

# 淀粉软胶囊原料、小品种辅料快速放量，业绩大幅超出市场预期

## ——尔康制药（300267）中报预告点评

2016年07月04日

强烈推荐/维持

尔康制药 | 事件点评

### 事件：

公司公布半年度业绩预告，实现盈利 5.13-5.78 亿元，同比增长 80%-103%。扣非后净利润约为 4.89 亿-5.55 亿元，同比增长 75%-99%。

### 主要观点：

#### 1、多方影响，公司业绩大幅超预期

公司半年度业绩预告超出我们预期，更是大幅超出市场预期。我们认为，业绩超预期的主要原因有四点：

- ◆ **公司淀粉软胶囊原料快速上量。**公司软胶囊原料目前主要针对本就使用植物软胶囊的欧美保健品厂商，相较主流的 HPMC 软胶囊，淀粉软胶囊有着成本相对较低、纯植物性等优势，此前公司曾与 200 多家欧美企业进行试合作，与加拿大 SYN 公司签订的销售合同可见一斑，快速放量可谓是公司厚积薄发的结果。
- ◆ **小品种高毛利辅料快速放量。**公司已经并购了一些辅料品种进行整合，同时公司辅料质量在药辅行业内具备优势，受益于一致性评价及关联审评的推进，我们长期看好公司辅料这一块的业务。
- ◆ **磺苄西林钠恢复性增长。**公司去年磺苄西林钠受更换代理影响销量，今年恢复性增长贡献了一部分业绩增速。
- ◆ **公司定增完成，降低财务费用。**公司定增 20 亿已到账，降低了公司财务费用并增加了一定的投资收益。

#### 2、蜕变正当时，多核驱动，未来高增长可期

我们认为，公司是业绩为王的药辅行业龙头，正在由低毛利业务向高毛利业务转型，未来战略发展主要有三大主线：

**第一，传统辅料受益于政策大力推动，新型辅料快速放量贡献较大业绩增量。**公司为我国持有药用辅料批文最多的生产厂家，拥有 121 个辅料品种的批文，同时拥有国内唯一通过 CNAS 认证的国

### 杨若木

010-66554032

[yangrm@dxzq.net.cn](mailto:yangrm@dxzq.net.cn)

执业证书编号：

S1480510120014

### 缪牧一

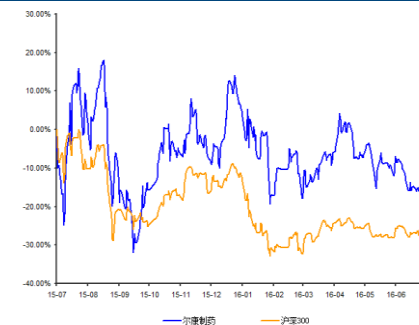
010-66554035

[miaomy@dxzq.net.cn](mailto:miaomy@dxzq.net.cn)

### 交易数据

52 周股价区间（元）	13.38-37.70
总市值（亿元）	294.5226
流通市值（亿元）	294.52
总股本/流通 A 股（万股）	205672/114101
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.9475

### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《政通人和改革促，药辅待兴大势趋——医药生物行业深度报告》2016-06-14

家药用辅料工程技术研究中心，研究方向包括新型药用辅料研发、现有药用辅料深度开发、药用辅料质量标准研究、药用辅料功能性和安全性评价等。在传统辅料方面，公司已经做好迎接一致性评价的准备，提供定制化服务：借助公司领先的技术，公司在一致性评价中可以提供药用辅料的定制服务、药用辅料科学应用的技术指导、体外溶出曲线研究与评价的服务（预实验、药学研究）、临床生物样品检测服务等。而在新型药用辅料方面，公司积极布局大健康领域：淀粉系列产品、淀粉囊系列产品、柠檬酸三大系列产品未来几年有望持续发力，成为公司业绩的主要发动机。这三大系列产品的核心本质均为新型药用辅料，公司产品以全植物为理念，持续布局大健康领域。

**第二，向制剂延伸产业链，形成新的业绩增长点。**公司此前已建立年产 84 亿粒的胶囊制剂车间，现在正在建设年产 236 亿粒的胶囊制剂车间。公司现在已获得九个胶囊制剂品种的药品补充申请批件，利用淀粉硬胶囊在终端市场的优势向胶囊制剂延伸产业链延伸，结合近期浙江台州地区发生的毒胶囊事件以及江西省对药用空心胶囊的专项检查，我们认为，植物胶囊对明胶胶囊进行替代将是长期的逻辑，市场空间巨大，公司淀粉胶囊制剂未来有望放量。

**第三，致力打造医药电商产业链闭环，形成巨大协同效应。**公司已收购长沙凯纳网络技术有限公司，有望结合药辅网、药批发、十二药网三大平台，对公司现有药用辅料、新型药用辅料业务以及未来向制剂延伸产业链的发展战略均有良好的促进作用。药辅网有望助力公司整合行业资源，促进行业升级，而公司作为辅料龙头未来有望受益于行业集中度的提升，实现强者恒强；而药批发及十二药网有望助力公司制剂的销售，目前主要是淀粉胶囊制剂（药批发扩大营销网络，十二药网引导终端客户）。

#### 结论：

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.44、0.56、0.71 元，对应 PE33、26、20 倍。我们于 6 月 14 日发布的《药辅行业深度报告：政通人和改革促，药辅待兴大势驱》报告中首次给予公司强烈推荐评级，公司是药用辅料龙头企业，受益于仿制药一致性评价的持续推进以及公司药用辅料互联网平台的整合效应；公司是目前全球唯一一家实现淀粉胶囊产业化的药用辅料生产企业，淀粉硬胶囊应用广泛、前景可观，着眼于药用市场、保健品市场和潜在开发的食品市场，三大市场持续开发有望为公司带来较大业绩弹性，而淀粉软胶囊原料随着合作销售的方式逐步放量；公司柠檬酸系列产品的塑化剂领域着眼全球，市场极为广阔，值得期待；公司持续向制剂延伸产业链，包括借淀粉胶囊的终端优势顺势推出胶囊制剂以及成立产业并购基金。公司未来看点颇多，我们看好公司长期发展，维持“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表						利润表					
单位: 百万元											
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
流动资产合计	974	3037	4831	6035	7504	营业收入	1370	1756	2426	3106	3802
货币资金	351	2020	3815	4740	5940	营业成本	789	852	1087	1388	1656
应收账款	184	215	266	340	417	营业税金及附加	7	9	13	16	20
其他应收款	13	16	21	28	34	营业费用	86	79	104	137	167
预付款项	27	40	57	77	102	管理费用	149	167	230	295	361
存货	332	566	596	760	908	财务费用	2	-3	-3	-3	-3
其他流动资产	29	146	28	28	28	资产减值损失	6.08	7.33	7.00	7.00	7.00
非流动资产合计	1247	1765	1649	1545	1439	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-0.86	1.24	1.00	1.00	1.00
固定资产	719	1277	1196	1128	1078	营业利润	330	646	989	1268	1594
无形资产	181	214	193	172	150	营业外收入	5.28	12.96	6.00	6.00	6.00
其他非流动资产	1	2	2	2	2	营业外支出	0.09	0.08	0.00	0.00	0.00
资产总计	2221	4801	6480	7580	8943	利润总额	336	659	995	1274	1600
流动负债合计	311	493	337	395	447	所得税	48	60	91	116	144
短期借款	160	195	0	0	0	净利润	287	599	904	1158	1456
应付账款	71	69	83	106	127	少数股东损益	-1	-6	0	0	0
预收款项	15	56	57	57	58	归属母公司净利润	288	605	904	1158	1456
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	574	936	1088	1369	1697
非流动负债合计	232	51	56	56	56	EPS (元)	0.63	0.66	0.44	0.56	0.71
长期借款	200	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	543	544	393	451	503	成长能力					
少数股东权益	56	74	74	74	74	营业收入增长	35.57%	28.14%	38.15%	28.04%	22.39%
实收资本 (或股	454	1028	2057	2057	2057	营业利润增长	47.35%	95.57%	52.96%	28.22%	25.77%
资本公积	534	1950	1950	1950	1950	归属于母公司净利	49.53%	28.05%	49.53%	28.05%	25.79%
未分配利润	589	1125	1839	2752	3901	获利能力					
归属母公司股东	1622	4184	6013	7055	8366	毛利率(%)	42.41%	51.47%	55.19%	55.32%	56.43%
负债和所有者权	2221	4801	6480	7580	8943	净利率(%)	20.97%	34.11%	37.27%	37.27%	38.30%
现金流量表						单位: 百万元					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	总资产净利润 (%)	12.98%	12.59%	13.95%	15.27%	16.28%
经营活动现金流	175	519	1043	1043	1349	ROE(%)	17.78%	14.45%	15.03%	16.41%	17.41%
净利润	287	599	904	1158	1456	偿债能力					
折旧摊销	241	293	0	104	106	资产负债率(%)	24%	11%	6%	6%	6%
财务费用	2	-3	-3	-3	-3	流动比率					
应收账款减少	0	0	-51	-75	-76	速动比率					
预收账款增加	0	0	0	0	1	营运能力					
投资活动现金流	-611	-649	7	-6	-6	总资产周转率	0.75	0.50	0.43	0.44	0.46
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应收账款周转率	9	9	10	10	10
长期股权投资减	0	0	0	0	0	应付账款周转率	30.52	25.22	31.94	32.72	32.56
投资收益	-1	1	1	1	1	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	285	1710	745	-113	-143	每股收益 (最新摊	0.63	0.66	0.44	0.56	0.71
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流 (最新	-0.33	1.54	0.87	0.45	0.58
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	3.57	4.07	2.92	3.43	4.07
普通股增加	215	574	1028	0	0	估值比率					
资本公积增加	-137	1416	0	0	0	P/E	22.73	21.70	32.58	25.44	20.23
现金净增加额	-151	1580	1795	924	1201	P/B	4.01	3.52	4.90	4.17	3.52
						EV/EBITDA	11.35	13.79	23.57	18.06	13.85

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士，2016年6月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。