



2018-10-31

公司研究报告

买入/维持

亚宝药业(600351)

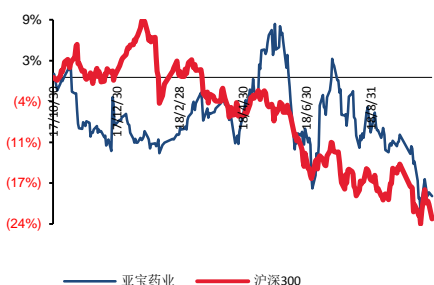
目标价: 11.62

昨收盘: 6.41

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

业绩符合预期，销售改革成效突出

■ 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)	5,021/4,415
12个月最高/最低(元)	8.75/6.18

相关研究报告:

亚宝药业(600351)《双重拐点, 估值低廉》--2018/07/13

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2018年三季报, 前三季度营业收入22.35亿元, 同比增速21.5%, 归母净利润2.13亿元, 同比增速44.0%, 扣非后归母净利润2.04亿元, 同比增速41.5%, 业绩符合预期。

点评:

销售改革成效突出, 业绩符合预期。公司前三季度实现营收22.35亿元(+21.5%), 净利润2.13亿元(+44.0%), 业绩高增长主要受益渠道改革。分治疗领域看, **1) 儿科类:** 预计收入5亿元左右, 同比增速5-7%, 其中丁桂儿脐贴约3.5亿元, 预计全年销售额约5亿元; 葡萄糖酸锌/酸钙收入约7700万, 预计全年约1亿元, 重磅潜力品种薏芽健脾凝胶约2000万元, 预计全年约3000万, 未来5年有望做到5亿元以上; **2) 心血管系统类:** 预计收入约4亿元, 同比增速30%左右, 预计硝苯地平缓释片收入超8000万元, 全年有望过亿元, 珍菊降压片约6000万元, 全年销售额约8000万; **3) 止痛类:** 收入超3亿元, 同比增速超10%, 消肿止痛贴量增价减, 销量增速约70%, 预计全年销售收入约4.2亿元, 与去年基本持平; **4) 精神神经类:** 收入约2.4亿元, 同比增速约130%, 主要是核心品种硫辛酸提价影响。

品牌 OTC 行业拐点已现, 处于“量价齐升”+“集中度提升”阶段。

过去: 成长股中的周期股。1、“品牌 OTC”成长性: 从单一产品来分析, 从稍长&更长的时间跨度来看(例如3年及以上), 处于量价齐升, 量的增长一方面来自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 产品的替代。价的增长一方面来自于 CPI, 一方面来自品牌力的体现。从单产品向多产品线丰富。**2、“品牌 OTC”周期性:** 品牌 OTC 企业过去业绩波动主要源于渠道库存变化, 即压货、清库存、再压货, 好2年, 差2年。而不同公司之间差异较大。

未来: 周期弱化, 成长起始。“量价齐升”+“集中度提升”。行业逻辑

1、行业政策变革, 渠道净化: 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 企业各种成本上升, 也逐步退出, 供给侧改革大幕拉起, 品牌 OTC 集中度逐步提升。16/17 年渠道净化完成后, 给未来增长奠定基础。**行业逻辑 2、提价、综合服务**等深度绑定连锁药店, 满足药店对高毛利、品牌化的追求: **1) 提价**一部分利润留存给药店, 药店推广动力增强, 满足药店对高毛利的追求: 随着药店连锁化率加速提升(已超 50%), 连锁药店相对单体药店行业地位显著

提升，行业已形成一个新的趋势：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存在连锁药店，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，连锁药店和品牌 OTC 实现双赢。2) 综合服务深度绑定连锁药店：连锁药店更看重品牌、流量和粘性，品牌 OTC 企业在梳理品牌，管理消费者，保持会员黏性等方面加强药店服务。**行业逻辑 3**：消费者品牌偏好提升。

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 2.80/3.64/4.49 亿元，对应 EPS 0.36/0.46/0.57 元，对应 PE 分别为 18/14/11 倍。“行业&公司”双重拐点，市值低点，19 年合理市值 90 亿元（19PE25X），维持“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	3062	3535	4039
(+/-%)	41.7%	19.7%	15.4%	14.2%
净利润(百万元)	200	280	364	449
(+/-%)	788.9%	39.9%	29.9%	23.5%
摊薄每股收益(元)	0.25	0.36	0.46	0.57
市盈率(PE)	25	18	14	11

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	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------

一、医药生产						
收入	2,124	2,522	2,995	3,499	4,014	4,597
yoy		19%	19%	17%	15%	15%
1、儿科类(丁桂儿脐贴、小儿腹泻贴)						
收入	603	670	805	926	1,053	1,185
yoy		11%	20%	15%	14%	13%
净利润	66	80	105	130	147	166
yoy		21%	30%	24%	14%	13%
贡献母公司净利润	66	80	98	122	139	156
丁桂儿脐贴						
葱芽健脾凝胶	13	30	80	120	160	200
葡萄糖酸锌/酸钙	90	100	120	140	160	180
其他	35	40	45	50	55	60
2、心脑血管类						
收入	363	479	599	719	827	951
yoy		32%	25%	20%	15%	15%
净利润	36	48	72	90	108	124
yoy		32%	50%	25%	20%	15%
贡献母公司净利润	36	48	72	90	108	124
3、止痛类						
收入	422	437	522	623	733	862
yoy		4%	19%	19%	18%	18%
净利润	42	35	52	62	73	86
yoy		-17%	49%	19%	18%	18%
贡献母公司净利润	42	35	52	62	73	86
消肿止痛贴						
收入	410	422	507	608	718	847
yoy		3%	20%	20%	18%	18%
其他	12	15	15	15	15	15
4、精神神经类						
收入	158	364	418	481	553	636
yoy		130%	15%	15%	15%	15%
净利润	16	36	50	63	72	83
yoy		130%	38%	25%	15%	15%
贡献母公司净利润	16	36	50	63	72	83
5、原料药						
收入	264	212	233	256	282	310
yoy		-20%	10%	10%	10%	10%
净利润	73	80	88	97	107	118
yoy		10%	11%	10%	10%	10%
贡献母公司净利润	55	63	66	73	80	88
6、其他品种						
收入	313	360	418	493	567	652
yoy		15%	16%	18%	15%	15%
贡献母公司净利润	16	18	25	39	45	52
yoy		15%	39%	57%	15%	15%
莫沙必利	60	90	126	170	230	310
二、医药批发						
收入	397	500	500	500	500	500
yoy		26%	0%	0%	0%	0%
净利润	-15	0	0	0	0	0
贡献母公司净利润	-15	0	0	0	0	0
三、其他						
收入	37	40	40	40	40	40
净利润	-15	0	0	0	0	0
四、合计						
收入	2,559	3062	3535	4039	4554	5137
yoy		20%	15%	14%	13%	13%
贡献母公司净利润	200	280	364	449	517	589
yoy		40%	30%	23%	15%	14%
EPS	0.25	0.36	0.46	0.57	0.66	0.75
当前市值对应 PE	25	18	14	11	10	9
合理估值		71	92	113	130	147
PE		26	25	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

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com

华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@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。