



## 2017年Q1营销改革初见成效，未来业绩反转可期

2017.04.27

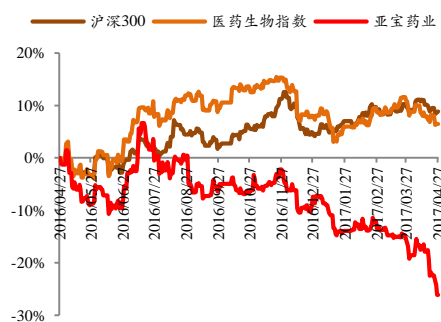
唐爱金(分析师)	陈家华(研究助理)	冯俊曦(研究助理)
电话: 020-88836115	020-88836115	020-88836115
邮箱: tangajj@gzgzhs.com.cn	Chenjiahua@gzgzhs.com.cn	Fengjx@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310516100001		

## 强烈推荐

现价:	7.72
目标价:	9.45
股价空间:	22%

医药生物行业

### 行业指数走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
亚宝药业	-12.56	-14.18	-21.22
医药生物	-4.07	0.43	-6.30
沪深300	-0.94	1.69	2.31

### 事件:

2017年4月26日，公司发布业绩公告：16年公司实现营收18.06亿元，同比下降12.56%；归母净利润2252万元，同比下降89.86%；17年Q1实现营收5.60亿元，同比增长0.88%；归母净利润4063万元，同比下降41.74%。

### 点评:

#### ● 营销改革和控货策略导致2016年净利润出现同比下滑:

为积极应对外部市场的变化，公司将销售模式由渠道驱动转向终端拉动，对渠道产品采取了控货策略。公司丁桂儿脐贴、珍菊降压片等高毛利产品受控货影响，销售收入同比下降，导致报告期内归母净利润同比下降89.86%。

#### ● 营销改革初见成效，2017年业绩有望实现反转:

短期内，随着公司库存清理的结束、二胎放开与儿童药利好等政策驱动，业绩有望逐步恢复。2017年Q1公司实现归母净利润4063万元，远高于2016年全年净利润2252万元，2017年业绩反转可期；长期内，营销改革利好公司，目前已初见成效，公司合作经销商已由50余家增至800余家，并全部实现数据直连，销售网络覆盖32万家药店和诊所，为终端拉动模式改革奠定坚实基础。

#### ● 收购清松制药75%股权，公司研发生产实力得到提升:

公司收购清松制药，该公司主要进行原料药及高端中间体的研发生产。此次收购有利于公司优化工艺、降低制剂生产成本、提升产品质量，并有效协助公司完成一致性评价工作。此外，清松制药拥有国际水准的原料药生产工艺技术，长期接受海外客户委托开展定制化产品生产及技术研发业务，现成的海外客户资源有望助力公司海外业务的拓展。

#### ● 公司提速国际化创新战略步伐，研发投入持续增加:

亚宝创新药研究院目前已有包括糖尿病药、败血症、帕金森等7个创新药项目，与礼来的糖尿病药物已进入国内I期临床阶段。公司近期已与国外制药公司合作开展了多种创新药的研发，并引入国外先进人才及技术提升亚宝研发水平。2016年公司完成自主立项27项，研发投入达到1.48亿，同比增长35.95%，未来公司将进一步提升药品研发和国际合作开发能力。

#### ● 盈利预测与估值:

根据公司目前经营状况，我们测算公司17-19年EPS分别为0.27、0.38、0.48元，对应PE分别为29倍、20倍、16倍。考虑到未来业绩成长性，给予公司35倍PE，对应目标价9.45元/股，较2017/4/27收盘价7.72元/股，存在22%上涨空间，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

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1806.11	2277.64	2953.92	3618.67
同比(%)	-12.56%	26.11%	29.69%	22.50%
归属母公司净利润	22.52	208.67	299.15	374.43
同比(%)	-89.86%	826.51%	43.36%	25.16%
每股收益(元)	0.03	0.27	0.38	0.48
P/E	269.78	29.12	20.31	16.23
P/B	2.32	2.16	1.98	1.78
EV/EBITDA	13.15	13.70	10.98	9.17

### 基本资料

总市值(亿元)	61.94
总股本(亿股)	7.87
流通股比例	87.9%
资产负债率	36.98%
大股东	亚宝投资集团
大股东持股比例	24.77%

### 相关报告

- 广证恒生-亚宝药业(600351)-公告点评-业绩基本符合预期，未来有望30%持续高速增长-2016.01.15
- 广证恒生-亚宝药业(600351)-公告点评-丁桂儿脐贴控销拖累短期业绩，长期利好盈利能力-2016.04.01
- 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-2016.04.20
- 广证恒生-亚宝药业(600351)-公告点评-营销改革渠道限货清库存，中期业绩低于预期-2016.08.31
- 广证恒生-亚宝药业(600351)-公告点评-6.1亿收购清松制药75%股权，增强研发能力利于国际化-2016.09.27



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1589.95	1932.07	2166.19	2538.01	<b>经营活动现金流</b>	155.95	460.03	352.87	595.37
现金	503.33	759.18	631.25	695.21	净利润	27.04	208.67	299.15	374.43
应收账款	356.70	350.28	518.84	596.06	折旧摊销	159.68	156.63	201.17	250.06
其它应收款	37.49	29.68	49.90	54.14	财务费用	29.46	53.82	73.95	97.78
预付账款	46.86	58.91	67.17	85.38	投资损失	0.20	0.00	0.00	0.00
存货	481.76	451.00	593.77	701.86	营运资金变动	-16.86	20.96	-258.78	-153.90
其他	163.82	283.02	305.26	405.36	其它	-43.57	19.94	37.38	27.01
<b>非流动资产</b>	2615.56	2822.19	3459.27	3907.91	<b>投资活动现金流</b>	-587.43	-353.65	-843.60	-696.38
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-84.46	-465.71	-694.57	-669.60
固定资产	1793.67	2166.93	2690.02	3131.88	长期投资	-13.15	-0.64	0.32	-0.16
无形资产	202.24	235.96	294.51	348.95	其他	-489.82	112.70	-149.35	-26.63
其他	619.64	419.31	474.73	427.08	<b>筹资活动现金流</b>	-57.19	149.47	362.80	164.97
<b>资产总计</b>	4205.51	4754.26	5625.46	6445.92	短期借款	60.00	218.47	484.22	294.07
<b>流动负债</b>	1328.52	1654.30	2241.31	2689.34	长期借款	-32.17	0.03	0.02	0.03
短期借款	880.00	1098.47	1582.69	1876.76	其他	-85.01	-69.02	-121.44	-129.12
应付账款	169.69	189.08	228.05	281.59	<b>现金净增加额</b>	-488.66	255.85	-127.93	63.96
其他	278.83	366.75	430.57	530.99					
<b>非流动负债</b>	146.64	153.50	152.51	149.44	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	47.19	47.22	47.24	47.27	<b>成长能力</b>				
其他	99.45	106.28	105.27	102.17	营业收入增长率	-0.13	0.26	0.30	0.23
<b>负债合计</b>	1475.16	1807.80	2393.82	2838.78	营业利润增长率	-1.27	4.75	0.50	0.26
少数股东权益	106.04	129.23	162.47	195.03	归属于母公司净利润增	-0.90	8.27	0.43	0.25
归属母公司股东权益	2624.31	2817.23	3069.17	3412.11	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	4205.51	4754.26	5625.46	6445.92	毛利率	0.44	0.54	0.56	0.56
					净利率	0.01	0.10	0.11	0.11
					ROE	0.01	0.07	0.10	0.11
					ROIC	0.02	0.07	0.08	0.09
					<b>偿债能力</b>				
<b>利润表</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	资产负债率	0.35	0.38	0.43	0.44
营业收入	1806.11	2277.64	2953.92	3618.67	净负债比率	0.65	0.65	0.69	0.69
营业成本	1009.67	1044.36	1306.45	1583.74	流动比率	1.20	1.17	0.97	0.94
营业税金及附加	27.48	7.52	9.75	11.94	速动比率	0.83	0.90	0.70	0.68
营业费用	438.43	523.86	679.40	832.29	<b>营运能力</b>				
管理费用	360.83	409.97	531.71	651.36	总资产周转率	0.43	0.51	0.57	0.60
财务费用	29.46	53.82	73.95	97.78	应收账款周转率	6.18	6.44	6.80	6.49
资产减值损失	0.33	11.39	11.82	13.75	应付账款周转率	5.61	5.82	6.26	6.22
公允价值变动收益	-0.12	-0.06	-0.09	-0.07	<b>每股指标 (元)</b>				
投资净收益	-0.20	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)	0.03	0.27	0.38	0.48
<b>营业利润</b>	-60.42	226.66	340.76	427.73	每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.58	0.45	0.76
营业外收入	94.95	47.72	48.00	48.00	每股净资产(最新摊薄)	3.33	3.58	3.90	4.34
营业外支出	6.72	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
<b>利润总额</b>	27.82	274.38	388.76	475.73	P/E	269.78	29.12	20.31	16.23
所得税	0.78	42.53	56.37	68.74	P/B	2.32	2.16	1.98	1.78
<b>净利润</b>	27.04	231.85	332.39	406.99	EV/EBITDA	13.15	13.70	10.98	9.17
少数股东损益	4.52	23.19	33.24	32.56					
归属母公司净利润	22.52	208.67	299.15	374.43					
EBITDA	235.06	484.83	663.88	823.57					
EPS (摊薄)	0.03	0.27	0.38	0.48					

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 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。