

2017年10月22日

亚宝药业 (600351.SH)

三季度延续恢复性增长趋势，驶入良性发展的快车道

■ **三季度业绩符合预期，延续中报增长趋势：**公司前三季度实现营业收入 18.39 亿元，同比增长 39.25%，扣非归母净利润 1.44 亿元，同比增长 1208.28%，延续中报的恢复性增长趋势。两费方面，前三季度销售费用同比增长 67.33%，主要是由于部分产品低开转高开导致市场推广咨询服务费增加所致；管理费用同比增长 17.53%，其中开发支出增长接近翻倍；单季度来看，两费环比均出现大幅上涨，导致三季度净利润环比有所下降，预计四季度费用，尤其研发费用将有所收敛，全年实现 2 亿元的净利润将是大概率事件。

■ **丁桂大概率恢复至 2015 年收入水平，二线品种稳定增长：**我们预计，丁桂儿脐贴三季度继续保持高速增长，且环比收入进一步上升，全年丁桂收入大概率恢复到 2015 年水平，相对去年实现翻倍以上增长。根据草根调研，丁桂目前终端动销非常良好，渠道库存仍处于较低水平，在此基础上实现的收入质量显著高于 2015 年（高渠道库存状态），说明两年来终端纯销始终在稳步增长。我们预计未来三年丁桂儿脐贴有望继续保持 15% 左右的复合增速。消肿止痛贴销售平稳，预计收入与二季度基本持平；葡萄糖酸辛/酸钙口服液预计增速较快，全年有望实现亿元收入。预计清松制药净利润环比增长明显，全年来看有望兑现承诺业绩。

■ **OTC 领域风口即将到来，“产品力+渠道力”双发驱动，公司有望成长为一线 OTC 标的：**随着分级诊疗的推进，患者自我药疗比例的增长将成为中长期发展趋势，为 OTC 行业带来红利。另一方面，OTC 领域不受当前医保控费、“药占比”限制、两票制等政策的影响，是相对景气度较高的一个细分领域。公司在儿科 OTC 领域具有显著优势，品牌价值深入人心，形成了以丁桂儿脐贴为核心，包含儿童清咽解热口服液、葡萄糖酸锌/酸钙口服溶液、小儿腹泻贴、小儿泻止散、蕙芽健脾凝胶等二线重磅品种的完整梯队。营销方面，公司历经一年多时间，完成了销售模式的改革，强化了终端的控销，实现了对渠道商的扁平化管理和数据直连，并完成了与全国重点连锁药店的深度合作，扩大了终端覆盖率。整体来看，强品牌叠加渠道优势，公司核心品种市场规模有望进一步扩大，且具备持续提价的能力和预期。

■ **投资建议：**随着营销改革的完成以及管理层薪酬激励的启动，公司正重拾增长进入良好发展阶段。预计 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 32/21/17X；给予买入-A 的投资评级，未来 12 个月目标价为 11.00 元。

公司快报

证券研究报告

中成药

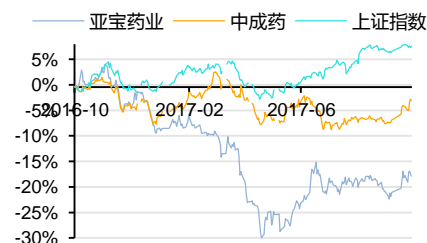
投资评级 **买入-A**
维持评级

12 个月目标价： **11 元**
股价 (2017-10-20) **8.22 元**

交易数据

总市值 (百万元)	6,469.48
流通市值 (百万元)	5,688.24
总股本 (百万股)	787.04
流通股本 (百万股)	692.00
12 个月价格区间	7.03/10.42 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.52	-0.69	-26.48
绝对收益	3.14	3.66	-17.17

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：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/崔文亮	2017-08-20
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

■ **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
主营业务收入	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)	29.1	287.3	31.9	20.9	16.7
市净率(倍)	2.4	2.5	2.4	2.3	2.2
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%	2.6%	3.7%
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%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	301	359	247	203	167
						流动资产周转天数	75	114	92	97	103
						流动资产周转天数	269	361	252	260	264
						应收帐款周转天数	41	63	50	51	55
						存货周转天数	62	86	66	67	68
						总资产周转天数	648	843	618	572	530
						投资资本周转天数	413	547	424	379	343
						投资回报率					
						ROE	8.1%	1.0%	7.5%	11.1%	13.4%
						ROA	5.1%	0.6%	4.7%	7.0%	8.6%
						ROIC	10.5%	-1.2%	6.2%	10.2%	12.4%
						费用率					
						销售费用率	21.9%	24.3%	24.8%	24.4%	24.0%
						管理费用率	16.9%	20.0%	16.9%	14.8%	13.7%
						财务费用率	2.5%	1.6%	1.2%	1.1%	0.9%
						三费/营业收入	41.3%	45.9%	42.9%	40.3%	38.6%
						偿债能力					
						资产负债率	37.0%	35.1%	37.4%	36.8%	35.9%
						负债权益比	58.8%	54.0%	59.8%	58.3%	56.1%
						流动比率	1.46	1.20	1.24	1.36	1.54
						速动比率	1.19	0.83	0.96	0.97	1.18
						利息保障倍数	5.39	-1.05	6.94	10.57	14.34
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	0.02	0.15	0.22	0.30
						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%	2.6%	3.7%

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)	29.1	287.3	31.9	20.9	16.7
公允价值变动损失	-0.0	0.1	-3.6	0.5	0.9	PB(X)	2.4	2.5	2.4	2.3	2.2
财务费用	52.8	34.3	30.6	31.7	30.7	P/FCF	28.7	-11.6	26.4	26.7	22.2
投资损失	-13.4	0.2	-5.0	-5.0	-6.0	P/S	3.1	3.6	2.5	2.2	2.0
少数股东损益	-4.0	4.5	8.3	20.7	38.2	EV/EBITDA	29.4	64.6	17.8	13.5	10.7
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	2.0	1.9	3.7	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	4.8	-22.2	3.7	2.1	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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		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	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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