

## 收购百草战略意义重大

### 大健康布局更进一步

佐力药业 (300181)

推荐 维持

核心观点:

## 1. 事件

公司发布公告:

1) 公司拟以自有资金 6000 万元对浙江百草中药饮片有限公司进行增资。增资完成后, 公司再以自有资金 7004.4 万元受让百草中药 27.46% 的股权。上述增资及股权转让后, 佐力药业持有百草中药 51.01% 股权, 后者成为其控股子公司。在上述增资与股权转让完成后, 佐力药业将以 1100 万元对价收购百草中药持有的全资子公司浙江百草医药有限公司, 浙江百草医药有限公司成为佐力药业的全资子公司。

2) 公司拟公开发行不超过人民币 5 亿元 (含 5 亿元) 的公司债券。

## 2. 我们的分析与判断

### (一) 收购百草中药造就战略部署重大里程碑, 意味深远! 大健康布局更进一步, 未来可期!

公司此次收购百草中药仅仅是收购了一家区域性中药饮片企业么? 我们认为不是! 此次收购在公司战略层面意义重大, 尤其在大健康布局、健康管理及慢病管理方面更具战略意义! 公司在公告中提及“公司在战略上做出重大部署, 围绕大健康领域, 在做强做大乌灵系列和百令片的基础上, 致力于发展中药饮片、配方颗粒、医疗服务和医药流通等业务, 正组建专业团队, 与现有业务实现资源共享、优势互补, 提升企业的核心竞争力, 为公司未来持续健康发展带来保障, 实现股东利益以及社会效益最大化。”我们注意到, 公司战略层面上在提及打造大健康产业链, 布局健康管理和慢病管理后, 首次提及“发展中药饮片、配方颗粒、医疗服务等业务”, 并且有所落地, 标志着公司将进军中药饮片行业, 并未来有望围绕此次收购的中药饮片业务进行延伸及系列布局。另外, 公告中亦提及“正组建专业队伍”, 标志着公司不仅仅是初步布局, 而且已经开始了战略快速推进并落地的进程。回顾过去, 公司的主要品种包括乌灵胶囊、百令片、灵莲花颗粒、灵泽片等, 均为适合打造慢病管理及健康管理的品种, 为公司打造慢病管理及健康管理平台提供了变现通道和平台基础, 公司继而收购了商业流通和医疗服务平台, 健康管理及慢病管理闭环逐步搭建并形成, 公司此次收购百草中药可谓为公司健康管理和慢病管理闭环添砖加瓦、锦上添花, 我们认为中医中药是最适合做健康管理及慢病管理的切入口之一, 我们推测中药饮片业务仅仅是第一步, 未来公司有望进一步切入配方颗粒领域, 并且围绕中药饮片及配方颗粒等药物基础, 充分利用百草区域品牌优势及门诊部服务端现有优势, 进一步完善打造健康管理大平台, 布局当下, 放眼未来。

## 分析师

☎: 李平祝  
✉: lipingzhu@chinastock.com.cn  
执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢  
张金洋

☎: (8610) 83574546  
✉: zhangjinyang@chinastock.com.cn  
对本报告的编制提供信息

## 市场数据 时间 2015.09.11

A 股收盘价(元)	7.65
A 股一年内最高价(元)	18.18
A 股一年内最低价(元)	7.24
上证指数	3928.42
市净率	5.4
总股本 (亿股)	6.09
实际流通 A 股 (亿股)	3.98
流通 A 股市值 (亿元)	30.47

## 相关研究

1. 佐力药业 (300181) 点评报告: 外延并购再下一城, 进军服务志存高远 20150420
2. 佐力药业 (300181) 中报点评: 百令强势发力, 乌灵稳定增长, 外延式和慢病管理值得期待 20150811

## （二）百草中药质地优良，区域品牌优势较强，有望一定程度增厚业绩

百草中药 2015 年 6 月 30 日估值为 2.435 亿，在本次增资及股权转让前，百草中药进行利润分配，陈照荣、陈欢根据股权比例分享，利润分配后，百草估值 1.95 亿。佐力先对百草中药进行增资，注册资本由 2500 万增至 3270 万，佐力认购新增出资额，价格 6000 万。增资完成后，百草中药估值 2.55 亿，陈照荣将 27.04% 股权转让给佐力，作价 7004.4 万。百草中药 2014 年营业收入 1.3 亿，净利润 1012 万，2015 年上半年营业收入 5126 万，净利润 465 万，我们预计随着中医门诊部业务拓展及佐力入主后带来渠道拓展带来放量效应逐步显现，未来三年有望实现年均 2000 万利润贡献，有望一定程度增厚公司业绩。

百草中药主要从事中药饮片的研发、生产和销售。其中药饮片业务品种繁多，多达 700 多种，1,000 多个品规，包括有：茯苓饮片、黄芪饮片、麸炒白术饮片、当归饮片、麸白芍饮片、丹参饮片、陈皮饮片、生地黄饮片。直接口服饮片三七粉、川贝粉、破壁灵芝孢子粉等。

我们认为百草中药的亮点和看点包括：

**1) 百草中药具有较强的区域品牌优势，便于未来健康管理业务的延伸与拓展。**百草中药是浙江知名中药饮片企业，在浙江省内行业综合排名位列前五，是湖州市重点骨干企业、安吉县双强企业、安吉县政府重点扶持企业之一。公司创始人陈照荣先生是中医药出身，在中医药领域数十年，具有良好的口碑及品牌效应。

**2) 创始人拥有的两大品牌中医门诊部，有望成为未来健康管理及慢病管理闭环的服务端口。**创始人陈照荣先生拥有浙江中医药大学第二门诊部（泰仁堂）和杭州前进中医门诊部两大品牌门诊部，集浙江、上海等地众多名老中医于一堂，在区域具有极强的品牌影响力。这两个门诊部也承接了浙江百草很大部分中药饮片销售量。百草中药当下已开展“免费送煎药到家”的服务，在杭州及安吉地区已经初步形成了日均 1000 余份的配送量，已形成规模。我们认为在百草中药及两个中医门诊部的品牌效应下，未来门诊部模式有望在特定区域得到复制，有望成为公司健康管理及慢病管理的医疗服务端口，大力拉动公司中药饮片业务的销售放量。

**3) 百草中药在研品种丰富，未来产品结构有望升级，形成高端饮片产品系列。**百草中药致力于开发直接口服饮片，成功开发出具有高附加值的人参粉、三七粉、川贝粉、破壁灵芝孢子粉、铁读石斛冻干粉等超微粉新产品，先后获得 20 多项各类专利。部分高端品种已经获批，未来有望形成系列高端饮片产品线。

**4) 佐力入主后，新搭建团队并借助原有渠道优势，有望拉动中药饮片业务快速增长。**百草中药原有中药饮片业务销售很大部分源于两大品牌门诊部，佐力入主后将快速搭建新团队并借助原有渠道优势，在除两大品牌门诊部以外渠道快速放量，拉动中药饮片业务快速增长。

## （三）外延发展惊喜不断，“决心大+执行力强+资金充裕”的公司更值得重点关注和期待！

公司近一年来的外延式可谓是发展迅速、惊喜不断，让我们再做一个梳理：

1) 2014年7月, 1.5亿收购青海珠峰51%股权, 获得百令片, 在医药制造领域形成乌灵和百令片双核驱动的格局;

2) 2014年9月, 2400万元收购浙江凯欣65%股权, 布局医疗流通环节;

3) 2015年4月, 与德清县卫生和计划生育局签署了《关于德清县第三人民医院引进社会资本参与合作办医的框架协议》, 进入医疗服务领域;

4) 2015年6月, 公司设立健康产业投资平台——浙江佐力健康产业投资管理有限公司, 下设两个子公司——浙江佐力医院投资管理有限公司、浙江佐力医疗投资管理有限公司, 搭建大健康投资平台;

5) 2015年9月, 拟增资收购浙江百草中药51%股权, 进军中药饮片领域。

我们认为短短的一年多的时间, 公司外延式相关动作已经连续落地5项, 平均不到3个月就有一项进展, 效率极高, 这充分反映了公司管理层极大的决心与超强的执行力, 在公司”内生+外延“双轮驱动的大战略下, 公司外延发展必定马不停蹄、惊喜不断。公司外延式注重长远布局和短期业绩的权衡和协同。另外, 值得重点关注的是, 公司此次同时公告拟发行不超过人民币5亿元(含5亿元)的公司债券用以改善公司财务结构和补充流动资金等。**我们认为, 在外延发展方面, ”决心大+执行力强+资金充裕“的公司更值得重点关注和期待!**

### 3、盈利预测与投资建议

暂不考虑收购业绩并表, 预计2015-2017年摊薄后EPS分别为0.21、0.26、0.31元, 对应PE分别为36、30、24倍。内生方面, 公司拥有乌灵胶囊和百令片两大重磅潜力品种, 现有业务通过营销改善、OTC拓展未来三年仍有望翻番。外延方面, 算上公司此次收购百草中药(拟收购), 一年多时间, 公司外延式相关项目已经连续落地五单, 公司外延式发展注重长远布局和短期业绩的权衡和协同, 我们认为”决心大+执行力强+资金充裕“的公司未来更值得重点关注和期待! 公司已经进入到”内生外延双核驱动, 乌灵百令比翼齐飞“的新时代。另外, 公司积极布局的大健康及慢病管理, 有望成为公司未来一大亮点。公司停牌前股价相对于增发价格仅溢价10%左右, 具备相对安全边际, 值得重点关注。我们看好公司长期发展, 维持”推荐“评级。

### 4、风险提示

外延并购进展不达预期, 核心品种销售不达预期。

**主要财务指标**

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	419.42	514.93	708.79	831.54	988.76
营业收入增长率	22.01%	22.77%	37.65%	17.32%	18.91%
净利润（百万元）	81.00	103.18	127.82	156.69	191.30
净利润增长率	30.64%	27.39%	23.88%	22.59%	22.09%
EPS（元）	0.13	0.17	0.21	0.26	0.31
P/E	57	45	36	30	24
P/B	6.0	5.8	5.4	4.9	4.5
EV/EBITDA	7.57	16.43	9.64	8.48	6.79

资料来源：中国银河证券研究部

附表 1: 公司财务报表 (百万元)

指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	337	192	324	325	571	营业收入	419	515	709	832	989
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	55	90	177	204	237
应收账款	109	211	122	268	196	营业税金及附加	6	7	9	11	13
预付款项	2	10	10	13	14	销售费用	231	254	312	363	428
其他应收款	2	2	4	3	5	管理费用	57	60	74	85	99
存货	38	73	111	100	146	财务费用	1	4	0	-4	-7
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	2	1	1	1
固定资产净额	364	431	408	351	294	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	5	34	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
无形资产净值	40	42	36	29	23	营业利润	69	99	135	172	218
递延所得税资产	0	2	2	2	2	营业外净收入	21	21	21	21	21
资产总计	917	1122	1130	1195	1353	税前利润	90	120	157	194	239
短期借款	75	106	0	0	0	所得税	9	14	24	29	36
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	31%	32%	25%	24%	23%
应付账款	25	58	102	82	133	归属母公司净利润	81	1	1	1	2
预收款项	2	3	4	5	6	少数股东损益	0	214	273	348	429
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.133	0.170	0.210	0.257	0.314
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	0.133	0.170	0.210	0.257	0.314
其他应付款	6	42	42	42	42	<b>指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	<b>成长性</b>					
长期借款	0	42	42	42	42	收入增长率	22%	23%	38%	17%	19%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	31%	27%	24%	23%	22%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	34%	36%	26%	21%	23%
其他非流动负债	16	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>					
负债合计	145	250	190	170	222	毛利率	87%	83%	75%	76%	76%
所有者权益合计	773	872	940	1,026	1,132	净利率	19%	21%	19%	20%	21%
<b>现金流量表 (百万)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	EBITDA/营业收入	27%	29%	33%	32%	30%
净利润	81	107	133	165	203	ROE (摊薄)	10%	13%	15%	17%	18%
折旧与摊销		25	284	58	317	ROIC	14%	18%	14%	21%	24%
经营活动现金流	30	14	284	58	317	<b>估值指标</b>					
投资活动现金流	-22	-111	18	18	18	P/E	57.48	45.12	36.43	29.71	24.34
融资活动现金流	-16	-14	-170	-75	-89	P/S	11.10	9.04	6.57	5.60	4.71
净现金流	-8	-112	131	2	246	P/B	6.03	5.79	5.37	4.93	4.48
期初现金余额		358	192	324	325	EV/EBITDA	7.57	16.43	9.64	8.48	6.79
期末现金余额		192	324	325	571	股息收益率	0%	2%	1%	2%	2%

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**李平祝，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层  
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：王婷010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn