

业绩健康&快速增长，继续重点推荐

——仁和药业（000650）半年报跟踪

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2018 年半年报，上半年公司实现营收 22.64 亿元，同比增长 26.68%；实现归属上市公司股东净利润 2.44 亿元，同比增长 51.27%；实现扣非归母净利润 2.43 亿元，同比增长 53.78%。实现 EPS 0.1973 元。

其中，2018 年 Q2，公司实现营收 12.21 亿元，同比增长 27%，环比增长 17%；实现归母净利 1.38 亿元，同比增长 68%，环比增长 30%；实现扣非归母净利 1.27 亿元，同比增长 73%，环比增长 30%。实现 EPS 0.1909 元。

2. 我们的分析与判断

（一）各项财务指标表现优异

盈利能力提升。上半年公司毛利率为 42.20%，较去年同期提升 5.46 个百分点。分业务来看药品毛利率提升了 6.80 个百分点，健康品毛利率下滑 0.23 个百分点。我们认为主要原因一方面是公司加大了自产产品的销售力度，而自产产品的毛利率较高，另一方面公司不将药房网的低毛利医药商业业务作为发展重点（药房网上半年仅增长 1.66%）。同时，公司 Q2 毛利率 43.35%，较 Q1 的 41.84% 进一步提升，达到了近 3 年来的单季度毛利率新高。也可以看出公司从去年中期提出加大资产产品销售力度后，公司的毛利率呈现逐季上升趋势。上半年销售净利率达到 12.60%，较 1 季度的 11.19% 有所提升，创近年来新高。上半年公司 ROE（加权）达 7.81%，明显高于去年同期的 5.70%。

经营性现金流健康。公司上半年实现经营性净现金流净额 1.78 亿元，同比增长 31.36%。分季度来看，二季度经营性现金流大幅改善，Q2 实现经营性净现金流 1.61 亿元，环比一季度的 1715 万元大幅改善。我们认为公司的现金流较为正常。过去几年公司现金流均为一三度差，二四季度好，尤其是四季度最高，这也符合商业规律。公司过去三年的经营性现金流均明显大于净利润，经营质量较高。报告期末公司应收账款 5.62 亿元，较期初增长 91%，但是和 Q1 末的 5.03 亿元相比，增加并不明显。公司应收款增加的主要原因是公司销售模式转向连锁终端合作客户，而连锁客户规模大，授信额度相应增加。

仁和药业(000650.SH)

推荐 维持评级

分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

王晓琦

☎: 010-66568589

✉: wangxiaqi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518080001

特此鸣谢刘晖

对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-8-28

A 股收盘价(元)	7.35
A 股一年内最高价(元)	8.28
A 股一年内最低价(元)	4.44
沪深 300	3400.17
市盈率-TTM	22.35
总股本(万股)	123834.01
实际流通 A 股(万股)	123799.50
限售的流通 A 股(万股)	34.51
流通 A 股市值(亿元)	90.99

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. 2018-07-02 仁和药业深度报告：进入快速增长阶段的 OTC 龙头

Q2 期间费用率降低。上半年公司销售费用率为 19.87%，去年同期为 15.81%，增加 4.06 个百分点，主要原因和毛利率提升原因类似。Q2 的销售费用率为 19.54% 较一季度的 20.26% 有所降低。报告期，管理费用率为 6.68%，低于去年同期的 7.23%，Q2 淡季读管理费用率为 6.22，低于 Q1 的 7.22，表明公司费用控制良好，随着公司规模的提升管理费用率有望进一步下降。财务费用方面，公司财务费用率持续为负值，报告期为 -0.59%。报告期末公司账面货币资金为 14.5 亿元，资产负债率为 18.61%，并且没有任何有息负债。

(二) 核心子公司均保持快速增长

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。

医药商业的核心子公司为仁和中方、仁和药业。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。报告期，仁和中方收入增速达到 30.45%，保持了快速增长。仁和药业主要负责公司品牌产品如优卡丹、可立克、妇炎洁等的销售，报告期仁和药业收入增速 31.83%。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，上半年中进药业收入增速 18.88%，后续增长潜力较大。

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，上半年收入增速为 19.32%。药都仁和主要产品为参鹿补片、清火胶囊、正胃胶囊等，上半年收入增速为 26.06%。闪亮制药主要产品为闪亮滴眼液，上半年收入增速为 105%。江西制药主要为化药类产品，上半年增速为 13.63%。铜鼓仁和、和药都樟树制药主要为中药类产品，上半年收入增速分别为 53.67% 和 33.97%。其他子公司如吉安三力制药主要为外用贴膏剂，上半年收入增速为 22.19%；通化中盛主要为中药类产品，上半年收入增速为 34.57%。

表 1: 仁和药业主要子公司营业收入情况

序号	子公司	18 中报营业收入	17 中报营业收入	同比增速
1	江西仁和中方医药	868,937,528.14	666,097,619.10	30.45%
2	江西和力药业	610,969,165.74	260,861,407.89	134.21%
3	江西仁和药业	404,264,180.43	306,649,087.67	31.83%
4	江西中进药业	245,739,378.24	206,710,936.39	18.88%
5	江西正方医药	205,187,939.84	78,222,194.93	162.31%
6	仁和药房网(北京)医药科技	180,012,182.12	177,070,747.44	1.66%
7	江西药都樟树制药	164,350,974.21	122,673,947.84	33.97%
8	江西药都仁和制药	143,917,160.86	114,162,435.98	26.06%
9	江西铜鼓仁和制药	86,310,798.89	56,164,513.59	53.67%
10	江西江制医药	85,615,478.66	46,206,774.27	85.29%
11	江西康美医药保健品	82,741,477.42	69,346,919.53	19.32%
12	江西制药	77,497,879.91	68,204,505.81	13.63%
13	江西伊美生物科技	35,438,433.73	26,785,741.05	32.30%

14	江西仁和康健科技	32,802,824.36	34,757,234.40	-5.62%
15	江西闪亮制药	31,648,191.11	15,401,270.93	105.49%
16	江西仁和药用塑胶制 品	20,673,600.35	17,632,465.49	17.25%
17	江西吉安三力制药	16,508,747.16	13,510,817.18	22.19%
18	江西仁和药都药业	14,428,207.17	11,198,502.03	28.84%
19	江西和力物联实业	10,767,130.60	13,167,118.56	-18.23%
20	通化中盛药业	4,528,634.32	3,365,146.06	34.57%
21	江西仁和中泽科技	1,662,528.08	12,593,281.62	-86.80%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 2: 仁和药业主要子公司净利润情况

序号	子公司	18 中报净利润	17 中报净利润	同比增速
1	江西仁和中方医药	78,506,581.82	64,277,744.19	22.14%
2	江西和力药业	45,354,952.40	13,408,467.70	238.26%
3	江西仁和药业	34,309,697.22	22,854,918.85	50.12%
4	江西中进药业	25,793,891.22	11,051,616.39	133.39%
5	江西正方医药	25,158,687.00	12,438,193.53	102.27%
6	仁和药房网(北京)医 药科技	22,243,141.14	15,893,596.22	39.95%
7	江西药都樟树制药	20,515,535.75	14,549,284.90	41.01%
8	江西药都仁和制药	12,215,590.32	16,181,522.17	-24.51%
9	江西铜鼓仁和制药	10,053,855.54	1,487,181.83	576.03%
10	江西江制医药	10,052,660.20	4,262,139.66	135.86%
11	江西康美医药保健品	6,367,673.87	3,687,992.24	72.66%
12	江西制药	4,368,483.22	3,708,550.30	17.79%
13	江西伊美生物科技	3,534,408.25	3,054,214.99	15.72%
14	江西仁和康健科技	3,392,139.53	1,858,130.26	82.56%
15	江西闪亮制药	3,333,163.64	4,234,425.17	-21.28%
16	江西仁和药用塑胶制 品	2,567,284.04	2,471,961.80	3.86%
17	江西吉安三力制药	2,388,117.49	2,354,867.32	1.41%
18	江西仁和药都药业	2,341,125.34	1,518,834.23	54.14%
19	江西和力物联实业	445,440.55	1,309,741.13	-65.99%
20	通化中盛药业	85,301.01	303,604.68	-71.90%
21	江西仁和中泽科技	-7,885,134.72	-2,966,230.50	-165.83%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) 我们继续重点推荐的理由

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。

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。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。

公司各项财务指标优秀。偿债能力方面，有息负债为零。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。

3. 投资建议

我们认为仁和药业不受贸易战、去杠杆及医改控费降价影响，同时，高增长，低估值。公司生产制造和消费全在国内不受贸易战影响，公司无负债，股东无质押，不受去杠杆影响。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，各项财务指标优秀，未来发展将受益于行业集中度提升。上半年扣非净利润增速达 54%，超出我

们预期,后续我们将适时调整我们的盈利预测,以我们当前盈利预测计算,公司今日(8.28)收盘价 7.35 元,对应 2018-2020 年 PE 分别为 18/13/11 倍。公司高成长,低估值,我们继续重点推荐。

4. 风险提示

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。

附表 1. 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	23.26	24.44	24.13	18.14	13.64	10.81
P/B	3.81	3.31	3.03	2.64	2.26	1.92
EV/EBITDA	13.44	13.58	13.14	8.86	6.59	4.99

资料来源：中国银河证券研究院

附表 2: 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

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

深圳市福田区金田路 3088 号中州大厦 20 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
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	詹 璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：	尚 薇	010-83574522	shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：	王 婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：	舒英婷	010-66561317	shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：	何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn