

增持 首次

佛慈制药 (002644)

2015 年 1 月 16 日

## 经营拐点已现，基本面向上趋势明确

2015 年 1 月 15 日收盘价：21.12 元

6 个月目标价：23 元

医药行业首席分析师：周锐

SAC 执业证书编号：S0850513110003

邮箱：zr9459@htsec.com

电话：0755-82780398

医药行业分析师：郑琴

SAC 执业证书编号：S0850513080005

邮箱：zq6670@htsec.com

电话：021-23219808

医药行业核心分析师：余文心

SAC 执业证书编号：S0850513110005

邮箱：ywx9461@htsec.com

电话：0755-82780398

### 1、公司经过 2014 年的调整，经营性拐点已现，预计 2015 年将有大幅度的增长；

佛慈制药 2011 年上市时六味地黄丸占公司销售收入比重曾达到 38.11%，销售收入上亿，但近几年因消化渠道库存原因和生产原因，六味地黄丸收入 2014 年估计只有 2013 年的 40-50%。2014 年下半年开始，这一现象已经发生变化，经过营销调整，主要生产基地通过新版 GMP 认证，公司六味地黄丸等主要中成药品种的销售已经回复到正常水平。

我们判断 2015 年开始公司的经营性拐点已经出现，主要理由有：(1) 六味地黄丸渠道库存消化完成，重回增长轨道；(2) 与国内强势渠道商在阿胶等产品上进行广泛合作，放量趋势明确；(3) 二三线品种通过跟渠道合作，放量明显；(4) 基药渠道很多产品属于低价药，具有提价空间；(5) 大健康产品肖助理（甘麦大枣茶）重新定位，有希望在未来提供弹性；(6) 新产品益气通痹胶囊有望未来获批。

### 2、品牌+丰富的产品批文是公司的最大优势；

佛慈制药具有国内一流的品牌，有 462 个药品批准文号，其中 186 种列入医保目录，4 种优质优家产品，2 个国家二级中药保护品种，10 个独家品种。这些资源如果能跟渠道有效结合将产生巨大的能量，目前佛慈的阿胶已经显示出巨大的竞争优势，放量趋势明确，有望快速抢占市场；未来这些产品资源如果能够有效利用，将大大提升公司的盈利能力。

### 3、跟渠道的合作将带来巨大弹性；

目前医药流通的渠道正在出现巨大的变革，对于佛慈这类有品牌，有产品，但市场份额不大的企业而言，如果能够利用好渠道，机会大于风险，将给公司提供巨大弹性。

#### (1) 传统 OTC 渠道合作机遇——产品替代机遇

传统 OTC 渠道为大量的连锁和单体药店，药店为了提高自己的利润率，一直在进行产品替换，有品牌，给渠道利润率相对高的产品是这类药店非常喜欢的品种。而佛慈则完全满足这一条件，佛慈的阿胶推出市场后，依托良好的产品质

量和品牌优势,相对较低的价格,目前处于供不应求的状态。我们预计未来产量会从 20 吨提高到 60 吨,对公司的利润贡献将快速提高。

## (2) 基药渠道

佛慈制药进入国家基药目录的品种很多,其中有 8 个独家品种进入甘肃基药目录,这些品种中参茸固本还少丸是潜在的可能上亿的品种;在非独家品种中基药规格氮素,不会串货,其中有些产品还属于低价药目录,有可能提价。

## (3) 电商渠道

公司电商渠道的产品还在尝试阶段,打算采取佛慈和子弹飞双品牌战略。

## 4、大健康产品逐步起航;

佛慈制药 2011 年开始就打算向大健康领域进军,以甘麦大枣茶这一产品作为依托,经过几年的尝试,调整口感,推出“肖助理”饮料,主要定位为帮助消化,这一领域缺乏强势品种。肖助理口感不错,接受度达到 60%以上,预计目前销售 600 多万,还在甘肃省内铺货,2015 年有可能加大铺货力度。

## 5、新产品有望获批

公司的心血管新药益气通痹胶囊目前临床都已做完,2014 年 4 月报到药审中心,目前还在等待批准,如果未来能够获批,将是一个具有巨大市场空间的品种。

## 6、欧盟市场认证进行中。

公司目前在瑞典的浓缩当归丸的国际认证仍然在进行中,注册功能为治疗痛经,主要理化研究已经做完,未来还需要通过欧盟 GMP 认证,国家重视程度非常大,目前公司出口销售额 2000 多万,主要在美国和东南亚,如果在欧盟能够通过植物药认证,将大大提升公司影响力,并可能有较大销售额。

**7、盈利预测和投资评级:** 公司是具有良好品牌和众多产品优势的公司,经过 2014 年的调整,我们认为公司经营拐点已经出现。在未考虑增发摊薄的前提下我们预测公司 14-16 年 EPS 分别为 0.19、0.28、0.35 元。1 月 15 日收盘价 21.12 元,对应 PE109.3、75、60.8 倍。考虑到公司趋势明确,给予 2016 年 PE 66 倍,目标价 23 元,与可比公司估值相比,公司短期估值较高,给予增持评级。

**主要不确定因素。** 中药材原料价格波动,营销不确定性,招标进展。

表 1 可比公司估值比较

可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE			
		2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
羚锐制药	8.45	0.30	0.15	0.22	0.28	28.17	56.33	38.41	30.18
精华制药	24.50	0.18	0.18	0.26	0.35	136.11	136.11	94.23	70.00
嘉应制药	9.09	0.65	0.29	0.37	0.54	13.98	31.34	24.57	16.83
西藏药业	35.74	0.19	0.33	0.79	1.29	188.11	108.30	45.24	27.71
奇正藏药	22.56	0.53	0.62	0.77	0.94	42.57	36.39	29.30	24.00
平均						81.79	73.70	46.35	33.74

资料来源: WIND, 海通证券研究所备注: 收盘价日期 20150115

表 2 佛慈制药利润表预测(百万元)

利润表(百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	291.53	432.48	563.97	710.15
营业成本	187.66	323.93	404.37	503.49
营业利润	26.24	30.89	50.79	64.03
营业费用	35.83	35.90	50.76	67.46
管理费用	31.25	35.46	49.07	61.78
利润总额	35.76	40.89	59.59	73.48
EBIT	29.92	32.63	54.21	70.62
折旧摊销	15.34	17.78	24.67	29.28
EBITDA	45.25	50.41	78.88	99.90
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收支净额	9.51	10.00	8.81	9.44
所得税	5.16	6.54	9.53	11.76
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司的净利润	30.60	34.35	50.06	61.72
基本每股收益(元)	0.17	0.19	0.28	0.35

资料来源: WIND, 公司 2013 年年报, 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

医药行业：周锐、郑琴、余文心

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：迪安诊断、东阿阿胶、复星医药、国药一致、瑞康医药、上海医药、国药股份、双鹭药业、长春高新、通化东宝、智飞生物、天坛生物、达安基因、嘉事堂等

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。