营销改革渠道限发货清库存，中期业绩低于预期

2016.08.28

	分析师：王亮	研究助理：唐爱金
电话：	010-57385534	020-88836115
邮箱：	wangl_a@gzgzhs.com.cn	tangaij@gzgzhs.com.cn
执业编号：	A1310514080002	

事件：

8 月 27 日，公司发布中期报告，2016 年上半年公司归母净利润为 8924.8 万元，较上年同期减 37.09%；营业收入为 9.25 亿元，较上年同期减 14.96%；EPS 为 0.113 元，较上年同期减 44.88%。

点评：

- **公司营销改革渠道驱动转终端驱动，限发货清库存中期业绩低于预期**

公司营销改革由渠道驱动向终端驱动转型，对渠道产品采取了限发货清库存策略，同时公司对合作的一级客户 50 余家、二级客户 300 余家进行了流向数据库直联业务，和全国 300 家核心重点客户进行深度合作，提升了公司对经销商库存动销的有效监控，并且成立 TOP 连锁和 TOP 终端队伍，以点带面实现更深更广的终端覆盖。限发货策略及终端销售渠道投入导致公司业绩同比下滑 37.9%，我们预计公司限发货情况有望今 3-4 季度结束，夯实营销体系基础有望助明年高增长。

- **公司国际化研发创新战略推进较快，与法国 LFB 合作代理人血白蛋白添新亮点**

上半年公司主要研发资源投入在现有产品的二次开发、药物经济学再评价，创新药研发及化学仿制药一致性评价，整体研发水平提升，进入中国医药企业研发 20 强。公司贯彻“一地研发、三地申报”的创新药研发目标，苏州研究院已经有 2 个 糖尿病、1 个败血症、1 个帕金森等 7 个创新药项目，其中与礼来合作的糖尿病药物已经进入国内 1 期临床阶段。公司与法国 LFB 公司战略合作，引入人血白蛋白 VIALEBEX 的中国独家代理权。

- **儿科领域领导品牌地位进一步提升，儿童系列品种逐步丰富**

公司儿科领域品牌地位进一步提升，公司召开国内著名儿科专家论坛，以中药独家品种丁桂儿脐贴、小儿腹泻贴、儿童清咽解热口服液、薏芽健脾凝胶为主，培育儿科大品种。 公司先后引进了丁桂儿小儿止泻散、丁桂小儿肺热咳喘颗粒、丁桂小儿感冒颗粒等儿科产品，公司丁桂品牌儿科产品线进一步丰富。

盈利预测与估值：鉴于公司上半年营销情况低于预期，我们下调公司盈利预测，预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.2/0.39/0.48（之前为 0.36/0.44/0.54），对应 37/27/22 倍 PE。维持“强烈推荐”评级，目标价 14 元。

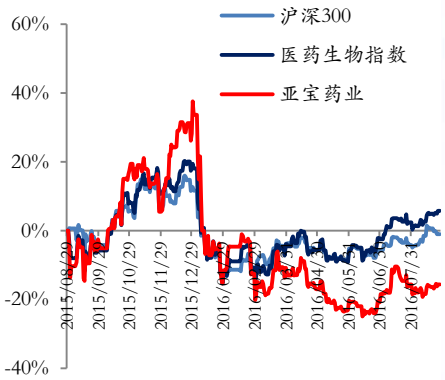
风险提示：销售不达预期，外延并购不达预期等。

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2065.63	2322.53	2765.87	3279.23
同比(%)	9.31%	12.44%	19.09%	18.56%
归属母公司净利润	222.09	224.90	304.55	376.29
同比(%)	30.55%	1.27%	35.42%	23.56%
毛利率(%)	52.6%	52.4%	53.2%	53.6%
ROE(%)	9.9%	8.2%	10.4%	11.8%
每股收益(元)	0.28	0.29	0.39	0.48
P/E	44.77	37.44	27.65	22.38
P/B	3.71	2.98	2.76	2.52

强烈推荐(维持)

现价：	10.70
目标价：	14
股价空间：	30%

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
爱尔眼科	0.75	10.04	-3.60
医药生物	3.37	15.93	18.41
沪深 300	2.67	7.99	12.18

基本资料

总市值（亿元）	84.21
总股本（亿股）	7.87
流通股比例	87.93%
资产负债率	37.01%
大股东	山西亚宝投资集团有限公司
大股东持股比例	24.77%

相关报告

广证恒生-儿童药专题报告:二胎 政策全面放开,儿童药成下一个 风口-2015.10.30

广证恒生-亚宝药业(600351)-深 度报告-儿童贴剂用药龙头,丁 桂儿扬帆启航-2015.12.07

广证恒生-亚宝药业(600351)-点 评报告-喜儿康获新版 GMP 认 证,外延步伐有望加速 -2015.12.31

广证恒生-亚宝药业(600351)：业绩基本符合预期，未来有望 30%持续高增长-2016.01.04

广证恒生-亚宝药业(600351)-点评报告-丁桂儿脐贴控销拖累短期业绩，长期利好盈利能力-2016.4.1

广证恒生-亚宝药业(600351)-公告点评-氢溴酸加兰他敏 FDA 获批上市，树立海外制剂里程碑-2016.4.19

单位： 百万元

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2032.12	2083.41	2318.56	2559.25
现金	1015.03	983.17	1079.31	1038.33
应收账款	227.39	244.15	305.31	360.56
其它应收款	10.97	52.30	17.91	55.34
预付账款	65.05	62.02	91.76	90.09
存货	378.67	421.97	465.65	570.55
其他	335.01	319.78	358.61	444.38
非流动资产	2219.71	2167.84	2403.12	2684.00
长期投资	0.00	-3.50	-9.13	-16.16
固定资产	1805.33	1901.62	2090.50	2319.02
无形资产	169.23	194.17	231.59	271.94
其他	245.14	75.55	90.15	109.20
资产总计	4251.82	4251.25	4721.68	5243.25
流动负债	1393.33	1221.33	1486.43	1743.33
短期借款	820.00	777.50	774.38	1064.32
应付账款	190.08	211.51	268.87	322.46
其他	383.25	232.32	443.19	356.55
非流动负债	180.48	128.09	110.13	89.01
长期借款	79.36	63.90	57.93	50.38
其他	101.12	64.19	52.20	38.63
负债合计	1573.81	1349.42	1596.57	1832.34
少数股东权益	-2.47	-6.58	-11.10	-15.52
归属母公司股东权益	2680.49	2826.69	3054.50	3344.71
负债和股东权益	4251.82	4169.53	4639.97	5161.53

利润表	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2065.63	2322.53	2765.87	3279.23
营业成本	979.65	1106.41	1293.89	1521.97
营业税金及附加	20.54	21.08	24.65	27.87
营业费用	451.40	506.78	601.56	711.59
管理费用	350.08	392.51	458.91	542.71
财务费用	51.03	49.60	49.67	58.61
资产减值损失	2.19	6.11	6.22	5.52
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.09
投资净收益	13.41	2.00	2.00	2.00
营业利润	224.15	242.05	332.96	413.03
营业外收入	29.03	20.00	20.00	22.05
营业外支出	5.36	7.56	8.74	8.60
利润总额	247.82	254.49	344.23	426.49
所得税	29.78	33.70	44.20	54.62
净利润	218.05	220.80	300.03	371.87
少数股东损益	-4.04	-4.10	-4.52	-4.42
归属母公司净利润	222.09	224.90	304.55	376.29
EBITDA	420.35	530.73	633.26	746.12
EPS	0.28	0.29	0.39	0.48

现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	143.47	317.99	731.16	389.75
净利润	218.05	220.80	300.03	371.87
折旧摊销	136.52	241.47	255.90	280.69
财务费用	51.03	49.60	49.67	58.61
投资损失	-13.41	-2.00	-2.00	-2.00
营运资金变动	-99.79	-190.47	127.23	-319.54
其它	-148.93	-1.41	0.33	0.12
投资活动现金流	-82.97	-190.51	-490.00	-557.54
资本支出	45.00	71.90	238.01	284.12
长期投资	29.16	-62.16	4.96	7.07
其他	-8.81	-180.76	-247.03	-266.34
筹资活动现金流	730.65	-159.33	-145.03	-179.55
短期借款	160.00	-42.50	-3.13	-16.41
长期借款	-29.67	-15.46	-5.97	-7.55
其他	600.32	-101.37	-135.94	-155.59
现金净增加额	791.14	-31.85	96.13	-347.33

主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	0.09	0.12	0.19	0.19
营业利润增长率	0.22	0.08	0.38	0.24
归属于母公司净利润	0.31	0.01	0.35	0.24
获利能力	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	0.53	0.52	0.53	0.54
净利率	0.11	0.10	0.11	0.11
ROE	0.10	0.08	0.10	0.12
ROIC	0.07	0.07	0.08	0.09
偿债能力				
资产负债率	0.37	0.32	0.34	0.35
净负债比率	0.35	0.30	0.28	0.34
流动比率	1.46	1.71	1.56	1.47
速动比率	1.19	1.36	1.25	1.14
营运能力	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.56	0.55	0.62	0.66
应收账款周转率	0.11	0.11	0.11	0.11
应付账款周转率	5.00	5.51	5.39	5.15
每股指标（元）	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.29	0.39	0.48
每股经营现金流(最新	0.18	0.40	0.93	0.50
每股净资产(最新摊	3.40	3.58	3.87	4.23
估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E	44.77	37.44	27.65	22.38
P/B	3.71	2.98	2.76	2.52
EV/EBITDA	23.50	15.73	13.00	11.45

数据来源：港澳资讯，公司公告，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 63 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。