

2017年07月09日

亚宝药业 (600351.SH)

营销改革渠道库存清理完成 2017 年预计迎来显著业绩拐点，丁桂儿脐贴具备广阔提价潜力与空间

■2017 年是公司的经营拐点与业绩反转之年，公司 1 季度业绩已开始恢复正常，我们预计，2 季度开始，公司经营业绩有望进一步改善：2016 年坚定实施了营销模式改革方案：直接对接有终端覆盖力的经销商+推行终端数据直连。据公告，截至 2016 年 10 月，公司已实现了对近 700 家经销商数据直连，掌握了 25 万家终端药店销售数据，公司渠道库存也实现大幅下降至 2 亿元左右，相比 2016 年年初 5 亿元左右的渠道库存量已经显著下降，我们预计，公司目前渠道库存已经基本清理完毕，轻装上阵。从一季度来看，母公司（公司净利润基本全部来自母公司）实现收入 2.83 亿元，净利润 6062 万元，已基本恢复至渠道库存清理前的水平。我们判断，1 季度公司产品开始恢复正常销售，但存在一个正常爬坡的过程，二季度有望进一步回升。全年来看，公司整体收入及净利润恢复甚至超出 2015 年水平将是大概率事件（我们预计，公司 2017 年的税后研发费用比 2015 年增加不足 5000 万元，而公司 2017 年并购的清松药业承诺利润 6360 万元，有望为公司增厚净利润 3000-4000 万元，再考虑到其他品种的增长，多个子公司相比 2015 年有望减亏，因此，我们预计除母公司外的净利润部分有望与 2015 年持平）。

■丁桂儿脐贴未来 3-5 年有望维持 15%左右的增速，后续增长点有望来自提价：再经过 2-3 年的内生式增长，丁桂销售量预计将接近上限，我们判断，后续的超额收益将主要来自于产品提价。儿童药的受众对品牌的敏感度高、价格的敏感度相对较低。丁桂儿脐贴历经多年的市场推广，已经成为深入人心的儿童药产品，具备提价基础。从行业内其他品牌儿童药来看，强品牌儿童药提价已经成为大势所趋。丁桂儿脐贴当前价格非常低，我们预测，2018 年后，每年销量有望提升 5%，价格有望提升 5-10%，丁桂儿每年收入增速有望维持在 15%左右，利润增速有望受益提价效应超过收入增速达到 20%。

■大股东以 8.20 元价格参与三年期定增：2015 年 12 月，公司实施了 3 年期定增，募集资金 7.8 亿元，参与机构包括亚宝投资（大股东）、山西省经济建设投资集团有限公司、华夏人寿保险股份有限公司等，其中，大股东亚宝投资以 8.20 元的价格参与定增，认购 4598.78 万股，对应金额 3.8 亿元。该定增项目将于 2018 年 12 月解禁，当前股价仅在上述定增价附近。

■董监高连续增持彰显信心：今年 5 月以来以副总经理任伟为首的 6 位公司董监高先后增持 114.5 万股，价格位于 7.18-7.55 元之间，虽然金额不高，但彰显出公司管理层对未来发展的强烈信心和态度。

■公司儿科药品产品梯队丰富，以“丁桂儿脐贴”为核心品种，在国内儿科用药市场上已完成品牌力的原始累计，在即将到来的儿童大潮之

公司深度分析

证券研究报告

中成药

投资评级 **买入-A**
维持评级

12 个月目标价：**11.00 元**
股价 (2017-07-07) **8.27 元**

交易数据

总市值 (百万元)	6,508.83
流通市值 (百万元)	5,722.84
总股本 (百万股)	787.04
流通股本 (百万股)	692.00
12 个月价格区间	7.03/11.36 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.75	-4.54	-27.08
绝对收益	11.89	-6.63	-19.39

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006
cuiwl@essence.com.cn
010-83321412

徐嘉辰

报告联系人

xujc1@essence.com.cn
010-83321076

孔令岩

报告联系人

kongly@essence.com.cn

相关报告

亚宝药业：亚宝药业首次覆盖/吴永强 2016-12-05

中，有望成为最受益标的之一。其中，去年新上市的**蕙芽健脾凝胶**发展潜力最大，该品种作为独家品种，针对儿童厌食等适应症空间非常广阔，按照5岁以下儿童20-30%渗透率计算，长期看具备5~10亿元的销售潜力：在二胎放开的带动下，2016年新生儿呈现叠加式恢复性增长，新生儿数量高达1847万。而根据我们跟踪各地新生儿建卡数据等新生儿增量的先行指标来看，各省市的建卡数量依然维持高速增长，因此我们预计今年新生儿数量有望超过2000万。我们预计未来2-3年我国新生儿数量将维持高位，儿童总数量将在未来几年中保持在较高水平。强品牌儿童药企业将成为“二胎放量”、“消费升级”两大逻辑驱动下的优选标的。

■投资建议：

2016年是公司营销改革阵痛之年，公司盈利和估值都双双跌至历史底部，我们判断，2017年是公司经营拐点和业绩显著改善之年，我们预计，公司今年在丁桂儿脐贴大幅恢复性增长的背景下，有望实现2.2亿元左右净利润，主要增长点包括：1) 丁桂儿脐贴恢复正常发货；且利润率预计有所提升；2) 消肿止痛贴在继续平稳增长，相比2015年有望实现20%销量增长；3) 其他品种继续保持快速增长，实现公司多个子公司的减亏，蕙芽健脾凝胶自今年起开始快速放量；4) 2016年新并购清松药业（并表75%，2017年承诺净利润6360万元），从一定程度上消除研发费用增加带来的拖累。

展望2018年：1) 丁桂儿脐贴销量的增长维持5%~10%，但考虑对标市场上其他强品牌儿童药，我们认为存在持续提价预期；2) 清松药业2018年承诺净利润7632万元，相比2017年带来增量净利润贡献约1000多万元。3) 消肿止痛贴继续保持平稳增长，其他品种由于基数较低，继续保持快速增长，特别是蕙芽健脾凝胶2018年有望实现5000万以上收入。综上，我们预计，公司2018年有望实现3亿元以上净利润。

考虑到其估值处于相对历史底部，且业绩有望开始加速改善和反转，考虑到下半年适时估值切换后带来的修复，我们认为公司具有显著投资价值。我们预计公司2017-2019年的收入增速分别为43.29%、11.95%、14.26%，EPS分别为0.26/0.38/0.46元，对应当前股价，PE分别为32/22/18X；给予买入-A的投资评级，未来12个月目标价为11.00元。

■风险提示：丁桂儿脐贴及消肿止痛贴销售不达预期；研发费用持续拖累业绩

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
-------	------	------	-------	-------	-------

主营收入	2,065.6	1,806.1	2,588.1	2,897.3	3,310.3
净利润	222.1	22.5	206.3	299.3	363.5
每股收益(元)	0.28	0.03	0.26	0.38	0.46
每股净资产(元)	3.41	3.33	3.44	3.61	3.79
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	29.6	291.8	31.8	22.0	18.1
市净率(倍)	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2
净利润率	10.8%	1.2%	8.0%	10.3%	11.0%
净资产收益率	8.1%	1.0%	7.6%	10.7%	12.7%
股息收益率	1.2%	0.2%	1.9%	2.5%	3.4%
ROIC	10.5%	-1.2%	6.2%	9.7%	11.6%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 核心投资逻辑	6
1.1. 2017 年是公司的经营拐点与业绩反转之年，公司 1 季度业绩已经逐渐恢复正常，我们预计，2 季度开始，公司单季度经营有望进一步逐季度改善.....	6
1.2. 丁桂儿脐贴未来 3-5 年有望维持 15%左右的增速.....	6
1.3. 大股东以 8.20 元价格参与三年期定增.....	6
1.4. 董监高连续增持彰显信心.....	6
1.5. 公司拥有丰富儿科产品梯队，预计蕙芽健脾凝胶是下一个 5~10 亿潜力品种.....	7
1.6. 投资建议.....	7
2. 业绩触底反弹趋势明显，今年有望达到 2015 年历史最好水平	7
2.1. 2016 年销售体系改革背景：政策驱动+渠道库存过饱和.....	7
2.2. 营销改革：限制发货+直接对接有终端覆盖力的经销商+推行终端数据直连.....	8
2.3. 今年以来，公司业绩触底回升趋势明显.....	8
3. 丁桂儿脐贴，业绩恢复性增长的发动机	9
3.1. 潜在市场空间超十亿的重磅儿童药.....	9
3.2. 渠道库存清理完毕，2017 年丁桂儿脐贴收入有望翻倍以上.....	10
3.3. 丁桂儿脐贴已成为深入人心的品牌儿童药，价格有望持续上涨.....	11
4. 消肿止痛贴：基层医疗市场空间大，产品渗透率与销售覆盖率可进一步挖潜	11
5. 儿童药：我国正迎来新一轮婴儿潮，儿童药将明显受益	13
5.1. 蕙芽健脾凝胶有望成为公司继丁桂儿脐贴后下一个 5~10 亿元级别重磅品种.....	13
5.2. 儿童清咽解热口服液.....	14
5.3. 葡萄糖酸锌口服液和葡萄糖酸钙口服液.....	14
6. 研发投入过大对业绩形成拖累，期待后续合理平衡	15
7. 公司股权结构、近期定增与高管增持	17
8. 投资建议	18
9. 风险提示	19

图表目录

图 1：公司营销模式改革示意图.....	8
图 2：公司近 5 年业绩变化.....	9
图 3：母公司逐季度业绩变化.....	9
图 4：丁桂儿脐贴.....	9
图 5：我国新生儿放量趋势明显.....	10
图 6：丁桂儿脐贴重点城市零售终端增速.....	10
图 7：母公司近五年来两费费率均值约为 28%.....	10
图 8：消肿止痛贴历年销售额.....	12
图 9：消肿止痛贴历年销售量.....	12
图 10：我国基层医疗机构历年诊疗次数.....	12
图 11：蕙芽健脾凝胶.....	14
图 12：2015 年样本零售药店葡萄糖酸锌口服液竞争格局.....	15
图 13：2015 年样本零售药店葡萄糖酸钙口服液竞争格局.....	15
图 14：公司葡萄糖酸锌口服液和葡萄糖酸钙口服液销售量（万支）.....	15

图 15: 苏州亚宝研发管线.....	16
图 16: 公司历年投入研发费用.....	17
图 17: 研发费用率同业对比	17
图 18: 公司股权结构图.....	17
表 1: 丁桂儿脐贴盈利预测	11
表 2: 定向增发情况	18
表 3: 近期董监高增持一览	18

1. 核心投资逻辑

1.1. 2017 年是公司的经营拐点与业绩反转之年，公司 1 季度业绩已经逐渐恢复正常，我们预计，2 季度开始，公司单季度经营有望进一步逐季度改善

公司的业绩主要依靠丁桂儿脐贴、消肿止痛贴等 OTC 品种拉动，先前主要通过经销商代理，销往药店及终端诊所。去年以来，医药流通行业在政策导向下发生重大变革，渠道缩减的短中期趋势逐步明朗化。借着政策东风，公司开始着手商业模式的改革，解决渠道库存这一历史顽疾。商业模式的调整伴随着的是限制发货所带来的短期业绩阵痛，2016 年公司营业收入同比下降 12.58%，扣非净利润自 2002 年上市以来首次出现亏损。而公司坚定地实施了改革方案：直接对接有终端覆盖力的经销商+推行终端数据直连。据公告，截至 2016 年 10 月，公司已实现了对近 700 家经销商数据直连，掌握了 25 万家终端药店销售数据；公司渠道库存也实现大幅下降至 2 亿元左右，相比 2016 年年初 5 亿元左右的渠道库存量显著下降，我们预计，公司目前渠道库存已经基本清理完毕，轻装上阵。

从一季度来看，母公司（公司净利润基本全部来自母公司，母公司包含丁桂儿脐贴和消肿止痛贴两大核心品种有望贡献 90%以上净利润）实现收入 2.8 亿元，净利润 6062 万元，已基本恢复至渠道库存清理前的水平，我们判断，1 季度公司产品开始恢复正常销售，但始终存在在一个正常爬坡的过程，公司业绩从二季度开始有望进一步回升，全年来看，公司整体收入及净利润有望恢复甚至超出 2015 年水平是大概率事件（我们预计，公司 2017 年的税后研发费用比 2015 年增加不足 5000 万元，而公司 2017 年并购的清松药业承诺利润 6360 万元，有望为公司增厚净利润 3000-4000 万元，再考虑到其他品种的增长，多个子公司相比 2015 年有望减亏，因此，我们预计除母公司外的净利润部分有望与 2015 年持平）。

1.2. 丁桂儿脐贴未来 3-5 年有望维持 15%左右的增速

再经过 2-3 年的内生式增长，丁桂销售量有望达到 16000-18000 贴，预计将达到销售上限的 70%左右，后续销量每年增长很难再突破 10%，我们判断，后续的超额收益将主要来自于产品提价。儿童药的受众对品牌的敏感度高、价格的敏感度相对较低。丁桂儿脐贴历经多年的市场推广，已经成为深入人心的儿童药产品，拥有较强的客户黏度，市场份额相对稳定，具备提价基础。从行业内其他品牌儿童药来看，强势儿童药品种都在陆续提价，2016 年小儿豉翘颗粒出厂价提高约 4%，伊可新提价 11%，强品牌儿童药提价已经成为大势所趋。我们预测，2018 年后，每年销量有望提升 5~10%，价格有望提升 5-10%，丁桂儿每年收入增速有望维持在 15%左右，利润增速有望受益提价效应超过收入增速达到 20%。

1.3. 大股东以 8.20 元价格参与三年期定增

2015 年 12 月，公司实施了 3 年期定增，募集资金 7.8 亿元，参与机构包括山西亚宝投资有限公司（大股东）、山西省经济建设投资集团有限公司、华夏人寿保险股份有限公司、李天虎、新余市合盛锦禾投资管理中心（有限合伙）、北京民生新晖投资合伙企业（有限合伙）、嘉兴天璇海容创业投资合伙企业（有限合伙），其中，大股东亚宝投资以 8.20 元的价格参与定增，认购 4598.78 万股，对应金额 3.8 亿元。该定增项目将于 2018 年 12 月解禁，当前股价仅在上述定增价附近。

1.4. 董监高连续增持彰显信心

今年 5 月以来以副总经理任伟为首的 6 位公司董监高先后增持 114.5 万股，价格位于 7.18-7.55 元之间，虽然金额不高，但彰显出公司管理层对未来发展的强烈信心和态度。

1.5. 公司拥有丰富儿科产品梯队，预计蕙芽健脾凝胶是下一个 5~10 亿潜力品种

公司拥有多个儿科品种，产品梯队丰富，以“丁桂儿脐贴”为核心品种，在国内儿科用药市场上已完成品牌力的原始累计，在即将到来的儿童大潮之中，有望成为最受益标的之一。其中，去年新上市的蕙芽健脾凝胶发展潜力最大。考虑到该品种作为独家品种，针对儿童厌食等适应症空间非常广阔，且剂型独特易受儿童青睐。根据卫计委统计的新生儿数量，5 岁以下潜在受众儿童高达 8000 万人，按照 20-30% 渗透率，且每年一盒 36 元计算，长期看将具备 5~10 亿元的销售潜力。

在二胎放开的带动下，2016 年新生儿呈现叠加式恢复性增长，2016 年我国新生儿数量高达 1847 万。而根据我们跟踪各地新生儿建卡数据等新生儿增量的先行指标来看，各省市的建卡数量依然维持高速增长，因此我们预计今年新生儿数量有望超过 2000 万。我们预计未来 2-3 年我国新生儿数量将维持高位，儿童总数量将在未来几年中保持在较高水平。强品牌儿童药企业将成为“二胎放量”、“消费升级”两大逻辑驱动下的优选标的。

1.6. 投资建议

2016 年是公司营销改革阵痛之年，公司盈利和股价都双双跌至历史低位，我们判断，2017 年是公司经营拐点和业绩显著改善之年，我们预计，公司今年在丁桂儿脐贴大幅增长和其他品种高增长的背景下，有望实现 2.2 亿元左右净利润，主要增长点包括：1) 丁桂儿脐贴恢复正常发货；且利润率预计有所提升；2) 消肿止痛贴在继续平稳增长，相比 2015 年有望实现 20% 销量增长；3) 其他品种继续保持快速增长，实现公司多个子公司的减亏，蕙芽健脾凝胶自今年起开始快速放量；4) 2016 年新并购清松药业（并表 75%，2017 年承诺净利润 6360 万元），从而在一定程度上消除研发费用增加带来的拖累。

展望 2018 年：1) 随着公司营销改革带来的成效进一步体现，及近两年新生儿数量显著增加，丁桂儿脐贴将在 2017 年基础上继续保持 20%~30% 较快增长，有望为公司带来 6000 万元净利润增量；2) 清松药业 2018 年承诺净利润 7632 万元，相比 2017 年带来增量净利润贡献 1000 多万元。3) 消肿止痛贴继续保持平稳增长，其他品种由于基数较低，继续保持快速增长，特别是蕙芽健脾凝胶 2018 年有望实现 5000 万以上收入。综上，我们预计，公司 2018 年有望实现 3 亿元以上净利润。

考虑到其估值处于相对历史底部，且业绩有望开始加速改善和反转，考虑到下半年适时估值切换后带来的修复，我们认为公司具有显著投资价值。我们预计，公司 2017-2019 年的收入增速分别为 43.29%、11.95%、14.26%，EPS 分别为 0.26/0.38/0.46 元，对应当前股价，PE 分别为 32/22/18X；给予买入-A 的投资评级，未来 12 个月目标价为 11.00 元。

2. 业绩触底反弹趋势明显，今年有望达到 2015 年历史最好水平

2.1. 2016 年销售体系改革背景：政策驱动+渠道库存过饱和

2016 年，两票制、营改增等政策相继落地，加之国务院 94 号文《关于整治药品流通领域违法经营行为的公告》的发布，要求各地对药品流通领域违法经营行为开展集中整治，渠道缩减成为医药行业短中期发展趋势，商业流通企业面临全面洗牌。在此背景下，工业企业开始寻求与真正有终端覆盖力且经营规范的优质医药商业公司开展合作。

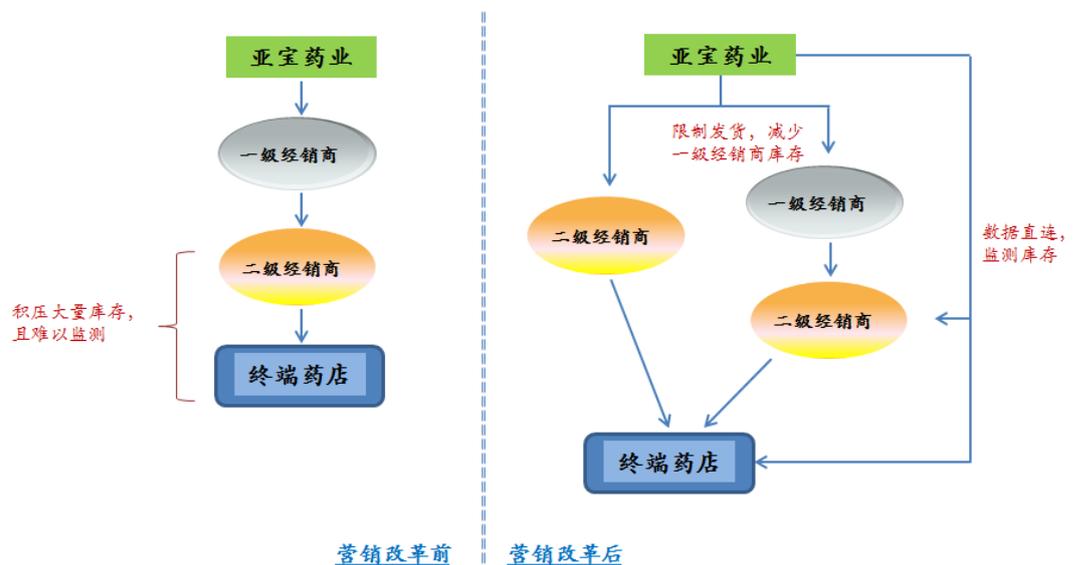
公司传统销售模式为渠道驱动模式，只向 50 余家一级经销商进行发货，并进行货款结算，一级经销商通过自有渠道向下游经销商进行配送销售，由下游经销商将药品卖往终端药店及诊所。此模式下公司只与一级经销商发生业务关系，而一级以下经销商和终端销售则完全依赖渠道驱动实现自然销售。该模式下渠道链条较长，为保证终端及时供货，各级经销商均要保持一定数量的产品储备，造成大量的渠道库存积压，对公司生产和销售计划的制定十分不

便，且易造成较大的业绩波动。根据公司 2016 年 5 月的摸底估算，各级经销商储备库存曾将近 5 亿元，占到公司 2015 年工业板块总收入的 38%（我们预计目前已经全部消化完毕、轻装上阵）。

2.2. 营销改革：限制发货+直接对接有终端覆盖力的经销商+推行终端数据直连

公司自 2016 年二季度开始，主动对商务销售模式进行改革：首先通过限制发货，降低各级经销商手中的库存，降低产品积压的风险；此外，公司直接对接了大量有终端覆盖能力的二级经销商，使销售资源向终端倾斜，实行渠道销售的扁平化管理；同时，公司着力推动数据直连，实现对渠道商及销售终端的库存监测，使未来发货能够与终端需求更好地匹配，营销计划得以有的放矢。据公告，截至 2016 年 10 月，公司已实现了对近 700 家经销商数据直连，掌握了 25 万家终端药店销售数据；截至 2016 年 10 月，公司渠道库存也实现大幅下降至 2 亿元左右，基本回到合理水平，考虑到去年四季度收入跌至近两年来最低点，我们判断渠道库存到今年年初大概率已经清完。

图 1：公司营销模式改革示意图



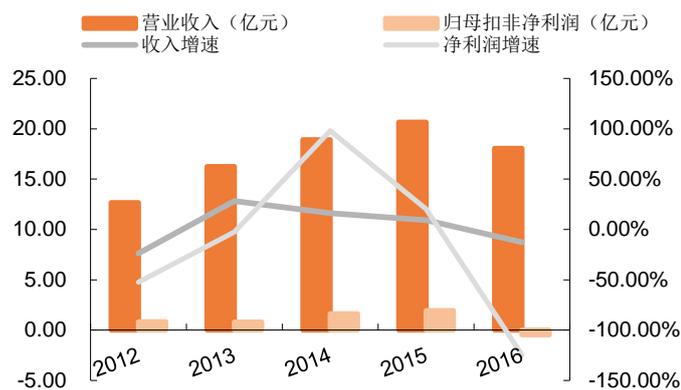
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 今年以来，公司业绩触底回升趋势明显

受到清理渠道库存行动的压制，公司 2016 年营业收入同比下降 12.58%，扣非净利润自 2002 年上市以来首次出现亏损。由于高毛利率的丁桂儿脐贴收入反映在母公司体内，母公司业绩更能反映清理库存所造成的影响，2016 年，母公司营收同比下降 36.24%，净利润同比下降 98.86%，尤其是四季度，单季度收入创下两年内新低，亏损额高达 5235 万元。

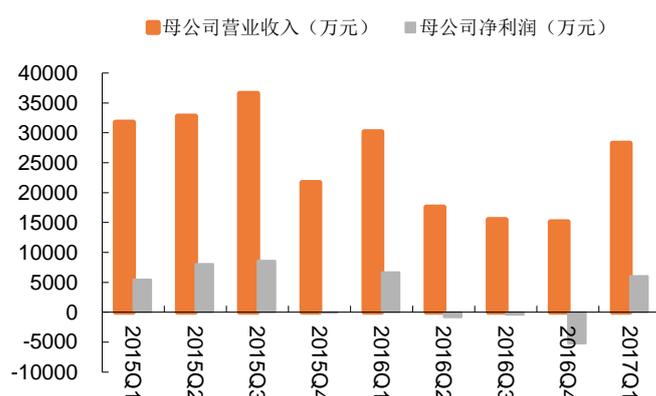
今年，公司销售改革已基本完成，得以轻装上阵。2017 年一季度母公司实现收入 2.8 亿元，净利润 6062 万元，从单季度母公司收入和净利润来看，已基本恢复至渠道库存清理前的水平，我们判断，清理库存后的品种销售恢复正常存在一个过渡爬坡过程，随着高毛利品种丁桂儿脐贴的恢复性增长，我们预计公司业绩从二季度开始有望环比进一步显著增加，全年来看，公司整体收入及净利润恢复至甚至超出 2015 年水平将是大概率事件。

图 2：公司近 5 年业绩变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：母公司逐季度业绩变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 丁桂儿脐贴，业绩恢复性增长的发动机

3.1. 潜在市场空间超十亿的重磅儿童药

丁桂儿脐贴是公司儿童腹泻用药的主导产品，主要用于婴幼儿及少儿的腹泻、腹痛、消化不良等病症，使用方便，疗效显著，毒副作用小，利用脐部给药途径，规避了儿童天生对打针、吃药的恐惧意识，临床观察结果表明，对于 3 个月-3 岁的患儿，丁桂儿脐贴经皮给药有效率达到 90% 以上。该品种上市多年以来，受到市场的广泛认可，已形成较强的品牌力。

小儿腹痛腹泻症拥有庞大的患者群体。据世界卫生组织统计，除中国外，全世界每年有十亿人患腹泻，其中 5 亿人发生在第三世界，导致每年 500 万幼儿死亡。根据我国卫生部疾病控制司组织的针对全国 20 个省、市的入户调查，我国腹泻病年发病率约为 0.7 次/人，5 岁以下小儿年发病率为 1.9 次/人，目前我国 5 岁以下儿童大约在 8500 万人左右，未来随着二孩家庭的进一步增多，有望达到 1 亿人次，每年患腹泻幼儿人数约 1.6-1.9 亿人次，因此，丁桂儿脐贴理论市场空间为 4.8-5.7 亿贴（根据说明书，每个疗程使用 3 贴）。据公司公告，丁桂儿脐贴占据了国内儿童外用止泻贴剂 90% 以上市场份额，稳居儿科腹泻药品前三名。基于良好的疗效和有效的市场推广策略，及公司 2016 年营销渠道改革后带来的效率提升，丁桂儿脐贴市场需求巨大，严重供不应求，预计市场渗透率有望达到 50% 左右，可销售 2.5 亿贴，按照每贴 4 元计算（根据前几年销售价格均值，不考虑涨价预期），可实现收入超过 10 亿元，相比于 2015 年的销售峰值，还有翻倍的增长空间。

图 4：丁桂儿脐贴



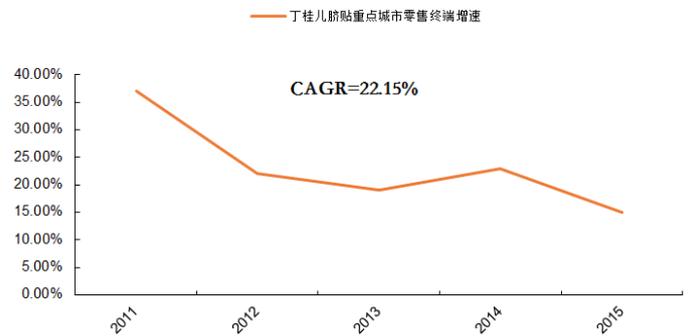
资料来源：网络资料，安信证券研究中心

图 5：我国新生儿放量趋势明显



资料来源：卫计委，安信证券研究中心

图 6：丁桂儿脐贴重点城市零售终端增速



资料来源：南方所，安信证券研究中心

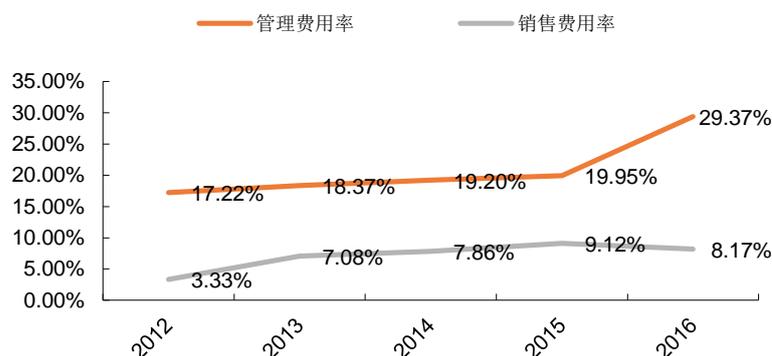
3.2. 渠道库存清理完毕，2017 年丁桂儿脐贴收入有望翻倍以上

丁桂儿作为公司核心品种，以零售药店为主战场，通过经销商代理销售，是渠道中的主要库存品种，因此，在本轮“清库存”行动中，也是受负面影响最大的品种，2016 年同比下滑 56.21%。由于该品种是公司最主要的利润来源，对公司整体业绩拖累较重。

事实上，不止丁桂儿脐贴，除了代理模式销售的消肿止痛贴外，公司其他 OTC 渠道的品种如硝苯地平缓释片等 2016 年销售都受到明显影响出现下滑。

然而，随着营销改革到位、渠道库存清理完毕，公司丁桂儿脐贴收入相比 2016 年有望翻倍增长，体现终端真实销售情况。从一季度业绩来看，丁桂儿已经基本恢复正常发货，考虑到原本每年 15-20%的自然增长，今年丁桂儿在 2015 年 5.36 亿元的基础上实现 10~15%左右的收入增速将是大概率事件，预计今年收入有望达到 5~6 亿元左右。

图 7：母公司近五年来两费率均值约为 28%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 1：丁桂儿脐贴盈利预测

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
丁桂儿脐贴收入 (万元)	31671	39094	51845	53614	23475	61600	71810	86025
收入增速	N/A	23.44%	32.62%	3.41%	-56.21%	162.41%	16.57%	19.80%
销售量 (万贴)	8741	10443	12,952.00	13,103.21	6,185.20	15,068.69	16,700.00	18,500.00
平均单价 (元/贴)	3.62	3.74	4.00	4.09	3.80	4.09	4.30	4.65
毛利率	85.62%	85.90%	88.39%	86.99%	80.11%	81.00%	81.00%	82.00%
净利率	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
净利润 (万元)	12668.42	15637.73	20738.20	21445.65	9389.98	24640.00	28720.00	34410.00

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3. 丁桂儿脐贴已成为深入人心的品牌儿童药，价格有望持续上涨

再经过 2-3 年的内生式增长，丁桂销售量有望达到 16000-18000 贴，预计将达到销售上限的 70%左右，后续销量增长很难再突破 10%，我们判断，后续的超额收益将主要来自于产品提价。儿童药的受众对品牌的敏感度高、价格的敏感度相对较低。丁桂儿脐贴历经多年的市场推广，已经成为深入人心的儿童药产品，拥有较强的客户黏度，市场份额相对稳定，已经具备提价基础。从行业内其他品牌儿童药来看，2016 年小儿豉翘颗粒出厂价提高约 4%，伊可新提价 11%，强品牌儿童药提价已经成为大势所趋。我们预测，2018 年后，每年销量有望提升 5%，价格有望提升 5-10%，丁桂儿每年收入增速有望维持在 15%左右。

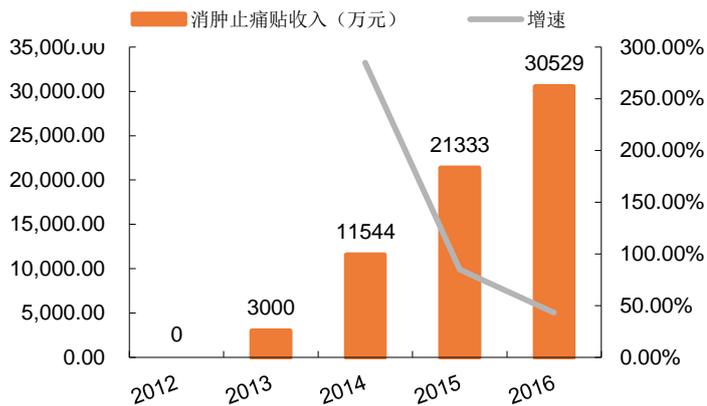
4. 消肿止痛贴：基层医疗市场空间大，产品渗透率与销售覆盖率可进一步挖潜

消肿止痛贴主治功能为清热消肿、止痛，能够起到速效止痛和高效消炎的作用，是一种特殊的中药外用贴剂。它是将对消肿止痛有疗效的植物采用现代冷冻干燥技术制成的一种海绵体状药片，附着在胶贴上，再配以对消肿止痛有很好协同作用的中药药水，用时将药水渗透在海绵状药片中使其溶解成糊状贴于患处，能起到速效止痛和高效消炎的作用，对消肿止痛有很好作用，适应范围很广。

公司于 2013 年开始将消肿止痛贴作为主要产品进行市场推广，根据该产品的特性，公司选择与中华中医药学会合作，开展了以“走基层、送技术、惠民生”为主题的“春播行动”，以中医药进社区进基层为导向，瞄准社区、农村等医疗服务机构，指导基层医生更好的使用中医药，并安排专门人员进行药品及技术推广，为基层患者提供优质中医药服务，消肿止痛贴在基层医疗机构的推广取得了良好效果。

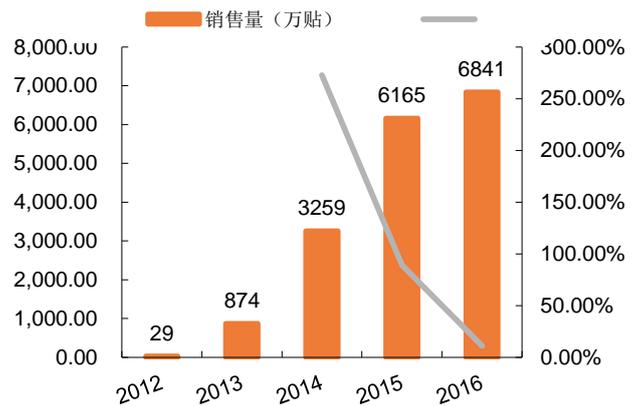
消肿止痛贴主打社区诊所、私人诊所渠道，自 2012 年上市后一直保持较高增速，销售量年复合增速高达 292%。2016 年，共实现 6841.25 万贴的销售量，同比增长 11%，销售收入约 3 亿元，同比增长 40%左右，收入明显高于销量增速的原因，我们推断主要是由于国务院发布 94 号文之后对医药流通行业进行了严厉的整顿，消肿止痛贴由低开转高开导致收入大幅提高。

图 8：消肿止痛贴历年销售额



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：消肿止痛贴历年销售量



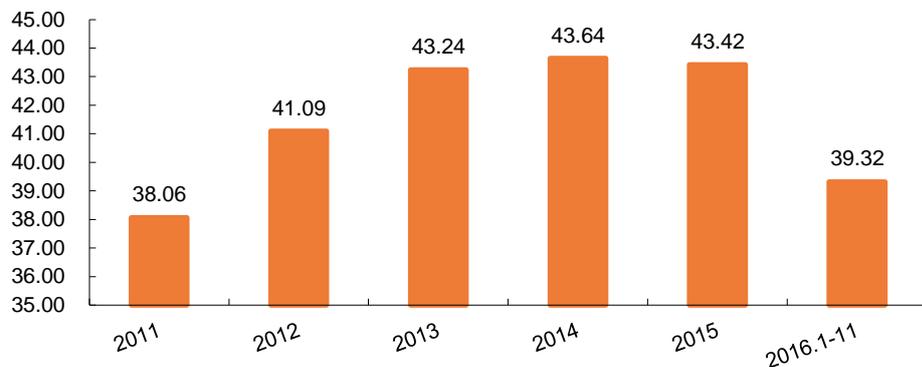
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

我们认为消肿止痛贴未来仍将保持较高增速，潜力可进一步挖掘，主要基于以下两点：

(1) 基层医疗市场空间巨大，目前公司产品渗透率仍有较大提升空间

根据我国卫生和计划生育委员会的统计，2015 年我国基层医疗卫生机构诊治患者 43.42 亿人次，根据公司的市场调研和测算，按照消肿止痛贴患者使用率 1.5%、每疗程 5 帖计算，基层医疗市场每年消肿止痛贴需求超过 3 亿帖。而去年公司消肿止痛贴销售共 6841.25 万贴，对应市场渗透率仅 22%，仍有较大提升空间。未来，公司将继续加强与中华中医药学会合作，开展以“走基层、送技术、惠民生”为主题的“春播行动”，瞄准社区、农村等医疗服务机构，指导基层医生推广使用公司的消肿止痛贴，渗透率将不断提升。

图 10：我国基层医疗机构历年诊疗次数



资料来源：卫计委，安信证券研究中心

(2) 基层医疗机构覆盖率有望继续提高

公司的消肿止痛贴主要在私人诊所、乡镇医院、社区医院等基层医疗机构销售，而这些医疗机构规模较小，同品类产品中往往只能进一个品种，与药品生产企业的粘性较强，渠道较为稳定，所以先进入者有优势。而公司很早就在基层开展春播计划推广消肿止痛贴，凭借着较好的疗效以及给予诊所相对高毛利空间的優勢，近年来推广较为顺利。

我们预计，目前公司已经覆盖了数万多家私人诊所（根据销售量推断），对于国内约 92 万家的基层医疗机构的体量，覆盖率仍有较大提升空间，随着基层春播计划的逐步推广，公司

覆盖的私人诊所等基层医疗机构数量将会进一步增加。此外，公司也着重挖掘现有诊所的潜力来提升每个医生的产出，目前上述数万家诊所中仍有部分诊所产出处于较低水平，公司将会加强对这些诊所的推广工作来提高产出效率。我们预计，今年消肿止痛贴相比 2015 年有望实现 20% 左右的销量增速，销售量达到 7400 万帖左右。去年下半年开始由于低开转高开，毛利率大幅提升至 72% 左右，而今年有望进一步提高，由于渠道中节流的利润缩减，相应的净利率也会升高，我们测算，相对 2015 年，消肿止痛贴今年有望增加 3000-4000 万元左右的净利润贡献。

5. 儿童药：我国正迎来新一轮婴儿潮，儿童药将明显受益

从 2015 年 10 月份起我国二胎政策全面放开，叠加当年羊年生肖因素，推动 2016 年新生儿呈现叠加式恢复性增长，2016 年我国新生儿数量高达 1847 万。而根据我们跟踪各地新生儿建卡数据等新生儿增量的先行指标来看，各省市的建卡数量依然维持高速增长，因此我们预计今年新生儿数量有望超过 2000 万。我们预计未来 2-3 年我国新生儿数量将维持高位，且叠加每年新生儿数量，我国儿童总数量将在未来几年中保持在较高水平。新生儿数量大幅增长，医药产业中受传导效应影响最先受益的是儿童药企业。

亚宝药业拥有多个儿科品种，产品梯队丰富，形成了以丁桂儿脐贴、小儿腹泻贴、小儿泻止散、薏芽健脾凝胶和乳酸菌素片为主的消化道用药，以儿童清咽解热口服液，小儿咳喘灵口服液、小儿肺热咳喘颗粒、小儿氨酚黄钠敏颗粒为主的呼吸系统用药，以葡萄糖酸锌口服液和葡萄糖酸钙口服液为主的营养补充药物，在国内儿科用药市场上具有较强的市场竞争力。其中，我们认为去年新上市的薏芽健脾凝胶发展潜力最大。考虑到该品种作为独家品种，针对儿童厌食等适应症空间非常广阔，且剂型独特易受儿童青睐。根据卫计委统计的新生儿数量，5 岁以下潜在受众儿童高达 8000 万人，按照 20-30% 渗透率，且每年一盒 36 元计算，长期看将具备 5~10 亿元的销售潜力。三年内实现销售过亿将是大概率事件。

5.1. 薏芽健脾凝胶有望成为公司继丁桂儿脐贴后下一个 5~10 亿元级别重磅品种

薏芽健脾凝胶为公司去年刚上市的独家儿科品种，适应症为健脾益胃，化湿消滞，主要用于小儿厌食症所见面色萎黄，消瘦神疲，纳差腹胀，腹泻便溏等。儿童不爱吃饭的现象并不鲜见，家长一般又不愿选择传统健胃消食药物来解决，而薏芽健脾凝胶则是由桔山药、薏苡仁、大枣、白扁豆、山楂、麦芽、莱菔子七味药食同源的原材料精制而成，从一定程度上满足了家长的心理需求；此外，该药为果泥状凝胶剂，口味酸酸甜甜，由于剂型独特，儿童用药的顺应性较好，饭前用药可以开胃，饭后用药可助消化。在公司强势渠道能力的带动下，有望实现快速放量，成为继丁桂儿脐贴、消肿止痛贴之后的第三大重磅品种，推动公司业绩中长期业绩成长的重要发动机。

薏芽健脾凝胶主要由贵阳制药的生产基地所生产，2016 年实现销售量 957.43 万袋，上市伊始即取得了不错的市场成绩，按照天猫、京东等网站公示的 2 元/袋的终端价格，终端销售额接近 2000 万元。但由于推广之初，要向渠道中让利，我们预计去年实际销售收入仍不足 1000 万。根据卫计委统计的新生儿数量，5 岁以下潜在受众儿童高达 8000 万人，按照 20-30% 渗透率，且每年一盒 36 元计算，长期看将具备 5~10 亿元的销售潜力。我们推断，随着该品种的进一步推广造势，未来 2-3 年销售额有望实现飞跃式发展，三年内有望成为销售过亿的大品种。

图 11：薏芽健脾凝胶已经登陆阿里健康大药房销售，是公司下一个重磅品种



资料来源：阿里健康，安信证券研究中心

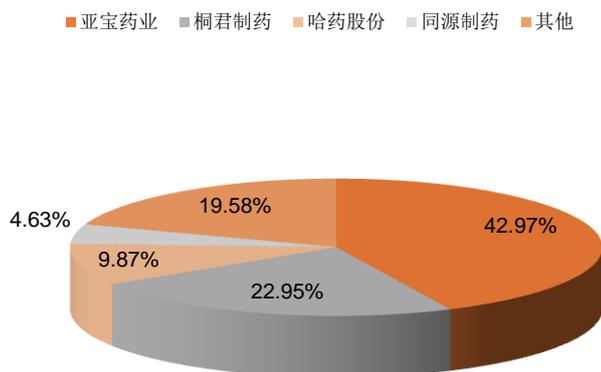
5.2. 儿童清咽解热口服液

儿童清咽解热口服液为公司独家品种，适应症为清热解毒，消肿利咽，主要用于小儿急性咽炎（急喉痹）属肺胃实热证。从潜在市场空间来看，该品种有望对标小儿鼓翘颗粒，实现数亿元的从销售规模。今年2月份，儿童清咽解热口服液被纳入2017版国家新医保目录，对产品在医院端放量起到了一定的积极作用。我们预计今年将在原有销量基础上实现增速换挡，实现1000万元左右的收入规模。

5.3. 葡萄糖酸锌口服液和葡萄糖酸钙口服液

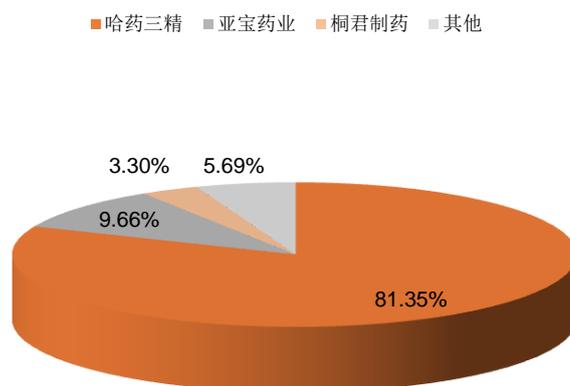
葡萄糖酸锌口服液和葡萄糖酸钙口服液为营养补充剂，主要用于预防和治疗钙、锌缺乏症。公司产品的市场份额在同类产品中名列前茅，产品品牌优势明显。根据米内网重点城市零售药店的数据显示，公司的葡萄糖酸锌口服液市场份额排名第一，市占率约43%；而葡萄糖酸钙口服液市场份额仅次于哈药三精制药厂排名第二，市占率为9.66%。

图 12: 2015 年样本零售药店葡萄糖酸锌口服液竞争格局



资料来源: 米内网, 安信证券研究中心

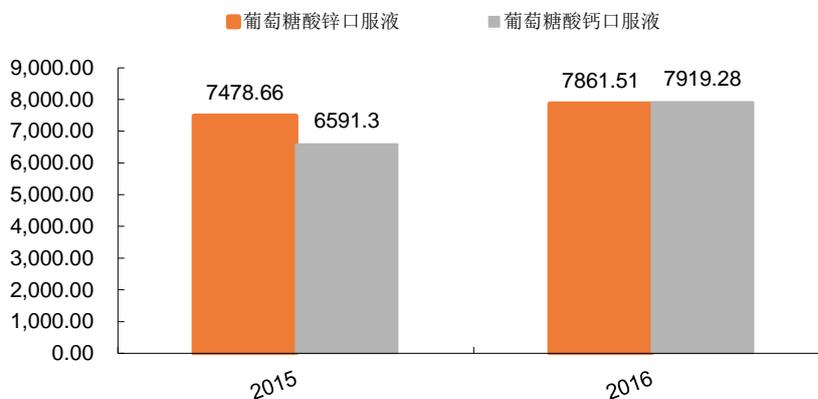
图 13: 2015 年样本零售药店葡萄糖酸钙口服液竞争格局



资料来源: 米内网, 安信证券研究中心

从销售量角度来看,2016 年葡萄糖酸锌口服液和葡萄糖酸钙口服液分别实现 7919.28 万瓶、7861.51 万瓶, 均较 15 年增幅明显。**我们预计, 公司的葡萄糖酸锌口服液和葡萄糖酸钙口服液的销售量今年有望继续增长。**

图 14: 公司葡萄糖酸锌口服液和葡萄糖酸钙口服液销售量 (万支)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

6. 研发投入过大对业绩形成拖累, 期待后续合理平衡

近年来, 公司持续加强研发体系建设, 积极推进研发创新, 建立多样化研发机制, 已形成了北京、苏州、山西、美国四大研发中心, 并不断加强对外合作, 陆续同国内外知名制药公司和科研院所建立了密切的技术合作关系, 通过联合开发和技术攻关不断培养和提高了企业技术创新能力和科研水平。

苏州亚宝药物研发有限公司是公司的创新药物研发中心, 代表着公司的核心研发力量。苏州亚宝 2014 年 4 月正式落户苏州工业园区生物纳米园, 由国家“千人计划”特聘专家王鹏博士创立并任总裁, 注册资本 1000 万元人民币, 公司控股 70%。

苏州亚宝致力于 1 类创新药物的开发与国际合作，已与礼来制药、南澳大学、西安大略大学、英国国家医学院科技部 (MRCT) 等全球著名企业院校建立合作关系，目前在研 8 个 1 类创新药项目，其中 1 项已完成临床 I 期，1 项预计 2016 年底取得临床批件，1 项在 2016 年底申报临床批件。预计 2017 年 1 项完成临床 I 期，1 项进入临床 I 期，同时再申报 3 项临床批件。目前所有项目均走在国际前列，部分项目达到全球领先水平。

苏州亚宝现有员工 33 名，海归与博士学历人员占比超过 20%，团队拥有中/美双边创新药开发与国际合作的成功经验。目前公司已申请发明专利 13 件（其中 PCT 专利 3 件），已授权 4 件。协议拥有发明专利 7 项。苏州亚宝将秉承国际化、锐意创新、开放合作的理念，遵循项目来源国际化、开发标准国际化、项目权益国际化，聚焦于开发真正意义的国际一流创新药物，以开放的合作态度，在与国内外医药企业、学术机构、研发外包公司、投资公司、政府部门建立广泛合作的基础上，力争在重大疾病领域创造国际一流创新药物，成为中国创新药研发的成功典范。

图 15：苏州亚宝研发管线

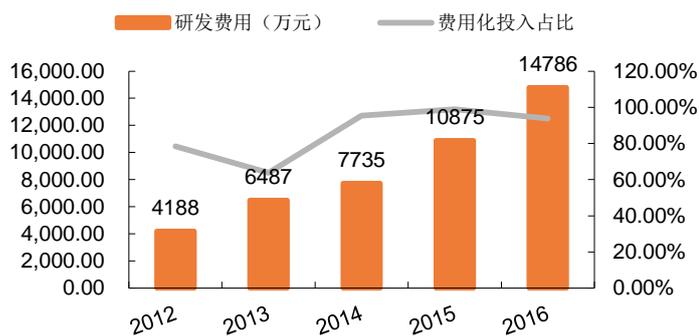


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

近年来，公司研发费用快速攀升，2016 年已达到 1.48 亿元，在公司收入占比高达 8.19%，超越中药、生物药领域龙头企业丽珠集团，直逼化药龙头恒瑞医药，对于公司现有体量来说（尤其考虑到还有一部分几乎不盈利的批发业务），负担有些过重。2014 年苏州亚宝建立以前，公司研发费用占比仅为 3-4%，因此我们预计，2016 年 1.48 亿的研发费用中，1 亿元左右与苏州创新药项目有关，虽然创新药研发代表着公司未来可持续发展的源动力，但目前大量的研发投入对公司业绩的拖累比较明显，苏州研发子公司 2016 年亏损 3600 万左右，因此，公司的业绩是非常夯实的，我们期待，公司未来在研发投入和盈利方面寻求一个合理平衡。

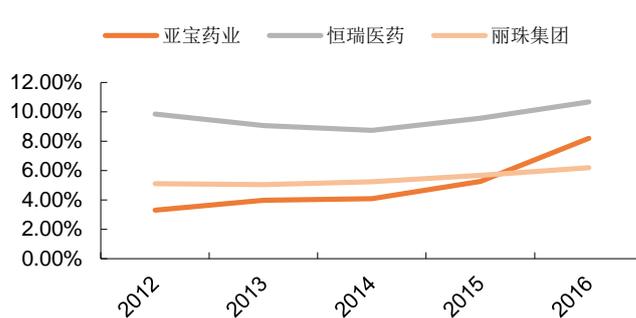
此外，公司目前有 10 个左右品种在陆续开展一致性评价，预计总共产生费用 8000 万左右，分别体现在 2016~2018 年，因此，2019 年开始，公司一致性评价完成后研发费用将进一步下降。

图 16: 公司历年投入研发费用



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 17: 研发费用率同业对比



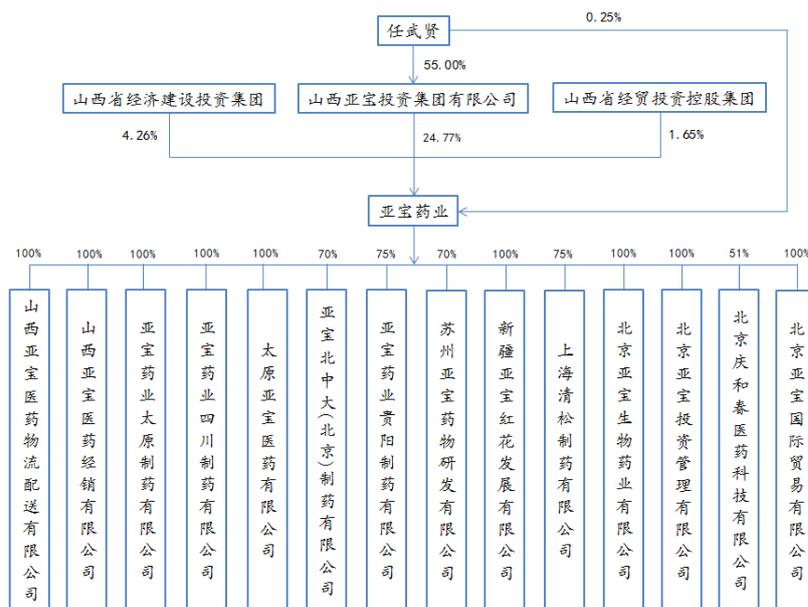
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

7. 公司股权结构、近期定增与高管增持

亚宝药业集团股份有限公司是一个集药品生产、研发、物流、贸易于一体的企业集团，具有30年的药品生产经营历史，是山西省医药行业首家上市公司和首批认定的高新技术企业，是全国中成药50强企业之一。公司下设5个分公司，14个子公司，员工5600多人。

大股东亚宝投资，原名芮城欣钰盛科技有限公司，2005年由山西省芮城制药厂改制设立，任武贤、许振江、常建国、王秀娥、宁会强、朱公社、吕民哲7名自然人及131名委托投资人出资受让原山西省芮城制药厂70%产权并作为对欣钰盛的出资。欣钰盛设立后，任武贤、许振江、常建国、王秀娥、宁会强、朱公社、吕民哲作为受托人行使股东权利，芮城县经贸局持股30%，为上市公司实际控制人。2013年，鉴于常建国、王秀娥、朱公社、吕民哲均已陆续从亚宝药业退休离职，不再适合继续担任受托人，为增强亚宝投资股权结构的稳定性，常建国、王秀娥、朱公社、吕民哲及其各自委托人共计71人于2013年2月5日与任武贤签署《委托协议》，将其在亚宝投资的全部投资共计1,951.608万元的出资委托任武贤代为持有并行使股东权利。至此，任武贤先生在亚宝投资股权比例上升至55%，成为上市公司实际控制人。

图 18: 公司股权结构图



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

上市以来，公司两次定向增发，首次为 2012 年 10 月，增发 5904.8 万股，增发价格 6.11 元，用于投资红花注射液生产全过程质量控制技术研究及产业化应用示范项目等，此次增发大股东认购 4204.8 万股，占比 71.21%，锁定至 2015 年 10 月；**第二次增发为 2015 年 12 月，增发 9504.15 万股，用于投资丁桂儿脐贴、消肿止痛贴扩产项目等，增发价格 8.20 元，大股东认购比例为 48.39%，2018 年 12 月解禁。**

表 2：定向增发情况

时间	增发股本 (万股)	募集资金 (亿元)	增发价格	解禁时间	参与机构	募资用途
2012.10.15	5904.80	36078.33	6.11	2015.10.19	<ul style="list-style-type: none"> 山西亚宝投资有限公司 中山达华智能科技股份有限公司 陕西金钧源实业有限公司 	<ul style="list-style-type: none"> 红花注射液生产全过程质量控制技术研究及产业化应用示范项目 固体制剂药用塑料瓶 cGMP 生产线建设项目 原料药 cGMP 生产线建设项目 补充流动资金 硫辛酸注射液生产线建设项目
2015.12.16	9504.15	77934	8.20	2018.12.17	<ul style="list-style-type: none"> 山西亚宝投资有限公司 山西省经济建设投资集团有限公司 华夏人寿保险股份有限公司 李天虎 新余市合盛锦禾投资管理中心 (有限合伙) 北京民生新晖投资合伙企业 (有限合伙) 嘉兴天璇海容创业投资合伙企业 (有限合伙) 	<ul style="list-style-type: none"> 消肿止痛贴扩产项目 丁桂儿脐贴扩产项目 仓储物流中心建设项目 片剂及口服液生产线建设项目 营销网络建设项目 补充流动资金 国际标准化研发平台 北京市工程实验室创新能力建设项目

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

今年 5 月 19 日以来，以副总经理任伟为首的 6 位公司董监高先后增持 114.5 万股，价格位于 7.18-7.55 元之间。彰显出公司管理层对未来发展的强烈信心。

表 3：近期董监高增持一览

时间	姓名	职务	增持股本	增持均价
2017.05.19	任伟	董事、副总经理	100 万股	7.48 元
2017.05.24	任蓬勃	董事	3.5 万股	7.34 元
2017.05.24	王刚	董秘	2 万股	7.27 元
2017.05.26	许振江	监事会主席	4 万股	7.55 元
2017-06-02	汤柯	常务副总	3 万股	7.20 元
2017-06-02	左哲峰	财务总监	2 万股	7.18 元

资料来源：Wind，安信证券研究中心

8. 投资建议

2016 年是公司营销改革阵痛之年，公司盈利和估值都双双跌至历史底部，**我们判断，2017 年是公司经营拐点和业绩显著改善之年，我们预计，公司今年在丁桂儿脐贴大幅恢复性增长的背景下，有望实现 2.2 亿元左右净利润，主要增长点包括：1) 丁桂儿脐贴恢复正常发货；且利润率预计有所提升；2) 消肿止痛贴在继续平稳增长，相比 2015 年有望实现 20%销量**

增长；3) 其他品种继续保持快速增长，实现公司多个子公司的减亏，薏芽健脾凝胶自今日起开始快速放量；4) 2016 年新并购清松药业（并表 75%，2017 年承诺净利润 6360 万元），从一定程度上消除研发费用增加带来的拖累。

展望 2018 年：1) 丁桂儿脐贴销量的增长预计接近瓶颈，但考虑对标市场上其他强品牌儿童药，我们认为存在持续提价预期；2) 清松药业 2018 年承诺净利润 7632 万元，相比 2017 年带来增量净利润贡献约 1000 多万元。3) 消肿止痛贴继续保持平稳增长，其他品种由于基数较低，继续保持快速增长，特别是薏芽健脾凝胶 2018 年有望实现 5000 万以上收入。综上，我们预计，公司 2018 年有望实现 3 亿元以上净利润。

考虑到其估值处于相对历史底部，且业绩有望开始加速改善和反转，考虑到下半年适时估值切换后带来的修复，我们认为公司具有显著投资价值。

我们预计，公司 2017-2019 年的收入增速分别为 43.29%、11.95%、14.26%，EPS 分别为 0.26/0.38/0.46 元，对应当前股价，PE 分别为 32/22/18X；给予买入-A 的投资评级，未来 12 个月目标价为 11.00 元。

9. 风险提示

- 丁桂儿脐贴及消肿止痛贴销售不达预期；
- 研发费用持续拖累业绩

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	2,588.1	2,897.3	3,310.3	成长性					
减:营业成本	979.6	1,009.7	1,268.5	1,419.6	1,590.8	营业收入增长率	9.3%	-12.6%	43.3%	11.9%	14.3%
营业税费	20.5	27.5	28.5	31.9	36.4	营业利润增长率	22.1%	-127.0%	-400.2%	59.8%	30.7%
销售费用	451.4	438.4	641.8	695.3	791.2	净利润增长率	30.5%	-89.9%	816.2%	45.0%	21.5%
管理费用	350.1	360.8	436.1	430.2	486.6	EBITDA 增长率	15.1%	-69.1%	197.1%	30.1%	19.0%
财务费用	51.0	29.5	31.2	32.0	31.5	EBIT 增长率	19.2%	-111.2%	-786.9%	51.3%	27.5%
资产减值损失	2.2	0.3	2.0	4.0	2.0	NOPLAT 增长率	20.7%	-112.4%	-728.9%	51.3%	27.5%
加:公允价值变动收益	0.0	-0.1	-3.6	0.5	0.9	投资资本增长率	6.1%	24.9%	-2.7%	6.1%	-0.7%
投资和汇兑收益	13.4	-0.2	5.0	5.0	6.0	净资产增长率	47.2%	2.0%	3.4%	5.4%	5.9%
营业利润	224.2	-60.4	181.4	289.7	378.7	利润率					
加:营业外净收支	23.7	88.2	60.0	69.0	70.0	毛利率	52.6%	44.1%	51.0%	51.0%	51.9%
利润总额	247.8	27.8	241.4	358.7	448.7	营业利润率	10.9%	-3.3%	7.0%	10.0%	11.4%
减:所得税	29.8	0.8	26.5	39.5	49.4	净利润率	10.8%	1.2%	8.0%	10.3%	11.0%
净利润	222.1	22.5	206.3	299.3	363.5	EBITDA/营业收入	19.9%	7.0%	14.6%	16.9%	17.6%
						EBIT/营业收入	13.3%	-1.7%	8.2%	11.1%	12.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	301	359	242	203	165
						流动资产周转天数	75	114	92	97	104
						流动资产周转天数	269	361	251	262	264
						应收帐款周转天数	41	63	50	51	55
						存货周转天数	62	86	66	68	69
						总资产周转天数	648	843	610	575	528
						投资资本周转天数	413	547	418	380	341
						投资回报率					
						ROE	8.1%	1.0%	7.6%	10.7%	12.7%
						ROA	5.1%	0.6%	4.7%	6.8%	8.0%
						ROIC	10.5%	-1.2%	6.2%	9.7%	11.6%
						费用率					
						销售费用率	21.9%	24.3%	24.8%	24.0%	23.9%
						管理费用率	16.9%	20.0%	16.9%	14.9%	14.7%
						财务费用率	2.5%	1.6%	1.2%	1.1%	1.0%
						三费/营业收入	41.3%	45.9%	42.9%	40.0%	39.6%
						偿债能力					
						资产负债率	37.0%	35.1%	38.2%	36.4%	37.1%
						负债权益比	58.8%	54.0%	61.9%	57.3%	59.1%
						流动比率	1.46	1.20	1.23	1.37	1.51
						速动比率	1.19	0.83	0.95	0.97	1.15
						利息保障倍数	5.39	-1.05	6.80	10.06	13.01
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	0.02	0.16	0.21	0.28
						分红比率	35.4%	69.9%	59.5%	54.9%	61.5%
						股息收益率	1.2%	0.2%	1.9%	2.5%	3.4%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	218.0	27.0	206.3	299.3	363.5	EPS(元)	0.28	0.03	0.26	0.38	0.46
加:折旧和摊销	136.5	159.7	164.6	169.0	174.0	BVPS(元)	3.41	3.33	3.44	3.61	3.79
资产减值准备	2.2	0.3	-	-	-	PE(X)	29.6	291.8	31.8	22.0	18.1
公允价值变动损失	-0.0	0.1	-3.6	0.5	0.9	PB(X)	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2
财务费用	52.8	34.3	31.2	32.0	31.5	P/FCF	29.1	-11.8	25.4	29.4	22.9
投资损失	-13.4	0.2	-5.0	-5.0	-6.0	P/S	3.2	3.6	2.5	2.3	2.0
少数股东损益	-4.0	4.5	8.5	20.0	35.8	EV/EBITDA	29.4	64.6	18.1	14.0	11.5
营运资金的变动	-276.8	-41.1	3.2	-242.6	-97.4	CAGR(%)	13.6%	145.3%	9.2%	13.6%	145.3%
经营活动产生现金流量	143.5	156.0	405.3	273.2	502.3	PEG	2.2	2.0	3.5	1.6	0.1
投资活动产生现金流量	-83.0	-587.4	-79.3	-105.0	-45.9	ROIC/WACC	1.0	-0.1	0.6	0.9	1.1
融资活动产生现金流量	730.6	-57.2	-182.4	-90.9	-353.1	REP	4.8	-22.5	3.8	2.3	1.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034