

佛慈制药 (002644)
强烈推荐
行业：中药

发展潜力巨大的老品牌，未来高增长可期

公司是著名品牌中药企业，中华老字号，品种资源丰富。但是目前中成药仅有不到 3 亿的销售收入，这与其丰富的品种资源和良好的品牌不匹配，未来发展潜力巨大。未来 OTC 渠道拓展、二三线品种开发、医院市场开拓、阿胶快速放量等因素将驱动业绩高增长。

投资要点：

- ✧ “OTC 渠道优化、拓展+医院市场开发+大健康” 三轮驱动未来发展
- ✧ **OTC 渠道优化、拓展**：公司对传统 OTC 渠道进行了一系列改革，除传统优势区域继续精耕以外，在其他区域的拓展将打开市场空间。同时公司通过品种梳理和渠道优化，二三线品种放量明显。
- ✧ **医院市场开发**：公司过去主要集中在 OTC 渠道，医院市场对收入的贡献很小。公司基药品种众多，还有 58 个药品进入低价药目录，公司近年来开始重视医院市场开拓，在有利的招标环境下医院市场销售有望迎来爆发。
- ✧ **大健康**：公司拥有百年品牌，拥有不少可以向大健康产品转型的中成药配方，背靠甘肃省得天独厚的“道地”中药材资源，加上公司长期从事传统中成药产品的生产销售，可以有效保障产品质量；天然具有向大健康的发展优势。随着大健康产品逐渐丰富，大健康将成为公司未来的重要增长点。
- ✧ **未来高速增长可期：1.OTC 渠道调整完毕，二三线品种放量。2.医院市场开拓提供增量。3.阿胶发展空间大，有望快速放量。**
- ✧ **首次覆盖，给予强烈推荐评级。**不考虑后续可能的土地拆迁补偿，我们预计 2014-2016 年归属于母公司净利润分别为 3459 万元、5991 万元、8798 万元，当前股价对应 15、16 年 EPS 分别为 66 和 45 倍。目前公司市值较小，扣除后续可能的土地拆迁补偿后，公司性价比更加凸显。鉴于公司发展潜力巨大、未来有望实现高速增长，给予目标价 27.18 元，对应 16 年 55 倍 PE。首次覆盖，给予强烈推荐评级。
- ✧ **风险提示：**招标进展不顺利，阿胶推广不达预期

作者
署名人：张雷

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@china-invs.cn

参与人：池陈森

S0960114060018

0755-82026729

chichensen@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 27.18
当前股价： 22.11
评级调整： 首次
基本资料

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 178 |
| 流通股本(百万股) | 178 |
| 总市值(亿元) | 39 |
| 流通市值(亿元) | 39 |
| 成交量(百万股) | 1.92 |
| 成交额(百万元) | 42.48 |

股价表现

相关报告
主要财务指标

| 单位：百万元 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 292 | 398 | 549 | 708 |
| 收入同比(%) | 9% | 37% | 38% | 29% |
| 归属母公司净利润 | 31 | 35 | 60 | 88 |
| 净利润同比(%) | 1% | 13% | 73% | 47% |
| 毛利率(%) | 35.6% | 21.5% | 25.2% | 28.3% |
| ROE(%) | 4.3% | 4.7% | 7.6% | 10.1% |
| 每股收益(元) | 0.17 | 0.19 | 0.34 | 0.50 |
| P/E | 128.42 | 113.58 | 65.59 | 44.66 |
| P/B | 5.59 | 5.35 | 4.96 | 4.49 |
| EV/EBITDA | 86 | 86 | 52 | 34 |

资料来源：中国中投证券研究总部

公司是著名品牌中药企业，中华老字号。品种资源丰富，拥有 462 个药品生产批文，拥有定眩丸、参茸固本还少丸等 10 个独家品种，4 个优质优价产品。公司是第一家工业生产的中成药企业，1929 年创办至今，一直坚持高质量标准，产品行销国内外 80 多年，具有一定品牌度。

但是长期来公司中成药仅有不到 3 亿的销售收入，目前的经营规模与其丰富的品种资源和良好的品牌不匹配，主要原因有：1.由于公司作为区域性的优势品牌，渠道集中在 OTC 领域，区域集中在西北地区，发展不够均衡全面。2.品类管理不足，许多好品种未能充分开发。3.产能问题长期困扰公司，产品推广受桎梏。

公司未来发展潜力巨大。近年来，公司在新管理层的带领下，在营销体系调整、开发二三线品种、医院市场开拓等方面做出了许多改善。同时，2014 年借新版 GMP 认证的机会，使公司的产能有所提升，而未来随着新区生产基地的建成，公司的产能问题将彻底解决。**公司未来有望通过“OTC 渠道优化、拓展+医院市场开发+大健康”三轮驱动，实现快速发展。**

一、“OTC 渠道优化、拓展+医院市场开发+大健康”三轮驱动

1. OTC 渠道优化、拓展 公司传统渠道主要集中在西北地区和上海为主的华东地区，其中西北地区占到了 60%-70%。除传统优势区域继续精耕以外，在其他区域的拓展将打开市场空间。公司除了六味地黄丸以外，还有六、八味浓缩丸剂产品等众多二三线品种。目前仅有逍遥丸、参茸固本还少丸、桂附地黄丸、知柏地黄丸和杞菊地黄丸等少数几个产品销售过千万。公司通过品种梳理和渠道优化，二三线品种放量明显。公司 12 年底推出的阿胶，凭借优良的品质和合适的价格在市场上快速获得认可，产品供不应求，未来有望提高产能到 60 吨，对公司业绩的贡献将加大。

2. 医院市场开发：公司过去主要集中在 OTC 渠道，医院市场对收入的贡献很小。过去由于各省对基药低价药“为低价是求”，使得很多产品品质优良的品牌药企由于成本问题被排除在招标之外。新一轮药品招标中，各省对于基药低价药“为低价是求”的态度得到转变，有利于像佛慈这样的品牌药企。公司在国家基药目录中的品种众多，还有 58 个品种进入国家低价药目录，公司近年来开始重视医院市场开拓，在有利的招标环境下医院市场销售有望迎来爆发。在新一轮招标中，公司在多个省均有中标。尤其在 2014 年底的甘肃省基药招标中，公司有 8 个独家品种中标。

3. 大健康：公司拥有百年品牌，拥有不少可以向大健康产品转型的中成药配方，背靠甘肃省得天独厚的“道地”中药材资源，加上公司长期从事传统中成药产品的生产销售，可以有效保障产品质量；天然具有向大健康的发展优势。目前公司在大健康方面的布局有：草本饮品“肖助理”、阿胶衍生品、其他保健品。随着大健康产品逐渐丰富，大健康将成为公司未来的重要增长点。

“肖助理”是国内首款促进消化功能的饮品，源于经典古方甘麦大枣汤，创新添加山楂、枸杞等纯天然本草植物原料，口感测试接受度达到 60%以上。现代人生活方式节奏快、强度高，饮食不健康让消化问题日益凸显，相比于同样功能的乳酸菌和粗粮饮料，肖助理既解渴又便携，符合大众饮品消费的根本需求，目标受众广泛，销售场合多

样，独占当下促进消化功能饮品蓝海市场。“肖助理”的销售主要走商超路线，目前在甘肃做样板市场，14年销售收入在600万左右，未来将面向全国招商，逐步扩大市场。

公司还将推广阿胶百合粉、阿胶糕等阿胶系列衍生品。公司的阿胶市场推广良好，未来将推出毛利更高的阿胶系列食品、保健品，扩充阿胶产品线。同时公司也在尝试通过电商平台推出更多的大健康产品。

图 1 佛慈阿胶及“肖助理”



资料来源：中国中投证券研究总部

二、未来高速增长可期

1.OTC 渠道调整完毕，二三线品种放量。2014 年公司对 OTC 渠道进行了改革调整，导致 OTC 渠道收入下降，并同时调整了产品结构，加快二三线品种的培育。未来随着 OTC 销售恢复增长和二三线品种的放量，OTC 收入将实现快速增长。

2.医院市场开拓提供增量。在新一轮招标中，公司在多个省市均有中标。尤其在 2014 年底的甘肃省基药招标中，公司有 8 个独家品种中标。未来医院市场将成为佛慈的新增长点。

3.阿胶发展空间大，有望快速放量。公司在西北、上海等地区拥有很高的品牌知名度，佛慈阿胶于 12 年底一经推出，由于良好的品牌、质量和较低的价格，市场开拓十分顺利。未来将精耕现有区域市场，并寻求同强势渠道的合作进入更多区域，预计阿胶今年有望继续保持高速增长。

三、未来可能的催化剂：

1.公司的心脑血管新药益气通痹胶囊报生产申报资料已于 2014 年 5 月上报到国家药监局新药审评中心。益气通痹胶囊临床效果良好，对应的市场空间十分巨大，若能顺利获批，有打造成一个心脑血管大品种的潜力。

2.原募投项目所在土地招拍挂完成后有望给公司带来较大金额的现金流入。

四、首次覆盖，给予强烈推荐评级。

不考虑后续可能的土地拆迁补偿，我们预计 2014-2016 年归属于母公司净利润分别为 3459 万元、5991 万元、8798 万元，对应 EPS 为 0.19 元、0.34 元、0.50 元。当前股价对应 15、16 年 EPS 的 PE 分别为 66 和 45 倍。目前公司市值较小，扣除后续可能的土地拆迁补偿后，公司性价比更加凸显。鉴于公司发展潜力巨大、未来有望实现高速增长，给予目标价 27.18 元，对应 16 年 55 倍 PE。首次覆盖，给予强烈推荐评级。

附：财务预测表**资产负债表**

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 521 | 670 | 662 | 783 |
| 现金 | 162 | 259 | 200 | 200 |
| 应收账款 | 132 | 121 | 168 | 216 |
| 其它应收款 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 预付账款 | 53 | 74 | 10 | 12 |
| 存货 | 125 | 177 | 233 | 288 |
| 其他 | 47 | 34 | 47 | 61 |
| 非流动资产 | 382 | 358 | 334 | 307 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 144 | 205 | 223 | 221 |
| 无形资产 | 85 | 70 | 65 | 60 |
| 其他 | 154 | 83 | 46 | 27 |
| 资产总计 | 903 | 1028 | 997 | 1091 |
| 流动负债 | 161 | 96 | 191 | 202 |
| 短期借款 | 124 | 20 | 95 | 86 |
| 应付账款 | 15 | 44 | 58 | 71 |
| 其他 | 22 | 32 | 38 | 45 |
| 非流动负债 | 39 | 197 | 14 | 14 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 39 | 197 | 14 | 14 |
| 负债合计 | 200 | 293 | 205 | 216 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 89 | 178 | 178 | 178 |
| 资本公积 | 292 | 203 | 203 | 203 |
| 留存收益 | 323 | 355 | 411 | 494 |
| 归属母公司股东权益 | 703 | 735 | 792 | 874 |
| 负债和股东权益 | 903 | 1028 | 997 | 1091 |

现金流量表

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | -10 | 195 | -139 | 9 |
| 净利润 | 31 | 35 | 60 | 88 |
| 折旧摊销 | 15 | 17 | 21 | 24 |
| 财务费用 | 4 | -3 | -5 | -2 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -65 | 144 | -219 | -106 |
| 其它 | 5 | 2 | 4 | 4 |
| 投资活动现金流 | -86 | 6 | 2 | 3 |
| 资本支出 | 86 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 6 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 12 | 2 | 3 |
| 筹资活动现金流 | 68 | -104 | 78 | -12 |
| 短期借款 | 48 | -104 | 75 | -9 |
| 长期借款 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 89 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | -89 | 0 | 0 |
| 其他 | 22 | 0 | 3 | -3 |
| 现金净增加额 | -28 | 97 | -59 | 0 |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 292 | 398 | 549 | 708 |
| 营业成本 | 188 | 313 | 411 | 508 |
| 营业税金及附加 | 4 | 3 | 4 | 6 |
| 营业费用 | 36 | 27 | 39 | 51 |
| 管理费用 | 31 | 29 | 41 | 53 |
| 财务费用 | 4 | -3 | -5 | -2 |
| 资产减值损失 | 2 | -2 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 26 | 32 | 59 | 91 |
| 营业外收入 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 36 | 42 | 69 | 101 |
| 所得税 | 5 | 7 | 9 | 13 |
| 净利润 | 31 | 35 | 60 | 88 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 31 | 35 | 60 | 88 |
| EBITDA | 45 | 45 | 75 | 113 |
| EPS (元) | 0.34 | 0.19 | 0.34 | 0.50 |
| 主要财务比率 | | | | |
| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 9.4% | 36.6% | 38.0% | 28.9% |
| 营业利润 | -4.9% | 20.2% | 86.9% | 54.9% |
| 归属于母公司净利润 | 0.8% | 13.1% | 73.2% | 46.9% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 35.6% | 21.5% | 25.2% | 28.3% |
| 净利率 | 10.5% | 8.7% | 10.9% | 12.4% |
| ROE | 4.3% | 4.7% | 7.6% | 10.1% |
| ROIC | 3.8% | 4.7% | 6.8% | 10.2% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 22.1% | 28.5% | 20.6% | 19.8% |
| 净负债比率 | 62.09% | 6.84% | 46.26% | 39.87% |
| 流动比率 | 3.24 | 6.99 | 3.47 | 3.88 |
| 速动比率 | 2.46 | 5.14 | 2.25 | 2.45 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.34 | 0.41 | 0.54 | 0.68 |
| 应收账款周转率 | 2 | 3 | 4 | 3 |
| 应付账款周转率 | 6.35 | 10.60 | 8.10 | 7.88 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.17 | 0.19 | 0.34 | 0.50 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.06 | 1.10 | -0.78 | 0.05 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.96 | 4.14 | 4.46 | 4.92 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 128.42 | 113.58 | 65.59 | 44.66 |
| P/B | 5.59 | 5.35 | 4.96 | 4.49 |
| EV/EBITDA | 86 | 86 | 52 | 34 |

相关报告

报告日期 报告标题

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

池陈森,中国中投证券研究总部医药行业研究员,上海交通大学生物技术、会计学双学士,经济学硕士,2年医药相关行业从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434