

强烈推荐-A (维持)

仁和药业 000650.SZ

目标估值: N/A
 当前股价: 7.84 元
 2019年08月27日

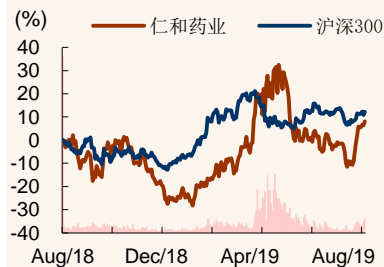
业绩持续性逐步兑现, 估值具提升空间

基础数据

上证综指	2902
总股本(万股)	123834
已上市流通股(万股)	118039
总市值(亿元)	97
流通市值(亿元)	93
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	16.3
资产负债率	16.0%
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	9	27	15
相对表现	12	25	2



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《仁和药业(000650)——业绩略超预期 现金流波动系业务周期导致》2019-04-29
- 2、《仁和药业(000650)——商誉减值拖累利润 OTC 收入快速增长》2019-04-26
- 3、《仁和药业(000650)——业绩符合预期 期待 18Q4 收入增速改善》2018-10-29

李点典

lidiandian@cmschina.com.cn
 S1090518100001

- **事件:** 公司发布 19 年半年报, 收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 24.51 亿、3.23 亿和 3.15 亿, 分别同比+8.25%、+32.48%和+30.09%, 符合我们的预期。剔除投资收益、利息收入等影响, 利润同比+23%左右。点评如下:
- **高基数下 19Q2 业绩保持了快速增长。**19Q2 公司收入、归母利润和扣非归母净利润分别同比+3%、+31%和+27%。在 18Q2 高基数下, 公司收入稳健增长, 通过费用控制等实现了利润的高速增长。市场之前对公司的业绩增长持保守态度, 给予公司较低的 pe 估值, 19Q2 公司业绩在高基数上继续高增长, 业绩持续性逐步兑现, 我们判断公司估值有提升空间。
- **OTC 收入稳健增长。**19H1 中方和江西仁和药业收入分别同比+3%和+12%, 利润分别同比+18%和+38%。我们估计 19H1 OTC 收入同比+10%左右, 在 18H1 的高基数下, 保持了较快的增速。
- **销售费用控制提升盈利能力。**公司 19H1 公司毛利率同比基本持平; 销售费用率 16.92%, 同比-2.95 个百分点。管理费用率 7.48%, 同比+1.31 个百分点。研发费用 1815 万元, 同比+40%。
- **经营性净现金流和应收账款改善明显。**19H1 经营性现金流 2.49 亿元, 同比+40%左右。我们之前判断 19Q1 的经营性净现金流较差和业务周期有关, 19Q2 经营性净现金流改善明显, 证明了我们的判断。同时公司 19Q2 期末应收账款 6.05 亿, 较 19Q1 期末的 7.17 亿明显减少, 说明公司收入在快速增长的同时回款良好, 间接证明终端动销良好。
- **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; 19Q2 公司业绩在高基数上继续高增长, 业绩持续性逐步兑现, 当前对应 19 年 pe 估值为 15x 左右, 我们判断公司估值有提升空间, 维持“强烈推荐-A”评级。

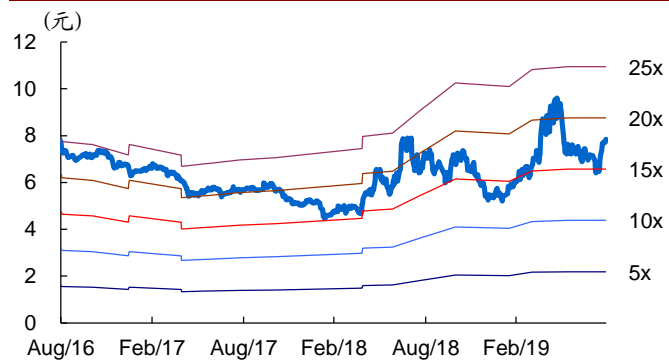
□ **风险提示:** 产品销售不达预期, 产品质量和监管风险。

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	25.5	19.2	15.3	12.7	10.9
PB	3.2	2.9	2.5	2.2	1.9

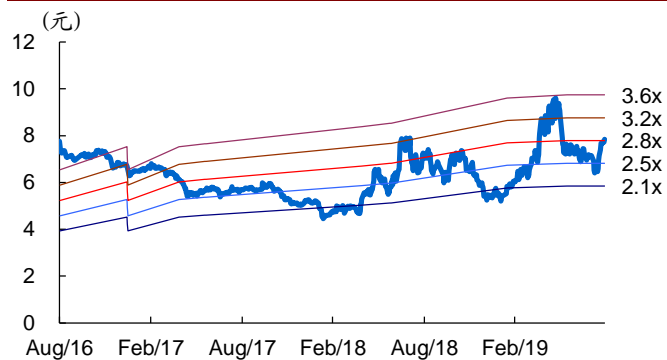
资料来源: 公司数据、招商证券

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
流动资产	2384	2905	3495	4249	5102
现金	1352	1756	2222	2808	3486
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	9	11	12	14
存货	456	533	585	655	727
其他	81	85	95	107	119
非流动资产	1783	1711	1761	1766	1789
长期股权投资	0	0	21	0	0
固定资产	668	626	662	694	723
无形资产	375	360	354	349	344
其他	740	724	723	723	722
资产总计	4167	4617	5256	6014	6892
流动负债	683	691	723	760	799
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	230	214	238	266	296
预收账款	85	66	73	82	91
其他	368	412	412	412	412
长期负债	12	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他	12	11	11	11	11
负债合计	695	702	733	771	809
股本	1238	1238	1238	1238	1238
资本公积金	295	295	295	295	295
留存收益	1475	1858	2368	2972	3674
少数股东权益	464	523	621	738	875
归属于母公司所有者权益	3009	3392	3901	4506	5207
负债及权益合计	4167	4617	5256	6014	6892

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	498	569	705	816	960
净利润	380	506	636	763	893
折旧摊销	92	96	100	103	106
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)	(95)	(135)	(142)
其它	63	76	101	122	142
投资活动现金流	(52)	(24)	(132)	(90)	(111)
资本支出	(44)	(70)	(130)	(130)	(130)
其他投资	(8)	47	(2)	40	19
筹资活动现金流	(138)	(141)	(107)	(139)	(171)
借款变动	221	(46)	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)	(125)	(127)	(159)	(191)
其他	13	30	20	20	20
现金净增加额	308	405	466	586	678

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
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	571	755	950	1140	1334
所得税	129	171	216	260	304
净利润	441	584	734	880	1029
少数股东损益	61	78	98	117	137
归属于母公司净利润	380	506	636	763	893
EPS (元)	0.31	0.41	0.51	0.62	0.72

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
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%
获利能力					
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%	16.3%	16.9%	17.1%
ROIC	12.2%	14.2%	15.8%	16.4%	16.6%
偿债能力					
资产负债率	16.7%	15.2%	14.0%	12.8%	11.7%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.5	4.2	4.8	5.6	6.4
速动比率	2.8	3.4	4.0	4.7	5.5
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
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	11.3	12.4	12.4	12.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.31	0.41	0.51	0.62	0.72
每股经营现金	0.40	0.46	0.57	0.66	0.77
每股净资产	2.43	2.74	3.15	3.64	4.20
每股股利	0.10	0.10	0.13	0.15	0.18
估值比率					
PE	25.5	19.2	15.3	12.7	10.9
PB	3.2	2.9	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	27.7	21.7	16.6	14.0	12.0

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。