



产品全线提价, 带动毛利率上升

投资要点

- **事件:**公司公告称其根据药品生产成本和市场需求情况, 决定自2018年3月1日起对浓缩丸、大蜜丸、水丸、口服液、胶剂、颗粒剂、片剂等多种剂型的100多个产品进行全线提价, 上述产品出厂价平均上调17.6%, 零售价也将做相应调整。
- **产品全线提价, 带动毛利率上升。**1) 中成药制剂为公司核心领域, 提价后对收入弹性影响大。公司2017年中成药板块收入约为5亿元, 由于佛慈中药材公司收入约为0.85亿元, 我们估算公司的中成药制剂收入约为4.1亿元, 收入占比约为82%。由于本次提价为中成药制剂产品全线提价, 平均上调幅度约为17.6%, 在不考虑制剂销量增长的情况下, 预计2018年中成药制剂板块收入约为4.8亿元; 2) **销售变革完成后, 或将迎来量价齐升。**由于公司产品销售渠道经过两年时间整理已经完成, 且新产能即将投入使用, 我们预计2018年制剂产品销量增速约为35%, 则在量价齐升的背景下中成药制剂收入或超过6.5亿元; 3) **提升产品毛利率, 提升盈利水平。**在生产成本不发生变动的情况下, 我们估算在本次提价后也将使得中成药制剂板块毛利率从31%提升到44%以上, 公司整体毛利率也将从30%提升至40%附近, 将对公司盈利水平改善明显。
- **加强核心产品销售推广, 新产能释放支撑业绩增长。**1) 公司产品批文较多, 六味地黄丸、阿胶等市场竞争力较强。随着新产能投入使用, 黄芪健脾口服液、固本还少丹、消积片等潜力品种也将逐渐扩大销售。本次全线提价平均幅度为17.6%, 同时核心产品占比逐渐加大, 或将带动公司毛利率提升, 盈利能力逐渐改善趋势明显。公司不仅将受益于低价药提价的政策红利, 同时还将受益于产品间品牌协同作用, 有助于连锁药店销售推广; 2) 公司获甘肃省中药配方颗粒试点资格, 培育新的盈利增长点。公司前期已向甘肃省食品药品监督管理局提交了300种中药配方颗粒质量标准及生产备案申请, 本次公告其拟与红日药业在中药配方颗粒科研、生产、销售及国内外市场开拓等方面合作。红日康仁堂为全国试点企业, 生产技术及国内销售网络优势明显; 佛慈制药则具有甘肃省本地中药材资源, 新厂区建设完成后配方颗粒产能将大幅增加, 且公司的出口优势较突出, 两者合作属于强强联合优势互补。预计2018年中药配方颗粒业务收入或突破5千万元; 3) 加强道地中药材生产布局, 培育新看点。公司正在建设成药材大宗药材的规范化、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2018-2020年EPS分别为0.25元、0.33元、0.44元(原预测分别为0.20元、0.27元、0.35元, 上调的主要原因为毛利率提升), 对应PE分别为46倍、35倍、26倍。我们认为公司具有品牌价值, 新产能投产后将解决生产瓶颈难题, 配合市场销售推广将或迎来快速增长期, 经营拐点明显。高毛利的六味地黄丸、阿胶等产品收入占比逐渐提升将优化盈利结构, 且将分享中药配方颗粒市场及大健康领域快速增长的红利, 前景值得期待, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**原材料价格波动风险, 产品销售或不达预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	501.14	777.95	1040.70	1332.95
增长率	37.96%	55.24%	33.78%	28.08%
归属母公司净利润(百万元)	74.09	127.86	167.99	223.07
增长率	21.61%	72.56%	31.39%	32.79%
每股收益EPS(元)	0.15	0.25	0.33	0.44
净资产收益率ROE	5.45%	8.65%	10.29%	12.13%
PE	79	46	35	26
PB	4.33	3.98	3.61	3.20

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: S1250513110001
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: hzli@swsc.com.cn

分析师: 张肖星
执业证号: S1250517080003
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@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)	8.84-11.53
总市值(亿元)	58.88
总资产(亿元)	23.50
每股净资产(元)	2.66

相关研究

1. 佛慈制药(002644): 试点中药配方颗粒, 打开新的增长空间 (2018-02-21)
2. 佛慈制药(002644): 继续销售推广投入, 全年收入高增长 (2018-02-13)
3. 佛慈制药(002644): 单季度收入增速加快, 公司经营拐点出现 (2018-01-26)
4. 佛慈制药(002644): 销售费用投入继续, 看好公司长期前景 (2017-10-22)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	501.14	777.95	1040.70	1332.95	净利润	74.09	127.86	167.99	223.07
营业成本	352.09	471.52	638.43	822.01	折旧与摊销	21.33	32.08	32.08	32.08
营业税金及附加	5.55	9.20	12.24	15.56	财务费用	-28.99	16.34	36.66	45.53
销售费用	45.05	73.90	88.46	106.64	资产减值损失	3.51	0.00	0.00	0.00
管理费用	48.45	62.24	72.85	86.64	经营营运资本变动	209.29	-673.49	-440.33	-503.90
财务费用	-28.99	16.34	36.66	45.53	其他	-212.81	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	3.51	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	66.42	-497.20	-203.60	-203.22
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-630.01	-512.60	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	187.24	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-442.77	-512.60	0.00	0.00
营业利润	85.22	144.74	192.06	256.56	短期借款	0.00	1042.99	279.40	294.87
其他非经营损益	2.16	4.36	4.35	4.39	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	87.38	149.10	196.42	260.96	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	13.28	21.24	28.43	37.89	支付股利	-6.13	-7.45	-12.86	-16.90
净利润	74.09	127.86	167.99	223.07	其他	2.28	-18.14	-36.66	-45.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-3.84	1017.40	229.88	232.44
归属母公司股东净利润	74.09	127.86	167.99	223.07	现金流量净额	-380.19	7.59	26.28	29.22
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	70.20	77.79	104.07	133.29	成长能力				
应收和预付款项	157.00	246.05	325.65	419.28	销售收入增长率	37.96%	55.24%	33.78%	28.08%
存货	196.61	259.33	351.14	452.11	营业利润增长率	31.75%	69.85%	32.69%	33.58%
其他流动资产	673.86	1046.06	1399.38	1792.34	净利润增长率	21.61%	72.56%	31.39%	32.79%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	48.14%	149.07%	35.01%	28.14%
投资性房地产	4.81	4.81	4.81	4.81	获利能力				
固定资产和在建工程	1099.98	1583.56	1554.54	1525.51	毛利率	29.74%	39.39%	38.65%	38.33%
无形资产和开发支出	127.59	124.62	121.64	118.67	三费率	12.87%	19.60%	19.02%	17.92%
其他非流动资产	19.78	19.69	19.61	19.52	净利率	14.78%	16.44%	16.14%	16.73%
资产总计	2349.83	3361.92	3880.83	4465.53	ROE	5.45%	8.65%	10.29%	12.13%
短期借款	0.00	1042.99	1322.39	1617.26	ROA	3.15%	3.80%	4.33%	5.00%
应付和预收款项	351.60	195.54	270.77	344.35	ROIC	4.34%	7.25%	7.21%	8.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.48%	24.83%	25.06%	25.07%
其他负债	639.08	645.63	654.79	664.87	营运能力				
负债合计	990.68	1884.16	2247.95	2626.48	总资产周转率	0.23	0.27	0.29	0.32
股本	510.66	510.66	510.66	510.66	固定资产周转率	3.20	5.68	9.63	16.87
资本公积	328.01	328.01	328.01	328.01	应收账款周转率	6.57	6.06	5.72	5.62
留存收益	518.68	639.08	794.21	1000.38	存货周转率	1.82	2.07	2.09	2.05
归属母公司股东权益	1359.15	1477.75	1632.88	1839.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.21%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1359.15	1477.75	1632.88	1839.05	资产负债率	42.16%	56.04%	57.92%	58.82%
负债和股东权益合计	2349.83	3361.92	3880.83	4465.53	带息债务/总负债	0.00%	55.36%	58.83%	61.58%
					流动比率	2.96	1.29	1.34	1.39
					速动比率	2.43	1.08	1.12	1.17
					股利支付率	8.27%	5.83%	7.66%	7.57%
					每股指标				
					每股收益	0.15	0.25	0.33	0.44
					每股净资产	2.66	2.89	3.20	3.60
					每股经营现金	0.13	-0.97	-0.40	-0.40
					每股股利	0.01	0.01	0.03	0.03
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	77.56	193.17	260.80	334.18					
PE	79.47	46.05	35.05	26.39					
PB	4.33	3.98	3.61	3.20					
PS	11.75	7.57	5.66	4.42					
EV/EBITDA	74.58	35.30	27.12	21.96					
股息率	0.10%	0.13%	0.22%	0.29%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn