

进入快速增长阶段的 OTC 龙头

——仁和药业（000650）深度报告

推荐 首次覆盖

核心观点：

1、本报告特色及核心逻辑：本报告是近期市场上对公司研究最深入的报告。我们对公司的销售体系架构及其发展和核心能力进行了深入全面的分析。我们认为公司在优良的激励机制引领下，在丰富产品系列配合下，在强大销售能力推动下，公司作为 OTC 行业龙头企业将迎来并保持快速增长。

2、良好的激励机制，丰富的产品系列，强大的销售能力。公司是民营控股的医药 OTC 企业，多数的子公司均有管理层持股。公司拥有 748 个药品生产批文。此外，公司通过 OEM 的方式与 300-500 家企业合作。近年来公司的销售团队逐步壮大，销售人员过去六年的复合增长率为 15%。公司主要采用控销的销售模式。公司强大的销售能力体现为高达两万人的终端推广队伍能够覆盖二十几万家终端药店，庞大的推广队伍依靠公司丰富的产品集群，为药店终端提供丰富产品组合和营销策略，提供各种增值服务，从而提高终端粘性。反过来，丰富的产品集群又能够支撑起庞大的推广队伍，保证销售人员有合理的收入，保障销售团队的进一步成长壮大。

3、市场过于关注历史业绩波动，多因素促使公司进入快速增长阶段。虽然 2012-2013 年公司经历业绩低谷，但是过去 10 年公司收入、净利润、现金流整体呈现稳健增长态势，复合增长率分别为 18%、23%、26%。2017 年公司业绩逐季改善，2018 年公司进入新的增长阶段。销售策略的变化，团队的成熟，激励机制的调整等多因素促使公司进行快速增长阶段。

4、公司各项财务指标优秀。公司盈利能力稳定而优良，并出现提升苗头。偿债能力方面，自 2013 年以来，公司资产负债率保持在 16%-17% 左右，处于非常低水平，并且我们可以看到公司最新的有息负债为零。营运能力方面，公司应收账款周转率与存货周转率呈现上升趋势，且明显高于行业一般水平。

5、增长点来自多方面。一、渠道的拓展。公司加大对第三终端和基层医疗的覆盖力度。二、仁和的销售队伍越来越成熟，形成专业化推广体系。三、对自产产品的聚焦。四、外延式发展。五、OTC 行业的集中度提升带来的小企业淘汰而龙头企业增速提升。

6、投资建议：我们预测公司 2018-2020 年分别实现 EPS0.41/0.54/0.68 元，对应 PE 分别为 15.70/11.80/9.35 倍。公司业务属性更类似消费品，不受医改控费降价的影响。同时，公司作为 OTC 行业民营龙头企业，激励机制良好，过去十年业绩稳健增长，当前进入快速增长阶段，未来发展将受益于行业集中度提升。我们认为公司价值明显低估，给予“推荐”评级。

主要财务指标

指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2523.84	3567.08	3843.77	4870.04	6082.05	7339.42
营业收入增长率	12.01%	41.34%	7.76%	26.70%	24.89%	20.67%
净利润（百万元）	391.30	372.38	377.13	501.75	667.30	842.07
净利润增长率	30.04%	-4.84%	1.28%	33.04%	32.99%	26.19%
EPS（元）	0.316	0.301	0.305	0.405	0.539	0.680
P/E	20.13	21.15	20.88	15.70	11.80	9.35
P/B	3.30	2.86	2.62	2.29	1.96	1.66
EV/EBITDA	11.55	11.67	11.23	7.51	5.53	4.11

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师

李平祝

☎：(8610) 83574546

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢

王晓琦 010-66568589

(wangxiaochi@chinastock.com.cn)

实习生：李展韬

市场数据

2018/6/29

A 股收盘价(元)	6.36
A 股一年内最高价(元)	6.91
A 股一年内最低价(元)	4.44
上证指数	2847.42
市盈率	19.34
总股本（万股）	123834.01
实际流通 A 股（万股）	123799.50
限售流通 A 股（万股）	34.51
流通 A 股市值(亿元)	78.74

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 创新药产业深度报告暨 2018 年中期投资策略：医药创新的收获期逐渐来临
2. 银河医药周观点 0624：重点推荐低估值高成长子行业龙头
3. 银河医药周观点 0521：组合夏普比率优异，继续推荐龙头企业

投资概要:

驱动因素:

良好的激励机制。公司是民营控股的医药 OTC 企业。公司的医药工业和医药商业由多个子公司组成，而多数的子公司均有管理层持股。因此，公司从上到下形成了良好的激励机制。

丰富的产品系列。公司医药制造业生产批文丰富，各个制药子公司合计拥有 748 个药品生产批文。此外，公司通过 OEM 的方式引进了大量丰富的产品。公司合作的贴牌企业达到 300-500 家企业。公司确定了大品种战略，各子公司重点打造黄金单品。公司提出“1817”计划，18 年聚焦重点销售的 17 个重点产品，包括米阿卡系列、克快好系列、闪亮系列、海麦平、清火胶囊、参鹿补片等

强大的销售能力。近年来公司的销售团队逐步壮大，销售人员从 2012 年的 2046 人增加至 2017 年的 4128 人，复合增长率为 15%。公司主要采用控销的销售模式，除了公司报表上的四千余名销售人员外，公司在体外仍然控制大量专职销售人员，为公司的产品销售服务。公司合计控制的覆盖终端的销售人员超过 2 万人。公司强大的销售能力体现为高达两万人的终端推广队伍能够覆盖二十几万家终端药店，庞大的推广队伍依靠公司丰富的产品集群，为药店终端提供丰富产品组合和营销策略，提供各种增值服务，从而提高终端粘性。反过来，丰富的产品集群又能够支撑起庞大的推广队伍，保证销售人员有合理的收入，保障销售团队的进一步成长壮大。如此，形成了正向的循环。

我们与市场不同的观点:

市场过多关注公司历史业绩的波动，尤其 2012 年增发前后的业绩增速变化。我们认为公司 2012-2013 年业绩低谷是有多方面因素造成的。我们认为从更长时间维度看，公司业绩稳健增长。过去 10 年公司收入、净利润、现金流整体呈现稳健增长态势，复合增长率分别为 18%、23%、26%。2012 和 2013 年经历了明显的调整阶段，主要原因是 2012 年的毒胶囊事件和优卡丹修改说明书事件及媒体对公司其他主打品种的负面报道。2013 年之后公司在和力药业 OEM 业务的推动下，在仁和中方控销的普药品种推动下，公司进入新的增长阶段。

销售策略的变化，团队的成熟，激励机制的调整等多因素促使公司进入快速增长阶段。2017 年公司业绩逐季改善，2018 年公司进入新的增长阶段。2017 年 7 月公司召开井冈山会议对经营思路进行调整加大对传统业务的重视。提出做大自己的品牌品种，打造黄金单品。加大自有产品的销售力度，并配套相应激励机制。2018 年推出 5 大创新以支撑传统业务板块的发展活力，包括产业创新、研发创新、机制创新、管理创新、服务创新。在产业创新上，商业公司一方面恢复传统产品的活力，另一方面通过两年时间在打造新的黄金单品。同时，商业公司开拓新的商业渠道，加大对药店、诊所的覆盖率。在各项措施的助推下，公司进入快速增长阶段。

增长点分析。一、渠道的拓展。公司加大对第三终端和基层医疗的覆盖力度。仁和中方下已经设立了医疗事业部，未来增长点很大。二、仁和的销售队伍越来越成熟，形成专业化推广体系。三、对自产产品的聚焦。四、外延式收购公司前期 OEM 产品中的优秀品种。五、OTC 行业的集中度提升带来的小企业淘汰而龙头企业增速提升。

估值与投资建议:

我们预测公司 2018-2020 年分别实现营业收入 48.70/60.82/73.39 亿元，归属母公司净利润 5.02/6.67/8.42 亿元，对应 EPS0.41/0.54/0.68 元，以 6 月 29 日收盘价（6.36 元）计算对应 PE 分别为 15.70/11.80/9.35 倍。我们认为公司业务属性更类似消费品，不受医改控费降价的影响。同时，公司作为 OTC 行业民营龙头企业，激励机制良好，过去十年业绩稳健增长，未来发展将受益于行业集中度提升。公司从 2017 年开始业绩逐季改善，目前进入快速增长阶段。公司产品系列丰富，销售能力突出，二者形成良性循环。庞大的推广队伍依靠公司丰富的产品集群，为药店终端提供丰富产品组合和营销策略，提供各种增值服务，从而提高终端粘性。反过来，丰富的产品集群又能够支撑起庞大的推广队伍，保证销售人员有合理的收入，保障销售团队的进一步成长壮大。公司的各项财务指标优秀，盈利能力稳定且出现提升苗头；偿债能力强大，资产负债率较低，且无有息负债；营运能力明显高于行业平均水平，且近年来稳定提升。期间费用率总体保持平稳。公司盈利质量较高，过去三年的现金流均高于净利润。采用相对估值的方法评价，我们认为公司股票的合理价值区间为 8.91-10.13 元；采用绝对估值方法，我们认为公司股票的合理价值区间为 10.01-13.61 元。我们认为公司价值明显低估，给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂：自产产品快速增长带来利润率提升及业绩快速增长

主要风险因素：自产产品销售不及预期的风险，销售团队扩张不及预期的风险

目 录

一、公司概况：激励机制良好，业绩稳健增长.....	1
（一）激励机制良好的民营控股 OTC 企业.....	1
1. 民营控股的 OTC 医药企业.....	1
2. 发展历程经历数个关键点.....	1
3. 多数子公司均有管理层持股.....	2
（二）公司业绩稳健增长，2018 年进入新的增长阶段.....	4
1. 自产药品与贴牌药品是公司核心业务.....	4
2. 近 10 年业绩稳健增长，2018 年进入新的增长阶段.....	4
二、产品系列丰富和销售能力突出是公司的核心竞争力.....	6
（一）产品系列丰富.....	6
（二）销售能力强大.....	11
1. 销售团队逐步壮大.....	11
2. 营销体系由多个子公司构成.....	12
3. 仁和中方为公司销售体系核心和先进方向代表.....	12
3. 销售能力的体现形式及未来增长点.....	13
（三）研产销联动，侧重自产产品.....	14
三、财务分析：各项指标优秀.....	17
（一）盈利能力稳定，出现提升苗头.....	17
（二）偿债能力较强.....	17
（三）营运能力健康.....	18
（四）期间费用分析.....	18
四、公司估值及投资建议.....	19
（一）盈利预测.....	19
（二）公司估值.....	20
1. 相对估值：合理估值区间 8.91-10.13.....	20
2. 绝对估值：合理估值区间 10.01-13.61.....	20
（三）投资建议：“推荐”.....	21
五、风险提示.....	21
六、附录.....	22

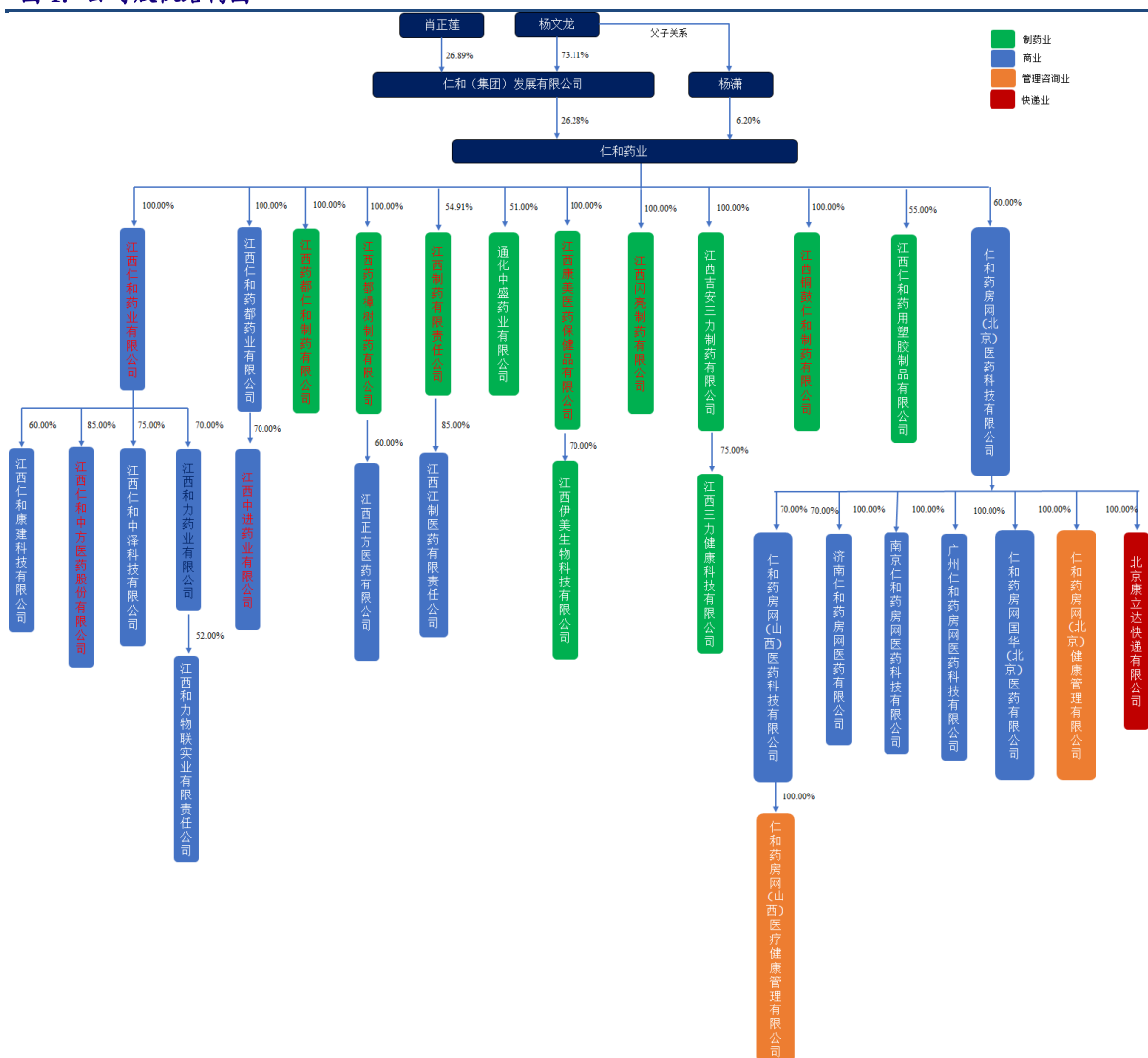
一、公司概况：激励机制良好，业绩稳健增长

（一）激励机制良好的民营控股 OTC 企业

1. 民营控股的 OTC 医药企业

公司实际控制人系杨文龙先生，现任仁和集团董事长。仁和药业股份有限公司成立于1996年11月，其上市公司前身系九江化纤股份有限公司，仁和药业于2006年通过收购九江化纤股份有限公司，在深圳证券交易所挂牌上市。公司主要从事胶囊剂、颗粒剂、丸剂、片剂、粉针剂、注射剂、栓剂、软膏剂等中西药品及健康相关产品的生产和销售，其中以优卡丹、妇炎洁、可立克、闪亮滴眼液等产品为其品牌主品。目前，杨文龙先生通过仁和集团间接持有上市公司26.28%的股权，杨潇直接持有上市公司6.2%的股权，二人为父子关系。

图 1: 公司股权结构图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院 注：红色字体为核心子公司

2. 发展历程经历数个关键点

公司 2006 年通过借壳九江化纤上市。2009 年通过增发收购康美公司 100%股份、药都仁和 100%股份。2012 年通过增发收购并增资江西制药，收购药用塑胶 55%股份。至此，仁和集团的医药资产悉数纳入上市公司版图。

2009年7月公司在井冈山工作会议中提出“仁和商业要大变革、大发展”战略决策，公司全面贯彻落实“两改一推进工程”，即改进商业销售渠道管理，改进商业销售终端管理，推进二类产品、普药的销售。同年公司设立仁和中方，专门负责当时的二线产品和普药的销售。建立了一只2000余人的专业OTC销售队伍，专人维护客情关系，全力促进产品的动销。仁和的销售体系开始进入控销阶段。

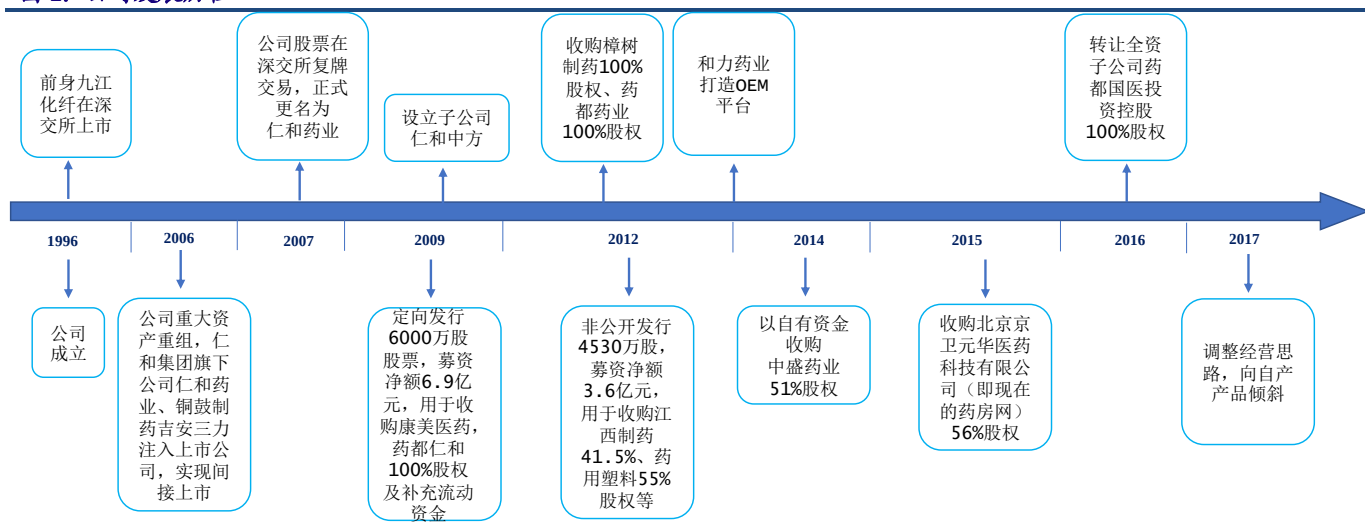
2012年公司成立和力药业，依托仁和优势品牌资源，进行OEM，甄选开发极具市场竞争力的产品，输送给各商业公司。至2017年公司通过OEM合作了300-500个企业，贴牌产品收入略超自产产品。

2012年受到“毒胶囊”和“优卡丹”事件的影响，业绩受到较大影响。

2017年7月井冈山工作会议后自身思路调整，将工作重点放在传统业务板块。销售力量向自产产品销售倾斜。

2018年对仁和是关键的一年。5个创新支撑传统板块活力，包括产业创新、研发创新、机制创新、管理创新、服务创新。

图2：公司发展历程



资料来源：公开资料整理，中国银河证券研究院

3. 多数子公司均有管理层持股

公司的多数子公司均有管理层持股。如上文的股权架构图显示，公司的多数核心子公司均有部分少数股东权益。这部分少数股东权益即为管理层持股。商业核心子公司仁和中方的管理层持有少数股东权益15%。中进药业的管理层持有30%的少数股东权益。和力药业和和力物联也均有管理层持股。医药制造类子公司多数在子公司层面实现了管理层持股。目前，子公司中主要是仁和药业的管理层缺乏持股，公司已经在筹划解决该问题。

公司子公司主要划分为医药商业和医药制造业。公司的管理体系上工业和商业分离，制造业子公司负责生产，医药商业子公司负责产品的销售。这样的分工有利于管理和精细化分工，但是也产生了一些问题。公司从去年开始强调工商协同，强调研产销协同。

医药商业的主要子公司包括仁和药业、仁和中方、中进药业等。仁和药业主要负责公司品牌产品如优卡丹、可立克、妇炎洁的销售。仁和药业2017年净利润1.3亿，但是剔除子公司分红因素后经营性净利润大约为五六千万。中进药业为仁和药都的子公司，主要负责仁和药都的参鹿补片等产品的销售。仁和中方为2009年成立，负责公司二线产品及普药（含自产及OEM产品）的销售的子公司。仁和中方从成立即采用自营队伍，控销的销售模式，发展较为迅速和成功。

公司医药制造业的核心子公司包括康美医药、药都仁和、闪亮制药、江西制药、铜鼓仁和、

药都樟树制药等。康美医药主要生产健康用品，主要产品为妇炎洁系列。药都仁和主要产品为参鹿补片、清火胶囊、正胃胶囊等。闪亮制药主要产品为闪亮滴眼液。江西制药主要为化药类产品。铜鼓仁和、和药都樟树制药主要为中药类产品。其他子公司如吉安三力制药主要为外用贴膏剂；通化中盛主要为中药类产品。

OEM 贴牌产品主要是由和力药业及其子公司和力物联与上游医药制造业企业合作引进。和力药业积极开发极具市场竞争力的产品输送给仁和的各商业公司。贴牌业务的盈利一方面体现在和力药业，另一方面体现在各商业公司，主要是仁和中方。

表 1: 公司主要子公司 2017 年经营情况

公司名称	主要业务	营业收入	营业利润	净利润
江西仁和药业有限公司	医药商业	714,015,438	151,731,908	130,031,958
江西仁和中方医药股份有限公司	医药商业	1,374,201,099	168,623,794	126,470,249
江西仁和中泽科技有限公司	医药商业	19,631,743	353,672	353,672
江西仁和康健科技有限公司	医药商业	63,289,146	7,915,202	5,936,964
江西和力药业有限公司	医药商业	707,809,664	49,245,798	37,447,104
江西和力物联实业有限公司	医药商业	21,201,559	8,187,083	6,137,463
江西仁和药都药业有限公司	医药商业	29,486,856	14,020,711	13,657,948
江西中进药业有限公司	医药商业	384,089,452	44,921,987	33,688,802
江西吉安三力制药有限公司	医药制造业	29,543,294	5,447,716	4,061,463
江西三力健康科技有限公司	医药制造业	491,909	115,161	103,645
江西康美医药保健品有限公司	医药制造业	142,533,433	36,080,618	27,228,080
江西伊美生物科技有限公司	医药制造业	46,813,256	2,697,502	2,023,141
江西药都仁和制药有限公司	医药制造业	229,537,060	25,302,909	21,739,845
江西闪亮制药有限公司	医药制造业	48,046,590	18,595,718	16,080,847
江西制药有限责任公司	医药制造业	130,138,772	30,570,942	26,830,696
江西江制医药有限责任公司	医药商业	109,607,035	4,977,811	3,448,665
江西仁和药用塑胶制品有限公司	医药制造业	36,203,366	9,315,342	6,982,261
江西铜鼓仁和制药有限公司	医药制造业	134,248,704	42,491,804	36,261,296
江西药都樟树制药有限公司	医药制造业	304,044,160	21,621,701	19,416,357
江西方正医药有限公司	医药商业	244,432,002	11,982,258	8,990,037
仁和药房网（北京）医药科技有限公司	医药商业	382,173,869	3,059,527	4,303,846
仁和药房网国华（北京）医药有限公司	医药商业	357,364,859	74,692	-34,466
南京仁和药房网医药科技有限公司	医药商业	39,066,378	-12,705	-15,307
广州仁和药房网医药科技有限公司	医药商业	1,462,264	126,036	126,541
仁和药房网（北京）健康管理有限公司	医药商业	1,506,349	21,419	19,598
北京康立达快递有限公司	快递业	5,387,559	375,390	317,647
济南旭晨堂药店有限公司	医药商业	5,073,580	243,192	219,320
仁和药房网（山西）医药科技有限公司	医药商业	3,235,369	-3,548,792	-3,571,947
通化中盛药业有限公司	医药制造业	6,144,942	-6,301,119	-6,823,925

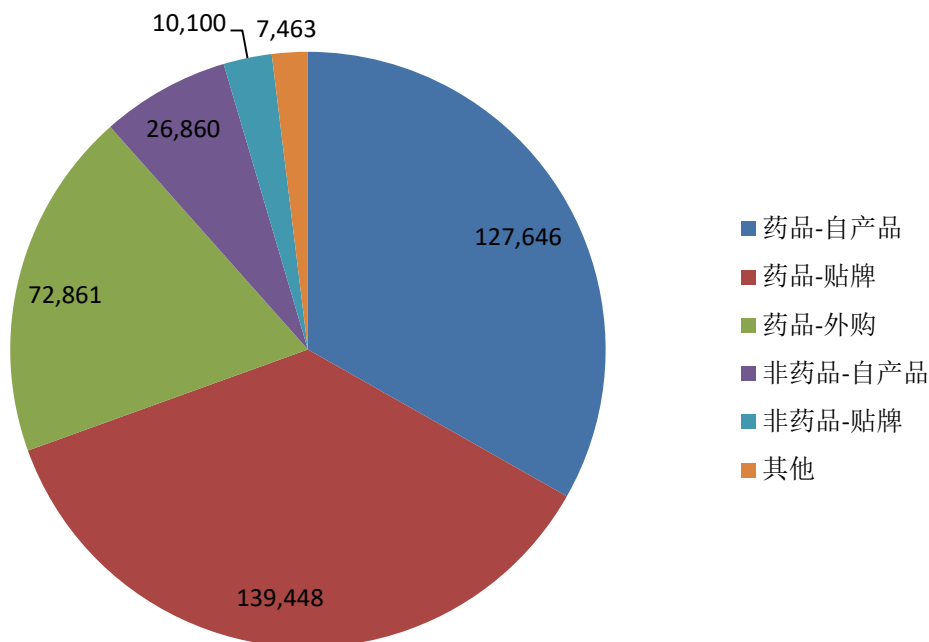
资料来源：公开资料整理，中国银河证券研究院

(二) 公司业绩稳健增长，2018 年进入新的增长阶段

1. 自产药品与贴牌药品是公司核心业务

公司主营业务分为药品和健康相关产品，以药品为主。2017 年公司药品收入 34 亿元，占公司总收入的 85%，健康产品销售 4.9 亿，占比为 13%。公司药品收入中外购产品为 7.3 亿元，该部分业务收入对应公司药房网的网上售药业务，毛利率较低，对公司业绩贡献非常小。剔除药房网的商业收入，公司药品业务收入为 26.7 亿元，其中自产产品贡献 12.8 亿元，贴牌产品贡献收入 13.9 亿元。

图 3: 2017 年公司收入构成 (万元)



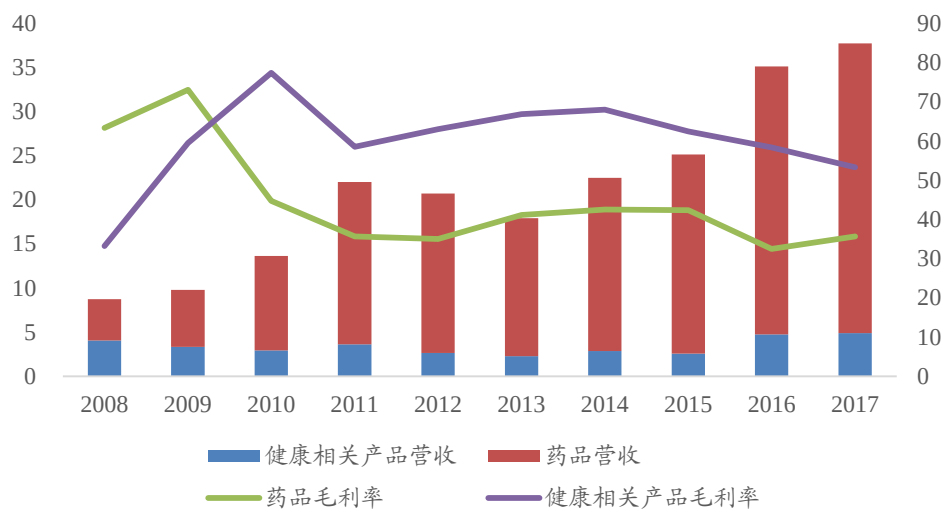
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

2. 近 10 年业绩稳健增长，2018 年进入新的增长阶段

过去 10 年公司收入、净利润、现金流整体呈现稳健增长态势，复合增长率分别为 18%、23%、26%。2012 和 2013 年经历了明显的调整阶段，主要原因是 2012 年的毒胶囊事件和优卡丹修改说明书事件及媒体对公司其他主打品种的负面报道。2013 年之后公司在和力药业 OEM 业务的推动下，在仁和中方控销的普药品种推动下，公司进入新的增长阶段。

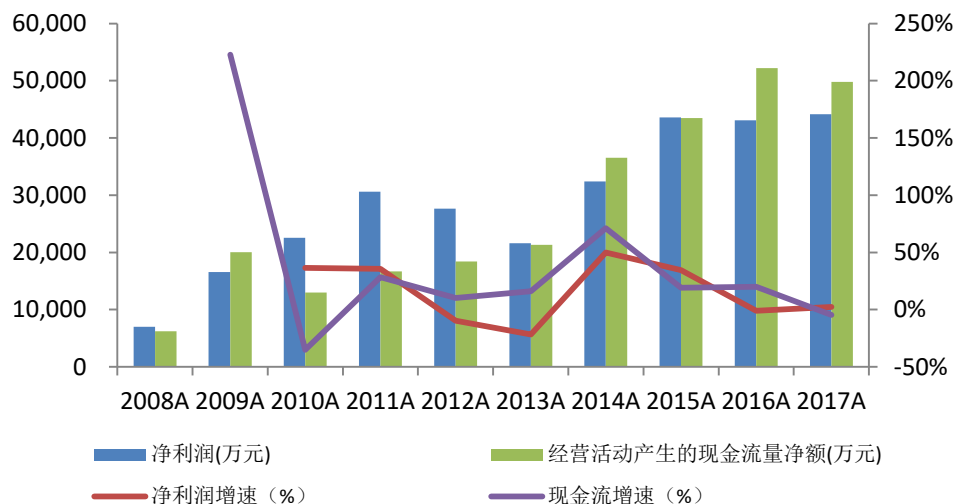
2017 年公司业绩逐季改善，2018 年公司进入新的增长阶段。2017 年 1-4 季度收入增速分别为 -1.18%、2.51%、4.32%、7.76%，扣非净利润增速分别为 -22.62%、-9.17%、-5.07%、7.48%。可以看出 2017 年公司业绩逐季改善。2018 年 Q1，公司收入增长 26%，扣非净利润增速 35%。2018 年一季度在公司前期加大资产产品销售的政策指引下，作为公司业务核心的公司药品自产产品增速高达 58%，同时药品贴牌产品增速也高达 30%。低毛利的外购药品呈现下滑，占比较低的非药产品也呈现下滑。

图 4: 公司营业收入构成 (亿元) 及增速



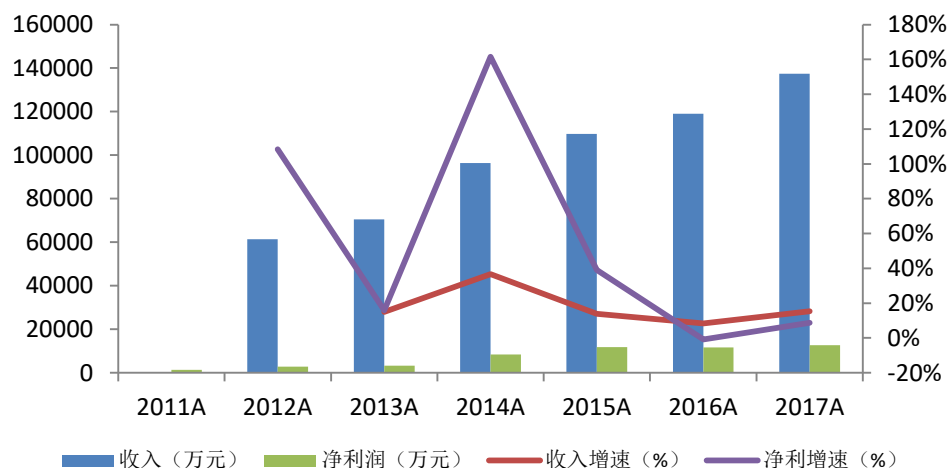
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

图 5: 公司近年来净利润和经营性现金流 (万元) 及增速



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

图 6: 仁和中方近年来收入、净利润 (万元) 及增速



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院

二、产品系列丰富和销售能力突出是公司的核心竞争力

(一) 产品系列丰富

公司医药制造业生产批文丰富，各个制药子公司合计拥有 748 个药品生产批文。此外，公司通过 OEM 的方式引进了大量丰富的产品。公司合作的贴牌企业达到 300-500 家企业。

1. 确定大品种战略，打造公司黄金一线单品

2017 年公司井冈山工作会议提出做大品牌品种和黄金单品，在大品种上突破，从原来的品牌招商模式，转为销售团队控销，同时销售渠道从原来的零散药店转向连锁药店。传统核心产品恢复活力，各个子公司制定明星单品的销售任务。公司的一线产品主要为妇炎洁、优卡丹、可立克和闪亮滴眼液等系列产品。2017 年会议上，公司要求各个子公司针对主营的传统明星产品制定相应的销售目标，进一步推动黄金单品的销量。公司提出“1817”计划，18 年聚焦重点销售的 17 个重点产品。

米阿卡：品种齐全的小儿系列用药

米阿卡系列品种丰富，覆盖多个领域的小儿用药。米阿卡系列产品目前有 18 个产品，全部为小儿用药。该系列的产品涉及多个治疗领域，主要有用于儿童普通感冒，细菌感染，腹泻，营养不良的化学用药剂型和用于清热解毒，健脾益气，补肾壮骨中药成分剂型等，还有维生素和矿物质补充剂等药物，基本上涵盖了儿童日常常见的所有病症。

公司 2017 年米阿卡系列产品销售底价过亿，增速达到 30%。2018 年 1 季度米阿卡系列产品的销售增速达到 68%。由于儿童药市场前景广阔，仁和中方销售能力强大，预计该系列产品底价在未来几年有望达到 10 亿元。

表 2：米阿卡系列产品

名称	药物成分	剂型	适应症/功效
小儿咽扁颗粒	中药	颗粒剂	清热利咽，解毒止痛。用于小儿咽喉肿痛、咳嗽痰盛、口舌糜烂。
儿宝膏	中药	膏剂	健脾益气、生津开胃。用于小儿面黄体弱，纳呆厌食、脾虚久泻，精神不振，口干燥渴，盗汗。
儿宝颗粒	中药	颗粒剂	健脾益气，生津开胃。用于脾气虚弱、胃阴不足所致的纳呆厌食、口干燥渴、大便久泻、面黄、体弱、精神不振、盗汗。
抗病毒口服液	中药	溶液剂	清热祛湿，凉血解毒。用于风热感冒，流感。
健儿消食口服液	中药	溶液剂	健脾益胃，理气消食。用于小儿纳呆食少，脘胀腹满，手足心热，自汗乏力。
健儿强骨颗粒	中药	颗粒剂	健脾益气，补肾壮骨。用于儿童佝偻病及因缺钙导致的其它症状。
阿奇霉素干混悬剂	化学药	粉剂	本品适用于敏感细菌所引起的感染。
对乙酰氨基酚颗粒剂	化学药	颗粒剂	用于儿童普通感冒或流行性感冒引起的发热，也用于缓解轻至中度疼痛。
蒙脱石散	化学药	粉剂	用于成人及儿童急、慢性腹泻。
阿莫西林颗粒	化学药	颗粒剂	用于敏感菌（不产 β -内酰胺酶菌株）所致呼吸道感染、伤寒及尿路感染等。
对乙酰氨基酚分散片	化学药	片剂	用于儿童普通感冒或流行性感冒引起的发热，也用于缓解轻至中度疼痛。
布洛芬混悬液	化学药	溶液剂	用于儿童普通感冒或流行性感冒引起的发热。也用于缓解儿童轻至中度疼痛。
赖氨酸维 B12 颗粒	化学药	颗粒剂	本品能加速儿童生长发育、增进食欲。
罗红霉素颗粒	化学药	颗粒剂	适用于敏感菌株引起的感染。
葡萄糖酸钙口服溶液	化学药	溶液剂	用于预防和治疗钙缺乏症。
葡萄糖酸锌颗粒	化学药	颗粒剂	用于治疗缺锌引起的营养不良、厌食症、异食癖、口腔溃疡、痤疮、儿童生长发育迟缓等。
利多卡因氯己定气雾剂	化学药	喷雾剂	用于轻度割伤、擦伤、软组织损伤、灼伤、晒伤、以及蚊虫叮咬、瘙痒、痱子等。
医用退热贴	医用材料		用于物理退热、冷敷理疗。仅用于闭合性软组织。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

克快好：成分剂型多样的止咳专业用药系列

克快好为专门用于治疗呼吸道以及咳嗽用药系列产品，成分多样，剂型多样。克快好系列全系列产品目前有7个品种，其中三个品种为化学药成分，四个产品为中药成分，主要用于止咳化痰以及上呼吸道感染、支气管炎引起的咳嗽。

2017年克快好系列产品产品底价四千万，增速达到54%。2018年1季度克快好系列产品仍然保持了50%的销售增长。预计克快好系列仍有较大成长空间。

表3：克快好系列产品

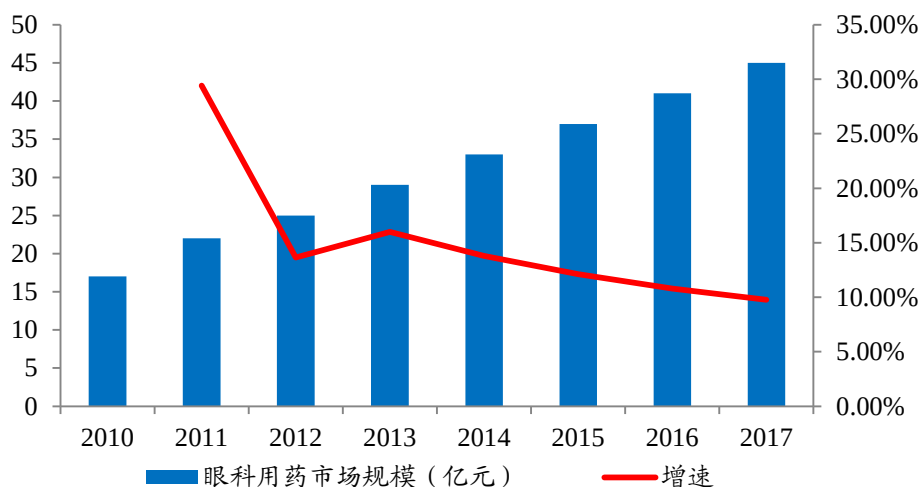
名称	药物成分	剂型	适应症/功效
桂龙咳喘宁片	中药	片剂	止咳化痰，降气平喘。用于咳嗽、气喘以及急、慢性支气管炎。
克咳片	中药	片剂	止咳，定喘，祛痰。用于咳嗽，喘急气短。
咳特灵胶囊	中药	胶囊剂	镇咳，祛痰，平喘，消炎。用于哮喘及慢性支气管炎咳嗽。
贝清肺糖浆	中药	糖浆剂	清肺润燥，止咳化痰。用于干咳，咽干，咽痛。
氢溴酸右美沙芬糖浆	化学药	糖浆剂	适用于无痰干咳。
喷托维林氯化铵糖浆	化学药	糖浆剂	用于各种原因引起的咳嗽、咳痰。
盐酸氨溴索分散片	化学药	片剂	祛痰药类非处方药。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

闪亮：恢复快速增长的品牌滴眼剂

我国眼科用药市场规模巨大。随着我国信息化时代的到来，工作需要越来越多的依赖电子产品，而长期使用电子屏幕会导致眼部疲劳干涩，产生干眼病。近年来，城市人口的干眼病的发病率逐年增长，年增速达10%-20%，且发病人口逐渐低龄化。眼科用药以抗疲劳干眼病用药为主，该类药品用药市场空间广阔。

图7：我国眼科用药市场规模（亿元）



资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

公司的闪亮系列在国内抗疲劳干眼病市场中市占率较高。公司的闪亮系列有“红闪亮”（萘敏维滴眼液）、“蓝闪亮”（复方门冬维甘滴眼液）等产品，在国内抗疲劳干眼病滴眼液市场中占有较高的比例。

表4：抗疲劳干眼病用药排名及其市场份额：

排名	商品名	2015年	2016年
1	萘敏维滴眼液	23.20%	23.50%
2	复方门冬维甘滴眼液	15.40%	14.90%
3	聚乙烯醇滴眼液	10.00%	11.10%
4	玻璃酸钠滴眼液	8.30%	9.10%
5	珍珠明目滴眼液	9.30%	8.80%

资料来源：中康CMH，中国银河证券研究院

闪亮滴眼液销售渠道调整，恢复快速增长。2017年，闪亮滴眼液销售从仁和药业调整到仁和中方负责。由于仁和中方销售能力更突出，闪亮系列2017年销售增速达到62%。2018年一季度闪亮系列产品销售增速达到了100%。我们预计闪亮可以达到一个亿的底价。

苯磺酸氨氯地平（海迈平）：高血压及冠心病用药

海迈平为高血压以及冠心病用药，市场容量较大。随着我国国民生活方式的改变与老龄化的进程加速，国民高血压和冠心病发病率逐年升高，降压药和冠心病用药市场容量逐年增大。公司的苯磺酸氨氯地平片为工业子公司江西制药有限责任公司生产，疗效稳定，价格较低。预计不远的未来该产品的销售底价可以达到亿元。

清火胶囊：疗效优良的中成药胶囊剂

清火胶囊为用于清热泻火通便的中药成分的胶囊剂。清火胶囊成分为大青叶、大黄、石膏、薄荷脑，辅料为滑石粉、硬脂酸镁。公司加大了清火胶囊的营销力度，并配合广告支持。2018年第一季度销售额达1017万元，同比增长53%。我们认为该产品不远的未来销售底价也可以过亿。

参鹿补片：快速增长的潜力补肾产品

参鹿补片为益气补血补肾用的中成药成分片剂。参鹿补片含有成分为红参、鹿肉、淫羊藿、狗脊、墨汉莲、玉竹、女贞子、熟地黄、锁阳、续断、白术、仙鹤、党参、鸡血藤等十四味中药材。参鹿补片目前进入快速增长阶段，今年销售额预计将超过六千万，实现翻倍式增长。我们认为该产品不远的未来销售底价也可以过亿。

大活络丸：经典中药方剂

大活络丸用于治疗中风引起的偏瘫和风湿性关节炎引起的疼痛，属于老年用药。随着我国人口结构逐渐老龄化，老龄人口逐渐增加，我国的中风以及风湿性关节炎发病率逐年增高，严重影响老龄人的生活质量。大活络丸的功效是祛风止痛、除湿豁痰、舒筋活络。公司生产的大活络丸主要竞争对手为同仁堂生产的大活络丸，公司的产品成分与同仁堂相同，均源自中药经典名方，公司产品的优势是价格较低，同仁堂的大活络丸在各省招标价格在每盒（10丸*3.6g）160元左右，公司产品为每盒（10丸*3.5g）27元，价格差异较大，公司的平价产品较容易为广大消费者接受。2018年第一季度销售额达5730万元，同比增速达162%，是公司增长速度最快的一个品种，增长原因一方面是两票制，另一方面是原料麝香供给瓶颈破除。

妇炎洁：妇科洗液领域有力竞争者

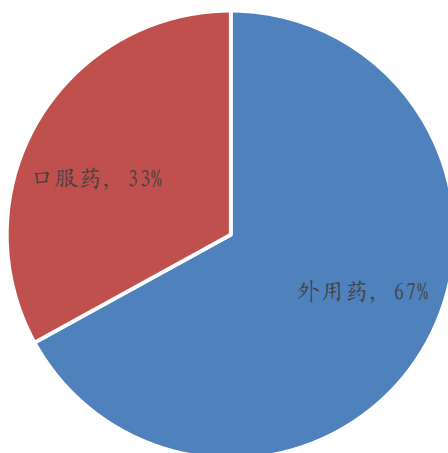
妇女保健用品需求逐年增长，市场容量较大。随着国民生活水平的提高，妇女的保健护理意识逐渐增强，妇女体检率上升，妇科常见病如滴虫性阴道炎等发病率较高。在这些妇科常见病中，使用外用消炎药进行治疗有重要的作用。

妇科炎症外用药中洗剂占主要份额。妇科炎症外用药中，主要是溶液洗剂、栓剂、胶囊剂、片剂和其他剂型，占比最多的是溶液洗剂和栓剂，其中，洗剂的代表药物有洁尔阴、妇炎洁和复方苦参洗剂等。在妇科洗剂中，三个代表药物市场份额差距不大，而随着品牌的渗透，妇炎洁的市场份额在多个城市有待逐步提升。

妇科炎症以外用药为主，而洗剂是外用药的常见剂型。妇科炎症市场分为外用药和口服药两大类，其中外用药占比67%，口服药占比33%。外用药主要分为洗剂类、栓剂类和泡腾片类，其中溶液洗剂是较为常见类型。

妇炎洁洗剂有效成分为醋酸氯己定，是广谱的消毒剂，成分安全有效。公司制定大品种计划后，康美医药将大力推进该产品的营销。

图 8: 妇科炎症用药剂型占比



资料来源: 中国产业信息网, 中国银河证券研究院

优卡丹、可立克: 感冒 OTC 用药, 恢复快速增长

公司的感冒 OTC 用药主要有优卡丹和可立克, 两者分别为儿童用和成人用感冒药。2018 年第一季度优卡丹销售收入达 2257 万元, 同比 2017 年第一季度增长 102%, 可立克销售收入达 2380 万元, 同比增长 38.08%。

儿童用感冒药以化药为主, 公司的优卡丹品牌市占率有较大提升空间。儿童感冒药以化学药为主, 占据主要市场份额, 其次是中成药, 而从剂型来看, 主要为颗粒剂和口服液。化学成分来看, 以氨酚黄那敏、氨酚肾素、氨酚麻美和氨酚烷胺为主要化学成分。而公司的优卡丹为小儿氨酚烷胺颗粒, 由公司旗下子公司铜鼓仁和制药负责主营, 根据 2016 年重点城市零售店数据, 其市场份额排名第六, 仍有较大的提升空间。

表 5: 2016 年国内重点城市零售店儿童专用感冒化药市场:

通用名	厂家/商品名	市场份额
复方氨酚肾素片	香港幸福 (科达琳)	20.48%
氨酚黄那敏颗粒	华润三九 (999)	17.08%
氨酚麻美糖浆	拜耳 (小白)	13.57%
氨酚黄那敏颗粒	浙江亚峰 (小快克)	5.00%
小儿氨酚烷胺颗粒	葵花药业 (葵花康宝)	3.40%
小儿氨酚烷胺颗粒	江西铜鼓仁和 (优卡丹)	3.39%

资料来源: 米内网, 中国银河证券研究院

成人感冒药-可立克。公司的成人感冒用 OTC 药物为仁和可立克, 商品名复方氨酚烷胺胶囊, 成分为对乙酰氨基酚、盐酸金刚烷胺和马来酸氯苯那敏等。也受到当时优卡丹事件影响, 经过危机公关, 正在逐渐恢复较高的增速。

2. 二线产品: 品种丰富, 涉及多个用药领域

公司有多个工业子公司, 产品线非常丰富。根据药智网信息显示, 公司参股的医药制造子公司中, 拥有生产批文 748 个, 中药制剂批文共有 417 个, 化学药制剂批文共有 331 个。这些工业子公司对现有的药品产品线完成了新版 GMP 认证, 涵盖注射剂、滴眼剂、原料药、胶囊剂、颗粒剂、片剂、洗剂、橡胶囊剂等多种制剂品种。

康美医药主要生产健康用品, 主要产品为妇炎洁系列。药都仁和共有 174 个药品生产批文, 主要产品为参鹿补片、清火胶囊、正胃胶囊等。闪亮制药共有 8 个药品生产批文, 主要产品为闪亮滴眼液。江西制药共有 216 个药品生产批文, 主要为化药类产品。铜鼓仁和共有 31 个药品生产批文, 主要为中药类产品。药都樟树制药共有 224 个药品生产批文, 主要为中药类产品。

其他子公司如吉安三力制药拥有 22 个药品生产批文，主要为外用贴膏剂；通化中盛拥有 73 个生产批文，主要为中药类产品。

表 6: 公司的七个工业子公司持有的 CFDA 生产批文

工业子公司名称	中药制剂批文数	化学药制剂批文数	总批文数量
江西药都樟树制药有限公司	213	11	224
江西制药有限责任公司	2	214	216
江西药都仁和制药有限公司	113	61	174
通化中盛药业有限公司	53	20	73
江西铜鼓仁和制药有限公司	23	8	31
江西吉安三力制药有限公司	13	9	22
江西闪亮制药有限公司	0	8	8
合计	417	331	748

资料来源: 药智网, 中国银河证券研究院

表 7: 公司持有的 GMP 认证生产线

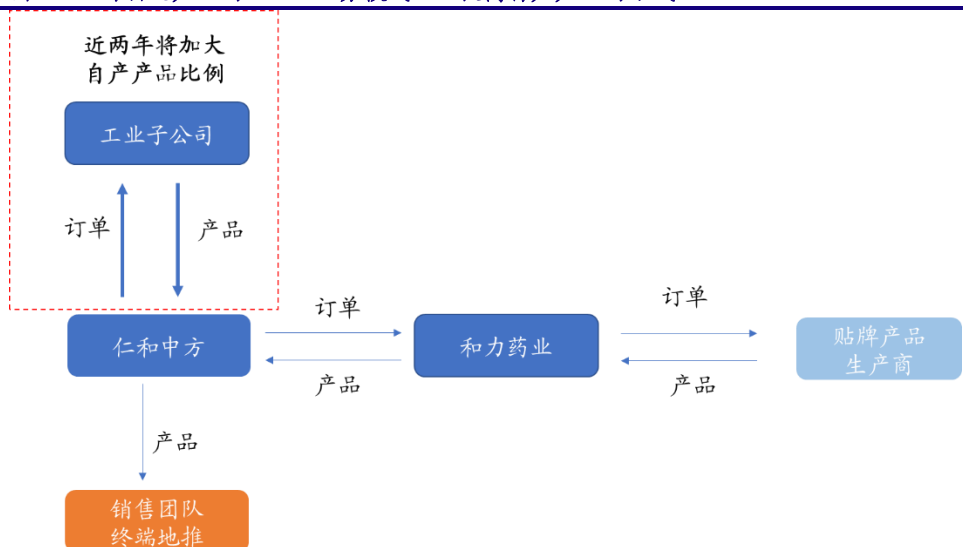
序号	企业名称	已通过新版 GMP 认证剂型	备注
1	江西药都樟树制药有限公司	丸剂（蜜丸、水蜜丸、浓缩丸、水丸、微丸）、硬胶囊剂、片剂、颗粒剂、酒剂、合剂、煎膏剂（膏滋剂）、口服溶液剂、糖浆剂（含中药前处理和提取）	露剂、散剂放弃 GMP 认证，不再生产相关产品
2	江西闪亮制药有限公司	滴眼剂（B 线）	胶囊剂、颗粒剂放弃 GMP 认证，相关产品已全部技术转让至江西药都仁和制药有限公司生产
3	江西铜鼓仁和制药有限公司	1、颗粒剂（A 线、B 线）、硬胶囊剂（A 线、B 线）（含中药前处理和提取） 2、糖浆剂、合剂（含口服液）（含中药前处理及提取）	
4	江西药都仁和制药有限公司	1、片剂、硬胶囊剂、颗粒剂（固体制剂三车间）、片剂、硬胶囊剂、颗粒剂（固体制剂四车间）、洗剂（含中药前处理和提取） 2、合剂、糖浆剂（含中药前处理和提取） 3、片剂 C 线、软胶囊剂、煎膏剂（含中药前处理和提取） 4、乳膏剂、栓剂	丸剂 GMP 证书有效期至 2015.12.31，暂不认证，相关产品已申报药品技术转让
5	江西制药有限责任公司	大容量注射剂、小容量注射剂（非最终灭菌）、小容量注射剂、片剂、硬胶囊剂、原料药（硫酸小诺霉素、硫酸庆大霉素、单硫酸卡那霉素、马来酸伊索拉定）	冻干粉针剂暂不认证，无相关产品上市
6	江西吉安三力制药有限公司	栓剂、软膏剂（激素类）、凝胶剂（激素类）、乳膏剂（含激素类）、橡胶膏剂（含激素类）	
7	通化中盛药业有限公司	1、片剂、硬胶囊剂、散剂、颗粒剂、丸剂（水丸、水蜜丸、蜜丸）（含中药前处理及提取 1 车间、提取 2 车间）、原料药（槐定碱） 2、小容量注射剂（含抗肿瘤药）	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

此外，公司通过 OEM 的方式引进了大量丰富的产品。公司合作的贴牌企业达到 300-500 家企业。公司通过和力物联网的 OEM 业务引进多个品种的二线产品，提高公司市占率。公司通过 OEM 业务，引进多个贴牌产品，丰富了公司的产品线，提高公司在市场中的竞争力。公司的 OEM 业务是指由子公司仁和和中方通过和力药业作为中介与其他生产厂商合作，由其他公司生产公司已经有批文或者不具有批文的产品，再由仁和和中方贴上仁和药业的牌照进行销售。

和力药业为 OEM 提供服务，相当于采购部门，为仁和和中方寻找能够生产产品的企业进行合作，目前公司通过贴牌生产合作了 300-500 家企业。和力药业赚取采购手续费（3-5%）后卖给仁和和中方，然后仁和和中方加价（约 30%）卖给终端。OEM 产品利润率低于自产产品，2017 年贴牌药品的毛利率为 36%，自产药品毛利率为 50%。公司规划加大自产产品销售力度，加大对自有产品批文挖掘，对于自有批文的产品将不再贴牌，转为自产。此外，对于贴牌产品中销售较好的品种考虑收购进来。

图 9：公司引进产品的 OEM 业务模式以及提高自产产品的方式



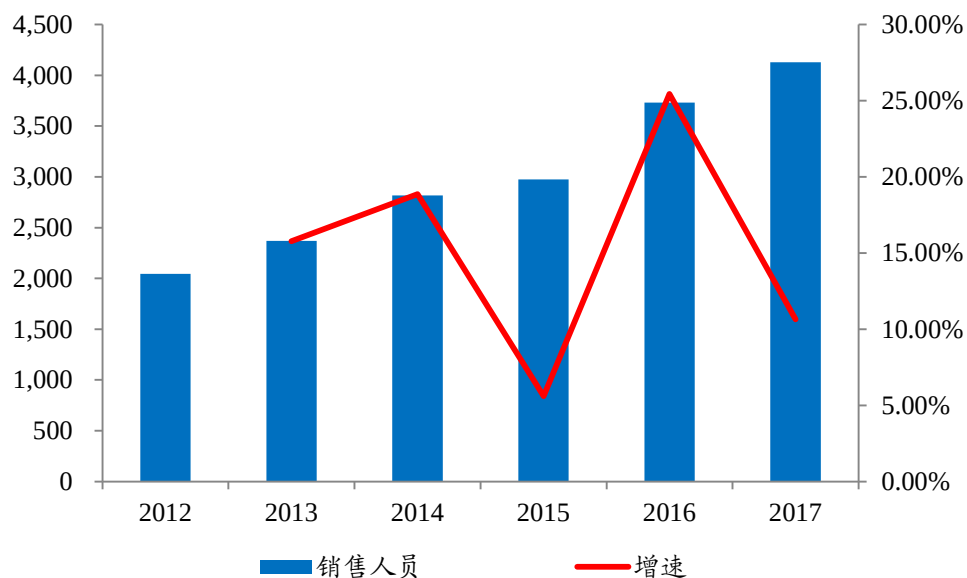
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）销售能力强大

1. 销售团队逐步壮大

近年来公司的销售团队逐步壮大，销售人员从 2012 年的 2046 人增加至 2017 年的 4128 人，复合增长率为 15%。公司主要采用控销的销售模式，除了公司报表上的四千余名销售人员外，公司在体外仍然控制大量专职销售人员，为公司的产品销售服务。公司合计控制的覆盖终端的销售人员超过 2 万人，能够覆盖的终端超过 20 万家。并且，目前公司的销售人员仍处于增长中，能够覆盖的终端渠道也在扩大。

图 10：公司历年销售人员数量及增速



资料来源：公开资料整理，中国银河证券研究院

2. 营销体系由多个子公司构成

营销体系核心为仁和中方、仁和药业、中进药业等。公司制药公司负责生产，商业公司负责销售。公司商业有多个子公司，主要商业子公司包括仁和药业、仁和中方、中进药业等，分别负责不同的公司产品。每一个商业子公司都有主要负责的公司品种，通过分工合作，提高产品营销的效率。

仁和中方为 2009 年成立，负责公司二线产品及普药（含自产及 OEM 产品）的销售的子公司。仁和中方从成立即采用自营队伍，控销的销售模式，发展较为迅速和成功。

仁和药业主要负责公司品牌产品如优卡丹、可立克、妇炎洁的销售。仁和药业 2017 年净利润 1.3 亿，但是剔除子公司分红因素后经营性净利润大约为五六千万。在仁和中方崛起前，仁和药业是公司的销售主力，主要模式为广告打造品牌产品，然后通过招商模式进行代理制销售。当仁和中方的控销模式取得空前成功后，仁和药业在 2014 年左右也对其控销模式进行借鉴，建立自有的销售队伍，进行终端推广。目前，已经初见成效。

中进药业为仁和药都的子公司，主要负责药都仁和制药的参鹿补片等补益类产品的销售。

此外，商业子公司仁和康健负责保健品类产品如蛋白质粉、益生菌冻干粉系列等产品的销售；商业子公司江制医药负责硫酸依替米星氯化钠注射液等产品的销售；商业子公司正方医药负责处方药口服以及大活络丸等产品的销售。根据不同的产品，各个商业子公司制定了不同的销售模式和不同的拓展渠道。

表 8: 公司营销架构

主营领域	商业子公司名称	主营产品
品牌产品	仁和药业有限	妇炎洁、优卡丹、可立克
普药和 OEM 产品	仁和中方医药	米阿卡、克快好、闪亮等
补益类	中进药业（仁和药都药业）	参鹿补片等
保健品	仁和康健科技	蛋白粉、益生菌
处方药口服	正方医药	大活络丸
处方药注射	江西江制医药	硫酸依替米星等

资料来源：公开资料整理，中国银河证券研究院

3. 仁和中方为公司销售体系核心和先进方向代表

子公司仁和中方 2009 年成立时用于分离品牌药（仁和药业：四个大品牌）和普通药（8 个产品），由仁和药业负责当时的公司四大品牌药：妇炎洁、优卡丹、仁和可立克和闪亮系列，而由仁和中方负责公司二线产品及普药（含自产及 OEM 产品）的销售。仁和中方自成立起即建立起自营销售队伍，采用控销的销售模式进行推广，发展较为迅速和成功。仁和中方在全国划分为 5 个大区，26 个分公司，分为省市地三级。根据渠道和产品下设 3 个部门，3 个部门即是 3 个成熟的销售队伍，每个部门负责 70 多个产品销售。

2011 年仁和中方开始贡献业绩，2012 年形成体量，后续随着销售队伍的壮大和贴牌品种的引进，仁和中方业绩快速增长，成为公司的核心力量。截止 2017 年末，仁和中方拥有销售人员 2000 余人，同时在上市公司体外控制上万人的终端推广队伍，覆盖十几万家药店终端。

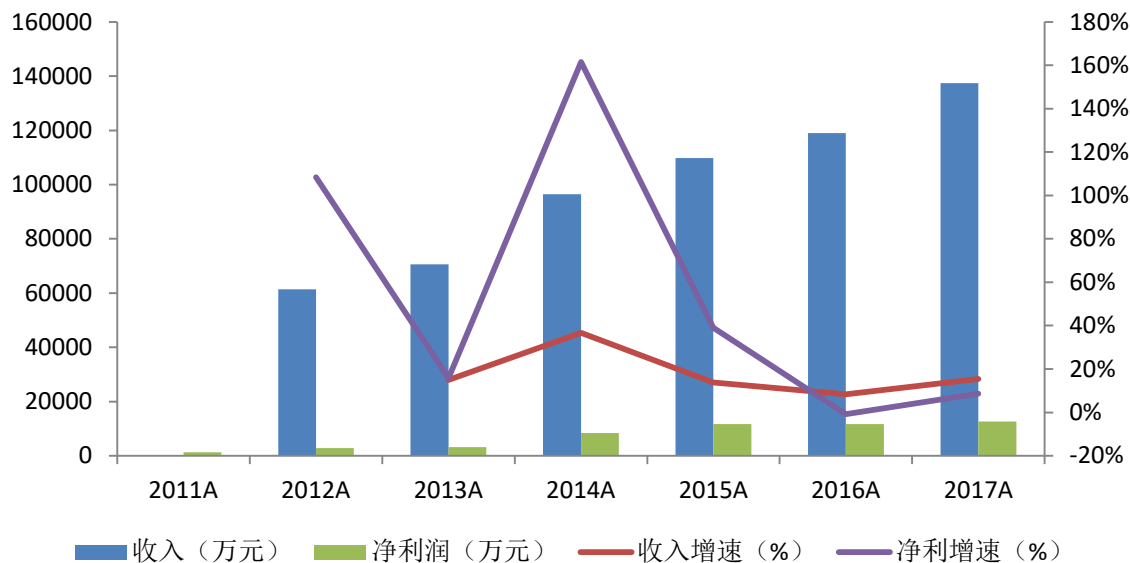
2012-2017 年仁和中方的收入复合增速 17%，净利润复合增速 35%。

2012 年之后和力药业成立，通过 OEM 引进更多的品种给仁和中方销售。经过多年努力，公司将多个原本二线产品打造成了公司一线品牌。目前仁和中方负责原来的大品牌闪亮系列产品以及其他明星产品如米阿卡、克快好等系列的销售。2017 年，仁和中方建立品牌创新中心，积极着手老品牌的管理与重塑和新品牌的培育工作，进一步打造黄金单品与重点品种。

仁和中方的业务员直接覆盖终端，进行产品推广，医药商业流通公司仅是物流功能。仁和中方的销售团队有 2000 人，合作的促销推广队伍达 1 万人，覆盖终端十几万家药店。随着公司覆盖的渠道的扩张，销售队伍会进一步扩大，公司业务也会随之扩展。仁和中方的销售激励机制是：（回款+销售）/2 作为考核指标，在激励销售团队扩大销量的同时，也时刻注意回款

情况，大大降低了提取坏账的风险。

图 11: 仁和中方近年来收入、净利润（万元）及增速



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

4. 销售能力的体现形式及未来增长点

公司强大的销售能力体现为高达两万人的终端推广队伍能够覆盖二十几万家终端药店，庞大的推广队伍依靠公司丰富的产品集群，为药店终端提供丰富产品组合和营销策略，提供各种增值服务，从而提高终端粘性。反过来，丰富的产品集群又能够支撑起庞大的推广队伍，保证销售人员有合理的收入，保障销售团队的进一步成长壮大。如此，形成了正向的循环。

销售团队壮大成熟，推广策略日趋成熟，品种丰富助力团队发展。公司的销售团队经过长时间发展，不断积累销售经验，逐渐走向成熟，目前公司在终端的销售团队达两万人，仍然在持续加大力量建设销售队伍。公司建设销售团队的力度很大，以公司在广东省的慢性病用药销售团队为例，目前有 170 人，将来会拓展到 500 多人，负责 3000 多家药店的业务。公司的销售策略不断优化，逐渐从原来依靠人海战术进行推广的发展策略，转变为依靠公司丰富的产品集群进行推广的技术。销售人员会围绕公司的重点一线产品进行相应的推销技术培训，使得员工在推销时更加熟练。同时，公司拥有多个品种，药品覆盖多个用药领域，销售团队通过多个品种多个领域的销售，保证销售人员有足够的收入，以支撑整个团队的成长壮大。

为药店提供更多增值服务，销售终端粘性强。公司对销售终端的控制能力较强，仁和药业的产品在终端的价格与同类公司的竞品相比价格适宜，可以为药店带来足够的利润。公司能够为零售药店提供更多的增值服务，以促进终端的销售业绩增长：（1）提高终端的销售能力：设立 OTC 营销学院，对终端销售人员提供培训，开展动销的活动，提高药店动销能力等；（2）协助药店开展促销活动：向药店投放设备，协助连锁药店策划促销活动，帮助药店完成销售任务，提升药店的会员消费者到药店进行消费的粘性。公司提供的增值服务得到了较多药店的认可，同时也提高了药店对公司依赖性。公司还提出由公司员工自己开办药店进行销售商业模式，也将大大提高公司对药店终端的把控能力。

大力普及终端地推模式，助推业绩增长。近些年公司产品的销售模式从原来的经销商模式向终端控销模式转变。终端控销模式是指生产厂家自己组建销售队伍负责推广，医药商业公司无权对厂家的产品销售进行控制，只负责对产品进行配送，只赚取配送费。该模式可以大大提高厂家的销售自主权，有利于降低产品滞销和被操纵的风险。仁和中方从设立便采用终端控销模式，负责全系多个产品销售。仁和中方的成功经验也在公司内部推广。仁和药业对几大品牌产品的销售模式也从前期的广告招商模式转向控销模式。销售模式的转换和成熟助推了公司

进入新的增长阶段。

渠道进一步拓展，打开成长空间。公司从前期覆盖单体药店为主向连锁药店转变，并大力发展第三终端。经过国家的两票制及营改增等政策的筛选，小企业逐渐被淘汰，公司有了更多拓展渠道的机会，目前公司正在集中精力在连锁药店中进行推广。2017 年末的时候公司有 50% 的推销力量集中在中小型药店。在 2017 井冈山工作会议和 2018 年会议上，均制定计划将销售渠道的重心从单体药店转移到更多的连锁药店。同时，公司开始逐渐重视第三终端的渠道拓展。第三终端指的是除了医院药房药店之外的，直接面向消费者的医药保健品销售终端，如社区和农村的个体诊所、企业和学校的医疗保健室以及个体商店中的常用药品销售小柜等。公司在第三终端的发展空间较大，公司将聚焦销售团队的力量发展在第三终端的渠道。子公司仁和中方特别设立医疗事业部，专门致力于开拓第三终端渠道。

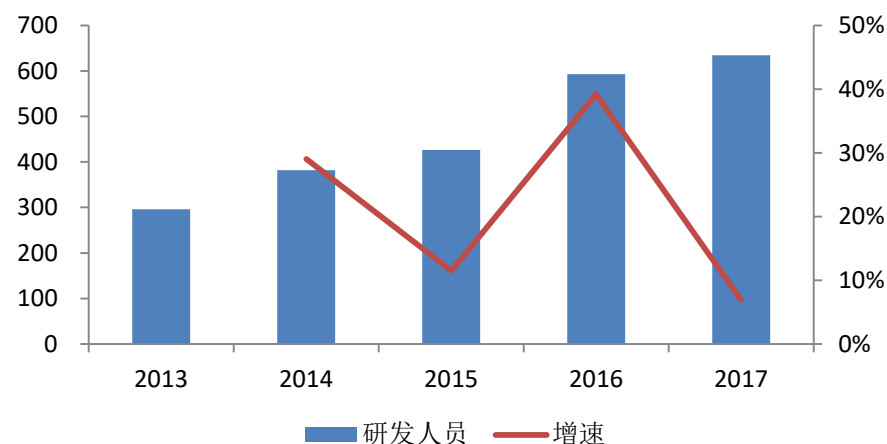
（三）研产销联动，侧重自产产品

公司从去年开始强工商协同，强调研产销协同。公司的管理体系上工业和商业分离，制造业子公司负责生产，医药商业子公司负责产品的销售。工业子公司赚取 15% 的利润将产品卖给商业子公司销售到终端。这样的分工有利于管理和精细化分工，但是也产生了一些产销衔接的问题。加强工商业子公司之间的联动可以：（1）提高自主产品的生产能力，工业子公司可以进一步唤醒公司自有产品的产能，提高自主产品的产量，提高公司产品的利润率。（2）降本增效，提高公司工业产能的利用率，自产产品自身的利润率也有所提高。公司每个月召开工商联动会，研究研产销一体化。经过工商联动调整，2017 年生产成本有了较大的下降。

化药重点在一致性评价，中药重点在经典名方。公司在一致性评价中投入较大，目前正在进行一致性评价的品种有 6-7 个，化学药的大品种全部都在推进一致性评价。公司的部分 OEM 产品也在一致性评价中，如阿莫西林颗粒，通过一致性评价后也需要依靠公司的推广能力，贴牌销售才能得到较大的市场份额。中药方面，在国家颁布的 100 个经典名方中，公司确定了 20 多个经典名方，由原本主要负责中药制剂生产的医药制造业子公司，樟树制药负责上报研发生产。未来将依托中药经典名方的口碑加大推广力度，并坚定的走中药发展的道路。

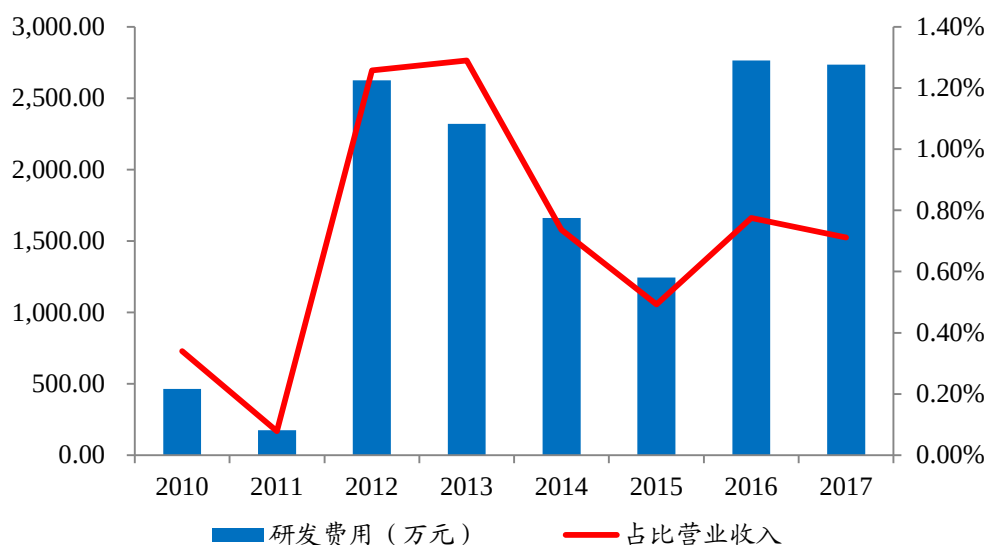
公司通过开发和收购拓展研发产品线，优先收购 OEM 产品。公司近两年加大研发投入，但整体研发投入强度仍有较大提升空间。公司研发人员数量近年来也有较大的增长，目前公司已有多个在研产品立项。此外，公司计划收购品质优良的品种，优先选择原来的 OEM 业务中的优秀产品，一是原本品质有保障，二是推广的品种销售团队较为熟悉，便于推广。经过收购后成为自主产品，即提高了原来贴牌产品的利润率。

图 12：公司历年研发人员数量及增速



资料来源：公开资料整理，中国银河证券研究院

图 13: 公司历年研发投入及强度



资料来源: 公开资料整理, 中国银河证券研究院

表 9: 公司主要在研项目

序号	项目名称	注册类别	适应症(功能主治)	注册所处的阶段	进展情况
1	盐酸维拉帕米缓释片	化药 6 类	原发性高血压	已获临床批件	临床研究准备工作(暂缓进行临床研究, 待国家确定参比制剂)
2	比沙可啶肠溶片	化药 6 类	本品用于急慢性便秘和习惯性便秘	临床前	工艺、质量研究(暂缓研究, 待国家确定参比制剂)
3	熊胆川贝枇杷膏	中药 6 类	呼吸系统用药: 润肺止咳, 用于外感 风热引起的咳嗽痰多、胸闷气喘; 利咽化痰, 用于咽喉肿痛、急性咽炎 等见风热证候者	报产前	(因临床不良反应较多, 项目暂停)
4	格列吡嗪缓释胶囊	化药 6 类	轻中度糖尿病	已获临床批件	临床研究准备工作(暂缓进行临床研究, 待国家确定参比制剂)
5	氢溴酸右美沙芬缓释片	化药 6 类	呼吸系统用药: 用于干咳, 包括上呼 吸道感染、支气管炎等引起的咳嗽	已获临床批件	生物等效性试验准备(暂缓进行临床研究, 待国家确定参比制剂)
6	天香丹胶囊	中药 6 类	心血管: 冠心病、心绞痛 主要用于治疗心气虚损, 心脉瘀阻所致 的胸痹心痛	已获临床批件	临床研究准备工作(暂缓临床研究, 重新评估)
7	玻璃酸钠滴眼液	化药 6 类	干眼症	临床前	工艺、质量研究(暂缓研究、待国家确定参比制剂)
8	盐酸左氧氟沙星滴眼液	化药 6 类	抗生素	临床前	工艺、质量研究(暂缓研究、待国家确定参比制剂)
9	阿齐沙坦原料	化药 3.1 类	高血压症	已获临床批件	中试
10	阿齐沙坦片	化药 3.1 类	高血压症	已获临床批件	中试
11	甲硫酸新斯的明原料药	化药 6 类	抗胆碱酯酶药	在审评	
12	咪唑斯汀	化药 6 类	抗组胺	预试	工艺、质量研究(暂缓研究, 待国家确定参比制剂)
13	比沙可啶	化药 6 类	胃肠道(急、慢性便秘)	临床前	整理申报资料(暂缓研究, 待国家确定参比制剂)
14	硫酸依替米星注射液	化药 6 类	抗菌、抗感染	临床前	整理申报资料(暂缓研究, 待国家确定参比制剂)

15	哈西奈德软膏	化药 6 类	皮肤科：本品适用于接触性湿疹异位 性皮炎神经性皮炎面积不大的银屑病硬化性萎缩性苔藓扁平苔藓盘状红斑 性狼疮脂溢性皮炎(非面部)肥厚性瘢痕	不予批准	/
16	苯磺酸氨氯地平片一致性评价	化药 6 类	1、高血压病。可单独使用本品治疗也 可与其它抗高血压药物合用。 2、慢性稳定性心绞痛及变异型心绞痛。可单独使用本品治疗也可与其它抗心绞痛药物合用。	已完成临床前药理学研究	/
17	格列齐特缓释片一致性评价	化药 6 类	当单用饮食疗法、运动治疗和减轻体 重不足以控制血糖水平的成人 2 型糖尿病。	正在进行临床前药学研究	/
18	枸橼酸西地那非片	化药 4 类	适用于治疗勃起功能障碍	预试	工艺、质量研究
19	恩替卡韦片	化药 4 类	适用于病毒复制活跃，血清转氨酶 ALT 持续升高或肝脏组织学显示有活 动性病变的慢性成人乙型肝炎的治疗	预试	三批工艺验证

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

三、财务分析:各项指标优秀

(一) 盈利能力稳定, 出现提升苗头

公司盈利能力保持基本稳定, 公司销售毛利率自 2017 年以来开始提升, 我们认为这与公司加大力度推进公司自产产品的销售有关。目前公司制定计划, 逐渐提高自产产品占比, 降低 OEM 产品的份额, 未来预计将进一步提高公司的利润率。

表 10: 2013-2018 年间公司的各项财务指标

	2018-03-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31
基本经营情况						
营业总收入	1,044,067,932	3,843,771,351	3,567,078,260	2,523,842,664	2,253,212,436	1,799,375,836
净利润	116,882,213	441,151,429	430,791,767	435,588,748	323,853,638	216,002,056
每股收益-摊薄	0.0859	0.3070	0.3007	0.3160	0.3037	0.1960
每股经营现金流	0.0139	0.402	0.4216	0.3511	0.3687	0.2154
成长能力指标						
营业收入增长率(%)	26.04	7.62	41.46	11.96	25.20	-13.87
归母净利增长率(%)	34.05	2.11	-4.84	30.04	54.96	-23.99
盈利能力指标						
销售毛利率(%)	41.84	38.93	36.61	44.56	45.73	44.45
营业利润率(%)	14.26	14.83	15.43	22.2	18.43	14.58
净利率(%)	11.19	11.48	12.08	17.26	14.37	12.00
净资产收益率(%) -加权	3.48	13.20	14.56	17.70	15.22	11.30
费用率						
销售费用率(%)	20.26	16.09	13.66	14.79	17.66	18.40
管理费用率(%)	7.22	7.91	7.01	7.49	9.45	10.58
财务费用率(%)	-0.51	-0.39	-0.02	-0.23	-0.14	-0.13
费用率(%)	26.97	23.61	20.65	22.05	26.98	28.85
营运能力指标						
总资产周转率	0.25	0.96	1.02	0.88	0.91	0.81
存货周转率	1.42	5.14	5.47	4.16	4.41	4.42
应收账款周转率	2.62	13.8	13.74	12.34	14.88	11.87
偿债能力						
流动比率	3.40	3.49	3.1	3.26	3.43	3.42
速动比率	2.86	2.82	2.4	2.58	2.7	2.74
资产负债率(%)	17.45	16.68	17.09	17.6	16.75	16.74
存货/流动资产(%)	15.82	19.12	22.80	21.01	21.29	19.86

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

(二) 偿债能力较强

自 2013 年以来, 公司资产负债率保持平稳, 保持在 16%-17% 左右, 资产负债率非常低。我们可以看到公司最新的有息负债为零。公司的流动比率和速动比率近几年来也基本保持稳定, 流动比例高于一般认为健康的 2, 速动比率也明显高于一般认为健康的 1, 表明公司有较强的资金流动性和偿债能力。

（三）营运能力健康

近年来，公司的应收账款周转率与存货周转率呈现上升趋势，表明公司的经营能力稳定提升。尤其应收账款周转次数近几年明显加快。应收账款周转率和存货周转率的绝对值也较为健康，明显高于行业的中位数水平（3.43 和 2.25）。2015-2017 年公司连续三年的经营性现金流净额均高于公司的净利润水平，也表明公司的经营质量较高。

（四）期间费用分析

2015 年以来，公司的管理费用率基本稳定在 7%-8% 的范围内，表明公司对于管理费用的控制较强。销售费用率自 2015 年以来逐渐上升，从 13.78% 增长至 16.26%，2018 年第一季度达到了 20.49%，与公司制定大品种战略，销售团队发力，加大力度推广公司的一线产品有关。从整体看来，总费用率在近几年内在一定范围内波动，自 2015 年至 2017 年间逐渐上升，但未超过 2013 年的最高水平 29.25%。公司在大力推进营销的情况下，总费用率保持较为平稳。

公司的销售费用主要用在广告宣传等方面。公司通过精准营销，在微信公众号，电视广告，在线视频网站等主流媒体上进行广告投放，历年来与媒体合作保持稳定，在合理控制下保持足够的宣传力度。销售费用增长费用的增长主要是归因于员工人数和工资的增长等。三年的工资方面指出增长 50%。五险一金规范。工业环保成本。今年从目前净利润率水平提升。我们净利润率 10% 左右。

四、公司估值及投资建议

(一) 盈利预测

我们对于公司未来三年各类产品的收入毛利假设如下表所示。同时,我们认为公司的管理费用率和销售费用率保持稳定。我们预计 2018-2020 年公司整体营收分别为 48.70/60.82/73.39 亿元,同比增长 27%、25%和 21%。归母净利润分别为 5.02/6.67/8.42 亿元,对应增速 33%、33%和 26%。

表 11: 公司 2018-2020 年各业务收入毛利预测假设 (万元)

		万元	2016 年	2017 年	2018E	2019E	2020E
药品	自产品	收入	110,437	127,646	191,468	268,056	348,472
		增速		16%	50%	40%	30%
		毛利率	45.28%	49.90%	50%	50%	50%
	贴牌	收入	116,670	139,448	181,282	226,603	271,923
		增速		20%	30%	25%	20%
		毛利率	35.17%	36.45%	36.50%	36.50%	36.50%
	外购	收入	76,628	72,861	72,861	72,861	72,861
		增速		-5%	0%	0%	0%
		毛利率	9.96%	9.49%	9.50%	9.50%	9.50%
非药品	自产品	收入	25,784	26,860	26,860	26,860	26,860
		增速		4%	0%	0%	0%
		毛利率	66.18%	66.06%	66%	66%	66%
	贴牌	收入	14,135	10,100	7,070	6,363	6,363
		增速		-29%	-30%	-10%	0%
		毛利率	32.73%	42.18%	42%	42%	42%
	其他	收入	13,053	7,463	7,463	7,463	7,463
		增速		-43%	0%	0%	0%
		毛利率	80%	80%	80%	80%	80%
合计		收入	356,708	384,377	487,004	608,205	733,942
		增速		8%	27%	25%	21%
		毛利率	36.61%	38.93%	40.14%	41.11%	41.80%

资料来源: 中国银河证券研究院

(二) 公司估值

1. 相对估值：合理估值区间 8.91-10.13

我们选取 OTC 行业的可比公司进行市盈率对比分析。公司目前的股价(6.36 元, 6.29 日)对应 2018 年 PE15.7 倍, 而可比公司均值为 21 倍。考虑到公司业绩的成长性较高, 估值应高于行业平均水平。我们认为以 2018 年 22-25 倍 PE 计算, 公司合理价值区间为 8.91-10.13 元。

表 12: 可比公司估值情况

		2017A	2018E	2019E	2020E
002737	葵花药业	30	23	19	15
600351	亚宝药业	29	20	15	12
600285	羚锐制药	24	19	15	12
000999	华润三九	21	18	16	14
600572	康恩贝	27	22	18	15
600566	济川药业	32	24	19	15
	均值	27	21	17	14
000650	仁和药业	21	16	12	9

资料来源: 中国银河证券研究院

2. 绝对估值：合理估值区间 10.01-13.61

我们采用三阶段自由现金流折现模型对公司进行估值。

- 1) 自由现金流(FCF) = 经营现金流量 - 营运资本增加 - 资本性支出增加
- 2) 股权成本 = $R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 3) $WACC = \text{债权成本} \cdot (1 - \text{税率}) \cdot D/(D+E) + \text{股权成本} \cdot E/(D+E)$
- 4) 采用三阶段模型。第一阶段清晰预测期为 2018-2020 年; 第二阶段过渡期为 2021-2030 年; 第三阶段为永续期。
- 5) 自由现金流折现公式:

$$PV = \frac{FCF_1}{1+K} + \frac{FCF_2}{(1+K)^2} + \frac{FCF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{TCF}{(K-g)(1+K)^{(n-1)}}$$

表 13: 自由现金流折现模型假设

过渡期增长率	20%-2%
永续增长率	2%
无风险收益率	4%
市场要求收益率	12.4% (过去 10 年全部 A 股平均 ROE)
债权成本	无
β 值	0.87

资料来源: 中国银河证券研究院

我们按照上述假设, 用三阶段自由现金流折现模型对公司进行了绝对估值, 并对公司股票价值与资金加权成本和永续增长率进行了敏感性分析。

根据前面对公司未来三年利润表的预测, 结合对公司未来三年投资情况和战略发展状况的预测, 我们对公司未来三年的自由现金流进行了预测。假设第二阶段公司的自由现金流增长率从 20%等速递减至 2%。永续增长率为 2%时, 我们预测第三阶段公司自由现金流现值为 64 亿

元。

根据三阶段自由现金流折现模型所计算出的企业价值是 149 亿元, 隶属于股东权益的价值总额为 144 亿元。按当前总股本计算, 公司每股合理价值为 11.64 元。考虑上敏感性分析的永续增长率和 WACC 值的变动, 我们认为公司股票合理价值 10.01-13.61 元。

表 14: 敏感性分析

WACC	永续增长率(g)										
	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
6.26%	22.11	22.42	22.78	23.20	23.69	24.26	24.95	25.76	26.76	27.99	29.55
6.88%	19.29	19.53	19.79	20.09	20.45	20.86	21.34	21.92	22.61	23.45	24.49
7.57%	16.85	17.02	17.21	17.43	17.69	17.98	18.33	18.73	19.21	19.79	20.49
8.33%	14.71	14.84	14.98	15.14	15.32	15.53	15.78	16.07	16.40	16.80	17.28
9.16%	12.85	12.94	13.04	13.16	13.29	13.44	13.61	13.82	14.05	14.33	14.66
10.08%	11.22	11.28	11.35	11.44	11.53	11.64	11.76	11.91	12.07	12.27	12.49
11.09%	9.79	9.83	9.89	9.95	10.01	10.09	10.18	10.28	10.39	10.53	10.68
12.19%	8.53	8.57	8.60	8.65	8.69	8.75	8.81	8.88	8.96	9.05	9.16
13.41%	7.44	7.46	7.49	7.51	7.55	7.59	7.63	7.68	7.73	7.80	7.87
14.75%	6.47	6.49	6.51	6.53	6.55	6.58	6.61	6.64	6.68	6.72	6.77
16.23%	5.63	5.64	5.65	5.67	5.68	5.70	5.72	5.74	5.77	5.80	5.83

资料来源: 中国银河证券研究院

(三) 投资建议: “推荐”

我们预测公司 2018-2020 年分别实现营业收入 48.70/60.82/73.39 亿元, 归属母公司净利润 5.02/6.67/8.42 亿元, 对应 EPS0.41/0.54/0.68 元, 以 6 月 29 日收盘价 (6.36 元) 计算对应 PE 分别为 15.70/11.80/9.35 倍。我们认为公司业务属性更类似消费品, 不受医改控费降价的影响。同时, 公司作为 OTC 行业民营龙头企业, 激励机制良好, 过去十年业绩稳健增长, 未来发展将受益于行业集中度提升。公司从 2017 年开始业绩逐季改善, 目前进入快速增长阶段。公司产品系列丰富, 销售能力突出, 二者形成良性循环。庞大的推广队伍依靠公司丰富的产品集群, 为药店终端提供丰富产品组合和营销策略, 提供各种增值服务, 从而提高终端粘性。反过来, 丰富的产品集群又能够支撑起庞大的推广队伍, 保证销售人员有合理的收入, 保障销售团队的进一步成长壮大。公司的各项财务指标优秀, 盈利能力稳定且出现提升苗头; 偿债能力强大, 资产负债率较低, 且无有息负债; 营运能力明显高于行业平均水平, 且近年来稳定提升。期间费用率总体保持平稳。公司盈利质量较高, 过去三年的现金流均高于净利润。采用相对估值的方法评价, 我们认为公司股票的合理价值区间为 8.91-10.13 元; 采用绝对估值方法, 我们认为公司股票的合理价值区间为 10.01-13.61 元。我们认为公司价值明显低估, 给予“推荐”评级。

五、风险提示

自产产品推广增速低于预期和销售队伍扩张速度低于预期的风险

六、附录

附表 1: 公司财务报表 (百万元)

报表预测 (百万元)						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2523.84	3567.08	3843.77	4870.04	6082.05	7339.42
减: 营业成本	1399.21	2261.05	2347.21	2915.13	3581.75	4271.62
营业税金及附加	25.40	32.83	40.31	48.70	60.82	73.39
营业费用	373.21	487.19	618.60	779.21	973.13	1174.31
管理费用	189.13	250.02	303.90	389.60	486.56	587.15
财务费用	-5.88	-0.67	-14.87	-31.57	-42.90	-57.58
资产减值损失	4.04	12.77	2.80	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	22.55	25.93	18.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.06	0.41	-0.22	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	560.21	550.22	564.17	768.97	1022.69	1290.52
加: 其他非经营损益	12.03	8.64	0.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	572.24	558.86	564.95	768.97	1022.69	1290.52
减: 所得税	136.65	128.07	126.89	192.24	255.67	322.63
净利润	435.59	430.79	438.06	576.73	767.02	967.89
减: 少数股东损益	44.29	58.41	60.92	74.97	99.71	125.83
归属母公司股东净利润	391.30	372.38	377.13	501.75	667.30	842.07
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	631.15	886.31	1184.06	1621.91	2191.65	2926.14
应收和预付款项	568.90	485.94	549.01	695.60	868.71	1048.31
存货	369.09	456.99	455.90	577.62	721.37	870.50
其他流动资产	11.22	18.54	27.88	27.88	27.88	27.88
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	649.29	721.61	679.74	576.73	472.73	367.73
无形资产和开发支出	506.52	1119.80	1083.40	1037.34	991.28	945.21
其他非流动资产	239.08	11.59	14.82	12.10	9.38	9.38
资产总计	2975.24	3700.78	3994.81	4549.18	5283.00	6195.15
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	373.14	496.12	522.18	567.44	624.18	681.93
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1.24	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18
负债合计	374.38	496.30	522.36	567.63	624.37	682.11
股本	1238.34	1238.34	1238.34	1238.34	1238.34	1238.34
资本公积	304.00	294.46	294.76	294.76	294.76	294.76
留存收益	846.67	1219.05	1475.45	1909.58	2486.95	3215.53
归属母公司股东权益	2389.01	2751.85	3008.55	3442.68	4020.05	4748.63
少数股东权益	211.85	452.63	463.90	538.87	638.58	764.41
股东权益合计	2600.86	3204.48	3472.44	3981.55	4658.63	5513.04
负债和股东权益合计	2975.24	3700.78	3994.81	4549.18	5283.00	6195.15
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	434.91	522.88	499.45	493.90	636.77	810.40

投资性现金净流量	-236.91	-273.63	-51.79	-20.00	-20.00	-20.00
筹资性现金净流量	-24.08	-13.15	-137.65	-36.05	-47.03	-55.91
现金流量净额	173.92	236.09	310.00	437.85	569.74	734.49

资料来源：中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 公司股权结构图	1
图 2: 公司发展历程	2
图 3: 2017 年公司收入构成 (万元)	4
图 4: 公司营业收入构成 (亿元) 及增速	5
图 5: 公司近年来净利润和经营性现金流 (万元) 及增速	5
图 6: 仁和中方近年来收入、净利润 (万元) 及增速	5
图 7: 我国眼科用药市场规模 (亿元)	7
图 8: 妇科炎症用药剂型占比	9
图 9: 公司引进产品的 OEM 业务模式以及提高自产产品的方式	11
图 10: 公司历年销售人员数量及增速	11
图 11: 仁和中方近年来收入、净利润 (万元) 及增速	13
图 12: 公司历年研发人员数量及增速	14
图 13: 公司历年研发投入及增速	15

表格目录

表 1: 公司主要子公司 2017 年经营情况.....	3
表 2: 米阿卡系列产品	6
表 3: 克快好系列产品	7
表 4: 抗疲劳干眼病用药排名及其市场份额:	7
表 5: 2016 年国内重点城市零售店儿童专用感冒化药市场:	9
表 6: 公司的七个工业子公司持有的 CFDA 生产批文	10
表 7: 公司持有的 GMP 认证生产线	10
表 8: 公司营销架构	12
表 9: 公司主要在研项目	15
表 10: 2013-2018 年间公司的各项财务指标	17
表 11: 公司 2018-2020 年各业务收入毛利预测假设 (万元)	19
表 12: 可比公司估值情况	20
表 13: 自由现金流折现模型假设	20
表 14: 敏感性分析	21
附表 1: 公司财务报表 (百万元)	22

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，医药行业分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇 010-83571359 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
保险机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn