

益盛药业 (002566)

化妆品业务超预期，对标雪花秀成长空间大

买入(维持)

2015 年 10 月 26 日

投资要点

- **主营业务稳健：**公司主要从事中成药的研发、生产与销售，产品的治疗范围以心脑血管疾病为主，主要产品包括生脉注射液、振源胶囊、心悦胶囊、清开灵注射液、桂附地黄胶囊等。近年来，公司围绕“打造人参全产业链”的发展战略，已逐步建立人参种植、人参加工、药品、人参保健品和食品、化妆品、蜂制品等六大板块，各板块相互衔接，共同发展。
- **人参种植明年进入收获期：**公司目前人参种植面积为 6000 多亩，未来计划以每年 2000 亩速度增加。过去年度公司种植面积未能达到 2000 亩，主要因种子繁育问题未得到解决。今年起人参种子繁育问题已得到解决，预计今年将新增人参种植面积近 2000 亩，未来可实现每年新增 2000 亩种植面积。2009 年因公司未进行人参种植，故今年无参产出。预计明年将产参 270 亩，2017 年将产参 700 亩，2018 年将产参 1000 多亩，2019 年将产参 1400-1500 亩。
- **药品业务与去年持平：**我们预计今年公司胶囊剂产品营收增长将被注射剂的销售下降抵消，预计全年公司药品业务整体有望与 2014 年保持持平。预计振源胶囊有望实现 15%-25% 的增长；心悦胶囊有望实现 25%-35% 的增长；清开灵注射液预计收入降低 35%-45%；预计生脉注射液收入下降 5%-10%。
- **化妆品业务超预期：**我们测算公司目前销售收入约 8000-9000 万。我们认为公司今年化妆品业务销售收入有望超 1 亿元，终端市场约 2-2.5 亿，然尚处于市场推广期，今年利润会被推广费用抵消，明年有望实现盈利，利润率有望达 30%。
- **对标雪花秀，成长空间大：**雪花秀 2014 年上半年在中国市场的销售额为 2164 亿韩元（约人民币 12 亿元），我们预计雪花秀 2014 年在中国市场总收入约 5000-6500 亿韩元（约人民币 28-36 亿元）。爱茉莉太平洋公司目标：2020 年实现销售总额 12 万亿韩元（约合人民币 669 亿元），海外市场贡献 50%，其中，中国市场目标实现 3.3 万亿韩元（约人民币 184 亿元）的销售收入，并贡献全球总销售额的 28%；同时，2020 年为止，雪花秀国内外销售总额增加到 1.6 万亿韩元（约人民币 89 亿）。
- **盈利预测及估值：**我们预测益盛药业 2015-2018 年营业收入分别为 11.3 亿、14.1 亿、17.0 亿和 20.3 亿元，归属母公司净利润分别为 1.2 亿、2.1 亿、3.0 亿和 4.1 亿元。折合 2015-2018 年 EPS 分别为 0.36、0.64、0.92 和 1.24 元，对应动态市盈率分别为 43.8、34.4、16.9 和 12.6 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

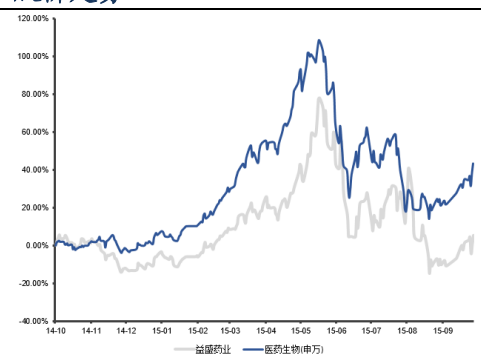
执业资格证书号码：

S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.60
一年最低/最高价	26.82/12.33
市净率	2.92
流通 A 股市值(百万元)	3222

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

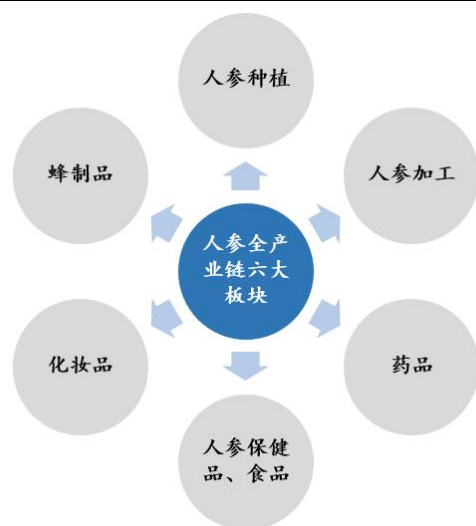
业绩向好，人参全产业链价值已现
跟踪报告 2015.08.24

1. 益盛药业（002566）—打造人参全产业链

公司主要从事中成药的研发、生产与销售，产品的治疗范围以心脑血管疾病为主，主要产品包括生脉注射液、振源胶囊、心悦胶囊、清开灵注射液、桂附地黄胶囊等。近年来，公司围绕“打造人参全产业链”的发展战略，已逐步建立人参种植、人参加工、药品、人参保健品和食品、化妆品、蜂制品等六大板块，各板块相互衔接，共同发展。

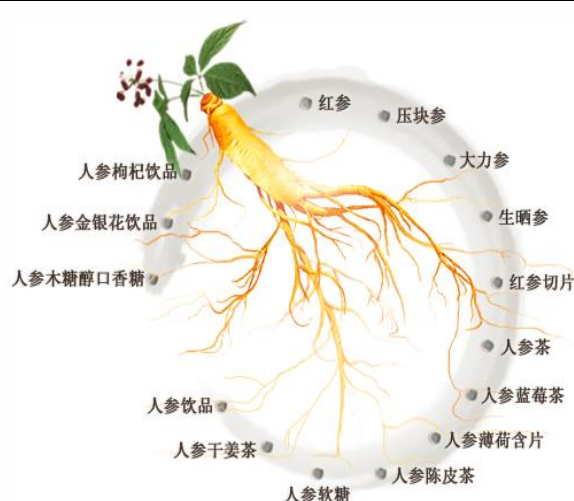
公司依托吉林省药材资源优势，对人参、西洋参进行综合立体开发，在充分利用传统中药药用部位的基础上，增加对其地上部分茎叶、花、果实的开发，主要用于心、脑血管方面的疾病治疗，疗效较为显著。

图表 1：益盛药业人参产业链示意图



资料来源：东吴证券研究所

图表 2：益盛药业人参综合立体开发示意图



资料来源：东吴证券研究所

2. 人参种植及保健品业务

2.1 人参种植——“汉参”系列明年上市，市场格局有待改写

今年上半年，公司完成 2800 余亩土地的租赁工作，土地租赁期 7 年，租赁价格约 600 元/亩/年。

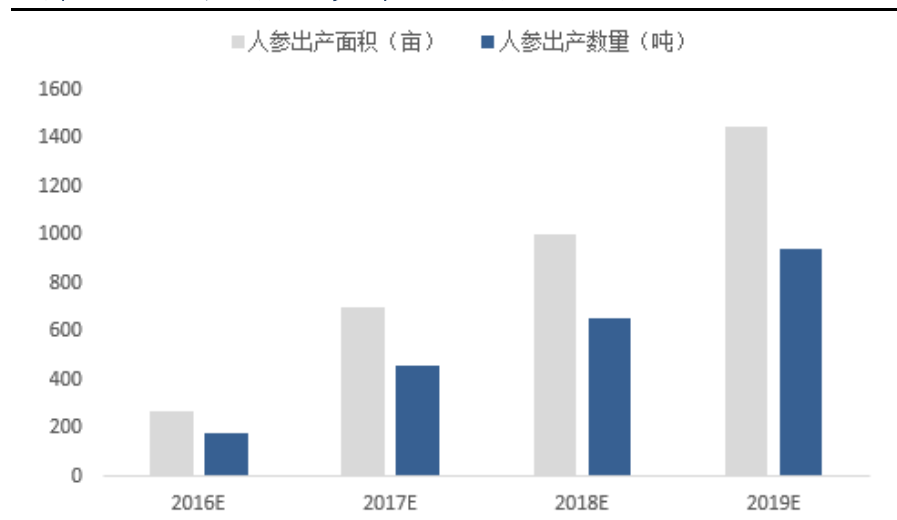
公司人参种植技术效仿正官庄。土地租赁第一年用于养地，内容包括去除石块、土地改良等，每亩土地加入约 4 吨有机肥以增加土地养分。人参种植周期 6 年，我们测算成本约 5 万元/亩，收获时节每亩土地约产人参 600-700 公斤。

公司目前人参种植面积为 6000 多亩，未来计划以每年 2000 亩速度

增加。过去年度公司种植面积未能达到 2000 亩，主要因种子繁育问题未得到解决。今年起人参种子繁育问题已得到解决，预计今年将新增人参种植面积近 2000 亩，未来可实现每年新增 2000 亩种植面积。

2009 年因公司未进行人参种植，故今年无参产出。预计明年将产参 270 亩，2017 年将产参 700 亩，2018 年将产参 1000 多亩，2019 年将产参 1400-1500 亩。

图表 3：益盛药业非林地参出产量预测值



资料来源：东吴证券研究所

我们测算公司明年将产参约 160-190 吨，所产人参将用于生产“汉参”系列产品，包括各等级模压红参、人参保健品等。依据公司产参情况，我们推断“汉参”系列产品将于 2017 年大规模上市，届时有望依靠优质原料及先进加工工艺抢夺市场。

公司“汉参”系列产品将建独立销售队伍进行运作，目前销售队伍正在接洽，年底有望出结果并制定“汉参”系列产品的营销方案。

公司“汉参”系列产品具有以下优势：

产地正宗：集安为中国著名优质人参产地；

优质产品：公司人参种植技术学习正官庄，产品经检验重金属、农药残留及皂苷含量均达到国家标准；

先进技术：“汉参”系列产品生产将在明年投产的新厂房内进行，该厂房整体设计及生产线规划均效法正官庄，设备为韩国进口，先进的生产技术为优秀的品质做保障。

“汉参”系列产品的上市将与康美“新开河”形成竞争之势，而“汉参”系列的上述优势都将最终转化为价格优势，凭借以上优势，我们有

理由认为公司产品在上市后将迅速抢占市场并改写市场格局。

2.2 保健品业务—双线运作

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》。

我们分析公司保健品业务未来将进行双线运作。一条线与化妆品配合销售，走美容院路线；另一条线由新的单独团队负责（为负责“汉参”系列的同一团队），该团队负责人参保健品销售，预计明年可正式运作。

图表 4：保健品业务分线销售示意图



资料来源：东吴证券研究所

3. 人参加工业务一择机而动，存货添弹性

3.1 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。

图表 5: 林地参种植示意图



资料来源: 东吴证券研究所

图表 6: 益盛药业非林地人参田间管理现场



资料来源: 东吴证券研究所

3.2 “药食同源”——人参需求量有望提高 3-5 倍

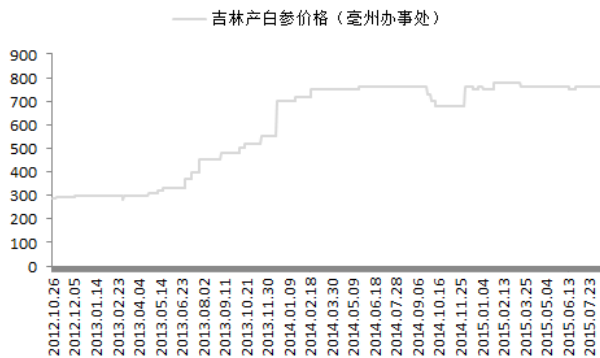
2010 年, 卫生部试点人参药食同源; 2011 年吉林省开始进行人参“药食同源”试点, 进一步扩大人参作为食品的用途; 2012 年 9 月, 卫生部正式发布《关于批准人参(人工种植)为新资源食品的公告》。

政策放开, 人参开始走上价值回归的道路, 市场对人参的需求出现稳定增长。数据显示, 在需求端, 中国现在每年消耗干参 3000 吨(干鲜参比按 1: 3.5, 约 1.05 万吨鲜参), 其中 1500 吨用于药品。我们预计随着人参“药食同源”政策放开, 未来人参需求量有望提高 3-5 倍。

3.3 人参价格有望延续上涨趋势

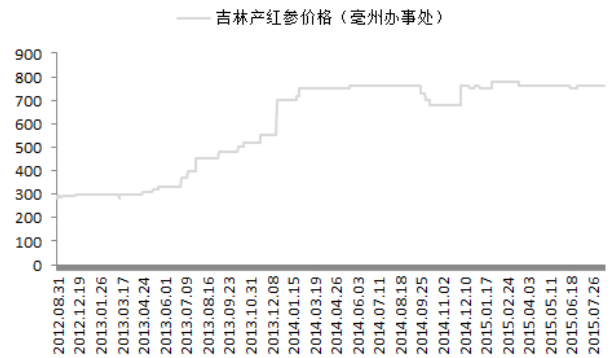
近年来, 由于市场对人参需求持续增长, 自 2010 年以来, 人参价格开始步入明显的上升通道, 2013 年起, 参价上涨幅度较大。2015 年以来, 白参、红参价格均维持在 750-780 元/kg 的范围。

图表 7: 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 8: 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

一方面人参的供给长期来看将逐步缩减，另一方面市场对人参的需求正快速提升，故我们认为人参价格在中长期内将延续上涨态势，而人参价格上涨对于益盛药业（002566）而言有两方面利好：

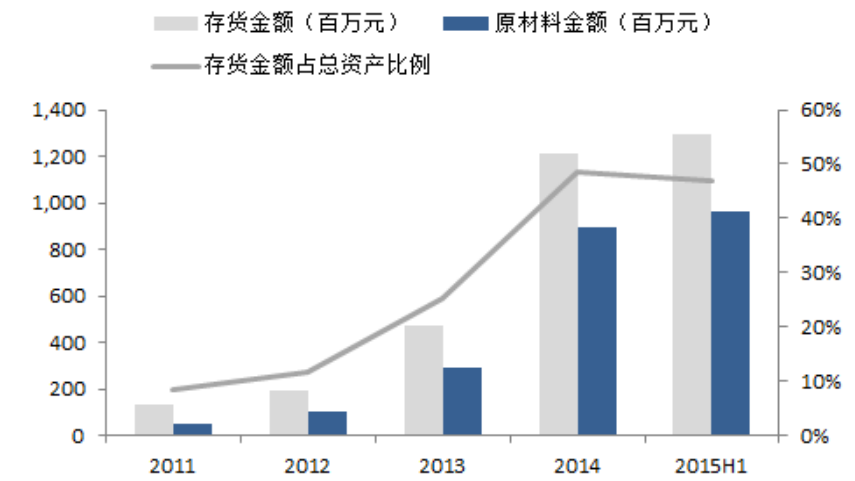
- 公司非林地参即将进入收获期，上升的需求及上涨的参价都将为“汉参”系列上市提供良好的市场行情；
- 公司拥有 10 亿左右人参存货，参价上涨意味着巨大的差额利润。

3.4 存货分析

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），我们以此估算公司人参存货为 2000 吨左右。

图表 9: 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

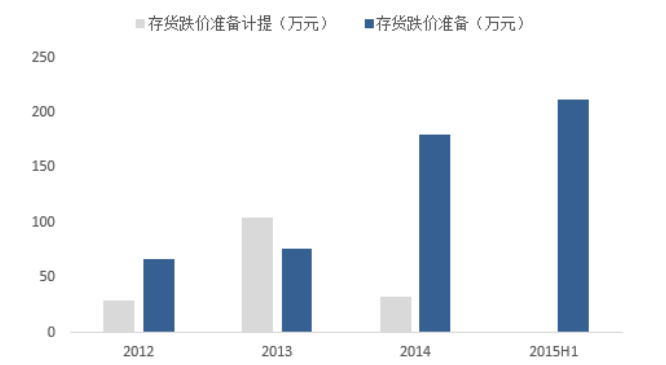
随着人参价格的上涨, 我们预计公司人参存货有望带来 15-25 亿元的收入, 4-8 亿的利润。如果加工成人参中药饮片或者化妆品附加值则更高。

3.5 存货添弹性—有望实现 3-4 亿营收

今年九月份水参价格下跌 30%-40%, 目前参价上涨约 10%, 我们认为参价阶段性回落将对公司业绩、存货跌价准备计提等形成较大压力, 同时, 为了缓解近年来急剧增长的财务费用问题, 我们判断公司今年后续阶段将出售 2-3 亿的人参饮片产品, 以作应对之策。

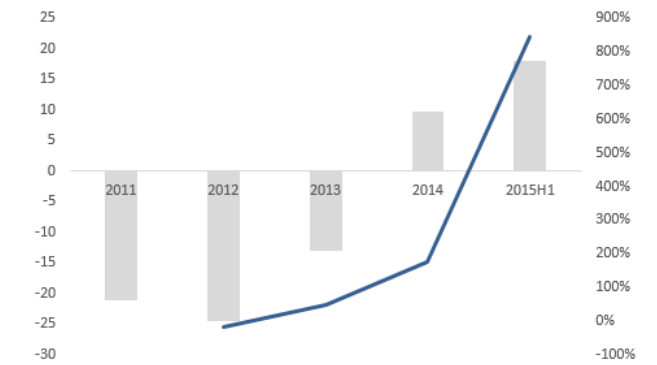
2012 年-2015H1 公司存货跌价准备呈上升趋势, 今年上半年达到 212.3 万元; 2011 年-2015H1 公司财务费用呈急剧上升趋势, 今年上半年达到 1809.3 万元。

图表 10: 2012-2015H1 公司存货跌价准备及计提



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 11: 2012-2015H1 公司财务费用及增长情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

今年全国干参总产量约 3000-4000 吨。总体看, 人参供给下降, 需求增加。我们预计短期内参价不会下跌, 也不会有大幅上涨。在此基础上,

我们测算今年人参饮片加工板块有望实现 3-4 亿的营业收入。

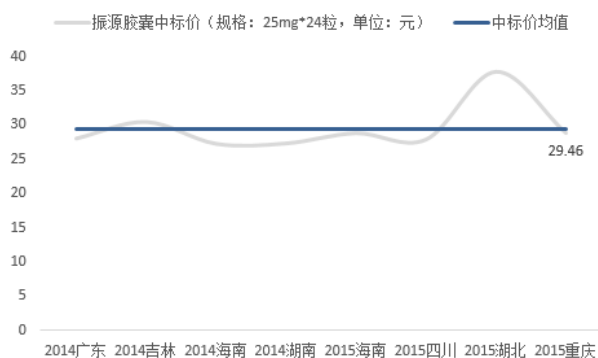
4. 药品业务—注射剂胶囊剂两相抵，业绩持平

4.1 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，在临床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。

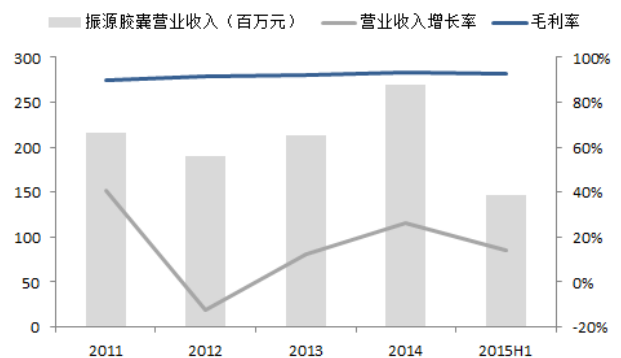
2014-2015 年 10 月，25mg*24 粒振源胶囊中标价均值为 29.49 元，价格维护良好。上半年，公司继续加大对振源胶囊学术推广力度，不断提高市场份额，实现销售收入 1.46 亿元，同比增长 14.02%。预计 2015 年振源胶囊有望实现 15%-25% 的增长。

图表 12: 2014-2015 年 10 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 13: 2011-2015H1 振源胶囊营业收入及毛利率情况



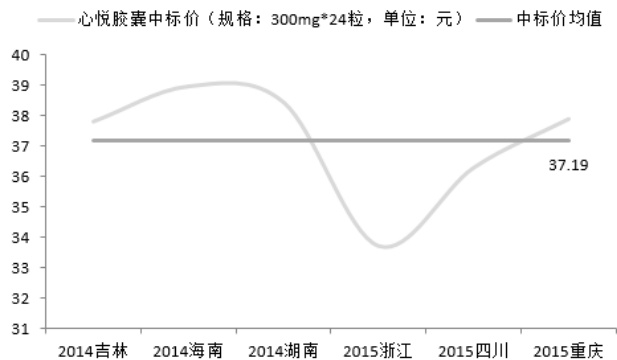
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.2 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，在临床上用于治疗冠心病、心绞痛属气阴两虚症者。

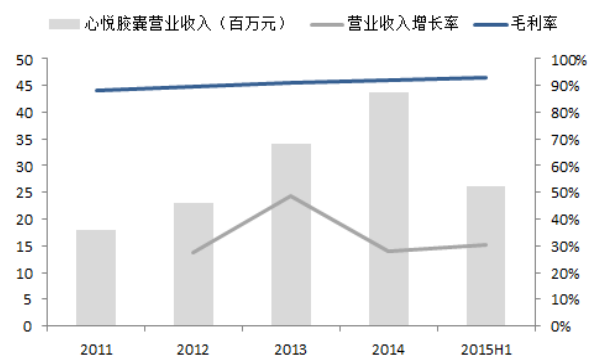
2014-2015 年 10 月，300mg*24 粒规格心悦胶囊中标价均值为 37.19 元，价格呈波动趋势。上半年，公司继续加大对心悦胶囊学术推广力度，不断提高市场份额，实现销售收入 2612.06 万元，同比增长 32.06%。预计 2015 年心悦胶囊有望实现 25%-35% 的增长。

图表 14: 2014-2015 年 10 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 15: 2011-2015H1 心悦胶囊营业收入及毛利率情况



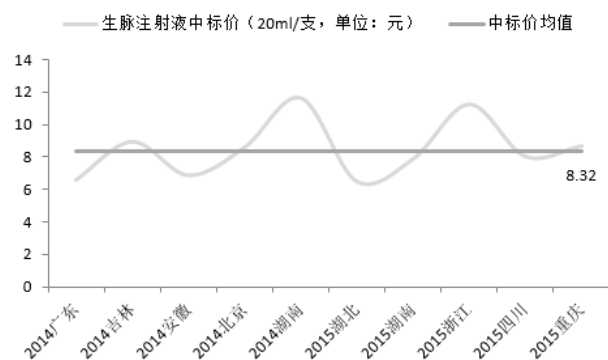
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.3 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。

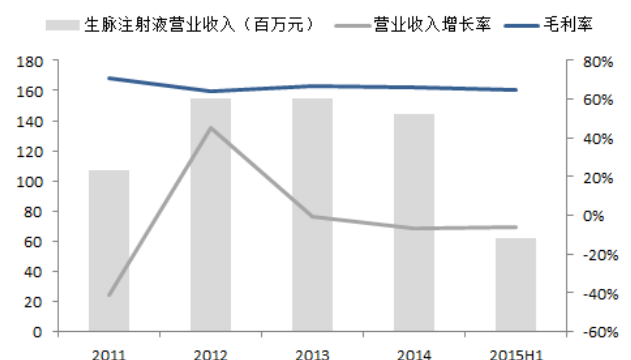
2014-2015 年 10 月, 生脉注射液中标价均值为 8.32 元 (20ml/支), 价格维护良好, 呈波动趋势。上半年, 生脉注射液实现销售收入 6218.23 万元, 同比下降 5.97%, 预计 2015 年生脉注射液销售收入下降 5%-10%。

图表 16: 2014-2015 年 10 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 17: 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

4.4 清开灵注射液

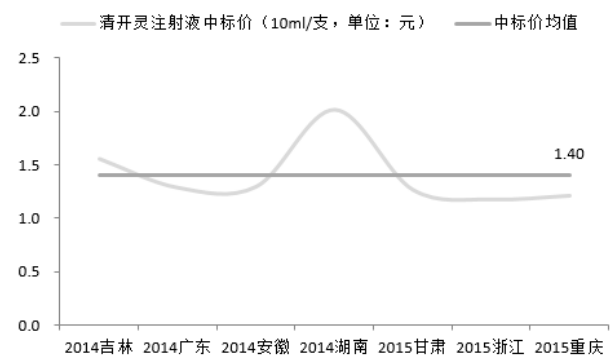
清开灵注射液为清热剂, 具有清热解毒, 镇静安神之功效。主治外感风热时毒, 火毒内盛所致的高热不退, 烦躁不安, 咽喉肿痛, 舌质红绛, 苔黄, 脉数者; 上呼吸道感染, 病毒性感冒, 急性化脓性扁桃体炎,

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。

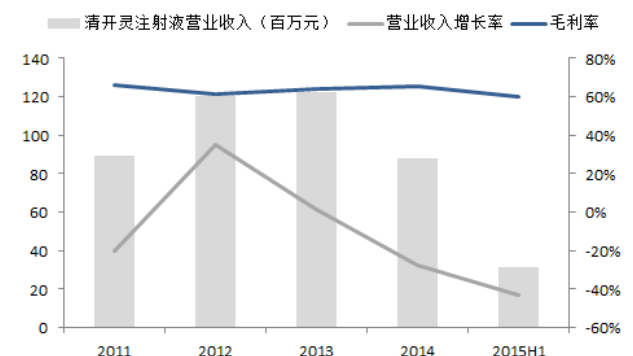
2014-2015 年 10 月，公司清开灵注射液中标价均值为 1.40 元（10ml/支），价格呈下降趋势。上半年，清开灵注射液实现销售收入 3112.33 万元，同比下降 43.39%，预计 2015 年清开灵注射液整体销售收入下降 35%-45%。

图表 18：2014-2015 年 10 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 19：2011-2015H1 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

我们预计今年公司胶囊剂产品营收增长将被注射剂的销售下降抵消，预计全年公司药品业务整体有望与 2014 年保持持平。

随着药品政策的调整，我们预期公司注射液业务存在逐渐萎缩的可能。药品板块业绩的不尽人意迫使公司不断寻找新的利润增长点。截止目前，公司化妆品板块实现收入 8000-9000 万元，终端收入约 2 亿元，表现抢眼。

5. 化妆品业务：对标雪花秀，择其善者而从之

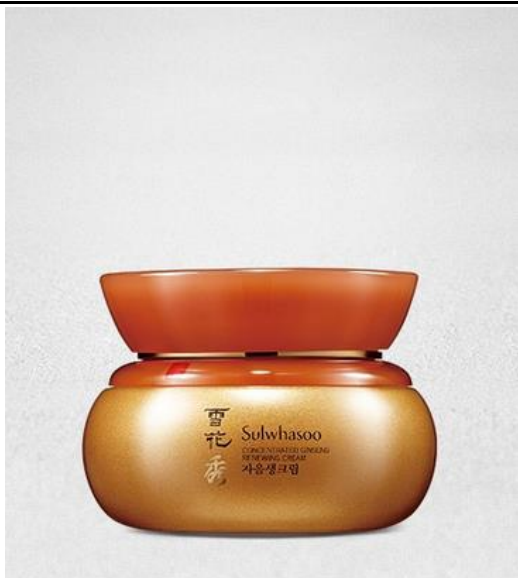
5.1 解密雪花秀：品牌、渠道的力量

雪花秀 (Sulwhasoo) 为韩国著名化妆品品牌，是韩国最大的化妆品公司韩国爱茉莉(太平洋)株式会社旗下三大顶级品牌之一（爱茉莉太平洋、雪花秀、赫拉）。

雪花秀诞生于 1997 年，研发人员从韩方古籍中萃选逾三千种顶级中草药，最终筛选出有效调节肌肤平衡的 5 种珍贵原料—玉竹、百合、莲

籽、地黄、芍药，经 18 小时温火熬煮，研制成雪花秀独有配方—滋盈凝萃复合体™。滋盈凝萃复合体™能有效调节肌肤平衡，是诸多产品的基础原料。韩国食品医药品安全处发表资料显示，爱茉莉太平洋旗下品牌雪花秀的“滋盈生人参凝萃焕颜修护霜”2014 年生产额达到 794 亿韩元（约合 4.53 亿人民币），为当之无愧的“韩妆单品之王”。

图表 20: 单品之王—“滋盈生人参凝萃焕颜修护霜”示意图



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 21: 雪花秀明星产品—润致焕活肌底精华露示意图



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

5.1.1 雪花秀简史

雪花秀是韩国高档化妆品市场第一品牌，最早起源于 1966 年推出的“ABC 人参面霜”。1973 年爱茉莉太平洋推出以水解人参皂苷类成分为主要原料的“珍生参美”，1975 年从高丽青瓷获得灵感设计“参美”，1981 年命名为“参美真”重新面世。

1987 年爱茉莉太平洋创造韩方化妆品品牌“雪花”。1997 年诞生的“雪花秀”，将韩方原料的研究扩展至对配方的研究，研发出雪花秀的独有配方—滋盈凝萃复合体™。至此，饱含此成分的润致焕活肌底精华露首次面世。“ABC 人参面霜”在 2000 年全面升级，以雪花秀韩方研究结晶体—“滋盈生人参凝萃焕颜修护霜”重新推出。滋盈生人参凝萃焕活修护霜不断升级，成为雪花秀新传说。

图表 22：雪花秀发展简史



1966年推出雪花秀契机的“ABC人参面霜”。



1973年推出以水解人参皂苷类成分为主要原料的“珍生参美”，1975年从高丽青瓷获得灵感设计“参美”，1981年命名为“参美真”重新面世。



1987年创造韩方化妆品品牌“雪花”。



1997年诞生的“雪花秀”，将韩方原料的研究扩展至对配方的研究，研发出雪花秀的独有配方-滋盈凝萃复合体TM。至此，饱含此成分的润致焕活肌底精华露首次面世。



“ABC人参面霜”在2000年全面升级，已雪花秀韩方研究结晶体-“滋盈生人参凝萃焕颜修护霜”重新推出。滋盈生人参凝萃焕活修护霜不断升级，成为雪花秀新传说。



2004年，雪花秀进驻香港中环开设第一家专柜，向世界迈出第一步，并于2011年进驻北京百盛百货，开启中国内地市场。

资料来源：公司网站，东吴证券研究所

2004 年，雪花秀进驻香港中环开设第一家专柜，向世界迈出第一步，并于 2011 年进驻北京百盛百货，开启中国内地市场。

5.1.2 定位高端中年女性，突出保养护理功能

韩国在战后五六十年代经历婴儿潮，到九十年代后，中年女性人数上升（1991 年韩国女性人口总数约 2000 万人），且该部分人群相对富裕（1991 年韩国人均 GDP 为 7122.7 美元），所以防皱抗老化类化妆品需求增加，给该类化妆品带来商机。

雪花秀定位高端中年女性，突出产品保养护理功能，以自然健康基

础系列为主导产品，以为中年女性改善老化的肌肤、恢复健康肤质为切入点，满足中年女性的消费需求，产品定位明确。

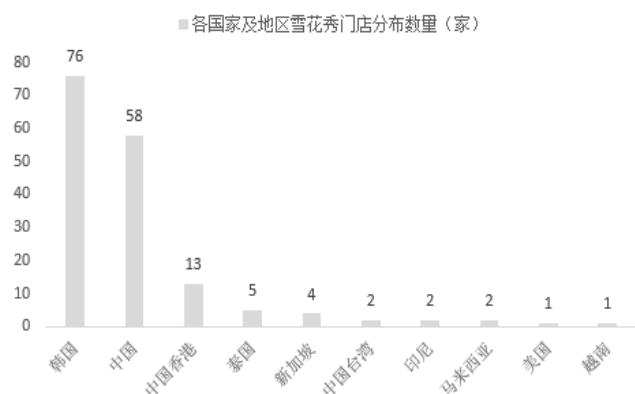
5.1.3 销售渠道—百货商场、免税店、访问销售（仅韩国）

雪花秀主要通过百货商场、免税店、访问销售（仅韩国）三种渠道进行销售。

门店及专柜分布

目前韩国共 76 家雪花秀门店及专柜，其中 5 家为免税店，1 家为雪花秀 SPA 馆；中国内地共 58 家雪花秀门店及专柜，其中北京 5 家，上海 6 家，成都 5 家；中国香港共 13 家门店及专柜，其中 2 家雪花秀 SPA 馆，2 家韩方美疗中心。香港是雪花秀重点布局区域，雪花秀及其它爱茉莉太平洋产品在进入中国内地之前，会先在香港进行销售。

图表 23: 全球雪花秀门店分布示意图（含 DFS, SPA 馆, 美疗中心）



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 24: 中国内地主要城市雪花秀门店及专柜分布图



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

雪花秀中国市场以专柜和门店为主，近年来发展迅速，2015 年便先后入驻南京德基广场、大连麦凯乐百货、郑州丹尼斯大卫城等商业中心地带。

图表 25: 雪花秀郑州丹尼斯大卫城专柜



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

图表 26: 雪花秀大连麦凯乐百货专柜



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

扩大免税店布局

针对韩国国内主要免税店各大化妆品品牌的销售额的分析结果显示, 2013 年增长率在 20% 以上的化妆品品牌基本上都是韩国国内品牌, 其中最为畅销的化妆品品牌是雪花秀—2013 年雪花秀的销售额为 1573 亿韩元 (约人民币 9 亿元), 较 2012 年同比增长 22%, 在乐天、新罗、东和等韩国主要免税店销售的化妆品品牌中均高居榜首。

图表 27: 十月一日期间韩国首尔小公洞乐天免税店, 中国游客人头攒动。



资料来源: 东吴证券研究所

爱茉莉太平洋方面公开透露, 未来将扩大在中国国际机场的免税布局, 比如三亚海棠湾等地。

布局 SPA 馆, 延伸产业链

雪花秀 SPA 体现了雪花秀所追求的美之哲学和价值。护理过程中采用含有珍贵的韩方草药成分调理疲乏的肌肤，经专业美容师的精心护理，保持身体平衡，疗程中进行的传统护理步骤亦有助于回复心灵的平静。雪花秀 SPA 的集中护理项目，以雪花秀的产品、熟练的专业美容师和独创的美容护理步骤相结合，实现雪花秀 SPA 品牌的“平衡与和谐”的价值。

我们认为开设雪花秀 SPA 馆有以下优势：

- 作为产业链的延伸，有利于扩大服务范围，“全系列产品线”+“SPA 服务”，形成产业整体优势；
- 提供产品的同时以优质服务增强客户粘性；
- SPA 过程中运用雪花秀产品，以 SPA 的方式将产品的效用体现，提升口碑，拉动产品增长。

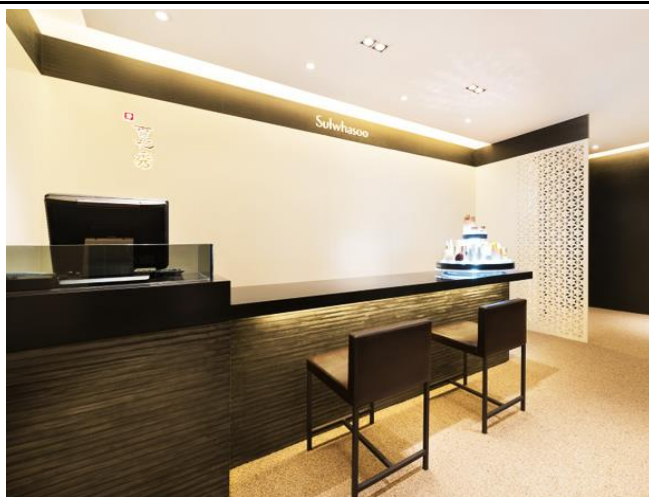
爱茉莉太平洋通过开设雪花秀 SPA 门店、韩方美疗中心保持竞争优势，以优质的服务促进高档产品的销售。目前全球共 3 家雪花秀 SPA 馆（首尔乐天店、香港尖沙咀海港城店、香港铜锣湾店）和 2 家韩方美疗中心（香港尖沙咀海港城店、香港铜锣湾店）。

图表 28：雪花秀 SPA 馆示意图



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 29：雪花秀韩方美疗中心示意图



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

访问销售（仅限韩国）

爱茉莉太平洋开拓“访销”的销售模式。不同于直销，访销没有下游，销售人员会固定拜访指定的区域进行销售。上世纪 80 年代，访销曾是爱茉莉太平洋最主要的销售模式。

访销在韩国兴盛的主要原因是全职太太比重较高，访销模式可大大

节省全职太太的时间，故大受欢迎。《正见品牌评论》的一份报告显示，韩国高学历（本科以上）女性就业率仅为 60%，而 15 岁以上女性劳动参与率仅为 49.2%，明显低于西方发达国家。大量的全职太太为访销提供基础。

然而事实上，在中国做陌生人的拜访非常难，中国人强烈的防备心使爱茉莉的直销业务四处碰壁。该结果使爱茉莉太平公司意识到渠道本土化的重要性。外国品牌进入到中国，到底采用什么渠道，取决于这个品牌的顾客群在哪里，必须根据品牌的特性来决定它的渠道。

文化营销

与兰芝等中档化妆品不同，雪花秀并未请明星代言，其营销主要通过举办文化展览来倡导雪花文化，在潜移默化中提升品味，让消费者回归自然，继而对雪花秀纯天然的产品获得好感，达到文化营销的目的。

“平衡与和谐”是雪花秀追寻的美丽本源，通过与艺术家、建筑师、作家、工匠等合作，艺术家们通过自身对于“平衡和谐”的理解和独一无二的诠释，结合不同的独特元素，让欣赏者能够在各界艺术的融合中找到属于自己的“平衡与和谐”之感。另外公司会邀请明星、彩妆达人等参与展览，提升吸引力，增加传播力度。

图表 30：2014 雪花秀文化站主题示意图



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

我们认为雪花文化展为公司独特的文化营销方式，通过高端新颖方式传播公司产品文化的同时提升产品档次，拉拢高端用户群体，巩固韩国第一品牌的地位。最终目的为品牌宣传最终拉动产品销售。

5.1.4 销售业绩

2014 年雪花秀在全球核心市场—中国，通过在主要城市投放户外广

告及 VIP 沟通等各种营销活动，以此加强作为整体美品牌的形象。新产品 Perfecting Cushion 的上市和 13 个新百货商场专柜的开设增加了新客户的流入，从而使业绩比 2013 年增长 81%。同年，雪花秀在中国“人民网（人民日报网络版）”进行的“2014 年中国人民喜爱的韩国品牌”调查中，荣登女性化妆品领域第一位。

雪花秀 2014 年上半年在中国市场的销售额为 2164 亿韩元（约人民币 12 亿元），我们预计雪花秀 2014 年在中国市场总收入约 5000-6500 亿韩元（约人民币 28-36 亿元）。

2020 年销售目标 1.6 万亿韩元（约人民币 89 亿元）

爱茉莉太平洋公司目标：2020 年实现销售总额 12 万亿韩元（约合人民币 669 亿元），海外市场贡献 50%，其中，中国市场目标实现 3.3 万亿韩元（约人民币 184 亿元）的销售收入，并贡献全球总销售额的 28%；同时，2020 年为止，雪花秀国内外销售总额增加到 1.6 万亿韩元（约人民币 89 亿）。

本土化战略

爱茉莉太平洋总投资 7.5 亿元人民币在上海建设集生产、研发、物流等功能于一体的“爱茉莉上海美丽妆园”，年均生产能力达 1.3 万吨，约相当于年产 1 亿支产品，产能是原上海工厂的 10 倍，于 2014 年 10 月建成并投产。“爱茉莉上海美丽妆园”是爱茉莉太平洋集团迄今为止在韩国以外兴建的最大的生产研发物流基地，是集团中国战略全新提速的重要标志。

图表 31：上海美丽妆园全景



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

物流方面，2014 年 11 月爱茉莉太平洋在上海、沈阳两大中心外，启动青岛中心，并将于 2015 年和 2016 年分别在北京、广州兴建物流中心，加速全国布局。目前爱茉莉太平洋已构建平均 3-4 天即可送达中国所有地区的配送体系。

5.1.5 他山之石

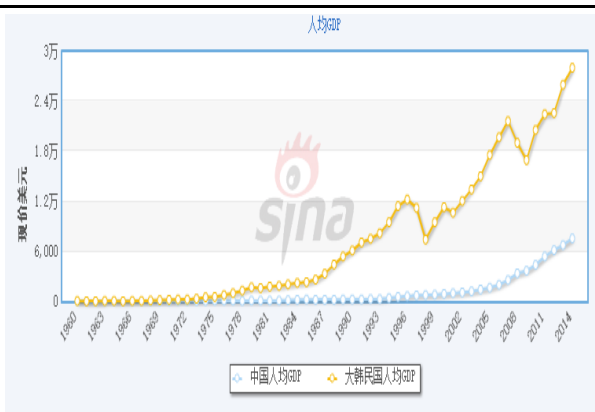
我们分析雪花秀成功主要有以下原因：

消费升级：

雪花秀满足了消费升级阶段特定消费群体（中年富有女性）的消费需求。而我国现阶段正在经历消费结构升级“革命”。城乡居民的物质型消费需求基本得到满足，服务型消费需求不断增长。这场消费革命及其蕴含的巨大消费潜力，不仅成为经济增长的突出优势，而且成为经济转型升级的强大动力。

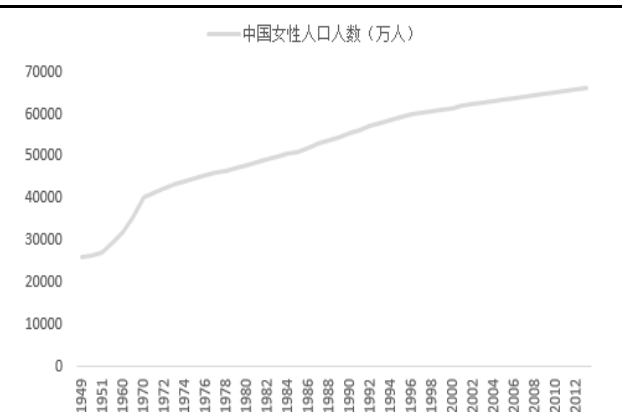
2014 年韩国人均 GDP 为 2.80 万美元，是中国人均 GDP 数值 7593.9 美元的约 3.7 倍。韩国女性家族部和统计厅 2014 年发布的《从 2014 年统计看女性的生活》显示，2015 年韩国的女性人数将达到 2531.5 万名，而 2014 年中国女性人口达 66703 万人，是韩国女性 2015 年预测人口总数的约 26 倍。综合上述影响因素，我们判断中国化妆品市场潜力仍远超韩国，未来发展潜力巨大。

图表 32：中国、韩国人均 GDP 对比图



资料来源：新浪财经，东吴证券研究所

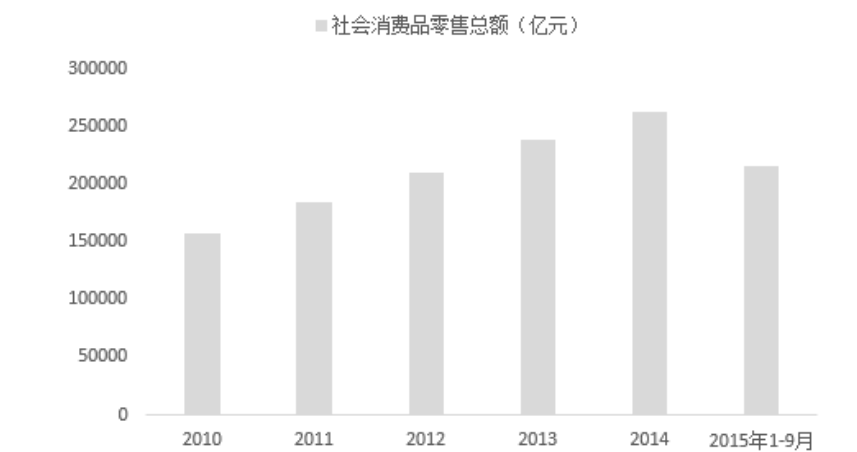
图表 33：中国女性人口数量变化



资料来源：国家统计局，东吴证券研究所

2014 年中国全年社会消费品零售总额为 262394 亿元，比 2013 年增长 12.0%，扣除价格因素，实际增长 10.9%。按消费类型统计，商品零售额 234534 亿元，增长 12.2%；餐饮收入额 27860 亿元，增长 9.7%。

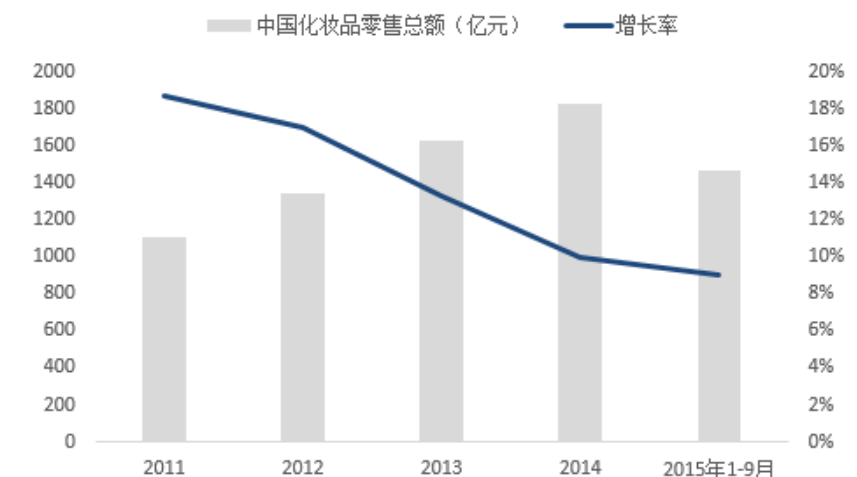
图表 34: 2010-2015 年 9 月中国社会消费品零售总额增长图



资料来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

2014 年, 我国化妆品零售总额达到 1825 亿元, 同比增长 10%, 本土化妆品牌的市场总量首次超过了外资品牌在我国的市场总量。未来五年, 我国化妆品市场高端品牌增长率将达 23%。

图表 35: 2011-2015 年 9 月中国化妆品零售总额增长图



资料来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

今年 4 月 28 日召开的国务院常务会议, 要求今年 6 月底前, 税务部门对包括化妆品在内的部分热销进口日用消费品出台降低关税试点, 并完善相关消费税政策; 会议还提出了相关降税方案包括: 结合税制改革, 完善服饰、化妆品等大众消费品的消费税政策, 统筹调整征税范围、税率和征收环节等。

我们认为调低化妆品消费税, 可以直接鼓励化妆品的消费, 而国家调整进出口贸易政策实际上仍是为了拉动经济内需, 促进消费增长。此次关税与消费税双管齐下, 预计降税力度比较大, 对本土企业来说, 有一定程度的正面影响。我们认为益盛药业 (002566) 应该抓住消费升级及国家降税拉动化妆品消费的机遇, 树立品牌, 积极拓展市场,

产品质优:

雪花秀对人参进行了近 50 年的全面研究,解密人参根、茎、叶以及果实所具有的神奇功效,研发出生物转化技术,将人参有效成分转换成可达肌肤深处的活性物质,使人参成为赋予肌肤生命力的原料。

益盛药业依托吉林省药材资源优势,对人参、西洋参进行综合立体开发,在充分利用传统中药药用部位的基础上,增加对其地上部分茎叶、花、果实的开发,同时公司积极与韩国韩参株式会社、韩国 CL 研究所等展开积极合作,在技术方面具有相当优势,未来化妆品系列有望凭借优秀品质赢得市场。

渠道与营销:

渠道精准性:雪花秀产品适应韩国国内全职太太比重较高的情形,以访问销售的模式开拓市场,并取得优秀业绩;益盛药业选择以美容院渠道为先驱,现阶段上市以来已取得近 2 亿的终端销售业绩。我们分析美容院渠道优势如下:

- 美容院渠道相比其他化妆品流通渠道,缺乏透明度,对品牌要求度较低,消费者在消费的过程中,更多地受专业人士意见的影响。故我们认为益盛药业(002566)以美容院渠道作为先驱拓展市场是非常明智之举。
- 美容院渠道产品价格普遍偏高,属于中高档产品,奢莲系列即为如此。而国内进美容院消费的绝大多数是都市女性,客户群注重专业护理服务,对价格敏感度低。以上消费人群的消费理念,对推动公司化妆品业务发展具有积极意义。
- 公司化妆品销售队伍具有数百家美容院终端,在产品推广方面极具优势。

雪花秀国内销售以专柜及门店为主,我们认为益盛化妆品系列未来也有望走专柜路线,中高档产品将有望于雪花秀进行市场争夺。

本土化:

雪花秀产品成功极为重要的原因是本土化策略。

爱茉莉太平洋在中国市场调研中国不同区域人群的皮肤特性,按照各个地区人皮肤特点和化妆品使用习惯细分化出六个代表性的城市,分别是北京、沈阳、上海、武汉、成都、广州。爱茉莉太平洋联系当地的代表性医院的皮肤科共同合作,建立完善的皮肤分析数据库,依据不同

的皮肤类型去研发相应的化妆品，让消费者可以使用到真正适合自己的产品。

与爱茉莉太平洋合作的医院有：解放军空军总医院、上海市皮肤病医院、四川大学华西医院、武汉大学人民医院、中山大学附属第三医院、中国医科大学附属第一医院。同时，爱茉莉太平洋还与以上六家医院共同发起成立了皮肤科学研究委员会。

另外，建设上海研发中心与积极布局中国物流中心均为爱茉莉太平洋本土化战略的具体步骤。

我们认为本土化战略使中国消费者对爱茉莉太平洋公司更有亲近感，对产品销售极为有利。作为本土企业，益盛药业（002566）可以深入消费者内心，把了解消费者需求并满足消费者需求作为与国外企业抗衡的一大利器。

5.2 益盛化妆品业务实现开门红—半年终端销售额约 2 亿元

2014 年，益盛药业（002566）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。2015 年 3 月公司化妆品的销售工作正式启动，主要销售渠道包括美容院线渠道和电视购物渠道，6 月获得特许经营备案许可。仅三个月，中韩益盛实现销售收入 3196.4 万元，由于业务开展前期费用较大，实现净利润-153.0 万元。

我们测算公司目前销售收入约 8000-9000 万。我们认为公司今年化妆品业务销售收入有望超 1 亿元，终端市场约 2-2.5 亿，然尚处于市场推广期，今年利润会被推广费用抵消，明年有望实现盈利，利润率有望达 30%。

5.2.1 六个化妆品系列，现阶段主推奢莲

公司目前拥有六个化妆品品牌，分别为奢莲、汉参、兰宜尔、爱诗妮奥、菲露爱尔、美拉可。六个品牌都在积极推广中，其中奢莲为现阶段主要推广品牌，今年 6 月份开始销售，定位为中高档产品，终端价格约 1500-1600 元。奢莲系列品牌邀请韩国明星成宥利小姐为代言人。

图表 36: 奢莲系列示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

图表 37: 韩国影星成宥利助力奢莲品牌上市会



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

注: 成宥利代表作有《千年之爱》、《皇太子的初恋》、《雪之女王》、《快刀洪吉童》等, 曾获 2013 年 SBS 演技大赏优秀演技奖、2013 年 SBS 演艺大赏优秀女演员奖、2012 年 MBC 演技大赏最优秀演技奖等。

奢莲 (CELENIN) 是细胞 (Cell)、能量 (Energy) 以及内在美 (Inner beauty) 的英文缩写。产品以美丽与生命之本密不可分为品牌哲学, 在化妆品行业首次独家开发“植物活细胞完整导出技术”——将细胞内的活性物质、细胞器、蛋白质、分解酵素等多种功效成分在植物细胞存活的新鲜状态下输送到肌肤中, 最大限度提升功效及成分活性。

奢莲系列主要活性成分为植物活性干细胞、生长因子模拟肽复合物及人参提取物。

植物活性干细胞: 导入法国 Biotech Marine 公司最新技术, 源于生长在法国布列塔尼的海茴香, 通过海洋生物学技术把植物培养液进行冻结干燥而获取。行业中首次将海洋植物培养液用作成分输送载体, 可以把植物干细胞生成的多种活性物质稳定传递到肌肤。抗氧化、缓解并抵御肌肤衰老, 促进肌肤新陈代谢, 改善肤色。

生长因子模拟肽复合物: 与韩国 A&pep 制药公司共同研发。通过分析人体蛋白质结构, 重组制得肽复合物。以医学为基础背景, 采用促进透皮吸收技术, 维持有效活性, 使成分更加稳定, 分子更小, 更有利于肌肤吸收。在肌肤内以生长因子起作用, 用少量即可起到卓越效果的高效能成分。促进表皮细胞生长因子和血管内皮生长因子的合成, 促进细胞再生, 防止皱纹形成; 促进胶原蛋白、弹性纤维的合成, 改善瘢痕, 提高肌肤弹力。

人参提取物: 提取人参不同部位的有效物质 (人参皂苷), 提高肌肤弹力, 使效果最大化, 保护肌肤不受有害氧的破坏, 赋予因老化引起的

干燥皮肤活力。

人参皂苷能增进血液循环，使毛细血管和小动脉产生扩张作用，从而增强皮肤的营养供应，又能使神经系统产生平衡。人参中含有多种营养成分，合理营养皮肤，提高皮肤的抵抗力，快速修复受损肌肤。

高端科技配合人参有效成分，使得奢莲系列产品护肤效果更佳显著。

5.2.2 销售渠道—美容院线及电视购物渠道

美容院线渠道

➤ 概况

我国美容院行业起步较晚，但是发展迅速。2014 年销售额达到 293.7 亿元，5 年复合增长率为 9.8%。随着我国经济增速的减缓，预计未来美容和个人护理行业的销售增量将有所减缓，但是随着个人护理意识以及卫生标准的提高，我国美容行业仍将保持较快的增长速度，预计 2015-2019 年均复合增速保持在 7.6%。

从细分行业来看，护肤品作为美容和个人护理行业的最大子行业，其销售额占行业总销售额的比重接近 50%，2014 年销售额达 142 亿元，预计未来 5 年复合增速仍将保持 8.7%；而化妆品 2014 年销售额 21 亿元，未来将延续高速增长，预计未来 5 年复合增长率为 9.1%。

图表 38：美容院内部示意图



资料来源：东吴证券研究所

➤ 优势

美容院渠道相比其他化妆品流通渠道，缺乏透明度，对品牌要求度较低，消费者在消费的过程中，更多地受专业人士意见的影响。另外，美容院渠道产品价格普遍偏高，属于中高档产品，奢莲系列即为如此。而国内进美容院消费的绝大多数是都市女性，客户群注重专业护理服务，契合公司人参系列化妆品的护肤修复功能，同时客户群体对价格敏感度低，以上消费理念，对推动公司化妆品业务发展具有积极意义。

另外，公司化妆品销售团队来自韩国熊津化妆品团队，在国内拥有数百家美容院终端，在产品推广方面具有优势。我们推测公司为稳定销售队伍，未来不排除增资益盛汉参并给予销售团队股权激励的可能。

➤ 公司化妆品美容院线渠道现状

现阶段奢莲、兰宜尔、爱诗妮奥、菲露爱尔、美拉可五个系列产品的销售均为美容院线渠道。

目前公司化妆品业务覆盖 7 个省份，未来将在全国范围铺展开，市场空间大。我们认为产品省份覆盖先后可能依据销售团队对终端的掌控力、熟悉程度而定。美容院终端销量存在高低之分，具体单个美容院销售数量不同，要货率也不同。要货率是化妆品销售的重要指标，目前来看，公司产品要货率较好，已出现二、三次要货的情况。

公司化妆品业务的一大特色是与保健品配合销售。公司保健品经特批生产，目前尚处试卖阶段，保健品生产线由原口服液生产线改造而来。产品人参精（口服）与人参化妆品配合使用，内服加外用，美丽加健康，增强效用的同时拉动销售增长。

第一批保健品回款约几百万，我们认为保健品与化妆品配合销售有卖点，有效用，且与美容院受用人群契合度高，可增强客户粘性，未来在加大推广的基础上有望带来可观收入。

目前公司化妆品销售主要是美容院路线，但我们预计未来化妆品销售将不限于美容院渠道，有望向雪花秀看齐，拓展大型商超专柜渠道甚至开设化妆品专业店等。现阶段公司已在北京开设营业几家化妆品及保健品体验店，主打“汉参”品牌，渠道拓展已积极尝试中，未来有望弥补国产品牌中高端市场含人参成分化妆品的空缺，积极抢占市场。

电视购物渠道

“汉参”参花产品通过电视购物渠道销售，为公司自主品牌，9 月份开始销售，销售情况尚待进一步观察。

“汉参”参花御颜还幼霜尊享组快乐购价格 898 元，商品配置为参花还幼霜 50g*2，参花精华液 30ml*2，红参膏 360G（6g*10 袋/盒*6）*1。

图表 39：“汉参”参花系列示意图



资料来源：快乐购网站，东吴证券研究所

图表 40：人参花功效示意图



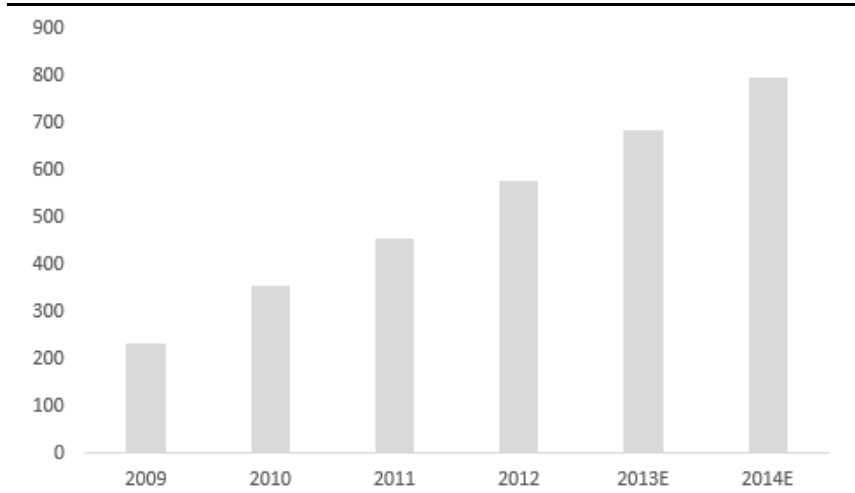
资料来源：快乐购网站，东吴证券研究所

传统电视媒体在互联网时代逐渐衰落，电视购物平台也显得日益萎缩。消费者被分流到网络购物，而留在电视机前的群体消费潜力有限。除了外部竞争冲击外，电视购物自身还面临产品同质化、产品重复购买率低、节目形式过于单一以及信任危机等问题。

面对内忧外患，电视购物企业已开始尝试多方探索，而打通渠道、跨界融合已成为诸多电视购物企业突破困局的共同做法。已成功上市的快乐购在其招股说明书中表示，快乐购已开始从单纯的电视购物向集电视购物、网络购物、外呼购物为一体的三屏互动平台模式转变。

我们分析，虽电视购物在网络时代式微，然电视购物仍具有广告效应强、产品展示详细等优点，市场规模仍可观。据前瞻产业研究院发布的《2015-2020 年中国电视购物行业商业模式与投资风险分析报告》数据显示，2011 年，中国电视购物市场规模达到 455 亿元，从事电视购物的运营商近 150 家；2012 年电视购物市场规模达到 578.3 亿元，同比增长 27.10%；2013 年的市场规模将达到 683.5 亿元、2014 年的市场规模将达到 795.8 亿元。

图表 41: 2009-2014 年我国电视购物市场规模变化图 (单位: 亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

公司具有多个产品系列, 且未来还将继续推出新产品, “汉参”参花通过电视购物渠道, 抢占细分市场同时打响“汉参”品牌, 效果值得期待。

另外, 公司化妆品板块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的审核, 为进一步扩宽该板块的销售渠道奠定基础。

5.2.3 市场空间—10 亿规模可期

欧睿信息咨询的数据显示, 全球化妆品行业 2013 年销售额为 4544 亿美元, 2009 至 2013 年的复合增长率为 4.9%, 而中国化妆品行业这一数字却高达 13.2%, 市场规模达到 2690 亿元, 未来五年仍能保持 11.5% 的复合增速。但中国人均化妆品消费支出仅为 25.8 美元, 相比韩国的 167.9 美元、日本的 216.4 美元以及美国的 350.5 美元, 仍有数倍差距。

目前中国使用化妆品的人口已经超过 1.5 亿, 将来可能会超过 2.5 亿。资生堂将生活在城市、年龄在 20 岁以上、年收入超过 3 万元的女性定义为“化妆人口”, 并预计 2020 年这部分人口数量增至 3.3 亿人。

消费者对于化妆品的需求是和可支配收入的变化息息相关的, 随着中国中产阶级的不断增加, 同时对标雪花秀 2020 年国内外 1.6 万亿韩元 (约 89 亿人民币) 营业目标及中国国内市场约 30 亿的销售收入, 我们认为公司化妆品业务前景可谓一片光明。

5.2.4 中长期目标

益盛汉参化妆品生产在公司现有旧厂房, 预计三班倒后可达到年最

大产能 3 亿元。我们预计公司明年化妆品业务费用率将逐渐降低，可实现正常销售及盈利，约 2-3 亿收入，约 4000-7000 万利润。公司有望根据化妆品业务的具体销售情况进行产能扩建。

5.2.5 未来发展着力点—品牌、渠道、研发

公司化妆品业务尚处起步阶段，未来快速且牢固地占据市场，我们认为应该在品牌经营、渠道开发和研发投入三方面着力。

品牌经营—通过长期积累、投入以塑造品牌形象，进军中高档市场；

渠道开发—多渠道发展，除美容院及电视购物渠道外，积极开发百货、专业店渠道，延伸产业链，开设 SPA 馆等。

研发投入—持续研发投入，开发、升级产品，优质产品是开拓市场及守住市场的关键。

6. 蜂制品业务—依托长白山优质蜜源，静待市场拓展

公司蜂制品业务拥有独立的销售团队，原通过专卖店进行销售，主要用于礼品赠送，近年来销售有所下滑。现公司积极拓展电商途径，已在阿里巴巴进行产品销售，今年有望实现 450-550 万元的销售收入。

我们认为公司拥有长白山优质蜜源，蜂制品业务尚待市场的开发，随着未来公司投入不断加大，我们认为蜂制品业务将形成可观的发展态势。

7. 投资建议

盈利预测基础：

- 2014 年振源胶囊营业收入 2.70 亿元，预计 2015 年增长 15%-25%；
- 2014 年心悦胶囊营业收入 4356.20 万元，预计 2015 年增长 25%-35%；
- 2014 年生脉注射液营业收入 1.45 亿元，预计 2015 年下降 5%-10%；

- 2014 年清开灵注射液营业收入 8827.19 万元，预计 2015 年减少 35%-45%；
- 2014 年人参及相关产品营业收入 8858.06 万元，预计 2015 年营业收入 3-4 亿元；
- 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 11.3 亿、14.1 亿、17.0 亿和 20.3 亿元，归属母公司净利润分别为 1.2 亿、2.1 亿、3.0 亿和 4.1 亿元。折合 2015-2018 年 EPS 分别为 0.36、0.64、0.92 和 1.24 元，对应动态市盈率分别为 43.8、34.4、16.9 和 12.6 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，故我们给予公司“买入”评级。

8. 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 1: 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	1131	1413	1696	2034
货币资金	695	795	1011	1231	营业成本	408	469	574	678
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	507	613	663	763
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	121	216	309	417
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	133	229	324	430
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	118	212	305	409
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	2015E	2016E	2017E	2018E
负债总计	387	409	436	473	估值指标				
少数股东权益	21	23	25	27	EPS	0.36	0.64	0.92	1.24
归属母公司股东权益	1825	1936	2055	2187	每股净资产	5.57	5.91	6.14	6.33
负债和股东权益总计	2386	2597	2804	2956	ROE	5.7%	7.6%	9.5%	10.4%
					ROIC	5.4%	6.9%	8.1%	9.3%
现金流量表(百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	净利率	13.0%	13.5%	13.8%	14.1%
经营活动现金流	378	259	270	298	毛利率	66.8%	67.0%	67.7%	67.8%
投资活动现金流	35	40	45	50	流动比率	3.50	3.49	3.51	3.52
筹资活动现金流	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	43.8	24.4	16.9	12.6
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，并注明出处为东吴证券研究所，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>