

# 牛磺酸涨价带动业绩反转，布局大健康养老转型可期

——永安药业（002365）中报点评

2016年08月19日

推荐/首次

永安药业

财报点评

<b>杨若木</b>	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	Email:Tel: yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
<b>张金洋</b>	联系人	
	Email: Tel: zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
<b>陈顺</b>	联系人	
	Email: Tel: chenshun@dxzq.net.cn	010-66554087

## 事件：

公司于8月18日发布中报，上半年实现营业收入2.92亿元，同比下降-3.04%；归母净利3452.11万元，同比增长180.65%；扣非后净利润2284.96万元，同比增长462.40%。上半年实现EPS为0.1846元，同比增长163.71%。

## 观点：

### 1、牛磺酸价格上涨带动业绩反转，净利增速略超预期

1) **营收符合预期，净利增速略超预期。** 营收分产品来看，牛磺酸半年实现营收2.34亿元，同比增长14.40%，增长主要源于牛磺酸供给端趋紧价格企稳回升，同时公司适时释放产能扩大生产，量价齐升带动业绩上行；环氧乙烷实现营收3374.31万元，同比下滑51.09%，环氧乙烷一季度停工，二季度公司抓住其价格上行机遇期开车运行两月，月度亏损减小，随着下半年开车时间增多，亏损情况有望进一步改善；保健食品（永安健康）实现营收约2340万元，同比增长约30%。归母净利增速180.65%，扣非后同比增462.40%，略超市场预期。主要原因一是去年基数低，二是毛利率上升带动净利润增速快于营收增速。

2) **牛磺酸提价带动整体毛利率上行约7个百分点。** 由于环氧乙烷上半年大部分时间停工，牛磺酸占总营收比例提高至80%，而牛磺酸因供给端改善价格上涨，毛利率从15年同期的28.19%上行至35.10%，带动整体毛利率提升约7个百分点。

3) 期间费用方面，公司加大保健品的推广力度，销售费用率上升1.33个百分点，管理费用率和财务费用率相比15年同期基本持平。经营活动产生的现金流量净额约6000万，同比增长164%，收益质量良好。

### 2、牛磺酸量价齐升有望持续，保健品有待放量

1) 牛磺酸为氨基酸类的大宗原料药，又可作为食品添加剂中的营养强化剂，主要应用于功能性饮料、奶粉及食品等，消费升级背景下保健品如膳食补充剂、功能性饮料等下游领域增长迅速，但对标美国或是消费习惯接近的日本、韩国等渗透率依然较低，未来行业空间巨大。下游需求旺盛将拉动牛磺酸需求增长；而从供给端来看，牛磺酸的产能主要集中在中国，其中公司产能3.4万吨，2015年销量达2.8万吨，占全球市场份额达50%，生产技术和工艺均遥遥领先主要竞争对手（湖北富驰、江阴华昌、江苏远洋、山东方明），且

行业由于环保因素供给端趋紧, 公司牛磺酸产品订单增加且价格上行。

2) 我们认为牛磺酸量价齐升有望持续, 原因有如下三点: (1) 下游需求快速增长, 且对其价格上涨不敏感 (牛磺酸主要作为添加剂使用, 使用量小占总成本比例小); (2) 供给端的单寡头格局决定了公司对牛磺酸有极强的定价权, 且牛磺酸价格处于历史低位而原料成本上升, 公司现在有能力、也有动力提高价格; (3) 公司有足够的产能保障供给。我们认为下半年随着公司以更高的价格签订新一年的订单, 产能释放销量上升, 牛磺酸业务或将迎来更快增长, 为公司整体业务提供向上弹性。

3) 保健品业务方面, 旗下子公司永安康健作为加拿大第一大保健品公司健美生公司 (Jamieson Laboratories Ltd) 在中国大陆的独家代理商, 代理其产品 63 款, 另同时代理美国 SUMMIT 品牌 11 款产品, 与此同时其自主研发保健产品如牛磺酸泡腾片、牛磺酸咀嚼片, 牛磺酸粉等已获得相关批文, 未来将逐步上市发售, 另有 9 个产品正在申报。永安康健有效结合了自身品牌与进口品牌的优势, 利用电商及跨境电商抢占中国保健品千亿市场, 未来随着保健品业务放量, 公司利润有望快速增长。

### 3、成立投资公司, 转型大健康、养老领域谋长远发展

公司于 2015 年 6 月出资 1 亿元成立全资子公司雅安投资, 主要用于大健康、养老领域的实业及股权投资, 目前公司正积极寻找合适的项目及投资标的, 为公司的产业转型做准备。我们认为在老龄化的大背景下, 养老产业市场潜力巨大, 且国家政策扶持, 若公司能成功转型, 未来发展值得期待。

#### 结论:

不考虑外延, 我们预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 0.65 亿元、0.87 亿元、1.08 亿元, EPS 分别为 0.34、0.46、0.58 元, 对应 PE 分别为 67X、50X、40X。公司作为牛磺酸领域的龙头企业, 占据全球约 50% 市场份额, 受益于下游需求端的快速增长, 行业供给端由于环保等因素竞争格局改善, 量价齐升有望持续, 且保健品业务未来若放量将带动利润迅速增长; 此外, 公司成立投资公司布局养老、大健康产业以谋求长期发展, 转型值得期待。我们看好公司未来发展, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

#### 主要财务数据指标

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	658.42	555.89	617.33	722.86	855.48
增长率 (%)	25.96%	-15.57%	11.05%	17.10%	18.35%
净利润 (百万元)	31.72	17.61	64.51	86.94	108.43
增长率 (%)	37.88%	-44.48%	266.26%	34.78%	24.72%
净资产收益率 (%)	2.86%	1.58%	5.68%	7.45%	8.99%
每股收益 (元, 摊薄)	0.17	0.09	0.34	0.46	0.58
PE	137.17	247.07	67.46	50.05	40.13
PB	3.93	3.90	3.83	3.73	3.61

## 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	467	515	528	569	576	<b>营业收入</b>	658	556	617	723	855
货币资金	31	59	359	393	387	<b>营业成本</b>	557	457	446	504	586
应收账款	69	76	85	99	117	营业税金及附加	3	5	5	6	7
其他应收款	8	11	12	14	17	营业费用	30	46	51	60	71
预付款项	26	13	0	-15	-32	管理费用	40	46	51	60	71
存货	44	53	43	48	56	财务费用	-1	-7	-3	-4	-5
其他流动资产	282	298	28	28	28	资产减值损失	8.69	8.63	9.00	12.00	14.00
<b>非流动资产合计</b>	720	688	690	685	724	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	11.98	13.39	13.00	13.00	13.00
固定资产	622	587	568	581	628	<b>营业利润</b>	33	13	71	98	124
无形资产	79	83	74	66	58	营业外收入	6.23	7.68	7.00	7.00	7.00
其他非流动资产	0	2	2	2	2	营业外支出	1.77	0.21	0.50	0.50	0.50
<b>资产总计</b>	1187	1203	1218	1254	1299	<b>利润总额</b>	37	21	77	104	130
<b>流动负债合计</b>	50	59	51	56	62	所得税	5	4	13	18	22
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	32	17	64	87	108
应付账款	32	44	35	40	47	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	3	3	3	3	3	归属母公司净利润	32	18	65	87	108
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	164	155	116	149	180
<b>非流动负债合计</b>	30	25	28	28	28	<b>BPS (元)</b>	0.17	0.09	0.34	0.46	0.58
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	79	83	78	83	90	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	4	4	3	3	营业收入增长	25.96%	-15.57%	11.05%	17.10%	18.35%
实收资本(或股本)	187	187	187	187	187	营业利润增长	45.99%	-59.08%	428.05	38.21%	26.48%
资本公积	605	605	605	605	605	归属于母公司净利润	266.26	34.78%	266.26%	34.78%	24.72%
未分配利润	259	263	247	227	201	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	1108	1115	1136	1167	1207	毛利率(%)	15.44%	17.73%	27.83%	30.34%	31.49%
<b>负债和所有者权益</b>	1187	1203	1218	1254	1299	净利率(%)	4.82%	3.09%	10.38%	11.97%	12.63%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2.67%	1.46%	5.30%	6.93%	8.35%	
<b>经营活动现金流</b>	19	71	380	134	160	<b>偿债能力</b>					
净利润	32	17	64	87	108	资产负债率(%)	7%	7%	6%	7%	7%
折旧摊销	132	149	0	55	61	流动比率	9.43	8.74	10.39	10.25	9.26
财务费用	-1	-7	-3	-4	-5	速动比率	8.55	7.84	9.55	9.38	8.36
应付帐款的变化	0	0	-8	-14	-18	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.55	0.47	0.51	0.58	0.67
<b>投资活动现金流</b>	-107	-35	-42	-49	-101	应收账款周转率	11	8	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.98	14.67	15.63	19.17	19.76
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	12	13	13	13	13	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.09	0.34	0.46	0.58
<b>筹资活动现金流</b>	-6	-7	-38	-51	-64	每股净现金流(最新)	-0.50	0.15	1.60	0.18	-0.03
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.92	5.96	6.07	6.24	6.45
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	137.17	247.07	67.46	50.05	40.13
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.93	3.90	3.83	3.73	3.61
<b>现金净增加额</b>	-94	29	300	33	-5	EV/EBITDA	26.37	27.77	34.53	26.60	22.05

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析。

## 联系人简介

### 联系人：张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

### 联系人：陈顺

西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，1年券商资管实习经验，1年卖方研究所工作经验。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于中药、血制品等细分领域，关注跨界转型大健康带来的投资机会。

## 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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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、未来也将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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。