

2017年07月24日

亚宝药业 (600351.SH)

公司快报

营销改革初见成效，业绩反转符合预期

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2017 年半年度业绩快报，上半年公司实现归母净利润 107,148,197.65 元，同比增长 20.06%。
- ◆ **营销改革进展顺利：**公司 2017 年上半年营业收入同比增长 27.40%，归母净利润同比增长 20.06%，主要受益于公司营销改革的顺利进行。营销改革之前，公司的销售模式是“返利驱动”模式，基本依靠 50 多家一级经销商进行发货，对终端的掌控能力弱，渠道库存积压严重；此次的营销改革试图把销售渠道扁平化，实现“终端拉动”模式，目前公司已对七八百家二级经销商实现直接供货，同时与他们进行了数据直连，对经销商的库存、向终端药店发货等情况都掌握得比较好，对公司的长远发展是利好。此外，营销改革后产品的周转时间由原来的 6 个月缩短到 3 个月，丁桂儿脐贴积压在渠道里的库存也降至 1 亿元左右，基本属于正常的水平。本轮营销改革自 2016 年 6 月开始，持续 9-12 个月的时间，受此影响，2016 年下半年公司业绩环比大幅缩水。随着营销改革的逐步完成，我们预计今年下半年的业绩同比增长率将远高于上半年，全年业绩将恢复甚至超过 2015 年的水平。
- ◆ **丁桂儿脐贴恢复元气，消肿止痛贴持续高增长：**（1）丁桂儿脐贴是公司最核心的产品，1992 年上市，是公司独家的 OTC 中药品种，具有健脾温中、散寒止泻的功效，主要使用于 0-5 岁儿童腹泻、腹痛的辅助治疗。该产品是目前零售市场上 OTC 儿科止泻药的龙头品牌，市场份额高达 85%，议价能力强，未来潜在的提价空间很大。2016 年受到营销改革的影响，丁桂儿脐贴的销售额腰斩，仅在 2 亿左右；今年是该产品的恢复期，根据上半年的销售情况来看，每月出货 4000 多万，全年预计能恢复到 2015 年 5 亿元的销售水平，基本符合预期。2018 年开始，受益于二孩红利，丁桂儿脐贴将重新进入增长周期。（2）消肿止痛贴是近年来公司销量增速最快的品种，自 2012 年“春播行动”开展以来，三年间销售额增长近 10 倍，今年预计增速仍保持在 60%左右，突破 5 亿元。消肿止痛贴的销售渠道独立于丁桂儿脐贴，因此不受营销改革的影响，随着“春播行动”的继续开展和影响力的不断扩大，我们预计该产品未来几年的增速仍将保持在 20%以上。此外，公司也在计划借助消肿止痛贴培养起来的客户群体来积极拓展产品线，充分发挥该销售渠道的优势。
- ◆ **儿科用药布局全面，二线品种增长可期：**儿科用药长期以来都是公司重点布局的领域。经过多年的发展，公司在儿科用药领域的布局已经比较全面。公司的儿科产品由最初的丁桂儿脐贴单品种逐渐发展成了丁桂品牌，形成了“以丁桂儿脐贴为核心，多个产品协同发展”的格局。公司的丁桂系列产品目前共有 14 个，包括近期上市的薏芽健脾凝胶、儿童清咽解热口服液等。这两个产品是公司今年主推的品种，现阶段还处于成长早期，销量都不大。（1）薏芽健脾凝胶：公司正在积极加大广告投放力度，这是公司上市以来继丁桂儿脐贴之后第二款重点宣传的儿童药，未来有望借助丁桂儿脐贴的销售渠道快速放量。（2）儿童清咽解热口服液：该产品新纳入了 2017 版国家医保目录，公司今年专门为此组建了营销团队，之后几年将进入收获期。
- ◆ **投资建议：**基于公司上半年业绩恢复情况较为乐观，我们上调公司盈利预测，

医药 | 中成药 III

投资评级

买入-A(上调)

6 个月目标价

9.1 元

股价(2017-07-21)

7.87 元

交易数据

总市值 (百万元)	6,194.02
流通市值 (百万元)	5,446.04
总股本 (百万股)	787.04
流通股本 (百万股)	692.00
12 个月价格区间	6.97/11.20 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.27	-6.63	-35.78
绝对收益	2.6	-4.59	-28.31

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20655643

报告联系人

郑巧
 zhengqiao@huajinsec.cn
 021-20655738

相关报告

亚宝药业：丁桂儿重振可期 受益二孩红利
 2017-06-20

2017-2019 年 EPS 分别为 0.26、0.34 和 0.39 元，上调至买入-A 评级，6 个月目标价 9.1 元，相当于 2017 年 35 倍 PE。

◆ **风险提示：**产品推广低于预期、销售费用增长过快、研发风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,065.6	1,806.1	2,537.6	2,853.6	3,182.1
同比增长(%)	9.3%	-12.6%	40.5%	12.4%	11.5%
营业利润(百万元)	224.2	-60.4	178.3	240.9	290.2
同比增长(%)	22.1%	-127.0%	-395.2%	35.1%	20.5%
净利润(百万元)	222.1	22.5	204.5	265.2	309.5
同比增长(%)	30.5%	-89.9%	808.2%	29.7%	16.7%
每股收益(元)	0.28	0.03	0.26	0.34	0.39
PE	27.9	275.0	30.3	23.4	20.0
PB	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,065.6	1,806.1	2,537.6	2,853.6	3,182.1	年增长率					
减:营业成本	979.6	1,009.7	1,236.7	1,362.9	1,480.2	营业收入增长率	9.3%	-12.6%	40.5%	12.4%	11.5%
营业税费	20.5	27.5	28.7	34.7	41.1	营业利润增长率	22.1%	-127.0	-395.2	35.1%	20.5%
销售费用	451.4	438.4	580.4	656.3	744.1	净利润增长率	30.5%	-89.9%	808.2%	29.7%	16.7%
管理费用	350.1	360.8	456.2	522.2	596.7	EBITDA 增长率	15.1%	-69.1%	217.3%	13.3%	10.5%
财务费用	51.0	29.5	54.8	41.2	33.5	EBIT 增长率	19.2%	-111.2%	-853.4	21.0%	14.8%
资产减值损失	2.2	0.3	2.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	20.7%	-112.4	-853.4	21.0%	14.8%
加:公允价值变动收益	0.0	-0.1	-5.4	1.7	0.7	投资资本增长率	6.5%	25.0%	-3.9%	-1.9%	-3.1%
投资和汇兑收益	13.4	-0.2	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	47.2%	2.0%	5.2%	6.6%	7.6%
营业利润	224.2	-60.4	178.3	240.9	290.2	盈利能力					
加:营业外净收支	23.7	88.2	40.7	50.2	59.6	毛利率	52.6%	44.1%	51.3%	52.2%	53.5%
利润总额	247.8	27.8	219.1	291.1	349.8	营业利润率	10.9%	-3.3%	7.0%	8.4%	9.1%
减:所得税	29.8	0.8	6.1	8.1	9.8	净利润率	10.8%	1.2%	8.1%	9.3%	9.7%
净利润	222.1	22.5	204.5	265.2	309.5	EBITDA/营业收入	19.9%	7.0%	15.9%	16.0%	15.8%
						EBIT/营业收入	13.3%	-1.7%	9.2%	9.9%	10.2%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	37.0%	35.1%	29.5%	21.3%	21.6%
货币资金	1,015.0	503.3	203.0	228.3	402.5	负债权益比	58.8%	54.0%	41.8%	27.1%	27.6%
交易性金融资产	-	5.8	0.4	2.1	2.7	流动比率	1.46	1.20	1.37	1.97	2.29
应收帐款	238.4	394.2	305.3	392.2	350.3	速动比率	1.19	0.83	0.99	1.23	1.73
应收票据	323.2	137.8	468.5	197.4	509.8	利息保障倍数	5.39	-1.05	4.25	6.85	9.65
预付帐款	65.1	46.9	95.7	59.9	108.1	营运能力					
存货	378.7	481.8	411.4	535.1	451.8	固定资产周转天数	301	359	252	215	181
其他流动资产	11.8	20.3	15.1	15.8	17.1	流动营业资本周转天数	75	114	90	79	74
可供出售金融资产	71.1	71.1	71.1	71.1	71.1	流动资产周转天数	269	361	219	185	185
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	41	63	50	44	42
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	62	86	63	60	56
投资性房地产	33.4	32.2	32.2	32.2	32.2	总资产周转天数	648	843	587	502	458
固定资产	1,805.3	1,793.7	1,754.3	1,648.5	1,556.8	投资资本周转天数	409	543	421	363	317
在建工程	70.8	131.7	137.8	143.3	149.7	费用率					
无形资产	148.8	202.2	189.4	176.5	163.6	销售费用率	21.9%	24.3%	22.9%	23.0%	23.4%
其他非流动资产	90.3	384.7	388.9	389.1	385.4	管理费用率	16.9%	20.0%	18.0%	18.3%	18.8%
资产总额	4,251.8	4,205.5	4,073.1	3,891.2	4,200.9	财务费用率	2.5%	1.6%	2.2%	1.4%	1.1%
短期债务	820.0	880.0	369.8	147.6	-	三费/营业收入	41.3%	45.9%	43.0%	42.7%	43.2%
应付帐款	301.4	243.4	465.3	316.3	515.6	投资回报率					
应付票据	22.4	11.8	32.0	16.2	35.4	ROE	8.3%	0.9%	7.4%	9.1%	9.9%
其他流动负债	249.5	193.4	230.3	247.7	254.7	ROA	5.1%	0.6%	5.2%	7.3%	8.1%
长期借款	79.4	47.2	-	-	-	ROIC	10.7%	-1.2%	7.5%	9.4%	11.0%
其他非流动负债	101.1	99.5	104.1	101.5	101.7	分红指标					
负债总额	1,573.8	1,475.2	1,201.5	829.4	907.4	DPS(元)	0.10	0.02	0.09	0.12	0.14
少数股东权益	-2.5	106.0	114.4	132.2	162.7	分红比率	35.4%	69.9%	35.0%	35.0%	35.0%
股本	787.0	787.0	787.0	787.0	787.0	股息收益率	1.3%	0.3%	1.2%	1.5%	1.7%
留存收益	1,893.4	1,837.3	1,970.2	2,142.6	2,343.8						
股东权益	2,678.0	2,730.4	2,871.7	3,061.8	3,293.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.28	0.03	0.26	0.34	0.39
净利润	218.0	27.0	204.5	265.2	309.5	BVPS(元)	3.41	3.33	3.50	3.72	3.98
加:折旧和摊销	136.5	159.7	169.7	174.2	180.4	PE(X)	27.9	275.0	30.3	23.4	20.0
资产减值准备	2.2	0.3	-	-	-	PB(X)	2.3	2.4	2.2	2.1	2.0
公允价值变动损失	-0.0	0.1	-5.4	1.7	0.7	P/FCF	28.3	-11.2	-26.0	60.6	24.9
财务费用	52.8	34.3	54.8	41.2	33.5	P/S	3.0	3.4	2.4	2.2	1.9
投资损失	-13.4	0.2	-5.0	-5.0	-5.0	EV/EBITDA	14.5	51.9	15.7	13.4	11.6
少数股东损益	-4.0	4.5	8.4	17.7	30.5	CAGR(%)	9.1%	132.5%	8.8%	9.1%	132.5%
营运资金的变动	-270.1	-44.1	68.1	-57.2	-6.7	PEG	3.1	2.1	3.4	2.6	0.2
经营活动产生现金流量	143.5	156.0	495.2	437.7	542.9	ROIC/WACC	1.1	-0.1	0.7	0.9	1.1
投资活动产生现金流量	-83.0	-587.4	-107.7	-59.2	-78.6						
融资活动产生现金流量	730.6	-57.2	-687.8	-353.2	-290.2						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

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；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn