

# 业绩向好，人参全产业链价值已现

## 买入(首次)

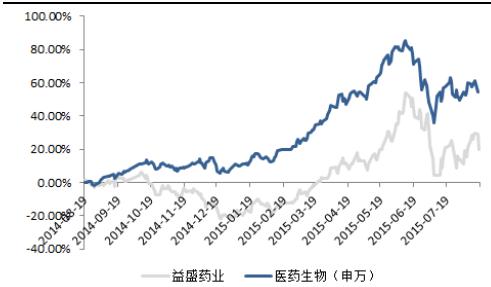
2015年8月21日

### 投资要点

- 主营业务稳健：**2015年1-6月，公司实现营业收入4.56亿元，同比增长33.69%；实现净利润5522.06万元，同比增长13.34%；实现归属上市公司股东净利润5518.56万元，同比增长13.04%；实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益后净利润5075.03万元，同比增长23.21%。
- 人参加工板块成利润新增长点：**人参种植板块在上半年主要完成2800余亩土地租赁工作；人参加工板块现已成为公司新的利润增长点，上半年实现销售收入9363.86万元，实现净利润1837.01万元，占公司净利润的33.27%，同时困扰人参饮片加工项目的土地问题有望在8月得到解决，预计8月下旬开始动工建设。
- 胶囊剂增长态势良好，针剂收入下滑：**药品板块中拳头产品振源胶囊和心悦胶囊上半年保持良好增长态势，分别实现14.02%和32.06%的增长；主要针剂品种生脉注射液和清开灵注射液由于各地招标工作延后及控制“药占比”政策的执行导致销售收入较上年同期有所下降，下降幅度分别为5.97%和43.39%。公司现已充分做好应对未来各地区招标工作的准备，销售情况有望在下半年得到改善。
- 化妆品板块业绩喜人：**化妆品板块在2015年3月正式对外销售，作为人参产业链的新生力量，该板块得到公司在人力、物力和财力等方面的支持，并取得良好效果。上半年公司化妆品板块实现销售收入3196.36万元，同时申报的特许经营备案许可于6月9日通过商务部商业特许经营管理办公室审核，进一步扩宽该板块的销售渠道。
- 盈利预测：**我们预测益盛药业2015-2018年营业收入分别为10.1亿、12.5亿、15.1亿和18.1亿元，归属母公司净利润分别为1.3亿、1.9亿、2.1亿和2.6亿元。折合2015-2018年EPS分别为0.40、0.56、0.63和0.77元，对应动态市盈率分别为44.4、31.1、27.8和22.7倍。
- 投资评级：**公司围绕“打造人参全产业链”的发展战略，充分发挥人参种植、人参加工、药品、人参保健品和食品、化妆品、蜂制品等各大板块的协同效应，促进各板块共同发展。人参加工板块成利润新增长点，化妆品板块业绩超预期，公司未来有望借助吉林省大力发展人参产业的东风实现业绩快速增长。考虑到公司布局人参全产业链，外延预期较强，故我们首次给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**市场风险、招标降价风险、人参价格波动风险。

证券分析师 **洪阳**  
 执业资格证书号码：  
 S0600513060001  
 0512-62938572  
[Hongyang614@gmail.com](mailto:Hongyang614@gmail.com)

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	17.56
一年最低/最高价	12.56/26.82
市净率	3.28
流通A股市值 (百万元)	3598

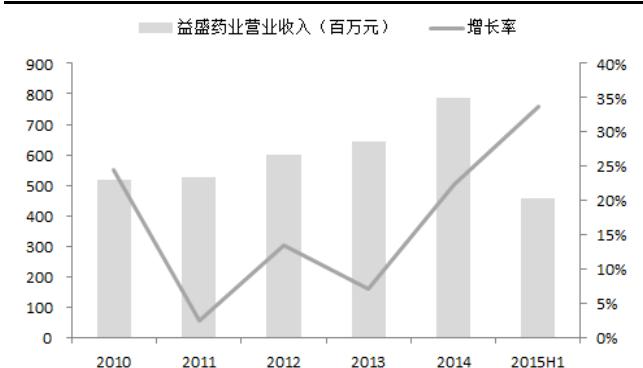
### 基础数据

每股净资产 (元)	5.35
资产负债率 (%)	35.19
总股本 (百万股)	331
流通A股 (百万股)	207

## 1. 业绩稳健增长

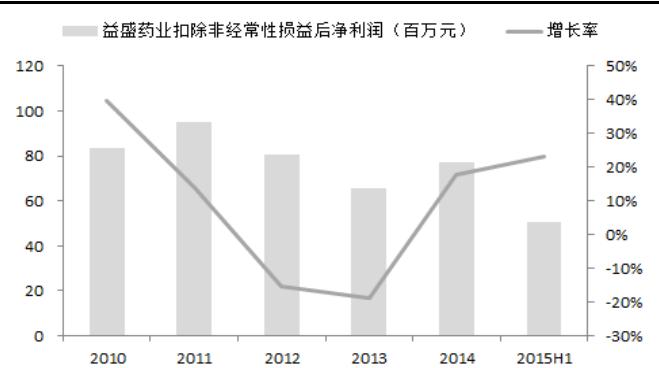
2015 年 1-6 月，公司实现营业收入 4.56 亿元，同比增长 33.69%；实现净利润 5522.06 万元，同比增长 13.34%；实现归属上市公司股东净利润 5518.56 万元，同比增长 13.04%；实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益后净利润 5075.03 万元，同比增长 23.21%。

**图表 1：2010-2015H1 益盛药业营业收入及增长率情况**



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**图表 2：2010-2015H1 益盛药业扣除非经常性损益后净利润及增长率情况**



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 打造人参全产业链

上半年，公司围绕“打造人参全产业链”的发展战略，充分发挥人参种植、人参加工、药品、人参保健品和食品、化妆品、蜂制品等各大板块的协同效应，促进各板块共同发展。

### 2.1 人参种植

公司非林地栽参扩建项目建设内容包括：按照 GAP 标准建设人参种植基地 1.2 万亩，有机肥生产车间 1.0 万平方米，购置设备 522 台（套）。项目建成后，可年产鲜人参 1632 吨，有机肥 1.4 万吨。建设期限为 2011 年 6 月 1 日至 2017 年 10 月 31 日。

根据吉林医药设计有限公司出具的非林地栽参扩建项目可行性研究报告，本项目完全达产后，年平均可实现销售收入 1.47 亿元，利润总额 5502.67 万元。

公司自 2007 年开始非林地人参种植，并已收获两批，经检测，重金属、农药残留及皂苷含量均达到国家标准，证明公司非林地人参种植模式的成功。公司非林地栽参技术属国内首创，目前在推广应用方面收到

良好的效果。公司现有 1582 亩的示范基地，奠定其中成药开发建设的原料基地基础。

从 2012 年开始，公司计划以每年 2,000 亩的速度扩大种植规模。同时，计划投资 2.2 亿元进行人参深加工项目的建设，努力在人参食品等下游产品上形成独具特色的产品群，创造出具有强大影响力的企业品牌。上半年，公司不断推进非林地栽参扩建项目建设，在做好田间管理的同时，完成了 2800 余亩的土地租赁工作。

## 2.2 人参加工

公司人参饮片加工项目建设内容包括：建设人参加工车间 8000 平方米，综合办公楼 5600 平方米，包材成品库(含地下冷库)4720 平方米，动力站 2025 平方米，门卫 45 平方米，购置设备 535 台（套）。项目达产后，年可加工生晒参 200 吨、大力参 130 吨、模压红参 150 吨。

根据吉林医药设计有限公司出具的人参饮片加工项目可行性研究报告，本项目完全达产后，年可实现销售收入 2.93 亿元，利润 7733.32 万元。

目前，人参加工板块已成为公司新的利润增长点，上半年实现销售收入 9363.86 万元，实现净利润 1837.01 万元，占公司净利润的 33.27%。

人参饮片加工项目建设用地为新征土地，前期由于新征土地的地上物搬迁等原因仍未完成，导致本项目土建工程未能按照原计划如期开工。公司根据实际情况调整了本项目实施进度，目前，本项目主要设备的选型和购置工作已基本完成，土地问题已基本得到解决，预计将在 8 月下旬开始动工建设。

### 2.2.1 签订人参切片《产品购销合同》

2015 年 6 月，公司全资子公司吉林省集安益盛汉参中药材种植有限公司与辽宁天士力森涛参茸股份有限公司就人参切片销售签订《产品购销合同》。

《产品购销合同》总额为 1.06 亿元，占公司 2014 年度经审计营业收入的 13.43%。合同将在 2015 年度内执行，合同的签订和执行将对公司 2015 年度的经营业绩产生影响。

## 2.3 药品板块

公司依托本地的药材资源优势，对人参、西洋参进行综合立体开发，不仅充分利用传统中药的药用部位，还对其地上部分的茎叶、花、果进

行开发，是全国首家实现人参全株利用的医药制造企业。

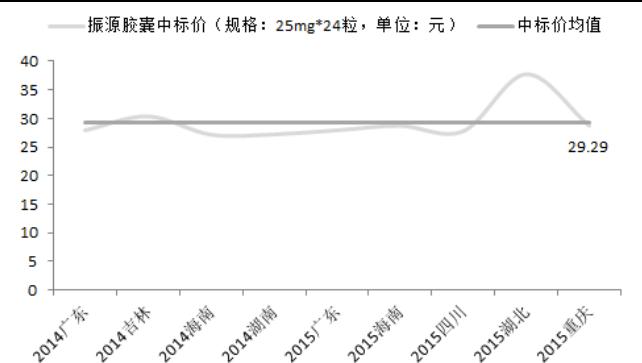
上半年，公司拳头产品振源胶囊和心悦胶囊保持良好的增长态势，主要针剂品种生脉注射液和清开灵注射液由于各地招标工作延后及控制“药占比”政策的执行导致销售收入较上年同期出现不同程度的下降。为保证药品板块的发展，公司积极响应国家卫计委 70 号文件精神，现已充分做好应对未来各地区招标工作的准备，销售情况有望在下半年得到改善。

### 2.3.1 振源胶囊

振源胶囊是以人参的果实为原料提取出人参果总皂苷精制而成的胶囊剂，在临幊上用于治疗心血管疾病、衰老疾病和免疫系统疾病，具有冠心病与糖尿病“二病同治”的独特疗效。

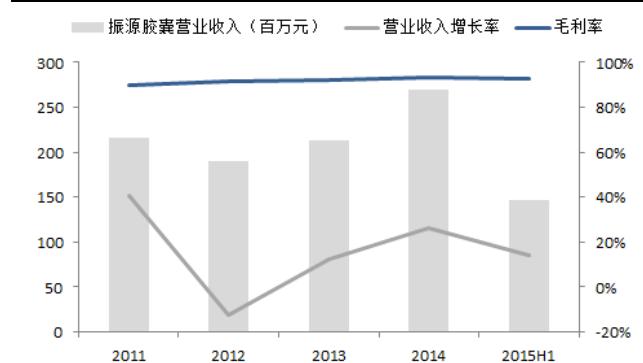
2014-2015 年 7 月，25mg\*24 粒振源胶囊中标价均值为 29.29 元，价格维护良好，上半年，公司继续加大对振源胶囊学术推广力度，不断提高市场份额，实现销售收入 1.46 亿元，同比增长 14.02%。预计 2015 年振源胶囊有望实现 10%-20% 的增长。

**图表 3：2014-2015 年 7 月振源胶囊中标价及均值情况**



资料来源：药智网，东吴证券研究所

**图表 4：2011-2015H1 振源胶囊营业收入及毛利率情况**

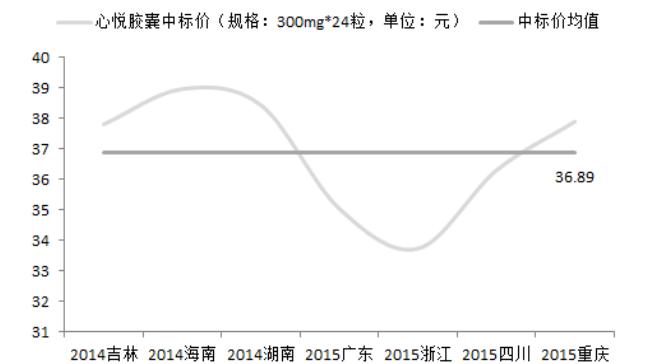


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

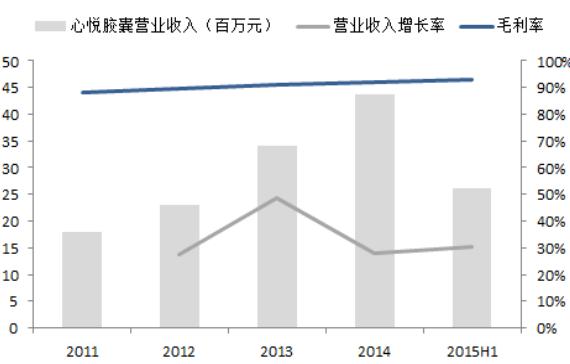
### 2.3.2 心悦胶囊

心悦胶囊是以西洋参茎叶为原料，提取出西洋参茎叶总皂甙精制而成的国家中药 5 类新药，具有益气养阴、和血之功效，在临幊上用于治疗冠心病、心绞痛属气阴两虚症者。

2014-2015 年 7 月，300mg\*24 粒规格心悦胶囊中标价均值为 36.89 元，价格呈波动趋势。上半年，公司继续加大对心悦胶囊学术推广力度，不断提高市场份额，实现销售收入 2612.06 万元，同比增长 32.06%。预计 2015 年心悦胶囊有望实现 27%-37% 的增长。

**图表 5: 2014-2015 年 7 月心悦胶囊中标价及均值情况**


资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

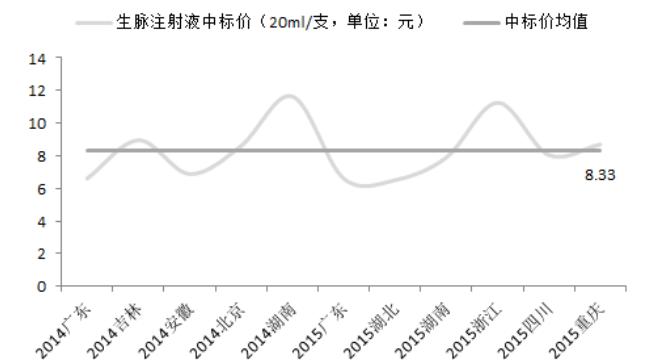
**图表 6: 2011-2015H1 心悦胶囊营业收入及毛利率情况**


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

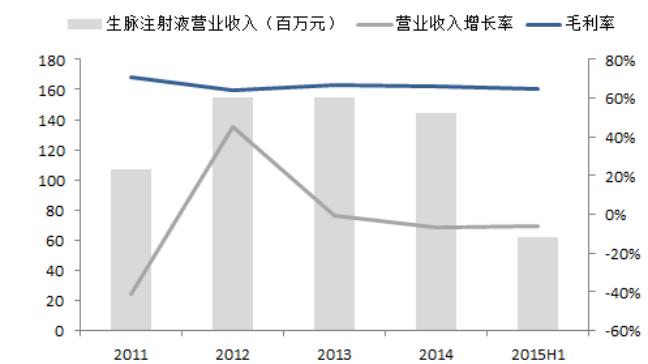
### 2.3.3 生脉注射液

生脉注射液是采用现代科学技术方法从红参、麦冬和五味子中提取出有效成分而制成的中药注射剂, 现代药理试验及临床研究证明, 生脉注射液有强心、抗休克、抗心律失常、增强心肌收缩力、提高心输出量等功效, 被指定为中医院急诊科室必备用药。

2014-2015 年 7 月, 生脉注射液中标价均价为 8.33 元 (20ml/支), 价格维护良好, 呈波动趋势。上半年, 生脉注射液实现销售收入 6218.23 万元, 同比下降 5.97%, 预计 2015 年生脉注射液销售收入下降 5%-10%。

**图表 7: 2014-2015 年 7 月生脉注射液中标价及均值情况**


资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

**图表 8: 2011-2015H1 生脉注射液营业收入及毛利率情况**


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

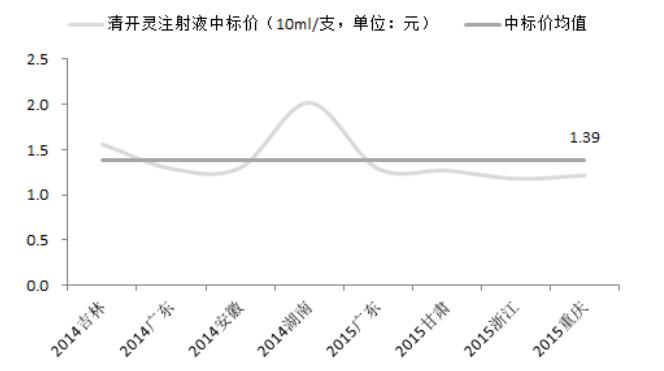
### 2.3.4 清开灵注射液

清开灵注射液为清热解毒, 镇静安神之功效。主治外感风热时毒, 火毒内盛所致的高热不退, 烦躁不安, 咽喉肿痛, 舌质红绛, 苔黄, 脉数者; 上呼吸道感染, 病毒性感冒, 急性化脓性扁桃体炎, 急性咽炎, 急性气管炎, 高热等病症属于上述证候者。

我国清开灵注射液生产企业共有十家，公司在清开灵注射液市场的主要竞争对手包括中国神威药业集团有限公司、广州白云山明兴制药有限公司、山西太行药业股份有限公司以及北京中医药大学药厂等。

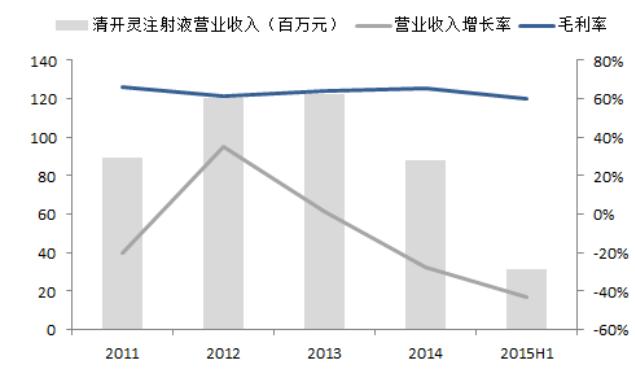
2014-2015 年 7 月，公司清开灵注射液中标价均价为 1.39 元 (10ml/支)，价格呈下降趋势。上半年，清开灵注射液实现销售收入 3112.33 万元，同比下降 43.39%，预计 2015 年清开灵注射液整体销售收入下降 30%-40%。

**图表 9：2014-2015 年 7 月清开灵注射液中标价及均值情况**



资料来源：药智网，东吴证券研究所

**图表 10：2011-2015H1 清开灵注射液营业收入及毛利率情况**

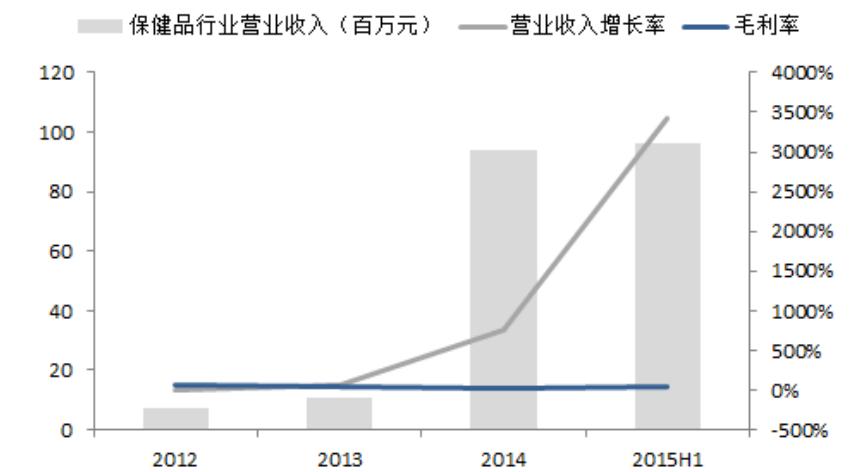


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.4 人参保健品和食品

上半年，公司人参保健品及食品在原有 34 个产品的基础上，新完成 4 个产品的备案工作，并于 2015 年 6 月取得吉林省食品药品监督管理局颁发的《全国工业产品生产许可证》，实现销售收入 9646.70 万元，同比增长 3413.18%。预计 2015 年人参保健品及食品销售收入有望实现 100%-150% 的增长。

**图表 11：2012-2015H1 益盛药业保健品行业营收及毛利率情况**



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.5 化妆品

2014 年, 公司使用超募资金人民币 2000 万元投资设立全资子公司吉林省益盛汉参化妆品有限责任公司。益盛化妆 2015 年 1 月引进韩国投资方韩国韩参株式会社出资 50 万元人民币对其进行增资, 于 2015 年 1 月 7 日变更为吉林省中韩益盛汉参化妆品有限公司。

2015 年 3 月公司化妆品的销售工作正式启动, 主要销售渠道包括电视购物和代理, 6 月获得特许经营备案许可。仅仅三个月中韩益盛就实现销售收入 3196.36 万元, 因业务开展前期费用较大, 实现净利润为 -153.00 万元。

## 2.6 蜂制品

蜂制品板块公司进一步扩大销售渠道, 线下与吉林省和辽宁省部分大型商超建立合作关系, 线上在阿里巴巴建立网店的基础上, 正在筹划与天猫、京东的合作事宜。2015 上半年预计实现销售收入 283 万元。

## 3. 营销体系

公司高度重视并积极培育、加强营销体系建设, 通过进一步加强营销管理, 使营销组织架构更加符合企业的发展需求, 明确激励奖惩机制, 极大提高营销团队的积极性和凝聚力。公司一方面继续加大对独家产品的市场开拓力度, 积极推进学术推广工作, 不断提高产品市场份额; 另一方面完成医药商业公司的整合, 一级商业公司由原来的 2700 余家, 整合至 160 余家, 加快商业回款周期, 降低应收账款金额, 增加企业的话语权, 提升客户对公司的信任度, 为公司下一步营销工作的开展奠定了基础。

## 4. 政府大力扶持, 千亿产值可期

吉林省是我国人参的主产区, 其人参产量占全国产量的 85%、世界产量的 70%。2010 年 7 月, 吉林省政府发布《吉林省人民政府关于振兴人参产业的意见》, 主要内容包括:

- **发展目标:** 2012 年, 参业产值实现 200 亿元; 2015 年, 参业产值实现 400 亿元; 2020 年, 参业产值实现 1000 亿元。
- **科学调整优化种植结构:** 按照可持续发展原则, 适度利用采伐迹地种植人参, 规范发展林下参, 示范推广非林地种植人参。现

阶段每年用于种植人参的采伐迹地净增面积控制在 1000 公顷以内，并向生产水平高、产业链条长、经济效益好的县（市、区）倾斜。

- 实施品牌战略，全力打造“长白山人参”品牌。
- 成立吉林省“长白山人参”品牌管理委员会，负责“长白山人参”品牌企业和产品的认定、退出和产品生产、宣传、监管等工作。目标到 2015 年，“长白山人参”品牌产品占人参产品总量的 60% 以上。

2012 年，吉林省人参产业总产值突破 200 亿元，同比增长 53.8%；2013 年，吉林省全省人参产业实现 290 亿元产值，同比增长 42%，较 2009 年增长了 5 倍。我们预计 2015 年吉林省全省人参产业实现 400 亿元产值是大概率事件，公司有望借助吉林省大力发展人参产业的东风，实现业绩快速增长。

## 5. 人参价格上涨概率大

### 5.1 人参种植面积逐年递减

我国严控伐林栽参，导致人参种植面积呈逐年递减之势，预计未来一段时间内人参产量将逐年小幅下降。数据显示，2003 年以后吉林省人参收获面积稳定在 3500 公顷上下，至 2010 年底，全国人参留存面积为 10392 公顷，其中吉林省人参留存面积为 7000 公顷。而随着 2010 年吉林省“每年用于采伐迹地种植人参面积规定在 1000 公顷以内”的政策出台，园参留存面积在逐年递减，预计到“十二五”末，吉林省林地种参留存面积有望下降到 6000-7000 公顷。

### 5.2 人参需求扩大

2010 年，卫生部试点人参药食同源；2011 年吉林省开始进行人参“药食同源”试点，进一步扩大人参作为食品的用途；2012 年 9 月，卫生部正式发布《关于批准人参（人工种植）为新资源食品的公告》。

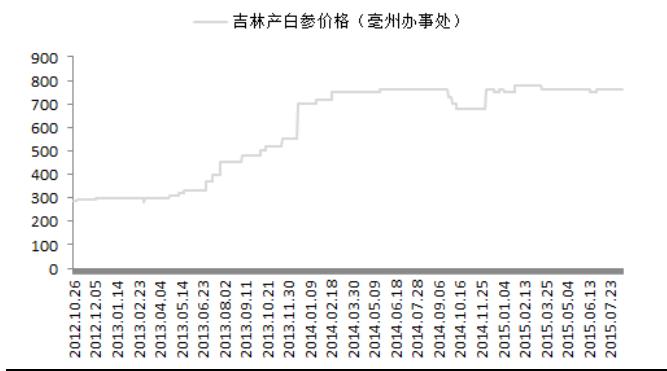
政策放开，人参“药食同源”将大幅提升人参的需求量，人参开始走上价值回归的道路。

### 5.3 人参价格有望延续上涨趋势

近年来，由于市场对人参的需求持续增长，自 2010 年以来，人参价格开始步入明显的上升通道，上涨幅度较大。2015 年以来，白参、红参

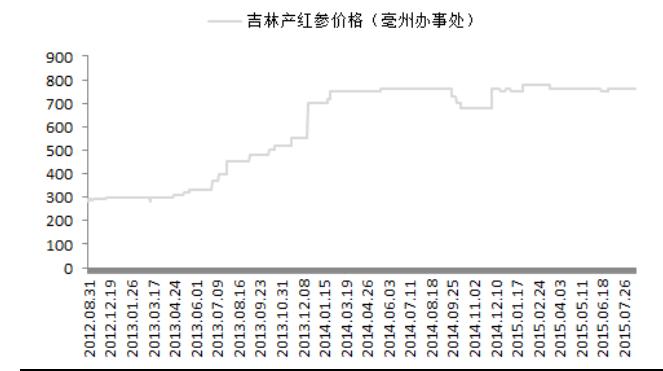
价格均维持在 750-780 元/kg 的范围。

**图表 12: 2012-2015 年 8 月吉林产白参 (亳州) 价格走势 (元/kg)**



资料来源: 康美·中国中药材价格指数网, 东吴证券研究所

**图表 13: 2012-2015 年 8 月吉林产红参 (亳州) 价格走势 (元/kg)**



资料来源: 康美·中国中药材价格指数网, 东吴证券研究所

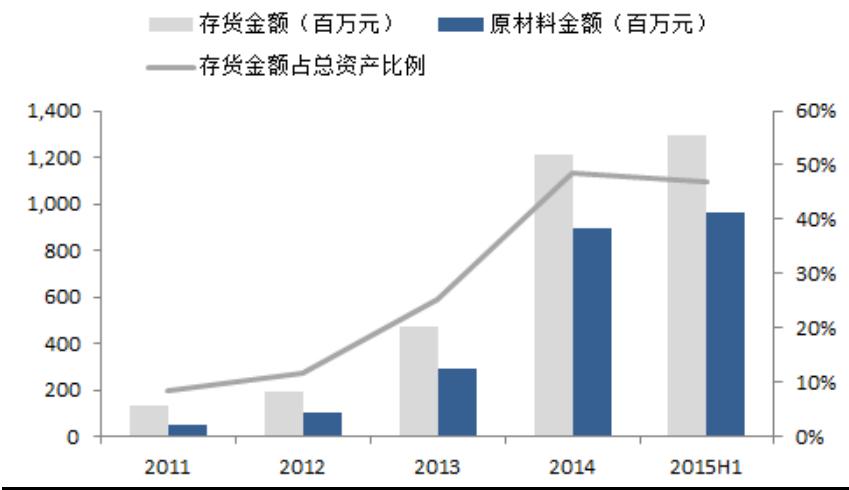
一方面人参的供给中期来看将逐步缩减, 另一方面市场对人参的需求正快速提升, 我们认为人参价格在中长期内将延续上涨态势。

#### 5.4 公司存货情况

2013 年起, 公司为满足未来发展需要, 大幅增加鲜人参、生晒参、红参等原材料的储备量 (主要为红参), 同时, 扩大非林地栽参项目的种植面积。2014 年公司存货金额达 12.12 亿元, 占总资产比例的 48.67%。2015 年上半年, 公司存货达到 12.96 亿元, 主要为人参存货。

2014 年白参、红参价格变动范围均为 680-760 元/kg (吉林产, 亳州办事处), 我们估算公司人参存货为 2000 吨左右。

**图表 14: 2011-2015H1 益盛药业存货情况**



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

随着人参价格的上涨, 我们预计公司人参存货有望带来 1.5-2.5 亿元的收入。如果加工成人参中药饮片或者化妆品附加值则更高。

## 6. 投资建议

### 盈利预测基础:

- 2014 年振源胶囊营业收入 2.70 亿元, 2015 年增长 10%-20%;
- 2014 年心悦胶囊营业收入 4356.20 万元, 2015 年增长 27%-37%;
- 2014 年生脉注射液营业收入 1.45 亿元, 2015 年下降 5%-10%;
- 2014 年清开灵注射液营业收入 8827.19 万元, 2015 年减少 30%-40%;
- 2014 年人参保及相关产品营业收入 8858.06 万元, 2015 年增长 100%-150%;
- 2015 年化妆品实现营业收入 0.8-1.2 亿元。

我们预测益盛药业 2015-2018 年营业收入分别为 10.1 亿、12.5 亿、15.1 亿和 18.1 亿元, 归属母公司净利润分别为 1.3 亿、1.9 亿、2.1 亿和 2.6 亿元。折合 2015-2018 年 EPS 分别为 0.40、0.56、0.63 和 0.77 元, 对应动态市盈率分别为 44.4、31.1、27.8 和 22.7 倍。

公司围绕“打造人参全产业链”的发展战略, 充分发挥人参种植、人参加工、药品、人参保健品和食品、化妆品、蜂制品等各大板块的协同效应, 促进各板块共同发展。人参加工板块成利润新增长点, 化妆品板块业绩超预期, 公司未来有望借助吉林省大力发展人参产业的东风实现业绩快速增长。考虑到公司布局人参全产业链, 外延预期较强, 故我们首次给予公司“买入”评级。

## 7. 风险提示

- 市场风险: 市场需求量与预测情况有偏差, 具有一定的市场风险;
- 招标降价风险;
- 人参价格波动风险。

附表：益盛药业主要财务数据及估值（百万元）

资产负债表	2015E	2016E	2017E	2018E	利润表	2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	1835	2024	2237	2459	营业收入	1035	1294	1512	1814
货币资金	695	795	1011	1231	营业成本	348	442	538	643
应收账款	297	318	339	372	营业税金及附加	13	15	18	21
存货	1000	800	500	200	销售费用	454	545	611	731
非流动资产	386	405	427	452	管理费用	84	94	125	143
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	12	18	23	27
固定资产	298	325	332	357	投资收益	14	12	16	15
无形资产	16	15	17	18	营业利润	138	192	213	264
其它	70	75	80	85	营业外净收入	12	13	15	13
资产总计	2319	2587	2769	2930	利润总额	150	205	228	277
流动负债	328	354	381	419	所得税费用	15	17	19	21
短期借款	195	224	253	232	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	83	87	90	95	归属母公司净利润	135	188	209	256
非流动负债	33	37	42	47	EBITDA	191	227	289	322
长期借款	2	2	2	2	EV/EBITDA	33.7	29.3	27.4	26.2
其他	35	36	40	42	重要财务估值指标	2015E	2016E	2017E	2018E
负债总计	387	409	436	473	EPS	0.41	0.57	0.63	0.77
少数股东权益	21	23	25	27	每股净资产	5.57	5.91	6.14	6.33
归属母公司股东权益	1825	1936	2055	2187	ROE	5.7%	7.6%	9.5%	10.4%
负债和股东权益总计	2386	2597	2804	2956	ROIC	5.4%	6.9%	8.1%	9.3%
现金流量表(百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	净利润率	13.0%	13.5%	13.8%	14.1%
经营活动现金流量	378	259	270	298	毛利率	66.8%	67.0%	67.7%	67.8%
投资活动现金流量	35	40	45	50	流动比率	3.50	3.49	3.51	3.52
筹资活动现金流量	213	89	75	174	资产周转率	0.41	0.47	0.51	0.54
现金净变动	156	170	182	190	PE	43.1	30.9	27.8	22.7
资本支出	-27	-29	-45	-34	PB	4.02	3.82	3.72	3.65
折旧和摊销	26	28	30	32	总股本	331	331	331	331

资料来源：东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>