

**强烈推荐-A (维持)**

**仁和药业 000650.SZ**

目标估值: N/A  
 当前股价: 8.16 元  
 2019年04月29日

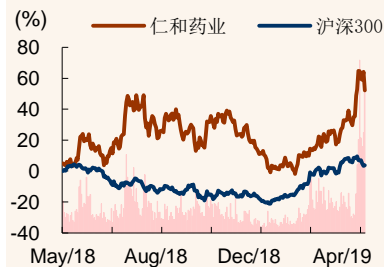
**业绩略超预期 现金流波动系业务周期导致**

**基础数据**

上证综指	3062
总股本(万股)	123834
已上市流通股(万股)	118039
总市值(亿元)	101
流通市值(亿元)	96
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	15.4
资产负债率	%
主要股东	仁和(集团)发展有限公司
主要股东持股比例	26.27%

**股价表现**

%	1m	6m	12m
绝对表现	34	21	72
相对表现	29	-2	69



资料来源: 贝格数据、招商证券

**相关报告**

- 1、《仁和药业(000650)——商誉减值拖累利润 OTC 收入快速增长》2019-04-26
- 2、《仁和药业(000650)——业绩符合预期 期待 18Q4 收入增速改善》2018-10-29
- 3、《仁和药业(000650)——业绩符合预期 18Q2 利润增速上台阶》2018-08-28

**李点典**

liidian@cmschina.com.cn  
 S1090518100001

- **事件:** 公司发布 19 年一季报, 收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 11.90 亿、1.42 亿和 1.41 亿, 分别同比+13.98%、+34.20%和+33.60%, 略超我们的预期, 主要是费用率下降导致。点评如下:
- **我们估计 19Q1 OTC 销售收入保持接近 20%的增速。**市场之前担心公司因为增值税下调的原因, 可能在 19Q1 减少发货, 从财报来看, 公司发货正常。我们估计仁和中方继续保持 20%以上的收入同比增速, 江西仁和药业保持 15-20%的收入同比增速。
- **费用控制和自产品比例提升导致利润增速大于收入增速。**由于仁和中方也加大了销售自身工业产品的力度, 所以公司高毛利的自产品收入比例逐渐提升: 19Q1 合并报表毛利率同比提升 0.67 个百分点, 部分是高毛利自产品收入占比增加导致。19Q1 销售费用率和管理费用率分别同比-2.35和-0.90个百分点, 费用控制效果明显, 我们估计和公司实施收入增量考核有关。
- **经营性净现金流波动和业务周期有关, 我们估计后续将改善。**19Q1 经营性净现金流 384 万元, 上年同期为 1715 万元。公司 19Q1 收到销售商品、提供劳务的现金为 9.85 亿元, 上年同期为 9.61 亿元。我们估计公司 Q1 收到现金较少和业务开展的周期有关: 每年 1-2 月制定全年规划, 过年后业务人员到岗, 公司开始大量发货, 业务陆续开展, Q2-Q3 回款变好, 一般 Q4 回款最多因为每年 Q4 会考核回款情况。
- **涉足工业大麻产业, 业务多元化。**4 月 22 日公司与黑龙江齐齐哈尔市政府、丰泰富齐签署了《仁和园工业大麻综合利用产业示范项目合作框架协议》。公司与丰泰富齐成立合资公司, 项目总投资 10.8 亿元, 其中一期投资 1.08 亿元。根据框架协议, 合资公司将于 2019 年 5 月启动建设工业大麻种植示范基地, 且与市政府约定 2020 年可种植土地储备不少于 20000 亩。
- **维持“强烈推荐-A”评级。**我们预计 2019-2021 年公司归母净利润增速分别为 26%/20%/17%, 对应 EPS 分别为 0.51/0.62/0.72 元。公司作为 OTC 龙头企业, 品种丰富, 品牌力强大, 地推队伍成形后迎来 OTC 终端控销大时代, 销售有望保持快速增长; 自产品收入比例扩大后, 盈利能力有望明显提升,

**财务数据与估值**

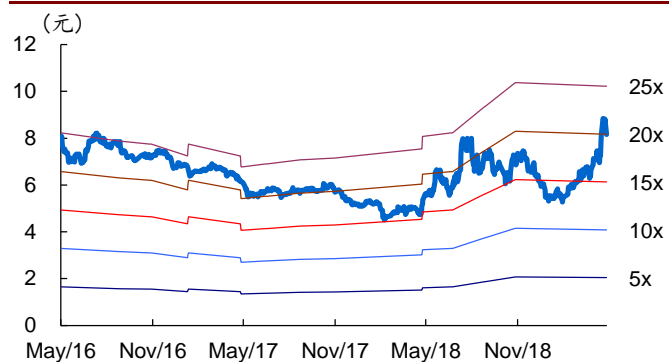
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3844	4403	5109	5857	6653
同比增长	8%	15%	16%	15%	14%
营业利润(百万元)	570	753	947	1138	1331
同比增长	4%	32%	26%	20%	17%
净利润(百万元)	380	506	636	763	893
同比增长	2%	33%	26%	20%	17%
每股收益(元)	0.31	0.41	0.51	0.62	0.72
PE	26.6	20.0	15.9	13.2	11.3
PB	3.4	3.0	2.7	2.5	2.3

资料来源: 公司数据、招商证券

当前对应 19 年 pe 估值为 16x 左右，维持“强烈推荐-A”评级。

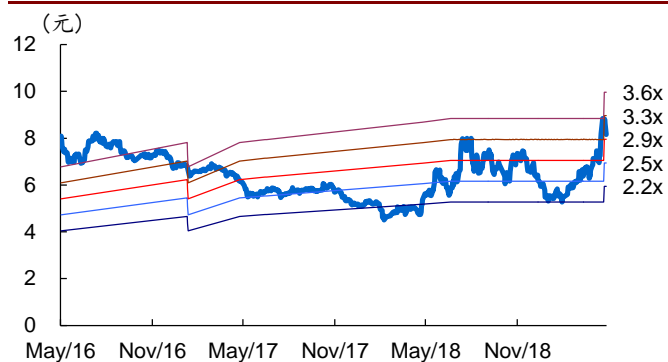
- **风险提示：** 并购进度不达预期，产品销售不达预期，产品质量和监管风险。

图 1：仁和药业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：仁和药业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2384	2905	3369	3909	4518
现金	1352	1756	2096	2469	2902
交易性投资	10	8	8	8	8
应收票据	153	145	168	193	219
应收款项	294	369	406	466	529
其它应收款	39	0	0	0	0
存货	456	533	585	655	727
其他	81	94	106	119	133
<b>非流动资产</b>	1783	1711	1704	1698	1692
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	668	0	0	0	0
无形资产	375	360	354	349	344
其他	740	1351	1350	1349	1348
<b>资产总计</b>	<b>4167</b>	<b>4617</b>	<b>5073</b>	<b>5607</b>	<b>6211</b>
<b>流动负债</b>	683	691	748	816	886
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	230	0	0	0	0
预收账款	85	66	73	82	91
其他	368	626	675	734	796
<b>长期负债</b>	12	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他	12	11	11	11	11
<b>负债合计</b>	<b>695</b>	<b>702</b>	<b>759</b>	<b>827</b>	<b>897</b>
股本	1238	1238	1238	1238	1238
资本公积金	295	295	295	295	295
留存收益	1475	1858	2159	2509	2905
少数股东权益	464	523	621	738	875
归属于母公司所有者权益	3009	3392	3693	4043	4439
<b>负债及权益合计</b>	<b>4167</b>	<b>4617</b>	<b>5073</b>	<b>5607</b>	<b>6211</b>

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	498	569	766	878	1020
净利润	380	506	636	763	893
折旧摊销	92	96	40	57	71
财务费用	0	0	(20)	(20)	(20)
投资收益	(19)	(12)	(19)	(19)	(19)
营运资金变动	(18)	(97)	(69)	(104)	(110)
其它	63	76	197	200	205
<b>投资活动现金流</b>	(52)	(24)	(111)	(111)	(111)
资本支出	(44)	(70)	(130)	(130)	(130)
其他投资	(8)	47	19	19	19
<b>筹资活动现金流</b>	(138)	(141)	(315)	(394)	(476)
借款变动	221	69	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(372)	(241)	(335)	(414)	(496)
其他	13	30	20	20	20
<b>现金净增加额</b>	<b>308</b>	<b>405</b>	<b>340</b>	<b>373</b>	<b>433</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	3844	4403	5109	5857	6653
营业成本	2347	2511	2795	3130	3478
营业税金及附加	40	44	52	59	67
营业费用	619	778	981	1142	1331
管理费用	304	286	332	381	432
财务费用	(15)	(32)	(20)	(20)	(20)
资产减值损失	3	49	5	5	5
公允价值变动收益	(0)	(1)	0	0	0
投资收益	19	12	12	12	12
<b>营业利润</b>	570	753	947	1138	1331
营业外收入	2	4	4	4	4
营业外支出	2	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	571	755	950	1140	1334
所得税	129	171	216	260	304
<b>净利润</b>	441	584	734	880	1029
少数股东损益	61	78	98	117	137
<b>归属于母公司净利润</b>	380	506	636	763	893
<b>EPS (元)</b>	0.31	0.41	0.51	0.62	0.72

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	8%	15%	16%	15%	14%
营业利润	4%	32%	26%	20%	17%
净利润	2%	33%	26%	20%	17%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.9%	43.0%	45.3%	46.6%	47.7%
净利率	9.9%	11.5%	12.5%	13.0%	13.4%
ROE	12.6%	14.9%	17.2%	18.9%	20.1%
ROIC	12.2%	14.2%	16.5%	18.0%	19.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	16.7%	15.2%	15.0%	14.7%	14.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.5	4.2	4.5	4.8	5.1
速动比率	2.8	3.4	3.7	4.0	4.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
存货周转率	5.1	5.1	5.0	5.1	5.0
应收帐款周转率	13.8	13.3	13.2	13.4	13.4
应付帐款周转率	10.1	21.8			
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.31	0.41	0.51	0.62	0.72
每股经营现金	0.40	0.46	0.62	0.71	0.82
每股净资产	2.43	2.74	2.98	3.26	3.58
每股股利	0.19	0.27	0.33	0.40	0.47
<b>估值比率</b>					
PE	26.6	20.0	15.9	13.2	11.3
PB	3.4	3.0	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	29.1	22.8	18.5	15.3	13.0

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**吴斌**，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，8年证券从业经验，2017年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

**李勇剑**，北京大学医学部药物化学系硕士，1年医药行业经验，2013年7月加入招商证券，任医药行业分析师。

**李点典**，香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

**漆经纬**，美国乔治华盛顿大学硕士，1年美国私募对冲基金研究经验，1年国内证券从业经验，2018年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

**强烈推荐：**公司股价涨幅超基准指数20%以上

**审慎推荐：**公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

**中性：**公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**回避：**公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

**A：**公司长期竞争力高于行业平均水平

**B：**公司长期竞争力与行业平均水平一致

**C：**公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

**推荐：**行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

**中性：**行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。