

业绩增速超预期，继续重点推荐

——仁和药业（000650）三季报跟踪

核心观点：

1. 事件：

公司发布2018年三季报。2018年前三季度公司实现营收33.36亿元，同比增长22.88%；实现归属上市公司股东净利润3.93亿元，同比增长51.95%；实现扣非归母净利润3.93亿元，同比增长56.07%。实现EPS0.32元。其中，2018年第三季度，公司实现营收10.72亿元，同比增长15.57%；实现归母净利1.48亿元，同比增长53.10%；实现扣非归母净利1.50亿元，同比增长59.93%，实现EPS0.12元。

2. 我们的分析与判断

（一）业绩保持快速增长，继续重点推荐

三季度业绩保持快速增长，优于我们和市场预期。公司前三季度归母净利润预计同比增长56.07%，其中第三季度归母净利润预计同比增长53.10%，延续了此前快速增长的趋势。公司业绩保持快速增长，验证了我们此前对公司进入快速增长阶段的判断。第三季度收入增速降低我们推测主要原因是公司非核心业务的医药商业药房网规模压缩的原因。由于商业业务毛利低，业务变化对收入影响大毛利影响小，我们可以看到第三季度公司毛利额增速达31%，维持快速增长。我们继续维持对公司的“推荐”评级。

（二）我们继续重点推荐的理由

公司具有强大的销售能力。我们认为OTC企业的核心能力就是销售。公司销售人员过去六年的CAGR为15%。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，产品集群又支撑起队伍，形成正向循环。

控销模式不存在压货，业绩增长无水分。市场担心业绩增长来自渠道存货变化，但是从业务模式来讲，目前仁和中方全部是控销模式，仁和有限有75%是控销。控销模式不存在过去的渠道环节，直达药店终端，不存在压货空间。公司近几年的现金流来看也都明显大于净利润，也验证了不存在压货现象。

多因素助力公司进入快速增长阶段。虽然12-13年经历业绩底谷，但是过去10年收入、净利润、现金流整体呈现稳健增长态势，CAGR

仁和药业(000650.SZ)

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

特此鸣谢刘晖

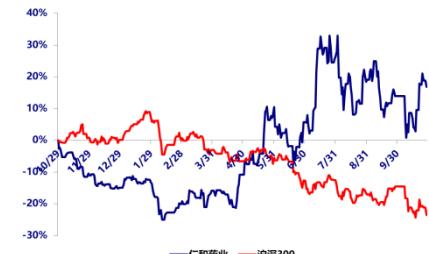
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-10-29

A股收盘价(元)	7.03
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	3076.89
市盈率-TTM	18.80
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)	87.03

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

2. 2018-10-10 仁和药业三季度预告点评：业绩保持快速增长，继续重点推荐

分别为 18%、23%、26%。17 年业绩逐季改善，18 年进入新的增长阶段。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。二、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。

公司无负债，股东无质押，不受去杠杆影响。公司生产制造和消费全在国内，不受贸易战影响。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。

近期有些自媒体发莫名其妙的负面文章，重提 2012 年的负面报道及重销售轻研发，我们认为对于 OTC 企业不能简单套用创新药逻辑。OTC 逻辑更偏消费品，研发投入自然不能以创新药的标准来衡量。公司近两年也已经加大研发投入，进行经典名方及仿制药开发。

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。我们维持三季度预告点评里的预测，预计公司 18/19/20 三年 EPS 为 0.434 /0.583 /0.739 元。公司今日（10.29）收盘价 7.03 元，对应 2018-2020 年 PE 分别为 16.2/12.1/9.5 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	4910.33	6153.23	7437.78
营业收入增长率	12.01%	41.34%	7.76%	27.75%	25.31%	20.88%
净利润 (百万元)	391.30	372.38	377.13	537.71	722.08	915.46
净利润增长率	30.04%	-4.84%	1.28%	42.58%	34.29%	26.78%
EPS (元)	0.316	0.301	0.305	0.434	0.583	0.739
P/E	22.25	23.38	23.08	16.19	12.06	9.51
P/B	3.64	3.16	2.89	2.51	2.12	1.78
EV/EBITDA	12.83	12.97	12.52	7.93	5.78	4.29

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	4910.33	6153.23	7437.78
减：营业成本	1399.21	2261.05	2347.21	2890.54	3552.34	4235.37
营业税金及附加	25.40	32.83	40.31	49.10	61.53	74.38
营业费用	373.21	487.19	618.60	785.65	984.52	1190.05
管理费用	189.13	250.02	303.90	392.83	492.26	595.02
财务费用	-5.88	-0.67	-14.87	-31.87	-44.05	-60.03
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	824.08	1106.63	1403.00
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	824.08	1106.63	1403.00
减：所得税	136.65	128.07	126.89	206.02	276.66	350.75
净利润	435.59	430.79	438.06	618.06	829.97	1052.25
减：少数股东损益	44.29	58.41	60.92	80.35	107.90	136.79
归属母公司股东净利润	391.30	372.38	377.13	537.71	722.08	915.46
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	631.15	886.31	1184.06	1648.75	2266.68	3069.12
应收和预付款项	568.90	485.94	549.01	701.35	878.88	1062.36
存货	369.09	456.99	455.90	582.40	729.81	882.17
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	4586.56	5376.63	6363.85
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	568.33	625.75	684.10
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	568.52	625.94	684.28
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	1940.69	2565.45	3357.53
归属母公司股东权益	2389.01	2751.85	3008.55	3473.80	4098.56	4890.64
少数股东权益	211.85	452.63	463.90	544.24	652.14	788.93
股东权益合计	2600.86	3204.48	3472.44	4018.04	4750.70	5679.57
负债和股东权益合计	2975.24	3700.78	3994.81	4586.56	5376.63	6363.85
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	525.29	691.19	885.79
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	-40.60	-53.27	-63.35
现金流量净额	173.92	236.09	310.00	464.69	617.92	802.44

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