

益盛药业 (002566)

费用高拉低净利，2016回归正轨

增持（下调）

2016年4月18日

投资要点

- **费用增长拉低净利润：**2015年，公司实现营收8.20亿元，同比增长4.02%；实现归属于上市公司股东净利润1091.15万元，同比减少88.68%；归属于上市公司股东扣非后净利润83.41万元，同比减少98.92%。我们分析公司利润下滑主要因三项费用增长，2015年，公司销售费用、管理费用和财务费用分别同比增长24.65%、26.24%、291.56%：销售费用增长主要因市场开发尤其是化妆品业务推广投入增加所致；管理费用增加系研发费、差旅费及仓储费增加；财务费用增长主要为短期借款增加及定期存款减少所致。
- **口服制剂营收稳健，注射剂销售下滑：**2015年，公司医药板块实现营收6.66亿元，同比下降3.83%。其中，振源胶囊、心悦胶囊业绩提升，市场份额不断增多，分别实现营收3.06亿、0.53亿元，同比增加13.36%和20.92%；生脉注射液、清开灵注射液因受招标情况影响，营收较上年同期出现不同程度下降，其中清开灵注射液实现营收5003.68万元，同比下降43.32%，生脉注射液实现营收1.42亿元，同比下降1.85%。
- **人参保健品及食品放量可期：**2015年，公司在原有34个人参产品的基础上，新完成8个产品备案工作；人参深加工产品实现销售收入3162.87万元；人参保健食品于2015年8月开始销售，主要产品红参膏和红参精提浓缩液实现销售收入654.43万元。公司设立控股子公司益盛汉参（北京）生物科技有限公司，主营销售“益盛”、“益盛汉参”、“汉参”品牌下各类制品，保证人参及相关产品的销售。另外，2015年公司完成1700余亩非林地人参种植；人参饮片加工项目土建工程主体部分于2015年底封顶，预计今年9月可投入使用。
- **化妆品业务快速增长：**其销售模式主要采取连锁美容院加盟和电视购物的方式，经过一年发展逐步走向正轨并实现营收1.09亿，由于前期推广费用较大，净利润亏损1083.90万元，我们预计今年化妆品板块有望实现营收2-3亿元并实现盈利。
- **存货添增量：**2015年，公司存货达14.49亿元，占总资产比重的55.00%，比重较2014年增加6.33%。2015年，公司资产减值1287.66万元，主要原因为计提坏账及存货跌价损失。我们认为随着存货增加，公司财务压力较大，2016年有望通过产品消耗及生产保健品等方式逐步释放存货压力。
- **盈利预测及投资评级：**我们预测2016-2018年公司实现营业收入分别为10.39亿、12.47亿和14.97亿元，实现归属于上市公司股东净利润分别为1.36亿、2.12亿和2.99亿元，对应EPS分别为0.41元、0.64元和0.90元，对应PE分别为31.8倍、20.4倍和14.5倍。公司围绕“打造人参全产业链”的发展战略，充分发挥六大板块协同效应，促进共同发展。人参保健品板块有望成为利润新增长点，化妆品业务有望实现盈利，然而考虑到公司证监会审查风险及人参存货所带来的财务风险，我们下调公司评级至“增持”。
- **风险提示：**招标降价风险、人参存货跌价风险。

证券分析师 洪阳

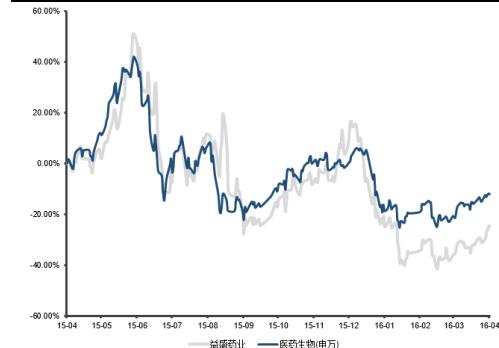
执业资格证书号码:

S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

股价走势



市场数据

收盘价（元）	13.09
一年最低/最高价	10.01/26.82
市净率	2.51
流通A股市值（百万元）	2697

基础数据

每股净资产（元）	5.21
资产负债率（%）	34.51
总股本（百万股）	331
流通A股（百万股）	206

相关报告

业绩向好，人参全产业链价值已现 中报点评 2015.08
化妆品业务超预期，对标雪花秀成长空降大 深度报告 2015.10

益盛药业（002566）主要财务数据及估值（百万元）

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	利润表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2155	2204	2264	2317	营业收入	818	1039	1247	1497
货币资金	162	205	262	310	营业成本	217	281	362	449
应收及预付	353	379	387	412	营业税金及附加	11	15	20	27
存货	1449	1506	1522	1549	销售费用	453	496	542	593
非流动资产	479	483	507	543	管理费用	85	84	95	110
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	38	30	20	25
固定资产	309	326	346	378	投资收益	2	5	8	12
无形资产	60	62	62	64	营业利润	4	138	216	305
在建工程	90	85	92	89	营业外净收入	12	15	15	15
资产总计	2634	2687	2771	2860	利润总额	15	153	231	320
流动负债	857	963	1092	1208	所得税费用	5	17	19	21
短期借款	760	1030	1307	1634	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	24	26	25	28	归属母公司净利润	11	136	212	299
非流动负债	31	33	35	37	EBIT	15	185	263	335
长期借款	2	2	2	3	EV/EBITDA	181	34	21	12
其它非流动负债	30	29	30	31	重要财务估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	889	996	1127	1245	EPS	0.03	0.41	0.64	0.90
少数股东权益	20	20	21	22	每股净资产	5.27	5.11	4.97	4.88
归属母公司股东权益	1725	1704	1733	1746	存货周转率	723	718	713	712
负债和股东权益总计	2634	2687	2771	2860	ROE	0.64%	7.86%	12.81%	22.51%
现金流量表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	净利润率 (%)	1.34	13.13	17.03	19.97
经营活动现金流	-324	-367	-456	-487	ROA	0.41%	4.91%	8.48%	14.62%
投资活动现金流	-52	-19	12	20	资产负债率	0.34	0.37	0.41	0.44
筹资活动现金流	225	146	189	247	收入增长率	4.02%	21.45%	21.55%	27.01%
现金净增加额	-150	-210	-252	-320	PE	394	31.75	20.40	14.50
折旧和摊销	25	27	29	32	PB	2.50	2.58	2.66	2.71
投资损失	-2	-2	-1	-1	P/S	5.33	4.39	3.61	2.85

数据来源：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>