

亚宝药业 (600351)

证券研究报告
2016年11月24日

商务渠道去库存接近尾声，业绩恢复在即

商务渠道去库存接近尾声，明年业绩反弹

目前商务渠道销售的品种主要是丁桂儿肚脐贴和心脑血管片剂产品，前者12年-15年分别实现收入3.2亿、3.9亿、5.2亿、5.4亿，同比增长-12%、24%、33%、4%。公司目前实施销售策略从传统的渠道驱动型向终端拉动转变，从15年Q4开始消化渠道库存，故15年全年增速较14年下降，且16年继续下滑，预计发货2亿，下滑63%。5月末公司商务渠道库存约5亿，9月末消耗至2.4亿，其中丁桂儿肚脐贴存量1.8亿，按每月终端消耗4000万，留存3个月的渠道库存，预计17年发货4.2亿，增长110%，业绩逐步恢复。消肿止痛贴在春播计划渠道中稳定增长，14-17年预计增长率为270%、89%、30%、20%，17年收入3.24亿，成为另一个拳头产品。另，16年、17年注射液整体小幅下滑，红花下降受中药注射剂宏观环境影响下降，而硫酸酸增长强劲；心脑血管片剂预计17年回升到15年水平。

16-17年新生儿高增速将促进商务渠道丁桂儿肚脐贴增速上新台阶

我们预测16-17年全国由于二胎政策影响，新生儿同比增速将达到11.2%、11.4%，而一二线城市的增速预计更高达35%以上。目前丁桂儿肚脐贴二三线城市销量占比80%以上，逐步开拓一线城市的大型连锁药店；产品受众群体主要是6月龄到6岁小孩，预计新生儿增多因素将对丁桂儿肚脐贴的销量增量影响在17年体现，提升丁桂儿肚脐贴产品增速上新台阶。

战略布局制剂国际化和处方药市场

公司目前战略是保持儿童用药稳定增长外，逐步布局处方药和创新药产品群。为此外延原料药设备技术过硬的上海轻松75%股权做准备，预期后续处方药会有外延动作，并且与法国LFB合作引入人血白蛋白产品VIALEBEX。创新药方面，亚宝研究院已有2个糖尿病药（与礼来合作的糖尿病药亚格拉汀已进入国内I期临床）、1个败血症、1个帕金森等7个创新药项目，正按照计划推进。医疗服务方面，与运城红十字会医院共同筹建运城第一医院，公司投资8.36亿元，占股80%，已获得山西发改委及卫计委通过，建成后承担运城红十字会医院及运城急救中心职能及医疗机构相关职能。

估值评级

公司17年业绩将逐步回升，并受益新生儿的增多，预计16-18年EPS为0.10、0.28、0.37元，对应PE为106倍、36倍、27倍，给予17年50倍PE，目标价14元，首次给予买入评级。

风险提示：业绩恢复不及预期

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,889.66	2,065.63	1,805.18	2,350.38	2,591.25
增长率(%)	16.00	9.00	(13.00)	30.00	10.00
EBITDA(百万元)	356.65	410.59	179.64	331.21	410.27
净利润(百万元)	170.12	222.09	76.14	227.28	299.64
增长率(%)	44.00	31.00	(66.00)	199.00	32.00
EPS(元/股)	0.22	0.28	0.10	0.28	0.37
市盈率(P/E)	47.51	36.39	106.17	36.22	27.48
市净率(P/B)	4.46	3.02	2.97	2.90	2.74
市销率(P/S)	4.28	3.91	4.48	3.50	3.18
EV/EBITDA	18.31	29.36	41.88	24.02	18.11

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.27元
目标价格	14元

基本数据

总股本(百万股)	787.04
流通股本(百万股)	692.00
总市值(百万元)	8,082.92
流通A股市(百万元)	7,106.84
每股净资产(元)	3.39
资产负债率(%)	31.33
一年内最高/最低(元)	16.46/9.52

作者

肖汉山	分析师
SAC执业证书编号：S1110516090001	
xiaohanshan@tfzq.com	
杨烨辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

关注我们



扫码关注

天风证券

研究所官方微信号

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	209.00	1,015.03	461.50	188.03	681.71
应收账款	231.69	238.36	189.06	239.37	232.96
预付账款	48.98	65.05	50.54	87.62	57.74
存货	333.31	378.67	311.87	509.57	345.52
其他	229.42	335.01	96.26	466.65	174.63
流动资产合计	1,052.39	2,032.12	1,109.21	1,491.24	1,492.56
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,646.71	1,805.33	1,772.69	1,747.95	1,714.96
在建工程	214.94	70.77	78.46	95.08	87.05
无形资产	171.62	169.23	161.13	153.02	144.92
其他	99.34	174.37	153.47	156.35	158.95
非流动资产合计	2,132.60	2,219.71	2,165.76	2,152.41	2,105.88
资产总计	3,185.00	4,251.82	3,274.97	3,643.64	3,598.44
短期借款	660.00	820.00	0.00	26.83	0.00
应付账款	293.98	301.45	245.47	434.88	286.35
其他	190.48	271.88	207.59	242.56	217.45
流动负债合计	1,144.46	1,393.33	453.06	704.27	503.81
长期借款	109.04	79.36	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	111.61	101.12	106.41	106.38	104.63
非流动负债合计	220.65	180.48	106.41	106.38	104.63
负债合计	1,365.11	1,573.81	559.47	810.65	608.44
少数股东权益	7.80	(2.47)	(4.64)	(10.42)	(17.66)
股本	692.00	787.04	787.04	801.67	801.67
资本公积	402.23	1,078.06	1,078.06	1,078.06	1,078.06
留存收益	1,120.09	1,893.45	1,933.09	2,041.75	2,205.99
其他	(402.23)	(1,078.06)	(1,078.06)	(1,078.06)	(1,078.06)
股东权益合计	1,819.89	2,678.02	2,715.50	2,832.99	2,990.00
负债和股东权益总	3,185.00	4,251.82	3,274.97	3,643.64	3,598.44

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	165.11	218.05	76.14	227.28	299.64
折旧摊销	125.92	136.52	93.06	96.23	99.13
财务费用	50.26	52.80	25.18	(0.60)	(1.09)
投资损失	(2.20)	(13.41)	(7.89)	(7.89)	(7.89)
营运资金变动	(133.42)	(276.79)	269.15	(424.94)	310.37
其它	(27.04)	26.30	2.21	(8.62)	(7.07)
经营活动现金流	178.63	143.47	457.85	(118.54)	693.08
资本支出	285.98	176.67	54.71	80.03	51.74
长期投资	(19.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(471.44)	(259.64)	(115.80)	(146.67)	(94.50)
投资活动现金流	(204.46)	(82.97)	(61.09)	(66.64)	(42.76)
债权融资	789.21	933.71	44.98	60.00	37.50
股权融资	(47.24)	719.84	(25.18)	15.23	1.09
其他	(1,098.32)	(922.90)	(970.08)	(163.51)	(195.23)
筹资活动现金流	(356.36)	730.65	(950.28)	(88.29)	(156.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(382.19)	791.14	(553.53)	(273.47)	493.68

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,889.66	2,065.63	1,805.18	2,350.38	2,591.25
营业成本	896.75	979.65	1,025.35	1,191.56	1,263.72
营业税金及附加	16.67	20.54	15.99	21.64	24.20
营业费用	425.03	451.40	379.09	505.33	570.07
管理费用	321.41	350.08	306.88	399.57	427.56
财务费用	47.24	51.03	25.18	(0.60)	(1.09)
资产减值损失	1.50	2.19	3.67	2.45	2.77
公允价值变动收益	0.35	0.00	4.49	(2.73)	0.32
投资净收益	2.20	13.41	7.89	7.89	7.89
其他	(5.11)	(26.83)	(24.76)	(10.31)	(16.43)
营业利润	183.61	224.15	61.40	235.58	312.23
营业外收入	19.19	29.03	32.34	26.85	29.41
营业外支出	12.74	5.36	9.13	9.08	7.86
利润总额	190.06	247.82	84.61	253.36	333.78
所得税	24.95	29.78	10.75	31.97	41.54
净利润	165.11	218.05	73.86	221.39	292.24
少数股东损益	(5.02)	(4.04)	(2.28)	(5.89)	(7.40)
归属于母公司净利润	170.12	222.09	76.14	227.28	299.64
每股收益(元)	0.22	0.28	0.10	0.28	0.37

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	16.29%	9.31%	-12.61%	30.20%	10.25%
营业利润	102.59%	22.08%	-72.61%	283.70%	32.53%
归属于母公司净利润	43.93%	30.55%	-65.72%	198.52%	31.84%
获利能力					
毛利率	52.54%	52.57%	43.20%	49.30%	51.23%
净利率	9.00%	10.75%	4.22%	9.67%	11.56%
ROE	9.39%	8.29%	2.80%	7.99%	9.96%
ROIC	9.35%	10.53%	3.10%	9.51%	10.62%
偿债能力					
资产负债率	42.86%	37.01%	17.08%	22.25%	16.91%
净负债率	-6.89%	13.70%	-13.81%	1.87%	18.82%
流动比率	0.92	1.46	2.45	2.12	2.96
速动比率	0.63	1.19	1.76	1.39	2.28
营运能力					
应收账款周转率	8.03	8.79	8.45	10.97	10.97
存货周转率	6.31	5.80	5.23	5.72	6.06
总资产周转率	0.59	0.56	0.48	0.68	0.72
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.28	0.10	0.28	0.37
每股经营现金流	0.23	0.18	0.58	-0.15	0.88
每股净资产	2.30	3.41	3.46	3.55	3.75
估值比率					
市盈率	47.51	36.39	106.17	36.22	27.48
市净率	4.46	3.02	2.97	2.90	2.74
EV/EBITDA	18.31	29.36	41.88	24.02	18.11
EV/EBIT	28.28	43.80	86.89	33.85	23.88

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com