

医药：众生药业（002317）

2015年02月12日

## 快报业绩提速，投资机会显现

推荐（首次）

### 2014 年业绩快报

众生药业 2015 年 2 月 12 日披露 2014 年度业绩快报，实现营业收入 13.09 亿元，同比增长 20.04%；归属上市公司净利润为 2.23 亿元，同比增长 19%，每股收益 0.61 元，符合 2014 年三季度报告中对 2014 年度预测归属上市公司净利润增速 10-30%。

2014 年归属上市公司净利润出现加速上涨，2013 年同比仅为 3.41%，2014 年为 19.23%，可见公司业绩拐点出现。

### 三七价格下降提升业绩

公司重点产品复方血栓通胶囊主要成本为三七，占生产成本的 70-80%。120 头三七价格最高出现在 2013 年为 770 元/公斤，2014 年 12 月已经下跌到 135 元/公斤，下跌幅度高达 82.46%，使得公司生产成本出现大幅下降，提升毛利率水平，我们预测 2015 年三七价格仍然处于低位徘徊状态。

### 投资策略

首次覆盖，我们预测 2014-2015 年公司营业收入分别为 13.09 亿元、16.01 亿元和 19.1 亿元；归属上市公司净利润分别为 2.24 亿元、2.76 亿元和 3.23 亿元；每股收益分别为 0.62 元、0.77 元和 0.90 元；对应 PE 为 32 倍、26 倍和 22 倍，鉴于公司业绩面临拐点，且存在重大资产重组预期，暂时给予公司“推荐”评级。

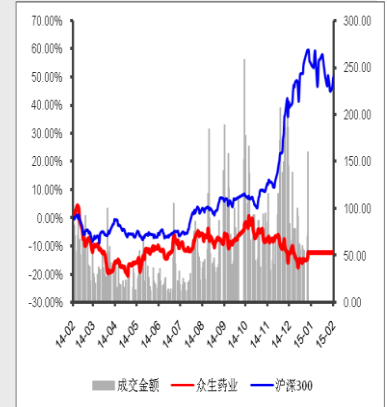
### 风险提示

1、重大资产重组存在变数；2、原材料成本上升风险；3、药品安全事件等。

图表：财务数据及估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	255.6	315.3	387.8	477.8	590.1
同比增长(+/-%)	21.9%	23.4%	23.0%	23.2%	23.5%
归属净利润（百万元）	10.6	36.5	62.7	92.8	113.9
同比增长(+/-%)	27.3%	244.1%	71.6%	48.1%	22.7%
每股收益（元）	0.06	0.22	0.38	0.57	0.69
PE	465.33	135.23	78.83	53.23	43.39
PB	8.17	7.82	7.16	6.38	5.63

市场表现 截至 2015.02.11



市场数据

2015-02-11

A 股收盘价（元）	19.79
一年内最高价（元）	24.12
一年内最低价（元）	17.60
上证指数	3,157.70
市净率	3.9
总股本（万股）	36,941
实际流通 A 股（万股）	22,879
限售流通 A 股（万股）	14,061
流通 A 股市值（亿元）	45.3

分析师：张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-58565075

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

证券研究报告

## 目 录

一、2014 年业绩出现拐点.....	4
二、三七成本下降，业绩加速增长.....	6
三、民企资质，经营灵活.....	6
四、投资建议.....	7
五、风险提示.....	7
1、重大资产重组存在变数.....	7
2、原材料成本上升风险.....	7
3、食品药品安全事件.....	7

## 图表目录

图表 1: 核心产品功效及原材料情况.....	4
图表 2: 2013 年收入结构.....	5
图表 3: 2006-2014 年季报毛利率及净利润率情况.....	5
图表 4: 2006-2014 年营业收入及增速情况.....	5
图表 5: 2006-2014 年归属上市公司净利润及增速情况.....	5
图表 6: 2009-2014 年三七价格走势 (元/公斤) .....	6
图表 7: 2013 年公司高管持股比例情况.....	6

## 一、2014 年业绩出现拐点

众生药业 2015 年 2 月 12 日披露 2014 年度业绩快报,实现营业收入 13.09 亿元,同比增长 20.04%; 归属上市公司净利润为 2.23 亿元,同比增长 19%, 每股收益 0.61 元,符合 2014 年三季度报告中对 2014 年度预测归属上市公司净利润增速 10-30%。

公司产品具有中西结合的特点,以中药为主,其中主导产品为复方血栓通胶囊、众生丸、脑栓通胶囊等,具体情况如下:

图表 1: 核心产品功效及原材料情况

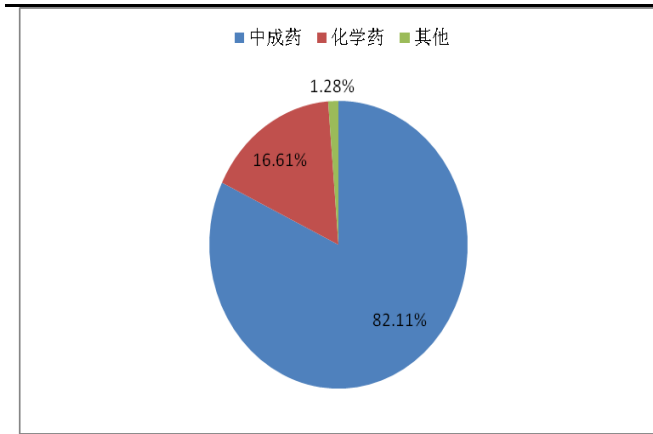
产品名称	功效	原材料	药品类型
复方血栓通胶囊	用于血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞,视力下降或视觉异常,眼底瘀血征象,神疲乏力,咽干,口干;以及用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛。	三七、黄芪、丹参、玄参	处方药、基本药物、独家剂型
众生丸	用于上呼吸道感染,急、慢性咽喉炎,急性扁桃腺炎,疮毒等症。	蒲公英、紫花地丁、黄芩、岗梅、赤芍、天花粉、玄参、当归、防风、柴胡、皂角刺、人工牛黄、白芷、胆南星、虎杖、夏枯草、板蓝根。辅料为:羟丙纤维素、微晶纤维素、乳糖、硬脂酸镁、二氧化硅、滑石粉、蔗糖、明胶。	OTC
脑栓通胶囊	缺血性脑卒中,脑梗塞	蒲黄、赤芍、郁金、天麻、漏芦。	处方药、广东省基药

数据来源: 公司网站, 华融证券整理

收入结构情况,中成药 2013 年实现营业收入 8.95 亿元,占收入比重为 82.11%, 毛利率为 65.36%; 化学药营业收入为 1.81 亿元,占收入比重为 16.61%; 其他营业收入为 0.14 亿元,占收入比重为 1.28%。

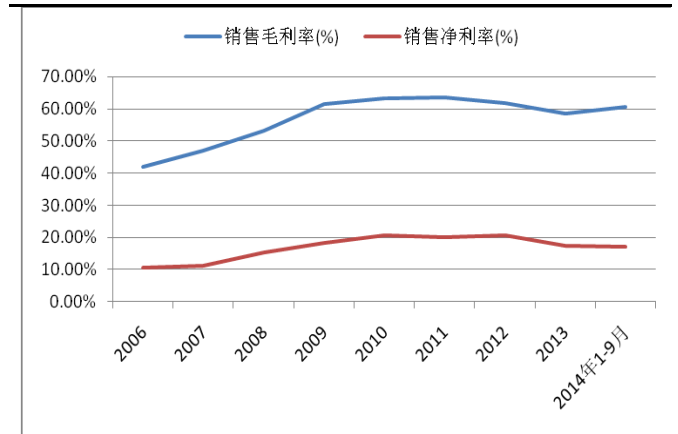
公司毛利率出现回升,截至 2014 年三季报,毛利率由 2013 年的 58.55% 回升到 60.62%,提升 2.07 个百分点。

图表 2: 2013 年收入结构



数据来源: 公司公告、华融证券整理

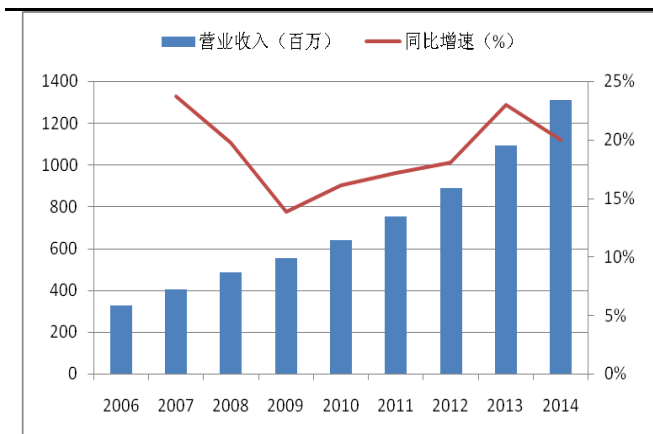
图表 3: 2006-2014 年三季报毛利率及净利润率情况



数据来源: 公司公告、华融证券整理

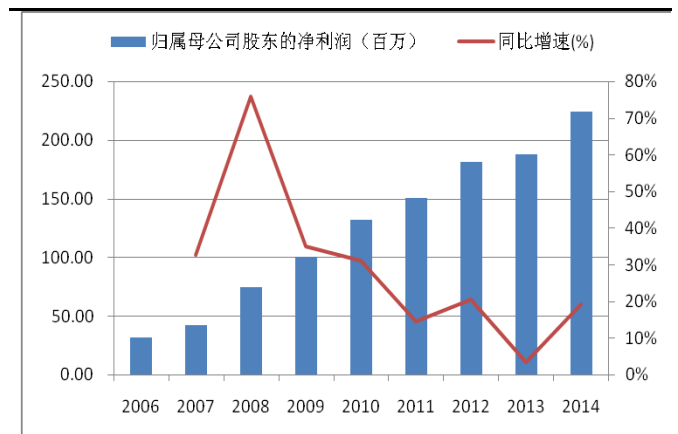
2014 年归属上市公司净利润出现加速上涨, 2013 年同比仅为 3.41%, 2014 年为 19.23%, 可见公司业绩拐点出现。主要是由于: 第一, 公司复方血栓通胶囊进入新版基药目录, 销售扩容; 第二, 主要中药材三七价格大幅回落 80% 左右, 使得公司主要品种复方血栓通胶囊生产成本大幅下降; 第三, 公司加大营销投入, 脑栓通胶囊推广顺利, 收入保持高速增长等。

图表 4: 2006-2014 年营业收入及增速情况



数据来源: 公司公告、华融证券整理

图表 5: 2006-2014 年归属上市公司净利润及增速情况

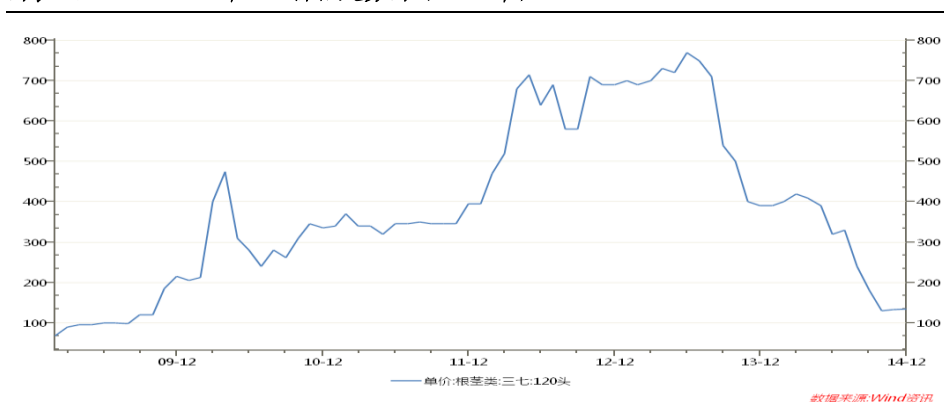


数据来源: 公司公告、华融证券整理

## 二、三七成本下降，业绩加速增长

我们推测 2014 年复方血栓通胶囊收入为 6.89 亿元，占收入比重 52.68%。复方血栓通胶囊主要成本为三七，占生产成本的 70-80%。120 头三七价格最高出现在 2013 年为 770 元/公斤，2014 年 12 月已经下跌到 135 元/公斤，下跌幅度高达 82.46%，使得公司生产成本出现大幅下降，提升毛利率水平。

图表 6: 2009-2014 年三七价格走势 (元/公斤)



数据来源: WIND, 华融证券整理

三七又名田七，为 3 年生草本植物，5—6 月开花，7—8 月结果，分两季采收。由于经历了 2009、2010 年两年的大幅暴涨，种植三七热情高涨，使得 2010-2012 年连续扩大种植面积，因此可以预见 2013-2015 年三七价格将出现暴跌，目前已经得到验证。三七产量保守估计 2014 年产量在 1.3-1.5 万吨左右，而市场需求在 9000 吨左右，供大于求，且会延续到 2015 年。短期三七价格不会出现反弹，低位运行。

## 三、民企资质，经营灵活

公司第一大股东为张绍日，持股比例为 31.96%，也是公司实际控制人，现有高管均持有公司股份，激励到位，有利于公司长期稳定发展。

图表 7: 2013 年公司高管持股比例情况

姓名	职务	期末持股数(股)
张绍日	董事长	117,855,000
叶惠棠	副董事长	21,234,574
龙超峰	董事, 副总经理	7,100,000
陈永红	董事, 总经理	7,000,000

赵希平	副总经理	6,900,000
黄仕斌	监事会主席,工会主席	6,860,000
曹家跃	监事	6,150,000
龙春华	副总经理,财务总监	1,771,876
丁衬欢	职工监事	70,000

数据来源:公司公告,华融证券整理

## 四、投资建议

首次覆盖,我们预测 2014-2015 年公司营业收入分别为 13.09 亿元、16.01 亿元和 19.1 亿元; 归属上市公司净利润分别为 2.24 亿元、2.76 亿元和 3.23 亿元; 每股收益分别为 0.62 元、0.77 元和 0.90 元; 对应 PE 为 32 倍、26 倍和 22 倍, 鉴于公司业绩面临拐点, 且存在重大资产重组预期, 暂时给予公司“推荐”评级。

## 五、风险提示

### 1、重大资产重组存在变数

自 2015 年 1 月 8 日停牌筹划重大资产重组至今仍未披露, 存在较大变数。

### 2、原材料成本上升风险

三七等中药材价格存在波动风险, 使得公司原材料成本存在上升风险。

### 3、食品药品安全事件

目前国家越来越重视食品药品安全, 并努力完善法律来保护消费者权益, 因此一旦发生食品药品安全事件, 将会对企业造成毁灭性的打击。

附表:

**利润表**

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	886.4	1,090.0	1,308.5	1,600.9	1,910.4
营业成本	337.7	451.9	510.3	624.4	745.0
营业税金及附加	9.8	11.8	14.4	17.6	21.0
营业费用	300.6	358.2	426.6	512.3	611.3
管理费用	63.1	86.9	104.7	128.1	152.8
财务费用	-27.2	-18.4	-3.6	1.4	10.1
资产减值损失	2.2	1.5	7.8	9.5	8.7
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	11.2	2.8	3.5	4.4
<b>营业利润</b>	<b>200.2</b>	<b>209.3</b>	<b>251.1</b>	<b>311.2</b>	<b>365.8</b>
营业外收入	13.5	11.0	10.7	11.0	11.6
营业外支出	1.0	2.4	1.6	1.8	1.7
<b>利润总额</b>	<b>212.8</b>	<b>218.0</b>	<b>260.2</b>	<b>320.4</b>	<b>375.6</b>
所得税	31.3	30.6	36.4	44.9	52.6
<b>净利润</b>	<b>181.5</b>	<b>187.4</b>	<b>223.8</b>	<b>275.5</b>	<b>323.1</b>
少数股东权益	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	181.5	187.7	223.8	275.5	323.1
EPS (元)	0.50	0.52	0.62	0.77	0.90

**主要财务比率**

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	18.1%	23.0%	20.0%	22.4%	19.3%
营业利润	18.6%	4.5%	20.0%	23.9%	17.5%
净利润	20.6%	3.4%	19.2%	23.1%	17.2%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	61.9%	58.5%	61.0%	61.0%	61.0%
净利率	20.5%	17.2%	17.1%	17.2%	16.9%
ROE	11.4%	11.1%	12.0%	13.4%	14.2%
ROIC	11.7%	11.2%	13.3%	13.6%	13.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	8.7%	12.0%	9.8%	19.1%	24.8%
流动比率	12.04	7.22	9.48	4.69	3.63
速动比率	11.14	4.24	4.41	1.97	1.50
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.51	0.55	0.62	0.61	0.62
存货周转率	3.44	3.61	3.26	3.38	3.42



应收账款周转率	3.29	2.63	3.00	2.92	2.87
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.50	0.52	0.62	0.77	0.90
每股经营现金	0.79	0.31	0.00	-0.38	-0.07
每股净资产	4.41	4.68	5.16	5.72	6.31
每股股利	0.19	0.24	0.13	0.20	0.28
<b>估值比率</b>					
PE	39.25	37.96	31.83	25.86	22.05
PB	4.49	4.23	3.83	3.46	3.14

**资产负债表**

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>1,321.5</b>	<b>1,364.6</b>	<b>1,521.2</b>	<b>2,018.2</b>	<b>2,510.1</b>
现金	907.0	332.6	229.5	240.1	286.6
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	154.9	231.7	274.8	336.2	401.2
应收款项	114.8	182.3	161.9	212.2	263.9
其他应收款	0.9	7.6	3.2	4.6	6.2
存货	98.2	125.3	156.3	184.7	218.0
其他	45.8	485.0	695.5	1,040.3	1,334.2
<b>非流动资产</b>	<b>415.6</b>	<b>616.4</b>	<b>604.4</b>	<b>598.1</b>	<b>587.3</b>
长期股权投资	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
固定资产	323.3	403.9	434.6	404.8	376.8
无形资产	50.8	73.0	80.8	94.0	103.7
其他	31.5	129.6	79.0	89.3	96.8
<b>资产总计</b>	<b>1,737.1</b>	<b>1,981.0</b>	<b>2,125.6</b>	<b>2,616.3</b>	<b>3,097.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>109.8</b>	<b>188.9</b>	<b>160.5</b>	<b>430.0</b>	<b>690.8</b>
短期负债	0.0	26.5	0.0	239.6	456.2
应付账款	11.2	39.3	39.9	39.4	48.7
预收账款	4.9	10.7	8.4	10.7	13.6
其他	93.7	112.3	112.2	140.4	172.3
<b>长期负债</b>	<b>40.6</b>	<b>49.1</b>	<b>47.3</b>	<b>68.5</b>	<b>76.2</b>
长期借款	0.0	6.0	6.0	6.0	6.0
其他	40.6	43.1	41.3	62.5	70.2
<b>负债合计</b>	<b>150.4</b>	<b>238.0</b>	<b>207.8</b>	<b>498.5</b>	<b>767.0</b>
股本	180.0	360.0	360.0	360.0	360.0
资本公积金	926.5	746.5	746.5	746.5	746.5
留存收益	480.2	577.9	752.7	952.8	1,165.2
少数股东权益	0.0	58.5	58.5	58.5	58.5
母公司所有者权益	1,586.7	1,684.4	1,859.2	2,059.3	2,271.8

负债及权益合计                    **1,737.1**            **1,981.0**            **2,125.6**            **2,616.3**            **3,097.3**

现金流量表

单位: 百万元

<b>经营活动现金流</b>	<b>140.1</b>	<b>109.4</b>	<b>0.1</b>	<b>-138.1</b>	<b>-26.4</b>
净利润	181.5	187.4	223.8	275.5	323.1
折旧摊销	<b>26.0</b>	<b>30.4</b>	<b>47.6</b>	<b>49.0</b>	<b>50.2</b>
财务费用	-21.7	-11.7	-3.6	1.4	10.1
投资收益	<b>-0.1</b>	<b>-10.6</b>	<b>-2.3</b>	<b>-2.8</b>	<b>-3.9</b>
营运资金变动	-40.1	-84.5	-269.4	-465.9	-410.0
其他	-5.5	-1.5	4.0	4.7	4.2
<b>投资活动现金流</b>	<b>-80.3</b>	<b>-607.3</b>	<b>-29.5</b>	<b>-35.1</b>	<b>-30.9</b>
资本支出	-77.1	-558.9	-31.8	-37.9	-34.8
其他投资	-3.2	-48.4	2.3	2.8	3.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-60.1</b>	<b>-66.7</b>	<b>-73.7</b>	<b>183.8</b>	<b>103.8</b>
借款变动	0.0	32.5	-26.5	239.6	216.7
普通股增加	0.0	180.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	-180.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	-72.0	-90.0	-49.0	-75.4	-110.6
其他	11.9	-9.2	1.8	19.7	-2.3

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

## 免责声明

张科然，在此声明，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58568159

网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)