

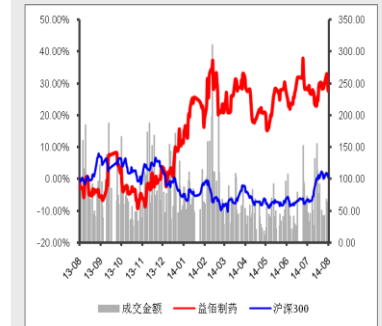
医药：益佰制药（600594）中报点评

2014年08月18日

## 处方药持续发力，业绩符合预期

推荐

市场表现 截至 2014.08.15



### ⑤ 2014 年中报业绩符合预期

2014 年上半年实现营业收入 12.51 亿元，同比增长 20.88%；归属上市公司净利润为 1.66 亿元，同比增长 25.48%；扣非后归属上市公司净利润为 1.61 亿元，同比增长 27.82%；每股收益 0.43 元，业绩符合预期。

### ⑤ 处方药持续发力

上半年处方药实现收入 10.53 亿元，同比增长 25.07%；OTC 实现收入为 0.83 亿元，同比下降 16.56%；医疗服务实现收入 1.15 亿元，同比增长 26.77%。通过以上分析，我们可以看出，报告期处方药与医疗服务高增长为公司业绩做出正贡献，OTC 继续延续下跌态势。

### ⑤ 核心产品治疗领域集中在肿瘤类和心血管类

报告期肿瘤用药销售增长情况：艾迪注射液与康赛迪预计增速均为 20%，洛铂增速预计高于 50%，百杰依和科博肽增速预计超过 100%。

心血管类用药销售增长情况：杏丁增速预计在 20% 左右，瑞替普酶和理气活血滴丸今年开始贡献收入。

### ⑤ 营销改革初显效果

公司坚持学术推广营销策略，2014 年初根据产品线划分事业部，推行合伙人制度，有力的提升了销售人员的积极性。截至目前公司核心产品覆盖全国 1100 余家三级医院，2000 多家二级医院，600 多家一级医院和 5000 多家其他医院。

### ⑤ 单季度来看，第二季度盈利能力略低于第一季度

单季度来看，第一季度实现归属上市公司净利润为 5385 万元，同比增长 26.78%；第二季度实现归属上市公司净利润为 1.12 亿元，同比增长 24.87%，增速略低于第一季度。主要是由于第二季度成本上升，使得毛利率为 80.13%，同比下降 1.31 个百分点；三项费用控制得当，净利率为 17.58%，同比提升 0.51 个百分点。

### ⑤ 盈利预测及投资建议

我们预测 2014-2016 年公司营业收入分别为 35.87 亿元、45.7 亿元和 55.29 亿元，归属上市公司净利润分别为 5.65 亿元、7.41 亿元和 9.55 亿元，每股收益分别为 1.43 元、1.87 元和 2.41 元，对应 PE 分别为 28 倍、22 倍和 17 倍。公司 PE 估值一直低于医药行业整体 PE 估值，主要是由于中成药降价政策尚未出台，市场对此持谨慎观点，且公司

市场数据 2014-08-15

A 股收盘价 (元)	40.47
A 股一年内最高价 (元)	44.27
A 股一年内最低价 (元)	27.33
上证指数	2,226.73
市净率	5.3
总股本 (万股)	39,600
实际流通 A 股 (万股)	35,827
限售的流通 A 股 (万股)	3,773

分析师：张科然

执业编号：S1490513050001

电话：010-58565075

邮箱：[zhangkeran@hrsec.com.cn](mailto:zhangkeran@hrsec.com.cn)

证券研究报告

产品集中于中药注射剂行业，也是争议比较大的领域，鉴于此我们继续给予公司“推荐”评级。

#### ⊕ 风险提示

中成药价格下调风险；药品安全事件；中药材价格大幅波动等等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	2,252.6	2,784.9	3,587.0	4,569.8	5,529.4
同比增长(+/-%)	18.3%	23.6%	28.8%	27.4%	21.0%
归属净利润（百万元）	333.3	429.2	564.9	740.9	955.4
同比增长(+/-%)	26.5%	27.2%	33.1%	31.2%	29.0%
每股收益（元）	0.84	1.08	1.43	1.87	2.41
PE	48.09	37.34	28.37	21.63	16.77
PB	10.41	8.33	4.58	3.83	3.18

附表：

**资产负债表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>1,735.2</b>	<b>1,906.5</b>	<b>3,062.1</b>	<b>3,859.7</b>	<b>4,942.9</b>
现金	192.4	148.7	643.9	863.4	1,200.5
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	802.4	878.3	1,291.3	1,508.0	1,882.2
应收款项	97.5	177.2	219.2	269.2	313.6
其他应收款	68.9	35.2	229.7	280.8	329.3
存货	160.1	194.5	241.4	317.4	380.5
其他	413.7	472.6	436.6	620.9	836.9
<b>非流动资产</b>	<b>541.7</b>	<b>1,294.4</b>	<b>1,380.9</b>	<b>1,522.1</b>	<b>1,617.0</b>
长期股权投资	46.4	56.2	56.2	56.2	56.2
固定资产	229.2	452.1	540.3	683.6	785.1
无形资产	134.6	144.3	137.7	137.0	134.4
其他	131.5	641.7	646.7	645.3	641.3
<b>资产总计</b>	<b>2,276.9</b>	<b>3,200.9</b>	<b>4,443.0</b>	<b>5,381.7</b>	<b>6,559.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>656.4</b>	<b>1,212.8</b>	<b>866.7</b>	<b>1,098.3</b>	<b>1,385.0</b>
短期负债	250.5	336.5	0.0	0.0	0.0
应付账款	45.8	80.4	116.2	148.1	179.2
预收账款	175.1	434.8	390.8	475.2	617.6
其他	185.0	361.1	359.7	475.1	588.2
<b>长期负债</b>	<b>74.9</b>	<b>55.6</b>	<b>62.3</b>	<b>73.7</b>	<b>86.1</b>
长期借款	51.0	21.0	21.0	21.0	21.0
其他	23.9	34.6	41.3	52.7	65.1
<b>负债合计</b>	<b>731.3</b>	<b>1,268.4</b>	<b>929.0</b>	<b>1,172.0</b>	<b>1,471.1</b>
股本	360.7	360.6	396.0	396.0	396.0
资本公积金	114.1	124.2	1,149.0	1,149.0	1,149.0
留存收益	1,063.9	1,439.0	1,951.8	2,636.2	3,500.6
少数股东权益	6.8	8.6	17.2	28.5	43.1
母公司所有者权益	1,538.8	1,923.8	3,496.8	4,181.2	5,045.7
<b>负债及权益合计</b>	<b>2,276.9</b>	<b>3,200.9</b>	<b>4,443.0</b>	<b>5,381.7</b>	<b>6,559.8</b>

**利润表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>2,252.6</b>	<b>2,784.9</b>	<b>3,587.0</b>	<b>4,569.8</b>	<b>5,529.4</b>
营业成本	417.2	496.8	656.4	822.6	995.3
营业税金及附加	32.2	43.6	46.6	59.4	71.9

营业费用	1,248.7	1,528.1	1,901.1	2,467.7	2,930.6
管理费用	153.1	171.3	243.9	310.7	376.0
财务费用	20.8	36.4	4.5	-10.8	-15.3
资产减值损失	4.3	22.6	83.3	45.0	44.1
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	4.8	6.9	4.5	3.1	4.8
<b>营业利润</b>	<b>381.0</b>	<b>493.0</b>	<b>655.6</b>	<b>878.3</b>	<b>1,131.6</b>
营业外收入	26.0	26.6	21.1	23.4	24.3
营业外支出	3.1	4.1	8.2	5.2	5.1
<b>利润总额</b>	<b>403.9</b>	<b>515.5</b>	<b>668.5</b>	<b>896.4</b>	<b>1,150.8</b>
所得税	65.2	84.5	95.1	144.2	180.8
<b>净利润</b>	<b>338.8</b>	<b>431.0</b>	<b>573.5</b>	<b>752.2</b>	<b>970.0</b>
少数股东权益	5.5	1.9	8.6	11.3	14.5
归属母公司所有者净利润	333.3	429.2	564.9	740.9	955.4
EPS (元)	0.84	1.08	1.43	1.87	2.41

**现金流量表**

单位：百万元

<b>经营活动现金流</b>	<b>283.7</b>	<b>554.6</b>	<b>-5.4</b>	<b>496.8</b>	<b>606.5</b>
净利润	338.8	431.0	573.5	752.2	970.0
折旧摊销	<b>51.7</b>	<b>55.2</b>	<b>81.4</b>	<b>95.2</b>	<b>107.0</b>
财务费用	21.5	24.7	4.5	-10.8	-15.3
投资收益	<b>-4.7</b>	<b>-6.6</b>	<b>-1.0</b>	<b>-2.2</b>	<b>-3.7</b>
营运资金变动	-128.6	42.0	-750.9	-388.3	-501.6
其他	5.1	8.3	87.1	50.7	50.0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-267.5</b>	<b>-734.1</b>	<b>-173.1</b>	<b>-243.1</b>	<b>-206.0</b>
资本支出	-256.1	-247.1	-174.1	-245.3	-209.7
其他投资	-11.4	-487.0	1.0	2.2	3.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>174.0</b>	<b>47.3</b>	<b>673.8</b>	<b>-34.3</b>	<b>-63.3</b>
借款变动	71.5	56.0	-336.5	0.0	0.0
普通股增加	7.9	-0.1	35.4	0.0	0.0
资本公积增加	100.4	10.1	1,024.8	0.0	0.0
股利分配	-28.9	-54.1	-52.1	-56.5	-91.0
其他	23.0	35.4	2.2	22.1	27.7

**主要财务比率**

单位：百万元	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
同比增长率					

营业收入	18.3%	23.6%	28.8%	27.4%	21.0%
营业利润	22.6%	29.4%	33.0%	34.0%	28.8%
净利润	26.5%	27.2%	33.1%	31.2%	29.0%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	81.5%	82.2%	81.7%	82.0%	82.0%
净利率	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%	17.5%
ROE	21.7%	22.3%	16.2%	17.7%	18.9%
ROIC	23.0%	23.6%	18.8%	20.6%	21.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.1%	39.6%	20.9%	21.8%	22.4%
流动比率	2.64	1.57	3.53	3.51	3.57
速动比率	2.40	1.41	3.25	3.23	3.29
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.99	0.87	0.81	0.85	0.84
存货周转率	2.61	2.55	2.72	2.59	2.62
应收账款周转率	2.50	2.64	2.37	2.57	2.52
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.84	1.08	1.43	1.87	2.41
每股经营现金	0.80	1.60	-0.01	1.25	1.53
每股净资产	3.89	4.86	8.83	10.56	12.74
每股股利	0.07	0.14	0.13	0.14	0.21
<b>估值比率</b>					
PE	48.09	37.34	28.37	21.63	16.77
PB	10.41	8.33	4.58	3.83	3.18

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

## 免责声明

张科然，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159      网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)