

粘胶



王晞 S0190200010075
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn

推荐 (维持)

邓晓倩
021-38565597
dengxq@xyzq.com.cn

仁和药业 (000650)

渠道变革未来提升业绩，并购进军处方药

2010 年 12 月 17 日

投资要点

- 我们近期调研了仁和药业，与管理层就公司经营状况和未来的发展战略进行了沟通。仁和药业专注于 OTC 及健康相关产品的生产和销售。旗下主要产品优卡丹、妇炎洁年销售收入均已超过 3 亿；可立克年销售收入超过 2 亿。公司目前渠道改革已经完成，对终端的控制能力得到加强，同时资产注入再迈进一步，我们继续给予公司“推荐”评级。

调研要点：

- **前三季度业绩喜人。**今年前三季度公司实现销售收入 8.19 亿，同比增长 25.22%；净利润为 1.30 亿，其中归属于母公司股东的净利润为 1.29 亿，同比增长 39.59%；EPS 为 0.31。今年前三季度，公司净利率为 15.87%，同比提高 1.74%。

公司今年前三季度收入的增长，来源于两个方面：1) 8 月收购医药流通企业——仁翔药业 51% 的股权，预计其为公司贡献了 1 亿左右的收入；2) 公司 OTC 及健康相关产品销售收入同比增长约 10%。

公司净利率的提升，主要原因是费用率下降较毛利率下降更快。1) 中药原材料涨价及收购毛利较低的医药流通企业，导致公司前三季度毛利率同比降低 15.37%；2) 公司今年调整广告策略、减少广告投放，前三季度销售费用率同比降低 16.91%。

- **有序的渠道已建成，对终端控制能力加强。**目前公司的一线产品通过 100% 控股子公司——仁和药业有限公司进行销售，二线产品通过控股 85% 的子公司——中方药业进行销售（公司将进行广告推广的产品定位为一线产品，而将未进行广告推广的产品定位为二线产品）。

仁和药业及中方药业之下经销商分为三级。首先由三级经销商获得零售终端的产品需求量，并上报给二级经销商，二级经销商再把需求汇报给一级经销商，然后由一级经销商将产品需求报给公司，并向公司付款，最后，由公司统一将产品直接发送到终端。另一方面，公司采取与代理商共同拓展渠道的模式，例如，协助一级经销商，往下铺到二级经销商。目前，公司一级经销商有 35 家，二级经销商有 318 家，三级经销商有 1800 家。

公司采取这样层级管理的渠道和直接发货至终端的模式，有利于维护渠道的秩序、防止渠道囤货、串货

等情况的出现，加强对终端地控制。

- **注入闪亮制药、增厚业绩。**江西闪亮制药由仁和（集团）发展有限公司及江西万年青科技工业园有限责任公司共同投资设立，其拥有“闪亮”牌萘敏维滴眼液、复方门冬维甘滴眼液等品牌产品。我们预计公司出资 2.1 亿收购闪亮制药 100%的股权年内能完成 75%，剩余万年青持有的 25%股权在明年完成注入。闪亮系列产品 2010 年的销售收入预计将超过 1 亿，预计大约能够增厚公司的业绩 0.04 元。
- **拟控股江西制药、启动处方药市场。**鉴于政策上的限制，公司拟通过增资方式，成为江西制药的控股股东。江西制药以处方药的生产销售为主，旗下拥有数百个制剂产品，其中 102 个为基本药物品种。年销售规模在 2-3 亿，主要产品包括硫酸小诺霉素、依帕米星等。我们预计公司完成对江西制药的控股可能在 2011 年有进展。
- **多元化的营销策略，不断强化品牌形象。**公司目前的主打产品仁和可立克、优卡丹及妇炎洁等已经在市场上树立了良好的品牌形象。公司未来将通过继续通过电视、网络、平面广告，终端促销等多元化的营销策略，不断强化公司的品牌形象。另一方面，公司在 2011 年计划推出 “仁和健康到家”主题广告，该广告以突出仁和和企业品牌为目的，并融合仁和旗下的知名品牌。这样的广告策略有利于借助已经在市场上树立良好形象的产品夯实、强化整个企业的品牌。
- **盈利预测。**公司自 2009 年开始进行营销改革，缩减代理商数目，进行控货，消化渠道库存。今年上半年，公司 OTC 及健康相关产品的销售收入同比下降 4.16%。公司在第三季度，完成了渠道改革，产品供货、销售逐渐恢复。我们预计公司主要产品——优卡丹、可立克、妇炎洁、胃康宁、清火胶囊等产品今年的销售将继续增长，但增速会放缓。我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.53, 0.76 和 0.95 元。考虑公司在 OTC 领域已经树立了良好的品牌知名度，同时有序的渠道已经建成，对终端的控制力得到加强，我们继续给予公司“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	681	765	1139	1543
货币资金	350	432	665	1001
交易性金融资产	8	10	10	10
应收账款	5	12	16	19
其他应收款	5	12	29	21
存货	39	46	62	73
非流动资产	380	403	424	453
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	118	131	159	186
在建工程	6	8	14	17
油气资产	0	0	0	0
无形资产	247	232	224	216
资产总计	1061	1168	1563	1996
流动负债	204	171	243	275
短期借款	0	0	0	0
应付票据	3	2	4	4
应付账款	42	43	63	70
其他	159	127	177	201
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	204	171	243	275
股本	280	420	420	420
资本公积	284	144	144	144
未分配利润	261	379	669	1027
少数股东权益	1	2	4	7
股东权益合计	857	996	1320	1720
负债及权益合计	1061	1168	1563	1996

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	165	225	321	398
折旧和摊销	24	25	25	28
资产减值准备	-1	0	0	-0
无形资产摊销	13	11	8	8
公允价值变动损失	-0	-3	0	0
财务费用	-1	-2	-3	-4
投资损失	-2	-1	-1	-1
少数股东损益	0	1	2	3
营运资金的变动	89	26	70	36
经营活动产生现金流量	97	206	284	386
投资活动产生现金流量	-252	-42	-55	-55
融资活动产生现金流量	279	-82	3	4
现金净变动	124	82	232	336
现金的期初余额	129	350	432	665
现金的期末余额	253	432	665	1001

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	983	1203	1560	1913
营业成本	312	428	537	651
营业税金及附加	12	12	17	21
销售费用	403	397	499	612
管理费用	45	72	90	111
财务费用	-1	-2	-3	-4
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	-0	-3	0	0
投资收益	2	1	1	1
营业利润	214	293	419	522
营业外收入	3	10	5	5
营业外支出	4	6	4	4
利润总额	213	297	420	523
所得税	47	71	97	123
净利润	166	226	323	400
少数股东损益	0	1	2	3
归属母公司净利润	165	225	321	398
EPS (元)	0.39	0.53	0.76	0.95

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	11.4%	22.4%	29.7%	22.6%
营业利润增长率	24.9%	37.3%	43.0%	24.6%
净利润增长率	29.7%	35.8%	43.0%	23.8%
盈利能力(%)				
毛利率	68.3%	64.4%	65.6%	66.0%
净利率	16.8%	18.7%	20.6%	20.8%
ROE	19.3%	22.6%	24.4%	23.2%

偿债能力(%)

资产负债率	19.2%	14.7%	15.6%	13.8%
流动比率	3.34	4.46	4.69	5.60
速动比率	3.15	4.19	4.43	5.34

营运能力(次)

资产周转率	1.31	1.08	1.14	1.08
应收帐款周转率	85.19	142.26	112.95	110.16

每股资料(元)

每股收益	0.39	0.53	0.76	0.95
每股经营现金	0.48	0.49	0.68	0.92
每股净资产	2.04	2.37	3.13	4.08

估值比率(倍)

PE	63.65	46.87	32.78	26.47
PB	12.30	10.60	8.01	6.15

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。