2016 年 03 月 27 日
证券研究报告 · 公告点评
仁和药业（000650）医药生物

买入（首次）
当前价：7.65 元
目标价：——元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩高速增长，FSC 模式值得期待

- **事件：**公司公告业绩快报，2015 年实现收入 25 亿元（+12%），净利润 3.9 亿元（+30%）。
- **OEM 品种催动收入高增长，盈利能力提升显著。**1）我们估计公司一线成熟产品妇炎洁、可立克、优卡丹、闪亮滴眼液表现稳健，自产产品收入增速在 5%左右。和力物联 OEM 模式下产品增长迅速，估计增速在 30%以上。2）净利润增速远超收入增速主要源于公司整体盈利能力的增强。公司拥有 1000 余个产品品种，和力物联新增 1500 余个整合品种，药品品种迅速增加为公司增加了产业链上下游的议价能力，此外，公司还加强了成本管控，我们估计公司毛利率和期间费用率均有所下滑。
- **顺应医改趋势，"零售药店+药房托管"战略布局终端。**我们认为在公立医院"医药分开"趋势下，终端价值将得以释放。公司将通过零售药店和药房托管两种模式布局终端：1）通过整合京卫大药房连锁、叮当连锁药店，公司目前拥有自有和加盟药店合计 500 家左右，将在全国主要城市以 2.5 公里为半径发展建设 3000 家药品零售门店，药店特点是具备医疗服务资质的"前店后医"模式，将为自有产品的放量提供通道，通过嫁接医疗服务实现终端 O2O；2）通过药房托管模式占领公立医院药房终端。拟在 2017 年年底之前在江西省整合切入 55 家公立医院药房建设，未来 5 年在全国市场发展托管 500 家以上公立医院药房。我们认为庞大的自有产品群和京卫元华代理的新特药品种为公司开展药房托管奠定了基础。
- **FSC 全产业链业态稳步推进。**公司通过整合产品集群、整合渠道、布局终端，FSC 全产业链业态雏形已现。1）整合通化中盛+和力物连，产品品种已放大至近 3000 个；2）已有的 6 家商业公司将上承生产商，下接终端，压缩中间流通环节；3）将发展集医药展示、医药库存、医生药师执业场所、店对门配送为一体的数十万家客户近邻终端体系。我们认为公司 FSC 模式下将实现由品种、终端扩张带来的收入规模扩大和由中间环节压缩带来的盈利能力提升，药店医疗服务化亦在酝酿由分级诊疗带来的新增长点。
- **业绩预测与估值：**我们预测公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.33 元和 0.44 元，对应 PE 分别是 24 倍、18 倍。我们看好公司全产业链布局战略，具备医疗服务资质的药店终端将享受由医院医药分家与分级诊疗带来的政策红利。首次覆盖给予"买入"评级。
- **风险提示：**非公开发行进展或低于预期；FSC 全产业链布局进度或低于预期。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	2253.21	2523.86	3160.52	3920.52
增长率	25.22%	12.01%	25.23%	24.05%
归属母公司净利润（百万元）	300.91	391.42	545.70	710.72
增长率	54.96%	30.08%	39.41%	30.24%
每股收益 EPS（元）	0.18	0.24	0.33	0.44
净资产收益率 ROE	14.98%	17.34%	12.06%	14.28%
PE	44	33	24	18
PB	6.06	5.39	2.69	2.44

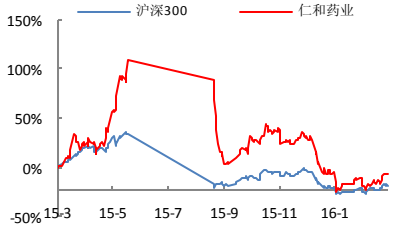
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
执业证号：S1250513070001
电话：021-68413530
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

联系人：张肖星
电话：021-68415020
邮箱：zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	12.38
流通 A 股(亿股)	12.38
52 周内股价区间(元)	6.17-17.28
总市值(亿元)	94.73
总资产(亿元)	29.59
每股净资产(元)	1.83

相关研究

盈利预测关键假设：

和力物联 OEM 模式下产品品种扩大，终端布局助力产品放量，估计公司收入增速在 25%以上；

FSC 模式全产业链布局将带来期间费用率的下降；

非公开发行于 2016 年年内完成。

表 1：收入成本预测表

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	2251	2522	3158	3917
yoy	25.51%	12.01%	25.23%	24.05%
营业成本	1221	1417	1743	2123
毛利率	45.77%	43.82%	44.81%	45.81%
药品				
收入	1967	2408	3010	3732
yoy	25.57%	22.43%	25.00%	24.00%
成本	1130	1348	1655	2015
毛利率	42.55%	44.00%	45.00%	46.00%
健康相关产品				
收入	285	114	148	185
yoy	25.13%	-60.00%	30.00%	25.00%
成本	91	68	87	107
毛利率	68.02%	40.00%	41.00%	42.00%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2253.21	2523.86	3160.52	3920.52
营业成本	1222.75	1417.92	1744.21	2124.49
营业税金及附加	21.73	23.77	30.02	37.23
销售费用	398.00	378.58	442.47	541.03
管理费用	212.93	176.67	205.43	254.83
财务费用	-3.06	-2.83	-7.89	-13.23
资产减值损失	2.43	2.30	2.30	2.30
投资收益	13.51	3.00	3.00	3.00
公允价值变动损益	3.40	3.40	3.40	3.40
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	415.34	533.85	750.37	980.26
其他非经营损益	7.00	8.19	8.02	7.90
利润总额	422.34	542.03	758.39	988.17
所得税	98.48	120.76	171.08	223.25
净利润	323.85	421.27	587.31	764.92
少数股东损益	22.95	29.85	41.61	54.20
归属母公司股东净利润	300.91	391.42	545.70	710.72

现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	323.85	421.27	587.31	764.92
折旧与摊销	70.08	93.07	101.89	112.85
财务费用	-3.06	-2.83	-7.89	-13.23
资产减值损失	2.43	2.30	2.30	2.30
经营营运资本变动	-14.41	-104.48	-101.71	-132.48
其他	-13.63	-6.23	-8.75	-9.08
经营活动现金流净额	365.27	403.10	573.14	725.28
资本支出	-58.87	-40.00	-110.00	-110.00
其他	-100.41	6.40	6.40	6.40
投资活动现金流净额	-159.27	-33.60	-103.60	-103.60
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	4.68	0.00	2054.12	0.00
支付股利	-99.07	-153.52	-199.69	-278.40
其他	-16.80	2.83	7.89	13.23
筹资活动现金流净额	-111.19	-150.69	1862.32	-265.17
现金流量净额	94.81	218.81	2331.86	356.50

资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	634.03	852.84	3184.71	3541.21
应收和预付款项	477.05	565.19	700.04	865.58
存货	303.40	349.37	430.38	525.12
其他流动资产	10.32	10.75	11.76	12.97
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	559.03	516.79	535.74	543.72
无形资产和开发支出	500.82	490.61	480.39	470.18
其他非流动资产	112.45	111.83	111.21	110.59
资产总计	2597.10	2897.38	5454.23	6069.38
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	343.53	364.54	460.43	566.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	91.53	103.03	122.27	144.68
负债合计	435.06	467.58	582.69	711.32
股本	990.67	1238.34	1632.61	1632.61
资本公积	309.51	61.85	1721.70	1721.70
留存收益	732.76	970.67	1316.67	1748.99
归属母公司股东权益	2032.94	2270.85	4670.98	5103.30
少数股东权益	129.10	158.95	200.56	254.76
股东权益合计	2162.05	2429.80	4871.54	5358.06
负债和股东权益合计	2597.10	2897.38	5454.23	6069.38

财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
销售收入增长率	25.22%	12.01%	25.23%	24.05%
营业利润增长率	58.36%	28.53%	40.56%	30.64%
净利润增长率	49.93%	30.08%	39.41%	30.24%
EBITDA 增长率	47.95%	29.38%	35.30%	27.89%
获利能力				
毛利率	45.73%	43.82%	44.81%	45.81%
三费率	26.98%	21.89%	20.25%	19.96%
净利率	14.37%	16.69%	18.58%	19.51%
ROE	14.98%	17.34%	12.06%	14.28%
ROA	12.47%	14.54%	10.77%	12.60%
ROIC	19.72%	24.59%	31.87%	37.53%
EBITDA/销售收入	21.41%	24.73%	26.72%	27.54%
营运能力				
总资产周转率	0.91	0.92	0.76	0.68
固定资产周转率	5.37	4.97	6.14	7.35
应收账款周转率	14.88	14.90	15.11	15.18
存货周转率	4.35	4.33	4.45	4.43
销售商品提供劳务经现金营业收入	102.29%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	16.75%	16.14%	10.68%	11.72%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.43	3.97	7.68	7.15
速动比率	2.70	3.19	6.92	6.39
股利支付率	32.92%	39.22%	36.59%	39.17%
每股指标				
每股收益	0.18	0.24	0.33	0.44
每股净资产	1.32	1.49	2.98	3.28
每股经营现金	0.22	0.00	0.00	0.00
每股股利	0.06	0.09	0.12	0.17

业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E
EBITDA	482.36	624.09	844.37	1079.89
PE	43.51	33.45	23.99	18.42
PB	6.06	5.39	2.69	2.44
PS	5.81	5.19	4.14	3.34
EV/EBITDA	14.92	14.37	11.60	8.74
股息率	0.76%	1.17%	1.53%	2.13%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）
021-68415309
18621310081
jsf@swsc.com.cn

罗月江
021-68413856
13632421656
lyj@swsc.com.cn

赵慧妍
021-68411030
13681828682
zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）
010-57631179
18611796242
zjia@swsc.com.cn

陆铂锡
010-57631175
13520109430
lbx@swsc.com.cn

曾毅
010-57631077
15810333856
zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）
0755-26675724
18665815531
liuj@swsc.com.cn

张婷
0755-26673231
13530267171
zhangt@swsc.com.cn

任骁
0755-26820395
18682101747
rxiao@swsc.com.cn

罗聪
0755-26892557
15219509150
luoc@swsc.com.cn

傅友
0755-26833581
13691651380
fuy@swsc.com.cn