

复方鳖甲软肝片进入高速成长期

证券研究报告

投资评级：买入(首次)

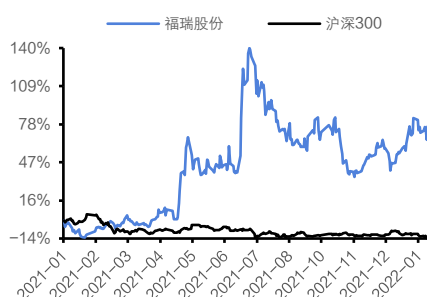
目标价格：人民币 25.22 元

基本数据

2022-01-14

收盘价(元)	14.16
流通股本(亿股)	2.30
每股净资产(元)	5.53
总股本(亿股)	2.63

最近 12 月市场表现



分析师 张文录

 SAC 证书编号: S0160517100001
 zhangwenlu@ctsec.com

相关报告

核心观点

事件：公司 2021 年实现利润 10500-12100 万元（还原股权激励费用和非经常损益），同比增长 69.60%-95.45%；扣除股权激励费用和非经常损益净利润 8500-10000 万元，同比增长 24.71%-46.72%；扣除非经常损益（只还原股权激励费用）后的净利润 10000-11600 万元，这个最具有经营性业绩的可比性，同比增长 47.06%-70.59%，复合业绩预期。

▶ 复方鳖甲软肝片是最具成长潜力的中药消费品之一

我们在写中药投资的四个逻辑中的第二个是寻找有提价能力的、对医保不敏感的品牌中药，就是高性价比的品牌 OTC、类 OTC 中药品种，低估价值股的均值回归，福瑞股份当属这一类。公司拥有治疗肝纤维化首选用药复方鳖甲软肝片以及首个专业治疗脂肪肝的壳脂胶囊。复方鳖甲软肝片是医保品种，但由于上游原材料天然虫草等价格昂贵，医保支付价格较低，限制了产品的盈利能力。近两年，公司积极扩展院外市场，单片的价格提高一倍以上至 3.3 元/片，一个疗程半年的治疗费用提升至七千元，回归产品的合理价值。目前互联网电商和药店平台销售占 40% 左右，后续占比将继续快速上升，同时开拓私域流量市场，产品打开了新一轮增长空间。

肝纤维化由肝毒性损伤和胆汁淤积损伤两种类型的慢性肝损伤所引起，如乙肝和丙肝病毒感染、慢性酒精滥用、非酒精性脂肪性肝炎（NASH）、胆汁淤积和自身免疫性肝炎，其中最常见的是病毒感染和过度饮酒。在严重且持续的病理刺激下，肝纤维化可发展为更严重的肝硬化，若肝腺泡被结节取代，则进一步恶化为肝细胞癌。肝纤维化人数约有 700 多万，暂无化药治疗方法，只有复方鳖甲软肝片和安络化纤丸等少数中药治疗，属于大市场、竞争少的蓝海领域，复方鳖甲软肝片是第一品牌。如总体治疗渗透率达到 20%，软肝片占比 30%，则市场仍有 30 亿元空间，十倍成长空间。之前由于价格等因素无法有效推广，这个因素已经消除。

▶ 儿童连锁模式逐渐进入收获期。

通过与华西医院合作，利用华西的品牌和人员培训体系，合作建立儿科门诊，向医疗服务转型。华西卓越儿童中心目前拥有三个门店，已经陆续进入收获期，后续模式有望在其他城市复制，带来公司又一增长引擎。

▶ 盈利预测

根据公司股权激励目标及可实现的路径，预计公司 2021-2023 年净利润 1.00/1.53/2.52 亿元，同比增长 61.66%/52.96%/64.59%，对应 PE 分别为 39/25/15 倍，中药行业平均 PE 估值预计 22 年在 33 倍，给予公司 22 年 45 倍 PE，目标价 25.22 元。

▶ 风险提示：软肝片推广进度不及预期、疫情对经济与推广的影响

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	832	808	865	1208	1506
收入增长率 (%)	-4.07	-2.91	7.17	39.58	24.65
归母净利润 (百万元)	43	62	100	153	252
净利润增长率 (%)	22.50	42.69	61.66	52.96	64.59
EPS (元/股)	0.17	0.24	0.38	0.58	0.96
PE	44.89	33.79	38.64	25.26	15.35
ROE (%)	3.29	4.58	6.89	9.54	13.57
PB	1.52	1.59	2.66	2.41	2.08

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	832	808	865	1208	1506	成长性					
减:营业成本	234	223	229	308	373	营业收入增长率	-4%	-3%	7%	40%	25%
营业税费	12	11	12	17	21	营业利润增长率	3%	-6%	51%	44%	55%
销售费用	223	206	216	307	346	净利润增长率	23%	43%	62%	53%	65%
管理费用	166	155	164	230	264	EBITDA 增长率	18%	11%	15%	27%	39%
研发费用	61	66	56	79	90	EBIT 增长率	18%	0%	33%	43%	53%
财务费用	0	13	0	0	0	NOPLAT 增长率	140%	0%	33%	43%	53%
资产减值损失	-8	-3	0	0	0	投资资本增长率	5%	4%	8%	11%	15%
加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0	净资产增长率	3%	4%	9%	11%	16%
投资和汇兑收益	-13	-2	-3	-4	-4	利润率					
营业利润	127	120	181	261	405	毛利率	72%	72%	74%	75%	75%
加:营业外净收支	0	-6	-6	-7	-8	营业利润率	15%	15%	21%	22%	27%
利润总额	127	114	175	253	396	净利润率	12%	11%	16%	17%	21%
减:所得税	27	24	36	52	81	EBITDA/营业收入	23%	26%	28%	26%	29%
净利润	43	62	100	153	252	EBIT/营业收入	17%	17%	22%	22%	27%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	运营效率					
货币资金	299	468	515	722	1133	固定资产周转天数	41	40	35	24	19
交易性金融资产	136	48	64	94	95	流动营业资本周转天数	195	152	161	100	55
应收帐款	305	278	317	286	173	流动资产周转天数	413	441	454	370	354
应收票据	9	10	14	9	6	应收帐款周转天数	134	126	134	86	42
预付帐款	19	13	16	14	7	存货周转天数	181	171	171	117	57
存货	116	105	108	99	58	总资产周转天数	987	1035	1028	795	697
其他流动资产	30	45	15	-17	-16	投资资本周转天数	732	788	794	629	581
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	3%	5%	7%	10%	14%
长期股权投资	75	79	80	75	76	ROA	2%	3%	4%	6%	9%
投资性房地产	38	37	15	0	-8	ROIC	7%	6%	8%	10%	14%
固定资产	92	89	84	81	79	费用率					
在建工程	180	236	254	273	291	销售费用率	27%	26%	25%	25%	23%
无形资产	438	432	465	496	494	管理费用率	20%	19%	19%	19%	18%
其他非流动资产	2	1	1	1	1	财务费用率	0%	2%	0%	0%	0%
资产总额	2250	2291	2437	2632	2877	三费/营业收入	47%	46%	44%	44%	41%
短期债务	40	60	60	60	60	偿债能力					
应付帐款	66	52	58	53	29	资产负债率	31%	29%	28%	26%	21%
应付票据	0	0	0	0	0	负债权益比	45%	42%	39%	35%	27%
其他流动负债	0	0	0	0	0	流动比率	3.93	4.20	4.50	5.26	8.98
长期借款	7	0	0	0	0	速动比率	3.34	3.69	3.98	4.77	8.57
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	47.35	43.91	—	—	—
负债总额	699	675	682	676	606	分红指标					
少数股东权益	233	263	302	351	414	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	263	263	263	263	263	分红比率					
留存收益	485	547	647	800	1052	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
股东权益	1552	1616	1755	1956	2271	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EPS(元)	0.17	0.24	0.38	0.58	0.96
净利润	100	90	139	201	315	BVPS(元)	5.01	5.14	5.52	6.10	7.06
加:折旧和摊销	51	71	58	44	24	PE(X)	44.89	33.79	38.64	25.26	15.35
资产减值准备	-3	5	0	0	0	PB(X)	1.52	1.59	2.66	2.41	2.08
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	P/FCF					
财务费用	3	3	0	0	0	P/S	2.40	2.66	4.30	3.08	2.47
投资收益	13	2	3	4	4	EV/EBITDA	9.48	8.52	14.22	10.50	6.58
少数股东损益	0	0	39	48	63	CAGR(%)					
营运资金的变动	115	28	-31	83	104	PEG	1.99	0.79	0.63	0.48	0.24
经营活动产生现金流量	256	200	179	343	458	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-125	-32	-132	-136	-46	REP					
融资活动产生现金流量	-36	1	0	0	0						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。