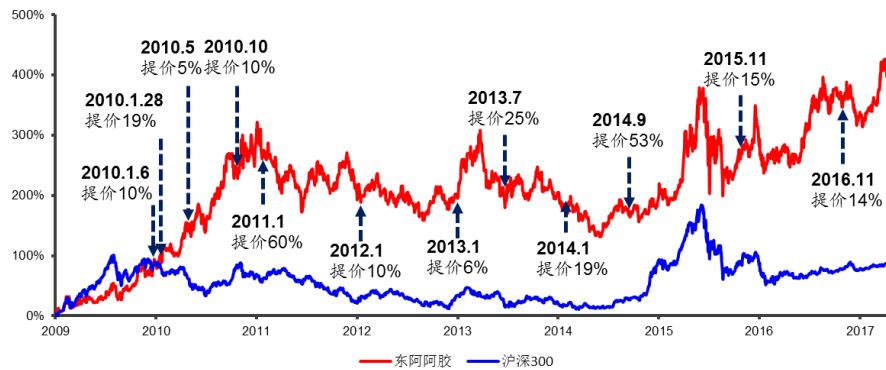
数据来源: wind, 兴业证券研究所

图 29、东阿阿胶 ROE 变化



数据来源: wind, 兴业证券研究所

图 30、东阿阿胶股价走势

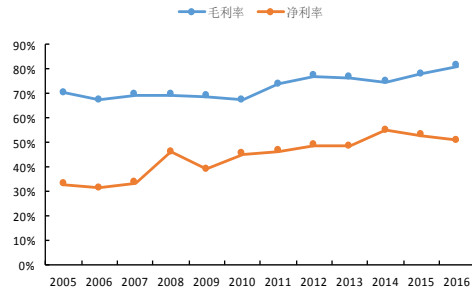


数据来源: wind, 兴业证券研究所

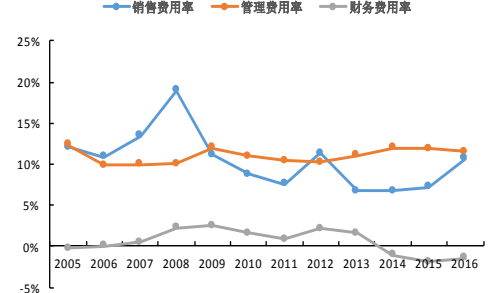
片仔癀母公司以生产和经营片仔癀系列产品为主，可较好地反应产品价格的变动对公司经营情况的影响。2005-2016 年，片仔癀内销出厂价格由 130 元提升至 360 元，母公司毛利率由 70.4% 提升至 81.2%，净利率由 32.8% 提升至 50.8%。三项费用中，销售费用率除 2012 年和 2016 年外持续下降，表明产品提价短期内会增加公司的销售费用，长期来看提价后大部分利润仍然留存在公司体内。ROE 由 2003 年的 11.14% 提高到 2016 年的 16.43%。

图 31、片仔癀母公司 2010-2016 年毛利率和净利率变化情况

图 32、片仔癀母公司 2010-2016 年三项费用率变化情况

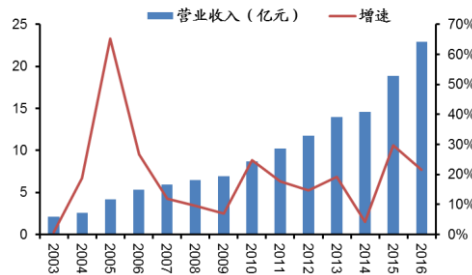


数据来源：公司年报，兴业证券研究所



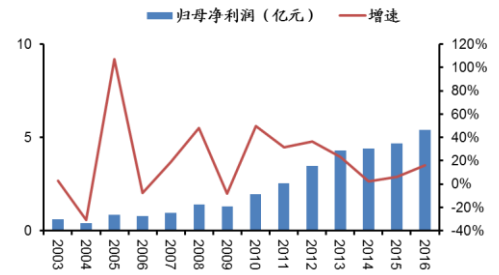
数据来源：公司年报，兴业证券研究所

图 33、片仔癀营收及增速



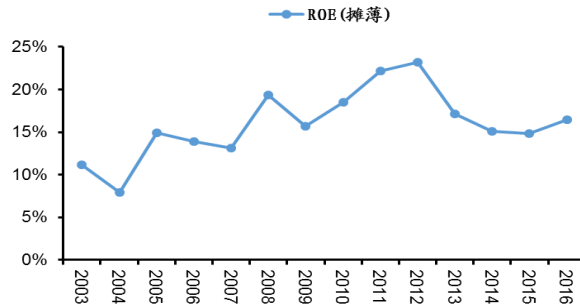
数据来源：wind，兴业证券研究所

图 34、片仔癀归母净利润及增速



数据来源：wind，兴业证券研究所

图 35、片仔癀 ROE 变化



数据来源：wind，兴业证券研究所

图 36、片仔癀股价走势



数据来源：wind，兴业证券研究所

4、消费品龙头企业的共有属性

4.1、品牌力带来超额收益

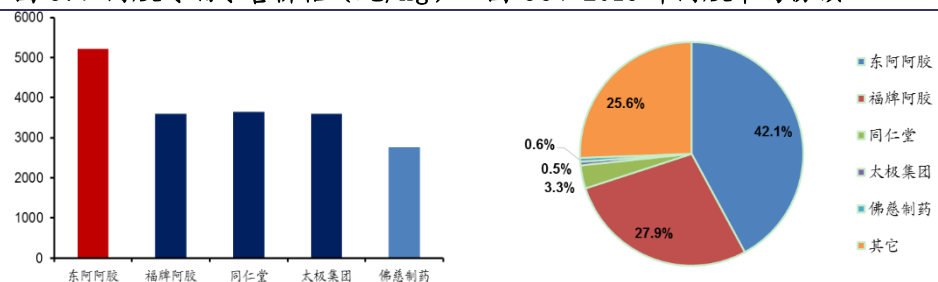
品牌是市场竞争的产物，随着居民消费水平的提升，价格不再是影响消费者决策的唯一重要因素，产品品牌背后所蕴含的品质、文化因素逐步成为影响消费者选择的主要因素，因为优秀的品牌往往意味着更高的质量保障、安全保障，以及背后的文化认同感，比如碳酸饮料的可口可乐、白酒的茅台、中医药的同仁堂都是具有优秀品牌力的代表。

以大卫爱格的品牌资产五星模型为例，品牌内容主要由 5 部分组成：**品牌认知度、知名度、忠诚度、联想度、其它附加内容**。**品牌认知度**是指消费者对某一品牌的整体印象，在市场上被广为人知的品牌，往往会更易于被顾客所接受；**品牌知名度**是品牌差异定位、高价位和品牌延伸的基础，消费者对品牌印象深刻，会给品牌带来相当高的市场占有率和良好的发展机会；**品牌忠诚度**是指对品牌的特殊信任、偏好，反映出一个顾客转向另一个品牌的可能程度，也是企业重要的竞争优势；**品牌联想度**是指透过品牌而产生的所有联想，比如同仁堂背后所蕴含的“炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力”，给产品带来附加的形象提升。因此，具有更强品牌力的企业在市场竞争中更有可能获得更多消费者认可接受，抢占更大的市场份额，享有更大的定价空间，从而实现超越竞争对手的超额收益。

● 东阿阿胶，国宝品牌成就高端市场龙头

高端品牌定位享受更大的定价空间。国内阿胶生产企业数量众多，水平参差不齐，但以东阿阿胶和福牌阿胶为首最有品牌影响力的两家企业占据市场绝对优势地位。东阿阿胶由于其高端品牌定位，一直占据市场最高价格。以阿胶块最新的零售终端价格为例，东阿阿胶处于价格第一梯队，零售价格约为 5221 元/公斤，第二梯队福牌阿胶、同仁堂和太极集团产品零售价格约为 3600 元/公斤，第三梯队包括佛慈制药、宏济堂等，价格约 2500-2700 元/公斤左右。以阿胶浆的零售价格为例，东阿阿胶的复方阿胶浆日均费用约为 30 元左右，福牌阿胶浆则大约为 18 元左右，因此高端的品牌定位和更强的品牌效应为东阿阿胶带来更大的定价空间，尤其是随着国内驴皮供应日渐紧张，东阿阿胶自 2010 年来零售价格提高 6.5 倍，从 2015 年国内阿胶市场份额来看，东阿阿胶 42.1% 的市场占有率高居榜首，且更强的定价能力导致更高的毛利率水平，为公司带来相对行业平均水平的超额收益。

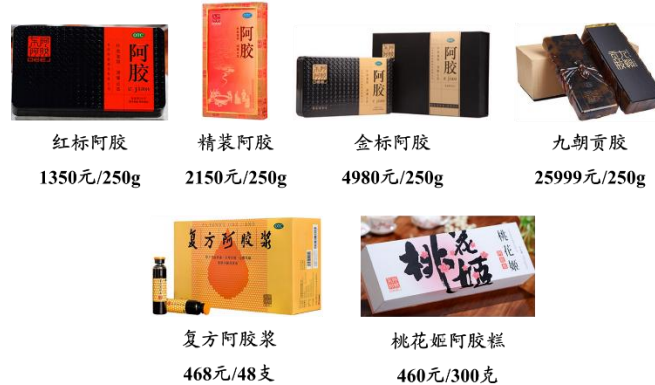
图 37、阿胶终端零售价格（元/kg） 图 38、2015 年阿胶市场份额



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 39、东阿阿胶旗下主要产品及最新价格



资料来源：公司官网，兴业证券研究所

● 贵州茅台，国酒形象塑造白酒之王

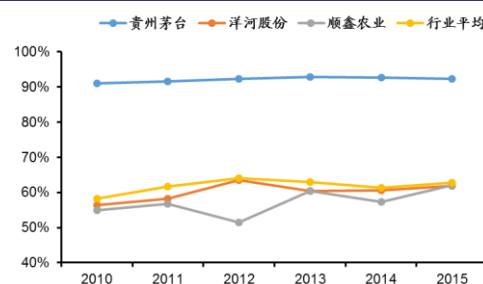
在 2016 年中高端白酒提价大潮中，高端白酒有更大的提价空间，茅台飞天在 2016 年提价近 40%，高端白酒消费人群对价格提升敏感程度更低，茅台更大的定价空间、更强的定价能力为贵州茅台带来更强的盈利能力。2015 年，贵州茅台、洋河股份、顺鑫农业白酒按销量计算，市场份额分别为 0.22%、1.64%、2.28%，但从销售额计算，市场份额分别为 5.87%、2.82%、0.84%。从盈利能力分析，贵州茅台毛利率水平长期维持在 92% 左右，远远高于白酒行业平均水平，洋河股份、顺鑫农业毛利率水平在 60% 左右，与行业平均水平相近。从 ROE 分析，中高端白酒品牌也具有高于行业平均的净资产收益率，尤其是在行情低迷背景下，贵州茅台相比于洋河股份有更强的抵御市场风险能力。总体上贵州茅台具有高出行业平均的盈利能力，在消费升级的行业大趋势下优先受益从而获得超额收益。

表 8、2015 年 3 家企业白酒销量、销售额及市场份额

	销量 (万吨)	销量份额	销售收入 (亿元)	销售收入份额
贵州茅台	2.75	0.22%	326.54	5.87%
洋河股份	20.91	1.64%	156.49	2.82%
顺鑫农业	29.13	2.28%	46.48	0.84%

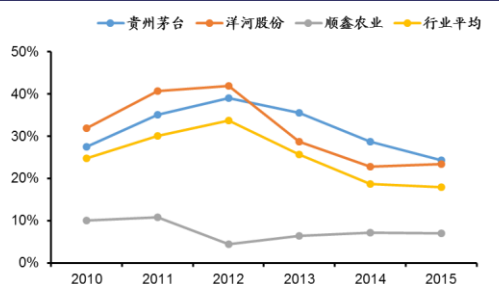
数据来源：公司公告、中国产业信息网，兴业证券研究所

图 40、2010-2015 三家企业毛利率水平



数据来源：wind，兴业证券研究所

图 41、2010-2015 三家企业 ROE 水平



数据来源：wind，兴业证券研究所

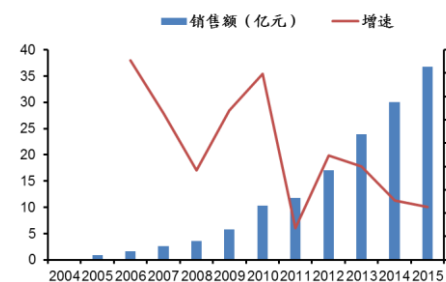
4.2、渠道是产品成功市场化的核心

如果说品牌是决定产品成功的先天性因素，渠道则是决定产品能否成功的后天关键核心。营销渠道成本在商品和服务零售价格中的占比可达 17%-42%，在医药行业这一比例一般更高，合理的销售渠道选择对产品的推广、企业形象的提升影响巨大，我们也常常听到“渠道为王”的这种论调。

以云南白药牙膏为例，自 2005 年云南白药切入日化产品牙膏以来，作为一名跨界新兵，却缔造了 5 年成长为十亿级品种，进入牙膏行业前 3 甲（高露洁、云南白药、佳洁士）的传奇，其中公司在销售渠道上的选择是导致云南白药牙膏成功的关键因素。**药店+商超，跨界新兵缔造销售传奇**，早在 2003 年公司即发现云南白药在治疗牙龈出血上的优势，决定进军牙膏界。公司采取了“**药店+商超**”的**双渠道并行策略**进行产品拓展。云南白药进军牙膏市场前，中国日化行业本土品牌由于议价能力低、大型商超拓展费用高，习惯于走传统的批发流通渠道，目的是以最低的成本快速分销到全国各地，基本没有直接涉及终端的渠道建设。**进军日化界的云南白药，虽然在日化领域无任何基础，但作为药企深知“终端为王”的道理。**通过小规模试点，公司抓住了当时正处于上升期的大型卖场这一本土日化品牌较少涉及的新领域，组建了专门针对终端拓展的日化销售团队，目标锁定大卖场。随后的几年之内，随着中国大卖场的加速发展，以及大卖场在牙膏品类渠道销售额占比的提升，云南白药牙膏率先享受到了大型商超行业成长带来的红利，实现对许多老牌产品的“弯道超车”，2009 年云南白药牙膏已经挤进中国牙膏市场份额前 3 甲，上市 10 年来的销售额年均复合增速约 46%。

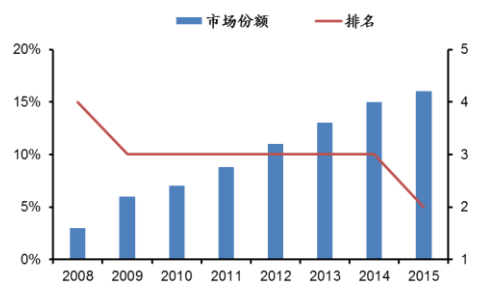
云南白药牙膏的巨大成功主要在商超实现，但药店渠道却为产品早期市场打开起到了决定性作用。在商超渠道早期建设同时，公司从有深厚基础的药店入手，让消费者可以第一时间买到产品，待整个商超日化渠道建设成熟后，再将渠道全面理顺，实现了对不同业态终端的高度覆盖。

图 42、云南白药牙膏销售额及增速



数据来源：公司公告及合理估计，兴业证券研究所

图 43、云南白药牙膏市场份额及排名



数据来源：Euromonitor，兴业证券研究所

4.3、定位决定产品市场空间

通过市场细分定位，对消费需求和产品属性的精确匹配，是产品获得成功的先决

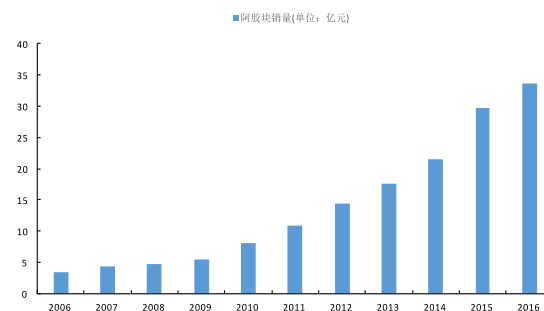
因素。定位的市场规模，也即产品未来的天花板，以及定位的市场竞争状况，决定着产品未来的市场份额。以“补血圣药”阿胶为例，东阿阿胶通过品牌再定位树立策略，将阿胶引入滋补养生市场，与人参、虫草、鹿茸等贵细补品同台竞争。

● 从“补血圣药”到“滋补上品”，产品再定位打开东阿阿胶成长空间

历史上，阿胶与人参和鹿茸并称“中药三宝”，是主流人群的高端滋补品，江浙一直有冬令进补阿胶的习俗。然而在 2006 年以前，阿胶行业在滋补养生市场日益被边缘化：从产品价格上看，每斤阿胶的价格仅为数十元，对高端消费人群毫无吸引力；从产品定位上看，阿胶定位于治疗性的补血产品，主要用于女性补血，适用人群有限。受制于阿胶的产品定位，其行业增速逐步放缓，市场空间难以打开。2006 年，以秦玉峰为首的核心管理团队启动产品再定位战略，树立东阿阿胶“滋补国宝”的定位，完成东阿阿胶由**第一补血品牌向第一滋补品牌的华丽转变**。

东阿阿胶通过**文化营销**和**价值回归**的方式，将阿胶由单纯的补血产品转变为滋补产品，推动了公司和行业的飞速发展。一方面，东阿阿胶结合《神农本草经》将阿胶定位为“滋补上品”，向消费者传递滋补养生的理念，从而开创相关的养生消费人群。另一方面，东阿阿胶采取大幅提价的战略，推出“九朝贡胶”等高端产品，促进产品价值的回归，塑造消费者心目中高端补品的形象。东阿阿胶作为行业的领导者，通过产品再定位打开的阿胶行业成长的空间：尽管十年来东阿阿胶在阿胶市场的占有率有所下降，但行业整体销量接近翻倍，单价更是提高十余倍，公司的阿胶块销售额由 2006 年的不到 4 亿元提升到 2016 年超 30 亿元。东阿阿胶凭借“滋补上品”的定位回到主流医药消费品市场，实现了产业共赢。

图 44、2006 年以来东阿阿胶阿胶块销量快速增长



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

● 定位轻奢主义，网红“喜茶”实现逆袭

消费升级红利使得喜茶这类“网红”产品受益良多。奶茶行业的品牌历史，就是围绕着消费升级进行的，从最早几元一杯的茶风暴，到十元左右的快乐柠檬、Coco 奶茶，再到 10 几元一杯的一点点，再到现在 20 几元的喜茶，反映的就是大众购买力提升背景下的消费升级。网红奶茶成为了一种具有“逼格”的消费品，顾客花二三十元的目的不仅是品尝味道清爽的茶饮本身，更是为了获取体验网红产品之后的新鲜感与社交网络上的认同感。

表 9、常见连锁奶茶店价格及人均消费对比

序号	奶茶品种	价格区间（元）	人均消费（元）
1	快乐柠檬	8-15	13
2	一点点	8-18	13
3	CoCo 都可茶饮	7-14	12
4	鼎茶	6-16	11
5	喜茶	17-28	25

数据来源：兴业证券研究所

“现象级”的喜茶走红是多方面原因共同造成的结果，其中定位轻奢主义是一个重要的因素。喜茶的平均价格在 20-30 元之间，显著高于市面上的其他奶茶产品，同时低于星巴克等主流咖啡店，体现了其中蕴含的轻奢思想，在产品本身价格的基础上增加了一部分的品牌溢价，使得消费者能够获得物质和精神上的双重享受，满足了当代年轻人群体的需求。

图 45、喜茶微信指数超越星巴克



资料来源：微信指数，兴业证券研究所

4.4、合理企业体制、优秀管理层是企业主观能动性源泉

正所谓“大海航行靠舵手”，无论是品牌建设、渠道设计、定位确定、策略执行，都离不开管理层的实操，管理层的眼界和水平决定着企业的发展方向和空间。历史经验告诉我们，优秀的企业、优秀的产品，背后一定存在优秀的建设团队和高水平的管理层。同时，作为充分参与市场竞争的主体，适合的体制直接关系到企业的生存和命运。仍以云南白药为例，透过公司的发展进程来分析公司管理在其辉煌历史中的重要作用。

云南白药由著名中医曲焕章发明于上世纪初，后来成立制药厂对该产品进行传承，1971 年云南白药集团股份有限公司的前身云南白药厂成立，1993 年改制并在深圳交易所上市。1999 年是云南白药历史上重要一年，龙江成为董事长、王明辉成为集团总经理，提出以市场为中心，以销售为突破口，全面实施市场发展战略。云南白药逐渐从以生产为中心、单纯药品制造传统国企，逐转变为以市场为中心、具备完整产业链的完全市场竞争主体。

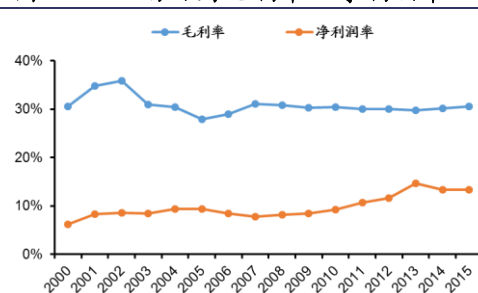
表 10、云南白药发展历程

时间	事件
1902	曲焕章根据流传于民间的草药，创出“曲焕章百宝丹”也即“云南白药”
1955	曲焕章夫人将“百宝丹”秘方献给了云南省政府
1956	“昆明制药厂”正式生产“百宝丹”，并更名为“云南白药”；“云南白药”配方及工艺被列入“国家绝密”
1971	“云南白药集团股份有限公司”前身“云南白药厂”在昆明制药厂第五车间的基础上成立
1993	“云南白药厂”改制为“云南白药实业股份有限公司”，并在深圳交易所上市
1997	对生产“云南白药”的另外一家企业——丽江制药厂投资并控股 51%，更名为“云南白药集团丽江药业有限责任公司”，至此，公司将生产云南白药的另外三家企业全部收归旗下
1999	王明辉正式出任公司总经理；设立“电子商务公司”，将其作为公司专门的销售平台；通过配股获得“云南省医药公司”100%的股权，并以此作为平台涉足医药商业业务
2002	红塔集团的持股比例上升至 26.07%；王明辉出任公司总裁；对“云南省医药公司”实施改制，剥离公司相关资产成立“云南省医药有限公司”，“云南省医药公司”剩余资产在 2007 年清理完毕，并注销
2003	成立“健康产品事业部”
2004	中央产品经过 1998 年、2000 年、2004 年不断提高出厂价，1997 年制定的最高零售价执行到位；王明辉出任董事长
2005	独立组建“透皮事业部”；提出“稳中央，突两翼”战略
2006	“电子商务公司”专职销售“健康产品”；完成股权分置改革；工业收入过 10 亿
2007	组建“药品事业部”，成立“原生药材事业部”
2011	提出“新白药，大健康”战略，以产业为基础，加强在大健康领域拓展
2016	公告混改方案，新华都集团增资 254 亿元入股控股股东白药控股。引入后新华都与云南省国资委将各持有白药控股 50% 股权

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

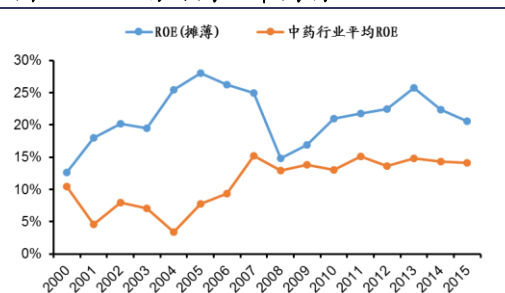
高水平管理是公司盈利能力保障。自 2000 年以来，公司毛利率基本保持稳定，净利润率保持稳步提升。从 ROE 来看，一直优于中药行业平均水平。费用率控制良好并稳定下降，尤其是管理费用率一直保持下降趋势；员工人均效益良好，2001 年以来，员工年人均创收保持 6.56% 的年化增长，而人均净利润增速则保持 10.20% 的增速。公司高水平的管理是长期以来盈利能力的重要保障。

图 46、云南白药毛利率、净利润率



数据来源：wind，兴业证券研究所

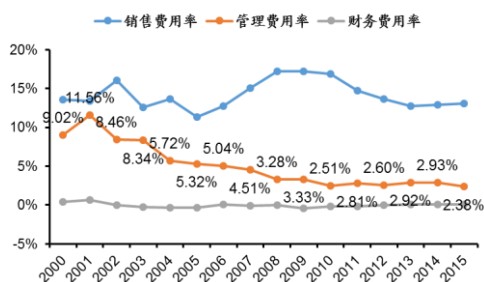
图 47、云南白药及中药行业 ROE



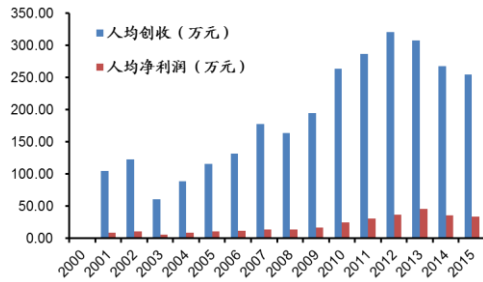
数据来源：wind，兴业证券研究所

图 48、云南白药费用率

图 49、云南白药人均效益



数据来源: wind, 兴业证券研究所



数据来源: wind, 兴业证券研究所

国企改革，注入远航新动力。2016年12月底，公司公告其控股股东白药控股的混合所有制改革方案，交易完成后，白药控股的股权结构由云南省国资委持有100%股权变更为云南省国资委和新华都各持50%股权，白药控股仍持有云南白药41.52%的股权。未来白药控股的董事、监事及高级管理人员均以市场化原则进行选聘。此次白药控股引入长期战略合作伙伴，在体制机制和治理结构方面有望更加灵活和市场化，为公司机制的理顺和活力的激发带来积极影响。借助新华都较强的资金实力和投资管理优势，实现产业规模扩张，未来公司的经营活力及资源整合能力有望进一步提高。

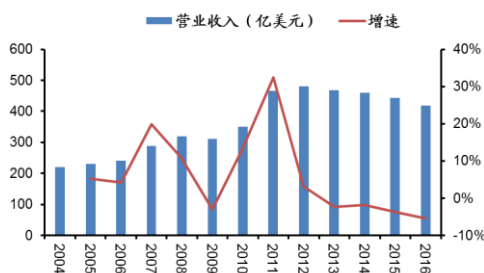
除云南白药进行的混改之外，还有多家医药消费品企业，如东阿阿胶、片仔癀、同仁堂、千金药业、健民集团、江中药业、华润三九等都具有国企改革预期。长期来看，管理水平的提升、机制改善都是促进公司发展的积极因素。

5、消费品龙头享有估值溢价

5.1、美国消费品龙头企业-可口可乐 (K0.N)

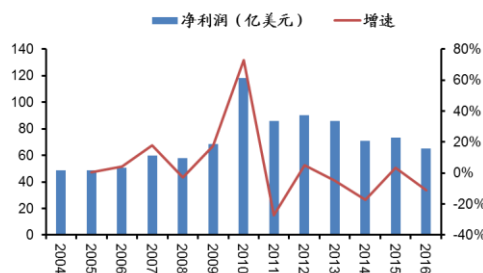
可口可乐是美国乃至世界汽水行业龙头，拥有超过500种不同的品牌，作为生活中最常见的消费品企业，其影响范围非常之广甚至已经成为一种文化符号。自19世纪末诞生以来可口可乐取得了巨大成功。虽然近年来随着饮食消费习惯的变化，其主营业务受到一定的冲击，但仍然维持着其在汽水领域的龙头地位。2016年可口可乐营业收入418.63亿美元，实现净利润65.27亿美元。伴随可口可乐在世界范围内持续发展，近30年来公司股价也经历了长期稳定的增长，上涨幅度超过77倍，大幅跑赢同期SP500指数。

图 50、可口可乐营收及增速



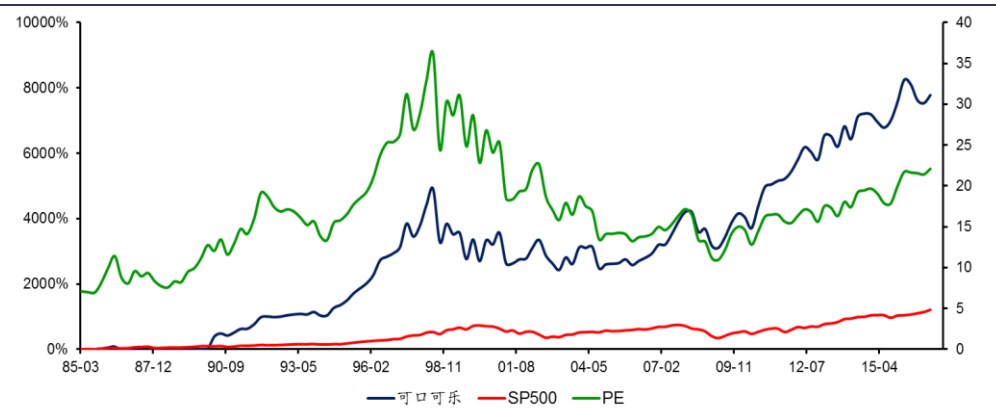
数据来源: wind, 兴业证券研究所

图 51、可口可乐净利润及增速



数据来源: wind, 兴业证券研究所

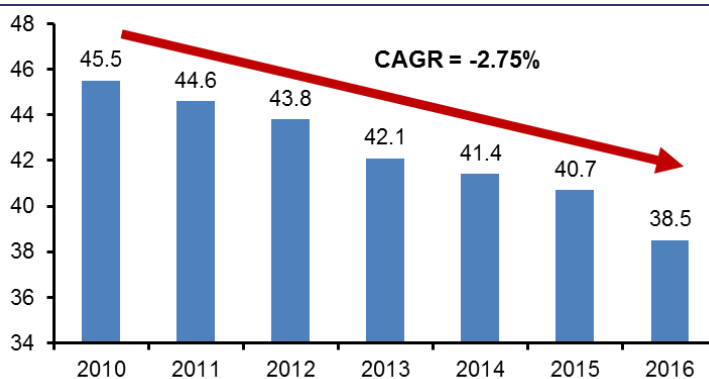
图 52、可口可乐股价相对 SP500 走势及 PE 变化趋势



数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

美国汽水行业规模缓慢萎缩，可口可乐仍为龙头老大。根据 IBIS World 研究报告，美国汽水行业年销售规模已经突破 280 亿美元，但是随着人群消费与饮食习惯的改变，汽水行业市场规模正在经历逐年下滑。以美国为例，根据 Statista 统计数据，美国人均汽水消费量已从 2010 年的 45.5 加仑下降至 2016 年的 38.5 加仑，2010-2016 年期间年均复合增速为 -2.75%，但可口可乐作为美国汽水市场的龙头老大，其市场占有率长期以来一直维持稳定，2004-2015 年期间可口可乐在美国汽水市场占有率保持在 42%-43% 左右。

图 53、2010-2016 美国人均汽水消费量（加仑）

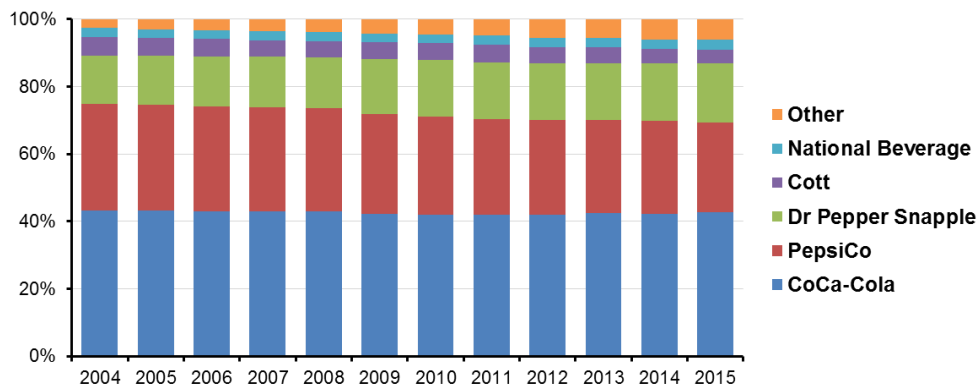


资料来源：Statista，Beverage Marketing，兴业证券研究所

体量相近 TOP3，可口可乐 PE 相对走强。根据 Statista 统计的 2004-2015 年期间美国汽水市场规模 TOP5，分别是可口可乐、百事、Dr Pepper Snapple、National Beverage，2015 年市场占有率分别约为 42.67%、26.70%、17.54%、3.93%、3.14%。以体量更为接近的 TOP3 公司为例，我们分析了近年来其市盈率 PE (TTM) 的走势，虽然与美国饮料行业 PE 中位数 (约 28) 相比，TOP3 公司的 PE 甚至不及平均水平，这主要是由于行业 TOP 公司的市值规模往往已经很大，资金消耗过多导致难以支撑高估值，市占率高导致难以获得成长溢价。但在规模相近的 TOP3 公司中，三家公司 PE 随市场波动同时，大多数时候基本符合可口可乐 > 百事 > Dr Pepper Snapple 的规律，我们认为，这也是由于龙头企业享有更高的市场占有率

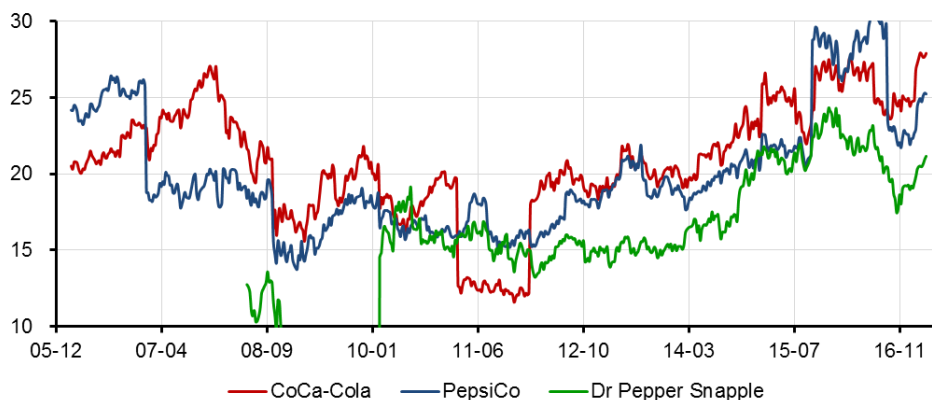
和产品影响力，受益于“马太效应”从而获得更佳的成长机会，因此作为龙头企业，可口可乐也享受相对另两家公司的估值溢价。

图 54、2004-2015 年美国汽水市场份额 TOP5



资料来源：Statista，兴业证券研究所

图 55、2006 年以来美国汽水 TOP3 企业市盈率走势



资料来源：Wind，兴业证券研究所

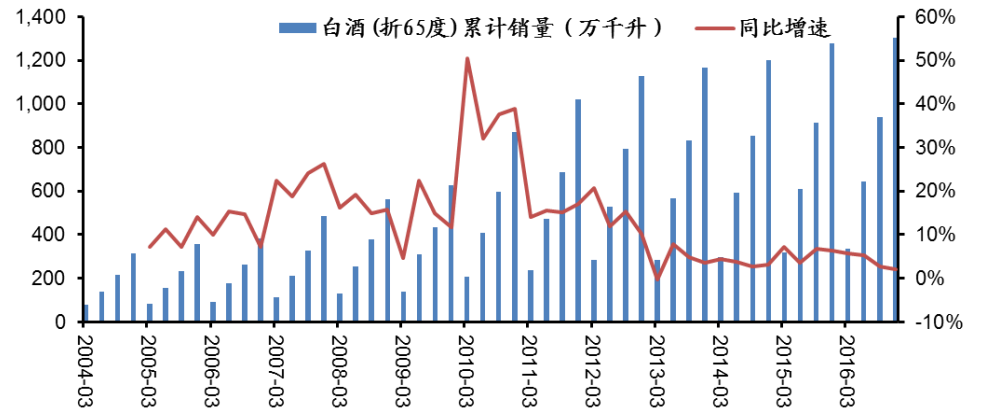
5.2、中国消费品龙头企业-贵州茅台（600519.SH）

消费升级促进结构调整，中高端白酒开始复苏。白酒是中国传统消费品重要组成，由于近年来政策对三公消费的限制，白酒消费量受到严重冲击，自 2013 年销量增速跌破 0 之后，增长长期处于低位，从消费量来看，白酒行业已经处于行业增长 L 型阶段底部。但随着近年来居民消费水平的提升带来的消费升级，以及中高端白酒在 2013-2014 年期间的集中降价，短期来看，**中高端白酒在原有市场对低端产品展示出了一定的替代趋势**，出现了市场份额的扩张，中低端企业与产品受到挤压，出现了市场结构调整。因此中高端白酒消费在触底之后近期又开始逐步复苏，随着中高端产品份额的扩大和后来 2016 年开始的逐步提价，因为这个原因，在国内白酒销量总体处于 L 型底部情况下，规模以上白酒企业整体销售收入及利润总额增速却逐渐开始回暖。

从中长期来看，随着我国居民人均可支配收入的持续增长，消费升级带来的白酒

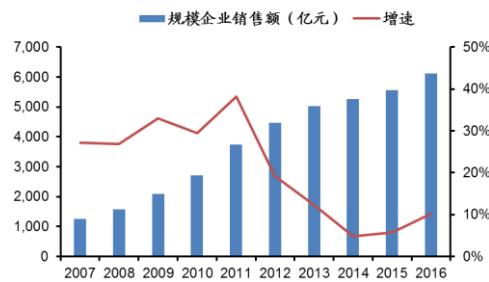
消费结构变化是必然趋势，因此未来行业集中度的提升、中高端白酒企业的市占率提升是大概率事件。从 2011-2016Q3 期间国内白酒市场份额 TOP5 企业市占率来看，基本都是中高端白酒企业，2014 年以来市场份额已经逐步提升，从短期、中长期来看，龙头高端白酒企业都将受益。

图 56、2004-2016 年白酒销量及增速变化趋势



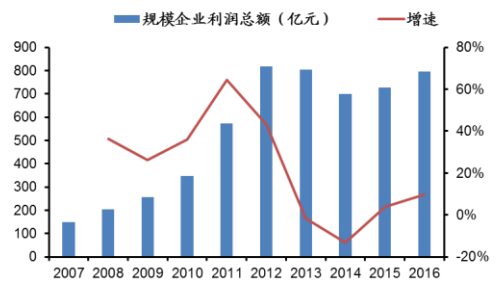
资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 57、2007-2016 规模白酒企业销售收入（亿元）及增速



资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 58、2007-2016 规模白酒企业利润总额（亿元）及增速



资料来源：Wind，兴业证券研究所

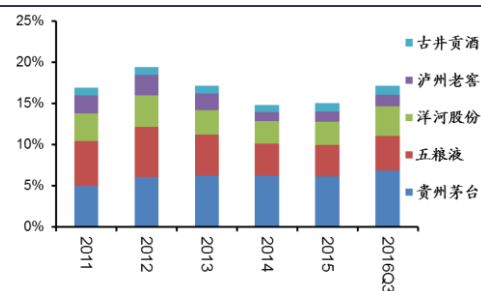
中高端 TOP3，茅台 PE 相对走强。在体量较为接近的 TOP3 企业中，茅台是市场份额龙头企业，更是长期以来中国高端白酒的代表。作为高端白酒的绝对龙头及市场占有率的龙头企业，茅台在产品影响力、市场定价权上享有更明显的优势，相比于五粮液、洋河股份更高的销售毛利率也为其提供了更大的抗风险能力和业绩弹性。从三家企业在 2013 年开始的白酒市场寒冬中销售收入和利润增长中可以看出，贵州茅台对于市场风险更好的抵御能力。从 2016 年逐渐开始的高端白酒提价行情中，贵州茅台也享有更多的自由空间从而实现更快的复苏增长。

与国外饮料行业 TOP3 企业情况类似，相比于五粮液和洋河股份，贵州茅台近年来的 PE 估值也享有一定程度的溢价，自 2013 年以来，经历行业冲击过程，贵州茅台 PE 平均比后两者高出 1-2 倍，尤其是在 2016 年提价等因素带来的行业复苏，贵州茅台比后两者的 PE 高出 5-7 倍，体现了行业龙头享有的估值溢价效应。

图 59、2011-2016Q3 国内白酒市场 TOP5

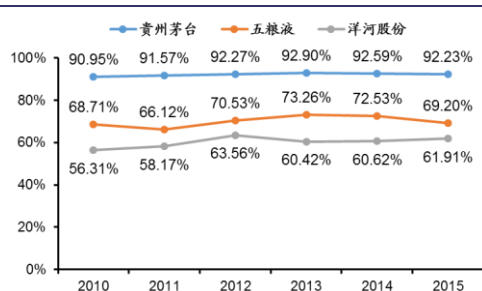
图 60、2010-2015 白酒 TOP3 企业毛利

市占率走势



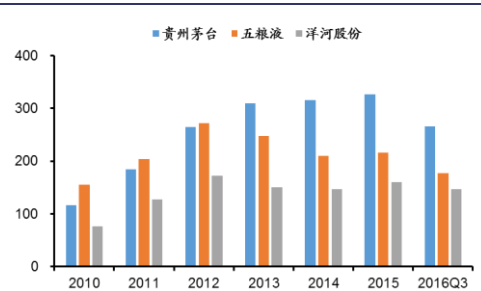
数据来源: Wind, 兴业证券研究所

率走势



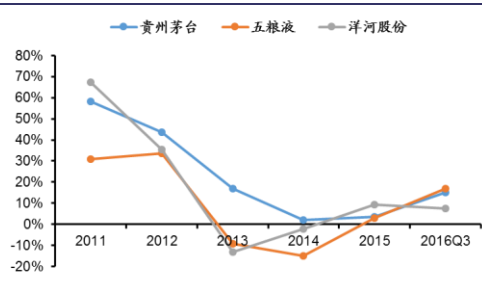
数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 61、2010-2016Q3 三家白酒企业营收 (亿元)



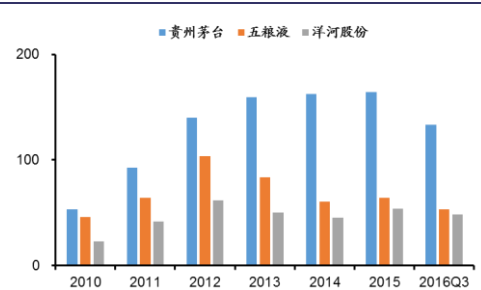
数据来源: wind, 兴业证券研究所

图 62、2011-2016Q3 三家白酒企业营收增速



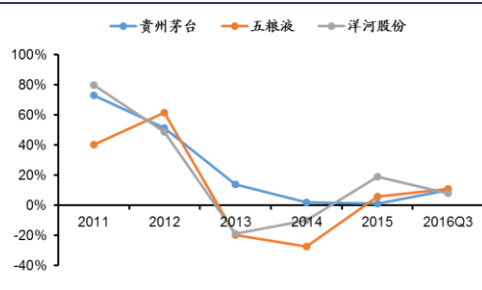
数据来源: wind, 兴业证券研究所

图 63、2010-2016Q3 三家白酒企业净利润 (亿元)



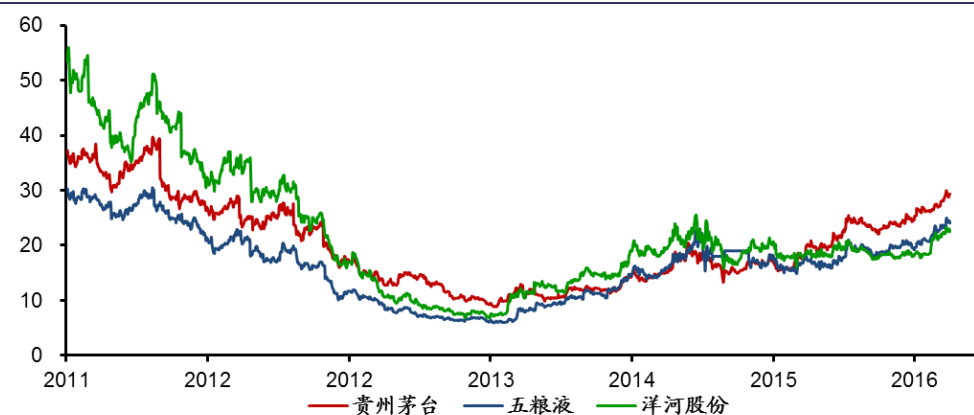
数据来源: wind, 兴业证券研究所

图 64、2011-2016Q3 三家白酒企业净利润增速



数据来源: wind, 兴业证券研究所

图 65、2011 年以来白酒市场 TOP3 公司市盈率走势



资料来源: wind, 兴业证券研究所

5.3、国内医药消费品龙头估值有提升空间

国内以东阿阿胶、云南白药、片仔癀为代表的医药消费品龙头企业，在美国等发达市场并无完全类似的标的企业，我们选取了日本“汉方药”龙头津村制药、美国膳食添加剂龙头公司 GNC 等企业作为参照。

津村制药是日本中药“汉方药”绝对龙头，但发展天花板效应明显。根据 IMS 统计数据，2015 年日本汉方药市场规模约 1460 亿日元，津村制药市场份额高达 84.3%。但是从日本整个汉方药市场规模来看，2004-2015 年期间年均复合增速为 4.26%，整个市场已经进入了平稳发展期，在行业增速缓慢、市占率高的情况下，津村制药未来的发展天花板效应明显。

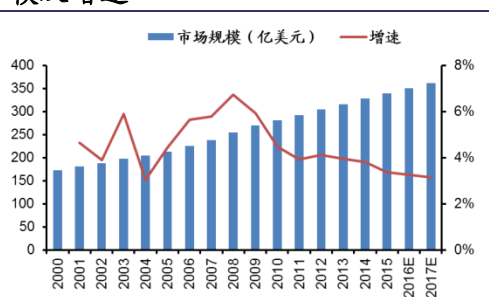
美国膳食补充剂市场增速放缓，市场竞争激烈。根据 Statista 发布的统计数据，美国维生素及膳食补充剂市场 2015 年市场规模高达 339 亿美元，但近年来行业增速明显放缓，2010-2015 年期间 CARG 约为 3.82%。美国膳食补充剂的市场渗透率较高，处于较发达水平，并且行业壁垒较低，市场竞争十分激烈，GNC、Nu Skin、Herbalife 等企业营收或净利润近年都出现下滑或波动。

图 66、汉方药市场规模及增速



数据来源：IMS，兴业证券研究所

图 67、美国维生素及膳食补充剂市场规模及增速



数据来源：Statista，兴业证券研究所

相比之下，中国医药消费品企业多方受益，未来持续增长潜力巨大。与津村制药、GNC 等企业相比，以东阿阿胶、云南白药、片仔癀为代表的中国医药消费品龙头企业发展趋势完全不同。一方面，在国内消费升级大趋势之下，细分、高端医药消费品成为消费升级逻辑外溢医药板块最直接受益标的，未来增长空间仍然十分巨大；另一方面，不同于低行业壁垒的膳食补充剂行业，东阿阿胶、云南白药、片仔癀等龙头企业都具有国宝级品牌影响力或保密配方，行业壁垒高，从根源上避免同质化竞争，是企业长期盈利能力的重要保障，我们看好东阿阿胶、云南白药、片仔癀为代表的中国医药消费品龙头企业未来估值的成长空间。

表 11、中外几家公司投资指标对比*

企业	销售收入 (亿元)	净利润 (亿元)	销售净利率 (%)	市值 (亿元)	PS	PE	PEG	CARG
GNC	181.66	15.07	8.30%	38.80	0.22	-1.80	-0.22	8.04%
NUS	154.67	9.16	5.92%	200.34	1.32	20.35	1.72	11.85%
HLF	307.62	23.34	7.59%	384.16	1.24	21.47	3.53	6.08%

津村制药	71.40	7.96	11.15%	155.18	2.18	19.59	3.82	5.12%
东阿阿胶	54.50	16.38	30.06%	438.06	6.93	23.65	1.39	17.05%
云南白药	207.38	27.56	13.29%	931.95	4.17	31.18	2.40	12.98%
片仔癀	18.86	4.63	24.55%	342.20	12.67	55.56	1.77	31.43%

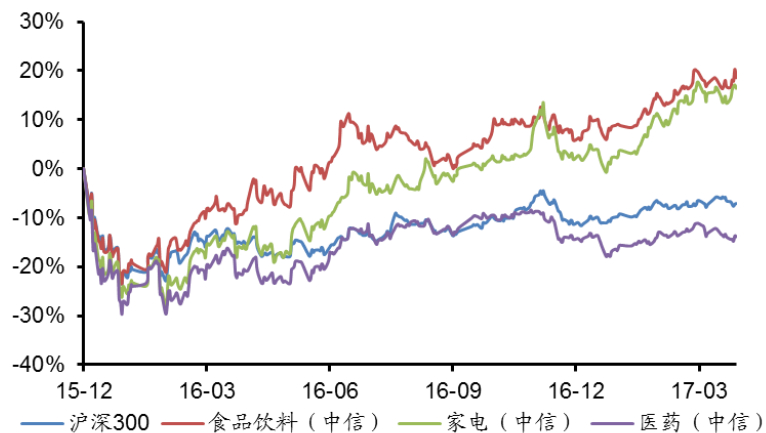
数据来源: wind, 兴业证券研究所

*GNC、NUS (Nu Skin)、HLF (Herbalife)、Tsumura (津村制药) 销售收入、净利润、市值均以最新汇率换算成人民币, 由于部分公司 2016 年年报未出, 所以表中销售收入、净利润、净利润率均为 2015 年年报数据, 公司市值以 2017.4.21 收盘数据为准, GNC、NUSKIN、HLF、Tsumura 公司 CAGR 参考往年业绩进行预测, PS、PE、PEG 均为 Wind 一致预测 TTM 值。

6、相较于其他消费板块, 医药板块当前投资性价比高

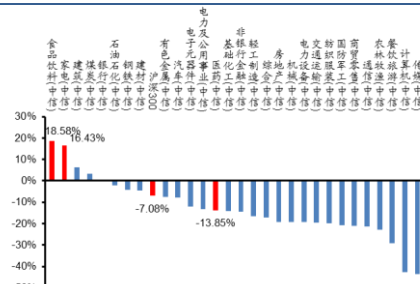
2016 年至今, 食品饮料板块领涨各子行业, 涨幅为 18.58%, 家电板块紧随其后, 16 年至今涨幅为 16.43%, 医药板块 16 年至今涨幅为-13.85%, 在大消费板块普遍已经有较好表现的背景下, 医药板块成为了为数不多估值合理 (估值溢价率处于近 7 年来的低位)、基金持仓不高 (基金重仓持股比例处于近 3 年低位)、前期滞涨 (2017 年初至今涨幅 0.46%) 的消费类板块。我们甚至发现, 在剔除医药基金后, 医药的持仓比例/市值占比已经明显低于其他消费板块。

图 68、2016 年至今三大消费子板块涨跌幅



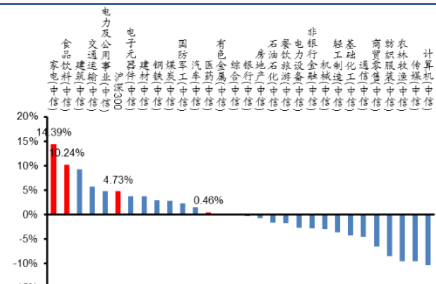
数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 69、2016 年至今板块涨跌幅排名



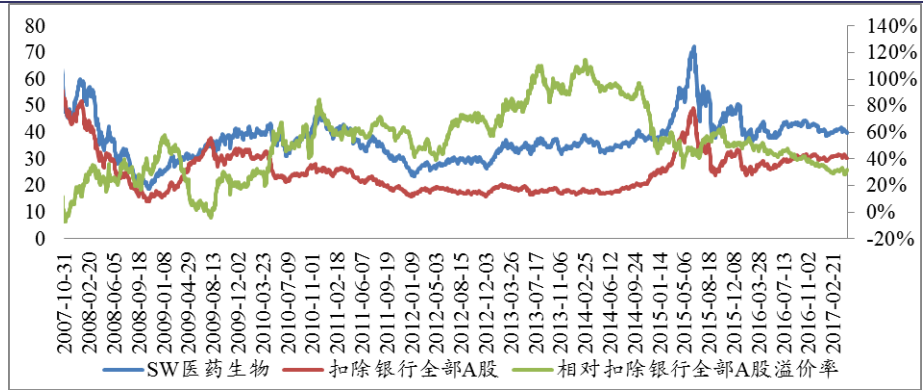
数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 70、2017 年至今板块涨跌幅排名



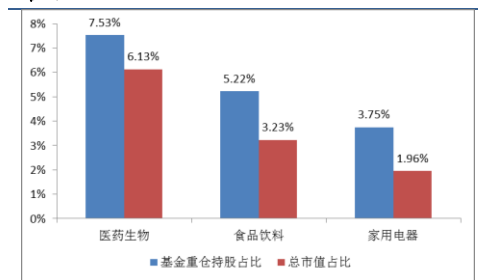
数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 71、2007 年至今医药板块与扣除银行后的所有 A 股溢价率变化



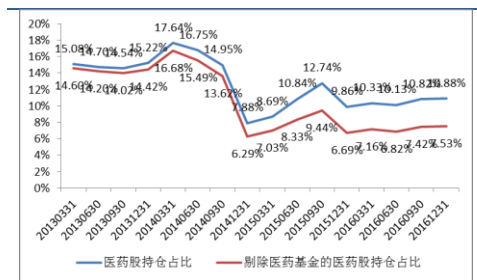
数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 72、2016 年末基金持仓比例与市值占比



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图 73、2016 年末医药股持仓比例



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

从医药消费品企业的净利润增速和估值水平来看, 大多数 PEG 在 1.2 倍以下, 东阿阿胶、华润三九、江中药业、云南白药的 2017 年 PE 都在 30 倍以下, 整体估值并不高, 主要依靠业绩稳健增长带来了市值的大幅增长。

表 12、医药消费品公司估值水平 (股价为 2017/4/21 收盘价)

公司	股票代码	现价	PE			PEG		
			17E	18E	19E	17E	18E	19E
东阿阿胶	000423.SZ	66.98	20.29	17.14	14.38	1.21	0.93	0.76
片仔癀	600436.SH	56.72	49.10	38.15	29.30	1.48	1.41	0.94
同仁堂	600085.SH	32.54	41.83	36.49	31.45	3.19	2.52	2.15
千金药业	600479.SH	15.78	30.96	25.55	20.55	11.98	1.21	0.85
健民集团	600976.SH	29.64	44.58	31.36	22.07	0.76	0.75	0.53
江中药业	600750.SH	37.52	24.92	21.81	20.93	1.32	1.53	5.01
华润三九	000999.SZ	27.69	16.41	14.45	13.05	0.80	1.04	0.99
云南白药	000538.SZ	89.49	27.50	23.09	18.98	1.71	1.21	0.88

数据来源: wind, 兴业证券研究所

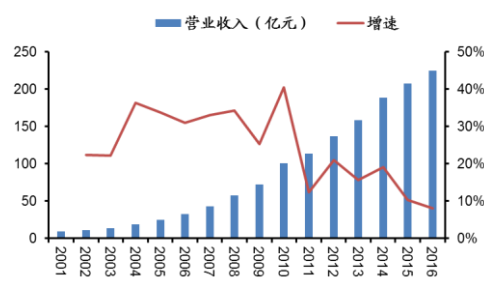
7、推荐标的

7.1、云南白药

2016 年底, 历时近半年之久的白药集团混改事项尘埃落定, 白药异军突起成为国改先锋, 也为其他医药国企的改革和模式创新带来了积极的示范作用。通过此次

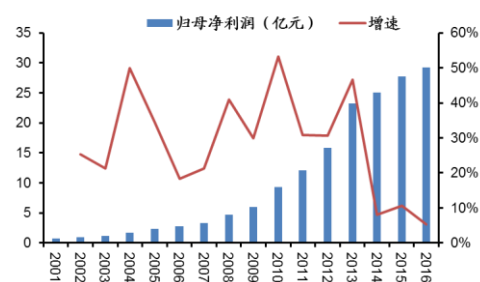
混改，未来集团和公司的高管有望实现级别的去行政化、薪酬和激励的市场化，决策效率和经营效率都有望明显提升，再加上巨额增量资金的引入，无论从内生还是外延来看，公司未来都存在经营趋势向上的良好局面，因此市场对于白药未来业绩的进一步释放、打开新的发展格局寄予厚望。然而暂且不讨论可能的外延式并购，从白药已经创造的10年业绩翻10倍、常年20%以上的ROE和较高的经营效率来看，似乎内部挖潜难以找到合适的突破口——而这恰恰是市场上一个较大的误解，白药的潜力还远不止如此。

图 74、云南白药历年营业收入及增速



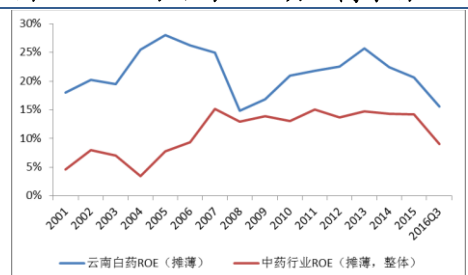
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 75、云南白药历年净利润及增速



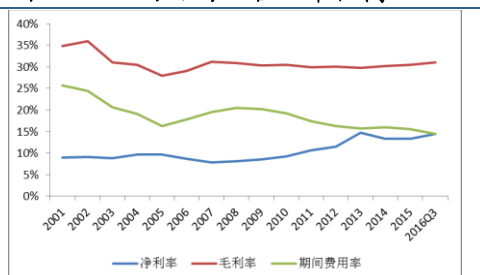
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 76、云南白药 ROE 明显高于行业



数据来源：Wind，兴业证券研究所

图 77、云南白药经营效率较高



数据来源：Wind，兴业证券研究所

从历史来看，从药品领域的白药散剂、白药胶囊、白药气雾剂、白药透皮剂到气血康口服液，再到健康日化领域的白药牙膏，云南白药通过不断拓展衍生品的细分市场，为公司不断地注入新的增长动力，同时几乎每一个新推出的产品都很快地实现销售过亿乃至成为重磅品种。因此，我们认为云南白药在优秀的管理层+卓越的营销能力之下，“衍生品拓展”逻辑对于公司未来的发展依然适用。然而我们也不得不关注到，在公司现有的四大业务板块中，利润占比较大的白药系列（中央+透皮）和牙膏系列在较高基数上都已经出现增速放缓的趋势，相应的新产品如气血康口服液、养元青洗发水、日子卫生巾、牙膏新品等等都还体量较小，即便快速增长也无法在短期内支撑业绩的快速释放；商业在两票制的推动下在云南省的市占率可能会稳步提升，但也只能贡献收入端的稳定增长。

因此，从当下发展状况来看，我们相对看好近年快速增长的中药资源事业部。该事业部13年成立，主营中药材贸易和保健食品的销售。其中，中药材贸易业务与行业标杆康美药业相比具有更大发展潜力，一方面在中药材价格上涨过程中可以卖出实现盈利，另一方面在中药材价格下跌过程中可以大部分自用，从而缓解自

身成本压力；保健食品业务近年在豹七三七、千草美姿、高原维能、螺旋藻精片等系列的带动下以高品质高定价的形象实现快速成长。2015 年中药资源事业部已经实现收入 6.5 亿元，同比增长 45%，我们预计该项业务在未来两三年仍将保持 30% 左右的快速放量，逐步成为驱动公司业绩增长的一大引擎。

从 1998 到 2009 年的十年间，白药的中央产品曾经五次提价，从而确保业绩的快速增长，而在取消最高零售价限制、消费升级和物价上涨的今天，云南白药也有理由享有合理的品牌溢价，从而不断提升产品附加值，最终在销售高基数之上实现最简单的业绩释放。

表 13、最近一次 09 年云南白药中央产品提价梳理

药品名称	规格	出厂价提价幅度	最高零售价（出厂价调至 83 扣）
云南白药酊	30ml	24%	8.9
	50ml	19%	14.3
	60ml	3%	16.9
	90ml	1%	24.6
云南白药胶囊	0.25g*32 粒	6%	40.4
	0.25g*16 粒	6%	20.7
云南白药气雾剂	85g+30g	1%	34.5
	85g+60g	6%	34.5
云南白药散剂	4g	5%	12.1
宫血宁胶囊	0.13g*18 粒	6%	20.9

数据来源：公司公告、发改委，兴业证券研究所

盈利预测：我们认为公司通过在大健康领域不断拓展细分市场，成功打造了以药品（中央、透皮及普药）、健康日化产品、中药资源产品、医药商业在内的四大业务板块，并在此基础上不断进行产品创新，为公司不断注入新的增长动力，成为过去十多年医药股中的长跑冠军。展望未来，我们认为公司在药品事业部平稳发展、牙膏系列产品和中药资源产品较快放量的情况下，仍有望保持持续稳健的增长，同时国企改革进展和外延扩张布局也值得持续关注。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 3.25、3.88、4.72 元，当前股价对应 PE 分别为 28、23、19 倍，维持“增持”评级。

7.2、东阿阿胶

东阿阿胶去年 Q4 的业绩超出市场预期，也成为市场关注的焦点。一方面，14 年一年的连续两次提价累计超过 80% 导致当年销量下滑估计 20%，15 年之后基本处于消化提价影响和销量恢复的过程，进入 16 年更是以消化渠道库存为主，因此到了 Q4 存在补库存的需求，另外，估计也与华润医药全年业绩考核、消费升级需求旺盛和加强终端药店的直供有关。

根据我们的推算，目前公司阿胶块的销量已经基本维持平稳，未来考虑到上游驴皮资源供应紧张的局面短期难以好转，因此短时间阿胶的产销量也难以大幅提升，但中长期来看，在近年随着公司对于毛驴全产业链的开发和布局，驴皮价值的提

升也使得农户养驴的积极性逐步提高，预计中长期公司阿胶的产销量有望稳步提升。此外，聚焦高端客户后对价格越发不敏感，在销量保持稳定的状况下，后续小幅的提价都将带来业绩持续稳定的确定性增长。

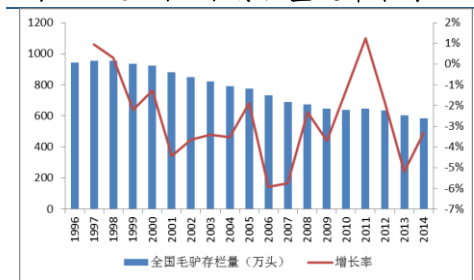
表 14、公司阿胶块销量预测

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
销售收入预测 (万元)	48010	55300	81450	109148	144313	175685	215462	297337	335991
增速		15.18%	47.29%	34.01%	32.22%	21.74%	22.64%	38.00%	13.00%
销量推算 (吨)	1481.79	1451.44	1508.80	1144.11	1375.72	1404.35	1107.01	1146.13	1154.35
增速		-2.05%	3.95%	-24.17%	20.24%	2.08%	-21.17%	3.53%	0.72%

数据来源：兴业证券研究所

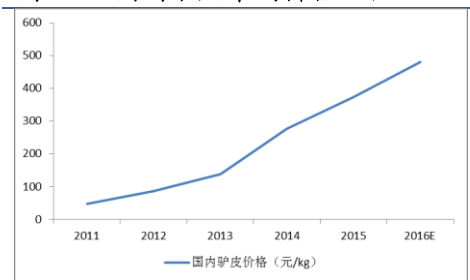
另外需要注意的是，16 年末公司存货大幅增加，主要是对驴皮原材料的战略性储备 (30 亿的存货，17 亿的原材料，估计大部分是驴皮)。目前阿胶行业鱼龙混杂，亟待规范，我们估计后续国家对于出台阿胶质量的行业标准有望提上日程，因此市场对于驴皮资源的抢夺将会更加激烈，那些难以承受驴皮价格上涨的中小企业也将会面临淘汰压力。

图 78、全国毛驴存栏量逐年下滑



数据来源：中国农村年鉴，兴业证券研究所

图 79、国内驴皮采购价格大幅上涨



数据来源：Frost & Sullivan，兴业证券研究所

根据公司的“十三五规划”，到 2020 年，东阿阿胶将争取实现销售收入达到 180 亿，包括毛驴产业链 60 亿元，阿胶块 60 亿元，阿胶浆 40 亿元，桃花姬 10 亿元，生物药 10 亿元，由此对应阿胶块、阿胶浆和桃花姬未来 4 年的复合增速分别为 16%、32%和 26%。由于利润率差不多，我们判断未来阿胶浆和桃花姬的快速成长将推动公司整体业绩大概率可以维持在 15-20%甚至更高的增速水平。

另一方面，公司国企改革进程也可能会加速，预计近期大股东华润医药和聊城市国资委正在积极推动混改方案，未来有希望在阿胶的控股股东层面进行混合所有制改革的探索，而集团层面的股权激励也有望提升日程。此外，华润医药港股上市后对业绩的追求最简单的方法就是对于利润体量较大的阿胶持续的增持，从这几个方面来看，公司对于未来业绩的释放还是具备比较强的动力。

盈利预测：我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 3.30 元、3.91 元、4.66 元，对应的 PE 分别为 20 倍、17 倍、14 倍。伴随阿胶行业的不断发展，公司作为阿胶行业龙头，相比竞争对手定价能力和渠道能力具有优势，未来阿胶块产品的价值回归能够确保利润的稳定增长，而通过对阿胶的分层开发实现衍生品放量，也

有望打造公司新的增长点。此外，大股东和管理层的增持为公司未来发展注入信心，作为 A 股高端中药消费品的稀缺品种，也有望持续吸引大消费板块资金的青睐。目前公司股价对 17 年估值只有 20 倍，我们维持公司的“增持”评级。

表 15、东阿阿胶阿胶块出厂价、最高零售价及渠道最大利润空间预测

	2010-1-6	2010-1-28	2010-5	2010-10	2011-1	2012-1	2013-1	2013-7	2014-1	2014-9	2015-11	2016-11
阿胶块出厂价 (元/kg)	432	516	542	596	954	1049	1112	1390	1654	2531	2911	3319
提价幅度 (%)	10%	19%	5%	10%	60%	10%	6%	25%	19%	53%	15%	14%
最高零售价 (元/kg)	806	806	806	806	1500	1650	1750	2187	2603	3983	4580	5221
渠道利润空间最大值 (%)	87%	56%	49%	35%	57%	57%	57%	57%	57%	57%	57%	57%

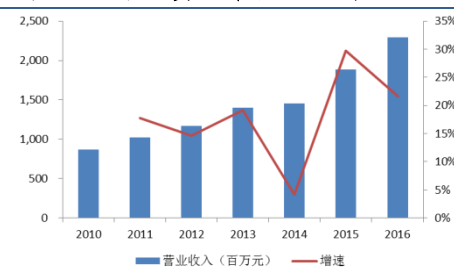
数据来源：公司公告，山东省物价局；注：1）、根据山东省物价局的相关文件资料自 2010 年 12 月 28 日开始，阿胶不再纳入政府定价管理范围，价格由企业自主定价，所以 2011 年 1 月初之前阿胶块的最高零售价为山东省物价局的指导定价，2011 年 1 月初以来阿胶块的最高零售价为公司的自行指导价格；2）、上表中我们以最高零售价来预测渠道的最大利润空间

7.3、片仔癀

作为同为国家绝密配方保护的稀缺品种，片仔癀也是高端医药消费品的代表之一。与东阿阿胶类似的是，公司核心的片仔癀产品也受制于原材料的稀缺（主要是天然麝香），产销量是发展的最大瓶颈，因此提价是两家公司实现利润增长的最主要驱动力。

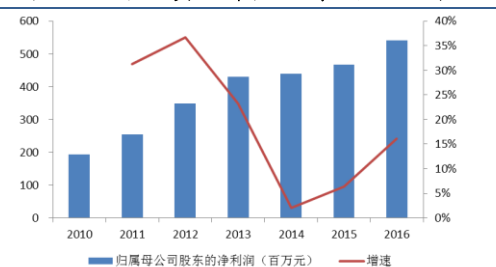
公司于去年 6 月底对片仔癀进行了提价，终端价从 460 元/粒上调到 500 元/粒，出厂价也做相应调整，自上次提价至今已有近 4 年时间。但去年公司业绩却低于市场预期，一方面是从去年四季度开始母公司进行了新一轮控货，为今年的提价做准备；另一方面估计与国资委监管要求实际业绩与年初预算不能相差太大有关，我们预计剔除该影响公司实际业绩增速应该接近 30%。我们判断公司未来几年有望进入每年提价的新一轮周期，在品牌和渠道建设日益成熟的情况下，未来片仔癀有望进入量价齐升的较快增长通道，业绩有望持续加速。

图 80、片仔癀近年收入及增速



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 81、片仔癀近年归母净利润及增速



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

近年来营销和渠道的推进将带动片仔癀销量的稳步提升。比如，公司积极推进互联网直销会员制和线下体验店的轻资产营销模式，打通股东、会员与公司的合作

伙伴三重身份，目前线下体验店已经营业 78 家，在建 19 家，未来两三年有望突破 200 家。此外，公司也积极与战略合作伙伴合作进行线下推广，比如近期与蒙发利合作，在渠道共用和会员管理方面开展合作。片仔癀历史上可以说几乎没有在营销上做过多少功课，近几年持续的营销模式创新和渠道布局，有望使这个在东南一带家喻户晓的稀缺消费品快速的在全国提升品牌知名度，获得更多的客户和消费群体，销量有望持续增长。

另外还需要关注公司在外延并购方面的布局和动作。公司近年来参与成立了多个并购基金，并且运作良好，投资的项目标的和收益较为理想，比如投资了燕之屋（燕窝）、盈科瑞（CRO）、格兰尼（植物甾醇）等多家知名企业。未来公司有望通过并购基金围绕大健康领域持续布局，积极培育后备项目，无论是投资收益还是纳入体内都会给公司带来相当可观的业绩贡献，根据公司规划，外延并购将是未来做大做强的重要发展方向。

盈利预测:暂不考虑未来并购的影响,我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.15、1.49、1.94 元，对应 PE 分别为 49、38、29 倍，公司核心产品片仔癀近年在品牌和渠道建设卓有成效的情况下，通过提价有望进入量价齐升的上升通道，业绩有望持续较快增长；同时公司在“一核两翼”的发展战略之下，将着力打造“传统中医药+现代健康生活+现代流通方式”的发展模式，在衍生品、员工激励、对外合作、渠道重构等方面的进展也值得期待，维持“增持”评级。

表 16、片仔癀出厂价格变化情况

片仔癀内销提价历史（元/粒）									
	2005 年 9 月	2007 年 3 月	2007 年 11 月	2010 年 1 月	2011 年 1 月	2011 年 10 月	2012 年 7 月	2012 年 11 月	2016 年 6 月
提价后价格	140	150	180	200	220	260	280	320	360
提价幅度	10	10	30	20	20	40	20	40	40
提价比例	7.69%	7.14%	20.00%	11.11%	10.00%	18.18%	7.69%	14.29%	12.50%
税后价格	119.7	128.2	153.8	170.9	188	222.2	239.3	273.5	307.7

片仔癀外销提价历史（美元/粒）							
	2007 年 2 月	2008 年 3 月	2011 年 1 月	2011 年 10 月	2012 年 7 月	2013 年 1 月	2014 年 1 月
提价后价格	16.5	20.5	24	30	36	42	45
提价幅度	2	4	3.5	6	6	6	3
提价比例	13.79%	24.24%	17.07%	25.00%	20.00%	16.67%	7.14%
税后价格（美元）	15.7	19.5	22.9	28.6	34.3	40	42.9
税后折算为人民币价格	95.1	118.1	138.3	172.9	207.4	242	259.3

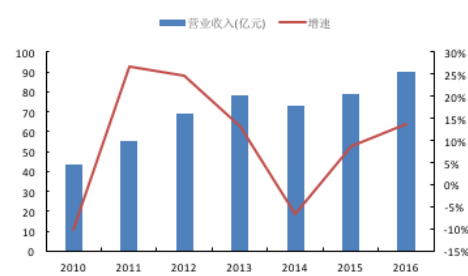
数据来源：公司公告；注：上表中内销的税后价格按扣除 17% 的增值税进行计算；外销税后折算人民币价格按扣除 5% 的税收后（17% 的增值税及 12% 的出口退税）按当年汇率均值进行折算

7.4、华润三九

华润三九作为华润医药企业中药处方药和 OTC 业务的平台，是品牌 OTC 当之无愧的龙头，在感冒、胃肠、皮肤和儿科等用药领域有强大的品牌和渠道优势。公

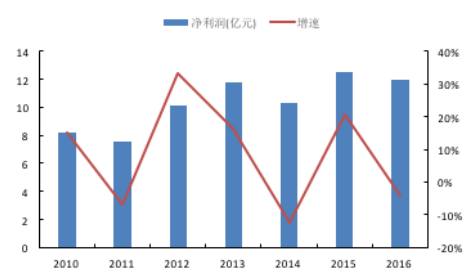
司 2016 年在浙江众益和昆明圣火合并报表的情况下实现了收入端的较快增长，利润增速相对较慢主要与销售费用同比增长较快有关。我们认为 2017 年公司将关注“提质增效、创新转型”，强化成本费用的控制，预计销售费用在并表影响逐步减弱和费用控制逐步加强的推动下将保持平稳，全年业绩在内生外延的共同驱动下有望实现平稳较快的恢复性增长。

图 82、华润三九近年营业收入及增速



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 83、华润三九近年净利润及增速



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

OTC 业务增长平稳，提价预期有所显现。2016 年公司自我诊疗业务（OTC 为主）实现收入 46.89 亿元，同比增长 7.06%，保持了高于行业增速的稳健增长。分产品来看，我们估计核心品类中的感冒、儿科品类增长相对较快，其他重点品类总体稳步略有增长。在药价放开之后，公司根据品牌定位、竞争格局和消费者的接受程度陆续进行了部分产品价格的小幅调整，如三九胃泰、感冒灵、强力枇杷露等。

品牌价值逐步凸显，大健康战略持续推进。公司 OTC 业务拥有强大的渠道管理和终端覆盖能力，通过 KA、直控、商控三大平台的建设，覆盖了全国超过 30 万家药店，并且不断进行新品补充、品牌整合，有助于公司 OTC 新品种及大健康产品的推广。继红糖姜茶、养卫宝、薄荷糖等陆续上市之后，公司又推出了首个人参健康产品——鲜人参蜜片，大健康产品体系逐步建立，同时公司大健康事业部正在试运营中，有望成为未来新的增长点。考虑到公司品牌及渠道优势处在国内 OTC 企业的领军水平，我们预计未来依托产品线的不断延伸和 OTC+基药市场的逐步放量，公司的自我诊疗业务有望持续保持高于行业增速的平稳增长。

与赛诺菲合作前景值得期待。公司与赛诺菲开展两项重要合作，一是共同成立合资公司——三九赛诺菲(深圳)健康产业有限公司，发展儿科、妇科品类的业务，其中三九与赛诺菲子公司太阳石公司持股比例分别为 70% 和 30%，并将向合资公司注入各自持有的子公司华润三九(北京)以及太阳石(唐山)药业有限公司 100% 股权，该合资公司已于 2017 年 2 月 17 日成立，其也将成为赛诺菲健康药业未来在中国上市新产品的平台；二是公司将负责赛诺菲全球非处方药旗舰产品之一易善复(多烯磷脂酰胆碱胶囊)在中国市场的经销和推广，预计该产品已经于今年年初开始正式由公司代理销售。易善复为肝病用药大品种，适应症覆盖中毒性肝损伤和脂肪肝等，口服剂型独家。根据 IMS 数据统计，2015 年易善复在样本医院销售额为 3.2 亿，其在肝病用药单品销售市场份额为 4.12%，整体排名第五，口

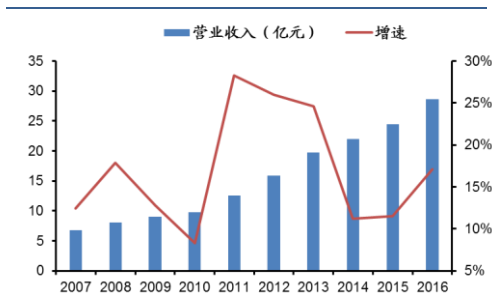
服剂型排名第二。预计借助三九强大的渠道营销能力，易善复在 OTC 领域的拓展将持续加速，未来几年内逐步为公司贡献业绩。

盈利预测：我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.49、1.70、1.98 元，对应估值 17、16、14 倍，公司作为国内 OTC 领域龙头企业和具有一定影响力的处方药企业，品牌渠道优势明显，产品种类也在不断丰富，在行业整合中存在进一步提升优势地位的机遇，未来有望通过内生+外延保持长期稳健较快增长。目前公司估值依然不高，实现平稳业绩增长的概率较大，继续维持其“增持”评级。

7.5、千金药业

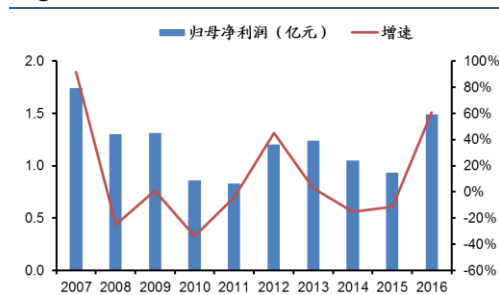
千金药业是专注于女性健康产业企业，其主导产品妇科千金片/胶囊是国家中药保护品种、国家秘密技术项目，是唯一列入国家秘密技术的妇科中成药品种。自 2010 年公司提出“跳出妇科，做女性健康系列；跳出本业，做中药衍生系列”的“两跳”发展战略起，公司以**妇科中药为核心，逐步向女性大健康产业领域延伸**。2016 年公司实现营业收入 28.65 亿元，实现归母净利润 1.49 亿元，盈利情况明显改善。

图 84、千金药业近年收入及增速



数据来源：wind，兴业证券研究所

图 85、千金药业近年归母净利润及增速



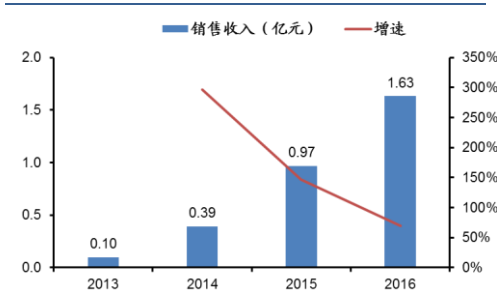
数据来源：wind，兴业证券研究所

在中药方面，公司的代表产品千金片和千金胶囊品种优秀，公司自 2014 年起有意控货清理社会库存，并对终端价格进行提升，14-15 年期间千金系列销售有所下滑，但随着后续提价效果显现，渠道控货的影响逐渐消除，妇科千金系列销售又开始逐步恢复销售。

以“千金净雅”卫生棉巾为代表的卫生用品是公司向女性大健康产业领域延伸的重要方向。千金净雅卫生巾于 2011 年开始研发，2013 年上市销售，定位于高端产品市场。公司坚持“积极布局商超等传统渠道，大力拓展电商、微商等新兴渠道”的策略，加快“千金净雅”卫生棉巾的全国性布局，实现了销售收入的快速增长，2016 年卫生用品系列实现销售收入 1.63 亿元，亏损进一步收窄，预计 2017 年有可能实现盈利。目前国内卫生巾行业产品可分为三个种类：低端产品即经济类产品、中端产品、高端产品。低端（经济类）产品由城市向农村转移，从一、二线城市撤出，转移向农村，产量和销量没有多大的变化；中端产品（每片 0.8-1.5 元），是城市的主流，是城市群体主要的消费产品，增速在放缓；高端产品（每片 1.5 元以上），增长速度很快，增长速度超过 15%，占据了一线城市的高端人群。

随着社会经济的发展和人民生活水平的提高，在未来几年高端产品会替代中端产品，成为一、二线城市消费的主流，消费升级大趋势也将带动女性卫生用品的升级换代。公司“千金净雅”产品最大的特点包括：选材料高标准、卫生标准高标准、技术壁垒高，由于通过整体灭菌消除了细菌源，也预防了外部的细菌进入体内，同时，千金棉有千金药业独有的技术，植物精华的有效成分，通过透皮的吸收，进入人的体内，将子宫内的淤血排出，避免经血遗留在子宫内，避免长期病变，利用公司资深药企优势，产品主打“能够预防妇科疾病，降低妇科疾病的发病率”概念。随着公司在精准的推广模式上的大力推进，女性大健康卫生用品未来空间非常可观。

图 86、公司卫生用品销售收入及增速



数据来源：wind，兴业证券研究所

图 87、千金净雅系列



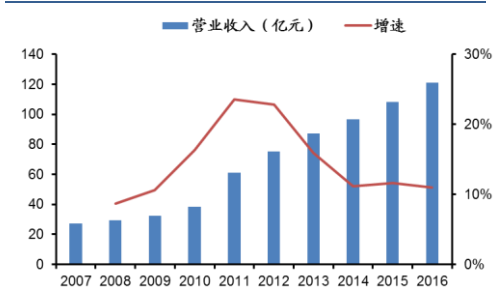
数据来源：wind，兴业证券研究所

国企改革有望成为未来推动因素。由于株洲市主要领导换届，近年国企改革进度较慢。目前公司就激励方案（预计优先考虑较为简单的二级市场直接购买的员工持股计划）已经与与大股东（株洲市国资委）进行了有效沟通，从目前来看时间仍然无法确定，但未来一旦实施有望进一步提升公司竞争实力。

7.6、同仁堂

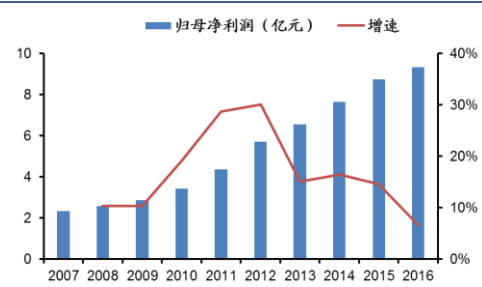
同仁堂是中国最负盛名的中药品牌之一，已列入首批国家级非物质文化遗产名录，其品牌影响力很大。公司拥有优势的产品集群，共有药品品规 800 个，其中独家和类独家（配方独家、自主定价）品种数量近 200 个。2016 年公司实现营业收入 121 亿元，实现归母净利润 9.33 亿元，2007-2016 年期间营收年均复合增速为 18.11%，归母净利润年均复合增速 16.67%，整体保持快速增长。

图 88、同仁堂近年收入及增速



数据来源：wind，兴业证券研究所

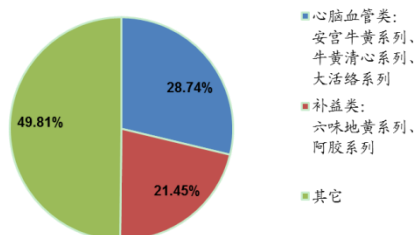
图 89、同仁堂近年归母净利润及增速



数据来源：wind，兴业证券研究所

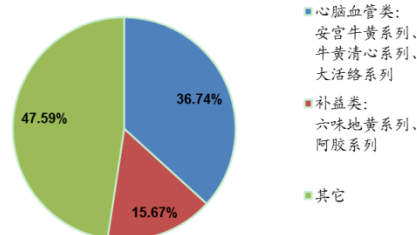
坚持完善大品种策略，保障业绩稳定增长。公司将众多品种群重新梳理划分为主力品种和发展品种两个大类，目前进入主力品种群的有 20 余个品种，公司自 2015 年起采取了分类定策的方式，通过“一品一策”、“一区一策”、“分类定策”等策略推动主力品种的销售，将其他归类于发展品种的产品实施集中运作模式，2016 年，前五大品种（安宫牛黄系列、牛黄清心系列、大活络系列、六味地黄系列、阿胶系列）合计占医药工业营收比例 50.19%，占毛利润比例 52.41%。同时销售团队加大对重点区域零售药店的部署力度，逐步在具有代表性的系外终端药店内设立同仁堂药品专柜，截止 2016 年末，已经验收合格的专柜共有 39 家，尚待验收的专柜 68 家。具体到细分品种群来看，2016 年主力品种均实现了快速的增长，其中心脑血管类（包括安宫牛黄系列、牛黄清心系列、大活络系列）实现收入 21.55 亿元，同比增长 19.86%；补益类（包括六味地黄系列、阿胶系列）实现收入 16.08 亿元，同比增长 18.22%；其他发展品种整体实现收入 37.35 亿元，同比增长 3.35%，公司在产能受限的情况下优先满足高毛利主导品种的供应，从而使得工业盈利能力整体平稳上升。目前安宫牛黄丸正在参与 11 个省份的急救药品招标，也为下一步医疗市场的运作奠定基础。总体来看，公司在品种结构的逐步优化调整下，高毛利大品种的占比逐步提高，使得公司毛利率仍保持在较高水平，盈利能力持续提升。考虑到公司工业布局的调整进度以及市场销售的变化，公司未来几年收入和净利润仍有望逐步恢复至稳健较快的增长轨道。

图 90、2016 年前五大品种占营收比例



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 91、2016 年前五大品种占毛利比例



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

盈利预测：我们认为公司品牌优势明显，产品储备丰富，在国企改革的大背景下，其在营销体系和企业管理方面也有望持续改善，作为国内不可多得的老字号品牌中药企业，在医改深化的大背景下，公司未来也有望成为中长期的受益品种，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.78、0.89、1.03 元，对应估值分别为 42、37、32 倍，维持对公司的增持评级。

8、风险提示

原材料价格超预期大幅度上涨；部分品种提价低于预期；提价后销量增速下降；国企改革进度低于预期。

鸣谢：感谢实习生李乾宁、刘曦阳在报告撰写和资料整理过程中的协助。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	曹静婷	18817557948	caojt@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓洲	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈扬	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
陈殊宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元斌	0755-82796036	zhuzy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	13501773857	caimzh@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	施教琪	021-20370837	shzq@xyzq.com.cn
王磊	021-20370658	wanglei1@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。