

中药
署名人: 余方升
S0960511090002
021-52286447
yufangsheng@china-invs.cn

众生药业

002317

推荐

中期主导品种收入增长较快, 利润增速下半年有望回升

众生药业上半年实现归属于母公司净利润约 0.93 亿, 同比增长 11.18%, 对应 EPS 为 0.26 元。

投资要点:

- **中期营收增速较快, 净利润增长较稳主要是成本影响。**1-6 月公司实现营业收入 5.28 亿, 同比增长 26.78%。实现归属于上市公司股东净利润约 0.93 亿, 同比增长 11.18%。扣除非经常性损益后同比增长 12.27%, 业绩增速较慢主要是三七采购成本同比大幅增加所致。销售和管理费用率整体同比下降 1.6 个百分点。前 3 季度公司预计实现归属于母公司净利润同比增长 0%-20%。
- **中成药方面, 复方血栓通胶囊基层拓展进度良好。**公司整体工业上半年省内同比增长 12.48%, 省外大幅增长 51.01%。中成药销售收入 1-6 月达到 4.44 亿, 同比增长 34.67%, 毛利率下降 5.77 个百分点。
 - 其中, 我们估计复方血栓通胶囊前 6 月实现销售收入约 2 亿多, 同比增长约 35%, 全年销售收入将达到 5 亿多。从目前情况来看, 今年签订的一批代理商订货积极, 随着各省基药政策的陆续实施, 基层实现放量是可以期待的;
 - 清热祛湿冲剂预计增长比较稳定。众生丸销售集中在广东本土市场, 今年已上调终端零售价格, 通过加强在药店的推广, 预计今后将保持在 10%以上的增速;
 - 脑栓通胶囊目前主要在广东、河南等地区开拓, 医院终端增速比较快。前期已新进广东省基药增补目录, 未来将成长为公司第二大重磅品种。
- **化学药有所调整。**复方醋酸地塞米松乳膏等化学药上半年实现销售收入约 0.80 亿, 同比减少 4.94%, 未来有待加强。
- **产品线今后有望持续丰富。**口康凝胶完成了 3 期临床, 正在进行数理统计。健行颗粒处于 3 期临床试验沟通阶段。复方血栓通胶囊增补神经系统适应症补充申请已获广东省药监局受理。另外, 考虑到现有较多货币资金, 我们预计公司有可能通过收购来获取一些高端优质品种。
- **成本因素将逐渐缓解。**目前市场 120 头三七统货价约 740 元, 处于历史高位。随着秋季产新高峰的到来, 后续价格将会逐步跌落。同时, 公司今年新增加了 430 亩种植基地, 有助于减轻未来成本压力。
- **推荐评级。**总体来看, 今年公司主导品种终端增速较快, 但受制于成本导致利润增长不明显, 明后年三七价格下跌预期有望驱动毛利率快速回升。我们预计公司 13-15 年 EPS 分别为 0.62、0.87 和 1.20 元, 同比分别增长 22%、40%和 39%, 值得中长期配置, 维持推荐评级。

风险提示: 主导产品省外市场拓展面临一定竞争风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	886	1095	1375	1729
收入同比(%)	18%	23%	26%	26%
归属母公司净利润	182	222	311	433
净利润同比(%)	21%	22%	40%	39%
毛利率(%)	61.9%	58.8%	64.6%	70.4%
ROE(%)	11.4%	15.3%	20.2%	26.0%
每股收益(元)	0.50	0.62	0.87	1.20
P/E	46.55	38.05	27.13	19.50
P/B	5.32	5.83	5.49	5.08
EV/EBITDA	38	29	19	14

资料来源: 中投证券研究总部

6-12 个月目标价: 30.45 元

当前股价: 23.47 元

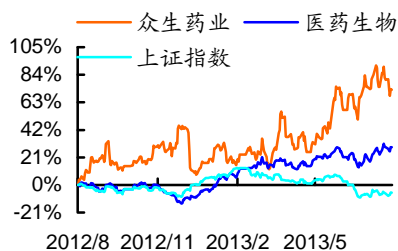
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2050.48
总股本(百万)	360
流通股本(百万)	220
流通市值(亿)	50
EPS	0.12
每股净资产(元)	4.28
资产负债率	9.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
众生药业	-5.89%	32.63%	45.40%
医药生物	5.27%	11.34%	19.34%
上证指数	1.14%	-6.66%	-16.11%



相关报告

- 《众生药业-基药放量+成本大幅缓解可期》
2013-6-26
- 《众生药业-复方血栓通胶囊未来将明显受益于基药市场扩容》
2013-4-27
- 《众生药业-药企中的“长跑健将”》
2012-12-4

附表 1: 众生药业 2012-2013 年各季度盈利性数据 (单位: 百万)

财务指标	12 年 1Q	12 年 2Q	12 年 3Q	12 年 4Q	13 年 1Q	13 年 2Q	13 年 2Q 环比
营业收入	194.16	222.19	233.46	236.62	241.33	286.53	18.73%
营业成本	72.08	82.81	91.04	91.75	99.34	112.37	13.12%
营业费用	70.00	75.00	75.74	79.91	72.62	97.90	34.80%
管理费用	11.69	12.81	13.91	24.68	15.40	20.50	33.11%
财务费用	-4.88	-7.54	-5.80	-9.01	-2.67	-6.67	---
营业利润	42.62	56.23	55.42	45.97	52.66	59.02	12.07%
利润总额	42.78	56.62	56.87	56.53	52.98	58.24	9.93%
所得税	6.33	9.12	8.73	7.12	8.07	9.81	21.50%
归属于母公司净利润	36.45	47.50	48.14	49.42	44.91	48.43	7.85%
EPS	0.101	0.132	0.134	0.137	0.125	0.135	7.85%
毛利率	62.88%	62.73%	61.01%	61.23%	58.84%	60.78%	1.94%
营业费用率	36.05%	33.75%	32.44%	33.77%	30.09%	34.17%	4.07%
管理费用率	6.02%	5.76%	5.96%	10.43%	6.38%	7.15%	0.77%
实际所得税率	14.80%	16.11%	15.35%	12.59%	15.24%	16.84%	1.60%

资料来源: 康缘药业历年报表 中投证券研究总部

附表 2: 复方血栓通胶囊主要基药竞争品种对比情况

品种	复方血栓通胶囊	麝香保心丸	复方丹参滴丸	速效救心丸	银丹心脑通软胶囊
生产厂家	众生药业	上海和黄药业	天士力	中新药业	贵州百灵
上市年份	1996 年	1981 年	1994 年	1983 年	2005 年
原材料	三七、黄芪、丹参、玄参	人工麝香、人参提取物、人工牛黄、肉桂、苏合香、蟾酥、冰片	丹参、三七、冰片	川芎、冰片	银杏叶、丹参、灯盏细辛、三七、山楂、绞股蓝、大蒜等
适应症	活血化瘀, 益气养阴。用于治疗血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞; 以及用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛。	芳香温通, 益气强心。用于心肌缺血引起的心绞痛, 胸闷及心肌梗塞。	活血化瘀, 理气止痛。用于气滞血瘀所致的胸痹, 症见胸闷、心前区刺痛; 冠心病心绞痛。	行气活血, 祛瘀止痛, 增加冠脉血流量, 缓解心绞痛。用于气滞血瘀型冠心病, 心绞痛。	用于气滞血瘀引起的胸痹, 症见胸痛, 胸闷, 气短。心悸等; 冠心病, 心绞痛, 高血压、脑动脉硬化, 中风、中风后遗症见上述症状者。
零售价	0.5 克*30 粒/盒 规格 28 元	22.5mg*42 丸/盒规格 23 元	27mg*180 粒/盒 29.8 元	40mg*60 粒*2 瓶/盒 23.6 元	0.4g*15 粒*2 板/盒 30 元
用法用量	口服一次 3 粒, 一日 3 次	口服, 一次 1-2 丸, 一日 3 次	口服或舌下含服, 一次 10 丸, 一日 3 次, 4 周为一疗程	含服, 一次 4-6 粒, 一日 3 次; 急性发作时, 一次 10-15 粒。	口服, 一次 2-4 粒, 一日 3 次。
日均费用	8 元	2.5 元	5 元	4 元	9.1 元
2012 年销售收入	4 亿多	6 亿多	20 亿	7.2 亿	2.7 亿

数据来源: 各公司资料 中投证券研究总部

附表 3: 众生药业主营业务收入及成本预测 (单位: 万)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	64071	75065	88662	109454	137509	172918
中成药:	48970	58979	71758	91593	118621	152926
复方血栓通胶囊	29729	35957	42789	55625	73425	95453
众生丸	11374	12511	14013	15694	17578	19687
清热祛湿冲剂	2012	2314	2661	3060	3519	4047
脑栓通等其它中药	5855	8197	12296	17214	24100	33739
化学药	14880	15624	16159	16967	17816	18707
其它业务收入	222	462	744	893	1072	1286
营业成本	23475	27239	33767	45060	48745	51157
中成药:	13100	16130	22493	33115	36140	37848
复方血栓通胶囊:	4857	6703	10747	18733	18353	15622
三七使用量 (公斤)		180000	200000	240000	316800	411840
采购均价 (元/公斤)		300	460	700	500	300
①三七成本金额		5400	9200	16800	15840	12355
②其它成本		1303	1547	1933	2513	3267
众生丸	4657	5216	5842	6543	7329	8208
清热祛湿冲剂	1100	1210	1404	1628	1889	2191
脑栓通胶囊等其它中药	2485	3000	4500	6210	8570	11826
化学药	10229	10635	10927	11528	12105	12710
其它业务成本	146	475	347	416	500	600
毛利率	63.36%	63.71%	61.91%	58.83%	64.55%	70.42%
中成药:	73.25%	72.65%	68.65%	63.85%	69.53%	75.25%
复方血栓通胶囊	83.66%	81.36%	74.88%	66.32%	75.00%	83.63%
众生丸	59.05%	58.31%	58.31%	58.31%	58.31%	58.31%
清热祛湿冲剂	45.33%	47.70%	47.25%	46.79%	46.33%	45.86%
脑栓通胶囊等其它中药	57.56%	63.40%	63.40%	63.92%	64.44%	64.95%
化学药	31.26%	31.93%	32.38%	32.06%	32.06%	32.06%
其它业务	34.29%	-2.73%	53.38%	53.38%	53.38%	53.38%

资料来源: 公司历年报表 中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1322	1026	997	1044	营业收入	886	1095	1375	1729
现金	907	547	413	346	营业成本	338	451	487	512
应收账款	115	127	165	208	营业税金及附加	10	12	15	19
其它应收款	1	1	1	1	营业费用	301	331	429	571
预付账款	46	38	45	50	管理费用	63	71	99	130
存货	98	138	147	154	财务费用	-27	-20	-9	1
其他	155	175	227	285	资产减值损失	2	1	1	1
非流动资产	416	628	784	826	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	323	427	551	630	营业利润	200	249	352	495
无形资产	51	49	47	45	营业外收入	14	12	12	12
其他	31	142	175	142	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1737	1655	1781	1871	利润总额	213	259	364	506
流动负债	110	165	201	166	所得税	31	37	52	73
短期借款	0	57	87	50	净利润	182	222	311	433
应付账款	11	18	18	20	少数股东损益	0	0	0	0
其他	99	91	95	96	归属母公司净利润	182	222	311	433
非流动负债	41	41	41	41	EBITDA	199	262	389	554
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.62	0.87	1.20
其他	41	41	41	41					
负债合计	150	206	241	206	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	180	360	360	360	成长能力				
资本公积	927	567	567	567	营业收入	18.1%	23.5%	25.6%	25.8%
留存收益	480	522	613	738	营业利润	18.6%	24.2%	41.7%	40.6%
归属母公司股东权益	1587	1449	1540	1664	归属于母公司净利润	20.6%	22.3%	40.2%	39.1%
负债和股东权益	1737	1655	1781	1871	获利能力				
					毛利率	61.9%	58.8%	64.6%	70.4%
					净利率	20.5%	20.3%	22.6%	25.1%
					ROE	11.4%	15.3%	20.2%	26.0%
					ROIC	21.1%	20.0%	23.7%	30.5%
					偿债能力				
					资产负债率	8.7%	12.4%	13.5%	11.0%
					净负债比率	0.00%	27.47%	36.13	24.13%
					流动比率	12.04	6.21	4.97	6.31
					速动比率	11.14	5.37	4.23	5.37
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.65	0.80	0.95
					应收账款周转率	8	9	9	9
					应付账款周转率	26.03	30.74	26.67	26.78
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.50	0.62	0.87	1.20
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.48	0.68	1.06
					每股净资产(最新摊薄)	4.41	4.02	4.28	4.62
					估值比率				
					P/E	46.55	38.05	27.13	19.50
					P/B	5.32	5.83	5.49	5.08
					EV/EBITDA	38	29	19	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007—2012 年连续 6 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名，2012 年获第 1 名。

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，3 年证券行业从业经验，负责中药研究；

余文心，医药行业分析师，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；

王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434