

2017年01月23日

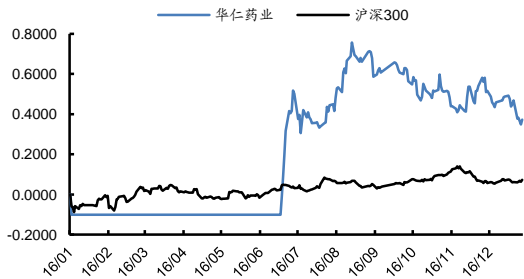
公司研究

评级：买入（维持）

研究所
证券分析师： 孔令峰 S0350512090003
010-68366838
联系人： 盛丽华
021-68591551 shenglh@ghzq.com.cn

拟进入直销领域，快速发展可期 ——华仁药业（300110）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华仁药业	-9.1	-12.3	39.8
沪深300	1.4	0.8	7.8

市场数据	2017/01/23
当前价格（元）	14.53
52周价格区间（元）	9.53 - 19.18
总市值（百万）	9552.07
流通市值（百万）	9497.22
总股本（万股）	65740.34
流通股（万股）	65362.87
日均成交额（百万）	114.79
近一月换手（%）	16.61

相关报告

《华仁药业（300110）事件点评：实际控制人变更为中脉国际董事长周希俭，公司发展有望迈入新阶段》——2016-09-08

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

1月22日，公司发布公告拟申请保健食品直销经营许可证。

投资要点：

- **公司在保健食品早有布局。** 继发布“以大健康产业为主线，不断丰富公司产品线，逐步进入保健营养和医用食品领域”的2016年-2020年的五年战略框架之后，公司拟申请保健食品直销经营许可证，进入保健食品直销领域。公司在保健食品领域早有布局，2014年将肠内肠外营养作为未来重点研发方向。目前，自主配方产品“海能达”（场内营养混悬液 TP-TW）研究完成，六项营养补充肠内营养制剂在研。
- **直销行业高速增长空间巨大，2025年4万亿空间可期，未来10年CAGR达34%。** 2010年至2015年，我国直销行业规模从2010年的593亿元增长至2015年2207.84亿元，CAGR为30.07%，2005-2015年，我国直销行业是销售额占社会消费品零售总额比值仅约0.73%，仅为与我们消费文化相似的韩国的1/7（韩国直销销售额占零售总额比值5.17%），渗透率仍然很低。韩国直销企业源起于上世纪70年代，1995年韩国政府对直销行业立法后，经过20年的快速发展，到2015年，韩国国内直销规模高达191,066亿韩元（合168.91亿美元），占其国内当年社会消费品零售总额的5.17%。我国直销行业源起于上世纪90年代，2005年9月，《直销管理条例》和《禁止传销条例》正式出台，标志我国直销行业正式立法。随着牌照监管松动以及居民消费能力持续，预计我国直销行业渗透率有望追赶加速韩国。假设能达到韩国直销的渗透率，2025年国内直销市场规模有望达4万亿，10年CAGR达34%。
- **公司拟开展的保健品直销业务与公司实际控制人旗下直销公司中脉科技的协同发展性。** 中脉科技是一家2006年拿到直销牌照的直销企业，2015年收入约为170亿，为国内第五大直销企业。华仁药业有望借助中脉科技在直销领域积累的优势，例如具有强营销能力的规模化团队，迅速搭建直销平台。对于直销企业最具核心价值在于其搭建的规模化的销售团队，构成了平台价值基础，直销模式的熟人社交对应的消费者群体形成的强粘性客户群，可类比电商平台。直销企业产品开发方面，消费理念变化、产品周期的更迭，要求直销企业具有持续优质开发产品的能力，许多直销企业通过并购来快速完善产品线。鉴于目前公司自主研发保健品尚处在研发当中，不排

除公司将采取并购等方式丰富保健食品产品线，产品将通过直销平台迅速放量。

- **盈利预测和投资评级：维持买入评级。**公司拟进入直销领域，实际控制人拥有直销领域丰富的从业经验，中脉科技“黄金10年”在直销领域积累了丰富的经验和渠道资源，非常看好公司在保健品直销领域的发展，公司发展迈入新阶段。暂不考虑公司开展直销业务的影响，预计公司2016-2019年EPS分别为0.05、0.06和0.06元。维持“买入”评级。
- **风险提示：**国内直销企业发展不及预期，直销牌照申请的不确定性，腹膜透析业务推进不及预期；肾病专科医院推进不达预期。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	1106	1301	1563	1864
增长率(%)	21%	18%	20%	19%
净利润（百万元）	23	31	39	36
增长率(%)	-59%	33%	29%	-8%
摊薄每股收益（元）	0.03	0.05	0.06	0.06
ROE(%)	1.59%	2.09%	2.62%	2.36%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 华仁药业盈利预测表

证券代码:	300110.SZ				股价:	14.53	投资评级:	买入		日期:	2017/01/23	
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值				2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					每股指标							
ROE	2%	2%	3%	2%	EPS				0.03	0.05	0.06	0.06
毛利率	45%	41%	39%	35%	BVPS				2.17	2.23	2.29	2.33
期间费率	41%	38%	41%	35%	估值							
销售净利率	2%	2%	3%	2%	P/E				421.19	312.16	242.88	264.03
成长能力					P/B				6.71	6.50	6.36	6.23
收入增长率	21%	18%	20%	19%	P/S				8.74	7.34	6.11	5.12
利润增长率	-59%	33%	29%	-8%								
营运能力					利润表 (百万元)				2015	2016E	2017E	2018E
总资产周转率	0.40	0.46	0.54	0.62	营业收入				1106	1301	1563	1864
应收账款周转率	1.57	1.57	1.57	1.57	营业成本				610	767	956	1205
存货周转率	2.87	2.87	2.87	2.87	营业税金及附加				13	15	18	22
偿债能力					销售费用				245	290	317	360
资产负债率	48%	48%	49%	49%	管理费用				136	160	153	163
流动比	0.91	1.02	1.12	1.20	财务费用				60	37	76	77
速动比	0.74	0.81	0.87	0.91	其他费用/(-收入)				(20)	(2)	(3)	(3)
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润				23	30	40	34
现金及现金等价物	145	140	80	(25)	营业外净收支				2	2	2	4
应收款项	706	831	998	1190	利润总额				24	32	42	38
存货净额	212	273	340	428	所得税费用				2	3	4	3
其他流动资产	87	102	123	147	净利润				22	30	38	35
流动资产合计	1151	1346	1541	1740	少数股东损益				(1)	(1)	(1)	(1)
固定资产	1193	1074	966	870	归属于母公司净利润				23	31	39	36
在建工程	113	113	113	113	现金流量表 (百万元)				2015	2016E	2017E	2018E
无形资产及其他	97	97	99	102	经营活动现金流				19	8	(44)	(89)
长期股权投资	0	0	0	0	净利润				22	30	38	35
资产总计	2749	2825	2915	3020	少数股东权益				(1)	(1)	(1)	(1)
短期借款	994	994	994	994	折旧摊销				115	129	117	107
应付款项	173	222	277	348	公允价值变动				0	0	0	0
预收帐款	10	12	15	18	营运资金变动				(117)	(251)	(312)	(378)
其他流动负债	90	90	90	90	投资活动现金流				(156)	119	107	97
流动负债合计	1267	1318	1375	1450	资本支出				(31)	119	107	97
长期借款及应付债券	30	30	30	30	长期投资				0	0	0	0
其他长期负债	12	12	12	12	其他				(126)	0	0	0
长期负债合计	42	42	42	42	筹资活动现金流				133	(4)	(5)	(5)
负债合计	1309	1360	1417	1491	债务融资				182	0	0	0
股本	665	657	657	657	权益融资				0	0	0	0
股东权益	1440	1466	1498	1529	其它				(49)	(4)	(5)	(5)
负债和股东权益总计	2749	2825	2915	3020	现金净增加额				(4)	124	58	3

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

孔令峰，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。