



营销改革成效初显，业绩回暖符合预期

——亚宝药业（600351）中报点评

2017年08月21日

推荐/首次

亚宝药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
陈顺	联系人	
	chenshun@dxzq.net.cn	010-66554087

事件:

公司于8月18日晚发布2017年中报,上半年实现营收11.79亿元,同比增长27.40%;归母净利润1.07亿元,同比增长20.06%;扣非后归母净利润1.04亿元,同比增长158.65%。

观点:

1、营销改革逐步完成，业绩回暖符合预期

1) 公司2017年上半年营业收入明显回升,剔除清松并表因素,相对2015年中报同比增长1.38个百分点。整体来看,公司业绩已经逐渐恢复到2015年的水平。公司业绩回暖的主要原因在于营销改革的顺利进行。公司16年主动对销售模式改革,将销售渠道扁平化,实现终端拉动模式。目前公司合作经销商增至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。营销改革后产品的周转时间由原来的6个月缩短到3个月,去库存进展顺利,基本恢复到正常存货水平,终端需求带动渠道动销,收入明显恢复增长。随着公司营销改革的完成,推动产品快速放量,预计17年营收增速将有望达到30%。

2) 2017上半年公司实现经营性现金净流入2958.55万元,同比下降86.67%,主要原因系本期公司销售收到承兑汇票增加,收到现金减少所致。17年上半年销售费用率为24.66%、同比上升4.79个百分点,这主要是因为公司销售咨询费服务费增加所致,管理费用率14.81%、同比下降3.30个百分点,财务费用率为1.78%、同比上升0.45个百分点,综合来看公司费用率同比上升1.94个百分点,随着丁桂儿脐贴等主打品种销量恢复,未来规模效应逐渐显现,费用率有望下降。

2、儿童药受政策利好有望快速放量，消肿止痛贴持续高增长

1) 公司主打品种丁桂儿脐贴17年销售量有望恢复到2015年水平,且OTC属性潜在提价空间大,未来有望保持20%左右的增长;薏芽健脾凝胶作为公司第二款重点推广的儿童药,未来有望借助丁桂儿脐贴的销售渠道快速放量;儿童清咽解热口服液新纳入2017版国家医保目录,预计未来几年将进入收获期。公司发力大产品营销和产品梯队建设,拳头产品丁桂儿脐贴重拾增长态势,深挖现有潜力品种,创新业务模式,形成了薏芽健脾凝胶、小儿腹泻贴、枸橼酸莫沙必利片、绞股蓝总苷分散片等潜力品种,针对大产品、独家品种一品一策,成立事业部重点运作,上半年以枸橼酸莫沙必利片为代表的战略品种销售增长明显,为公司持续发展奠定了基础,加上未来受益于全面二胎及儿童药政策扶持,公司儿童药系列产品有望迅速放量。

2) 消肿止痛贴销售持续高增长,2014年实现营收1.11亿元,2015年营收约2.10亿(同比增长89%),据年

报估算2016年消肿止痛贴营收约3亿, 2017上半年消肿止痛预计实现收入约1.8亿, 同比增速估计在60%以上, 2017年全年增速有望在60%左右。随着春播活动的持续推进及市场份额的不断扩大, 预计该产品未来大概率仍能保持20%以上较高速增长。随着春播活动的持续推进及市场份额的不断扩大, 预计该产品未来增速仍保持在20%以上。

3、研发投入力度大, 战略布局国际化创新药领域

公司持续加强研发投入, 2017年上半年研发支出达0.68亿, 同比增长26.7%, 占营收比5.7%。公司坚持通过技术创新提升核心竞争力, 形成了分别以创新药、高端仿制药、原料药和中间体(收购上海清松制药, 后者拥有工艺领先的设备)、国际合作为方向的苏州、北京、山西、美国四大研发平台, 目前亚宝研究院拥有糖尿病、败血症、帕金森等7个创新药项目, 储备产品众多, 未来有望带来全新重磅品种。2017年上半年公司共开展创新药、仿制药研发和一致性评价项目50余项。公司创新药项目进展顺利, 一类新药盐酸亚格列汀(与礼来合作, 糖尿病药物)、SY-008均已进入临床I期。仿制药方面, 公司专注于高端剂型及大治疗领域, 报告期内, 公司仿制药苯甲酸阿格列汀片及原料药已申报生产批件。

结论:

暂不考虑未来可能的外延及OTC产品后续可能提价的影响, 假设费用率稳中略降, 我们预计公司2017-2019年归母净利润分别为2.07亿元、2.72亿元、3.47亿元, EPS分别为0.26、0.35、0.44元, 对应PE分别为30X、23X、18X。公司营销改革逐步完成, 去库存进展顺利, 业绩明显回暖; 儿童药布局全面, 受益于二胎及政策扶持有望迅速放量, 消肿止痛贴强化基层优势有望保持高速增长; 公司战略布局国际化创新药领域, 研究院与国外药企进行全方位合作, 有望带来全新重磅品种。我们看好公司长期发展, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 丁桂儿脐贴销售不及预期、创新药研究成果不及预期

主要财务数据指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,065.63	1,806.11	2,329.50	2,717.33	3,123.14
增长率(%)	9.31%	-12.56%	28.98%	16.65%	14.93%
净利润(百万元)	222.09	22.52	207.38	272.55	346.99
增长率(%)	30.55%	-89.86%	820.81%	31.43%	27.31%
净资产收益率(%)	8.29%	0.86%	7.75%	9.93%	12.26%
每股收益(元)	0.28	0.03	0.26	0.35	0.44
PE	28.42	280.26	30.44	23.16	18.19
PB	2.35	2.41	2.36	2.30	2.23

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2032	1590	1573	1795	2042	营业收入	2066	1806	2330	2717	3123
货币资金	1015	503	649	757	890	营业成本	980	1010	1117	1276	1432
应收账款	227	357	306	357	411	营业税金及附加	21	27	32	37	42
其他应收款	11	37	48	56	65	营业费用	451	438	573	666	765
预付款项	65	47	27	4	-22	管理费用	350	361	349	408	468
存货	379	482	337	385	431	财务费用	51	29	25	25	25
其他流动资产	12	20	28	28	28	资产减值损失	2.19	0.33	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2220	2616	2519	2489	2391	公允价值变动收益	0.00	-0.12	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	13.41	-0.20	15.00	20.00	25.00
固定资产	1805	1794	1812	1892	1994	营业利润	224	-60	248	326	415
无形资产	149	202	182	162	142	营业外收入	29.03	94.95	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	44	20	20	20	20	营业外支出	5.36	6.72	0.00	0.00	0.00
资产总计	4252	4206	4092	4283	4433	利润总额	248	28	248	326	415
流动负债合计	1393	1329	1158	1275	1330	所得税	30	1	36	47	60
短期借款	820	880	1	34	0	净利润	218	27	212	279	355
应付账款	190	170	206	235	264	少数股东损益	-4	5	5	6	8
预收款项	80	60	60	60	60	归属母公司净利润	222	23	207	273	347
一年内到期的非流	34	33	33	33	33	EBITDA	551	318	425	531	638
非流动负债合计	180	147	147	147	147	BPS (元)	0.28	0.03	0.26	0.35	0.44
长期借款	79	47	47	47	47	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1574	1475	1305	1422	1477	成长能力					
少数股东权益	-2	106	111	117	125	营业收入增长	9.31%	-12.56%	28.98%	16.65%	14.93%
实收资本(或股本)	787	787	787	787	787	营业利润增长	22.08%	-126.95%	-511.15%	31.16%	27.44%
资本公积	1078	1078	1078	1078	1078	归属于母公司净利润	820.81	31.43%	820.81	31.43%	27.31%
未分配利润	670	614	531	422	283	获利能力					
归属母公司股东权	2680	2624	2676	2744	2831	毛利率(%)	52.57%	44.10%	52.05%	53.03%	54.15%
负债和所有者权	4252	4206	4092	4283	4433	净利率(%)	10.56%	1.50%	9.12%	10.25%	11.37%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	5.22%	0.54%	5.07%	6.36%	7.83%	
经营活动现金流	143	156	1241	435	527	偿债能力					
净利润	218	27	212	279	355	资产负债率(%)	37%	35%	32%	33%	33%
折旧摊销	276	349	0	181	197	营运能力					
财务费用	51	29	25	25	25	总资产周转率	0.56	0.43	0.56	0.65	0.72
应收账款减少	0	0	50	-51	-53	应收账款周转率	9	6	7	8	8
预收帐款增加	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.54	10.04	12.42	12.34	12.53
投资活动现金流	-83	-587	-35	-130	-75	每股指标(元)					
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.03	0.26	0.35	0.44
长期股权投资减少	0	0	71	0	0	每股净现金流(最新)	1.01	-0.62	0.19	0.14	0.17
投资收益	13	0	15	20	25	每股净资产(最新摊)	3.41	3.33	3.40	3.49	3.60
筹资活动现金流	731	-57	-1061	-197	-319	估值比率					
应付债券增加	0	0	0	0	0	P/E	28.42	280.26	30.44	23.16	18.19
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/B	2.35	2.41	2.36	2.30	2.23
普通股增加	95	0	0	0	0	EV/EBITDA	11.30	21.29	13.51	10.67	8.63
资本公积增加	676	0	0	0	0						
现金净增加额	791	-489	146	108	133						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

陈顺

医药行业分析师，2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，1年券商资管实习经验，2年卖方研究所工作经验。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于中药、血制品等细分领域，关注跨界转型大健康带来的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。