2018 年 11 月 06 日

王睿哲
C0062@capital.com.tw

目标价(元) 8

亚宝药业(600351.SH) Buy 买入

前 3 季净利 YOY+44%,延续恢复性增长

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2018/11/7)	6.80
上证指数(2018/11/7)	2641.34
股价 12 个月高/低	8.81/6.02
总发行股数(百万)	787.04
A 股数(百万)	692.00
A 市值(亿元)	47.06
主要股东	山西亚宝投资集团有限公司(24.77%)
每股净值(元)	3.69
股价/账面净值	1.84

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-3.3	-8.8	-14.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-08-22	8.16	买入

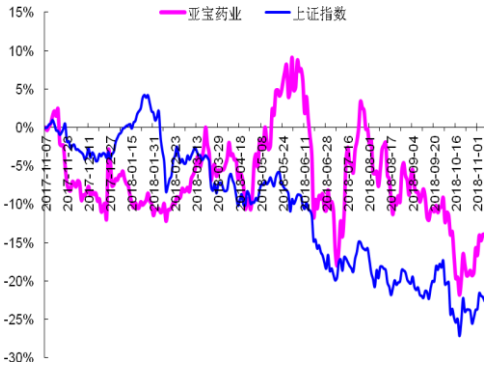
产品组合

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	3.3%
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 2018Q1-Q3 实现营业收入 22.4 亿元，YOY+21.5%,录得净利润 2.1 亿元，YOY+44.0%（扣非后 YOY+41.5%），EPS 为 0.27 元，公司业绩处于业绩预告的中位，符合预期。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现营收 7.7、6.7、7.9 亿元，YOY 分别+37.3%，+8.8%、+20.1%,分别录得净利润 0.6、0.9、0.7 亿元，分别 YOY+47.8%、+27.9%、+66.2%，公司业绩不断恢复。

- **渠道变革基本完成后销售恢复性增长：**公司 2016 年主动改革营销渠道，2017 年新的扁平化销售渠道已基本建立，并且公司积极拓展零售市场和基层市场，2018 医药销售不断恢复,前三季度营收 YOY+22%,经营性现金流净额 YOY+315%,恢复有量有质。其中 Q3 净利增长较快，一方面是医药工业销售恢复，另一方面是去年基期相对较低所致。

- **销售模式改变使得毛利率提升，销售费用率增加：**公司 Q3 综合毛利率为 56%，同比降低 3.3 个百分点，预计主要是销售结构差异所致，从环比来看，增加 1.2 个百分点。公司销售费用率同比增加 3.6 个百分点至 33.8%，预计主要是两票制政策影响,另外公司推广力度也在增加；随着营收规模增加，公司管理+研发费用率同比下降 10.2 个百分点至 9.1%；财务费用率同比下降 0.4 个百分点至 1.1%。整体来看，期间费用率同比下降 7.1 个百分点至 43.9%。

- **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。从中长期来看，公司主导产品丁桂儿脐贴稳健增长，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，多个创新药及 BE 品种目前进展顺利，我们看好公司的长期发展。我们预计公司 2018/2019 年分别实现净利润 2.83 亿元/3.55 亿元，YOY 分别+41.1%/+25.5%，EPS 分别为 0.36 元/0.45 元，对应 PE 分别为 18 倍/14 倍。公司目前估值偏低低，业绩恢复明显，维持“买入”的投资建议。

- **风险提示:**销售不及预期,药品降价

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	222	23	200	283	355
同比增减	%	30.55	-89.86	788.94	41.12	25.51
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.32	0.03	0.25	0.36	0.45
同比增减	%	28.00	-91.06	789.51	41.11	25.51
市盈率(P/E)	X	20.25	226.57	25.47	18.05	14.38
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.02	0.10	0.04	0.05
股息率 (Yield)	%	1.54	0.31	1.54	0.66	0.83

预期报酬(Expected Return：ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

人民币百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	2066	1806	2559	3110	3708
经营成本	980	1010	1116	1284	1522
营业税金及附加	21	27	39	43	52
销售费用	451	438	694	1005	1131
管理费用	350	361	438	392	541
财务费用	51	29	38	37	48
资产减值损失	2	0	19	18	13
投资收益	13	0	1	2	0
营业利润	224	-60	228	326	401
营业外收入	29	95	6	7	7
营业外支出	5	7	9	10	8
利润总额	248	28	225	323	400
所得税	30	1	25	39	52
少数股东损益	-4	5	0	2	-7
归母净利润	222	23	200	283	355

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
货币资金	1015	503	408	470	540
应收账款	227	357	510	612	734
存货	379	482	509	483	459
流动资产合计	2032	1590	1798	2158	2589
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1805	1794	1790	1969	2165
在建工程	71	132	44	53	63
非流动资产合计	2220	2616	2570	2956	3399
资产总计	4252	4206	4369	5114	5989
流动负债合计	1393	1329	1336	1603	1924
非流动负债合计	180	147	118	123	128
负债合计	1574	1475	1454	1726	2052
少数股东权益	-2	106	106	243	802
股东权益合计	2680	2624	2809	3145	3135
负债及股东权益合计	4252	4206	4369	5114	5989

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动所得现金净额	143	156	162	178	196
投资活动所用现金净额	-83	-587	-121	-1400	-1400
融资活动所得现金净额	731	-57	-142	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	791	-489	-101	-3222	-3204

1

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证益券(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份内容以作任何用途。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¡@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¡@。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。