



受益核心品种增长，年报及一季报业绩均超 30% 高速增长

2019.04.23

唐爱金(分析师)

电话: 020-88836115

邮箱: tangajin@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310516100001

强烈推荐 (维持)

现价: 8.13

目标价: 10

股价空间: 22%

医药生物行业

事件:

公司发布 2018 年年报，全年实现营收 29.18 亿元 (+14.05%)，归母净利润 2.73 亿元 (+36.53%)，扣非归母净利润 2.56 亿元 (+33.43%)；2018 年经营性现金流净额为 4.27 亿元 (+163.78%)，EPS 为 0.3483 元 (+36.91%)。同时发布 2019 年第一季度报告，一季度实现营收 8.21 亿元 (+6.76%)，归母净利润 0.75 亿元 (+25.23%)，扣非归母净利润 0.72 亿元 (+34.17%)。

点评:

● 高毛利品牌核心产品高增长，管理费用率降低 3.78 个百分点，净利率提升 1.92 个百分点，推动公司 2018 年业绩增速显著高于营收增速

2018 年公司扣非归母净利润 2.56 亿，同比增 33.43%，显著高于营收 14.05%。主要是因为：(1) 2018 年公司高毛利类核心品牌品种销量同比增长较大：消肿止痛贴销量 10608 万贴，同比增长 50.54%；丁桂儿脐贴销售量达 10364 万贴，同比下降 9.2%；硫辛酸注射液销量达 1775 万支，同比增 37%；菊降压片销量同比增 21.7%；硝苯地平缓释片销量同比增 15.6%，枸橼酸莫沙必利片销量同比增 25%；(2) 2018 年公司期间费用率 47.5%，维持整体平稳，其中销售费用同比增长 38%，销售费用率为 32.98%，同比提升 5.85 个百分点；管理费用率 13.35%，同比降低 3.78 个百分点；其中研发费用 1.25 亿，与去年同期减少降低 32% 约 5300 万，主要原因系临床前研发项目终止及部分研发项目费用计入资本化支出。2018 年公司净利率 9.28%，同比去年同期提升 1.92 个百分点，推动利润增速高于营收增速。

● 营销改革成效显著，渠道网络覆盖进一步完善，品牌效应渐显

公司 2016 年销售渠道开始转型，2017 年新销售渠道基本建立，2018 年公司巩固进一步疏通对商务渠道网络管理，优化一二级商业体系。在 OTC 端，建立专业化零售终端推广队伍，拓展零售终端覆盖范围，有效覆盖连锁药店总部达一千余家，药店终端覆盖数量 30 余万家；在医院端覆盖二级以上等级医院 2000 余家，开展各类学术会议千余次，以硫辛酸注射液为代表的医院品种的市场份额显著提升。公司强化品牌运作，培育形成了亚宝、丁桂等多个著名品牌。

● 创新药&高端仿制药一致性评价工作稳步推进，专利及各项申报成果突出

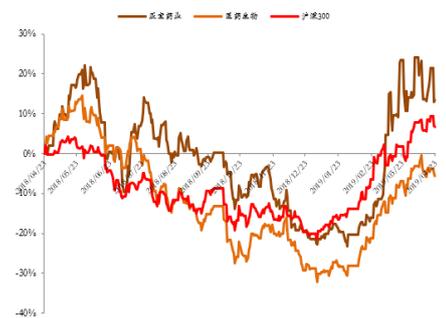
2018 年，在创新药方面，SY-004 项目已完成临床 I b 试验，已启动临床 II 期，SY-008 已完成 I a 试验；治疗 II 型糖尿病的 SY-009 胶囊、治疗脑卒中的注射用 SY-007 和治疗脓毒症的 SY-005 注射液取得了临床批件及临床试验通知书。在仿制药方面，公司完成了苯磺酸氨氯地平片的注册申报及答补，为加速其他仿制药项目的研发积累了丰富的技术经验，奠定了夯实的研发基础；硫辛酸注射液和尼莫地平片完成了工艺验证。2018 年全年公司共完成自主立项 10 项，国际合作签约 1 项，取得药品临床批件 3 项；获得加拿大天然药品批件 1 项；完成 1 种产品的一致性评价申报工作；取得发明专利授权 3 项。

**盈利预测与估值** 我们测算公司 19-21 年 EPS 分别为 2.10、2.61、3.24 元，对应 PE 分别为 19/15/12 倍，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示**: 营销改革不达预期；行业政策风险；市场竞争加剧。

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2918.10	3282.80	3693.45	4155.89
同比(%)	14.05%	12.50%	12.51%	12.52%
归属母公司净利润	273.34	341.71	424.50	526.49
同比(%)	36.53%	25.01%	24.23%	24.03%
每股收益(元)	1.68	2.10	2.61	3.24
P/E	23.41	18.73	15.07	12.15
P/B	2.21	1.91	1.70	1.49
EV/EBITDA	3.37	10.50	8.33	6.22

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
亚宝药业	-8.14	39.45	28.44
医药生物	1.46	31.30	27.27
沪深 300	4.83	27.86	28.20

基本资料

总市值(亿元)	62.60
总股本(亿股)	7.70
流通股比例	100%
大股东	亚宝投资集团
大股东股权比例	17.13%
资产负债率	37.58%

相关报告

广证恒生-亚宝药业 (600351) - 半年报点评-零售渠道覆盖面显著提升，2018H1 业绩 35% 高增长-20180829

广证恒生-亚宝药业 (600351): 营销改革初见成效，核心产品贴膏再显峥嵘-20180523

广证恒生-亚宝药业 (600351): 营销渠道改革成效突出，2018Q1 业绩 48% 高增长-20180428

广证恒生-亚宝药业 (600351): 营销渠道改革成效突出，业绩恢复高增长态势-20171020

广证恒生-亚宝药业 (600351): 2017 年 Q1 营销改革初见成效，未来业绩反转可期-20170427



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2347	2750	3415	4204	<b>营业收入</b>	2918	3283	3693	4156
现金	789	1405	1984	2760	营业成本	1165	1299	1453	1626
应收账款	596	488	531	538	营业税金及附加	42	49	55	61
其它应收款	33	36	35	35	营业费用	962	1159	1293	1434
预付账款	31	38	35	35	管理费用	277	368	406	441
存货	557	516	527	533	财务费用	34	42	29	19
其他	341	268	303	304	资产减值损失	15	10	12	16
<b>非流动资产</b>	2479	2265	2045	1820	公允价值变动收益	0	0	-0	-0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	4	4	2
固定资产	1685	1536	1352	1149	<b>营业利润</b>	331	361	449	561
无形资产	180	175	155	137	营业外收入	5	31	33	34
其他	614	553	539	534	营业外支出	6	8	7	7
<b>资产总计</b>	4826	5015	5460	6024	<b>利润总额</b>	330	383	475	587
<b>流动负债</b>	1692	1452	1493	1546	所得税	46	41	48	57
短期借款	1020	910	920	950	<b>净利润</b>	284	343	427	530
应付账款	0	117	100	72	少数股东损益	11	1	2	4
其他	672	425	473	523	<b>归属母公司净利润</b>	273	342	425	526
<b>非流动负债</b>	122	100	84	73	EBITDA	554	577	657	758
长期借款	20	0	-16	-28	EPS(摊薄)	1.68	2.10	2.61	3.24
其他	102	100	100	101					
<b>负债合计</b>	1813	1552	1577	1619	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	116	117	120	124	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	787	787	787	787	<b>成长能力</b>				
资本公积	1078	1078	1078	1078	营业收入增长率	14.1%	12.5%	12.5%	12.5%
留存收益	1138	1480	1898	2417	营业利润增长率	44.8%	9.0%	24.4%	24.9%
归属母公司股东权益	2896	3345	3763	4282	归属于母公司净利润增长率	36.5%	25.0%	24.2%	24.0%
<b>负债和股东权益</b>	4826	5015	5460	6024	<b>获利能力</b>				
					毛利率	60.1%	60.4%	60.7%	60.9%
					净利率	9.7%	10.4%	11.6%	12.8%
<b>现金流量表</b>					ROE	9.2%	10.6%	11.6%	12.7%
					ROIC	8.3%	8.9%	9.6%	10.5%
<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	427	601	556	714	资产负债率	37.6%	30.9%	28.9%	26.9%
净利润	284	342	425	526	净负债比率	57.35%	59.94%	58.33%	57.73%
折旧摊销	173	152	153	152	流动比率	1.39	1.89	2.29	2.72
财务费用	34	42	29	19	速动比率	1.06	1.54	1.93	2.38
投资损失	-3	-4	-4	-2	<b>营运能力</b>				
营运资金变动	-78	66	-48	15	总资产周转率	0.63	0.67	0.71	0.72
其它	16	3	1	4	应收账款周转率	5.28	6.06	7.25	7.77
<b>投资活动现金流</b>	-80	60	70	74	应付账款周转率	12.76	22.12	13.37	18.86
资本支出	-68	45	76	71	<b>每股指标(元)</b>				
长期投资	16	13	-10	2	每股收益(最新摊薄)	1.68	2.10	2.61	3.24
其他	-28	2	3	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.76	0.71	0.91
<b>筹资活动现金流</b>	-57	-45	-46	-13	每股净资产(最新摊薄)	3.68	4.25	4.78	5.44
短期借款	190	-110	10	30	<b>估值比率</b>				
长期借款	-0	-20	-16	-12	P/E	23.41	18.73	15.07	12.15
普通股本增加	0	0	0	0	P/B	2.21	1.91	1.70	1.49
资本公积金增加	0	0	0	0	EV/EBITDA	3.37	10.50	8.33	6.22
其他	-247	85	-40	-31					
<b>现金净增加额</b>	290	616	580	775					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



### 广证恒生医药团队介绍:

**唐爱金:** 医药行业首席分析师。浙江大学化学硕士, 曾就职于东阳光药先后任研发工程师及市场营销推广, 具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验。五年证券分析从业经验, 团队曾经获得“天眼”中国最佳分析师评选 2016 年医药行业第一名。

**冯俊曦:** 美国 Syracuse University 金融硕士, 拥有出色的海外研究能力和研究体系, 专注于医药流通和医疗服务领域, 2017 年加入广证恒生。

**谭紫媚:** 英国 University of Bristol 会计与金融硕士、中南大学金融学学士, 专注于医疗器械领域, 2018 年加入广证恒生。

### 广证恒生:

地 址: 广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话: 020-88836132, 020-88836133

邮 编: 510623

### 股票评级标准:

强烈推荐: 6 个月内相对强于市场表现 15% 以上;

谨慎推荐: 6 个月内相对强于市场表现 5%—15%;

中 性: 6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动;

回 避: 6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

### 分析师承诺:

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内, 公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示:

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东(广州证券股份有限公司)各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度, 有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下, 投资者阅读本报告时, 我公司及其关联机构可能已经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, 或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下, 我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。市场有风险, 投资需谨慎。