



Research and  
Development Center

药品&大健康双轮驱动，“低估值&高分红&变革期”品牌药企或迎新机遇  
—仁和药业(000650)公司首次覆盖报告

2024年07月24日

唐爱金 医药行业首席分析师  
S1500523080002  
tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师  
S1500524030003  
zhangzhongtao@cindasc.com

# 证券研究报告

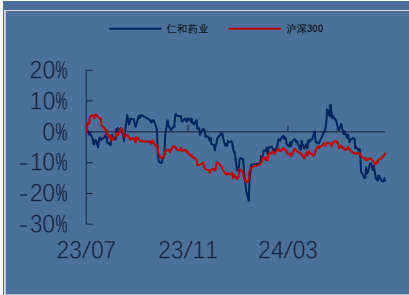
## 公司研究

### 公司首次覆盖报告

仁和药业(000650)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价(元)	5.70
52周内股价波动区间(元)	7.38-5.26
最近一月涨跌幅(%)	-3.72
总股本(亿股)	14.00
流通A股比例(%)	95.1
总市值(亿元)	79.80

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座  
 邮编：100031

## 药品&大健康双轮驱动，“低估值&高分红&变革期”品牌药企或迎新机遇

2024年07月24日

### 报告内容摘要：

◆**核心逻辑：**公司为低估值、高分红、变革期的知名品牌药企。根据我们盈利预测对应2024年市盈率约10倍，2022-2023年公司分红比例均在48%以上，杨潇先生于2022年担任公司董事长，2023年起公司陆续推出董事长增持计划、公司股权回购计划、员工持股计划等，彰显公司持续经营的信心。同时，2024年公司持续落实“十六字经营方针”，即两品一控、双线突破、优化考核、降本增效，我们认为公司在产品、品牌、渠道等方面均有望迎来新机遇。

◆**药品&大健康双轮驱动，“十六字方针”持续提质增效：**①2017-2023年间公司营收复合增速约5%，2023年公司营收达50.32亿元（同比-2%）。在收入构成方面，2023年药品业务营收占比约为73%，而大健康业务占比约为25%，其他业务占比约2%。②**在药品业务方面**，公司药品业务主要以非处方药OTC类产品为主，约占药品全部收入的80%左右。此外，公司中药产品收入占全部药品收入比例为47%左右。目前公司药品的研发主要集中在大品种的仿制药和国家中药经典名方上。在仿制药方面，2023年公司获得苯磺酸氨氯地平片、格列齐特缓释片、他达拉非片（20mg）、西地那非片、阿托伐他汀钙片、盐酸达泊西汀片、玻璃酸钠滴眼液等药品批件。在中药经典名方方面，目前公司的二冬汤处于CDE评审阶段。③**在大健康业务方面**，公司大健康产品种类涉及功效性化妆品、护肤护发用品、洗涤用品等。同时，公司大健康产品业务目前主要是结合线下、线上两种渠道进行销售，以天猫、京东、抖音、唯品会等几大线上平台为主。2021-2023年间公司7家大健康公司扣非归母净利润复合增速约31%，2023年7家大健康公司贡献的扣非归母净利润达1.77亿元。④**在“十六字经营方针”方面**，两品一控、双线突破、优化考核、降本增效，多管齐下推动公司产品、品牌、渠道、营销全面发展。

◆**“董事长增持+公司回购+员工持股计划”彰显持续经营信心，2024年有望轻装上阵：**①自杨潇先生担任董事长以来，公司持续推动股票增持、股权回购、员工持股等。2023年7月20日，董事长发布增持计划，2023/7/20至2023/11/1期间董事长增持公司股份约1457.75万股，合计增持金额约1亿元，增持均价约6.92元/股。2023年12月8日，公司发布股权回购方案，2023/12/8至2024/3/29期间公司回购股份1550万股，回购金额约1亿元，平均成交价约6.45元/股。2024年4月，公司发布员工持股草案，本员工持股计划受让公司回购股票的价格为4.52元/股，参与人数不超过110人，股票规模不超过1550万股。②2023年公司计提2.23亿元资产减值损失，其中无形资产减值1.74亿元（主要系中盛药业计提减值），商誉减值0.31亿元（樟树制药计提商誉减值），存货减值0.18亿元。从商誉结构上看，公司已对樟树制药、中盛药业的商誉全额计提减值，截至2023年末商誉账面价值为5.47亿元，我们预计后续商誉减值的风险较小，我们认为2024年公司有望轻装上阵。

◆**盈利预测：**我们预计公司2024-2026年营业收入分别为52.8亿元、57.63亿元、62.97亿元，同比增速分别为5%、9%、9%，实现归母净利润分别为7.5亿元、8.48亿元、9.54亿元，同比分别增长32%、13%、13%，对应当前股价PE分别为10倍、9倍、8倍。首次覆盖，给予公司“买入”投资评级。

◆**风险因素：**销售不达预期，新品推出不及预期风险，药品&大健康市场竞争加剧，资产减值风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	5,153	5,032	5,280	5,763	6,297
增长率 YoY %	4.4%	-2.3%	4.9%	9.2%	9.3%
归属母公司净利润(百万元)	574	567	750	848	954
增长率 YoY%	-13.6%	-1.2%	32.3%	13.0%	12.5%
毛利率%	36.6%	37.1%	38.2%	38.6%	38.9%
净资产收益率ROE%	10.0%	9.5%	11.6%	11.6%	11.6%
EPS(摊薄)(元)	0.41	0.41	0.54	0.61	0.68
市盈率 P/E(倍)	13.53	13.70	10.36	9.16	8.14
市净率 P/B(倍)	1.35	1.30	1.20	1.06	0.94

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2024年07月23日收盘价

## 投资聚焦

### 1. 药品&大健康双轮驱动，“十六字方针”持续提质增效

公司推行中西药并举，药品大健康品并进。公司力争通过五年的“五五”规划发展，实现大健康板块的体量与药品板块并驾齐驱。目前公司拥有 62 条药品生产线、22 个剂型、832 个药品批文，新药证书 53 个，生产品种 800 个，品规 1030 个；拥有大健康品生产线 35 条、25 个剂型、862 个品种。此外，公司建立和巩固了遍布全国 30 个省市自治区的销售网络。2024 年公司重视“两品一控、双线突破、优化考核、降本增效”（简称“十六字方针”），未来公司在黄金大单品、营销渠道、品牌等方面均有望迎新变化。一方面公司“五五规划”剑指“大健康体量和药品并驾齐驱”，另一方面公司的“十六字方针”持续催化，我们认为未来药品业务有望持续稳健增长，而大健康业务表现或将有亮眼表现。

### 2. “董事长增持+公司回购+员工持股计划”彰显持续经营信心，2024 年有望轻装上阵

自杨潇先生担任董事长以来，公司持续推动股票增持、股权回购、员工持股等。具体为：①2023 年 7 月 20 日，董事长发布增持计划，2023/7/20 至 2023/11/1 期间董事长增持公司股份约 1457.75 万股，合计增持金额约 1 亿元，增持均价约 6.92 元/股。②2023 年 12 月 8 日，公司发布股权回购方案，2023/12/8 至 2024/3/29 期间公司回购股份 1550 万股，回购金额约 1 亿元，平均成交价约 6.45 元/股。③2024 年 4 月，公司发布员工持股草案，本员工持股计划受让公司回购股票的价格为 4.52 元/股，参与人数不超过 110 人，股票规模不超过 1550 万股。同时，2022-2023 年公司经过资产减值瘦身，2024 年有望轻装上阵。我们认为，公司经过资产减值有望轻装上阵，未来公司或将迎拐点向上机遇。

<b>一、知名品牌 OTC 企业，药品&amp;大健康双轮驱动</b> .....	<b>5</b>
1.1 知名品牌 OTC，药品&大健康双轮驱动.....	5
1.2 公司实控人为杨文龙先生，工业&商业公司两手抓.....	5
1.3 稳健经营的中药大健康企业，近 3 年净利率维持在 12% 以上.....	6
<b>二、“十六字方针”驱动，大品种仿制药&amp;经典名方或有新增量</b> .....	<b>8</b>
2.1 药品：OTC 占比约达 80%，大品种仿制药&中药经典名方或可贡献新生增长力.....	8
2.2 大健康：品类齐全&品种丰富，近 3 年大健康扣非归母净利润复合增速超 30%.....	10
2.3 “十六字方针”驱动，品牌&产品&渠道多线优化.....	11
<b>三、新任董事长有望带来新活力，2024 年有望轻装上阵</b> .....	<b>12</b>
3.1 “增持&回购&员工持股计划”彰显持续经营信心.....	12
3.2 近 2 年公司分红比例均在 48% 以上，股息率位居可比公司中等水平.....	13
3.3 近 2 年经过资产减值瘦身，2024 年有望轻装上阵.....	14
<b>四、业务拆分+盈利预测+估值</b> .....	<b>15</b>
4.1 业务拆分.....	15
4.2 估值.....	16
<b>五、风险因素</b> .....	<b>17</b>

## 表目录

表 1: 近年非经常性损益构成分析.....	7
表 2: 2023 年公司仿制药&中药经典名方产品分布.....	9
表 3: 公司近年增持、回购、员工持股情况.....	12
表 4: 近 2 年中药可比公司的股息率水平.....	13
表 5: 近年公司资产减值情况（单位：亿元）.....	14
表 6: 仁和药业业务拆分.....	15
表 7: 可比公司估值.....	16

## 图目录

图 1: 仁和药业股权结构及核心子公司分布（截至 2024Q1）.....	5
图 2: 近年公司营收变动趋势.....	6
图 3: 近年公司营收结构变动.....	6
图 4: 近年公司扣非归母净利润变动趋势.....	6
图 5: 近年公司归母净利润变动趋势.....	6
图 6: 近年公司盈利能力变动.....	7
图 7: 近年公司费用率变动趋势.....	7
图 8: 仁和药业的产品分布.....	8
图 9: 近年公司药品收入变动趋势.....	9
图 10: 近年公司药品毛利率变动趋势.....	9
图 11: 近年大健康收入变动趋势.....	10
图 12: 近年大健康毛利率变动趋势.....	10
图 13: 7 家大健康公司近年收入变动（亿元）.....	11
图 14: 7 家大健康公司近年扣非归母净利润变动.....	11
图 15: 近年分红比例及股息率变化趋势.....	13
图 16: 2023 年公司商誉原值构成.....	14
图 17: 仁和药业近 5 年估值走势.....	16

# 一、知名品牌 OTC 企业，药品&大健康双轮驱动

## 1.1 知名品牌 OTC，药品&大健康双轮驱动

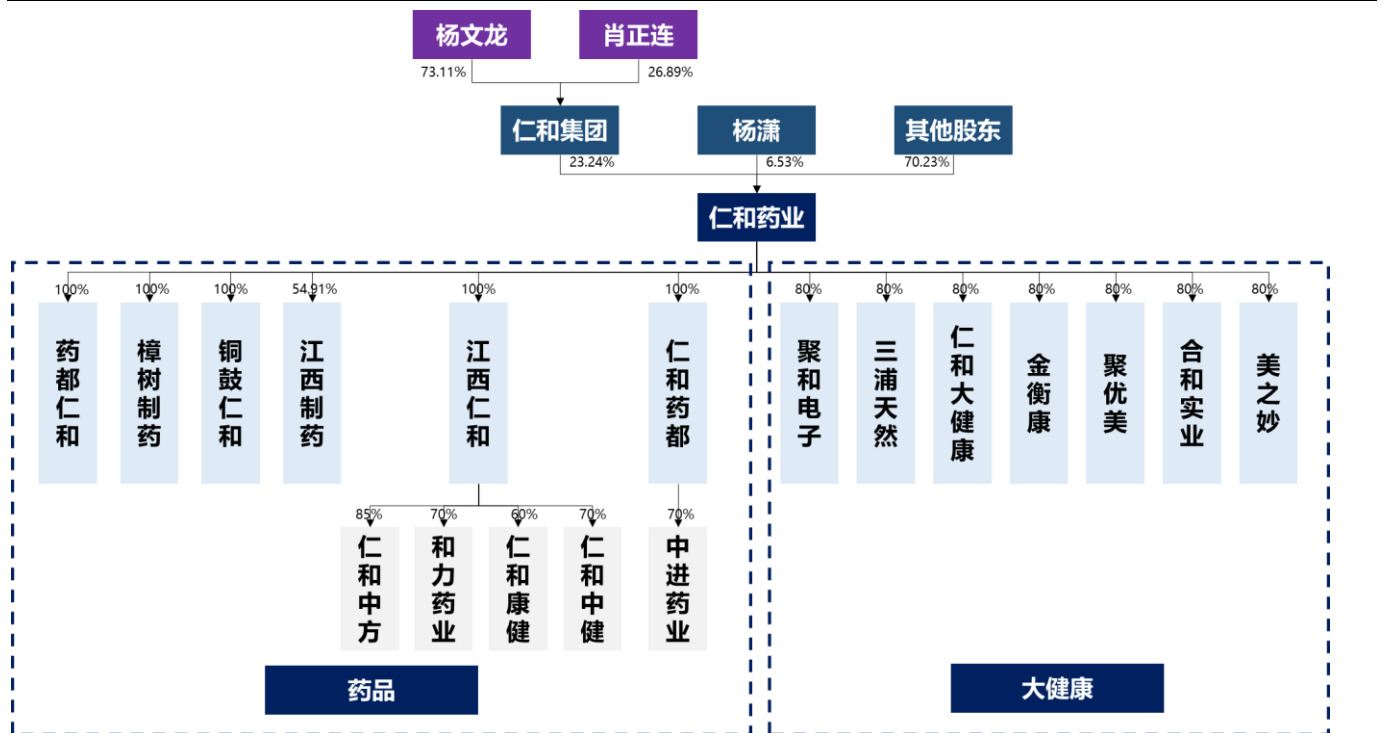
仁和药业前身系九江化纤股份有限公司，2006 年公司实施重大资产重组，剥离原有的化纤类相关资产，同时注入医药资产，通过多次配股、转增、定向增发等方式，公司成为拥有多家子公司的现代医药生产经营企业。**从品牌上看**，公司“仁和”、“妇炎洁”、“优卡丹”、“闪亮”商标为中国驰名商标，公司经营的“仁和可立克”、“优卡丹”、“妇炎洁”等产品是国内同类产品中的知名品牌。**从产品分布上看**，公司推行中西药并举，药品大健康品并进。目前公司拥有 62 条药品生产线、22 个剂型、832 个药品批文，新药证书 53 个，生产品种 800 个，品规 1030 个；拥有大健康品生产线 35 条、25 个剂型、862 个品种。此外，公司建立和巩固了遍布全国 30 个省市自治区的销售网络。

## 1.2 公司实控人为杨文龙先生，工业&商业公司两手抓

**从股东结构上看**，公司的控股股东为仁和集团（持股比例为 23.24%），公司的实际控制人为杨文龙先生。此外，杨潇先生（公司实际控制人之子）持有公司 6.53% 股权。

**从子公司布局上看**：①药品板块，公司同时拥有工业公司和商业公司。工业方面的公司主要包括药都仁和（持股 100%）、樟树制药（持股 100%）、铜鼓仁和（持股 100%）、江西制药（持股 54.91%）等。商业方面的公司主要包括江西仁和、仁和药都等，其中江西仁和拥有仁和中方、和力药业、仁和康健、仁和康健等重要孙公司，而仁和药都拥有中进药业。②大健康板块，公司在 2021 年 7 月以自有资金约 7.2 亿元收购了 7 家大健康公司且均持股 80%，这 7 家大健康公司分别为聚和电子、三浦天然、仁和大健康、金衡康、聚优美、合和实业和美之妙。

图1: 仁和药业股权结构及核心子公司分布（截至 2024Q1）

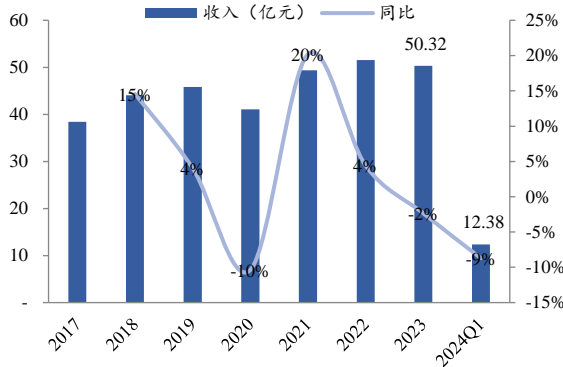


资料来源：ifind，信达证券研发中心

### 1.3 稳健经营的中药大健康企业，近3年净利率维持在12%以上

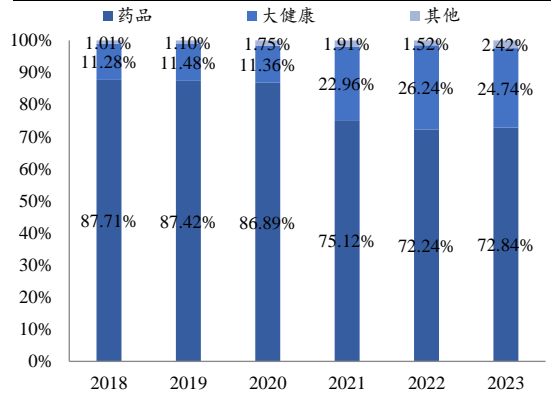
从营收的维度上看，2017-2023年间公司营收复合增速约5%，公司整体维持稳健增长。2023年公司营收达50.32亿元（同比-2%），2024Q1公司营收为12.38亿元（同比-9%）。在收入构成方面，2023年药品业务营收占比约为73%，而大健康业务占比约为25%，其他业务占比约2%。

图2: 近年公司营收变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

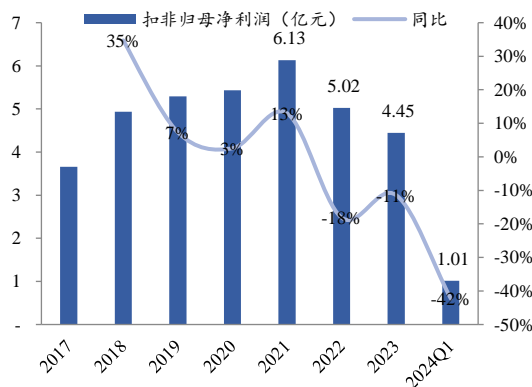
图3: 近年公司营收结构变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

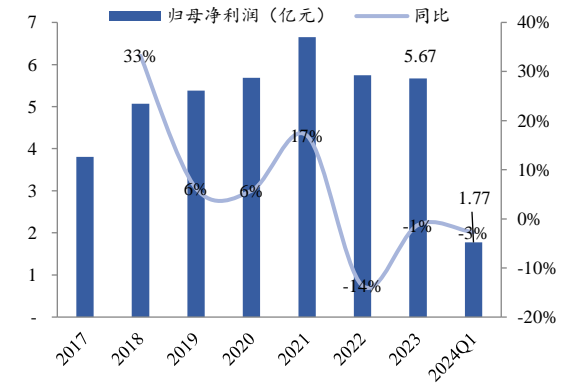
从利润维度上看，2017-2023年间公司扣非归母净利润复合增速为3%，期间公司归母净利润复合增速为7%。2023年公司扣非归母净利润为4.45亿元（同比-11%），归母净利润为5.67亿元（同比-1%）。2024Q1公司扣非归母净利润为1.01亿元（同比-42%），归母净利润为1.77亿元（同比-3%），24Q1扣非归母净利润下降幅度比较大主要系2023Q1高基数（2023Q1受益于新冠疫情、流感等，公司毛利率较高，且销售费用率较低，致使2023Q1扣非归母净利率水平较高）。

图4: 近年公司扣非归母净利润变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图5: 近年公司归母净利润变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

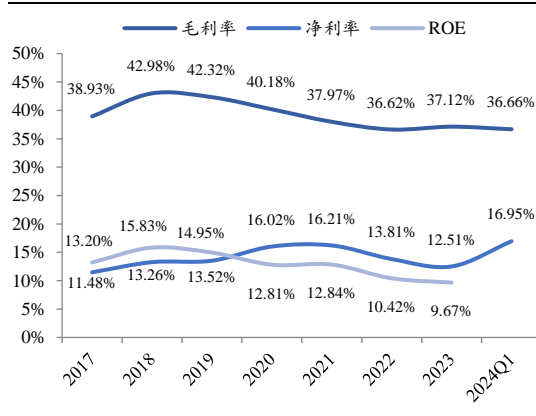
从非经常性损益的构成上看，政府补助、公允价值变动损益及处置损益、非流动性资产处置损益及委托他人投资或管理资产的损益系非经常性损益主要的项目。2023年公司的非经常性损益为1.23亿元，其中政府补助为0.59亿元，公允价值变动损益及处置损益为0.77亿元。2024Q1公司非经常性损益为0.76亿元，其中政府补助为0.77亿元。

**表1: 近年非经常性损益构成分析**

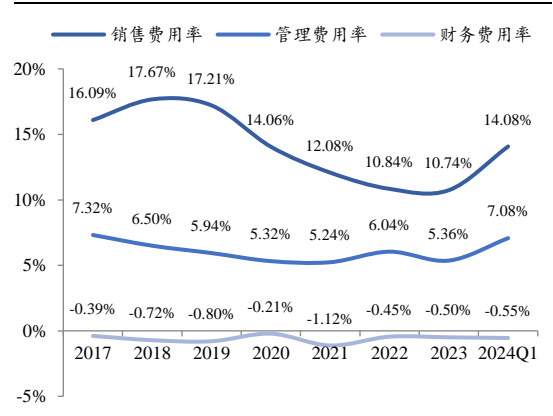
项目 (亿元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
政府补助	0.06	0.11	0.10	0.11	0.14	0.59	0.77
公允价值变动损益及 处置损益	-0.02	0.04	0.01	0.04	0.21	0.77	0.00
非流动性资产处置损 益	-0.00	-0.16	0.17	0.15	-0.06	-0.03	0.00
委托他人投资或管理 资产的损益	0.13	0.17	0.14	0.27	0.42	-	0.05
其他	-0.03	-0.08	-0.15	-0.05	0.01	-0.11	-0.07
<b>非经常性损益合计</b>	<b>0.13</b>	<b>0.08</b>	<b>0.26</b>	<b>0.52</b>	<b>0.72</b>	<b>1.23</b>	<b>0.76</b>

资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

从盈利能力上看, 近3年来公司的毛利率保持在36%以上, 而净利率维持在12%以上。2023年公司的毛利率为37.12%, 净利率为12.51%; 2024Q1公司毛利率为36.66%, 净利率为16.95%。在期间费用率方面, 2021-2023年间公司的销售费用率有所下降, 从2021年的12.08%下降至2023年的10.74%, 管理费用率基本稳定, 由于公司投资银行理财等, 因而每年均有产生的利息收入, 故财务费用率为负的。

**图6: 近年公司盈利能力变动**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图7: 近年公司费用率变动趋势**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

## 二、“十六字方针”驱动，大品种仿制药&经典名方或有新增量

公司为中国制药工业百强企业，是一家集药品研发、生产和市场营销为一体的现代医药生产经营企业，是一家以药品、大健康类产品为主的生产和销售企业。公司生产和销售大量以 OTC 类产品为主的中药、西药，是国内知名的 OTC 类药企。2024 年公司在继续夯实 OTC 药品板块的基础上，加大加快大健康相关产业的发展，力争通过公司五年的“五五”规划发展，实现大健康板块的体量与药品板块并驾齐驱。

公司“仁和”“妇炎洁”“优卡丹”“闪亮”商标为中国驰名商标，公司“药都”品牌获批“中华老字号”称号。公司经营的“仁和可立克”“优卡丹”“妇炎洁”等产品是国内同类产品中的知名品牌。同时，公司基于大健康业务发展，在电商渠道打造了“仁和匠心”、“药都仁和”等多个知名大健康品牌，进一步丰富和拓展品牌集群。经过不断的经营与投入，公司“妇炎洁”品牌已在女性私护领域拥有大量用户，具备较强品牌知名度与号召力。“闪亮”品牌聚焦视康领域，已发展成为具有多种品类的眼部健康品牌。“优卡丹”品牌聚焦儿童健康领域、“仁和可立克”品牌聚焦成人感冒领域、“仁和匠心”品牌聚焦化妆品领域，均在各自板块拥有强大的品牌影响力。

图8: 仁和药业的产品分布



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

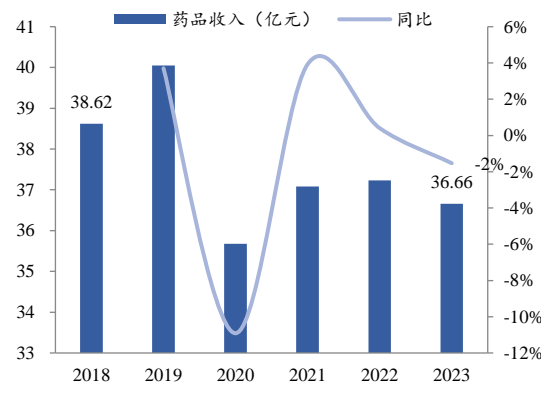
### 2.1 药品：OTC 占比约达 80%，大品种仿制药&中药经典名方可贡献新生增长力

公司药品业务主要以非处方药 OTC 类产品为主，约占药品全部收入的 80%左右。此外，公司中药产品收入占全部药品收入比例为 47%左右。经过多年发展，在巩固和夯实妇科、儿科等业务基础上，公司重点发展眼科、呼吸科等，形成了闪亮眼科品牌系列、仁和可立克品牌退热、感冒系列，以及清热解暑、止咳化痰、心脑血管、补益类等较多品类产品规药品生产和销售。从品种上看，目前公司药品独家品种 28 个，中药保护品种 6 个，国家医保品种 265 个，基本药物目录品种 124 个。销售产品有补益类、妇科用药、感冒发热、呼吸系统、肌肤健康、计生用品、解热镇痛、筋骨疼痛、抗菌消炎、口腔用药、矿物质、泌尿系统、神经系统、糖尿病、消化系统、心脑血管等十六大系列产品集群。



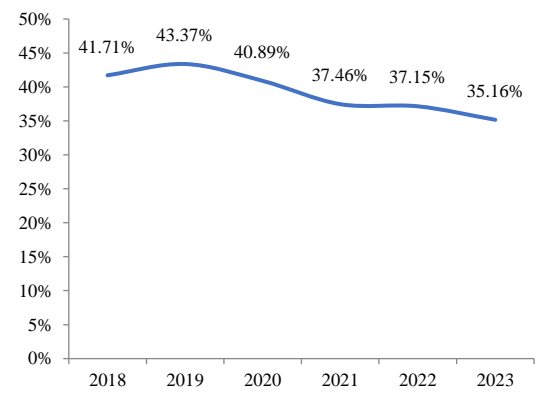
从收入角度上看，2023 年公司药品收入达 36.66 亿元（同比-2%），目前公司药品拥有自有产品和贴牌产品，2020 年自有产品和 OEM 贴牌产品基本各占一半，但毛利方面，自有产品的毛利高于贴牌产品。公司自有产品是发展根本，OEM 产品是有益补充，二者相辅相成、互不排斥。从药品毛利率上看，近年公司药品毛利率均维持在 35% 以上，2023 年公司药品毛利率为 35.16%。

图9: 近年公司药品收入变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图10: 近年公司药品毛利率变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

公司药品的研发主要集中在大品种的仿制药和国家中药经典名方上。在仿制药方面，2023 年公司获得苯磺酸氨氯地平片、格列齐特缓释片、他达拉非片（20mg）、西地那非片、阿托伐他汀钙片、盐酸达泊西汀片、玻璃酸钠滴眼液等药品批件，同时截至 2023 年末他达拉非片（5mg、10mg）、磷酸奥司他韦胶囊、盐酸莫西沙星滴眼液、铝碳酸镁咀嚼片等目前处于 CDE 评审环节。在中药经典名方方面，2023 年末公司的二冬汤处于 CDE 评审阶段，同时多个品种（诸如清肺汤、麻黄汤、小承气汤等）已完成物质基准研究并在开展制剂研究。

表2: 2023 年公司仿制药&中药经典名方产品分布

类别	进展	药品
仿制药	已获批件	苯磺酸氨氯地平片、格列齐特缓释片、他达拉非片（20mg）、西地那非片、阿托伐他汀钙片、盐酸达泊西汀片、玻璃酸钠滴眼液
	CDE 评审	他达拉非片（5mg、10mg）、磷酸奥司他韦胶囊、盐酸莫西沙星滴眼液、铝碳酸镁咀嚼片
中药经典名方	CDE 评审	二冬汤
	完成物质基准研究，在开展制剂研究	清肺汤、麻黄汤、小承气汤等

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

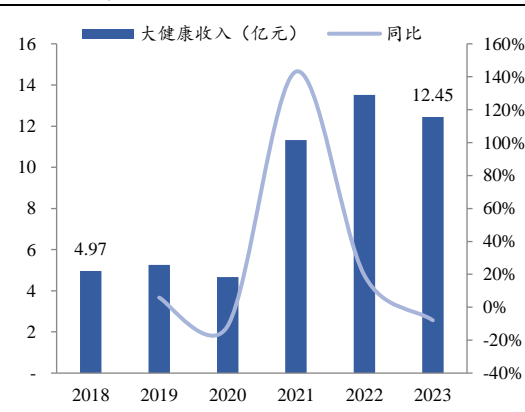
## 2.2 大健康：品类齐全&品种丰富，近3年大健康扣非归母净利润复合增速超30%

公司于2021年7月以自有资金约7.19亿元人民币的价格收购深圳市三浦天然化妆品有限公司、江西聚和电子商务有限公司、江西聚优美电子商务有限公司、江西美之妙电子商务有限公司、江西合和实业有限公司、江西仁和大健康科技有限公司、江西金衡康生物科技有限公司各80.00%的股权。至此，公司大健康产品种类涉及功效性化妆品、护肤护发用品、洗涤用品；母婴用品；保健食品、饮料；医疗器械、保健器材；保健品、中药饮片等，进一步完善和丰富了公司大健康产品业务。目前公司拥有大健康品生产线35条、25个剂型、862个品种。

公司大健康产品业务目前主要是结合线下、线上两种渠道进行销售，以天猫、京东、抖音、唯品会等几大线上平台为主。公司与天猫、抖音等国内主要电子商务平台均建立了良好的深度合作关系，与线上和线下媒体强强联合搭建了品牌和流量矩阵，对用户诉求和行为进行了体系化挖掘及管理。公司依靠自身经验丰富的电商运营团队和经销管理团队，从产品营销优势出发，将内容运营和直播结合加速触达核心客户并形成销售转化。在优质内容的持续输出下，公司不断积累优质粉丝，并打造了多个平台TOP级王牌产品，实现“品—效—销”一体化营销链路闭环。

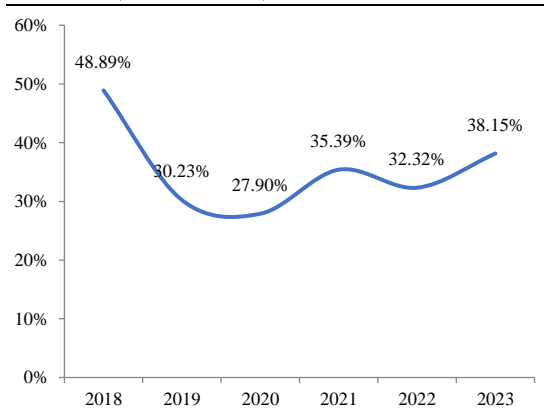
从收入规模上看，2023年公司大健康业务收入为12.45亿元（同比-8%），2021-2023年间公司大健康业务收入复合增速约5%。从毛利率上看，近3年来公司大健康业务毛利率保持在32%以上，2023年公司大健康业务毛利率为38.15%。

图11: 近年大健康收入变动趋势



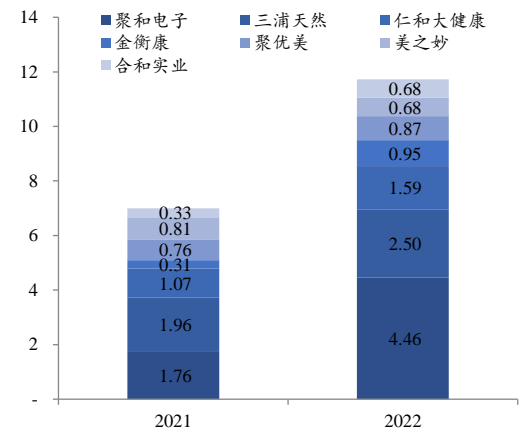
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图12: 近年大健康毛利率变动趋势

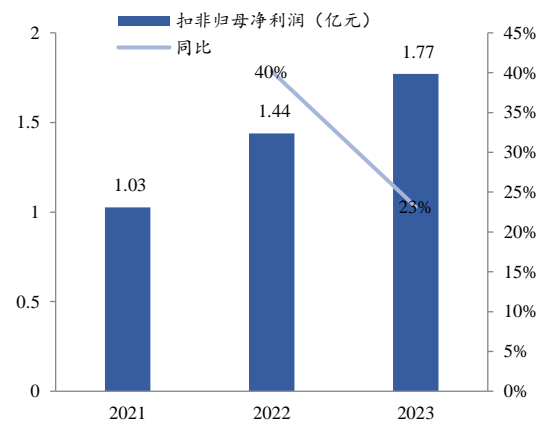


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从7家大健康公司收入表现上看，2022年7家大健康公司中收入最高的为聚和电子（4.46亿元），其次是三浦天然（2.5亿元）。从7家大健康公司的扣非归母净利润上看，2021-2023年间复合增速约31%，2023年7家大健康公司贡献的扣非归母净利润达1.77亿元。

**图13: 7家大健康公司近年收入变动(亿元)**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图14: 7家大健康公司近年扣非归母净利润变动**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### 2.3 “十六字方针”驱动, 品牌&产品&渠道多线优化

2024年公司的主要经营理念为: 两品一控、双线突破、优化考核、降本增效(概括为“十六字方针”)。

#### ◆ 两品一控、双线突破

“两品”是品牌黄金品和普药大单品,“一控”是价格体系管控,“双线”是线上和线下。公司深挖、聚焦黄金单品和品牌品种,丰富药品线、非药品线产品结构,实现一品多规,打造更多具有品牌效益的独家品种。把互联网当成一个工具,逐步规范线上、线下价格秩序,线上线下相互赋能、相互带动,互相形成品牌促进效应,取长补短,合和共赢。同时,公司将运用现代信息技术,加强生产计划管理,突破技术瓶颈,不断提高产能、产量,降低成本。引进新技术、新工艺来加强技术创新工作,改造提升传统制药产业,加大研发创新工作,做好新产品及化药一致性评价工作及现有品种品质提升工作,重点加快推进独家、休眠品种的上市。创新产业通过品牌垂类提升、机制完善两个方面来驱动,重点做好知识产权影响力培育、用户体验、分级管理、信息化完善等工作。

#### ◆ 优化考核

2024年公司将全面实行正向考核,激励员工干事创业积极性、主动性。同时实行分类分级考核,细化和量化考核项目,确保考核规范化、可视化、科学化。业务考核方面,公司将更加注重**生产产值、销售业绩、利润指标**,把握存量与增量的考核区分;专项考核方面,**重点针对开发挖掘品牌黄金品、普药大单品、沉睡品种等关键领域进行独立评估**。根据层级和职责设定不同的考核标准,确保公平性和激励效果,更好激发潜力,提升整体绩效,实现公司可持续发展。

#### ◆ 降本增效

在巩固2023年降本增效成果基础上,公司进一步**强化成本控制和效率提升措施**。不断优化供应链管理,通过扩大供应商网络覆盖面,加强沟通合作,严控采购价格,降低采购成本。持续推进企业数字化转型,将信息化技术运用到生产、销售、管理、考核等业务领域,持续提升企业运行效率。继续加大研发投入,加快医药大健康转型进度,拓展新市场新业务,提高产品附加值和企业竞争力。

### 三、新任董事长有望带来新活力，2024 年有望轻装上阵

#### 3.1 “董事长增持&公司回购&员工持股计划”彰显持续经营信心

2022 年 3 月杨潇先生担任公司董事长职务，杨潇先生曾在中国社会科学院哲学所担任博士后工作站管理职务。现任仁和药业股份有限公司董事长、大健康销售总监职务；仁和（集团）发展有限公司（仁和药业股份有限公司控股股东）董事。

自杨潇先生担任董事长以来，公司持续推动股票增持、股权回购、员工持股等。具体为：①2023 年 7 月 20 日，董事长发布增持计划，2023/7/20 至 2023/11/1 期间董事长增持公司股份约 1457.75 万股，合计增持金额约 1 亿元，**增持均价约 6.92 元/股**。②2023 年 12 月 8 日，公司发布股权回购方案，2023/12/8 至 2024/3/29 期间公司回购股份 1550 万股，回购金额约 1 亿元，**平均成交价约 6.45 元/股**。③2024 年 4 月，公司发布员工持股草案，本员工持股计划**受让公司回购股票的价格为 4.52 元/股**，参与人数不超过 110 人，股票规模不超过 1550 万股。

表3: 公司近年增持、回购、员工持股情况

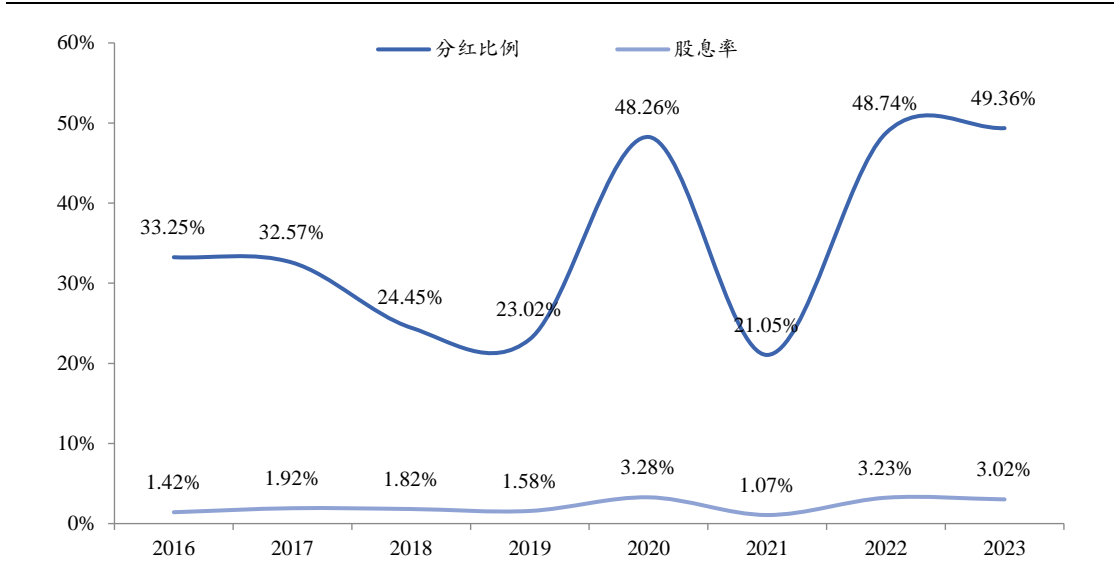
日期	方案	内容	实际完成情况
2023/7/20	增持计划	董事长增持金额合计不低于1亿元，增持股份不超过公司总股本的1.2%	2023/7/20至2023/11/1董事长以集中竞价交易方式合计增持公司股份约1457.75万股，占公司总股本的比例为1.0413%，合计增持金额约1亿元（不含交易等费用）， <b>增持均价6.9213元/股</b>
2023/12/8	股权回购	①回购资金总额不低于人民币8000万元（含）且不超过1.5亿元（含）；②回购股份的价格不超过人民币8元/股（含）	2023年12月8日至2024年3月29日回购股份数量为1550万股，约占公司目前总股本的1.1072%，最高成交价为6.78元/股，最低成交价为5.18元/股，成交总金额约为1亿元（不含交易费用）， <b>平均成交价为6.4521元/股</b>
2024/4	员工持股	①本员工持股计划 <b>受让公司回购股票的价格为 4.52 元/股</b> ，参与人数不超过110人，股票规模不超过1550万股； ② <b>24年考核指标</b> ：2024年营收较2023年增长不低于5%，或2024年归母净利润较2023年增长不低于10%； ③ <b>25年考核指标</b> ：2025年营收较2023年增长不低于10%，或2025年归母净利润较2023年增长不低于15%，或2024年至2025年平均营业收入相比较2023年营业收入增长不低于7.5%（含7.5%）或2024年至2025年平均净利润相比较2023年净利润增长不低于12.5%（含12.5%）	暂无

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.2 近 2 年公司分红比例均在 48%以上，股息率位居可比公司中等水平

近 2 年公司的分红比例均在 48%以上，2022-2023 年分红比例分别为 48.74%、49.36%，2022-2023 年股息率分别 3.23%、3.02%。2024 年 4 月公司发布《公司未来三年股东分红回报规划(2024 年-2026 年)》，该文件指出“如无重大投资计划或重大现金支出等事项发生，公司每年应当采取现金方式分配股利，公司三年以现金方式累计分配的利润不低于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十。”

图15: 近年分红比例及股息率变化趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从横向对比上看，近 2 年公司的股息率均值为 3.12%，在可比公司中位居中等水平。目前江中药业近 2 年股息率均值为 7.09%，而葵花药业为 5.04%，比公司的股息率均值略高。此外，公司近 2 年股息率均值略高于华润三九、白云山、天士力、健民集团、以岭药业等。

表4: 近 2 年中药可比公司的股息率水平

公司名称	2022	2023	近 2 年均值
江中药业	7.96%	6.23%	7.09%
葵花药业	4.31%	5.77%	5.04%
千金药业	3.65%	3.25%	3.45%
东阿阿胶	2.89%	3.62%	3.26%
仁和药业	<b>3.23%</b>	<b>3.02%</b>	<b>3.12%</b>
华润三九	2.14%	3.02%	2.58%
白云山	2.46%	2.62%	2.54%
天士力	3.07%	1.94%	2.50%
健民集团	2.01%	1.84%	1.93%
以岭药业	1.67%	1.30%	1.48%

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

### 3.3 近 2 年经过资产减值瘦身，2024 年有望轻装上阵

2022-2023 年计提的资产减值损失分别为 0.69 亿元、2.23 亿元。从结构性上看，2022 年资产减值损失以商誉减值和存货减值为主，其中存货减值为 0.36 亿元，商誉减值为 0.28 亿元（樟树制药计提商誉减值）。2023 年资产减值以无形资产减值、商誉减值和存货减值为主，其中无形资产减值为 1.74 亿元（主要系中盛药业计提减值），商誉减值 0.31 亿元（樟树制药计提商誉减值），存货减值为 0.18 亿元。

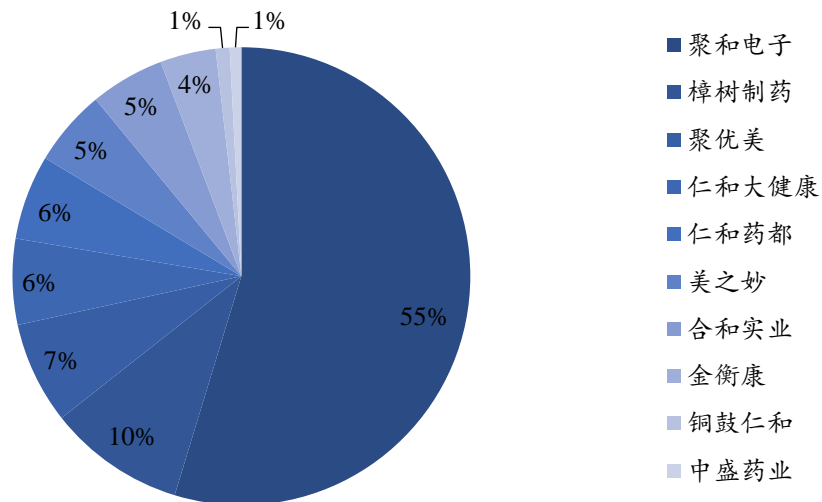
表5: 近年公司资产减值情况 (单位: 亿元)

项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023
资产减值损失合计	-0.49	-0.02	-0.02	-0.05	-0.69	-2.23
无形资产减值						-1.74
商誉减值	-0.29				-0.28	-0.31
存货减值	-0.03	-0.02	-0.02	-0.05	-0.36	-0.18
其他	-0.17				-0.04	-0.00

资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

2023 年公司的商誉原值为 6.11 亿元，其中聚合电子占 55%（约 3.34 亿元），樟树制药占 10%（约 0.59 亿元），聚优美占 7%（约 0.44 亿元）。2023 年末公司商誉账面价值为 5.47 亿元，商誉减值主要系樟树制药（0.59 亿）和中盛药业（约 0.05 亿），且樟树制药和中盛药业均是全额计提商誉减值（故两者商誉的账面价值均为 0）。

图16: 2023 年公司商誉原值构成



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 四、业务拆分&估值

### 4.1 业务拆分

公司业务按照产品划分可分成药品、大健康和其他共三大块业务。我们对公司三大业务做以下假设：

1) **药品**：由于 2023H1 仍有流感、新冠疫情等因素扰动，因而公司四类药销售仍存在高基数问题，因此我们预计 2024-2026 年收入同比增速分别为 3%、7%、7%；随着公司“两品一控”的推进，我们认为未来公司毛利率仍存在提升空间，我们假设 2023-2025 年毛利率分别为 36.5%、36.8%、37.1%。

2) **大健康**：考虑公司大健康品类较多，叠加公司持续推动“双线突破”，我们预计 2024-2026 年收入同比增速分别为 10%、15%、15%；随着公司降本增效及规模效应，我们假设 2024-2026 年大健康板块毛利率分别为 38.2%、38.5%、38.8%。

3) **其他**：我们假设 2024-2026 年收入同比增速均为 10%，同时毛利率均为 87.7%。

表6: 仁和药业业务拆分

项目 (亿元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	50.32	52.80	57.63	62.97
同比	-2.35%	4.92%	9.15%	9.26%
<b>营业成本</b>	31.64	32.61	35.40	38.48
毛利率	37.1%	38.2%	38.6%	38.9%
<b>1、药品</b>	<b>36.66</b>	<b>37.76</b>	<b>40.40</b>	<b>43.23</b>
同比	-1.53%	3%	7%	7%
成本	23.77	23.98	25.53	27.19
毛利率	35.2%	36.5%	36.8%	37.1%
<b>2、大健康</b>	<b>12.45</b>	<b>13.70</b>	<b>15.75</b>	<b>18.11</b>
同比	-7.91%	10%	15%	15%
成本	7.70	8.46	9.69	11.08
毛利率	38.2%	38.2%	38.5%	38.8%
<b>3、其他业务</b>	<b>1.22</b>	<b>1.34</b>	<b>1.48</b>	<b>1.62</b>
同比	54.43%	10%	10%	10%
成本	0.18	0.16	0.18	0.20
毛利率	85.2%	87.7%	87.7%	87.7%

资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心

## 4.2 估值

我们选取华润三九、济川药业、江中药业、葵花药业、健民集团、千金药业作为仁和药业的可比公司，2024-2026年仁和药业可比公司的平均估值分别13倍、12倍、10倍，我们预计2024-2026年仁和药业的估值分别为10倍、9倍、8倍。首次覆盖，我们给予公司“买入”投资评级。

表7: 可比公司估值

公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			估值 (PE)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
华润三九	557.28	33.67	38.51	43.88	16.55	14.47	12.70
济川药业	294.33	30.35	34.18	37.96	9.70	8.61	7.75
江中药业	142.06	8.19	9.42	10.78	17.34	15.07	13.18
葵花药业	131.46	12.02	13.36	14.96	10.94	9.84	8.79
健民集团	74.34	6.21	7.56	9.17	11.97	9.83	8.10
千金药业	41.89	3.75	4.01	4.55	11.19	10.46	9.22
<b>均值</b>	<b>206.89</b>	<b>15.70</b>	<b>17.84</b>	<b>20.22</b>	<b>12.95</b>	<b>11.38</b>	<b>9.96</b>
仁和药业	77.70	7.50	8.48	9.54	10.36	9.16	8.14

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 数据截至2024/7/23)

注: 可比公司盈利预测来自ifind一致预期。

从公司历年估值变动趋势上看，公司当前估值处于历史低位，近5年公司的PE-TTM均值约16倍，目前公司PE-TTM仅14倍。

图17: 仁和药业近5年估值走势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: PE-TTM 估值截至2024/7/23



## 五、风险因素

---

- ◆ **销售不达预期：**OTC 市场竞争较为激烈，若公司在终端销售不及预期，则营收及利润或均有所影响。
- ◆ **新品推出不及预期风险：**新品上市对公司业绩增长发挥重要贡献，若后续公司新品推出节奏不及预期，公司业绩或面临增速放缓等风险。
- ◆ **药品&大健康市场竞争加剧：**公司的药品及大健康产品品类多，但是独家品种较少，若未来市场竞争加剧，则公司的销售额、毛利率或均将面临冲击。
- ◆ **资产减值风险：**2023 年公司计提无形资产减值、商誉减值和存货减值，若后续相关经营单元仍未达预期，则仍存在资产减值风险。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	4,581	4,584	5,297	6,289	7,571	
货币资金	2,825	2,615	3,355	4,154	5,234	
应收票据	69	45	47	51	56	
应收账款	348	402	411	448	490	
预付账款	96	65	65	71	77	
存货	458	447	457	497	540	
其他	784	1,011	962	1,068	1,175	
<b>非流动资产</b>	3,054	2,861	2,786	2,860	2,775	
长期股权投资	0	30	30	30	30	
固定资产(合计)	819	899	941	980	988	
无形资产	583	421	421	421	421	
其他	1,652	1,511	1,394	1,428	1,335	
<b>资产总计</b>	7,635	7,445	8,083	9,148	10,346	
<b>流动负债</b>	1,165	751	797	864	939	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	200	124	136	148	160	
其他	965	628	661	717	779	
<b>非流动负债</b>	48	39	39	39	39	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	48	39	39	39	39	
<b>负债合计</b>	1,213	790	836	903	978	
少数股东权益	681	661	794	943	1,112	
归属母公司股东权益	5,741	5,993	6,454	7,302	8,256	
<b>负债和股东权益</b>	7,635	7,445	8,083	9,148	10,346	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	5,153	5,032	5,280	5,763	6,297	
同比(%)	4.4%	-2.3%	4.9%	9.2%	9.3%	
归属母公司净利润	574	567	750	848	954	
同比(%)	-13.6%	-1.2%	32.3%	13.0%	12.5%	
毛利率(%)	36.6%	37.1%	38.2%	38.6%	38.9%	
ROE%	10.0%	9.5%	11.6%	11.6%	11.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.41	0.41	0.54	0.61	0.68	
P/E	13.53	13.70	10.36	9.16	8.14	
P/B	1.35	1.30	1.20	1.06	0.94	
EV/EBITDA	5.75	5.80	3.34	2.44	1.54	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	5,153	5,032	5,280	5,763	6,297	
营业成本	3,266	3,164	3,261	3,540	3,848	
营业税金及附加	44	49	46	51	55	
销售费用	559	540	560	594	636	
管理费用	312	270	275	288	302	
研发费用	51	46	48	52	57	
财务费用	-23	-25	-21	-27	-33	
减值损失合计	-69	-223	0	0	0	
投资净收益	46	59	50	50	50	
其他	31	75	15	15	15	
<b>营业利润</b>	953	899	1,177	1,330	1,497	
营业外收支	0	0	0	0	0	
<b>利润总额</b>	954	899	1,177	1,330	1,497	
所得税	242	269	294	333	374	
<b>净利润</b>	712	629	883	998	1,123	
少数股东损益	137	62	132	150	168	
<b>归属母公司净利润</b>	574	567	750	848	954	
EBITDA	1,017	1,150	1,323	1,481	1,649	
EPS(当年)(元)	0.41	0.41	0.54	0.61	0.68	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金</b>	1,270	499	1,024	1,100	1,231	
净利润	712	629	883	998	1,123	
折旧摊销	124	147	168	178	186	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	-46	-59	-50	-50	-50	
营运资金变动	438	-422	20	-25	-28	
其它	42	203	4	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-575	-294	8	-301	-151	
资本支出	-221	-185	-101	-250	-100	
长期投资	-398	-187	-100	-100	-100	
其他	44	78	209	49	49	
<b>筹资活动现金流</b>	-230	-416	-292	0	0	
吸收投资	3	6	-10	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-220	-357	-280	0	0	
<b>现金流净增加额</b>	465	-211	740	799	1,080	

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**史慧颖**，医药分析师，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

**曹佳琳**，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

**章钟涛**，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。