

2017年08月20日

亚宝药业 (600351.SH)

扣非净利润增速 158%超预期，公告与净利润和业绩增速挂钩的管理层薪酬激励方案彰显发展决心

■**亚宝药业是我们重点推荐的拐点型 OTC 标的：**在处方药普遍受到医保控费、招标降价、药品零加成带来的压力时，OTC 品种不但不降价，反而具备持续提价的能力，是非常稀缺的避险品种。**我们于 7 月 7 日发布了 22 页重磅《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》**

■**公司发布 2017 年中报，上半年收入 11.79 亿元，同比增长 27%，净利润 1.07 亿元，扣非净利润 1.04 亿元，同比增长 158.65%，显示公司经营拐点到来。**公司去年年底完成了渠道库存清理，上半年轻装上阵，已基本恢复至 2015 年实施营销改革前的水平，二季度单季收入增长 67.25%，环比增长 10.31%；净利润增长 240.80%，环比增长 63.75%，业绩增速拐点已经确立，且仍在环比改善，**全年净利润恢复至 2 亿元以上**是大概率事件。工业毛利率 61.19%，同比增长 3.97 个 pp，我们判断主要是高毛利品种占比提升以及消肿止痛贴等品种低开转高开所致，销售费用同比增长 58.11%，主要由于公司销售咨询费服务费增加所致（我们判断为高开后的代理服务费等以及新产品推广的广告费等）。业务拆分来看，软膏剂收入 4.24 亿元，同比增 43.33%，**我们预计和测算丁桂收入增长 35%左右（2016 年 Q1 无论收入还是净利润都基数极高，是历史上最高的单季度，因此，上半年看似丁桂同比增速 35%不算太高，但随着 2016 年 Q2、Q3、Q4 基数回落，我们预计和测算，全年丁桂收入有望实现翻倍以上增长）**，预计消肿止痛贴销量为个位数增速，但受高开影响，收入同比增长 50%以上。**片剂毛利率提升 8.13 个 pp，预计主要是枸橼酸莫沙必利等高毛利品种快速增长所致。**注射剂收入同比增长 37.85%，毛利率提升 17.83 个 pp，预计主要是由于硫酸注射剂销量高速增长并转高开模式所致。**口服液增速 46.97%，其中葡萄糖酸辛/酸钙口服液上半年保持较快增速。**去年新并购的清松药上半年亏损 506 万元，预计与部分产品阶段性产能调整有望，由于今年清松承诺净利润 6360 万元，**我们了解、预计和判断，清松药业全年仍能够完成承诺利润，这相当于下半年清松药业下半年将实现超过 6866 万元以上的净利润，从而极大增厚公司下半年利润。**

■**丁桂儿脐贴销售恢复正常水平：**丁桂儿脐贴上半年销售高增长，我们预计和测算在 2.4 亿元左右，全年销售突破 5 亿元、甚至超过 2015 年高点将是大概率事件，但，2015 年底公司 OTC 产品渠道库存已达到 5 亿元高位（推测丁桂儿脐贴占大部分），而到去年年底已降至 2 亿元以下，我们判断今年以来渠道库存更低，丁桂儿脐贴的终端动销近两年来增长显著，**从我们草根调研，也发现终端动销非常良好，库存水平较低，我们预计未来三年丁桂儿脐贴有望继续保持 15%左右的复**

公司快报

证券研究报告

中成药

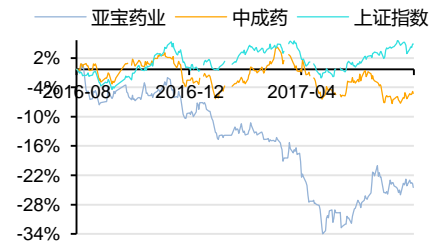
投资评级 **买入-A**
维持评级

12 个月目标价：**11.00 元**
股价 (2017-08-18) **8.02 元**

交易数据

总市值 (百万元)	6,312.07
流通市值 (百万元)	5,549.84
总股本 (百万股)	787.04
流通股本 (百万股)	692.00
12 个月价格区间	7.03/10.72 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.9	3.17	-29.26
绝对收益	1.65	8.95	-23.96

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

相关报告

亚宝药业：亚宝药业中报预告点评/崔文亮	2017-07-23
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

合增速，且作为品牌 OTC 品种具备提价预期和能力。

■**蕙芽健脾凝胶有望在成为第二大 OTC 品种**：去年新上市的独家 OTC 儿科品种蕙芽健脾凝胶未来具备 5 亿元以上销售潜力，该品种针对儿童厌食等适应症，空间十分广阔，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（预计的出厂价），长期看将具备 5~10 亿元的销售潜力。**我们预计，该品种有望成为继丁桂儿脐贴、消肿止痛贴之外的第三大盈利品种，明后两年将进入快速放量阶段，销售额有望分别达到 5000 万和 1 亿元，且我们预计，该品种将具有更高的利润率。**

■**强化销售、收缩研发，有望突出核心优势，获得更加健康的发展轨迹**：公司上半年销售费用大幅提升，虽然受部分产品销售模式变化的影响，但产品推广的投入也有显著提升。而管理费用变动不大，**研发费用相较去年下半年大幅下降 28%，说明公司在研发的投入上有所收缩。**我们认为，公司作为国内著名非处方药企业，其核心基因在于其多年深耕 OTC 市场所累积的品牌力和渠道力，尤其“丁桂儿”儿童药品牌，历经多年的市场推广已经深入人心。公司去年完成了营销模式的改革：深挖潜力品种进行靶向营销、优化商业客户和终端激励机制带动终端动销、建立数据直连系统实现渠道监控等。这些营销调整的措施目前看来收效显著，证明公司在销售端发力是正确的选择。反之，公司近年来研发投入占比过大，去年占到工业总收入的 11%，适当的收缩利于公司更加健康的发展。**我们判断，公司加强营销、收缩研发有望成为短中期的战略方向，经营层面正在发生积极变化，我们预计，公司后续有望进一步减少研发费用对公司短期的拖累，特别是从 2019 年开始，一致性评价费用有望减少 2000 万元以上。**

■**公司同步公告高管人员年度薪酬实施办法，高管人员薪酬直接与公司净利润及净利润增速直接挂钩**：公司发布公告，针对公司高管人员（包含总裁、常务副总裁、副总裁、财务总监、董事会秘书等公司管理人员），其年度薪酬包含**基本工资、经营管理业绩薪酬、利润增长激励薪酬**三部分。（1）总裁的年度基本工资确定为 100 万（2）**总裁经营管理业绩薪酬确定为当年经审计的净利润的 0.5%。**（3）**总裁利润增长激励薪酬根据每年的净利润增长率确定，且采取累进制办法，根据不同增速区间，为净利润增长额的 0.1-0.4%不等，增速越高，提成比例越大，增长率越高，提取的比例越高。**其他高管人员按总裁上述三部分激励金额分别打折的方式实施。**我们认为，本次薪酬办法，一方面与公司净利润直接挂钩，另一方面，又对公司净利润增速采取累进制提取激励薪酬，充分调动了公司高管的积极性。**

■**目前，我们从连锁药房的草根调研了解到，儿科用药是目前 OTC 增速最快的品类**：公司在儿科领域具有显著优势，已经形成了以丁桂儿脐贴、小儿腹泻贴、小儿泻止散、蕙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、小儿氨酚黄那敏颗粒为主的呼吸系统用药，以葡萄糖酸锌

口服溶液和葡萄糖酸钙口服溶液为主的营养补充药物。我们看到，公司的葡萄糖酸锌口服溶液和葡萄糖酸钙口服溶液上半年实现了高速增长，潜力新品种薏芽健脾凝胶在公司宣传和培育下开始具备放量基础，考虑到公司营销改革已经逐步完善到位、对终端的动销考核和管理层薪酬考核已经实施，我们判断，从今年开始，公司将重拾高速增长。

■ **大股东以 8.20 元价格参与三年期定增，董监高连续增持彰显信心：**

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，当前股价低于定增价。**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。

■ **盈利预测与投资建议：**上半年，在清松药业亏损 506 万元的基础上，公司都实现了 1.07 亿元净利润；下半年按照承诺，清松药业将贡献并表净利润 5000 万元左右（75%持股比例）。薏芽健脾凝胶仍在放量期，公司营销改革仍在持续，管理层薪酬激励已经启动。明年，清松药业承诺利润 7632 万元，贡献并表净利润 5000 万（已经考虑摊销）、薏芽健脾凝胶进一步放量、研发费用有望适度收缩、产品提价预期有望落地，综上，我们即使保守预计，且充分考虑公司为了推广新产品，特别是薏芽健脾凝胶而显著增加销售费用，公司今年实现 2 亿以上净利润、明年实现 3 亿以上净利润将是大概率事件，随着公司从销售体系、到管理层激励逐步理顺，公司正重拾增长进入良好发展阶段。

我们上调 2018 年盈利预测，预计公司 2017-2019 年的收入增速分别为 40.68%、14.35%、13.03%，EPS 分别为 0.26/0.39/0.49 元，对应当前股价，PE 分别为 31/20/16X；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；研发费用拖累业绩

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,065.6	1,806.1	2,540.8	2,905.3	3,283.8
净利润	222.1	22.5	203.1	310.1	388.0
每股收益(元)	0.28	0.03	0.26	0.39	0.49
每股净资产(元)	3.41	3.33	3.44	3.62	3.81

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	28.4	280.3	31.1	20.4	16.3
市净率(倍)	2.4	2.4	2.3	2.2	2.1
净利润率	10.8%	1.2%	8.0%	10.7%	11.8%
净资产收益率	8.1%	1.0%	7.5%	11.1%	13.4%
股息收益率	1.2%	0.2%	1.9%	2.7%	3.8%
ROIC	10.5%	-1.2%	6.2%	10.2%	12.4%

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	2,540.8	2,905.3	3,283.8	成长性					
减:营业成本	979.6	1,009.7	1,241.9	1,400.4	1,573.8	营业收入增长率	9.3%	-12.6%	40.7%	14.3%	13.0%
营业税费	20.5	27.5	27.9	32.0	36.1	营业利润增长率	22.1%	-127.0%	-400.5%	67.3%	35.0%
销售费用	451.4	438.4	630.1	708.9	788.1	净利润增长率	30.5%	-89.9%	801.8%	52.7%	25.1%
管理费用	350.1	360.8	428.1	430.0	449.9	EBITDA 增长率	15.1%	-69.1%	196.8%	33.9%	21.8%
财务费用	51.0	29.5	30.6	31.7	30.7	EBIT 增长率	19.2%	-111.2%	-785.3%	58.2%	31.4%
资产减值损失	2.2	0.3	2.0	4.0	2.0	NOPLAT 增长率	20.7%	-112.4%	-727.5%	58.2%	31.4%
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%	-3.6%	8.1%	-3.0%
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%	5.7%	6.3%
营业利润	224.2	-60.4	181.6	303.8	410.0	利润率					
加:营业外净收支	23.7	88.2	56.0	68.0	69.0	毛利率	52.6%	44.1%	51.1%	51.8%	52.1%
利润总额	247.8	27.8	237.6	371.8	479.0	营业利润率	10.9%	-3.3%	7.1%	10.5%	12.5%
减:所得税	29.8	0.8	26.1	40.9	52.7	净利润率	10.8%	1.2%	8.0%	10.7%	11.8%
净利润	222.1	22.5	203.1	310.1	388.0	EBITDA/营业收入	19.9%	7.0%	14.8%	17.4%	18.7%
						EBIT/营业收入	13.3%	-1.7%	8.3%	11.5%	13.4%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	301	359	247	203	167
货币资金	1,015.0	503.3	635.2	726.3	820.9	流动资产周转天数	75	114	92	97	103
交易性金融资产	-	5.8	2.2	2.6	3.5	流动资产周转天数	269	361	252	260	264
应收账款	238.4	394.2	306.2	520.3	476.2	应收帐款周转天数	41	63	50	51	55
应收票据	323.2	137.8	461.7	266.4	545.5	存货周转天数	62	86	66	67	68
预付帐款	65.1	46.9	96.3	63.6	115.0	总资产周转天数	648	843	618	572	530
存货	378.7	481.8	448.4	638.3	608.7	投资资本周转天数	413	547	424	379	343
其他流动资产	11.8	20.3	15.1	15.8	17.1	投资回报率					
可供出售金融资产	71.1	71.1	72.5	71.5	71.7	ROE	8.1%	1.0%	7.5%	11.1%	13.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.1%	0.6%	4.7%	7.0%	8.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	10.5%	-1.2%	6.2%	10.2%	12.4%
投资性房地产	33.4	32.2	32.2	32.2	32.2	费用率					
固定资产	1,805.3	1,793.7	1,692.4	1,577.9	1,460.0	销售费用率	21.9%	24.3%	24.8%	24.4%	24.0%
在建工程	70.8	131.7	161.7	211.7	191.7	管理费用率	16.9%	20.0%	16.9%	14.8%	13.7%
无形资产	169.2	225.7	222.3	227.9	241.7	财务费用率	2.5%	1.6%	1.2%	1.1%	0.9%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	41.3%	45.9%	42.9%	40.3%	38.6%
资产总额	4,251.8	4,205.5	4,511.5	4,721.2	4,946.5	偿债能力					
短期债务	820.0	880.0	861.7	1,031.9	842.9	资产负债率	37.0%	35.1%	37.4%	36.8%	35.9%
应付帐款	301.4	243.4	468.3	334.9	549.7	负债权益比	58.8%	54.0%	59.8%	58.3%	56.1%
应付票据	22.4	11.8	23.9	22.5	27.7	流动比率	1.46	1.20	1.24	1.36	1.54
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.19	0.83	0.96	0.97	1.18
长期借款	79.4	47.2	-	-	-	利息保障倍数	5.39	-1.05	6.94	10.57	14.34
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,573.8	1,475.2	1,689.2	1,739.3	1,776.7	DPS(元)	0.10	0.02	0.15	0.22	0.30
少数股东权益	-2.5	106.0	114.4	135.1	173.4	分红比率	35.4%	69.9%	59.5%	54.9%	61.5%
股本	787.0	787.0	787.0	787.0	787.0	股息收益率	1.2%	0.2%	1.9%	2.7%	3.8%
留存收益	1,893.4	1,837.3	1,920.9	2,059.7	2,209.4						
股东权益	2,678.0	2,730.4	2,822.3	2,981.8	3,169.8						

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	203.1	310.1	388.0	EPS(元)	0.28	0.03	0.26	0.39	0.49
加:折旧和摊销	136.5	159.7	164.6	169.0	174.0	BVPS(元)	3.41	3.33	3.44	3.62	3.81
资产减值准备	2.2	0.3	-	-	-	PE(X)	28.4	280.3	31.1	20.4	16.3
公允价值变动损失	-0.0	0.1	-3.6	0.5	0.9	PB(X)	2.4	2.4	2.3	2.2	2.1
财务费用	52.8	34.3	30.6	31.7	30.7	P/FCF	28.0	-11.3	25.8	26.0	21.7
投资损失	-13.4	0.2	-5.0	-5.0	-6.0	P/S	3.1	3.5	2.5	2.2	1.9
少数股东损益	-4.0	4.5	8.3	20.7	38.2	EV/EBITDA	29.4	64.6	17.4	13.2	10.4
营运资金的变动	-276.8	-41.1	31.8	-298.0	-25.4	CAGR(%)	14.9%	150.7%	8.6%	14.9%	150.7%
经营活动产生现金流量	143.5	156.0	429.8	229.0	600.5	PEG	1.9	1.9	3.6	1.4	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	1.2
融资活动产生现金流量	730.6	-57.2	-218.7	-32.9	-460.0	REP	4.7	-22.0	3.6	2.1	1.7

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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	北京联系人	王秋实	010-83321351
田星汉		010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人		胡珍	0755-82558073
	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