

仁和药业(000650)调研报告

推荐

营销改革渐显成效, 资产注入提升发展后劲

首次评级

健康护理/医药

发布时间: 2011 年 5 月 22 日

投资要点:

- 2010 年由于营销渠道调整, 妇炎洁产品销量出现微幅下降。公司已经恢复妇炎洁产品的一级代理制, 重新将商超等零售终端纳入铺货范围, 妇炎洁产品今年有望获得 15% 以上的销售增长。
- 优卡丹为中西医结合用药, 是国内儿童感冒用药领域销售额最大和使用人数最多的一个品牌。儿童感冒用药市场近年增长较快, 作为龙头产品, 优卡丹今年或能有 20% 以上的增长。
- 公司计划非公开发行股票, 收购江西制药等资产。江西制药历史悠久, 在江西省乃至全国拥有深厚的人脉资源。公司收购江西制药, 将获得 337 个药品批件, 顺利进入处方药生产与销售领域。
- 投资建议: 在不考虑非公开发行收购江西制药等资产的情况下, 我们预测公司 2011~2013 年的每股收益分别为 0.50 元、0.64 元和 0.79 元, 现价对应的 PE 分别为 28.38 倍、22.17 倍和 17.96 倍。我们看好江西制药等收购资产的发展前景, 一旦能够成功注入上市公司, 明后两年的业绩有超出预期的可能, 因此给予“推荐”评级。
- 风险提示: 闪亮制药剩余股权不能如期注上市公司的风险; 非公开发行不能完成的风险。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	1,367	39.07	220	30.12	0.52	22.79	40.85	
2011E	2,092	53.04	315	43.18	0.50		28.38	
2012E	2,558	22.28	405	28.57	0.64		22.17	
2013E	3,142	22.83	498	22.96	0.79		17.96	

走势图



市场数据

2011-5-20

收盘价:	14.19 元
52 周最高价:	17.95 元
52 周最低价:	8.58 元
平均持仓成本:	13.94 元

基本数据

2011Q1

总股本 (万股):	63,025
流通 A 股 (万股):	63,025
每股收益 (元):	0.17
每股净资产 (元):	2.26
每股经营现金流 (元):	0.07
市净率:	9.40

分析师: 周思立 联系人: 刘林
执业证书编号: S0550511010003
TEL: (8621)6336 7000 - 254
FAX: (8621)6337 3209
Email: liulin@nesc.cn
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编: 200002

工商齐进，目标远大

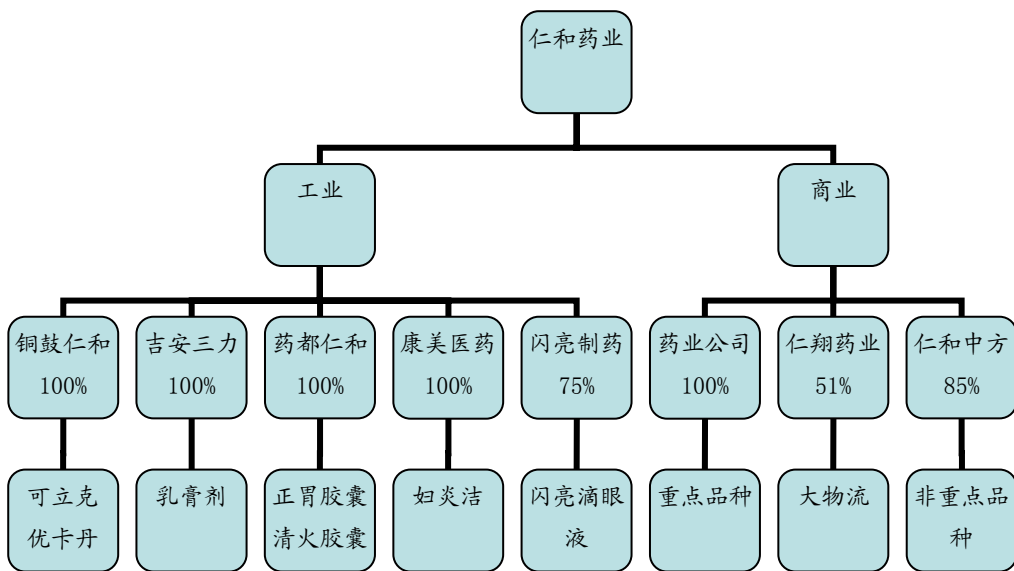
公司是国内知名的 OTC 药品生产和销售企业，目前拥有“妇炎洁”、“优卡丹”、“仁和可立克”、“闪亮”、“清火胶囊”、“正胃胶囊”等六大知名品牌，其中“仁和”和“闪亮”为中国驰名商标。公司下属有五个医药制造企业和三个医药商业企业，各子公司权责清晰，各司其职，分别生产与销售不同系列的产品。

工业部分是公司最主要的利润来源，公司一直在收购新的产品线。2009 年非公开发行股票，收购了康美医药和药都仁和两家公司，引入了“妇炎洁”和“正胃胶囊”等产品。2010 年又收购了闪亮制药的 75% 股权，注入了“闪亮”滴眼液等产品。现在，公司又计划收购江西省的老牌制药企业江西制药，从而介入处方药领域。这样，公司的医药工业部分就将拥有 OTC 品牌药品、OTC 非品牌普药以及处方药，产品线进一步完善。

OTC 药品领域竞争激烈，企业能否生存并发展壮大，关键在于其营销推广能力的强弱。公司在紧抓产品线的同时，也非常重视医药商业的发展。旗下三个医药商业企业分工明确，江西仁和药业有限公司负责公司重点品种的销售，江西仁和中方主要负责公司的非重点品种的销售。2010 年 8 月，收购了江西仁翔药业有限公司，主要负责部分自有产品和其他企业产品的商业批发。

对于仁翔药业的收购，是公司在医药商业批发领域的战略性布局，虽然走的是“大物流”通路，对于公司业绩贡献不大，但对于公司医药商业渠道的完善奠定了坚实的基础。仁翔药业今年第一季度的销售收入达到 1.8 亿元（含 400 万元自有产品），占公司总营收的近四成。

表 1：控股子公司



资料来源：东北证券

2011 年是仁和集团第三个“五年计划”的第一年，仁和集团在“二五计划”期间，实现了跨越式发展，销售收入由 2005 年的 10 亿元增长到 2010 年的 31 亿元。在“三五计划”期间，仁和集团期望再造辉煌，年销售收入增长到 100 亿元，资本市值超过 300

亿元。随着集团公司的资产逐渐注入上市公司，我们认为集团的目标也意味着上市公司的目标。

营销渠道改革渐显成效

2010 年之前，仁和的营销采用一级代理制，重点品种和非重点品种共享同一个营销渠道。这就容易产生两方面的问题，一是由于重点品种广告支持力度较大，销售起来更容易些，经销商更愿意去销售品牌产品，就造成了非重点品种无人销售的局面。第二是由于实行一级代理制，公司直接面对各个大小经销商，由于经销商众多，公司管理困难，窜货现象比较严重。

为了进一步理顺营销渠道，促进非重点品种的销售，公司在 2009 年年底实施了“两改一推进”工程：改革商业销售渠道管理，改革销售终端渠道管理，推进二类产品的销售。

首先是实行三级分销体制，公司只面对 30 多个一级经销商，由一级经销商管理二级经销商，二级经销商再管理三级经销商。为节约物流成本以及了解终端动向，产品由公司统一配送到销售终端。公司还监控每件产品的销售路径，确保流向真实、价格稳定。三级分销体制虽然延长了销售环节，但有助于控制窜货现象，维护良好的市场经营秩序，提升品牌形象。

公司还按照产品线构建营销渠道，将品牌产品和非品牌产品的营销渠道分离，这大大促进了非品牌产品的销量增长。2010 年，主营非品牌产品销售的仁和中方突破了 2 亿元的销售大关，销售收入和利润双超目标。

妇炎洁潜力较大

妇炎洁、闪亮和优卡丹是公司品牌产品的重中之重。妇炎洁系列产品为妇科用品，包括植物本草洗液、卫生用品系列、护理配套系列和 OTC 系类。相对于公司的其他 OTC 药品，妇炎洁更类似于日化用品，针对的市场不仅仅是 OTC 药店，还包括保健品店、商场、超市等终端市场。公司在 2010 年之前，实行一级代理制，基本能够覆盖大部分的终端渠道。在 2010 年实行三级分销体制后，由于经销渠道主要针对 OTC 药店，忽视了在商超的铺货，因而造成销售收入的下降。2010 年妇炎洁的销售收入为 2.9 亿元，比 2009 年降低了 0.1 亿元。

因此，公司已经恢复妇炎洁产品的一级代理制，重新将商超等零售终端纳入铺货范围，这将有助于妇炎洁销售的恢复性增长。另外，公司还在为将妇炎洁产品申请药准字号，以进一步扩大其销售领域。

妇炎洁的销售具有一定的季节性，夏季销售情况最好，二、季度的销售有望放量，我们预计今年全年仍有望实现 15% 以上的销售增速。

优卡丹将维持较高增速

我国儿童用药市场前景广阔，据 SFDA 南方医药经济研究所预测，我国儿童用药市场

在未来五年将保持 10%以上的增速，到 2015 年有望达到 669 亿元。儿童感冒用药市场是儿童医药领域最大的一块，初步估计终端市场空间在每年 400 亿元以上。

国内专门针对儿童感冒用药的知名品牌并不多，目前国内主要有小儿泰诺、优卡丹、好娃娃、护彤等。优卡丹为中西医结合用药，是儿童感冒用药领域销售额最大和使用人数最多的一个品牌。优卡丹 2008 年销售收入就超过了 2 亿元，2009 年达到了 2.5 亿元，2010 年达到 3.1 亿元，2011 年第一季度就完成销售收入 6600 万元，预计 2011 年仍将维持 20%左右的增速。

由于优卡丹的原料中含有蔗糖，因此去年以来白糖价格的大幅上扬，给公司也造成了一定的成本压力。但由于优卡丹等产品的价格目前主要由市场调节，企业具有较大的定价自主权，因此对于成本的上升具有一定的化解能力，今年白糖价格下降的可能性较大，我们预计今年的毛利率仍能维持在 70%左右。良好的品牌美誉度，也有助于降低消费者对于价格的敏感度。我们认为即使因为成本压力而小幅上调价格，也不会影响终端的销售。

闪亮制药将“闪亮”增长

闪亮滴眼液是公司又一重点发展的产品，该品由江西闪亮制药有限公司生产。2010 年 10 月，闪亮制药的 75%股权被注入到上市公司中。基于股改承诺，我们估计另外 25%股权有可能在今年注入到上市公司。

相对于润洁、乐敦、珍珠明目、珍视明等滴眼液产品，闪亮滴眼液属于后起之秀，但发展最为迅速。2004 年，闪亮滴眼液单品销售首次突破亿元大关。2009 年 5 月，与当红明星刘谦签订了协议，闪亮滴眼液销售有望再上新台阶。2010 年，根据年报披露，闪亮制药的营业收入在 5747 万元，由于闪亮产品放在江西仁和药业有限公司来销售，若以仁和药业公司给经销商的价格来计算，我们估计闪亮产品的销售收入有可能接近 9000 万元，若以销售终端数据来看，有可能超过 2 亿元，稳居国内滴眼液前三甲。2011 年第一季度闪亮滴眼液就实现了 2600 万元的销售收入，我们预计公司在 2011 年的销售收入仍将“闪亮”增长，有望达到 30%以上的增长速度。

其他产品将稳定增长

仁和可立克定位成人感冒药市场，竞争较为激烈。由于营销渠道整合以及市场竞争等因素，2010 年仅完成销售收入 1.6 亿元，比 2009 年减少了 0.43 亿元。我们预计今年的销售收入仍难有较大增长，估计与去年基本持平。

正胃胶囊是中西医结合用药，品牌定位为“专业胃药”，由王刚任代言人。作为胃药领域的新星，正胃胶囊正在寻找差异化营销的最佳模式，目前广告宣传主要针对消费者对于胃药“又快又好”的需求，品牌效应逐渐显现。2010 年销售收入达到 2500 万元，由于基数较小，我们估计今年可能有 40%以上的销售增速。

清火胶囊在 2009 年正式推出，迅速成为清火药品市场的知名品牌。随着品牌效应的逐渐显现和营销力度的加强，2011 年第一季度销售收入达到 600 万元以上，我们估计 2011 年销售收入可能在 2200 万元以上。

收购江西制药，进入处方药领域

公司在非公开发行股票预案中指出，将通过增资扩股方式对江西制药有限责任公司实施重组、改造，获取江西制药 70% 的股权。江西制药成立于 1950 年，是江西省最早的综合性制药企业，技术力量雄厚，有数十个产品被认定为“高新技术产品”。

收购江西制药，至少能给公司带来两方面的益处。第一是江西制药经过 60 余年的发展，在江西省乃至全国医药领域都积累了较为深厚的人脉资源和社会资源。这些无形的人脉资产在人情社会的中国，尤为显得珍贵。

第二是江西制药拥有 337 个药品批件，具备年生产针剂 3 亿支、片剂 30 亿片、大输液 2000 万瓶、胶囊 1 亿粒、冻干粉针 200 万瓶、抗生素发酵吨位 800 立方米的产能。收购江西制药，就意味着公司能立刻获得这些处方药生产批件，快速介入处方药生产与销售领域。江西制药还有一个国内独家生产的抗生素品种——硫酸小诺霉素，该品是庆大霉素的最佳替代品，具有广阔的农村市场。在竞争激烈的普药市场，独家经营品种的竞争优势尤为突出，硫酸小诺霉素或能成为公司新的利润增长点。

江西制药虽然有 337 个药品批文，但目前实际生产的仅有 30 多个，2010 年的营业收入仅为 1.3 亿元，营业利润仅为 23 万元。除了国有体制的原因外，我们认为营销无疑是其最大的短板。仁和药业之前主营非处方药的销售，处方药销售团队人数较少。仁和药业介入后，将利用三方面资源整合营销团队，第一是仁和药业自身的处方药销售团队，第二是江西制药原有的销售团队，第三是新收购的江西药都药业有限公司的销售团队。虽然 OTC 药品领域的营销模式和处方药有较大差别，但我们认为公司在医药领域有许多成功的经验值得借鉴，我们看好公司对于上述三支处方药营销团队的整合，也看好江西制药在体制转变后所焕发出的新活力。

盈利预测

- 假定江西制药剩余 25% 股权在今年年中能够注入上市公司；
- 暂不考虑非公开发行收购江西制药等资产的影响；
- 假定医药商业部分 2011~2013 年的销售收入为 9 亿元、12 亿元和 16 亿元。

投资建议

在不考虑非公开发行收购江西制药等资产的情况下，我们预测公司 2011~2013 年的每股收益分别为 0.50 元、0.64 元和 0.79 元，现价对应的 PE 分别为 28.38 倍、22.17 倍和 17.96 倍。我们看好江西制药等收购资产的发展前景，一旦能够成功注入上市公司，明后两年的业绩有超出预期的可能，因此给予公司“推荐”评级。

风险提示

- 闪亮制药剩余股权不能如期注入上市公司的风险;
- 非公开发行不能完成的风险。

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1367	2092	2558	3142
减：营业成本	660	1216	1487	1854
营业税金及附加	12	17	21	26
销售费用	339	345	415	480
管理费用	69	90	110	135
财务费用	-3	-2	-5	-5
资产减值损失	1	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	288	426	530	652
加：营业外收入	8	4	0	0
减：营业外支出	7	2	0	0
利润总额	290	428	530	652
减：所得税	64	97	119	146
净利润	226	331	411	506
减：少数股东损益	6	16	6	8
归属于母公司净利润	220	315	405	498
EPS（元）	0.52	0.50	0.64	0.79

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。