

亚宝药业 (600351)

证券研究报告

2018年05月01日

加强品牌和营销网络建设，核心品种增长势头良好

2017年业绩实现高增长，2018年一季度归属上市公司股东净利润同比增长47.81%

根据2017年年报，公司实现营收25.58亿元(+41.66%)，归属上市公司股东净利润2.00亿元(+788.94%)，扣非后净利润1.92亿元，同比扭亏为盈。2016年公司由于进行渠道改革和控货，业绩短期出现下滑，2017年公司营销渠道逐步理顺，两级经销商体系和数据联网趋于完善，因此2017年实现业绩同比高增长。2018年一季度业绩延续快速增长趋势，实现营收7.69亿元(+37.29%)，归属上市公司股东净利润0.60亿元(+47.81%)，扣非后净利润0.54亿元(+33.55%)。

加大重点产品营销建设，与连锁药店合作培育新品种

2017年公司重点加强营销和产品梯队建设，重点大品种丁桂儿脐贴、消肿止痛贴、葡萄糖酸锌口服溶液、葡萄糖酸钙口服溶液、硫辛酸注射液、珍菊降压片、硝苯地平缓释片等同比增长明显。其中软膏剂（包括丁桂儿脐贴和消肿止痛贴膏）实现营收8.65亿元，占营收39%，毛利率为83.77%，同比增加8.37pp。按治疗领域划分，公司儿科类药物2017年实现营收5.05亿元，占营收20%，毛利率为81.71%，同比增长5.02pp。重点培育新品薏芽健脾凝胶作为潜力品种，通过与连锁药店合作，新品上市之初采取“广告+店员激励+POP+样品试吃+店员培训”等组合式营销策略。

加大研发投入，创新与仿制并重

2017年公司研发投入1.82亿元，同比增长23.03%，占营收比重为7.11%。公司持续推进一致性评价，2017年苯磺酸氨氯地平缓释片、马来酸依那普利片完成BE试验。创新药领域，两个治疗II型糖尿病的新型口服药物盐酸亚格列汀、SY-008均取得临床批件并顺利开展一期临床；治疗急性脑卒中的新型注射剂SY-007、治疗II型糖尿病的新型口服药物SY-009均成功申报临床。公司在研发支出方面区分为研究阶段支出和开发阶段支出，研究阶段支出发生时计入当期损益，开发阶段支出需满足一定条件予以资本化。

估值与评级

2016年公司由于进行营销渠道改革等原因，经历了短期业绩阵痛，2017年公司核心业务重回发展快车道。营销改革后，商业架构精简，公司渠道掌控能力增强。截止2017年末，公司一级商业优化到50多家，二级商业达到700多家；OTC终端有效覆盖1000多家连锁药店总部和近20万家药店终端。预计2018-2020年EPS分别为0.36、0.47和0.58元，参考同行业公司估值，给与2018年27倍PE，目标价9.72元，维持“买入”评级。

风险提示：1.一致性评价进度不及预期；2.新产品市场推广不及预期；3.公司业绩不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,806.11	2,558.51	3,120.25	3,770.44	4,329.86
增长率(%)	(12.56)	41.66	21.96	20.84	14.84
EBITDA(百万元)	126.95	427.72	443.73	549.44	652.23
净利润(百万元)	22.52	200.21	285.39	372.09	458.47
增长率(%)	(89.86)	788.94	42.55	30.38	23.21
EPS(元/股)	0.03	0.25	0.36	0.47	0.58
市盈率(P/E)	255.80	28.78	20.19	15.48	12.57
市净率(P/B)	2.20	2.05	1.92	1.78	1.61
市销率(P/S)	3.19	2.25	1.85	1.53	1.33
EV/EBITDA	64.59	14.57	13.11	10.87	8.19

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.32元
目标价格	9.72元

基本数据

A股总股本(百万股)	787.04
流通A股股本(百万股)	692.00
A股总市值(百万元)	5,761.14
流通A股市值(百万元)	5,065.44
每股净资产(元)	3.65
资产负债率(%)	32.47
一年内最高/最低(元)	8.60/6.93

作者

杨焯辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
王金成	联系人
wangjincheng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《亚宝药业-首次覆盖报告:营销改革加强渠道掌控力，核心品种销量增长带动业绩提升》 2018-04-14



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	503.33	408.30	344.66	301.63	873.36
应收账款	394.19	546.67	436.74	652.24	598.32
预付账款	46.86	35.24	94.39	46.28	98.94
存货	481.76	508.64	554.17	711.66	631.45
其他	163.82	299.26	439.92	410.36	503.49
流动资产合计	1,589.95	1,798.10	1,869.88	2,122.16	2,705.56
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,793.67	1,789.64	1,739.45	1,701.78	1,658.63
在建工程	131.74	43.76	62.26	85.35	81.21
无形资产	225.68	221.72	201.24	180.76	160.28
其他	464.47	515.36	517.65	511.53	512.73
非流动资产合计	2,615.56	2,570.48	2,520.59	2,479.42	2,412.85
资产总计	4,205.51	4,368.58	4,390.47	4,601.59	5,118.41
短期借款	880.00	830.00	400.00	476.94	400.00
应付账款	243.41	270.02	422.67	336.07	478.70
其他	205.11	235.76	314.61	265.90	347.41
流动负债合计	1,328.52	1,335.78	1,137.28	1,078.91	1,226.11
长期借款	47.19	20.02	40.00	40.00	40.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	99.45	98.34	99.64	99.14	99.04
非流动负债合计	146.64	118.36	139.64	139.14	139.04
负债合计	1,475.16	1,454.14	1,276.91	1,218.06	1,365.15
少数股东权益	106.04	105.66	119.60	147.71	166.12
股本	787.04	787.04	787.04	787.04	787.04
资本公积	1,078.06	1,078.06	1,078.06	1,078.06	1,078.06
留存收益	1,837.27	2,021.73	2,206.92	2,448.78	2,800.11
其他	(1,078.06)	(1,078.06)	(1,078.06)	(1,078.06)	(1,078.06)
股东权益合计	2,730.35	2,914.43	3,113.56	3,383.53	3,753.26
负债和股东权益总	4,205.51	4,368.58	4,390.47	4,601.59	5,118.41

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	27.04	199.82	285.39	372.09	458.47
折旧摊销	159.68	176.91	112.24	115.09	117.80
财务费用	34.27	42.44	26.56	19.21	16.22
投资损失	0.20	(0.68)	(4.77)	(4.76)	(4.76)
营运资金变动	(41.12)	(225.26)	92.54	(423.45)	210.92
其它	(24.11)	(31.51)	16.59	29.23	17.76
经营活动现金流	155.95	161.73	528.55	107.41	816.39
资本支出	577.60	79.86	58.71	80.49	50.10
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,165.03)	(200.83)	(117.78)	(157.01)	(93.21)
投资活动现金流	(587.43)	(120.97)	(59.07)	(76.52)	(43.11)
债权融资	960.36	877.19	471.56	547.57	469.79
股权融资	(29.46)	(37.65)	(26.56)	(19.21)	(16.22)
其他	(988.09)	(981.13)	(978.12)	(602.27)	(655.13)
筹资活动现金流	(57.19)	(141.59)	(533.12)	(73.91)	(201.56)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(488.66)	(100.83)	(63.64)	(43.02)	571.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,806.11	2,558.51	3,120.25	3,770.44	4,329.86
营业成本	1,009.67	1,115.86	1,292.69	1,482.28	1,621.07
营业税金及附加	27.48	39.23	44.31	56.24	65.38
营业费用	438.43	694.22	920.47	1,149.98	1,363.91
管理费用	360.83	438.40	530.44	640.97	736.08
财务费用	29.46	37.64	26.56	19.21	16.22
资产减值损失	0.33	18.53	7.54	12.00	12.69
公允价值变动收益	(0.12)	0.00	1.92	0.64	(1.07)
投资净收益	(0.20)	0.68	4.77	4.76	4.76
其他	0.64	(14.49)	(13.38)	(10.80)	(7.39)
营业利润	(60.42)	228.43	304.92	415.14	518.22
营业外收入	94.95	5.72	43.23	47.97	32.31
营业外支出	6.72	9.46	7.18	7.79	8.14
利润总额	27.82	224.68	340.98	455.32	542.38
所得税	0.78	24.86	40.92	54.64	65.09
净利润	27.04	199.82	300.06	400.69	477.29
少数股东损益	4.52	(0.39)	14.67	28.59	18.82
归属于母公司净利润	22.52	200.21	285.39	372.09	458.47
每股收益(元)	0.03	0.25	0.36	0.47	0.58

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-12.56%	41.66%	21.96%	20.84%	14.84%
营业利润	-126.95%	-478.09%	33.49%	36.15%	24.83%
归属于母公司净利润	-89.86%	788.94%	42.55%	30.38%	23.21%
获利能力					
毛利率	44.10%	56.39%	58.57%	60.69%	62.56%
净利率	1.25%	7.83%	9.15%	9.87%	10.59%
ROE	0.86%	7.13%	9.53%	11.50%	12.78%
ROIC	-1.23%	7.76%	9.12%	12.52%	13.65%
偿债能力					
资产负债率	35.08%	33.29%	29.08%	26.47%	26.67%
净负债率	-13.73%	0.39%	5.42%	13.62%	9.83%
流动比率	1.20	1.35	1.64	1.97	2.21
速动比率	0.83	0.97	1.16	1.31	1.69
营运能力					
应收账款周转率	5.71	5.44	6.35	6.92	6.92
存货周转率	4.20	5.17	5.87	5.96	6.45
总资产周转率	0.43	0.60	0.71	0.84	0.89
每股指标(元)					
每股收益	0.03	0.25	0.36	0.47	0.58
每股经营现金流	0.20	0.21	0.67	0.14	1.04
每股净资产	3.33	3.57	3.80	4.11	4.56
估值比率					
市盈率	255.80	28.78	20.19	15.48	12.57
市净率	2.20	2.05	1.92	1.78	1.61
EV/EBITDA	64.59	14.57	13.11	10.87	8.19
EV/EBIT	-264.93	24.63	17.55	13.75	9.99

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com