

利润放缓，成长加速

众生药业 (002317) 2013 年半年报点评

推荐 (维持)

风险评级：一般风险

2013 年 8 月 6 日

投资要点：

- ◇ **毛利率降低，利润放缓。**2013年上半年实现营业收入5.28亿元 (+26.78%)，增速创新高；净利润0.93亿元 (+11.18%)，扣非后净利润0.94亿元 (+12.27%)，EPS 0.26元。Q2单季度收入2.86亿元 (+28.96%)，净利润0.48亿元 (+1.94%)。2013年上半年毛利率59.89%，同比下降3个百分点；销售费用1.71亿元 (+17.61%)，管理费用0.36亿元 (+46.58%)。历年二季度都是公司业绩低点，三四季度将快速回升，全年业绩增速有保证。
- ◇ **复方血栓通增长强劲，基药效应逐步兑现。**分产品来看，中成药销售额4.44亿元 (+34.67%)，毛利率65.19%，下降5.77个百分点，中成药增长势头良好，预计复方血栓通胶囊增速40%以上，基药效应逐渐兑现；化学药销售额0.80亿元 (-4.94%)，主要是公司化学药以普药为主，竞争压力大。由于化药收入占比和毛利率较低，该业务对公司利润影响将逐步减少。
- ◇ **三七成本压力减轻，价格处于下降通道。**母公司Q2单季度毛利率63.50%，环比Q1毛利率62.91%提升，三七成本压力有所缓解。据统计2013-2014年全国春冬两季三七总产量分别为1万吨和2万吨，市场需求7000吨左右，供过于求的局面已经确认。由于春七采收在10月份左右，且有部分春七留种，2013年三七供需基本平衡。预计明年10月新一轮采收季后三七价格将有较大下跌。
- ◇ **新产品开发进展顺利。**复方血栓通胶囊糖尿病适应症的补充申请已获得广东药监局受理；口腔溃疡治疗药物口康凝胶已完成三期临床，处于材料统计阶段；帕金森病治疗药物健行颗粒已完成三期临床前期沟通工作，正准备后续工作阶段。
- ◇ **丰富销售组合，抢占基药机遇。**公司的销售模式以自建队伍为主，对渠道的控制能力强，但市场覆盖较慢。为应对复方血栓通胶囊入选新版基药目录的机遇，公司加快渠道覆盖，实行自营和代理相结合的模式，有助于较快抢占市场。此外后续政策也会规定二三级医院基本药物使用比例，复方血栓通胶囊的独家品种的优势将进一步显现。
- ◇ **投资建议：**作为一家经营稳健的中成药公司，近年来一直保持20%左右增长。在核心品种复方血栓通胶囊入选12版基药目录后，广阔的基层增量市场将提升公司增速。此外脑栓通作为公司另一个重要增长点，随规模的上升对业绩的带动也逐步明显。我们认为，

俞春燕

SAC 执业证书编号：
S0340511010001

研究助理
皮劲松
电话：0769-22119455

主要数据 2013 年 8 月 5 日

收盘价(元)	23.47
总市值(亿元)	84.49
总股本(百万股)	360.00
流通股本(百万股)	220.12
ROE (TTM)	12.0%
12 月最高价(元)	24.93
12 月最低价(元)	12.69

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

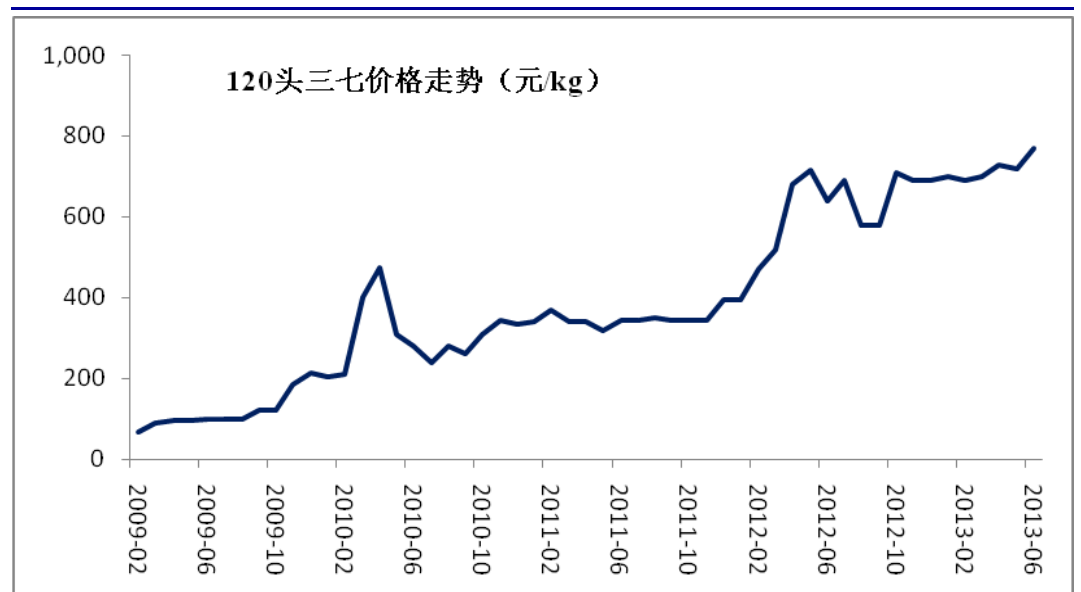
业绩符合预期，基药行情可期
2013 年 4 月 25 日

在巩固 OTC 业务、改进八达制药盈利能力基础上，依靠复方血栓通胶囊和脑栓通的高速增长，公司的中长期前景较为乐观。预计 13-15 年 EPS 0.63、0.86、1.1 元，对应 PE 36、26、20，维持推荐评级。

表 1：众生药业分季度财务数据

财务项目(百万)	11Q2	11 Q3	11Q4	12Q1	12 Q2	12Q3	12Q4	13 Q1	13Q2
营业收入	193.56	196.21	194.68	194.16	222.19	233.46	236.62	241.33	286.53
同比增长	15.90%	18.39%	17.23%	16.83%	14.79%	18.98%	21.54%	24.29%	28.96%
营业成本	68.76	70.29	70.44	72.08	82.81	91.03	91.75	99.34	112.37
毛利率	64.48%	64.18%	63.82%	62.88%	62.73%	61.01%	61.22%	58.84%	60.78%
销售费用	66.19	64.87	69.02	70.00	75.00	75.73	79.91	72.62	97.90
销售费用率	34.20%	33.06%	35.45%	36.05%	33.75%	32.44%	33.77%	30.09%	34.17%
管理费用	13.44	13.27	23.18	11.69	12.80	13.91	24.68	15.40	20.49
管理费用率	6.94%	6.76%	11.91%	6.02%	5.76%	5.96%	10.43%	6.38%	7.15%
财务费用	-6.74	-0.55	-10.10	-4.88	-7.54	-5.80	-9.01	-2.67	-6.68
营业利润	49.07	45.80	39.65	42.62	56.23	55.42	45.98	52.66	59.01
利润总额	55.73	45.60	39.42	42.78	56.63	56.87	56.53	52.98	58.23
所得税	9.07	6.93	3.50	6.33	9.12	8.73	7.12	8.07	9.81
所得税税率	16.27%	15.20%	8.88%	14.79%	16.10%	15.35%	12.60%	15.23%	16.85%
净利润	46.65	38.68	35.92	36.45	47.50	48.15	49.41	44.91	48.42
同比增长	10.91%	14.98%	7.48%	24.44%	1.82%	24.48%	37.56%	23.21%	1.94%
EPS(元)	0.18	0.22	0.20	0.20	0.27	0.26	0.28	0.12	0.14

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 1：120 头三七价格走势


资料来源：东莞证券研究所，中药材天地网

图 2：利润表

科目(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	750.64	886.43	1149.80	1462.06	1859.15
营业总成本	581.87	686.19	889.46	1105.07	1400.85
营业成本	272.39	337.67	438.87	506.16	588.27
营业税金及附加	9.78	9.78	12.65	16.08	20.45
销售费用	255	300.64	379.43	497.10	660.00
管理费用	63	63.08	80.49	109.65	148.73
财务费用	(19)	-27.23	-23.13	-25.40	-18.46
资产减值损失	1	2.24	1.15	1.46	1.86
其他经营收益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
对联营和合营投资收益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	169	200.25	260.34	357.00	458.30
加 营业外收入	9	13.52	5.00	5.00	5.00
减 营业外支出	2	0.95	2.00	2.00	2.00
利润总额	175	212.81	263.34	360.00	461.30
减 所得税	25	31.30	37.66	51.84	66.89
净利润	151	181.51	225.68	308.16	394.41
减 少数股东损益	0	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	150.54	181.51	225.68	308.16	394.41
最新总股本(百万股)	180.00	180.00	360.00	360.00	360.00
基本每股收益(元)	0.84	1.01	0.63	0.86	1.10

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn