

仁和药业（000650）2014 年中期报告点评： 二线品种持续放量，经营状况逐季向好

行业分类：医药生物

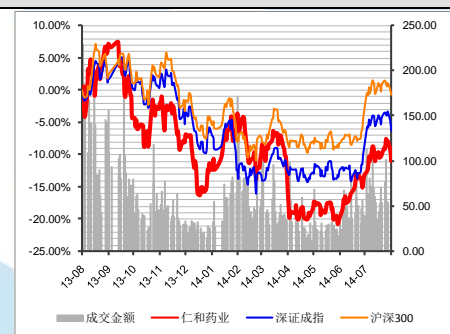
2014 年 08 月 27 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	
当前股价（14.08.26）	5.18

基础数据

上证指数	2207.11
总股本（亿）	9.91
流通 A 股（亿）	9.90
流通 B 股（亿）	0
流通 A 股市值（亿）	51.30
每股净资产（元）	1.86
ROE（2013H）	6.78%
资产负债率	17.70%
动态市盈率	17.16
动态市净率	2.44

近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

事件回顾：

公司 2014 年中期报告披露：报告期内公司实现营业收入 10.12 亿元，同比增长 17.35%；归属上市公司股东的净利润约为 1.25 亿元，较去年同期下滑 16.63%（扣非后下滑 13.89%）；基本每股收益约为 0.13 元。

投资要点：

业绩触底回升，经营逐季向好：报告期内公司累计实现净利润约 1.33 亿元，同比下滑 16.61%，我们认为受前两年媒体负面报道的影响，公司产品品牌的市场营销受到较大的影响，是其近两年业绩下滑的主要原因，今年上半年公司通过积极拓展市场，优化生产结构、整合商业资源等方式推动生产经营逐步好转，这一点在单季度经营情况上表现较为明显，2 季度实现营业收入 6.00 亿元，同比增长 29.52%，实现净利润 0.78 亿元，同比下滑幅度为 4.42%，相对于 1 季度，虽然并未能扭转净利润下滑势，但是幅度正在逐步收窄，整体经营状况明显好转；

健康系列稳定，二线品种持续放量：今年上半年公司累计实现营业总收入 10.12 亿元，同比增长 17.35%，其中药品业务收入 8.55 亿元，同比增长 16.26%，健康相关产品收入 1.36 亿元，同比增长 7.82%；1-6 月以经营二线品种为平台的仁和中方医药取得营业收入 4.40 亿元，同比增长接近 30%，同期以品牌产品为平台的江西仁和药业实现营业收入 2.84 亿元，同比增速约为 6.64%，因此，我们判断公司报告期内收入的增长依旧是受到二线品种的持续放量所致，品牌产品仍处于市场恢复期；

综合毛利率下降，期间费用率上升：报告期内，公司综合毛利率约为 53.36%，较去年同期下降 3.15 个百分点，我们认为，公司当季盈利能力的下滑主要是受低毛利二线品种在整体营业收入中所占比重持续增加所致；与此同时，公司销售费用为 1.74 亿元，同比增加 25.36%，销售费用的增加主要是体现工资及福利费、劳务费、会议费及其他项目的高增长上，同期受设立新公司新增费用、行政管理工资及税费等费用增加综合影响，公司管理费用约为 0.88 亿元，同比增加 35.71%，销售、管理两项费用的增长幅度均高于同期收入增速，使得期间费用率由去年同期的 23.43% 提高至 25.77%，在毛利率下降、期间费用率上升的双重挤压下，公司上半年净利率下滑明显，拖累业绩增长；

市场营销见长，培育重点新品放量：公司以市场营销擅长，并具有先进的市场营销管理模式、周到的售后服务、快速有力的物流保障，构成了公司独具特色的营销手段，近几年公司在保持市场营销优势的同时，不断通过外延并购不断补充产品线，形成强大的产品品牌集群，儿童用药领域重点品种米阿卡具有成为一线品牌的潜质，未来有望成为公司儿科领域新的领导品牌；

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

弥补研发短板，取得显著成果：公司作为一家传统的 OTC 企业，长期以来对研发投入重视力度不够，近年来，随着其向处方药领域延伸，公司管理层不断加大科研投入，提高创新能力，增加产品科技含量；今年上半年公司累计完成 34 个产品的工艺研究或质量改进工作，完成熊胆川贝枇杷膏、格列吡嗪缓释胶囊等新产品的工艺、质量标准的复合确认工作和健儿清解液、强力枇杷露、川贝清肺糖浆、咳嗽糖浆等转移产品的质量标准提高的研究，同时在产品注册工作方面取得诸多成果；

投资评级：

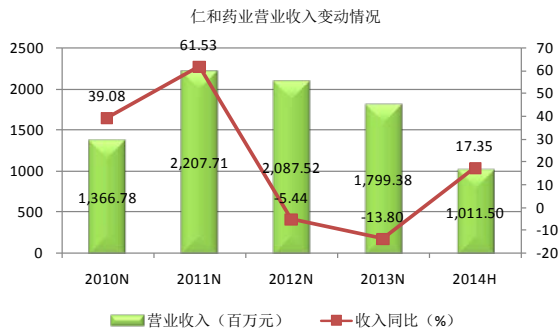
我们根据公司中期报告情况，暂调整公司 14-16 年 EPS 分别为 0.30/0.37/0.43 元，对应的动态市盈率分别为 17、14、12 倍；我们认为公司经营状况逐步好转，二线产品维持持续增长势头，随着品牌产品的负面影响逐步趋于淡化，其市场恢复将增大公司未来业绩弹性，因此暂维持公司的“买入”评级。

投资风险：

品牌受损风险；市场竞争风险；业务整合风险；成本上升风险。

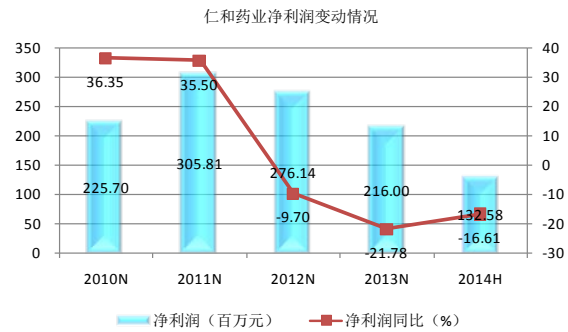


图表 1: 仁和药业营业收入变动情况



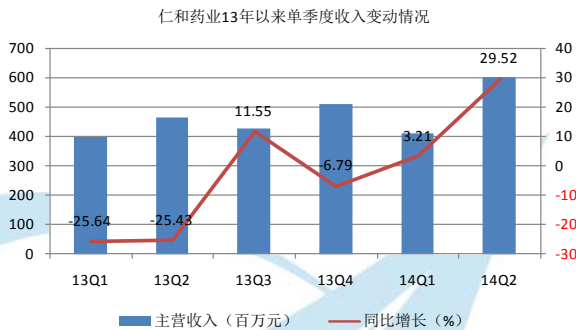
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 2: 仁和药业净利润变动情况



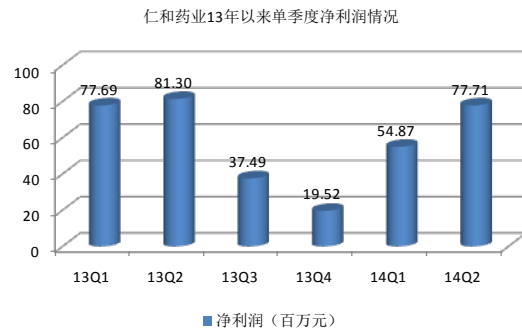
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 3: 仁和药业 13 年以来单季度收入变动情况



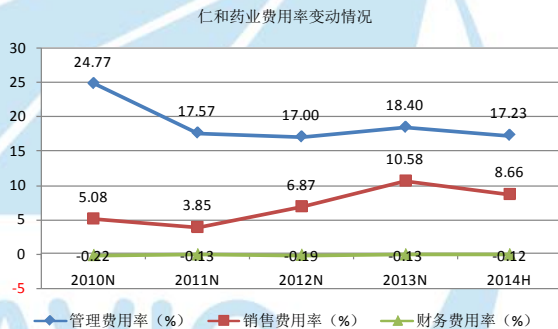
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 4: 仁和药业 13 年以来单季度净利润变动情况



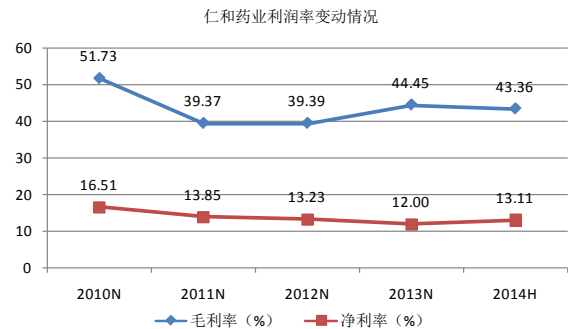
资料来源:公司报告、中航证券金融研究所

图表 5: 仁和药业费用率变动情况



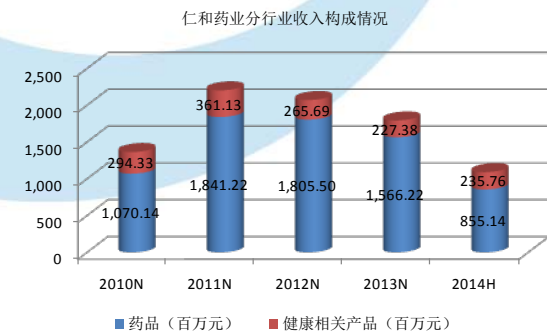
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 6: 仁和药业利润率变动情况



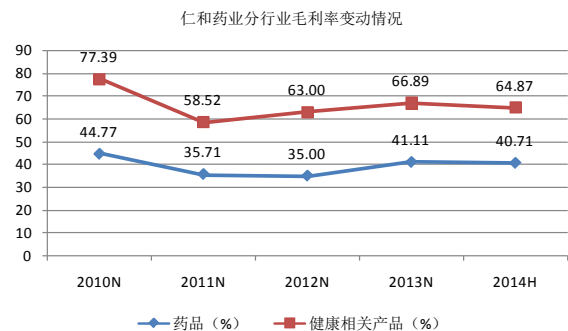
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 7: 仁和药业分行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 8: 仁和药业分行业毛利率变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 9: 盈利预测表

报表预测						
利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2207.71	2087.52	1799.38	2154.75	2524.51	2922.62
减: 营业成本	1338.44	1265.25	999.51	1174.99	1375.86	1594.00
营业税金及附加	17.04	18.13	16.99	20.35	23.84	27.60
营业费用	387.95	354.93	331.07	380.74	437.75	503.57
管理费用	84.98	143.50	190.43	191.34	219.88	252.81
财务费用	-2.83	-3.92	-2.39	-16.83	-26.76	-39.05
资产减值损失	-0.30	1.37	7.80	2.96	2.96	2.96
加: 投资收益	0.51	2.75	6.46	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.54	-2.00	-0.15	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	381.40	309.01	262.27	401.20	490.98	580.74
加: 其他非经营损益	9.27	36.04	14.21	14.70	14.70	14.70
利润总额	390.67	345.06	276.48	415.91	505.68	595.44
减: 所得税	84.86	68.92	60.48	83.18	101.14	119.09
净利润	305.81	276.14	216.00	332.72	404.55	476.35
减: 少数股东损益	5.46	20.68	21.82	33.61	40.86	48.12
归属母公司股东净利润	300.35	255.46	194.18	299.11	363.68	428.23
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	202.49	373.42	474.82	1021.34	1357.50	2113.39
应收和预付款项	678.63	458.34	463.30	521.62	644.52	635.77
存货	160.35	200.95	251.67	251.68	249.74	249.66
其他流动资产	8.29	15.21	12.86	12.86	12.86	12.86
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	222.49	452.30	527.36	444.23	361.10	277.98
无形资产和开发支出	266.04	513.79	524.46	473.34	422.22	371.10
其他非流动资产	8.32	1.98	3.78	3.19	2.60	2.60
资产总计	1546.62	2016.00	2258.26	2728.26	3050.55	3663.36
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	384.51	283.14	300.15	458.86	402.66	569.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	20.79	19.25	19.25	19.25	19.25
负债合计	404.51	303.93	319.40	478.11	421.92	589.06
股本	630.25	990.67	990.67	990.67	990.67	990.67
资本公积	2.20	293.35	304.83	304.83	304.83	304.83
留存收益	484.50	336.73	530.92	808.60	1146.22	1543.77
归属母公司股东权益	1116.95	1620.75	1826.42	2104.11	2441.73	2839.28
少数股东权益	25.16	91.31	112.43	146.04	186.90	235.02
股东权益合计	1142.11	1712.07	1938.85	2250.15	2628.63	3074.30
负债和股东权益合计	1546.62	2016.00	2258.26	2728.26	3050.55	3663.36
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	166.47	183.12	213.50	539.35	323.69	735.76
投资性现金净流量	-153.31	-306.57	-111.21	11.76	11.76	11.76
筹资性现金净流量	-27.72	328.41	-12.54	-4.60	0.70	8.36
现金流量净额	-14.55	204.97	89.75	546.52	336.16	755.89

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

赵浩然，SAC执业证书号：S0640513070002，南开大学理学学士、天津大学理学硕士，2011年6月加入中航证券金融研究所，从事医药生物行业的研究。

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。