

改性淀粉拉动业绩持续高增长，药辅龙头受益行业整合

——尔康制药（300267）年报及一季报点评

2017 年 04 月 21 日

强烈推荐/维持

尔康制药

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001	
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035	
缪牧一	联系人		
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035	

事件：

公司发布 2016 年年报及 2017 年一季报：

2016 年公司实现营业收入 29.61 亿元，同比增长 68.62%，实现归母净利润 10.26 亿元，同比增长 69.78%，实现扣非后归母净利润 9.81 亿元，同比增长 65.53%。

2017 年 Q1 公司实现营业收入 7.75 亿元，同比增长 52.25%，实现归母净利润 2.19 亿元，同比增长 30.36%，实现扣非后归母净利润 1.94 亿元，同比增长 33.57%

公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（百万元）	448.73	527.94	509.15	794.01	591.71	1066.02	775.17
增长率（%）	65.31%	34.90%	73.18%	63.61%	31.86%	101.92%	52.25%
毛利率（%）	47.79%	47.11%	44.30%	56.19%	48.10%	42.56%	37.69%
期间费用率（%）	12.72%	13.34%	11.62%	7.84%	14.08%	8.58%	8.68%
营业利润率（%）	33.47%	35.68%	31.12%	48.30%	34.89%	28.85%	27.74%
净利润（百万元）	140.68	174.64	165.86	356.43	193.18	297.27	215.75
增长率（%）	150.84%	89.00%	84.71%	83.85%	37.32%	70.21%	30.08%
每股盈利（季度，元）	0.16	0.17	0.16	0.17	0.09	0.15	0.11
资产负债率（%）	32.18%	11.33%	9.61%	6.12%	5.19%	7.23%	12.41%
净资产收益率（%）	6.61%	4.10%	3.75%	7.59%	3.93%	5.67%	3.95%
总资产收益率（%）	4.49%	3.64%	3.39%	7.13%	3.73%	5.26%	3.46%

观点：

➤ 业绩持续高增长，改性淀粉快速放量

公司 2016 年实现归母净利润 10.26 亿元，同比增长 69.78%，实现超高增长，最主要的原因是改性淀粉的持续放量，分板块来看：

◆ 药用辅料：整体实现收入 22.55 亿元，同比增长 98.74%。其中，淀粉及淀粉囊系列产品保持高速增长，

实现收入 13.79 亿元（按照中报及三季报情况推算，我们估计改性淀粉 7 亿左右，淀粉硬胶囊 1 亿左右，普通淀粉 5.5-5.8 亿），同比增长 119.57%，毛利率为 54.32%，较去年同期下降 9.38 个百分点，主要是由于普通木薯淀粉占比提升所致，改性淀粉和淀粉硬胶囊的高毛利率没有太多变化。药用蔗糖实现收入 2.12 亿元，同比增长 13.00%，实现稳定增长。我们估计公司高毛利的小品种辅料实现收入 4 亿左右，维持去年全年前三季度的 50% 左右的高增长。

- ◆ **成品药：整体实现 5.19 亿元，同比增长 77.79%**。其中，磺苄西林钠实现收入 3.36 亿元，同比增长 19.17%，主要实现恢复性增长。从中报来看，磺苄西林钠占了成品药的绝大部分收入，而在年报中还有 1.83 亿的其他品种，我们判断一方面是公司有了自己的流通公司，代理了一部分品种，另一方面是公司的淀粉胶囊制剂从去年 11 月开始铺货逐步放量所致。
- ◆ **原料药及其他品种：**实现收入 1.87 亿元，同比下降 43.27%。

从 2017 年一季度情况来看，公司实现净利润增长 30.36%，在去年较高基数的情况下仍然实现高增长，我们认为主要原因仍是改性淀粉以及高毛利的小品种辅料的持续放量，从公司将募投项目改性淀粉的部分由 3 万吨改为 4 万吨，也彰显了公司对改性淀粉后续销售放量的信心。

➤ 依托淀粉胶囊为核心，打造业绩增长发动机

自 2015 年以来，淀粉及淀粉囊系列产品已经成为公司业绩持续高增长的发动机，我们估计 2016 年改性淀粉实现销售 7000 吨左右，而在 2017 年仍然保持高增长，预计现已达到公司一期 8000 吨产能的满产状态，未来有望随着新产能释放继续贡献业绩弹性。

与此同时，公司依托淀粉硬胶囊的优势布局胶囊制剂。公司一期年产 84 亿粒和二期年产 236 亿粒的淀粉胶囊制剂车间已经开始投产，已于去年 11 月开始向 OTC 渠道销售淀粉胶囊制剂。我们认为，借助淀粉硬胶囊的差异化及终端优势，公司在制剂的终端定价上有一定的空间，未来有望在渠道商的支持下成为公司业绩增长的又一发动机。

➤ 受益于辅料行业整合，药用辅料龙头强者恒强

辅料行业政策环境近年来发生剧变，随着关联审评的执行以及一致性评价的持续推进，下游药企将从过去选择低成本的药辅向高质量、高稳定性的药辅转变，公司作为药辅龙头将迎来存量上 350 亿以上的药辅市场再分配的历史机遇。公司为我国持有药用辅料批文最多的生产厂家，拥有 120 个以上药用辅料的批文，同时拥有国内唯一通过 CNAS 认证的国家药用辅料工程技术研究中心。公司已经充分做好准备迎接一致性评价给辅料行业带来的机遇，公司目前已经可以为药企提供的服务包括药用辅料的定制化服务、药用辅料应用的技术指导、体外溶出曲线研究与评价的服务（预实验、药学研究）、临床生物样品检测服务等。

结论：

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.65、0.85、1.08 元，对应增速为 31.51%、30.11%、27.20%，对应 PE 20、15、12 倍。公司是药用辅料龙头企业，受益于辅料行业政策环境剧变以及公司药用辅料互联网平台的整合效应；公司是目前全球唯一一家实现淀粉胶囊产业化的企业，改性淀粉已打开发达国家市场，有望

保持高速增长，同时公司将借助淀粉硬胶囊终端优势向制剂延伸产业链，未来有望放量成为公司业绩增长的又一发动机。我们看好公司长期发展，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

淀粉胶囊放量不及预期

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		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产合计	3037	2488	3892	5685	7931	营业收入	1756	2961	4031	5299	6883	
货币资金	2020	992	1871	2949	4271	营业成本	852	1551	2116	2792	3668	
应收账款	215	239	325	427	555	营业税金及附加	9	14	19	24	32	
其他应收款	16	14	19	26	33	营业费用	79	138	187	246	320	
预付款项	40	129	251	412	623	管理费用	167	207	282	370	481	
存货	566	991	1353	1785	2345	财务费用	-3	-48	-30	-30	-30	
其他流动资产	146	89	28	28	28	资产减值损失	7.33	59.94	7.00	7.00	7.00	
非流动资产合计	1765	3165	3027	2887	2744	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	240	240	240	240	投资净收益	1.24	15.68	1.00	1.00	1.00	
固定资产	1277	1769	1657	1558	1477	营业利润	646	1056	1451	1890	2406	
无形资产	214	264	238	211	185	营业外收入	12.96	37.57	6.00	6.00	6.00	
其他非流动资产	2	37	37	37	37	营业外支出	0.08	0.17	0.00	0.00	0.00	
资产总计	4801	5653	6919	8571	10675	利润总额	659	1093	1457	1896	2412	
流动负债合计	493	338	400	477	577	所得税	60	81	108	140	178	
短期借款	195	0	0	0	0	净利润	599	1013	1350	1756	2234	
应付账款	69	189	255	336	442	少数股东损益	-6	-14	0	0	0	
预收款项	56	53	47	40	31	归属母公司净利润	605	1026	1350	1756	2234	
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	936	1372	1560	2001	2518	
非流动负债合计	51	71	121	121	121	BPS（元）	0.66	0.50	0.65	0.85	1.08	
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率						
应付债券	0	0	0	0	0							2015A
负债合计	544	409	521	598	698	成长能力						
少数股东权益	74	62	62	62	62	营业收入增长	28.14%	68.62%	36.15%	31.45%	29.89%	
实收资本(或股本)	1028	2060	2063	2063	2063	营业利润增长	95.57%	63.40%	37.45%	30.24%	27.29%	
资本公积	1950	947	947	947	947	归属于母公司净利润	109.71	69.78%	31.51%	30.11%	27.20%	
未分配利润	1125	2013	3089	4488	6269	获利能力						
归属母公司股东权	4184	5183	6336	7911	9915	毛利率(%)	51.47%	47.63%	47.51%	47.32%	46.71%	
负债和所有者权	4801	5653	6919	8571	10675	净利率(%)	34.11%	34.20%	33.49%	33.14%	32.46%	
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	12.59%	18.16%	19.51%	20.49%	20.93%	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	14.45%	19.81%	21.30%	22.20%	22.53%	
经营活动现金流	519	486	992	1235	1528	偿债能力						
净利润	599	1013	1350	1756	2234	资产负债率(%)	11%	7%	8%	7%	7%	
折旧摊销	293	364	138	140	142	流动比率	6.16	7.36	9.72	11.91	13.74	
财务费用	-3	-48	-30	-30	-30	速动比率	5.01	4.43	6.34	8.17	9.68	
应付帐款的变化	0	0	-86	-102	-128	营运能力						
预收帐款的变化	0	0	-5	-7	-9	总资产周转率	0.50	0.57	0.64	0.68	0.72	
投资活动现金流	-649	-1288	-6	-6	-6	应收账款周转率	9	13	14	14	14	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	25.22	22.97	18.15	17.93	17.70	
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）						
投资收益	1	16	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.50	0.65	0.85	1.08	
筹资活动现金流	1710	-244	-107	-151	-200	每股净现金流(最新	1.54	-0.51	0.43	0.52	0.64	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.07	2.52	3.07	3.84	4.81	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	574	1032	2	0	0	P/E	19.68	25.98	19.85	15.25	11.99	
资本公积增加	1416	-1004	0	0	0	P/B	3.19	5.16	4.23	3.39	2.70	
现金净增加额	1580	-1045	879	1078	1322	EV/EBITDA	12.32	18.79	15.98	11.92	8.94	

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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。2016 年水晶球最佳分析师第一名，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。北京大学药理学硕士、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。

联系人简介

缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016 年 6 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

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。