

仁和药业 (000650)

证券研究报告

2018年08月29日

深化渠道拓展巩固 OTC 龙头地位，重点打造黄金单品

中报业绩表现亮眼,上半年扣非净利润同比增长 53.78%

公司发布半年报显示,2018 年上半年营业收入 22.65 亿元 (+26.68%), 归母净利润 2.44 亿元 (+51.27%), 扣非后归母净利润 2.43 亿元 (+53.78%)。公司作为 OTC 行业龙头拥有强大的产品品牌集群, 依托先进的市场营销和营销管理模式, 稳步提升盈利能力。

自有产品占比提升, 带动整体毛利率水平提升

公司通过 OEM 业务以及高效供应链体系打破自身发展瓶颈, 相比较 OEM 产品, 自有品牌的产品毛利高且安全性好。公司通过加大自主品牌的营销力度, 提升了整体毛利率水平。2017 年药品整体毛利率为 35.63%, 同比提升 3.14pp, 2018 年上半年毛利率为 43.17%, 同比提升 6.80pp。

坚持“直供终端品牌化、销售渠道多元化”, 重点打造黄金单品

公司为 OTC 行业龙头, 渠道优势明显。上半年药品业务收入 19.89 亿元, 同比上升 26.07%。公司同时对销售品种进行结构优化, 重点打造黄金单品与重点品种, 自主品牌营销力度提高, 资源利用率进一步提升; 此外公司坚持“直供终端品牌化、销售渠道多元化”的终端和渠道发展大方向, 在稳固终端市场的同时, 深化连锁和医疗渠道、网络渠道的拓展, 销售网络遍布全国 30 个省市, 进一步巩固行业龙头地位。上半年健康相关产品收入 2.68 亿元, 同比上升 45.12%, 毛利率 38.89%, 同比基本持平。上半年公司研发费用 0.15 亿元, 较上年增长 175.56%, 研发投入大幅增加, 目前已启动包括苯磺酸氨氯地平片、格列齐特缓释片等 6 个化药仿制药一致性评价品种。

渠道拓展致销售费用大幅增长, 管理费用率略有下降

上半年公司销售费用为 4.5 亿元, 同比大增 59.21%, 销售费用率 19.87%, 上升 4.06pp, 销售费用大幅增长, 主因公司努力开拓新的销售渠道和完善重点子品牌产品的销售推广。上半年管理费用 1.51 亿元, 同比上升 17.05%, 管理费用率 6.68%, 同比下降 0.55pp, 相对营收保持稳定。

估值与评级

2018 年公司将继续推进营销模式创新、互联网应用创新, 提升企业品牌及产品品牌价值。公司积极开展经典名方申报, 未来依托经典名方口碑加大宣传力度。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.43、0.53 和 0.65 元, 参考同行业公司估值, 考虑到中报业绩增速较快, 给予 2018 年 20 倍 PE, 目标价 8.60 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 1. 品牌产品的市场推广不及预期; 2. 各领域产品竞争加剧; 3. 期间费用率过高影响净利润水平

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,567.08	3,843.77	5,279.98	6,551.95	7,963.34
增长率(%)	41.34	7.76	37.36	24.09	21.54
EBITDA(百万元)	629.85	636.50	842.52	1,036.14	1,257.70
净利润(百万元)	372.38	380.23	532.80	654.72	801.27
增长率(%)	(4.84)	2.11	40.13	22.88	22.38
EPS(元/股)	0.30	0.31	0.43	0.53	0.65
市盈率(P/E)	24.44	23.94	17.08	13.90	11.36
市净率(P/B)	3.31	3.03	2.66	2.34	2.04
市销率(P/S)	2.55	2.37	1.72	1.39	1.14
EV/EBITDA	12.88	8.69	10.04	6.87	6.19

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	7.35 元
目标价格	8.60 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,238.34
流通 A 股股本(百万股)	1,238.00
A 股总市值(百万元)	9,101.80
流通 A 股市值(百万元)	9,099.26
每股净资产(元)	2.53
资产负债率(%)	18.61
一年内最高/最低(元)	8.28/4.52

作者

王金成 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070002
wangjincheng@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《仁和药业-公司点评:半年报业绩预告延续高增长, 营销优势明显注重品牌建设》 2018-07-12
- 《仁和药业-首次覆盖报告:产品形成品牌集群, 依托渠道优势加速放量》 2018-04-27
- 《仁和药业-半年报点评:业绩短期承压, 推进线下终端药店布局》 2016-08-30



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,043.10	1,351.51	1,075.19	2,569.81	2,011.98
应收账款	278.09	333.28	516.49	152.28	660.55
预付账款	50.59	62.86	102.94	86.47	146.67
存货	456.99	455.90	873.17	664.28	1,264.99
其他	175.80	180.74	579.06	184.14	725.75
流动资产合计	2,004.57	2,384.30	3,146.84	3,656.98	4,809.94
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	670.13	668.14	661.84	673.63	683.26
在建工程	51.48	11.60	42.96	73.77	74.26
无形资产	681.97	663.39	638.71	614.04	589.37
其他	456.74	439.97	511.29	458.54	467.54
非流动资产合计	1,860.32	1,783.09	1,854.81	1,819.98	1,814.43
资产总计	3,864.90	4,167.39	5,001.65	5,476.96	6,624.38
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	423.09	437.38	763.80	649.75	1,081.76
其他	223.04	245.63	262.64	291.02	309.92
流动负债合计	646.12	683.01	1,026.44	940.76	1,391.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.29	11.94	14.47	13.57	13.33
非流动负债合计	14.29	11.94	14.47	13.57	13.33
负债合计	660.41	694.95	1,040.92	954.33	1,405.01
少数股东权益	452.63	463.90	536.28	634.99	754.19
股本	1,238.34	1,238.34	1,238.34	1,238.34	1,238.34
资本公积	294.46	294.76	294.76	294.76	294.76
留存收益	1,513.51	1,770.21	2,186.11	2,649.29	3,226.84
其他	(294.46)	(294.76)	(294.76)	(294.76)	(294.76)
股东权益合计	3,204.48	3,472.44	3,960.73	4,522.63	5,219.37
负债和股东权益总	3,864.90	4,167.39	5,001.65	5,476.96	6,624.38

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	430.79	441.15	532.80	654.72	801.27
折旧摊销	82.63	91.50	59.61	62.07	64.55
财务费用	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	(25.93)	(18.57)	(22.35)	(22.35)	(22.35)
营运资金变动	242.94	(23.10)	(765.21)	950.91	(1,268.97)
其它	(208.40)	6.88	75.21	100.65	122.06
经营活动现金流	522.08	497.86	(119.94)	1,746.00	(303.44)
资本支出	768.80	11.27	57.47	80.91	50.24
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,042.44)	(63.07)	(93.13)	(139.08)	(78.20)
投资活动现金流	(273.63)	(51.79)	(35.67)	(58.18)	(27.96)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(8.87)	15.18	0.00	0.00	0.00
其他	(4.28)	(152.83)	(120.71)	(193.21)	(226.43)
筹资活动现金流	(13.15)	(137.65)	(120.71)	(193.21)	(226.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	235.30	308.41	(276.32)	1,494.62	(557.83)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,567.08	3,843.77	5,279.98	6,551.95	7,963.34
营业成本	2,261.05	2,347.21	3,228.76	3,955.99	4,739.82
营业税金及附加	32.83	40.31	52.37	64.67	80.37
营业费用	487.19	618.60	813.12	1,048.31	1,290.06
管理费用	250.02	303.90	417.65	524.16	676.88
财务费用	(0.67)	(14.87)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	12.77	2.80	6.54	7.37	5.57
公允价值变动收益	0.41	(0.22)	(0.99)	0.26	0.15
投资净收益	25.93	18.57	22.35	22.35	22.35
其他	(52.68)	(42.38)	(42.72)	(45.23)	(45.01)
营业利润	550.22	569.84	782.91	974.07	1,193.15
营业外收入	9.90	2.43	8.64	6.99	6.02
营业外支出	1.26	1.65	1.49	1.47	1.54
利润总额	558.86	570.61	790.06	979.59	1,197.63
所得税	128.07	129.46	181.05	224.49	274.46
净利润	430.79	441.15	609.00	755.10	923.18
少数股东损益	58.41	60.92	76.20	100.38	121.91
归属于母公司净利润	372.38	380.23	532.80	654.72	801.27
每股收益(元)	0.30	0.31	0.43	0.53	0.65

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	41.34%	7.76%	37.36%	24.09%	21.54%
营业利润	-1.78%	3.57%	37.39%	24.42%	22.49%
归属于母公司净利润	-4.84%	2.11%	40.13%	22.88%	22.38%
获利能力					
毛利率	36.61%	38.93%	38.85%	39.62%	40.48%
净利率	10.44%	9.89%	10.09%	9.99%	10.06%
ROE	13.53%	12.64%	15.56%	16.84%	17.94%
ROIC	27.48%	20.11%	28.86%	26.96%	48.28%
偿债能力					
资产负债率	17.09%	16.68%	20.81%	17.42%	21.21%
净负债率	-7.88%	-11.02%	-16.58%	-0.76%	-30.95%
流动比率	3.10	3.49	3.07	3.89	3.46
速动比率	2.40	2.82	2.22	3.18	2.55
营运能力					
应收账款周转率	13.08	12.57	12.43	19.59	19.59
存货周转率	8.64	8.42	7.95	8.52	8.26
总资产周转率	1.02	0.96	1.15	1.25	1.32
每股指标(元)					
每股收益	0.30	0.31	0.43	0.53	0.65
每股经营现金流	0.42	0.40	-0.10	1.41	-0.25
每股净资产	2.22	2.43	2.77	3.14	3.61
估值比率					
市盈率	24.44	23.94	17.08	13.90	11.36
市净率	3.31	3.03	2.66	2.34	2.04
EV/EBITDA	12.88	8.69	10.04	6.87	6.19
EV/EBIT	14.76	10.07	10.81	7.31	6.53

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com