

中航证券金融研究所
 张绍坤 证券执业证书号：S0640511040001
 研究助理：赵浩然 S0640111110037
 电话：0755-83689044、83689524
 邮箱：zskscstock@yahoo.com.cn
 zhaohao185@hotmail.com

仁和药业（000650）公司研究报告： 2013 年孕育新希望

行业分类：中药

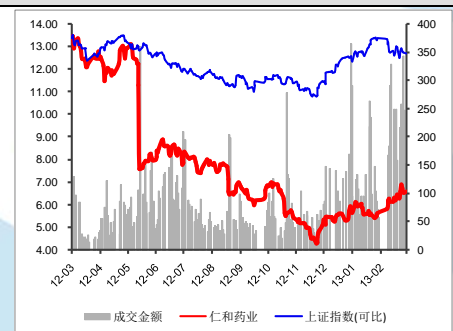
2013 年 03 月 13 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	8.00
当前股价（13.03.14）	6.20

基础数据

上证指数	2270.28
总股本（亿）	9.91
流通 A 股（亿）	9.45
流通 B 股（亿）	0
流通 A 股市值（亿）	58.59
每股净资产（元）	1.52
ROE（2012Q3）	11.47
资产负债率	13.45
动态市盈率	22.08
市净率	4.47

近一年公司指数与上证综指走势对比



投资要点：

- 仁和药业以 OTC 起家，经过多年市场耕耘，在产品品牌的塑造上颇具心得，成功推出优卡丹、可立克、妇炎洁、闪亮、正胃胶囊、清火胶囊等多个享誉国内品牌，在各自细分市场树立良好的品牌形象；公司具有较强的品牌溢价能力，持续通过产品提价、品牌延伸，改善自身盈利水平，维持较好的盈利能力。
- 仁和药业营销能力出众，拥有完善的全国销售网络，强大的营销推广能力和终端控制能力不仅有助于缩短新产品的市场培育周期，同时还增强了公司对下游经销商的议价能力，公司一直坚持严格的销售回款政策，应收账款维持较低水平，整体财务运营状况良好，具有较强的营运能力。
- 2013 年初，微博传言优卡丹对 1 岁以下儿童肝肾有毒，对公司品牌形象影响较大，虽然传言已被证实为市场误读，但是短期内将会影响优卡丹产品的正常销售；我们认为，优卡丹在公司收入中的占比较低，2011 年为 13.95%，短期的业绩下滑将在公司的可控范围之内，此外，优卡丹事件并非公司自身问题，市场消费者对公司产品信心仍在，未来随着时间的推移以及公司品牌形象的维护到位，优卡丹事件造成的负面影响将会逐步消除，市场无需过度担心。
- 公司管理层打造医药航母的意愿强烈，不断通过资产注入布局产业链、丰富自身产品线、增强公司可持续发展能力；2012 年通过收购樟树制药、江西制药进入处方药市场，我们认为，公司民营机制灵活，激励到位，擅长于营销团队建设，因此看好其处方药业务领域的营销整合，预计未来公司将会更为积极的参与到各地政府招标事务中，随着公司完成对医院终端的广覆盖，处方药和二线品种将进入持续快速增长期，成为公司业绩的重要支撑。

投资评级：

我们预测公司 12-14 年的 EPS 分别为 0.28 元、0.34 元、0.42 元，同比增长率分别为 -7.38%、20.30%、24.17%，对应的动态市盈率分别为 22、18、15 倍；我们看好公司未来在处方药领域的表现，因此给予公司“买入评级”，目标价 8.00 元。

风险提示：

品牌受损风险；市场竞争风险；行业政策风险；业务整合风险。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：0755-83692635
 传真：0755-83688539

目录

目录.....	2
图表目录.....	3
1、仁和药业：打造医药航母.....	4
1.1 股权结构.....	4
5.2 主营业务.....	5
5.3 股权激励.....	6
5.4 外延扩张.....	7
2、2012：纠结的一年.....	8
3、优卡丹事件：市场无需过度担心.....	10
4、品牌+营销：核心竞争优势明显.....	12
5、2013年：孕育新希望.....	14
5.1 涉足处方药，扩大市场领域.....	14
5.2 二线品种爆发，支撑公司业绩增长.....	15
5.3 品牌延伸，新品上市值得期待.....	17
6、盈利预测.....	18
7、投资评级.....	19
8、风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 仁和药业股权结构图	4
图表 2: 仁和药业子公司情况	5
图表 3: 仁和药业营业收入变动情况	5
图表 4: 仁和药业净利润变动情况	5
图表 5: 仁和药业营业收入构成变动情况	6
图表 6: 仁和药业营业利润构成变动情况	6
图表 7: 仁和药业分产品毛利率变动情况	6
图表 8: 仁和药业综合利润率变动情况	6
图表 9: 仁和药业期间费用率占比变动情况	7
图表 10: 仁和药业股权激励考核指标	7
图表 11: 公司外延式扩张历程	8
图表 12: 仁和药业非公开发行情况	8
图表 13: 仁和药业非公开发行募集资金投向	9
图表 14: 仁和药业 2012 年单季度营业收入变动情况	9
图表 15: 仁和药业 2012 年单季度净利润变动情况	9
图表 16: 仁和药业 2012 年股价市场表现情况	10
图表 17: 2012 年全年 A 股市场医药生物板块跌幅较大的公司	10
图表 18: 儿童感冒药市场主要品牌产品	11
图表 19: 儿童感冒药市场上不同类型产品占比情况	11
图表 20: 氨酚烷胺类产品主要品牌市场占比情况	11
图表 21: 仁和药业 2013 年股价市场表现情况	12
图表 22: 仁和药业广告及代理费变动情况	13
图表 23: 仁和药业主要品牌产品价格变动情况	13
图表 24: 仁和药业品牌产品	13
图表 25: 仁和药业应收及预收账款变动情况	14
图表 26: 仁和药业应收账款率与行业对比情况	14
图表 27: 我国处方药与非处方药市场规模变动情况	14
图表 28: OTC 行业与处方药行业市场规模增速对比	14
图表 29: 仁和中方销售收入变动情况	15
图表 30: 医院终端药品销售变动情况	16
图表 31: 医院终端在国内药品销售市场的强势地位	16
图表 32: 国内 OTC 药品终端销售占比变动情况	16
图表 33: 公司妇炎洁系列产品	17
图表 34: 公司分产品财务预测图	18
图表 35: 盈利预测表	20

1、仁和药业：打造医药航母

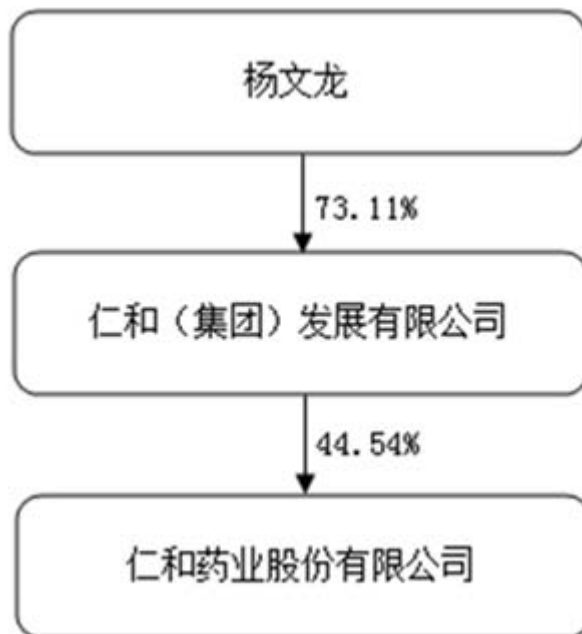
1.1 股权结构

仁和药业股份有限公司前身系九江化纤股份有限公司，主要从事于纤维素纤维制造业，1996 年经江西省人民政府批准，由化纤总厂发起以募集方式设立的上市公司。

2006 年 6 月 17 日经江西省人民政府批准，由仁和（集团）发展有限公司（简称：仁和集团）采取壳“资分离、资产置换”方式，将旗下江西仁和药业有限公司（简称：江西仁和）、江西铜鼓仁和制药有限公司（简称：铜鼓仁和）、江西吉安三力制药有限公司（简称：吉安三力）100%的股权注入上市公司，彻底置出原化纤类资产；2006 年 8 月 27 日仁和集团通过竞价拍卖的方式获得了九江化纤 67.16%的股权；2007 年 3 月 29 日在深圳证券交易所复牌交易，随后经工商部门审查核准上市公司正式更名为仁和药业。

公司在 2012 年 7 月完成非公开发行后，总股本变更为 9.91 亿股，其中流通 A 股为 9.45 亿股，仁和集团持有上市公司 441,253,333 股股票，占总股本的 44.54%，是公司的控股股东，集团董事长杨文龙先生持有仁和集团 73.11%的股份，为公司的实际控制人。

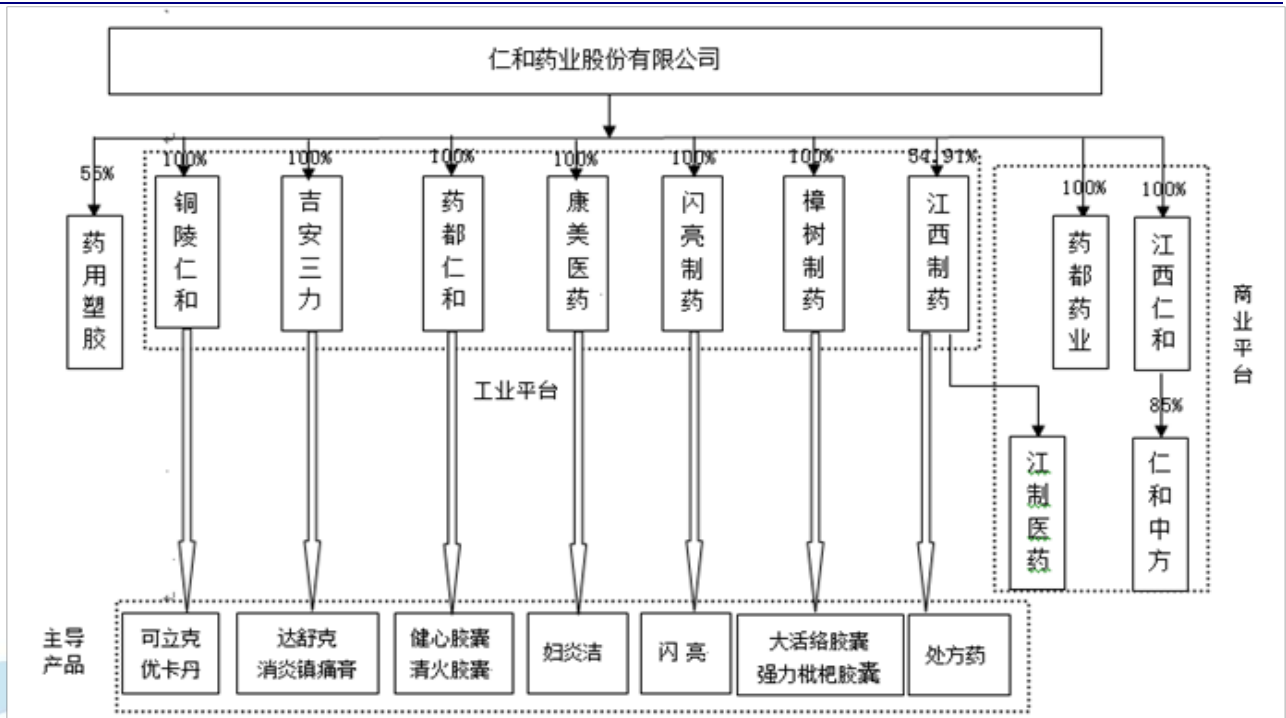
图表 1：仁和药业股权结构图



资料来源：公司年报、中航证券金融研究所

公司是国内知名的 OTC 药品生产和销售企业，旗下有众多优质资源，拥有 7 家医药制造企业、4 家医药商业企业以及 1 个药用包材生产企业，形成了医药商业和医药工业两大经营平台，各子公司权责清晰，各施其职。

图表 2: 仁和药业子公司情况



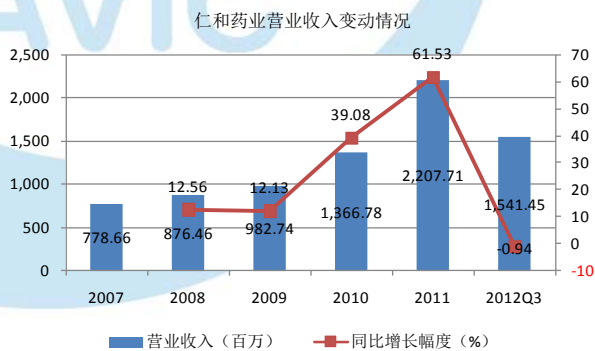
资料来源: 公司年报、中航证券金融研究所

5.2 主营业务

公司主营业务为生产、销售中西药及健康相关产品, 包括胶囊剂、颗粒剂、片剂、栓剂、软膏剂、搽剂等 OTC 药品以及健康相关产品。主导产品包括仁和可立克、优卡丹、正胃胶囊、“妇炎洁”系列产品、闪亮滴眼液等知名品牌, 在其多个细分市场上享有较高的市场知名度和市场份额。

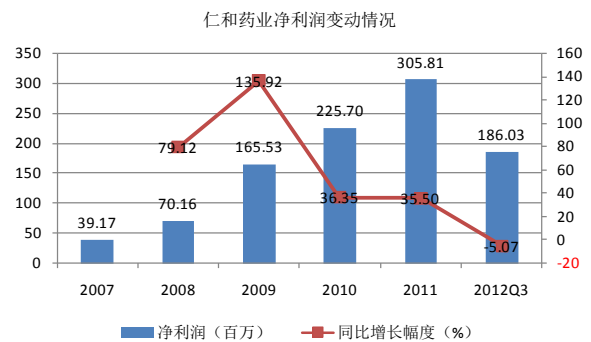
上市以来, 公司一直保持较快的增长速度, 2007-2011 年, 公司营业收入规模扩大近 3 倍, 净利润增长约 7.81 倍, 2012 年受毒胶囊事件、优卡丹事件的影响, 前三季度公司累计营业收入 15.41 亿元, 同比增长 4.34% (调整后), 实现净利润 1.86 亿元, 较去年同期下滑 5.07%。

图表 3: 仁和药业营业收入变动情况



资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 4: 仁和药业净利润变动情况

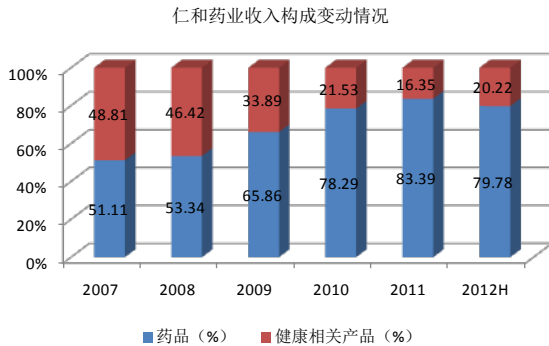


资料来源: wind、中航证券金融研究所

分产品来看, 药品业务是公司收入和利润的主要贡献, 2012 年 1-6 月取得销售收入 9.23 亿元, 毛利

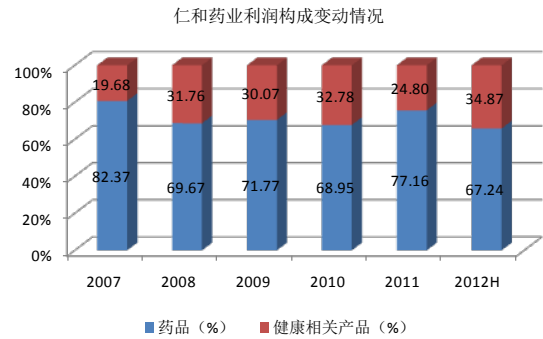
率为 30.91%，在公司当期收入和利润中所占比重分别为 79.78%和 67.24%。

图表 5: 仁和药业营业收入构成变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 6: 仁和药业营业利润构成变动情况

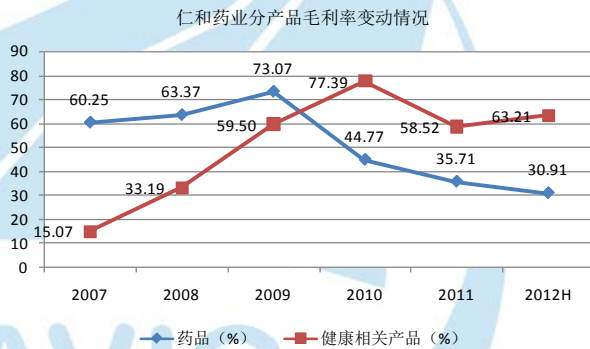


资料来源:wind、中航证券金融研究所

公司核心竞争优势明显，具有较强的品牌溢价能力，OTC 业务的毛利率维持较为稳定水平，2010 年全资子公司江西仁和收购江西仁翔药业有限公司（简称：仁翔药业）51%的股权，仁翔药业是一家以药品批发、零售为主的大型医药流通企业，毛利率较低，受其合并报表的影响，公司药品业务的毛利率出现大幅度的下降，而健康相关产品业务则主要受益于新产品销售占比提升，毛利率呈现上涨趋势。

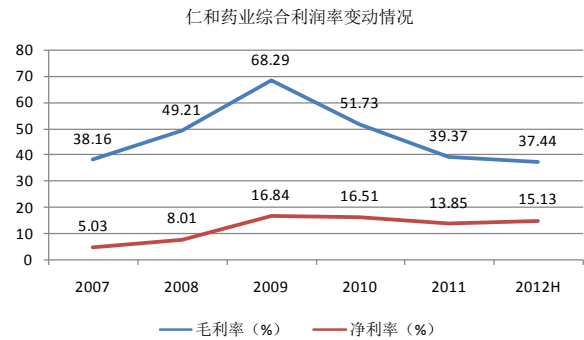
2012 年 8 月 29 日，公司公告经第五届董事会第二十八次会议审议通过，拟出售转让仁翔药业 51%的股权，预计药品业务的毛利率将恢复正常水平。

图表 7: 仁和药业分产品毛利率变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 8: 仁和药业综合利润率变动情况

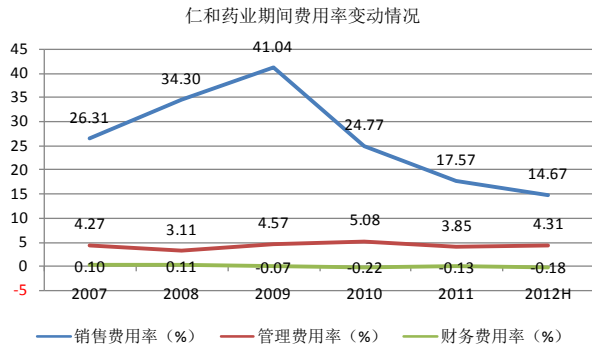


资料来源:wind、中航证券金融研究所

5.3 股权激励

公司是一家民营企业，体制灵活，激励机制完善，集团董事长杨文龙具有多年保健品的运作经验，已成功复制在 OTC 药品的营销实践中，形成了公司独特的营销文化，核心经营管理团队均有多年的药品销售经验，市场意识强，有较强的执行力。

2012 年公司实施股票期权激励计划，考核期自 2013 年起至 2016 年止，激励对象包括：公司董事会成员（不包含独立董事），公司中、高级管理人员，公司核心技术（业务）人员以及公司董事会认为需要进行激励的相关员工。

图表 9: 仁和药业期间费用率占比变动情况


资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 10: 仁和药业股权激励考核指标

净资产收益率指标	考核期内，公司个考核年度的净资产收益率分别不低于 18%				
净利润指标	考核期	2013年	2014年	2015年	2016年
	1、设净利润为X，各考核年度均以净利润额为考核基数				
	预设最大值 (A)	3.30亿元	4.12亿元	5.15亿元	6.44亿元
	2、设净利润为X，各考核年度均以净利润额为考核基数				
	预设最小值 (B)	3.20亿元	3.84亿元	4.61亿元	5.53亿元
	3、考核指标完成率	当 $X \geq A$ ，为 100.00%	当 $A > X \geq B$ 时，为 $50\% + (X-B) / (A-B) * 50\%$		当 $X < B$ 时，为 0.00%
	各期行权数量	各期可行权数量 × 考核期考核指标完成率			
对应的行权期	第一个行权期	第二个行权期	第三个行权期	第四个行权期	

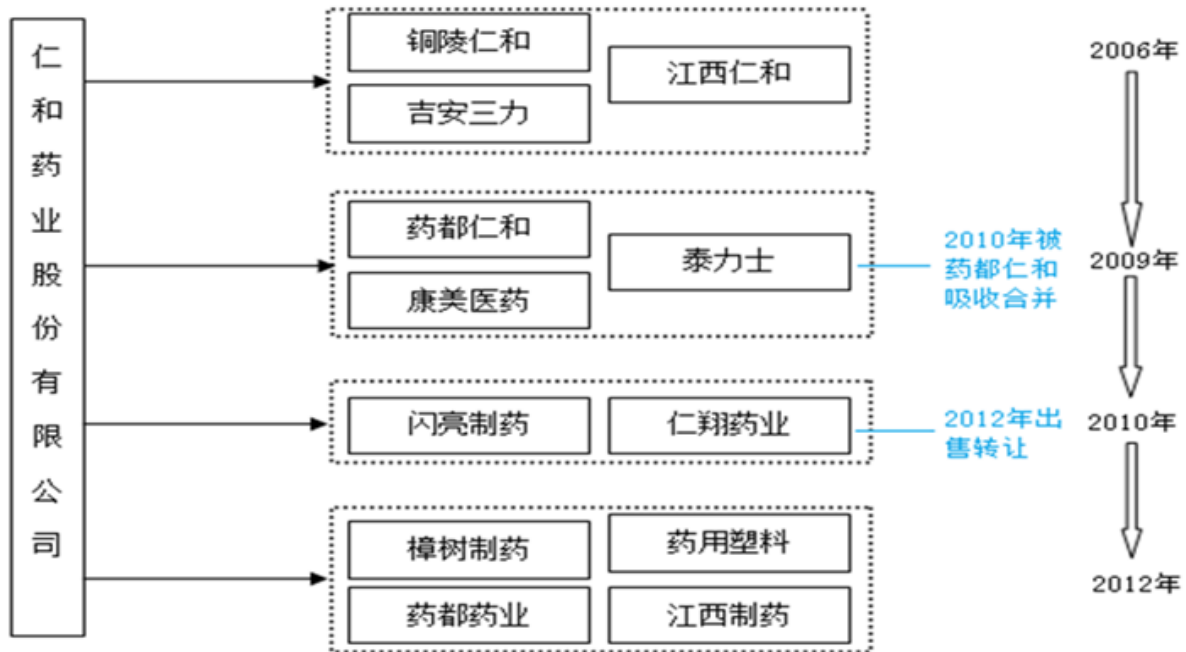
资料来源:公司公告、中航证券金融研究所

5.4 外延扩张

公司整体财务运营状况良好，无长期负债，资金压力较小，具有较强的运营能力，自有产品“现款现货”甚至“先款后货”的销售回款政策，使得公司可以尽快回收资金，提高资金的使用效率，避免了贷款积压造成呆坏帐的风险，在这种销售政策下，公司应收账款较少，现金流充裕，为公司实现外延式扩张提供了条件。

公司管理层外延扩张意愿强烈，上市以来围绕着“铸药业航母、创仁和伟业”的战略发展目标，通过资本运作，不断的收购、注入其他优良资产，持续丰富公司产品种类，完善产业链，横向形成产业集群，进一步巩固扩大公司在江西省内乃至全国市场中的优势地位，增加了公司可持续发展的能力。

图表 11: 公司外延式扩张历程



资料来源: 中航证券金融研究所

2、2012: 纠结的一年

2012 年对于公司来说是相对纠结的一年, 年初, 公司非公开增发方案获取证监会核准, 并于 7 月份完成发行工作, 公司实际发行 4530 万股, 募集资金净值 35888.41 万元, 完成了对控股股东仁和集团分别持有江西制药有限责任公司 (简称: 江西制药) 41.50% 股权、江西仁和药用塑胶制品有限公司 (简称: 药用塑胶) 55% 股权的收购。

图表 12: 仁和药业非公开发行情况

发行数量	4530 万股
发行价格	8.10 元/股
募集资金总额	366,930,000.00 元
募集资金总额	358,884,100.40 元

资料来源: 公司公告、中航证券金融研究所

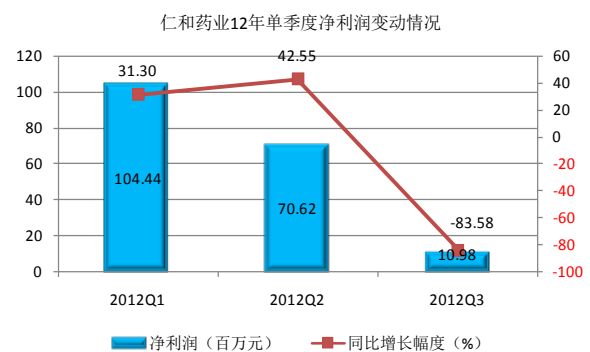
图表 13: 仁和药业非公开发行募集资金投向

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	原募集资金拟投入额 (万元)	根据实际募集资金净额确定的投入额 (万元)
1	通过收购、增资获取江西制药 70.62% 股权	9,461.535049	9,461.535049	9,461.535049
	江西制药硫酸小诺霉素原料药建设工程	9,000.00	9,000	-----
	江西制药普药车间技改工程	6,600.00	6,600	-----
	江西制药非 PVC 软袋输液车间建设工程	5,000.00	5,000	-----
	江西制药营销团队、市场网点改造项目	2,000.00	2,000	135.654991
2	收购仁和集团持有药用塑胶 55% 股权	3,244.82	3,244.82	3,244.82
3	购买仁和药业及子公司共同租用仁和集团的办公场所	15,046.40	15,046.40	15,046.40
4	补充流动资金	8,000.00	8,000.00	8,000.00
合计		58,352.76	58,352.76	35,888.41004

资料来源: 公司公告、中航证券金融研究所

但是, 受 2 季度毒胶囊事件及优卡丹修改说明书的影响, 公司 2012 年的单季度业绩出现较大幅度的波动, 尤其是在第三季度, 营业收入及净利润分布同比下滑 21.97% 和 83.58%。

图表 14: 仁和药业 2012 年单季度营业收入变动情况 图表 15: 仁和药业 2012 年单季度净利润变动情况



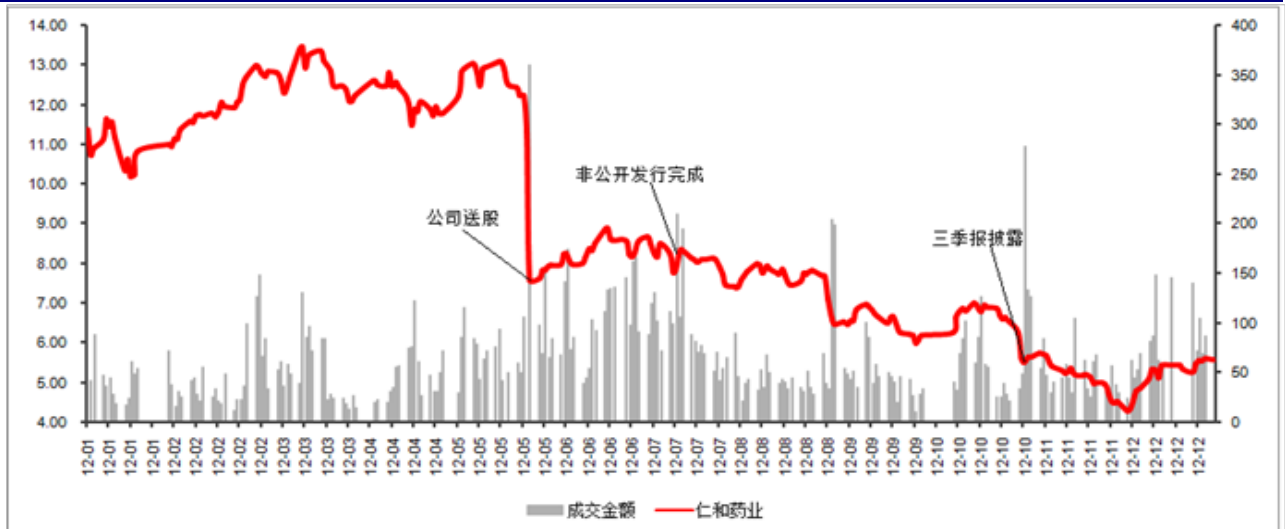
资料来源: wind、中航证券金融研究所

资料来源: wind、中航证券金融研究所

业绩下滑直接影响公司股价在二级市场的表现, 截止到 2012 年 12 月 31 日, 公司股价相对于年初下

跌近 30%，成为 12 年 A 股市场上医药板块跌幅较大的标的之一。

图表 16: 仁和药业 2012 年股价市场表现情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 17: 2012 年全年 A 股市场医药生物板块跌幅较大的公司

排行	证券代码	证券简称	涨跌幅 (%)	医药生物板块涨跌幅 (%)	沪深 300 涨跌幅 (%)
1	300158	振东制药	-40.3471	8.85	7.79
2	300216	千山药机	-37.8494		
3	300003	乐普医疗	-32.1939		
4	300015	爱尔眼科	-31.3355		
5	600750	江中药业	-31.2220		
6	000650	仁和药业	-29.9983		

资料来源:wind、中航证券金融研究所

3、优卡丹事件：市场无需过度担心

优卡丹（通用名：小儿氨酚烷胺颗粒）是公司全资子公司铜鼓仁和生产的药品，同时也是公司重点打造儿童用药系列的品牌产品之一，2002 年上市销售，2011 年销售为 3.08 亿元，一直是国内儿童感冒用药市场的领导品牌。其主要活性成分为对乙酰氨基酚、盐酸金刚烷胺、人工牛黄等，主要适用于缓解儿童普通感冒及流行性感感冒引起的发热、头痛、四肢酸痛、流鼻涕、鼻塞、咽痛等症状，也可用于儿童流行性感感冒的预防和治疗。

2012 年 5 月 17 日，国家食品药品监督管理局下发了《关于修订含盐酸金刚烷胺的非处方药说明书的通知》，要求修改含盐酸金刚烷胺的非处方药的说明书，对于仅用于儿童的氨金黄敏颗粒、小儿氨酚烷胺颗粒、小儿复方氨酚烷胺片，删除【注意事项】中“1 岁以下儿童应在指导下使用”，在【禁忌】项中增加“因缺乏新生儿和 1 岁以下婴儿安全性和有效性的数据，新生儿和 1 岁以下婴儿禁用本品”。

从儿童感冒用药领域来看，目前终端销售的通用名产品主要有氨酚黄那敏、氨酚烷胺、伪麻美沙芬和酚麻美敏四大类型，合计占据了市场 80% 以上的份额。

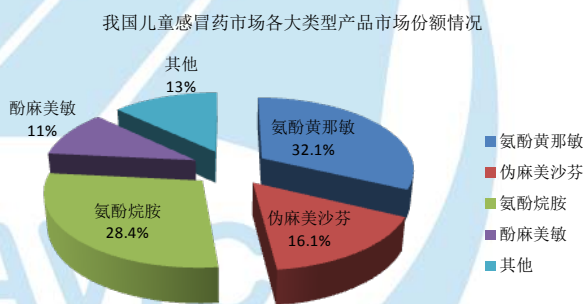
本次修订说明书主要波及氨酚烷胺类产品，优卡丹、好娃娃、葵花康宝、迪龙、金立爽等众多儿童感冒用药领域的品牌产品被卷入其中，整体上来看，受本次重新修订说明书的影响，儿童感冒用药市场氨酚烷胺所占份额将出现萎缩将会是一件大概率事件，各主要品牌产品之间的市场竞争将会更为激烈。

图表 18：儿童感冒药市场主要品牌产品

通用名	代表品牌	生产厂商
氨酚黄那敏	护彤	哈药集团制药六厂
	库克	北京三九药业有限公司
	小快克	浙江亚峰药厂有限公司
	泰生颗粒	河北康泰药业有限公司
伪麻美沙芬	艾畅	上海强生制药有限公司
氨酚烷胺	优卡丹颗粒	江西铜鼓仁和制药有限公司
	好娃娃颗粒	太阳石(唐山)药业有限公司
	葵花康宝	葵花药业集团(唐山)生物制药有限公司
酚麻美敏	小儿泰诺	上海强生制药有限公司

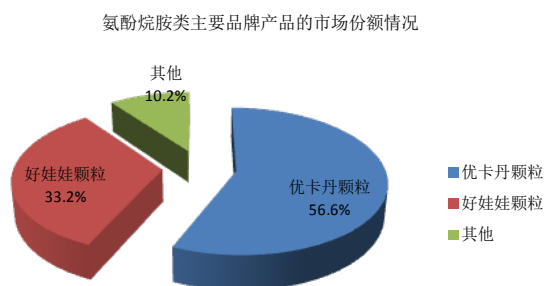
资料来源：中航证券金融研究所

图表 19：儿童感冒药市场上不同类型产品占比情况



资料来源：中航证券金融研究所整理

图表 20：氨酚烷胺类产品主要品牌市场占比情况



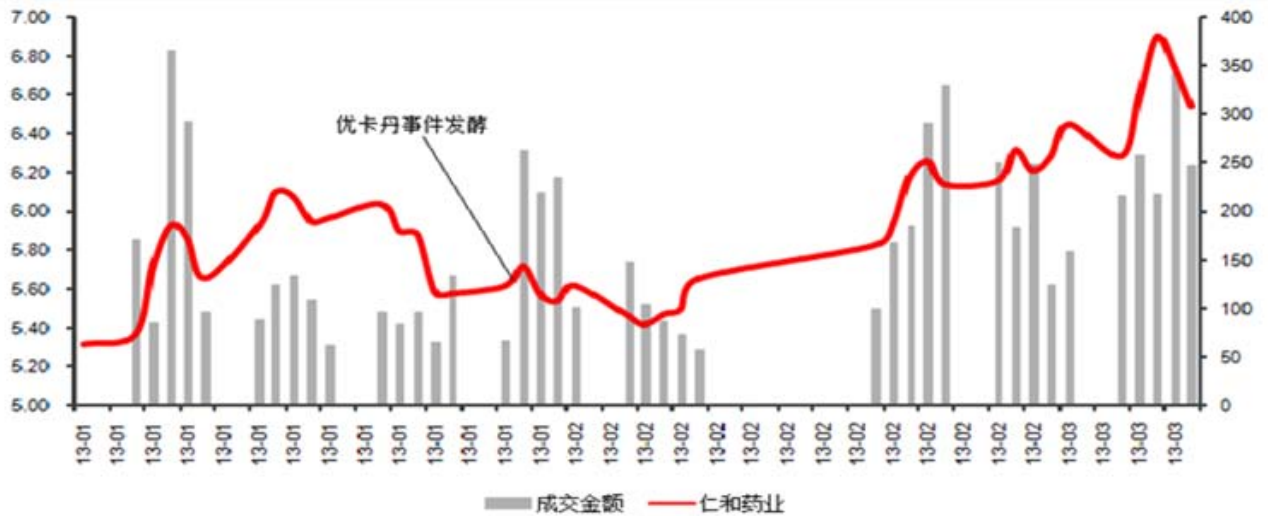
资料来源：中航证券金融研究所整理

我们认为，由于药品在上市前的安全性研究中存在客观的局限性，药品不良反应发现上存在时滞现象，这也决定了药品说明书的修改是动态的、不断完善的，药监部门对含盐酸金刚烷胺成分的儿童非处方药品说明书的修订，是对该类药品在评价后的普遍规定，属于正常的药品监管工作。

今年 1 月份，优卡丹事件持续发酵，微博传言其对 1 岁以下儿童有肝肾毒性，在国内药品安全问题频发的社会背景下，吸引诸多媒体争相报道，虽然公司公告称优卡丹产品的消费人群主要是 1-12 岁幼儿和儿童，但市场依旧普遍担心该事件将会公司未来发展造成重大影响，带动公司股价在二级市场上出现较大

幅度的波动。

图表 21: 仁和药业 2013 年股价市场表现情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

我们的观点，儿童属于特殊的群体，身体机能尚未发育完全，因此，家长在用药选择上更为谨慎，对药品的安全性要求更高，微博事件引发家长对优卡丹安全性的质疑，即便是上市公司、药监部门、药学专家一再“澄清”，优卡丹有毒传言已经被证实为误读，但仍不能完全消除负面影响，市场消费者“宁可信其有、不可信其无”的心态，将会对优卡丹产品短期内的正常销售产生一定的影响。

公司经过前几年的兼并整合，当前的主营业务为生产、销售中西药及健康相关产品，产品线较为丰富，且都有较高的知名度，多品牌战略分散了单个产品业绩变动萎靡带来的经营风险。公司公开资料显示，2011年优卡丹在公司当期营业收入所占的比重为 13.95%，优卡丹系列产品短期内销售下滑，将处于公司可控的范围之内。

我们认为，本次优卡丹重新修订说明书完全属于正常的药品监管工作，并非产品或公司自身出现问题（优卡丹有毒传言已经被证明是误读），在这个前提下，终端市场对公司产品的信心犹在，未来随着时间的推移以及公司品牌形象的维护到位，优卡丹事件造成的负面影响将会逐步消除，将不会对公司整体的声誉、形象造成重大影响，市场无需过度担心。

4、品牌+营销：核心竞争优势明显

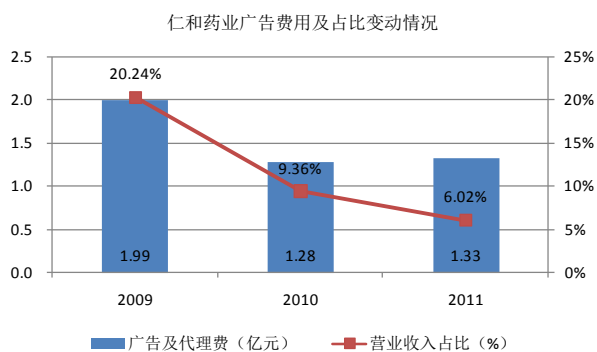
品牌形象、营销能力是构成 OTC 生产企业的核心竞争优势的关键。

仁和药业作为全国非处方药品行业的领先者，一直十分重视品牌建设，其中仁和（集团）发展有限公司拥有的“仁和”商标于 2006 年获得江西省著名商标，2007 年被国家工商行政管理总局商标局认定为中国驰名商标。

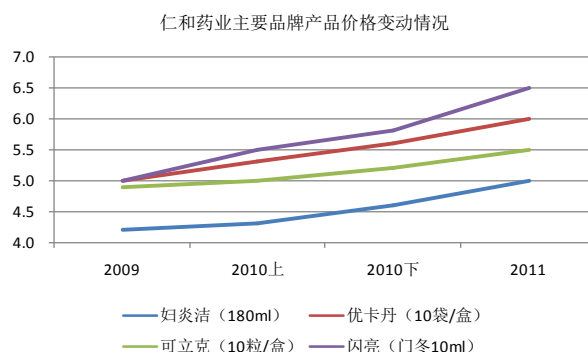
在品牌产品的塑造方面，公司颇有心得，通过选择当红明星作代言人、投放大量广告，配合渠道和终端营销，迅速提升产品知名度，成功培育了优卡丹、可立克、妇炎洁、闪亮、正胃胶囊、清火胶囊等多个知名 OTC 品牌产品，涵盖感冒用药、妇科用药、眼科用药、肠胃用药等多个 OTC 细分市场。

公司既有企业品牌、又有产品品牌，彼此相互支撑，形成较为完善的品牌体系，2012年4月及12月，公司“妇炎洁”和“优卡丹”相继被认定为中国驰名商标，进一步提升公司的品牌知名度。

公司良好的品牌形象不仅有助于提高了产品的市场认知度，培育消费者的品牌忠诚度，还使得公司保持较好的品牌溢价能力，2009-2011年期间，主要品牌产品平均提价30%左右。

图表 22: 仁和药业广告及代理费变动情况


资料来源:公司公告、中航证券金融研究所

图表 23: 仁和药业主要品牌产品价格变动情况


资料来源:中航证券金融研究所

图表 24: 仁和药业品牌产品


资料来源:公司网站、中航证券金融研究所

公司专注于 OTC 产品销售多年，并依托全资子公司江西仁和药业有限公司（简称：江西仁和）及其旗下江西仁和中方医药股份有限公司（简称：仁和中方）两个平台构建营销体系，其中江西仁和主要负责公司一线产品的销售；仁和中方则负责公司二线产品的销售业务，为公司打造终端运营队伍、二线品种运营队伍的平台。

公司在长期的市场推广中创建了独特的“产品经销总代理和专业促销队伍”相结合营销模式，取得良好的成效。

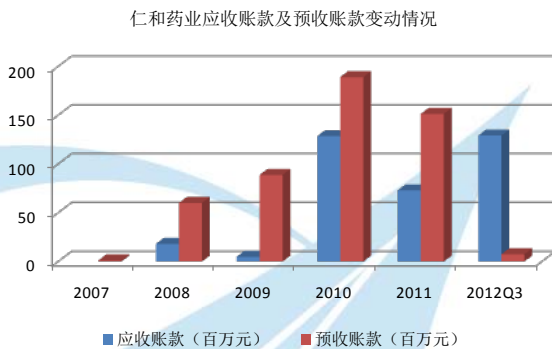
目前，公司根据目标客户的分类，分别成立了不同的销售事业部进行相关品种的专业销售，并构造完善“部-大区-省-工作站”的梯级营销体系；建立了一级经销商 55 个，二级经销商 300 多个，三级经销商超过 1000 个的销售渠道，销售网络覆盖全国 30 个省市，与全国各级经销商和零售终端建立了密切的联系。

与此同时，公司坚持合作共赢的经营理念，积极打造员工创业平台，极大的提高了销售团队的积极性，超过 6000 名专业终端销售人员活跃在全国各地 20 多万个销售终端进行产品营销推广，有利的推动了公司产品销售上量。

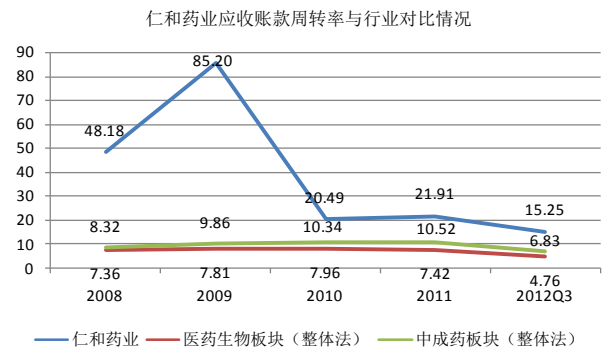
2009年起公司深入实施改进商业销售渠道管理、改进商业销售终端管理、推进二线产品及普药的销售(“两改一推进”)工程,通过减少一级经销商数目、控货降低经销商库存、建立品牌产品终端维价机制等措施来维护市场秩序的稳定。

经过两年的营销改革,公司目前建立了有序、高效、成本合理的渠道模式,规范、良好的渠道秩序带动经销商、业务人员更加专注于区域内的分销工作。与此同时,公司还通过推行终端直供模式,导入连锁专供品种,直接面对、服务高端连锁药店,进一步增强对市场终端的掌控能力。

公司核心竞争优势明显,增强了对下游经销商的议价能力,严格的销售回款政策,使得公司应收账款一直维持较低水平(2010年-2012年,公司应收账款出现较大幅度上涨,主要是受收购仁翔药业并合并报表的影响),可见公司的强势地位。

图表 25: 仁和药业应收及预收账款变动情况


资料来源:wind、中航证券金融研究所

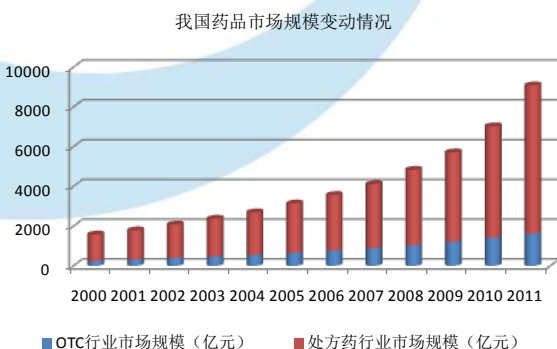
图表 26: 仁和药业应收账款率与行业对比情况


资料来源:wind、中航证券金融研究所

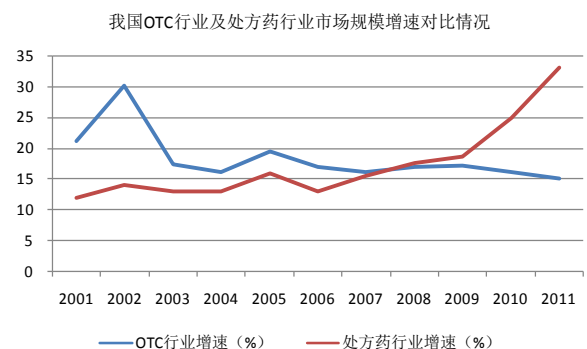
5、2013年:孕育新希望

5.1 涉足处方药,扩大市场领域

相对 OTC 行业来说,我国处方药行业的市场规模更为庞大,2011 年达到 7460.1 亿元,在同期国内药品市场的 80%以上,特别是 2009 年以来,在我国新医改的驱动下,基层医疗市场需求持续释放,带动处方药市场增速明显高过 OTC 行业。

图表 27: 我国处方药与非处方药市场规模变动情况


资料来源:南方所、中航证券金融研究所

图表 28: OTC 行业与处方药行业市场规模增速对比


资料来源:wind、中航证券金融研究所

公司看好处方药行业的发展前景，并适时收购兼并涉足处方药领域，2012年公司通过非公开增发方式募集资金实现对江西制药的收购，除此之外，还利用自有资金收购江西药都医药集团股份有限公司持有江西药都樟树制药有限公司（简称：樟树制药）100%股权、江西药都药业有限公司（简称：药都药业）100%股权，大举进入处方药市场。

公司以非处方药品起家，并长期专注于 OTC 产品的营销，对方药药的推广活动涉及较少，由于处方药领域的营销模式同 OTC 行业有着较大的差异，因此，市场上对公司在处方药领域的发展看法不一。

我们认为，公司为了进入处方药领域，做了大量充分的准备和铺垫工作，包括对江西制药研发团队、销售团队的组建等，上市公司虽然缺乏处方药营销经验，但是新收购的药都药业是一家主要从事于处方药推广销售的商业公司，拥有全国性营销网络，具有推动大活络胶囊、强力枇杷胶囊等医保产品在全国大部分省市中标的成功经验。

预计未来，公司将有可能整合旗下多方（如：仁和药业、药都药业、江制医药等）处方药营销资源，打造自身的处方药招标和营销队伍。事实上，公司在其发展历程中，具有丰富的整合国有医药企业的成功经验，铜鼓仁和、吉安三力都是通过整合国有药企发展起来的，公司擅长于营销团队建设以及调动营销人员的积极性，是我们看好公司未来在处方药领域大展拳脚的重要原因。

5.2 二线品种爆发，支撑公司业绩增长

公司依据推广力度将产品划分为 OTC 品牌药（一线产品）和 OTC 普药（二线产品），同品牌药相比较，二线产品很少甚至不需要广告支持，具有明显的成本优势，更为满足药店终端毛利要求以及基层医疗市场需求。

仁和中方作为公司旗下二线产品的营销平台，一直推行专业化、规模化、精细化的营销模式，借助公司品牌影响力，不断拓展、覆盖第三终端，驱动二线品种实现快速增长，2012年1-6月，仁和中方实现销售收入 2.37 亿元，预计全年将超过 5 亿元，同比增长在 30% 以上。

图表 29：仁和中方销售收入变动情况



资料来源：公司年报、中航证券金融研究所

品种数量增加是公司二线品种持续爆发的基础，公司不断通过资产收购，丰富自身产品种类，尤其以 2012 年江西制药和樟树制药的收购最为典型。

江西制药主要从事研发、生产原料药和化学制剂，原料药主要产品有硫酸小诺霉素、硫酸庆大霉素、Cl_a，制剂品种包括小针剂、冻干粉针剂、片剂、胶囊剂、输液等，已获得国家药品生产批准文号的药品品种 325 个，其中 125 个产品进入基本药物目录。

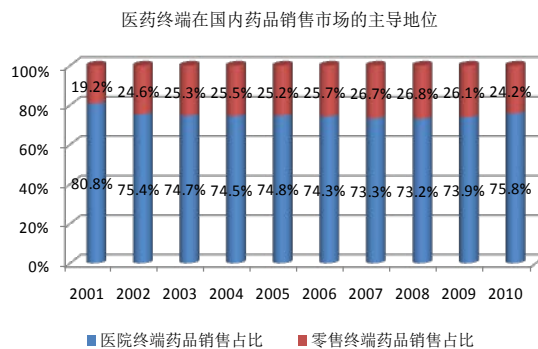
而樟树制药则以中成药生产、销售为主，拥有通过国家 GMP 认证的片剂、颗粒剂、蜜丸剂、糖浆剂、胶囊剂等 11 个药品剂型，230 个中西药、保健品等品种，其中国家级新产品 9 个，中药保护品种 13 个。

公司对江西制药和樟树制药的收购，最显而易见的好处是直接获得诸多产品的生产批件，更加快速补充、壮实、扩大公司的产品线，通过嫁接公司强势的品牌形象、完善的营销网络，将有望带动新产品实现快速放量，进而推动二线品种持续快速增长。

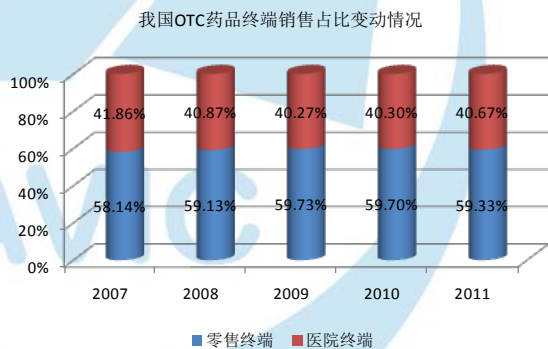
营销范围扩大是公司二线品种持续爆发的驱动，目前，医院在我国医疗体系中具有强势的主导地位，医院终端不仅仅是是处方药销售的主要场所，同样也是 OTC 产品销售的重要渠道。

图表 30: 医院终端药品销售变动情况


资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 31: 医院终端在国内药品销售市场的强势地位


资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 32: 国内 OTC 药品终端销售占比变动情况


资料来源:南方所、中航证券金融研究所

随着基本药物制度的推广实施，基层医疗机构率先实现零差率销售，消费者可以在医院终端获取廉价的 OTC 药品，在这种情况下，基层医院对药店的冲击将会愈加明显，对于非强势品牌 OTC 产品来说，除了开拓药店渠道外，还要积极参加地方招标，才能进入广大的基层市场。

作为以 OTC 产品闻名的企业，医院渠道一直都是公司市场开拓的薄弱领域，随着处方药营销团队的组建，公司未来将会更多的参与地方招标事务中，OTC 业务有望实现对医院渠道和药店渠道的全覆盖，将会

对二线 OTC 品种的持续高增长起到良好推动作用。

5.3 品牌延伸，新品上市值得期待

品牌延伸（Brand Extensions）是指企业将某一知名品牌或某一具有市场影响力的成功品牌扩展到与成名产品或原产品不近相同的产品上，以凭借现有成功品牌推出新产品的过程。

品牌延伸可以加快新产品的定位，保证新产品投资决策的快捷准确；能够减少新产品的市场导入费用，降低新产品的市场风险；有助于强化品牌效应，提高整体品牌组合的投资效益。

公司品牌形象良好，具有较强的市场认知度和渗透力，为其实施品牌延伸战略奠定了市场基础，近几年公司聚焦重点品牌，成立产品设计中心，通过品类规划不断提升品质，以推动品牌产品量和价的提升。

以如炎洁系列为例，公司在开发和推出如炎洁洗液后，又陆续推出了植物本草卫生巾、护垫、湿巾、药皂等一系列女性日常护理配套产品，目前，如炎洁品牌已经形成了植物本草洗液、卫生用品系列、护理配套系列、OTC 系列四大产品体系，已经上市的高端产品包括凝胶、精华凝露、浓缩型洗液等。

图表 33：公司如炎洁系列产品

类型	品种		类型	品种	
洗护用品	如炎洁植物本草抑菌洗液		卫生用品	清凉洁护系列	
	精华凝露			清爽怡肤系列	
	如炎洁旅行装			惠好组合系列	
	闺蜜女性护理液			护垫系列	

资料来源：公司网站、中航证券金融研究所

2012年10月，公司在北京召开新品发布会，推出妇炎洁、优卡丹系列品牌新品，高毛利新品的上市销售，将有助于改善公司的产品结构，提高整体盈利水平。

我们认为，公司拥有完善的全国销售网络，强大的营销推广能力和终端控制能力有望缩短新产品的市场培育周期，使其较快进入稳定销售期，成为公司业绩增长的新亮点。

6、盈利预测

我们的盈利预测主要基于以下假设前提：

- 1、医药行业现行的方针政策无重大改变；
- 2、公司目前执行的税赋、税率政策不变；
- 3、优卡丹系列受市场消费者的误导，2012-2014年销售增长率分别为-30%、-10%、0%；其他品牌系列维持稳定增长趋势；妇炎洁系列高毛利新品上市销售带动公司健康相关业务毛利率提升；
- 4、二线产品受品种数量增加、营销范围扩大的影响，未来三年维持高增长；
- 5、处方药业务在嫁接公司品牌形象、营销网络后收入增速将加快；
- 6、微博事件造成优卡丹品牌形象受损，未来三年公司将加大品牌维护力度，销售推广费用将有所上升。

图表 34：公司分产品财务预测图

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
药 品							
销售收入（百万元）	467.52	647.21	1070.14	1841.22	1996.50	1915.19	2309.87
销售收入增加值（百万元）		179.70	422.92	771.08	155.28	(81.31)	394.68
同比增长幅度（%）		38.44	65.35	72.05	8.43	(4.07)	20.61
毛利率（%）	63.37	73.07	44.77	35.71	34.05	41.44	40.20
健康相关产品							
销售收入（百万元）	406.87	333.03	294.33	361.13	433.36	541.70	650.04
销售收入增加值（百万元）	26.82	(73.84)	(38.70)	66.80	72.23	108.34	108.34
同比增长幅度（%）	7.06	(18.15)	(11.62)	22.70	20.00	25.00	20.00
毛利率（%）	33.19	59.50	77.39	58.52	59.00	60.00	61.00
营业收入合计							
营业收入（百万元）	874.39	980.25	1364.47	2202.35	2429.85	2456.89	2959.90
营业收入增加值（百万元）		105.86	384.22	837.88	227.51	27.03	503.02
同比增长幅度（%）		12.11	39.20	61.41	10.33	1.11	20.47
毛利率（%）	49.33	68.46	51.81	39.45	38.50	45.54	44.77
期间费用率							
销售费用率（%）	34.39	41.15	24.81	17.62	17.56	19.97	19.07
管理费用率（%）	3.11	4.58	5.09	3.86	5.25	6.23	5.94
实际税率（%）	27.93	22.21	22.07	21.72	21.72	21.72	21.72

资料来源：中航证券金融研究所

7、投资评级

公司作为国内知名的 OTC 药品生产和销售企业，拥有优卡丹、妇炎洁、闪亮等多个享誉全国的品牌产品，多品牌战略分散了单一产品销售业绩波动带来的经营风险；公司核心竞争优势明显，具有较强的品牌溢价能力，并通过实施品牌延伸战略不断推出高毛利新品，提升整体盈利水平。

我们认为，公司核心管理层有多年的药品销售经验，市场意识强，擅长于营销团队建设以及调动销售人员的积极性，因此看好未来公司处方药业务领域的营销整合，预计随着公司对医院终端的广覆盖，处方药和二线品种将进入持续快速增长期。

我们预测公司 12-14 年的 EPS 分别为 0.28 元、0.34 元、0.42 元，同比增长率分别为-7.38%、20.30%、24.17%，对应的动态市盈率分别为 22、18、15 倍；首次给予公司“买入评级”，目标价 8.00 元。

8、风险提示

品牌受损风险：2013 年初，优卡丹有毒传言对公司品牌形象影响较大，虽然公司加大对经销商、终端药店、消费者的培训说明力度，但是市场消费者被误导现象的完全消除仍有待时日，这将加大公司业绩经营不确定风险。

市场竞争风险：公司所处的 OTC 行业具有市场准入门槛较低，竞争十分激烈的特点，公司主要产品生产工艺相对稳定成熟，成本下降空间有限，原材料价格以及人工成本的波动都将会有可能给公司的盈利带来不确定性。

行业政策风险：医药产业是一个受监管程度较高的行业，其监管部门包括国家及各级地方药品监管部门，他们在各自的权限范围内，制定相关的政策法规，对整个行业实施监管，随着我国药品价格改革、医疗改革的深入以及其他的法规、政策的调整和实施，未来可能对公司的经营业绩产生较大的影响。

业务整合风险：公司 2012 年收购樟树制药、江西制药是以处方药的生产销售为主的制药企业，虽然均属于医药行业，但与公司以往的营销模式区别较大，未来公司业务与樟树制药、江西制药全面融合才能发挥合并后的协同效应，鉴于这种整合涉及多个规模较大的业务与管理架构的对接、业务流程的重塑，存在业务整合效果不确定的风险。

图表 35: 盈利预测表

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	982.74	1366.78	2207.71	2429.14	2456.11	2958.87
增长率(%)	12.13%	39.08%	61.53%	10.03%	1.11%	20.47%
归属母公司股东净利润	165.49	219.53	300.35	278.18	334.64	415.51
增长率(%)	135.88%	32.65%	36.82%	-7.38%	20.30%	24.17%
每股收益(EPS)	0.167	0.222	0.303	0.281	0.338	0.419
每股股利(DPS)	0.000	0.085	0.024	0.022	0.026	0.033
每股经营现金流	0.204	0.132	0.168	0.350	0.441	0.236
销售毛利率	68.29%	51.73%	39.37%	38.50%	45.54%	44.77%
销售净利率	16.84%	16.51%	13.85%	12.25%	14.49%	14.94%
净资产收益率(ROE)	19.32%	25.12%	26.89%	20.25%	19.89%	20.12%
投入资本回报率(ROIC)	54.03%	30.74%	32.36%	24.01%	21.57%	27.29%
市盈率(P/E)	37.11	27.98	20.45	22.08	18.35	14.78
市净率(P/B)	7.17	7.03	5.50	4.47	3.65	2.97
股息率(分红/股价)	0.000	0.014	0.004	0.004	0.004	0.005

报表预测						
利润表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	982.74	1366.78	2207.71	2429.14	2456.11	2958.87
减: 营业成本	311.61	659.81	1338.44	1493.92	1337.59	1634.18
营业税金及附加	12.21	12.09	17.04	18.75	18.96	22.84
营业费用	403.35	338.51	387.95	426.56	490.48	564.26
管理费用	44.88	69.41	84.98	127.53	153.02	175.76
财务费用	-0.71	-2.97	-2.83	-2.52	-8.48	-17.42
资产减值损失	-0.73	0.56	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30
加: 投资收益	1.80	-1.38	0.51	5.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.24	0.21	-1.54	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	213.68	288.20	381.40	370.19	464.83	579.55
加: 其他非经营损益	-0.89	1.43	9.27	24.83	9.83	9.83
利润总额	212.79	289.63	390.67	395.02	474.66	589.38
减: 所得税	47.27	63.93	84.86	97.51	118.67	147.34
净利润	165.53	225.70	305.81	297.52	356.00	442.03
减: 少数股东损益	0.03	6.16	5.46	19.34	21.36	26.52
归属母公司股东净利润	165.49	219.53	300.35	278.18	334.64	415.51
资产负债表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	324.04	216.13	202.49	485.83	685.89	862.39
应收和预付款项	253.56	626.32	678.63	381.40	613.54	693.63
存货	38.72	138.78	160.35	187.78	123.92	256.90
其他流动资产	38.79	9.25	8.29	8.29	8.29	8.29
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	123.92	155.74	222.49	283.33	295.18	302.02
无形资产和开发支出	247.10	263.70	266.04	351.36	306.67	261.98
其他非流动资产	7.76	4.18	8.32	4.16	0.00	0.00
资产总计	1033.91	1414.11	1546.62	1702.16	2033.49	2385.23
短期借款	0.00	20.00	20.00	176.90	0.00	0.00
应付和预收款项	176.74	482.06	384.51	112.26	290.53	232.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	176.74	502.06	404.51	289.17	290.53	232.55
股本	280.11	420.17	630.25	630.25	630.25	630.25
资本公积	284.45	18.58	2.20	2.20	2.20	2.20
留存收益	291.82	435.31	484.50	741.04	1049.66	1432.85
归属母公司股东权益	856.38	874.05	1116.95	1373.49	1682.10	2065.29
少数股东权益	0.78	37.99	25.16	44.50	65.86	92.38
股东权益合计	857.16	912.05	1142.11	1417.99	1747.96	2157.68
负债和股东权益合计	1033.91	1414.11	1546.62	1702.16	2033.49	2385.23
现金流量表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	201.62	130.44	166.47	346.93	437.13	234.03
投资性现金净流量	-687.45	-176.18	-153.31	-201.38	-42.63	-42.63
筹资性现金净流量	690.07	-86.54	-27.72	137.78	-194.45	-14.90
现金流量净额	204.25	-132.29	-14.55	283.34	200.06	176.51

资料来源: wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511040001，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事零售行业的研究。

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，本报告清晰、准确地反映了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：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。