

佛慈制药（002644）调研报告—— “健康之路，漫漫征途！”

2013 年 12 月 10 日，我们调研佛慈制药，与公司管理层未来发展战略方向转型，中药饮片业务、大健康产业和草本饮品增长点等进行深入的沟通与交流，现在将核心观点阐述如下：

2013 年 12 月 10 日

1. 公司对于大品种“二次开发”已经开始在做，已经开始大品种诊断，准备筛选出好的品种来重点突破，完善公司传统业务的产品结构。寄希望于“复方黄芪健脾口服液”、“参茸固本还少丸”和“竹叶椒片”等独家品种的自主定价来突破价格天花板。目前市场反响不错，明年有望成为新的增长点。

分析师—许希晨

执业资格证书：S0600512080001

021-63123162

jenny1727@gmail.com

2. 公司目前的阿胶块定价在福胶之上，阿胶之下，412 元/250kg。据此测算今年阿胶业务的销售额约 3000 万元，若能够明年实现 60 吨的产能，则可实现销售近 8000-9000 万元，成为公司的一大盈利增长点。该产品未来也存在提价的可能，但是主要还是集中在区域市场销售（西北、华东）。

分析师-刘晨彬

执业资格证书：S0600513070001

0512-26298569

caelyn18@163.com

3. 中药饮片业务目前还不是公司的主业，成立“饮片公司”，一方面是因为药材基地通过 GAP 认证必须要有专门的子公司来负责管理，另一方面也是因为目前饮片业务正在实施中，为推向市场销售做准备。未来还会做一些道地、大宗、熟悉以及具备技术输出的药材及饮片。无论是当归还是党参公司目前种植规模都还较小，对市场影响力有限，公司作为一个试点业务来探索。

联系人-韩文静

18600581960

hanwj@mail.dwstock.net

4. 公司做功能性饮品有利有弊，优势在于“老字号药企”对“中医治未病”理念的传承，可以引导消费者认识到日常调理保健强于突击治疗，并有制作传统经典名方的经验，以制药的质量标准生产大健康产品，理念制胜，技高一筹。但是劣势在于对终端渠道的控制、营销策略的精细化和产品开发等方面。

5. 我们维持 2013 年每股收益 0.39 元的预测。公司具备转型成为“大健康新贵”的条件：公拥有甘肃得天独厚的“道地”中药材资源；拥有上百个成药品种；拥有百年品牌和当地政府发展陇药的机遇期；公司面临的困难也是巨大的，“出城入园”有可能会延迟公司的发展节奏，错失行业发展机遇。其次，公司的大健康产业目前基础还非常薄弱。同时还面临潜在的重大资产损失计提的风险，所以我们下调至“观望”的投资评级。

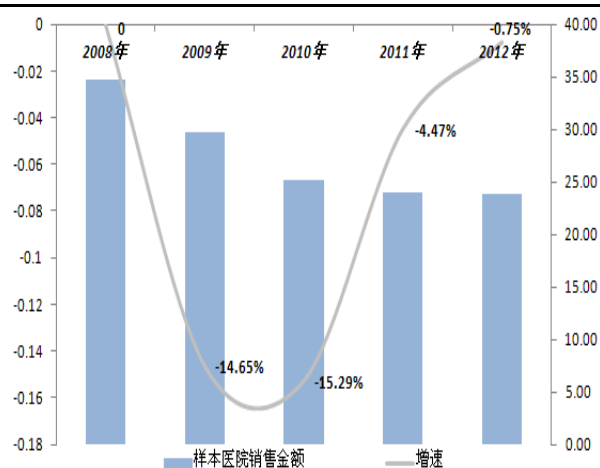
2013 年 12 月 10 日，我们调研佛慈制药，与公司管理层未来发展战略方向转型，中药饮片业务、大健康产业和草本饮品、明年公司的增长点等进行深入的沟通与交流，现在将核心观点阐述如下：

一、公司传统业务——“积极筛选与培育独家品种”

1、“六味地黄丸”已进入成熟期

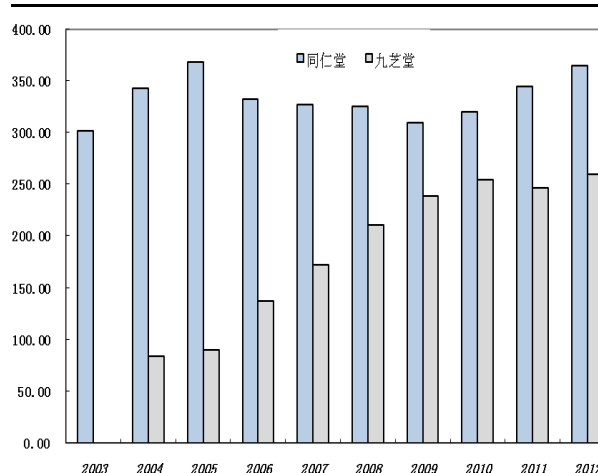
“六味地黄丸”整个市场徘徊在 2 亿元左右，再次大幅增长可能性不大。我们从样本医院的销售数据，2008-2012 年呈现增速下降的现象。而从同仁堂和九芝堂两家品牌企业的近几年该产品销售收入来分析，也处于停滞不前的状况，因此确实如果公司判断未来“六味地黄丸”产品基本上是各区域内企业之间，在存量市场竞争的过程。

图表 1：“六味地黄丸”样本医院销售变化图



资料来源：米内网，东吴证券研究所

图表 2：“同仁堂”与“九芝堂”“六味地黄丸”销售变化图



资料来源：东吴证券研究所

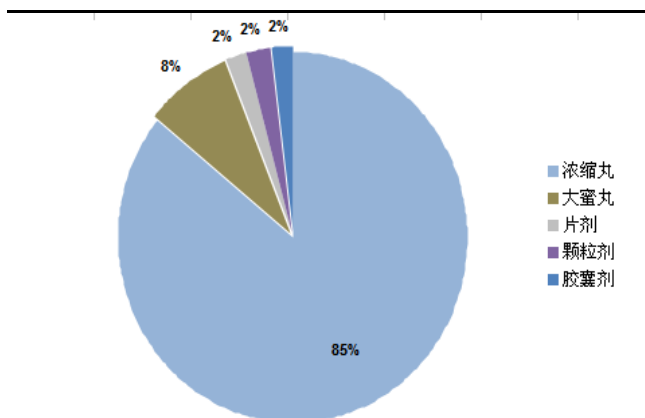
公司在六味地黄浓缩丸领域技术领先，曾经是业内该领域的技术标杆。从南方所的数据，公司目前在西安市场一直维持在 50%-60%，对市场近似于“控制销售”格局。

中药产品还是带有明显的“区域性”特征。目前同仁堂强势抢占河北、北京、陕北和内蒙市场；宛西制药则是在湖南、湖北和河南等省份市场份额很高。在华东、华南等地，则是几家均势竞争。

2、公司积极筛选与培育独家品种

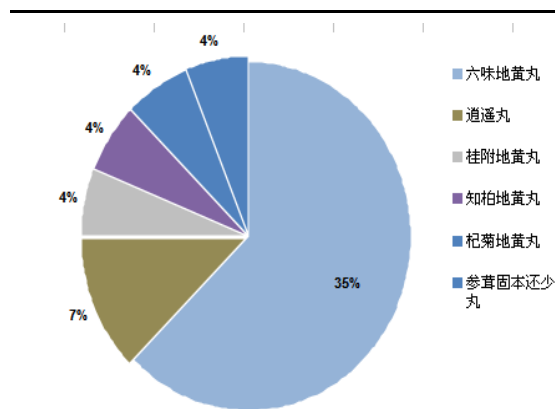
公司对于大品种“二次开发”已经开始在做，公司已经开始大品种诊断，准备筛选出好的品种来重点突破，完善公司传统业务的产品结构。

图表 3：“佛慈制药”产品剂型结构图



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 4：“佛慈制药”浓缩丸系列产品结构图



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

公司目前除了六味地黄丸外，其它只有“逍遥丸”、“桂附地黄丸”、“参茸固本还少丸”、“杞菊地黄丸”等少数几个产品销售过千万，但是今年开始筛选出“耳聋左慈丸”、“安神补心丸”、“天王补心丸”、“复方黄芪健脾口服液”和“竹叶椒片”作为重点产品来培育，尤其“复方黄芪健脾口服液”、“参茸固本还少丸”和“竹叶椒片”是独家品种，公司寄希望于可以通过这些品种的自主定价来突破价格天花板，目前培育的这几个产品市场反响不错，明年有望成为新的增长点。

二、大健康产业——“摸着石头过河”

1、阿胶业务

阿胶目前有 46 个生产批号，前三位基本定格为“东阿阿胶”、“福胶”和“同仁堂”（唐山 600 吨基地建设完工，准备投产），市场需求总量大概在 5000 吨左右。但是从今年来看，即便是佛慈和太极进入市场，竞争也没有明显加剧。佛慈 2013 年现在的产能是 20 吨左右（其中还包括 2 个月没有排产），明年大概 60 吨的量，先走区域性市场销售，然后循序渐进进入全国市场。

佛慈目前还没有对阿胶业务还是作为后续主力产品来培育。驴皮原料，公司认为市场供给充足，并没有遇到采购困难。在甘肃靖远县、庆阳县很多养殖户手中囤了很多驴皮。东阿阿胶的原料紧张有可能是因为使用的是德州驴，至少从目前来看公司所用关东驴资源压力不大。同时由于习主席提出的“**丝绸之路经济带**”国家战略，不排除未来公司可能与中亚等国在甘草和驴皮等方面进行交流与合作。

对于定增项目的养驴基地，更多是通过这个基地来积累养驴完整的繁育、生长和 DNA 研究技术，为后续规模化建设原料基地提供经验

积累。

同时由于甘肃、河北和山西等地有吃驴肉的消费习惯，所以随着驴皮价格的上涨，整头驴的售价也不断上升，从年初的 3000 元/头，上涨到目前的 4000 元/头。

公司目前的阿胶块定价在福胶之上，阿胶之下，824 元/500kg。据此测算今年阿胶业务的销售额约 3000 万元，若能够明年实现 60 吨的产能，则可实现销售近 8000-9000 万元，成为公司的一大盈利增长点。订单非常饱满。未来也存在提价的可能，但是主要还是集中在区域市场销售（西北、华东），预计未来将有新款阿胶产品上市。

2、中药材及饮片业务

公司定增项目拟投资 8000 万元，于甘肃岷县、漳县、临潭、渭源以及靖远采取“公司+基地+农户”模式建设 1 万亩当归和 1 万亩党参药源基地。建设期 1 年，项目建成后将实现当归年产 1400 吨、党参 2000 吨。

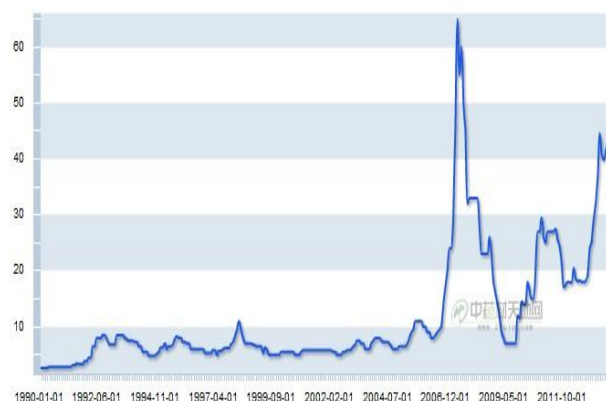
公司既卖药材也卖饮片，虽然中药饮片附加值更高，但是终端需求没有药材大。由于公司处于道地药材所在地，对种植面积和市场需求信息比较清楚，可以较好的控制价格波动风险。如果明年能够顺利通过 GAP 认证，以均价 30 元/kg，可以实现销售收入 4000-5000 万元。

“陇神戎发”今年中药材业务才做了 2000 万，陇神戎发的规模在甘肃药企仅能排到 11 位，今年销售约 1.7 亿元。从今年《甘肃省基本药物目录增补目录》里中成药新增 51 种，10 个佛慈的产品，其中参茸固本还少丸、舒肝消积丸、花百胶囊是独家品种，就可以看出甘肃省政府对于佛慈的支持力度是最大的。

当归去年全省种植约 8 万亩，甘肃省药材种植面积达到 316 万亩（甘肃工信委最新数据），药材产量约 70 万吨，其中当归产量约为 7.5 万-8 万吨，由于地震和洪水灾害，减产至 5 万吨左右。因此主地产量太大，无法控制。同时由于当归主产地岷州地区的土地多年种植药材，已经逐步变成肥土不适宜继续种植，所以现在当归种植海拔越来越高，导致种植和收购的成本也逐年上升。

党参在一个阶段内是可能存在供需失衡，主要因为党参主要产地集中在甘肃渭源地区，容易集中种植，2-3 年价格剧烈波动一次。

图表 17: 当归历史价格走势



资料来源：米内网，东吴证券研究所

图表 18: 党参历史价格走势



资料来源：中药材天地网

中药饮片业务目前还不是公司的主业，公司成立“饮片公司”，一方面是因为药材基地通过 GAP 认证必须要有专门的子公司来负责管理，另一方面也是因为目前饮片业务正在实施中，为推向市场销售做准备。未来还会做一些道地、大宗、熟悉以及具备技术输出的药材及饮片。无论是当归还是党参公司目前种植规模都还较小，对市场影响力有限，公司作为一个试点业务来探索。

3、本草饮品业务—“肖助理”

公司本草饮品—甘麦饮（“肖助理”）主要原料包括甘草、大枣、山楂、枸杞、啤酒大麦和浓缩枣汁等。目前还是委托“天水泰丰果汁饮料有限公司”生产，公司对于大健康业务也是采取“谨慎”的态度，虽然是试水市场，但还是很有机会做好。因为公司采取产品差异化定位，从终端市场调研发现，饮料类市场目前只有饮用水（矿泉水、纯净水和桶装水）与功能性饮品市场规模是在增长。而在功能性饮品又分为“草本型”（“加多宝”和王老吉）和“动力型”（包括红牛和启力等），8 种主导产品中 7 种已经有领导品牌，唯有消化类的饮品还没有，所以这是一个可以做出品牌的市场方向。

图表 7: 本草饮品“肖助理”示意图



资料来源: 东吴证券研究所

“甘麦饮”源自医圣张仲景《金匱要略》经典方“甘麦大枣汤”，定位为“减压饮料”，但从功能上更偏重于“健胃消食”——“常喝肖助理，消化更给力”。从北京、上海和武汉市场调研的情况来看，消费者对于饮料的功能性消费需求是旺盛的。公司目前还只是在做“兰州”一个样板市场，9月份推向市场销售。主要渠道分为团购、经销商和餐饮三部分。但是恰好碰到9-11月的饮料销售淡季(6-8月夏季和12-2月过节季都是饮品销售旺季)，依然实现销售环比增长，明年2月初将参加全国糖酒会进行招标，公司要根据招标的情况决定是否大规模推向全国市场以及后续的营销投入。因为这将是公司的一个重大战略决策，饮品也存在销售半径问题，一般为500公里，如果公司向全国市场推广，还面临物流配送问题，生产加工、原材料工艺等等，从目前的销售渠道主要覆盖华东和西北市场来分析，未来也将有可能集中在这两个区域市场来销售。

我们认为公司做功能性饮品有利有弊，优势在于“老字号药企”对“上医治未病”理念的传承，可以引导消费者认识到日常调理保健强于突击治疗，并有制作传统经典名方的经验，以制药的质量标准生产大健康产品，理念制胜，技高一筹。但是劣势在于对终端渠道的控制、营销策略的精细化和产品开发等方面与强势快消饮品企业还有较大差距，往往用做药的思维去做快消品，是众多药企失败的重要原因。

三、公司其它变量

1、出城入园的影响

根据兰州市人民政府整体发展规划，公司被列入启动实施“出城入园”搬迁改造企业名单，并要求 2013 年启动搬迁工作，公司 IPO 募投项目“扩大浓缩丸生产规模技术改造项目”原计划在兰州安宁经济技术开发区实施，现在不得不迁址。安宁基地厂房建设已经投入 1.6-1.7 亿元，总额累计投入近 2 亿元。根据原计划是于 2014 年 3 月份投产，现在迁址后，土地性质将变为商住用地，实施土地招拍挂，将所得收益 85%列支公司，用于兰州新区项目建设，目前依然存在重大资产减值损失风险。

公司已启动出城入园搬迁改造工作，正在开展新区项目申报、规划设计方案、土地购置等相关工作。整体建设项目预计大约需要 2-3 年，预计于 2016 年建成，但是要根据具体的进展情况，有可能会分为两期进行。这将导致产能达标将比原计划延后 1-2 年。

2、管理层的变动

公司在 10 月 23-11 月 21 日，在不到一个月的时间内董事长和总经理因工作变动原因离职。公司董事、董秘、副总经理孙裕任职为总经理一职。我们认为孙总是一个难得的既懂研发，又善销售的国际化人才。

公司新任李云鹏董事长，76 年出生，年仅 38 岁，在酒钢宏兴从事生产和销售工作，其过往的从业经历对佛慈在营销领域的变化将有积极的影响，作为兰州市唯一的国资上市公司，未来对于公司将给予一定的重点支持与帮助。

3、公司发展战略

公司过去收购甘肃平凉和安宁两家企业，一直都不盈利，所以公司首先要解决生存问题，甘肃平凉的企业是主业从事阿胶和饮片业务，固定资产折旧费用一直较高，公司从事阿胶和饮片业务，也是借助阿胶产业大发展的机遇实现企业转型与突破。

下一步：公司首先要解决生产场地问题，增产扩产。其次是完善产品结构，最后是调整内部组织结构和人员配置。过去公司的经营太过稳健，从目前公司的发展现状来看，短期业绩可受产能影响大幅增长的可能性不大。

具体来说：首先要做好主业，公司会将绝大部分精力还是放在药品领域，对重点产品进行梳理，目前公司达到百万以上的产品有近 40 个，刚刚筛选出重点产品，价格和营销策略都还没有明确。

其次，大健康领域公司的策略是让市场去筛选，未来将会陆续推出以功能性保健食品为主、辅以保健品和日化产品。该部分销售由健康产业公司负责，大约 30-40 人，主要负责终端销售推广和委托加工生产驻厂质量监督。

4、营销体系建设

公司目前的销售模式主要分为两种：一种是成熟市场（甘肃、宁夏、新疆等西北市场），设一个一级经销商，负责物流配送、药店铺货、回收货款等工作，公司配以终端营销人员，主要负责对药店人员的培训，药品位置的摆放，终端价格的维护，消费者的拦截等等，一般每个销售员负责 50-60 家药店。在这种模式下，只要终端药店覆盖量够多、铺货量大、客服尽职尽责，产品就能上量。这是目前公司采取的主要模式。另一种则是在新市场，则主要是通过招商包销，**公司主要负责经销商管理（按约定）及服务工作。**

公司定增项目拟投资 10,000 万元，完成公司营销网络和信息化建设，将进一步增强公司在西北、西南、华东、华中、华北、华南市场的营销办事处建设，提高公司的市场占有率。

重点在甘肃、陕西、上海、江苏、广东、北京、新疆、宁夏和青海等公司主要市场的省会城市及地级市州，与当地有一定影响力、经营规模大的大型医药连锁合作建立佛慈品牌形象店，经营佛慈所有药品及健康产品。

六、盈利预测及投资建议

我们根据调研情况，我们预计公司 2013 年分别实现营业收入为 2.89 亿元，同比增长 8.94%。归属于母公司净利润 3480 万元、同比增长 14.16%，折合每股收益 0.39 元。

公司具备转型成为“大健康新贵”的条件：公司拥有甘肃得天独厚的“道地”中药材资源；拥有上百个成药品种，其中部分配方具备向大健康产品转型的理论基础；拥有百年品牌和当地政府发展陇药的机遇期；同时公司的内部管理层变化也是转型的重要条件。但是公司目前面临的困难和压力也是巨大的，首先“出城入园”有可能会延迟公司的成长节奏，无法增加产能满足市场需求，错失行业发展机遇。其次，公司的大健康产业目前基础还非常薄弱，公司也主要是以“试

水”的心态，让市场来做选择。同时还面临潜在的重大资产损失计提的风险，所以我们下调至“观望”的投资评级。

佛慈药业主要财务数据

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2010	2011	2012	2013E		2010	2011	2012	2013E
流动资产	226.8	559.7	467.7	471.4	营业收入	262.4	271.2	266.4	289.9
现金	67.8	325.5	190.0	186.0	营业成本	167.5	178.0	179.5	174.7
应收款项	68.3	93.2	93.7	119.8	营业税金及附加	3.2	2.3	3.5	2.9
存货	85.6	140.1	150.2	163.7	营业费用	35.3	31.0	28.8	38.1
其他	5.1	0.9	4.2	1.9	管理费用	19.0	22.4	23.2	31.3
非流动资产	229.4	269.5	355.2	395.1	财务费用	3.6	4.6	2.7	3.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	151.7	183.2	150.5	165.6	其他	-2.2	-1.3	-1.1	
无形资产	71.9	84.7	85.4	87.2	营业利润	31.7	31.5	27.6	38.0
其他	5.8	1.6	2.0	2.3	营业外净收支	24.0	4.8	6.9	2.0
资产总计	456.2	829.2	822.9	866.5	利润总额	55.7	36.3	34.5	40.0
流动负债	116.3	167.5	132.7	174.6	所得税费用	4.5	4.2	4.2	5.2
短期借款	46.0	76.0	76.0	124.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	29.5	58.3	43.9	33.7	归属母公司净利润	51.2	32.1	30.4	34.8
其他	40.8	33.2	12.8	16.9	EBIT	37.4	37.4	31.4	35.2
非流动负债	13.4	13.6	14.7	15.9	EBITDA	48.8	43.7	45.5	52.3
长期借款	2.0	2.0	2.0	2.0					
其他	11.4	11.6	12.7	13.9					
负债总计	129.7	181.1	147.4	190.5					
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0					
归属母公司股东权益	326.5	648.1	675.5	676.0					
负债和股东权益总计	456.2	829.2	822.9	866.5					
现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2010	2011	2012	2013E		2010	2011	2012	2013E
经营活动现金流	56.2	2.4	-11.0	13.8	每股收益(元)	0.85	0.40	0.34	0.39
投资活动现金流	-6.0	-69.9	-113.8	-73.2	每股净资产(元)	5.39	8.02	7.60	7.62
筹资活动现金流	-1.0	325.3	-10.7	63.8	发行在外股份(百万股)	60.6	80.8	88.9	88.9
现金净增加额	49.0	257.7	-135.5	4.5	ROIC(%)	10.7%	6.3%	4.0%	4.3%
折旧和摊销	11.3	6.3	14.1	28.4	ROE(%)	15.7%	4.9%	4.5%	5.2%
资本开支	-21.9	-33.6	-95.4	-73.9	毛利率(%)	36.2%	34.4%	32.6%	39.8%
营运资本变动	-12.2	-50.6	-77.8	-86.3	EBIT Margin(%)	14.3%	13.8%	11.8%	12.4%
企业自由现金流	14.2	-40.8	-128.1	-33.9	销售净利率(%)	19.5%	11.8%	11.4%	12.1%
					资产负债率(%)	28.4%	21.8%	17.9%	21.8%
					收入增长率(%)	13.0%	3.3%	-1.8%	8.9%
					净利润增长率(%)	41.8%	-37.4%	-5.3%	14.6%
					P/E	0.00	42.83	78.74	87.44
					P/B	0.00	2.12	3.54	4.48
					EV/EBITDA	2.66	35.54	55.80	63.13

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得东吴证券研究所同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%~5%；

看淡：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级：

强烈推荐：预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上；

推荐：预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上；

谨慎推荐：预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上；

观望：预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖出：预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：0512-62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>