

2017年07月23日

亚宝药业 (600351.SH)

中报扣非净利润增速有望超过150%超预期，经营显著改善和业绩拐点进一步确立

■公司发布2017年中期业绩快报，我们预计公司上半年扣非净利润增速在150%以上：2017年上半年收入11.8亿元，同比增长27.4%，实现较快增长，营业利润1.2亿元，同比大幅增长169%，我们判断，主要是毛利率较高的核心产品丁桂儿脐贴上半年实现高速增长，从而实现了主营业务利润增速翻倍以上远超收入增速。上半年净利润1.07亿元，去年同期0.89亿元，表观增速20%，但去年上半年子公司亚宝北中大（北京）制药处置土地及固定资产等带来的长期资产收益增加营业外收入0.68亿元，去年上半年扣非净利润仅0.40亿元，因此，我们预计和测算今年上半年反映公司真实经营情况的口径即扣非净利润同比增速在150%以上，大幅改善。

■单季度看，公司今年1季度净利润0.41万元，2季度单季度净利润0.66万元，环比也同样大幅改善，从2季度单季度绝对值看，已经逐步接近历史上最好的水平，但这一次，我们了解和判断，公司当前渠道库存已经回到非常健康的最低水平，公司不是通过向渠道压货的渠道驱动模式，而是经历了2016年清理渠道库存和营销改革后，通过健康的终端拉动模式实现良好销售，非常难得，我们判断，这种向上的态势具有持续性。

■随着新一轮招标，部分处方药承受降价压力，从2季度部分商业公司率先承压、反映在失真的业绩上，可以判断，接下来部分工业企业将接收到压力传导，但品牌OTC品种不但不降价，反而还具备提价能力，是非常难得的品种，而丁桂儿脐贴作为成熟的品牌OTC品种，正具备这一能力，且公司经历2016年清理渠道库存和营销改革，2017年轻装上阵，经营向上和业绩拐点趋势显著。我们于2017年7月7日发布了22页《亚宝药业深度报告：营销改革渠道库存清理完成2017年迎来显著业绩拐点，丁桂儿脐贴具备广阔提价潜力与空间》，明确看好公司经营态势，并给予公司买入评级。

■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，当前股价已经低于上述定增价。

■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

公司快报

证券研究报告

中成药

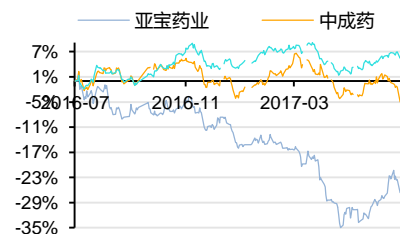
投资评级 **买入-A**
维持评级

12个月目标价：11元
股价（2017-07-21） 7.87元

交易数据

总市值(百万元)	6,194.02
流通市值(百万元)	5,446.04
总股本(百万股)	787.04
流通股本(百万股)	692.00
12个月价格区间	7.03/11.04元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.01	-6.63	-34.86
绝对收益	2.6	-4.59	-28.31

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

相关报告

亚宝药业：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/崔文亮	2017-07-09
亚宝药业：亚宝药业首次覆盖/吴永强	2016-12-05

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。

■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 5300 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 6360 万元，相比 2017 年带来增量净利润贡献 800 万左右。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。

考虑到其股价处于相对历史底部，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，我们申明，将亚宝药业作为 OTC 领域首个投资标的强烈推荐。

公司上半年已经实现净利润 1.07 亿元，全年看，有望超过我们此前全年 2.06 亿元的盈利预测，我们暂不调整，维持预计公司 2017-2019 年的收入增速分别为 43.3%、11.9%、14.3%，净利润分别为 2.06/2.99/3.64 亿元，EPS 分别为 0.26/0.38/0.46 元，对应当前股价，PE 分别为 30/21/17X；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)	27.9	275.0	30.0	20.7	17.0
市净率(倍)	2.3	2.4	2.3	2.2	2.1
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	1.3%	0.3%	2.0%	2.7%	3.6%
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

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	1.3%	0.3%	2.0%	2.7%	3.6%

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)	27.9	275.0	30.0	20.7	17.0
公允价值变动损失	-0.0	0.1	-3.6	0.5	0.9	PB(X)	2.3	2.4	2.3	2.2	2.1
财务费用	52.8	34.3	31.2	32.0	31.5	P/FCF	27.5	-11.1	24.0	27.7	21.6
投资损失	-13.4	0.2	-5.0	-5.0	-6.0	P/S	3.0	3.4	2.4	2.1	1.9
少数股东损益	-4.0	4.5	8.5	20.0	35.8	EV/EBITDA	29.4	64.6	17.1	13.2	10.8
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	2.1	1.9	3.3	1.5	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	1.0	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	-22.1	3.6	2.2	1.8

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