



2018-07-13

公司点评报告

买入/首次

亚宝药业(600351)

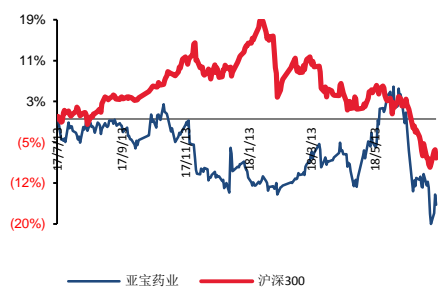
目标价: 11.62

昨收盘: 6.78

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

双重拐点，估值低廉

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	787/692
总市值/流通(百万元)	5,336/4,692
12 个月最高/最低(元)	8.75/6.48

证券分析师：杜佐远

电话：010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

联系人：苑建

电话：010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117120042

事件：近日公司发布中报预增补充公告，净利润 1.45-1.50 亿元，同比增速 35%-40%，扣非后归母净利润 1.34-1.40 亿元，同比增速 28%-34%，非经常损益金额约 1039 万元，其中财政补贴 841 万元，投资收益 192 万元。

■ 点评：

销售改革成效突出，半年报业绩靓丽。公司上半年净利润增速 35%-40%，中值约 38%，延续一季度高增长态势，主要原因有三：1) 营销改革后，渠道扁平化，销售模式从“渠道驱动型”转变为“终端”，加强终端掌控，维持较低渠道库存；2) 终端药店覆盖率持续提升，目前公司覆盖终端药店 20 多万家，覆盖率约 50%，并有望持续提升；3) 加强对重点产品、高毛利产品推广力度，具有品牌力的丁桂儿脐贴、消肿止痛贴、蕙芽健脾凝胶等品种均实现较高增长，此外心脑血管、内分泌、维生素矿物质等板块均实现稳健增长。

品牌 OTC 行业拐点已现，处于“量价齐升”+“集中度提升”阶段。1) 量的增长来源于消费者对同一适应症的 OTC 产品需求增加，另一方面来自品牌 OTC 对非品牌 OTC 产品替代；2) 价格增长一方面来自 CPI，一方面来自品牌力的体现。

- ✓ 行业逻辑 1：随着连锁药店集中度逐步提升，连锁药店相对单体药店行业地位显著提升，行业已形成一个新趋势：品牌 OTC 和品牌药店（连锁药店）合作越来越紧密，品牌 OTC 提价的利润一部分会留在连锁药店，即品牌 OTC 给连锁药店的利润空间增加，挤占非品牌 OTC 产品市场份额。
- ✓ 行业逻辑 2：消费升级：消费者越来越偏好品牌产品！
- ✓ 行业逻辑 3：16/17 年流通行业政策巨变（94 号文、营改增、两票制等），净化了 OTC 渠道库存，相关企业轻松上阵，同时促使 OTC 营销模式改革（从渠道拉动到终端消费驱动），OTC 企业周期属性弱化，成长属性增强。另一方面，小型 OTC 企业也逐步退出，供给侧改革大幕拉起，品牌 OTC 集中度逐步提升。

公司拐点已至，未来 3 年有望维持高增长态势。从公司层面看：1) 销售模式从“渠道驱动型”转变为“终端驱动型”，业绩成长周期性减弱，持续成长性增强；2) 公司研发投入在品牌 OTC 企业中居前列，17/18 年费用化

研发投入超 1.7 亿元（苏州研发基地 8000 万左右，北京研发基地 1 亿左右），主要用于创新药、仿制药研发以及一致性评价等项目，受益 18 年一致性评价项目完成（3000-4000 万研发费用）以及 19 年起苏州研发投入大幅缩减（预计从 8000 万缩减到 6000 万以内），我们预计 19 年研发费用减少 5000-6000 万；3）新品种&一致性评价品种陆续获批，有望贡献业绩弹性，公司已开展 10 个一致性评价项目，其中苯磺酸氨氯地平、马来酸依那普利已经申报，预计 18 年获批，恩替卡韦片、甲钴胺片、莫沙必利片预计 18 年完成 BE 试验申报，仿制药苯甲酸阿格列汀片及原料药已申报生产批件，预计 19 年有望获批上市。

盈利预测与投资建议：公司未来三年有望维持高增长，预计 18-20 年净利润 2.80/3.72/4.62 亿元，对应 EPS 0.36/0.47/0.59 元，对应 PE 分别为 20/15/12 倍。“行业&公司”双重拐点，市值低点，19 年公司合理市值 91 亿元（19PE25X），65%空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品放量不及预期；研发进展不及预期等。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,559	3100	3596	4131
(+/-%)	42%	21%	16%	15%
净利润(百万元)	200	280	372	462
(+/-%)	789%	40%	33%	24%
摊薄每股收益(元)	0.25	0.36	0.47	0.59
市盈率(PE)	28	20	15	12

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图表：亚宝药业盈利拆分及预测（百万元）

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
一、医药生产						
收入	1,647	1,324	2,124	2,570	3,066	3,601
yoy		-20%	60%	21%	19%	17%
毛利率(%)	62.6%	55.5%	65.9%	66.4%	66.9%	67.2%
1、儿科类						
收入	646	261	505	626	754	897
yoy		-60%	93%	24%	21%	19%
净利润	77	31	61	75	98	126
yoy		-60%	93%	24%	31%	28%
贡献母公司净利润	77	31	61	74	97	123
丁桂儿脐贴	520	235	470	564	666	785
藜芽健脾凝胶			13	23	46	64
其他	126	26	35	39	43	47
2、心脑血管类						
收入	502	264	363	416	463	503
yoy		-47%	38%	15%	11%	9%
毛利率(%)	51%	43%	52%	52%	52%	52%
净利润	50	26	36	42	56	60
yoy		-47%	38%	15%	34%	9%
贡献母公司净利润	50	26	36	42	56	60
3、止痛类（消肿止痛贴）						
收入	213	305	422	540	674	820
yoy		43%	38%	28%	25%	22%
净利润	21	31	42	54	74	98
yoy		43%	38%	28%	37%	33%
贡献母公司净利润	21	31	42	54	74	98
消肿止痛贴	207	288	410	525	656	800
yoy	62	68	70	28%	25%	22%
其他	6	17	12	15	18	20
yoy		182%	-30%	25%	20%	11%
4、内分泌系统						
收入	58	73	158	220	300	384
yoy		25%	117%	39%	36%	28%
净利润	6	7	16	24	36	46
yoy		25%	117%	53%	49%	28%
贡献母公司净利润	6	7	16	24	36	46
硫辛酸		70	142	200	280	364
其他			16	20	20	20
5、维生素、矿物质类						
收入	71	74	99	119	143	172
yoy		5%	34%	20%	20%	20%
净利润	7	7	10	11	14	19
yoy		5%	34%	8%	33%	32%
贡献母公司净利润	7	7	10	11	14	19
葡萄糖酸钙口+酸锌口服液	65	70	90	117	152	198
其他	6	4	9	12	14	16
6、原料药						
收入	38	77	264	291	320	352
yoy		100%	245%	10%	10%	10%
毛利率(%)	47%	48%	51%	51%	51%	51%
净利润	8	18	73	76	89	103
yoy		138%	299%	5%	16%	16%
贡献母公司净利润	8	12	55	57	66	77
7、其他品种						
收入	119	270	312	358	412	474
yoy		127%	15%	15%	15%	15%
贡献母公司净利润	6	14	16	18	29	38
yoy		127%	15%	15%	61%	31%
莫沙必利			60	90	126	170
二、医药批发						
收入	395	460	397	500	500	500
yoy		16%	-14%	26%	0%	0%
毛利率(%)	11%	12%	11%			
净利润	-3	-3	-1	0	0	0
贡献母公司净利润	(3.44)	(2.83)	(1.46)	0.00	0.00	0.00
三、其他						
收入	23	22	39	30	30	30
净利润				0	0	0
四、合计						
收入	2,066	1,806	2,559	3,100	3,596	4,131
yoy		-13%	42%	21%	16%	15%
贡献母公司净利润	222	23	200	280	372	462
yoy		-90%	789%	40%	33%	24%
EPS	0.32	0.03	0.25	0.36	0.47	0.59
当前市值对应PE			28	20	15	12
合理估值				71	91	115
PE				25	25	25

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院预测

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

[Table_Team]

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。