

2017年08月22日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元)

10

亚宝药业(600351.SH)

Buy 买入

渠道变革成果逐步显现，上半年净利同比增长 20.1%

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2017/8/22)	8.16
上证指数(2017/8/22)	3290.23
股价 12 个月高/低	10.79/6.95
总发行股数(百万)	787.04
A 股数(百万)	692.00
A 市值(亿元)	56.47
主要股东	山西亚宝投资集团有限公司 (24.77%)
每股净值(元)	3.45
股价/账面净值	2.36
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-0.2 14.3 -22.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-09-21	10.4	买入

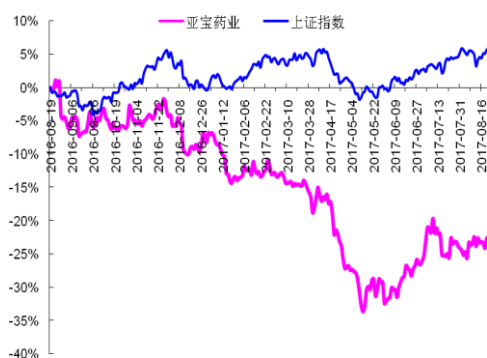
产品组合

医药生产-软膏剂	37.0%
医药生产-片剂	31.2%
医药生产-注射剂	14.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.7%
一般法人	31.3%

股价相对大盘走势



结论与建议:

■ 公司业绩: 公司上半年实现营业收入 11.8 亿元, YOY+27.4%, 录得净利润 1.1 亿元, YOY+20.1%, EPS 为 0.14 元, 扣非后净利润同比增长 158.7%, 公司业绩符合预期。其中公司 Q2 单季度实现营收 6.2 亿元, YOY+67.3%, 录得净利润 0.67 亿元, YOY+240.8%。

■ 渠道变革基本完成, 收入端重回增长: 公司 2015 年末开始顺应两票制及营改增政策导向, 通过直接对接有终端覆盖能力的经销商并推行数据直连实现了渠道驱动模式至终端拉动模式的转变。由于需清理渠道库存, 公司主动控制发货, 使得公司去年业绩出现了大幅下滑。但从公司上半年业绩来看, 渠道变革已基本完成, 公司出货已开始恢复, 公司医药工业部分上半年实现营收 9.8 亿元, 同比增长 43.9%, 若不考虑并表清松制药的因素, 预计营收也已恢复到 2015 年的水准。并且, 随着营收规模的恢复, 公司医药工业业务的毛利率也已恢复到 61.2%, 同比提升 4 个百分点。目前公司已实现了扁平化的销售渠道结构, 与商务一、二级客户、招商客户、OTC 零售客户共 1000 家客户的数据直连, 我们预计在公司靶向性营销活动的开展下, 改革成效将会继续显现, 公司收入增速将会继续攀升。

■ 短期销售费用率增加: 公司上半年销售费用率为 24.7%, 同比增加 4.8 个百分点, 管理费用率为 14.8%, 同比下降 3.3 个百分点, 财务费用率 1.8%, 同比小幅下降 0.5 个百分点。整体来看, 公司期间费用率为 41.3%, 同比增加 1.9 个百分点。公司本期销售费用增加较多, 我们预计主要是渠道变革以及推广新品所致, 预计随着后期渠道的进一步理顺以及销售规模的增加, 公司销售费用率将可下降。

■ 儿科产品线丰富, 将在二胎政策中不断受益: 公司目前已有丁桂儿脐贴、丁桂薏芽健脾凝胶、丁桂小儿泄止散、丁桂小儿肺热咳喘颗粒、丁桂小儿感冒颗粒等儿科产品, 儿科产品线十分丰富, 并且在儿科市场具备良好的口碑。二胎政策推出后, 在 2016 年已经看到新生儿数量的明显增长, 我们预计公司未来将会在二胎政策中持续受益。

■ 盈利预测: 公司渠道变革已基本完成, 随着新渠道模式的理顺, 我们预计短期公司业绩将会继续得到恢复。由于去年下半年公司亏损 0.7 亿元, 使得公司去年净利仅为 0.2 亿元, 因此同比来看, 我们预计今年全年业绩预计将会实现大幅增长, 预计同比增长 9 倍至 2.2 亿元。从中长期来看, 公司主导产品丁桂儿脐贴以及消肿止痛贴在二胎政策的支持下仍具备较大增长空间, 丁桂薏芽健脾凝胶等新品在精细的市场推广下具备快速上量的基础, 多个创新药进展顺利, 药盐酸亚格拉汀、SY-008 均已进入临床 I 期, 我们看好公司的长期发展。我们预计公司 2017 年实现净利润 2.2 亿元 (YOY+863.6%) / 2017 年实现净利润 2.7 亿元 (YOY+25.9%), EPS 分别为 0.28 元/0.35 元, 对应 2016 年/2017 年 PE 分别为 30 倍/24 倍。公司目前估值合理, 短期业绩不断恢复, 维持“买入”的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	170	222	23	217	273
同比增减	%	43.93	30.55	-89.86	863.61	25.93
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.25	0.32	0.03	0.28	0.35
同比增减	%	47.06	28.00	-91.06	864.15	25.93
市盈率 (P/E)	X	32.72	25.56	286.01	29.66	23.56
股利 (DPS)	RMB 元	0.18	0.10	0.02	0.03	0.04
股息率 (Yield)	%	2.20	1.22	0.24	0.40	0.51

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业收入	1890	2066	1806	2306	2744
经营成本	897	980	1010	1094	1258
营业税金及附加	17	21	27	37	38
销售费用	425	451	438	567	681
管理费用	321	350	361	340	409
财务费用	47	51	29	39	49
资产减值损失	2	2	0	11	12
投资收益	2	13	0	0	0
营业利润	184	224	-60	223	297
营业外收入	19	29	95	27	20
营业外支出	13	5	7	10	10
利润总额	190	248	28	241	307
所得税	25	30	1	33	41
少数股东损益	-5	-4	5	-9	-8
归母净利润	170	222	23	217	273

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
货币资金	209	1015	503	579	666
应收账款	216	227	357	428	514
存货	333	379	482	458	435
流动资产合计	1052	2032	1590	1908	2290
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1647	1805	1794	1973	2170
在建工程	215	71	132	158	190
非流动资产合计	2133	2220	2616	3008	3459
资产总计	3185	4252	4206	4916	5749
流动负债合计	1144	1393	1329	1594	1913
非流动负债合计	221	180	147	153	159
负债合计	1365	1574	1475	1747	2072
少数股东权益	8	-2	106	138	317
股东权益合计	1812	2680	2624	3031	3360
负债及股东权益合计	3185	4252	4206	4916	5749

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2014	2015	2016	2017E	2018E
经营活动所得现金净额	179	143	156	172	189
投资活动所用现金净额	-204	-83	-587	-1400	-1400
融资活动所得现金净额	-356	731	-57	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	-382	791	-489	-3228	-3211

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。