

## 收入结构持续优化，盈利水平逐渐提升

### 投资要点

- **财务概况:** 2016 年公司实现营业收入、扣非净利润分别为 3.6 亿元、0.56 亿元，同比增长分别约为 10.9%、53.2%。2016Q4 实现营业收入、扣非净利润分别为 0.95 亿元、0.11 亿元，同比增长分别为 37.6%、96.3%。
- **收入结构持续优化，盈利水平逐渐提升。** 2016 年公司收入同比增长约 10.9%，主要是公司加强对经典方浓缩丸、阿胶等重点品种的推广力度，其中六味地黄丸、阿胶实现收入分别约为 0.87 亿元、0.32 亿元，同比增长分别为 147%、30%。公司对医院市场和连锁终端销售均有所加强所致，且在区域上也加大对上海、江浙、广东等重点培育市场的开发。2016 年公司扣非净利润增长约为 53%，超出收入增速约 42 个百分点，主要原因如下：1) 期间费用率约为 10.5%，下降 1.4 个百分点。其中销售及管理费用率维持稳定，利息收入持续增加；2) 公司收入增长近 11%，其中核心单品六味地黄丸收入占比约为 24%，同比提升约 12 个百分点。由于该品种毛利率超过 55% 远高于公司整体水平，进而拉动整体利润增长。2016Q4 营业收入、扣非净利润同比增长分别为 37.6%、96.3%，主要原因为可比基数较低所致。我们认为公司产品结构调整效果明显，预计公司 2017 年净利润增长或超过 30%。
- **低价药红利继续释放，且为中药配方颗粒政策受益标的。** 1) 低价药提价效果逐渐显现，结构优化提升盈利水平。公司自 2015 年 6 月开始对逍遥丸、香砂养胃丸、补中益气丸、小活络丸等 15 个主要浓缩丸产品出厂价平均上调 12%，阿胶出厂价上调 34%，上述产品零售价也将做相应调整。我们认为公司盈利能力优化的趋势仍然存在，且低价药提价已为公司业绩带来较大弹性，仍将继续受益于市场化调价的政策红利；2) 中药配方颗粒政策放开概率较大，公司将率先受益。中药配方颗粒管理办法征求意见已结束，正式文件出台预期强烈。且近期浙江省、江西省中药配方颗粒政策有新进展，认为中药配方颗粒试点资质放开是大势所趋。公司与中科院兰州化物所合作，受让中药配方颗粒的制备与鉴别技术秘密的使用权和转让权，可生产 400 多种配方颗粒，有望取得首批生产资格，占领市场先机；3) 加强道地中药材生产布局，培育新看点。公司正在建设陇药大宗药材的规范化、规模化基地以及甘肃佛慈天然药物产业园，充分依托甘肃特色大宗中药材资源优势，促进特色中药材种植、仓储、加工、配送、经营全产业链一体化建设，提升公司综合竞争力和可持续发展能力，创造新的利润增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.16 元、0.20 元、0.25 元，对应 PE 分别为 72 倍、58 倍、47 倍，我们认为公司具有品牌价值，六味地黄丸收入占比逐渐提升优化盈利结构，且将分享中药配方颗粒市场及大健康领域快速增长，前景值得期待，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动，产品销售或不达预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	363.26	416.94	479.23	552.95
增长率	10.89%	14.78%	14.94%	15.38%
归属母公司净利润 (百万元)	60.93	81.00	100.14	125.73
增长率	41.86%	32.95%	23.63%	25.56%
每股收益 EPS (元)	0.12	0.16	0.20	0.25
净资产收益率 ROE	4.72%	5.91%	6.81%	7.88%
PE	96	72	58	47
PB	4.53	4.27	3.98	3.67

数据来源: Wind, 西南证券

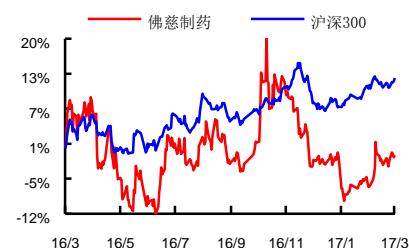
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
 执业证号: S1250513070001  
 电话: 021-68413530  
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力  
 执业证号: S1250515090002  
 电话: 023-67898264  
 邮箱: hzl@swsc.com.cn

联系人: 张肖星  
 电话: 021-68415020  
 邮箱: zxixing@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.11
流通 A 股(亿股)	5.11
52 周内股价区间(元)	10.24-13.9
总市值(亿元)	58.52
总资产(亿元)	20.37
每股净资产(元)	2.53

### 相关研究

1. 佛慈制药(002644): 收入增长保持稳定，期间费用控制较好 (2016-10-25)
2. 佛慈制药 (002644): 低价药红利释放，静待中药配方颗粒政策 (2016-07-18)
3. 佛慈制药 (002644): 16 年增长可期，继续畅享政策红利 (2016-03-17)

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	363.26	416.94	479.23	552.95	净利润	60.93	81.00	100.14	125.73
营业成本	255.02	278.22	307.99	346.22	折旧与摊销	18.69	29.91	46.89	54.64
营业税金及附加	4.69	4.98	5.88	6.79	财务费用	-31.02	-25.20	-24.99	-24.95
销售费用	29.47	33.36	38.34	41.47	资产减值损失	0.46	0.00	0.00	0.00
管理费用	39.95	43.78	47.92	49.77	经营营运资本变动	-441.14	-67.85	-116.14	-132.89
财务费用	-31.02	-25.20	-24.99	-24.95	其他	448.99	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.46	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>56.90</b>	<b>17.86</b>	<b>5.90</b>	<b>22.54</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-250.56	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	479.86	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>229.30</b>	<b>-40.00</b>	<b>-40.00</b>	<b>-40.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>64.68</b>	<b>81.81</b>	<b>104.08</b>	<b>133.66</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.91	11.29	11.21	11.18	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>70.59</b>	<b>93.10</b>	<b>115.29</b>	<b>144.84</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	9.66	12.10	15.16	19.10	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	60.93	81.00	100.14	125.73	其他	87.31	24.00	24.99	24.95
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>87.31</b>	<b>24.00</b>	<b>24.99</b>	<b>24.95</b>
归属母公司股东净利润	60.93	81.00	100.14	125.73	<b>现金流量净额</b>	<b>373.56</b>	<b>1.86</b>	<b>-9.11</b>	<b>7.49</b>
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	418.56	420.42	411.31	418.80	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	110.78	142.08	160.84	176.34	销售收入增长率	10.89%	14.78%	14.94%	15.38%
存货	191.21	111.29	107.80	103.87	营业利润增长率	55.97%	26.48%	27.23%	28.41%
其他流动资产	699.84	803.27	923.27	1065.30	净利润增长率	41.86%	32.95%	23.63%	25.56%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	42.83%	65.26%	45.61%	29.66%
投资性房地产	5.08	5.08	5.08	5.08	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	471.22	483.78	479.37	467.20	毛利率	29.80%	33.27%	35.73%	37.39%
无形资产和开发支出	118.70	116.32	113.95	111.58	三费率	10.57%	12.46%	12.79%	11.99%
其他非流动资产	21.34	21.24	21.13	21.03	净利率	16.77%	19.43%	20.90%	22.74%
<b>资产总计</b>	<b>2036.71</b>	<b>2103.48</b>	<b>2222.74</b>	<b>2369.19</b>	ROE	4.72%	5.91%	6.81%	7.88%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.99%	3.85%	4.51%	5.31%
应付和预收款项	120.84	106.41	123.74	142.16	ROIC	3.61%	5.33%	6.71%	8.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.41%	20.75%	26.29%	29.54%
其他负债	625.29	626.69	628.48	630.78	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>746.13</b>	<b>733.10</b>	<b>752.22</b>	<b>772.94</b>	总资产周转率	0.21	0.20	0.22	0.24
股本	510.66	510.66	510.66	510.66	固定资产周转率	2.28	1.52	1.15	1.23
资本公积	328.01	328.01	328.01	328.01	应收账款周转率	6.77	7.32	7.39	7.96
留存收益	450.71	531.71	631.85	757.58	存货周转率	1.46	1.84	2.81	3.27
归属母公司股东权益	1290.58	1370.38	1470.52	1596.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	122.17%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1290.58</b>	<b>1370.38</b>	<b>1470.52</b>	<b>1596.25</b>	资产负债率	36.63%	34.85%	33.84%	32.62%
负债和股东权益合计	2036.71	2103.48	2222.74	2369.19	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	10.43	12.00	11.27	10.83
					速动比率	9.03	11.09	10.51	10.19
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.12	0.16	0.20	0.25
					每股净资产	2.53	2.68	2.88	3.13
					每股经营现金	0.11	0.03	0.01	0.04
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	52.35	86.52	125.98	163.35					
PE	96.05	72.25	58.44	46.54					
PB	4.53	4.27	3.98	3.67					
PS	16.11	14.04	12.21	10.58					
EV/EBITDA	103.11	62.37	42.91	33.04					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn