

## 益盛药业（002566）2014 年中期报告点评：

### 药品逐步分化，参业布局加速

行业分类：医药生物

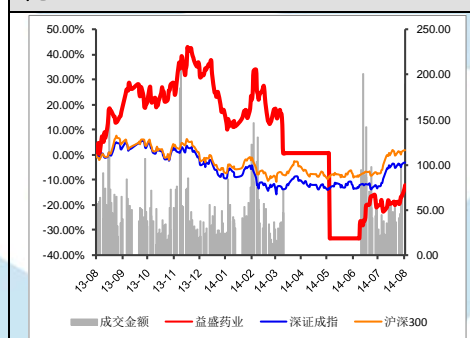
2014 年 08 月 19 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	20.00
当前股价（14.08.19）	16.39

#### 基础数据

上证指数	2245.33
总股本（亿）	3.31
流通 A 股（亿）	2.04
流通 B 股（亿）	0.00
流通 A 股市值（亿）	33.48
每股净资产（元）	5.09
ROE（14H）	2.90%
资产负债率	18.95%
动态市盈率	55.63
动态市净率	3.11

#### 近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

#### 事件回顾：

公司 2014 年中期报告披露：报告期内公司实现营业收入 3.41 亿元，同比增长幅度为 8.93%；归属上市公司股东的净利润约为 4882.11 万元，较去年同期增加 2.07%（扣非后约为 4119.06 万元，同比下滑 6.69%）；基本每股收益为 0.15 元。

#### 投资要点：

**药品逐步分化，核心品种稳定：**今年上半年公司累计实现主营业务收入 3.40 亿元，同比增加 8.64%，其中医药行业营业收入 3.37 亿元，较去年同期增长 9.55%，保健品及其他行业营业收入 274.59 万元，同比下滑 46.33%，由此可见，医药行业依旧是公司当前的核心业务，短期内难以发生改变；虽然医药行业整体增长趋势良好，但是具体品种却分化趋势明显，清开灵、生脉注射剂受当前基药招标进展缓慢、市场竞争加剧等因素的影响，上半年收入出现不同程度下滑，尤其是清开灵注射液报告期内收入仅为 0.55 亿元，同比下滑 26.25%，同期在公司学术推广力度加大的带动下，拳头产品振源胶囊、心悦胶囊销售持续稳步上升，1-6 月分别实现销售收入 1.28、0.20 亿元，较去年同期分别增加了 26.94% 和 27.08%，显示出了较好的市场潜力；

**盈利能力提高，费用增加明显：**报告期内公司综合毛利率约为 74.55%，较去年同期增加 2.78 个百分点，盈利能力的提高主要源于高毛利拳头品种业务占比提高、单品毛利率上升两个方面，但是公司当期盈利能力提高并未带来业绩的快速增长，上半年公司销售费用、财务费用增加明显，带动期间费用率同比增加 5.16%，侵蚀了当期利润，其中销售费用同比增加 15.24%，公司解释为销售增加及市场开拓投入所致，在项目明细中可以清楚的看到，销售费用的增加主要来源于市场开发及服务费、职工薪酬两个科目增长，我们认为这是公司加大市场开拓的正常现象，预计随着其未来销售规模扩大，该项费用存在一定的改善空间；

**人参行情延续，存货持续增加：**在此前的报告中，我们分析认为，未来一段时间，在供需失衡的现象依旧较为严重，国内人参价格仍有望持续高位运行，中药材天地网统计数据显示，今年 07 月红参（小抄）价格约为 370 元/kg，较年初上涨接近 6%，与此同时，公司存货量也在持续增加，截止到 2 季末，公司存货约为 7.20 亿元，较期初增加 2.43 亿元，公司解释为采购红参及红参种植增加所致，其中原材料约为 4.71 亿元，增加 1.82 亿元，我们认为在当前人参行情持续高涨的情况下，高存货无疑将利于公司盈利能力的提升；

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

**依托种植优势，延伸产业链条：**公司作为国内“非林地栽参”的先行者，依托种植规模优势，不断延伸人参产业链，上半年公司持续推进“非林地栽参”扩建项目建设，在扩大种植面积的同时，做好田间管理和防病、妨害工作，生产基地通过了国家 GAP 检查，利用现有厂房建成的人参饮片加工车间通过 GMP 认证，人参食品在原有已审批品种的基础上，继续加大新品的研发工作，同时还投资设立吉林省益盛汉参化妆品有限责任公司，进行人参系列化妆品的开发。

**定增收购皇封，加速产业布局：**公司在 6 月底公布发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金方案，拟以发行股份及支付现金相结合的方式购买长白山皇封参业有限公司 100% 的股权，皇封参业在人参饮片、人参食品、人参保健品以及人参化妆品、人参发酵品等方面进行了大量的研发投入，具备了一定的生产能力，终端方面在北京、长春、抚松等地拥有 5 家直营店，我们认为，公司具有较好的品牌优势，但是在人参下游产品储备、市场渠道开拓上劣势明显，收购完成后，公司能够快速切入人参下游产业领域，进一步延伸产业链，同时借助皇封现有市场渠道，加快市场开拓进程。

### **投资评级：**

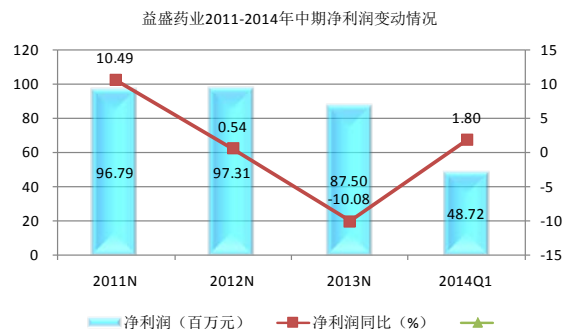
根据公司中期报告以及前期股本变动情况，在不考虑未来增发收购影响的前提下，我们暂调整公司 14-16 年 EPS 分别为 0.30/0.34/0.42 元，对应的动态市盈率分别为 56、48、39 倍；我们认为随着公司营销能力提升，核心品种有望保持稳定增资趋势，公司人参种植优势明显，并逐步向产业下游延伸，随着人参饮片以及下游产品投向市场，将成为驱动其未来增长的核心因素，公司近期通过增发收购加快产业布局，形成优势互补局面，因此维持公司的“买入”评级。

### **投资风险：**

上游种植风险；产品降价风险；品牌塑造风险；并购管理风险。

**图表 1：益盛药业营业收入变动情况**

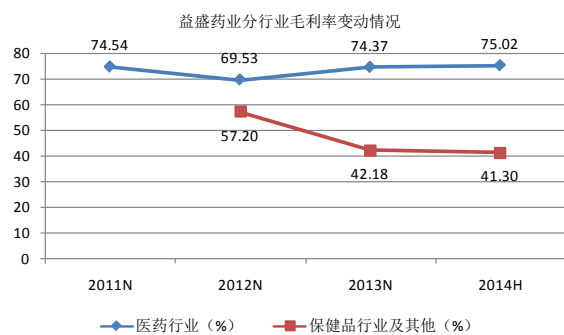

资料来源:wind、中航证券金融研究所

**图表 2：益盛药业净利润变动情况**


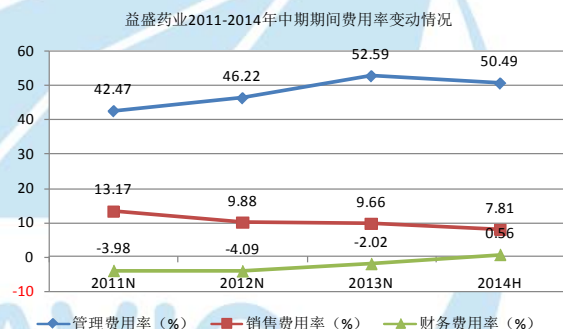
资料来源:wind、中航证券金融研究所

**图表 3：益盛药业分行业收入变动情况**

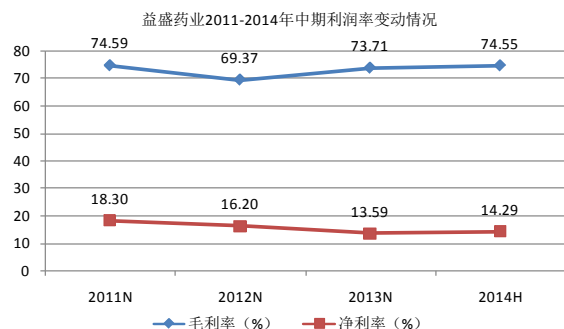

资料来源:wind、中航证券金融研究所

**图表 4：益盛药业分行业毛利率变动情况**


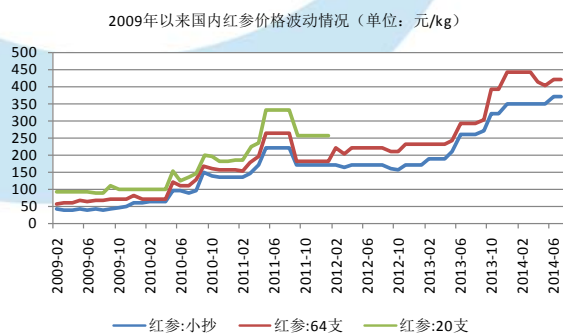
资料来源:公司报告、中航证券金融研究所

**图表 5：益盛药业费用率变动情况**


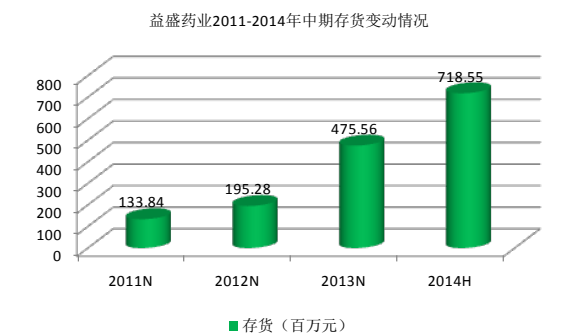
资料来源:wind、中航证券金融研究所

**图表 6：益盛药业利润率变动情况**


资料来源:wind、中航证券金融研究所

**图表 7：国内红参价格波动情况**


资料来源:wind、中航证券金融研究所

**图表 8：益盛药业存货变动情况**


资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 9: 盈利预测表

报表预测						
利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	528.93	600.50	643.90	770.36	911.26	1125.77
减: 营业成本	134.40	183.90	169.28	214.47	265.18	348.09
营业税金及附加	7.74	8.29	11.13	13.31	15.74	19.45
营业费用	224.61	277.56	338.61	392.81	455.63	537.67
管理费用	69.68	59.33	62.22	65.33	71.90	82.63
财务费用	-21.03	-24.56	-12.98	-1.89	-1.14	2.39
资产减值损失	6.23	0.52	0.39	0.39	0.39	0.39
加: 投资收益	0.00	0.00	6.43	7.00	7.00	7.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>107.29</b>	<b>95.46</b>	<b>81.68</b>	<b>92.95</b>	<b>110.56</b>	<b>142.15</b>
加: 其他非经营损益	5.67	19.13	20.76	20.76	20.76	20.76
<b>利润总额</b>	<b>112.96</b>	<b>114.58</b>	<b>102.44</b>	<b>113.71</b>	<b>131.32</b>	<b>162.91</b>
减: 所得税	16.17	17.28	14.94	16.01	18.65	23.39
<b>净利润</b>	<b>96.79</b>	<b>97.31</b>	<b>87.50</b>	<b>97.70</b>	<b>112.67</b>	<b>139.52</b>
减: 少数股东损益	0.31	0.68	0.18	0.20	0.24	0.29
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>96.48</b>	<b>96.63</b>	<b>87.32</b>	<b>97.50</b>	<b>112.44</b>	<b>139.23</b>
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	896.21	860.08	390.97	25.49	88.41	11.26
应收和预付款项	313.70	294.14	336.97	452.42	525.71	809.48
存货	133.84	195.28	475.56	749.97	765.32	853.69
其他流动资产	0.00	10.01	324.84	324.84	324.84	324.84
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	207.80	230.26	279.49	239.53	199.56	159.60
无形资产和开发支出	17.16	19.30	18.38	16.18	13.97	11.76
其他非流动资产	0.00	41.40	45.72	44.76	43.80	43.80
<b>资产总计</b>	<b>1568.71</b>	<b>1650.46</b>	<b>1871.94</b>	<b>1853.18</b>	<b>1961.61</b>	<b>2214.43</b>
短期借款	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00	127.10
应付和预收款项	35.16	41.87	60.11	58.08	69.39	73.18
长期借款	3.88	2.75	2.37	2.37	2.37	2.37
其他负债	15.56	16.48	32.60	32.60	32.60	32.60
<b>负债合计</b>	<b>54.60</b>	<b>61.10</b>	<b>195.08</b>	<b>93.04</b>	<b>104.35</b>	<b>235.24</b>
股本	110.32	220.63	220.63	220.63	220.63	220.63
资本公积	1050.37	940.05	940.05	940.05	940.05	940.05
留存收益	333.58	408.14	495.46	585.54	689.42	818.05
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1494.27</b>	<b>1568.83</b>	<b>1656.15</b>	<b>1746.23</b>	<b>1850.11</b>	<b>1978.74</b>
少数股东权益	19.85	20.53	20.71	20.92	21.15	21.44
<b>股东权益合计</b>	<b>1514.11</b>	<b>1589.36</b>	<b>1676.86</b>	<b>1767.14</b>	<b>1871.26</b>	<b>2000.19</b>
负债和股东权益合计	1568.71	1650.46	1871.94	1860.18	1975.61	2235.43
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	-111.96	79.38	-188.28	-277.60	52.69	-208.92
投资性现金净流量	-44.08	-87.23	-362.56	17.65	17.65	17.65
筹资性现金净流量	993.89	-25.10	98.45	-105.53	-7.41	114.11
<b>现金流量净额</b>	<b>837.84</b>	<b>-32.95</b>	<b>-452.39</b>	<b>-365.48</b>	<b>62.92</b>	<b>-77.15</b>

资料来源: wind、中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
**持有**：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
**卖出**：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
**中性**：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
**减持**：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

赵浩然，SAC执业证书号：S0640513070002，南开大学理学学士、天津大学理学硕士，2011年6月加入中航证券金融研究所，从事医药生物行业的研究。

## 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，本报告清晰、准确地反映了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：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券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。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。