

## 仁和药业：OTC 龙头，思变图强

评级：**增持-A**

上次评级：

目标价格：**30.00 元**

期限：12 个月 上次预测：

现价：27.00 元

报告日期：**2010-06-17**

### 报告关键点：

- 📖 公司主营OTC产品增长迅速
- 📖 公司今年将注入闪亮制药资产和外延式并购
- 📖 给予“增持-A”评级，12月目标价30元

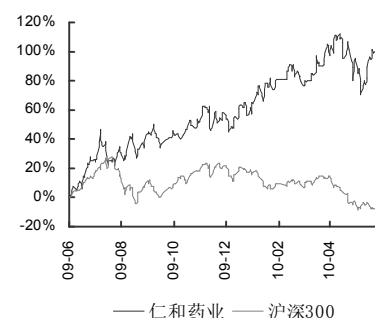
### 报告摘要：

- **公司主营OTC产品增长迅速。**公司的主营OTC产品近年来增长迅速，并且公司各产品销售均为现款现货，经营稳健。预计在强大品牌力和营销力的推动下，妇炎洁，可立克，优卡丹在2010年将继续保持收入20%以上的快速增长，胃康宁是公司近年来增长强劲的后起之秀，未来可能成为公司又一个过亿的品种。
- **销售费用减少，广告从电视媒体逐渐转向低成本网络媒体。**公司一季度销售费用率下降了10个百分点，公司今年计划将投入1.4亿元的广告费。由于电视广告的费用越来越高，而且监测费用也非常高。公司今年更多的使用成本低廉的网络媒体，针对不同的消费群体借助不同类型的网站，由于目前网络媒体在年轻人群中扮演着越来越重要的作用，网络广告的效果越来越好。较低的销售费用率将进一步提高公司的盈利能力。
- **公司今年将注入闪亮制药资产。**公司在2009年已通过定向增发注入了集团旗下的公司康美医药和药都仁和，为解决集团和上市公司之间关联交易的问题，公司今年将注入集团旗下闪亮制药和仁和药用塑胶资产，闪亮制药收入规模约为1亿元，预计注入后将进一步丰富公司的产品线，提升整体竞争力。
- **公司将通过收购江西制药向处方药领域进军。**目前的医药市场中，OTC占四分之一，处方药占四分之三，并且处方药的整体增长速度快于OTC市场，并且OTC市场技术壁垒低，经营风险较大。因此公司未来的发展方向将逐渐向处方药领域进军。公司将收购江西制药，目前该公司的收入规模在2-3亿元，主要产品以处方药为主，公司的产品中销售收入最大的品种是小诺霉素针剂，收入7000万，不久将成为过亿品种。公司的其他产品中氨氯地平是辉瑞公司重磅产品络活喜的仿制药，他克莫司，格列齐特等都是处方药中市场容量较大的品种。
- **给予“增持-A”评级，12月目标价30元。**预计2010年公司整体收入将增长25%以上，但毛利率将有所降低，销售费用率降低，在不考虑资产注入和收购的情况下，我们预计公司的主业在2010-2011年实现EPS0.75元和0.93元。公司未来的发展方向明确，考虑到资产注入和外延式收购预期，给予2010年40倍的PE，未来12月目标价为30元，给予“增持-A”评级。

### 市场数据

总市值(百万元)	7,562.98
流通市值(百万元)	4,128.64
总股本(百万股)	280.11
流通股本(百万股)	152.91
12个月最高/最低	12.70/27.58 元
十大流通股东(%)	69.37%
股东户数	8,567

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.64	32.07	114.05
绝对收益	7.83	17.40	108.98

### 研究员

<b>洪露</b>	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
证书编号	S1450210010306
<b>李秋实</b>	行业分析师
021-68765361	liqs@essence.com.cn

### 前期研究成果

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	876.5	982.7	1,254.5	1,489.8	1,726.7
Growth(%)	12.6%	12.1%	27.7%	18.8%	15.9%
净利润	70.2	165.5	210.1	259.9	318.0
Growth(%)	79.1%	135.9%	27.0%	23.7%	22.3%
毛利率(%)	49.2%	68.3%	64.8%	65.2%	65.8%
净利润率(%)	8.0%	16.8%	16.7%	17.4%	18.4%
每股收益(元)	0.25	0.59	0.75	0.93	1.14
每股净资产(元)	1.09	3.06	3.66	4.40	5.31
市盈率	107.8	45.7	36.0	29.1	23.8
市净率	24.7	8.8	7.4	6.1	5.1
净资产收益率(%)	23.0%	19.3%	20.5%	21.1%	21.4%
ROIC(%)	32.4%	66.9%	37.2%	30.2%	32.6%
EV/EBITDA	59.1	32.6	25.1	19.7	15.7

## 1. 公司主营 OTC 产品增长迅速。

公司的主营 OTC 产品近年来增长迅速，并且公司各产品销售均为现款现货，经营稳健。公司在 OTC 市场拥有多年经营的品牌和强大的渠道控制能力，预计在强大品牌力和营销力的推动下，公司几个过亿的 OTC 产品如妇炎洁，可立克，优卡丹在 2010 年将继续保持收入 20% 以上的快速增长，胃康宁是公司近年来增长迅速的后起之秀，由于良好的疗效和产品定位，2010 年将继续保持强劲增长，公司计划实现收入增长 60% 以上，实现收入 2500 万，该产品未来可能成为公司又一个过亿的品种。以下是公司各主营产品 2009 年销售收入，毛利率，以及公司计划各产品在 2010 年将实现的销售收入。

表 1: 公司各主营产品在 2010 年计划实现的销售收入和毛利率

产品	2009 年销售收入	毛利率	2010 年计划实现销售收入	2010 年计划收入增长率
妇炎洁	2.8 亿	70%	3.4 亿	21%
可立克	2 亿	80%	2.5 亿	25%
优卡丹	2.5 亿	75%	3 亿	20%
清火胶囊	4500 万	75%	6000 万	33%
胃康宁	1500 万	N/A	2500 万	67%

数据来源：上市公司，安信证券研究中心

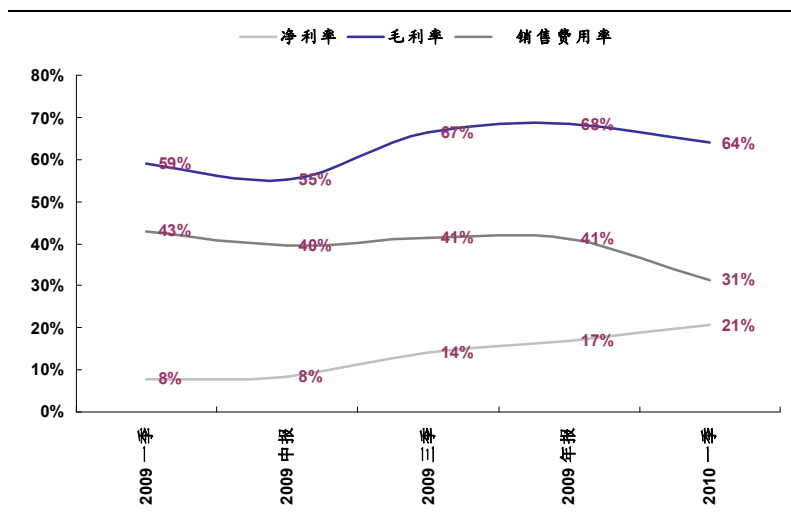
由于近期中药材价格上涨等原因，公司的 OTC 产品毛利率在 2010 年一季度有所下降，但公司产品在终端市场的价格仍有进一步提价的空间，因此公司将可能逐渐提高对代理商的价格。

## 2. 销售费用减少，广告从电视媒体逐渐转向低成本网络媒体。

公司一季度销售费用率下降了 10 个百分点，公司今年计划将投入 1.4 亿元的广告费。由于电视广告的费用越来越高，而且监测费用也非常高，因此公司将降低电视广告的投入，从每天 1000 多次降到 300-500 次。

公司今年更多的使用成本低廉的网络等多元化媒体，针对不同的消费群体借助不同类型的网站，由于目前网络媒体在年轻人群中扮演着越来越重要的作用，网络广告的效果越来越好。较低的销售费用率将进一步提高公司的盈利能力。

图 1: 公司近一年各季度的销售费用率，毛利率和净利率



数据来源：Wind，安信证券研究中心

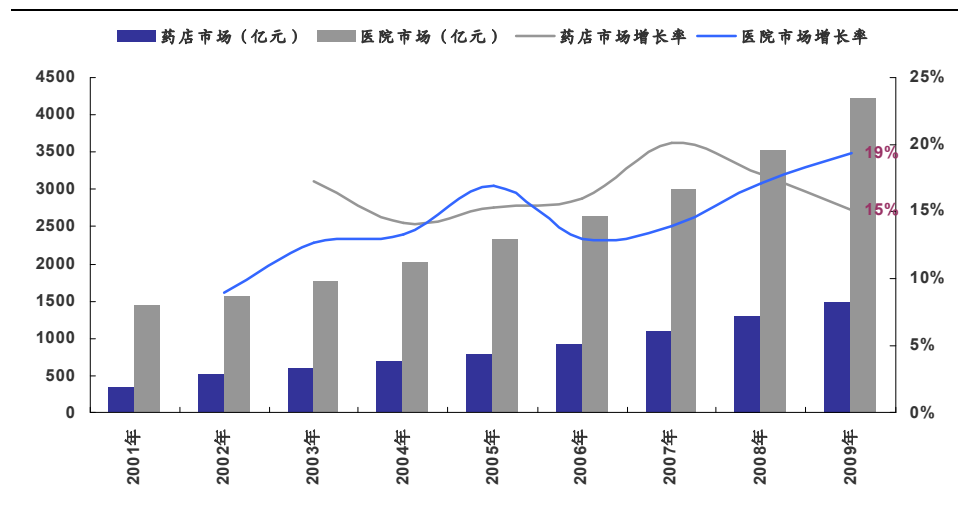
### 3. 公司今年将注入闪亮制药资产。

公司在 2009 年已通过定向增发注入了集团旗下的公司康美医药和药都仁和，为解决集团和上市公司之间关联交易的问题，公司今年将注入集团旗下闪亮制药和仁和药用塑胶资产，闪亮制药收入规模约为 1.2-1.5 亿元，公司的主打产品闪亮滴眼液在细分市场有较高的份额，并已通过湖南卫视“快乐男声”以及网络视频等营销方式在年轻人群中建立了较大的品牌影响力，预计注入后将进一步丰富公司的产品线，提升整体竞争力。

### 4. 公司将通过收购江西制药向处方药领域进军

目前的医药市场中，OTC 占四分之一，处方药占四分之三，2009 年处方药的整体增长速度快于 OTC 市场，根据南方所得数据，2009 年处方药的主要阵地医院市场的增速为 19%，而 OTC 主要阵地药店市场的增速降至 15%。医院市场的增长潜力巨大，目前很多药店终端产品的销售也是靠医院市场的带动，并且 OTC 市场技术壁垒低，经营波动较大，因此未来的制药企业的发展重点在医院处方药市场。公司未来的发展方向将逐渐向处方药领域进军，选择合适的企业进行并购。

图 2：2001-2009 年我国药店市场和医院市场的规模和增长率



数据来源：南方所，安信证券研究中心

公司将收购的资产是江西制药有限公司，目前该公司的收入规模在 2-3 亿元，主要产品以处方药为主，以下是我们在国家药监局网站上查到的公司主要产品情况，其中氨氯地平是辉瑞公司重磅产品络活喜的仿制药，他克莫司，格列齐特，奥美拉唑等都是处方药中市场容量较大的品种。公司目前销售收入最大的品种是小诺霉素针剂，收入 7000 万，不久将成为过亿品种。

表 2：公司近一年各季度的销售费用率，毛利率和净利率

药品名称	受理号	药品类型	申请类型	注册分类	承办日期
甲磺酸帕珠沙星氯化钠注射液	CXHS0501498	化药	新药	3.1	2008-3-10
他克莫司	CXHL0501841	化药	新药	3.1	2006-11-17
苯磺酸氨氯地平片	CYHS0690140	化药	已有国家标准	6	2006-4-12
格列齐特缓释片	CYHS0505550	化药	已有国家标准	6	2005-7-28
奥美拉唑肠溶胶囊	CYHS0502723	化药	已有国家标准	6	2005-5-15
注射用氨曲南	CYHB0500233	化药	补充申请		2005-3-8
注射用奥美拉唑钠	Y0416218	化药	已有国家标准	6	2004-12-23

注射用硫酸小诺霉素	X0401207	化药	新药	5	2004-11-24
法莫替丁注射液	Y0404411	化药	已有国家标准	6	2004-6-24
西咪替丁注射液	Y0302927	化药	已有国家标准		2003-9-1

资料来源: SFDA, 安信证券研究中心

公司目前已有自己的医院销售队伍,收购江西制药后将进一步加强对医院销售队伍的建设,为以后在医院市场做大做准备。仁和药业目前的收入规模在 15 亿,公司计划在 2012 年达到 25 亿的收入规模,公司将通过主业的稳健发展和外延式并购完成这一目标。

## 5. 公司盈利预测与投资评级

根据公司的介绍,我们预计 2010 年公司整体收入将增长 25%以上,但毛利率将有所降低,销售费用率降低,在不考虑资产注入和收购的情况下,我们预计公司的主业在 2010-2011 年实现 EPS0.75 元和 0.93 元。公司未来的发展方向明确,考虑到资产注入和外延式收购预期,给予 2010 年 40 倍的 PE,未来 12 月目标价为 30 元,给予“增持-A”评级。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-6-17
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>876.5</b>	<b>982.7</b>	<b>1,254.5</b>	<b>1,489.8</b>	<b>1,726.7</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	445.1	311.6	441.6	519.2	590.5	营业收入增长率	12.6%	12.1%	27.7%	18.8%	15.9%
营业税费	6.1	12.2	10.5	11.8	13.5	营业利润增长率	87.9%	122.6%	25.6%	22.8%	22.2%
销售费用	300.7	403.3	476.1	549.6	626.8	净利润增长率	79.1%	135.9%	27.0%	23.7%	22.3%
管理费用	27.2	44.9	56.6	66.0	75.3	EBITDA 增长率	82.9%	124.1%	32.9%	26.1%	21.8%
财务费用	1.0	-0.7	2.1	13.7	17.6	EBIT 增长率	86.9%	119.6%	27.0%	26.9%	22.5%
资产减值损失	0.4	-0.7	2.2	1.8	1.6	NOPLAT 增长率	78.5%	132.8%	28.4%	27.8%	22.6%
加: 公允价值变动收益	-	-0.2	0.1	-0.1	-0.2	投资资本增长率	12.7%	131.1%	57.3%	13.7%	7.7%
投资和汇兑收益	-	1.8	2.8	1.9	1.6	净资产增长率	29.8%	180.5%	19.6%	20.3%	20.6%
<b>营业利润</b>	<b>96.0</b>	<b>213.7</b>	<b>268.3</b>	<b>329.6</b>	<b>402.9</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	1.4	-0.9	-	-	-	毛利率	49.2%	68.3%	64.8%	65.2%	65.8%
<b>利润总额</b>	<b>97.4</b>	<b>212.8</b>	<b>268.3</b>	<b>329.6</b>	<b>402.9</b>	营业利润率	11.0%	21.7%	21.4%	22.1%	23.3%
减: 所得税	27.2	47.3	58.2	69.7	84.9	净利率	8.0%	16.8%	16.7%	17.4%	18.4%
<b>净利润</b>	<b>70.2</b>	<b>165.5</b>	<b>210.1</b>	<b>259.9</b>	<b>318.0</b>	EBITDA/营业收入	11.4%	22.7%	23.7%	25.1%	26.4%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>11.1%</b>	<b>21.7%</b>	<b>21.6%</b>	<b>23.0%</b>	<b>24.4%</b>
货币资金	129.1	350.3	563.7	808.8	1,140.6	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	7.9	8.0	7.9	7.7	固定资产周转天数	10	26	42	49	53
应收帐款	53.3	9.7	15.6	16.9	18.4	流动营业资本周转天数	41	56	77	85	76
应收票据	80.7	236.2	266.4	266.1	246.0	流动资产周转天数	99	180	235	261	285
预付帐款	8.3	7.7	7.9	8.2	8.5	应收帐款周转天数	4	4	2	2	2
存货	27.8	38.7	61.7	69.0	72.5	存货周转天数	10	12	14	16	15
其他流动资产	0.0	30.9	31.2	31.4	31.7	总资产周转天数	153	275	371	410	432
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	96	150	210	231	221
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	65.4	67.8	67.8	ROE	23.0%	19.3%	20.5%	21.1%	21.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	16.0%	15.6%	13.8%	13.9%	14.0%
固定资产	24.5	117.6	173.1	229.2	280.7	ROIC	32.4%	66.9%	37.2%	30.2%	32.6%
在建工程	-	6.3	38.1	54.2	62.9	<b>费用率</b>					
无形资产	113.7	247.1	246.6	245.9	245.4	销售费用率	34.3%	41.0%	38.0%	36.9%	36.3%
其他非流动资产	0.2	8.5	9.4	9.3	9.0	管理费用率	3.1%	4.6%	4.5%	4.4%	4.4%
<b>资产总额</b>	<b>437.8</b>	<b>1,060.9</b>	<b>1,523.1</b>	<b>1,870.8</b>	<b>2,269.1</b>	财务费用率	0.1%	-0.1%	0.2%	0.9%	1.0%
短期债务	-	-	200.0	200.0	200.0	三费/营业收入	37.5%	45.5%	42.6%	42.2%	41.7%
应付帐款	42.5	85.1	38.8	45.1	49.7	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	2.8	3.9	4.4	5.0	资产负债率	30.2%	19.2%	32.7%	34.1%	34.4%
其他流动负债	89.7	115.8	105.4	98.6	101.7	负债权益比	43.3%	23.8%	48.6%	51.7%	52.5%
长期借款	-	-	150.0	290.0	426.0	流动比率	2.26	3.34	2.74	3.47	4.28
其他非流动负债	-	-	-0.3	-0.5	-0.7	速动比率	2.05	3.15	2.56	3.27	4.07
<b>负债总额</b>	<b>132.2</b>	<b>203.7</b>	<b>497.9</b>	<b>637.6</b>	<b>781.6</b>	利息保障倍数	98.86	-301.60	128.17	25.10	23.93
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>分红指标</b>					
股本	220.1	280.1	280.1	280.1	280.1	DPS(元)	-	-	0.15	0.19	0.23
留存收益	85.5	576.3	744.4	952.3	1,206.6	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>305.6</b>	<b>857.2</b>	<b>1,025.2</b>	<b>1,233.2</b>	<b>1,487.5</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.7%	0.8%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	70.2	165.5	210.1	259.9	318.0	EPS(元)	0.25	0.59	0.75	0.93	1.14
加: 折旧和摊销	8.6	23.8	26.3	30.7	35.2	BVPS(元)	1.09	3.06	3.66	4.40	5.31
资产减值准备	-0.4	-0.7	2.2	1.8	1.6	PE(X)	107.8	45.7	36.0	29.1	23.8
公允价值变动损失	-	0.2	0.1	-0.1	-0.2	PB(X)	24.7	8.8	7.4	6.1	5.1
财务费用	-0.2	-	-	2.1	13.7	P/FCF	-	-47.9	32.2	27.2	20.1
投资收益	-	-1.8	-2.8	-1.9	-1.6	P/S	8.6	7.7	6.0	5.1	4.4
少数股东损益	-	0.0	-	-	-	EV/EBITDA	59.1	32.6	25.1	19.7	15.7
营运资金的变动	1.2	-20.8	-118.2	-9.7	22.1	CAGR(%)	54.7%	24.3%	22.5%	36.2%	35.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>62.1</b>	<b>200.6</b>	<b>119.9</b>	<b>294.4</b>	<b>392.6</b>	PEG	2.0	1.9	1.6	0.8	0.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-12.0</b>	<b>-687.4</b>	<b>-161.1</b>	<b>-88.4</b>	<b>-79.0</b>	ROIC/WACC	3.4	7.0	3.9	3.1	3.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-</b>	<b>690.1</b>	<b>307.1</b>	<b>74.9</b>	<b>54.9</b>	REP	7.1	1.8	2.1	2.3	1.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯



## 作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2009 年《新财富》上榜第四名，“水晶球奖”第三名。

李秋实，医药行业研究员，毕业于北京大学药学院，药学和经济学双学位，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有 2 年证券行业从业经验，2010 年 3 月加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 销售联系人

黄方禅	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200122