

## 生物制品

报告原因：深度报告

2014年6月15日

市场数据：2014年6月13日

收盘价(元)	9.15
一年内最高/最低(元)	9.15/5.52
市净率	3.66
市盈率	0.66%
流通A股市值(百万元)	5791.5

基础数据：2014年3月31日

每股净资产(元)	2.4998
资产负债率%	46.24
总股本/流通A股(百万)	692/632.952
流通B股/H股(百万)	-/-

## 相关研究

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email: pei yunpeng@sxzq.com

联系人：焦春成

0351-8686986

jiaochuncheng@sxzq.com

地址：山西省太原市国贸中心A座28层

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦7层

<http://www.i618.com.cn>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

## 亚宝药业 (600351)

维持

厚积薄发，持续成长；关系理顺，外延扩张

买入

半年目标价 12.6

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	营业收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2011A	987.31	794.55	101.45	0.75	15.05
2012E	1,195.89	942.83	131.82	0.65	17.37
2013E	1,613.83	1,265.55	194.74	0.96	11.76
2014E	2,089.31	1,650.92	247.65	1.22	9.25

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

I 公司是小儿腹泻 OTC 龙头企业，业绩弹性较大，今年增长较为确定。

I 公司大股东、董事会及管理层在近期均出现较大变动，理顺关系明确方向的亚宝具有实现成长的意愿和执行力。企业外延式增长离题不远。

I 公司核心品牌“丁桂儿”在小儿消化领域的美誉度很高，OTC 市场强有力的直营团队支持下，增长可期。

I 公司研发投入较高，已建立一只国内领先的研发团队并取得一定成果，已经和中科院、礼来等机构形成了技术、知识产权等方面的深切合作。部分核心研究成果转化较快，有可能使得研发体系成为一个长久的盈利驱动中心。

I 公司在中药注射剂领域坚持产业链一体化的发展，已经具备有红花和丹参两个种植牌照，红花注射液产能释放后将为公司新增产值过亿品种。而公司的另几个片剂降压药品也将保持一定增长。

I 公司的巴布皮下渗膏贴这一中西药结合的皮下渗膏剂平台为新型载药给药平台，可以作为多种药品的给药系统。而公司这一创新系统正通过针对农村、社区医院为目标的半官方的“春播行动”来推广，效果斐然，预计全年其中作为基础贴剂的消肿止痛贴将销售过亿。

I 公司核心市场团队在医药的 OTC 市场，新药研发出售合作模式也显示企业了解自己的局限，企业对大健康、药妆等方向的拓展既顺理成章也令人期待。

I 企业理顺股东及管理团队，具有良好市场触觉和模式创新的 OTC 营销团队，建立了成果转化较高的国际化视野的研发团队，拥有一批具有市场美誉和渠道认可的品牌产品，具有多个良好前景的新药产品和潜力推广的大健康产业，故此基本我们认为企业厚积薄发，具有较强的竞争实力和业绩成长性。

I 业绩与评级：我们认为企业 2014-2016 年的 EPS 分别为 0.29、0.42、0.54 元/股。维持“买入”评级。

I 风险提示：公司发生并购或者三费提取比重过大

## 目录

1. 亚宝业绩弹性较大，今年增长确定性较高.....	3
2. 主营业务分析：主要产品增长可观 .....	5
2.1 儿童消化领域丁桂儿品牌效应显著，绿装拓宽适应症 .....	5
2.2 新的利润点：“春播”下的巴布皮下渗膏贴茁壮成长 .....	8
2.3 新的利润点：红花注射液拓展上游，危中蕴机，受益行业整合份额预增 .....	9
2.4 其他产品：硫辛酸注射液发展潜力大，缓释片剂可能有三个上亿品种。 .....	15
3. 理顺股东、董事会、管理层：外延式增长+研发驱动 .....	18
3.1 在研项目方向较好，进展顺利。研究开发转让一体化将使得研究也成为公司的主要业务和利润来源.....	21
3.2 企业自营瓶颈展现，横向的并购业务提上日程，参股耳康复企业展现儿科全产业链的图谋。 .....	23
3.3 集团支持力度较大，大健康产品架构若隐若现。 .....	23
4. 企业发展风险点： .....	24
5. 关键假设、盈利预测及评级： .....	24

## 图表目录

图表 1 亚宝药业主要业务利润率及业务占比.....	4
图表 2 亚宝药业各类利润率及三大费用率.....	4
图表 3 亚宝药业分产品的收入占比.....	5
图表 4 亚宝药业分产品的利润占比.....	6
图表 5 国内儿童腹泻市场份额 .....	6
图表 6 联合用药带来的治愈率、好转率明显提升 .....	7
图表 7 2012 年杭州、南京两地儿童止泻用药市场份额.....	7
图表 8 0-4 岁儿童腹泻市场规模大约在 22 亿元.....	8
图表 9 中药注射液销售额 2009 年加速增长.....	11
图表 10 影响较大的中药注射液不良反应一览.....	12
图表 11 2009 年中国中药注射剂各种类别所占比例份额图 .....	12
图表 12 心脑血管方向主要的中药注射剂 2013 年销售额.....	13
图表 13 红花注射液生产厂商一览.....	14
图表 14 糖尿病并发症引发路径：自由基氧化路径 .....	15
图表 15 硫辛酸的抗氧化循环路径.....	16
图表 16 糖尿病周围神经并发症治疗费用及疗效 .....	17
图表 17 我国糖尿病患者的并发症患病率（%） .....	17
图表 18 我国硫辛酸注射剂批号.....	18
图表 19 企业现董、监、高团队.....	20
图表 20 企业 2013 年度股东大会卸任高管一览.....	21
图表 21 亚宝主要在研、将投产项目：技术水准突出、市场前景可观 .....	22

## 1. 亚宝业绩弹性较大，今年增长确定性较高

亚宝药业是一家中西药生产销售综合性企业，旗下具有膏剂（丁桂儿脐贴、消肿止痛贴等）、注射剂（红花注射液、硫辛酸注射液）为主的创新中成药，及以珍菊降压片、曲克芦丁片、硝苯地平缓释片为代表的仿制药。

片剂、膏剂及注射剂三大品种的毛利率均在 40% 以上，共同占据企业营收的 89%，毛利更是超过 94%，显示较好的产品结构和经营状态。其中膏剂的毛利率长期稳定在 84% 以上，该品种的营收比重也在持续提升，今年一季度该比重更是提升至超过 34.73%，进而带动公司整体毛利率在一季度突破 50%。

亚宝产品的高毛利使得企业在扩张期具有较大的业绩弹性，而亚宝过往业绩不显的重要原因在于三费占比较高，这其中销售费用有扩张中前期的较大的广告费用、返点激励等影响；管理费用有扩张过程中都具有的规模化、异地管理带来的费用增长，同时也有亚宝本身的管理多元化带来的管理内部损耗；而在今年董事会理顺管理层级关系之后、在企业规模及知名度都具有一定影响力之后，我们认为销售及管理费用率都将开始下降。而同时亚宝今年的增长确定性比较高，新开拓的“春播行动”市场，新投入的注射剂产能，新建设的北京生物制剂公司，新参股介入的儿童康复设备企业等都将带来业绩的提升。

这样，亚宝今年正处在规模扩张的拐点期，其收入增长将带来业绩的明显改善。

图表 1 亚宝药业主要业务利润率及业务占比

营收占比	2011-H	2011-A	2012-H	2012-A	2013-H	2013-A
医药生产	46,806.08	108,620.31	57,989.54	116,955.46	64,720.22	125,951.57
片剂	41.53%	38.55%	38.58%	40.45%	37.66%	41.71%
软膏剂	29.01%	33.13%	29.40%	27.08%	32.68%	33.42%
注射剂	14.94%	14.56%	19.00%	17.92%	15.24%	13.83%
毛利占比	2011-06-30	2011-12-31	2012-06-30	2012-12-31	2013-06-30	2013-12-31
医药生产	25,507.66	61,111.05	30,937.45	64,412.56	36,359.80	71,548.67
片剂	37.80%	33.22%	31.31%	35.25%	27.95%	33.65%
软膏剂	45.05%	49.85%	47.03%	42.10%	49.34%	49.68%
注射剂	10.90%	11.91%	15.26%	14.20%	14.62%	10.55%
毛利率(%)	2011-06-30	2011-12-31	2012-06-30	2012-12-31	2013-06-30	2013-12-31
医药生产	54.50	56.26	53.35	55.07	56.18	56.81
片剂	49.61	48.49	43.30	47.99	41.70	45.83
软膏剂	84.64	84.66	85.33	85.62	84.84	84.45
注射剂	39.76	46.04	42.84	43.64	53.90	43.34

数据来源: wind、山西证券研究所

图表 2 亚宝药业各类利润率及三大费用率

	2009-A	2010-A	2011-A	2012-A	2013-A	2014-1Q
毛利率	34.87%	46.27%	45.29%	51.26%	45.50%	53.72%
销售费用率	13.95%	17.40%	12.90%	22.30%	20.83%	26.76%
管理费用率	8.36%	12.71%	11.28%	16.65%	15.51%	12.18%
财务费用率	1.72%	2.50%	2.69%	3.73%	2.82%	3.05%
营业利润率	10.28%	13.51%	13.78%	7.20%	5.58%	10.11%
净利润率	8.61%	11.80%	11.87%	8.67%	6.97%	8.09%

数据来源: wind、山西证券研究所

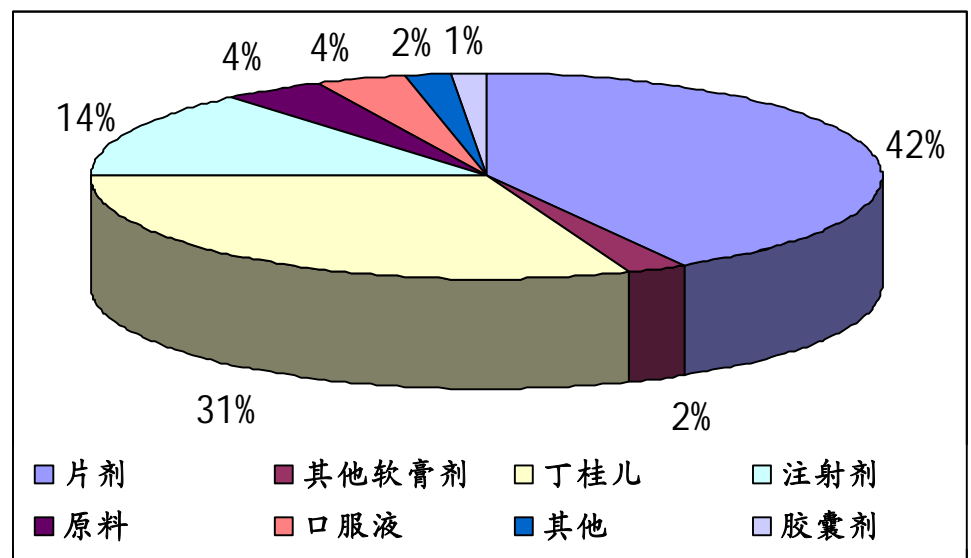
## 2. 主营业务分析：主要产品增长可观

### 2.1 儿童消化领域丁桂儿品牌效应显著，绿装拓宽适应症

公司核心品牌“丁桂儿”在小儿消化领域的美誉度很高，OTC 市场强有力的直营团队支持下，增长可期。

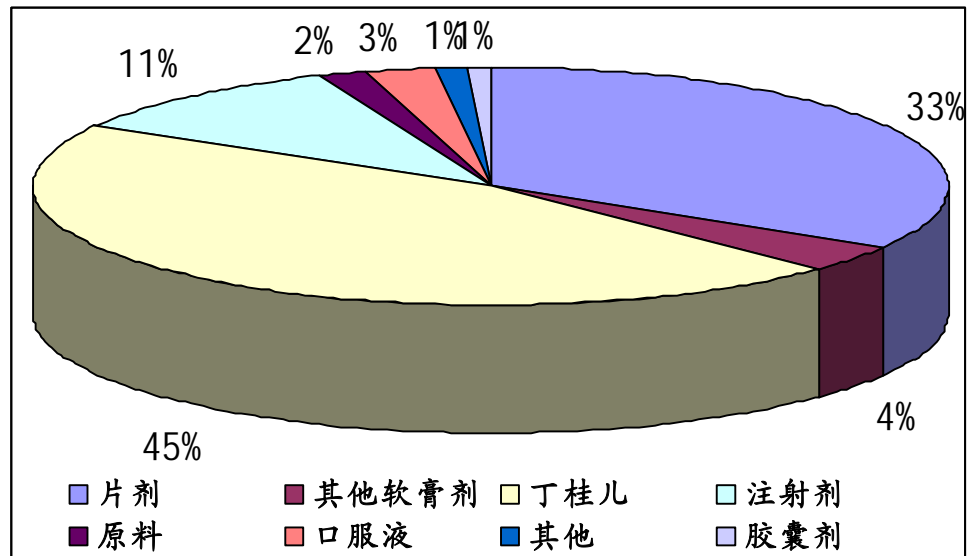
丁桂儿宝宝一贴灵是公司的重点品种，2013 年收入达 3.9 亿元，单品种收入占比达 31%，也是公司最主要利润来源，毛利超过 3.2 亿，毛利润占比达到 45%。可以说即便在这个转型期，企业也只有经营好这个现金牛才能有一个良好的腾飞基础。

图表 3 亚宝药业分产品的收入占比



数据来源：公司年报、山西证券研究所

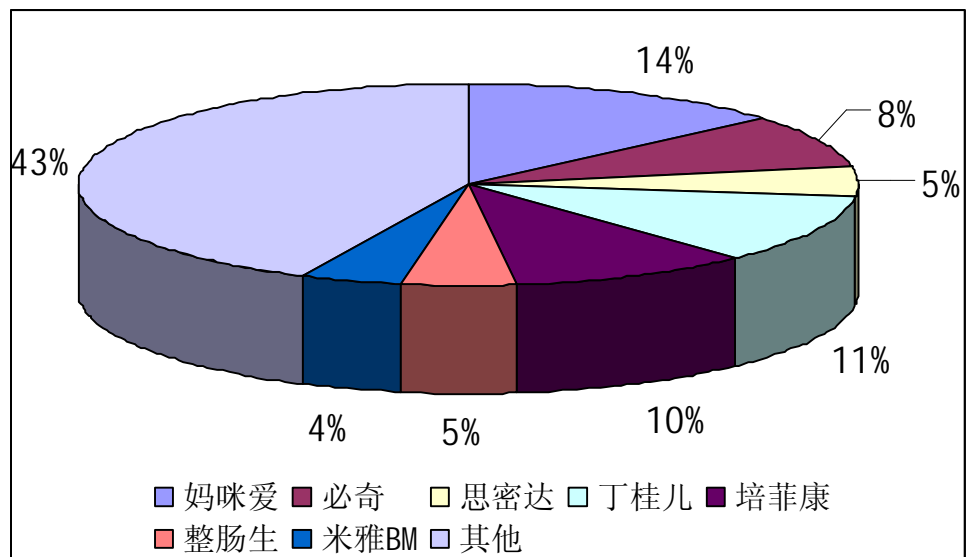
图表 4 亚宝药业分产品的利润占比



数据来源：公司年报、山西证券研究所

丁桂儿宝宝一贴灵是治疗腹泻的辅助型的 OTC 用药，OTC 用药最为重要的就是品牌和客户黏性，宝宝一贴灵近二十年的市场推广效果显著，拥有较为广泛的认知度和使用人群，在儿童腹泻领域已经和妈咪爱、必奇、思密达等共同构成儿童腹泻的第一团队。

图表 5 国内儿童腹泻市场份额



数据来源：南方所、新华网（广州）、上海医药年报、山西证券研究所

腹泻俗称“拉肚子”，主要是由病毒、细菌、食物毒素或者药物作用、食物刺激、其它疾病等原因造成的胃肠分泌、消化、吸收和运动等功能紊乱导致的。目前腹泻用药种类主要有抗生素类、微生态调节类、蒙脱石类、腹泻贴剂类等。整体来看腹泻用药呈现明显的两个趋势，一是中成药占比越来越大，副作用小

的贴剂发展更是迅速；二是以肠功能紊乱为指向的微生态调节剂比重在提升。

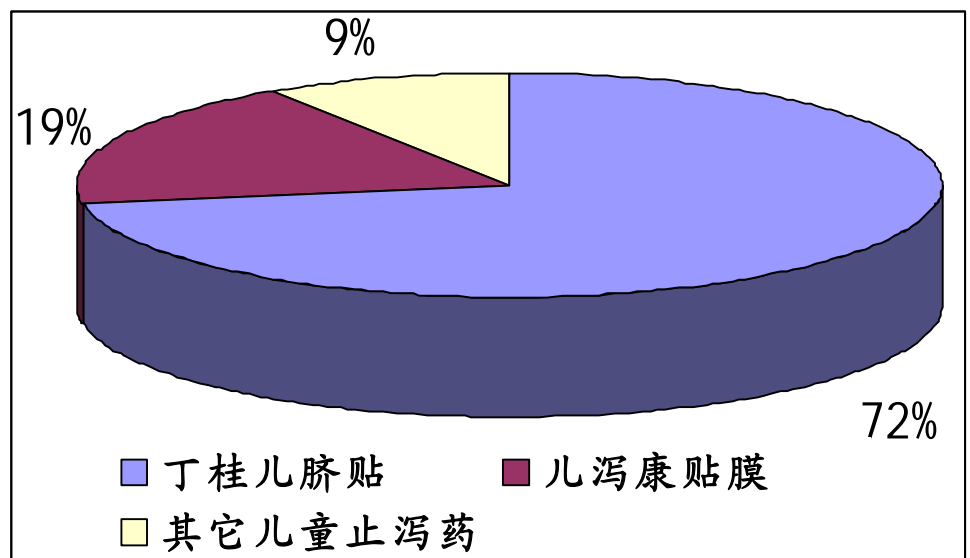
宝宝一贴灵主要采用外敷贴模式，相对副作用小，具有一定效果，并且在多个中医药大学研究中显示出联合用药带来的治愈率、好转率明显提升。儿腹泻贴辅助思密达治疗小儿腹泻，能够提高临床疗效，缩短病程，优于单纯思密达对照组，且经济方便，具有无创性，易于患儿和家长接受，说明小儿腹泻贴值得临床推广应用。所以宝宝一贴灵在南方所监测的国内主要城市儿童腹泻用药上有明显的，尤其是南方地区优势，我们认为这和发达地区医药使用知识更为普及和规范密切相关，这些地区儿科用药选择上尽量会考虑副作用小的产品和给药方式，同时经济发展带来对中药中成药的认同度更高，这些都是宝宝一贴灵能够在南方市场具有更好反馈的根本，而伴随我国经济及文化发展，以上原因将必然向全国拓展，以中成药膏贴剂为载体的经过实践检验副作用小的宝宝一贴灵的市场份额具有持续扩大的基础。

图表 6 联合用药带来的治愈率、好转率明显提升

	愈显率	主症积分	症状总积分	治愈时间
思密达+小儿腹泻贴	95.00%	0.50±1.33	0.58±1.38	94.50±25.44
思密达	76.67%	1.17±1.32	1.40±1.48	120.00±37.95

数据来源：南京中医药大学 2012 年硕士论文：周晨、山西证券研究所

图表 7 2012 年杭州、南京两地儿童止泻用药市场份额



数据来源：南方所、山西证券研究所

随着我国城乡居民生活水平和饮食结构的改变，消化系统疾病的发生率一直名列前茅，在胃肠道疾病中，感染性腹泻是一类常见多发病。我国卫生部防疫司（现疾病控制司）1988 年曾组织全国 20 个省、市入户调查，经调查分析，我国腹泻病年发病率平均约为 0.7 次/人，城镇人口发病率达到每年 0.4 次/人，世界胃肠病学组织在 2012 年指出 0-5 岁的儿童一般每年急性腹泻 3 次，如果以

0-14 岁为儿童年龄段，那么我国儿童腹泻市场整体规模大致在 39.56 亿元左右，其中 0-9 岁儿童腹泻市场大致在 35.4 亿元。

图表 8 0-4 岁儿童腹泻市场规模大约在 22 亿元

类别	0-4岁	5-9岁		10-14岁	
		城镇	农村	城镇	农村
人数 (万人)	7704.49	7379.52		7203.49	
		3879.42	3500.10	3786.88	3416.61
腹泻次数 (万人次)	23113.46	6595.01	7057.10	1514.75	3527.69
贴数 (万帖)	138680.78	36272.57	38814.03	7573.76	17638.46
总贴数 (万帖)		238,979.60			
总贴数 (0-9岁) (万帖)		213,767.37			
市场规模 (0-4岁) (亿元)		22.96			
市场规模 (0-9岁) (亿元)		35.39			
市场规模 (0-14岁) (亿元)		39.56			

数据来源：世界胃肠病学组织全球指南、国家统计局、疾控中心、山西证券研究所

注：人口数据采用 2012 年数据；0-4 岁儿童采用腹泻 3 次数据，5-9 岁儿童视城镇、农村不同采用世界胃肠病学组织儿童数据结合平均数据的算术平均值；单次使用量 0-4 岁幼儿以 3 天 6 贴计算，每增长一个年龄段减少 0.5 贴单次使用量

OTC 用药市场的销售是业绩展现的最关键，而亚宝在 OTC 渠道上深耕十余年，建立了一只 1000 多人的核心销售团队，各类销售人员有近 3000 人，在过去的五、六年中该团队保证了丁桂儿宝宝一贴灵的销量、市场份额持续增长。并且该团队深入一线终端，具备了较强的快速进行儿科、妇科等同类产品拓展的能力，利用丁桂儿在儿童腹泻上的美誉，亚宝去年重点推广的以治疗儿童腹痛腹胀消化不良等症状的丁桂儿绿贴，仅去年一年就在南方浙江等省取得了年销售超千万的业绩。

综上，我们认为公司核心品牌“丁桂儿”在小儿消化领域的美誉度很高，儿童腹泻及消化系统相关症状的市场空间还很大，在公司 OTC 市场强有力的直营团队支持下，增长仍然可以保证，将是转型时期重要的现金流产地。

## 2.2 新的利润点：“春播”下的巴布皮下渗膏贴茁壮成长

亚宝在中药现代化过程中，在贴膏剂领域进行了一系列的创新，最终形成了巴布皮下渗膏贴这一中西药结合的皮下渗膏剂平台为新型载药给药平台，可以作为多种药品的给药系统。

巴布贴剂又称巴布剂，是以水溶性高分子聚合物为基质骨架材料的外用贴剂，是从古代泥罨剂发展起来的。自 20 世纪 70 年代日本进行工业化生产以来，巴布剂在日本有了较快的发展，并于 80 年代成功地打入了欧美市场，同期引入我国。属于透皮给药系统或经皮吸收制剂的一种。是经皮肤贴敷方式用药，药物由皮肤吸收进入全身血液循环并达到有效血药浓度、实现疾病治疗或预防



的一类制剂。

亚宝不仅在巴布贴本身具有一定研究和创新，并且在透皮试剂上面也有较好的突破。

2013年，亚宝这样的透皮给药平台启动推广，主要给药平台为负载有消肿止痛药物的基础巴布贴膏剂。应该说，国外经皮吸收药物制剂与国内中成药贴膏制剂两个方向在当前渐行渐近，已有殊途同归之势。据国家食品药品监督管理局（CFDA）数据库资料，国内贴膏剂企业贴膏剂类药物生产批文已有800多张；而据医药经济报统计也有近30家外资公司涉足这类药物市场。故此，亚宝只有迅速扩大规模才能够取得先发优势。

亚宝没有选择依托现有的OTC销售渠道，以城市药房为主要零售终端的推广模式，而是选择和中华中医药学会合作，以中医药进社区进基层为导向，瞄准社区、农村等医疗服务的薄弱的“春播行动”模式是明智之举。

亚宝在“春播行动”中有两个明确的目标：1、建立中药透皮技术推广基地，主要是将亚宝在中药外治方面的中医药适宜技术向全行业全社会培训和推广；2、共同建立道地药材示范基地，实现中药材标准化种植，建立中药材流通追溯体系，提升中药材质量安全水平。

这两大目标的第一个目标就落在巴布皮下渗贴膏上，自从2012年底开始合作，2013年8月中旬加速推广，亚宝的消肿止痛贴在2013年即录得超过3000万元的毛收入。由于消肿止痛贴具有基础巴布贴的功能，在技术推广中已经可和相对应的应症药物配合运用于多种病症上，市场反馈大多向好，2014年企业当前已经有超过6000万的铺货，企业自身也在5月份山西省上市公司见面会预计消肿止痛贴全年销售过亿。

我们应该指出，消肿止痛贴的当前销售额只是其价值的一方面，最大的值得注意的是消肿止痛贴这一贴膏剂剂型被广大社区及农村医务工作者接受和运用在未来带来的消费习惯，以及在“春播行动”过程中亚宝全程参与培育了超过万名的基层医务工作者，这将是企业未来直接的OTC+处方消费点和推广站。

公司的巴布皮下渗膏贴这一中西药结合的皮下渗膏剂平台为新型载药给药平台，可以作为多种药品的给药系统。而公司这一创新系统正通过针对农村、社区医院为目标的半官方的“春播行动”来推广，效果斐然，我们预计全年其中作为基础贴剂的消肿止痛贴将销售过亿。

## 2.3 新的利润点：红花注射液拓展上游，危中蕴机，受益行业整合份额预增

中药注射剂，是指以中医药理论为指导，采用现代科技从单方或复方中药材中提取的、有效物质制成的、可供注入体内的制剂。中药注射液作为中药现代化的一个重要方面，由于适用症往往是大品种方向，使得中药注射液同时还具有市场容量大、起量快的特点，这样很多中药厂商都将中药注射液作为重要拓展方向。中药注射液已成为中药领域中市场份额最大的剂型，近5年复合增长率约为21%，明显高于中成药15.78%和整个药品市场18.23%的收入增长速度。

由于中药有效成分的组成、联动机制在形成中药注射液时可能出现缺失造成某些功能的缺失或者带来一些副作用，再加上中药成分本身大多具有对不同体

质的适应（或西医言之过敏等不适应症），这样使得中药注射液的应用频频有不良反应出现，这使得中药注射液的发展受到一些质疑，并对 2010-2013 年中 药注射液的发展带来一些反复。很多医院也开始重新审视中药注射剂的利与弊。 据报道，目前北京有的医院如积水潭医院中医科日常诊疗已经不再处方中药注 射剂，只有经过中医专家会诊方可开方。而浙江 2013 年基药招标也明确指出不 增补中药注射剂；湖北卫计委也在《关于推荐基本药物省级非目录药品的通知》 中倡导，不推荐抗微生物药品和中药注射剂。2014 年基药招标再起，中药注射 液能否继续成长仿佛已经成为一个需要探讨的话题。

但是我们认为中药注射液的发展是一个大趋势，首先是国内中药注射液已经 形成了一个五百来亿人民币的巨大市场，在急危重症病人的抢救，特别是心脑血管 疾病、呼吸系统疾病和肿瘤的治疗方面发挥了巨大的作用；其次，中药注射液 作为国内有数不多的中药现代化的优秀成果，其不间断的发展已逾 50 年，并 且实施 GMP 认证以来，注射剂的生产企业基本上都实现了管道化和自动化，高 速离心、膜过滤、冷冻干燥等注射剂生产新技术已在中药注射剂生产中逐步推 广应用，使注射剂的安全性和质量稳定性有了很大的提高，因噎废食殊为不智； 再次，在生物药制品的国际发展经验中我们可以看到，比如银杏内酯注射液在 全球临床医学上广泛用于治疗缺血性脑卒，全球使用银杏叶制剂的国家已有 130 多个，而德国威玛舒培博士药厂的金纳多注射液的生产标准已成为国际银 杏叶产品的标准，其产品的稳定可靠使得进入中国后迅速取得了对应针剂超过 40%的份额，可见中药注射液的发展方向和 市场接受度不是问题，其不良反应 更多是来自于源头的质量把控和实际应用中的规范、灵活的应对。

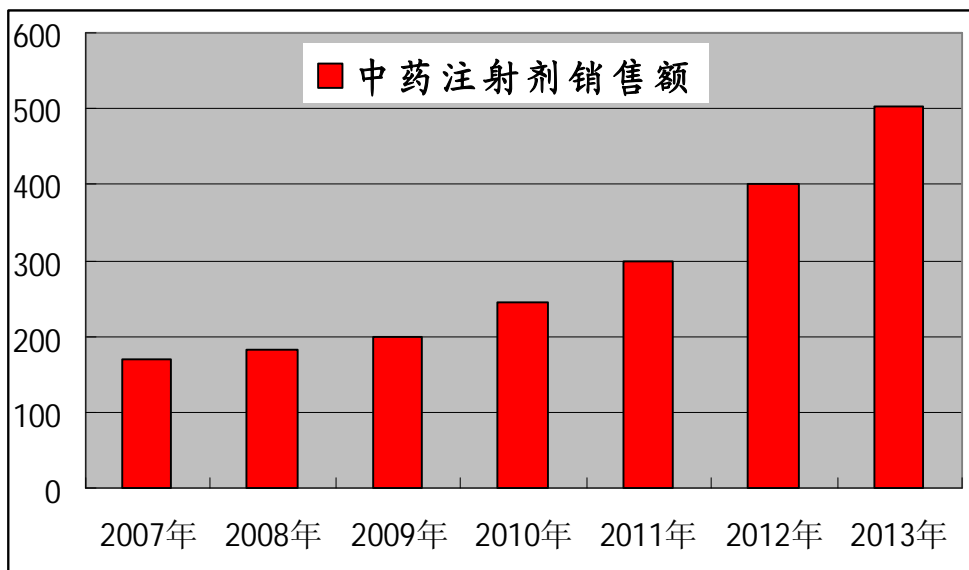
这样基本可以判定我国未来对中药注射液的相关门槛和监管都会有所提升， 事实上国家药典委员会副秘书长周福成曾在中国药学会大会上表示要进一步加强 高风险中药注射剂的安全性控制，研究建立中药注射剂异常毒性、过敏反应、 高分子聚合物、蛋白、树脂等有关物质检查的新方法。而 2015 年版《中国药 典》已开始修订，因为安全性问题，对中药注射剂的监管控制亦步步趋紧。这 样的行业整顿必将带来行业的整合，行业领导者将相对受益。

红花注射液在中药注射液中是一个较小的品种，同时又是占据中药注射液近 六成份额的心脑血管领域比较重要的一个分支，依据 IMS 统计数据可见在主要 心脑血管领域以红花为单味原料的注射液占据心脑血管注射液近 9.2%的份 额。据此红花单味注射产品占比大致中药注射液 5-5.5%左右份额，以当前中 药注射液 450-500 亿的规模核算，红花单味注射液的整体潜在市场规模已经达 到 25 亿左右。

目前红花注射液仅有 16 家生产企业的 34 个批号，具有批文的红花注射液相 关生产企业中，已经实现了红花种植基地 GAP 认证的企业仅有雅安三九、亚宝、 山西华卫制药等三家，即便加上神威药业和振东制药的两个尚未 GAP 认证的 红花种植基地，具有种植基地的企业只有 5 家。此外具有较大规模且正常运转 的康意、民康、万荣等企业红花注射液在企业中占比均较低。而即便是振东目 前新厂区建设将完成，红花基地目前也仅是山西省专家组认证，距离 GAP 认 证仍还有一段距离，振东医药的红花注射液短期内也将处于一个平稳甚至收缩 状态。同时我们通过调阅神威主要产品结构可以看到神威的红花注射液产品在 神威的中药注射液产品中处于序列较低的品种；同时我们也看到神威和亚宝的 市场覆盖较为接近，亚宝去年已经退出了两家企业都有的清开灵产品；最再同时

我们可以看到红花注射液的很多厂商都是山西、河北两地的企业，显示了技术来源的一致性和相对市场的共通性，基于以上大多数所以我们认为亚宝在红花注射液去年初被警示之后是最有可能的原有市场占领者。同时我们还应该看到亚宝不但在上游拓展上面提前布局，而且在生产工艺的创新、冻干粉针的采用上也是走在行业的最前端，故此，以亚宝红花注射液 1.8 亿支的规模来看，我们认为亚宝红花注射液扩张应该是能正常消化的。红花注射液原有产能为 3600 万支/年，新项目建成后将扩展至 1.8 亿支/年。2013 年企业折合产能约为 7000 万支，实现产品量约为 4000 万支，2014 年预计企业折合产能能够提升至 1.5-1.6 亿支，新项目的建成将提升公司行业地位。我们认为企业红花注射液产品如果能抓住当前这一个空档期，加大推广力度，应该能够取得 6000-7000 万支销量。

图表 9 中药注射液销售额 2009 年加速增长



数据来源：药源网、中商情报网、IMS、山西证券研究所

图表 10 影响较大的中药注射液不良反应一览

日期	警示或禁止品种
2006年6月1日	禁止鱼腥草注射液、新鱼腥草素钠氯化钠注射液、新鱼腥草素钠注射液、注射用新鱼腥草素钠、复方蒲公英注射液、炎毒清注射液、鱼金注射液等7类含鱼腥草或新鱼腥草素钠的注射液
2008年10月7日	黑龙江省完达山制药厂生产的刺五加注射液
2008年10月20日	山西太行药业生产的茵栀黄注射液
2009年2月12号	黑龙江乌苏里江制药有限公司佳木斯分公司生产的双黄连注射液
2009年3月24号	浙江天瑞药业批号为080524的香丹注射液
2009年4月21号	警示清开灵注射剂严重不良反应
2009年12月20号	撤销炎毒清注射液和人参茎叶总皂苷注射液药品标准
2012年6月26号	警示喜炎平注射液和脉络宁注射液引起严重过敏
2012年11月10号	柴辛感冒注射液、穿山龙注射液、肝净注射液、肝欣泰注射液、田基黄注射液、勒马回注射液、汉肌松注射液、土贝母皂苷注射液、痛可宁注射液、乌头注射液和注射用脑心康（冻干）予以淘汰
2013年2月6日	警示红花注射液不良反应

数据来源：山西证券研究所

图表 11 2009 年中国中药注射剂各种类别所占比例份额图



数据来源：南方所、山西证券研究所

图表 12 心脑血管方向主要的中药注射剂 2013 年销售额

药品	厂家	销售额
血栓通	广西梧州制药	29.7
丹参多酚酸盐	上海绿谷制药	24.8
备通（丹红）	步长制药	24
疏血通	牡丹江友搏药业	17.8
丹参川芎嗪	贵州拜特制药	17.2
醒脑静	无锡济民可信	11.5
血塞通	珍宝岛药业	11
舒血宁	神威药业	11
丹参酮IIA磺酸钠	上海第一生化药业	10
参芎	贵州景峰	9.7
舒血宁	珍宝岛药业	9.5
乐坦（红花黄色素）	浙江永宁药业	9
醒脑静	大理药业	7
大株红景天	通化玉圣药业	7
血塞通	昆明制药	6
上善（红花黄色素）	山西华辉凯德	5.8
西克（红花黄色素）	山西华辉凯德	5

数据来源：IMS、山西证券研究所

图表 13 红花注射液生产厂商一览

批号	医药公司	红花种植基地	GAP认证时间	不良反应报道时间
国药准字 Z42021131 ; Z42021130	湖北武当金鼎制药有限公司	-	-	-
国药准字Z42021660	武汉福星生物药业有限公司	-	-	2004-2012年
国药准字 Z14020783 ; Z14020784	亚宝药业集团股份有限公司	新疆吉木萨尔县	2011-7-10	-
国药准字 Z14021814 ; Z14021815	山西恒大制药有限公司	-	-	2003-2006年
国药准字 Z51020673 ; Z20054048; Z51020674	雅安三九药业有限公司	新疆霍城县	2011-7-13	-
国药准字Z14021944	石药银湖制药有限公司	-	-	-
国药准字 Z22023858 ; Z20054067 ; Z20054068 ; Z22023866	通化谷红制药有限公司	-	-	-
国药准字 Z13020782 ; Z13020781	神威药业集团有限公司	新疆吉木萨尔县	-	-
国药准字 Z14021909 ; Z14021790	山西康宝生物制品股份有限公司	-	-	-
国药准字 Z14021639 ; Z14021640	朗致集团万荣药业有限公司	-	-	-
国药准字 Z14020735 ; Z14020734	山西振东安特生物制药有限公司	新疆裕民县	-	-
国药准字 Z14021878 ; Z14021010	山西康意制药有限公司	-	-	-
国药准字 Z23020818 ; Z23020819	哈尔滨圣泰生物制药有限公司	-	-	-
国药准字 Z42021432 ; Z42021431	湖北民康制药有限公司	-	-	-
国药准字 Z14020008 ; Z20053009; Z14020007	辐射防护研究院山西华卫药业有限公司	新疆裕民县	2011-7-27; 2012-9-26	-
国药准字 Z36020700 ; Z36020701	江西天施康中药股份有限公司	-	-	-

数据来源：药监局、公司网站、山西证券研究所

注：不良反应指的是有明确不良反应提交到药监部门的；天施康 2006 年后停产；振东新建，银湖、圣泰在建；恒大、福星目前生产经营受制；金鼎自身规模过小

面对行业整顿变局，亚宝药业借“春播行动”的东风，提出共同建立道地药材示范基地，实现中药材标准化种植，建立中药材流通追溯体系，提升中药材质量安全水平这一重要目标。亚宝在芮城的丹参种植基地 2013 年 10 月 17 日，通过国家食品药品监督管理局 GAP 现场检查验收，而半年左右之后的今年 5 月 23 日丹参种植基地已经顺利通过国家 GAP 认证。这样亚宝就拥有了新疆红花、芮城丹参两个国家 GAP 认证的中药种植基地。将为亚宝未来带来丹参、丹红、苦参等注射剂良好原料，这样按照 2013 年市场分布，在未来也将可能给企业带来超过 39.8 亿元的潜在市场，为企业进一步在中药注射剂领域的发展带来持久

动力。

综上，我们认为中药注射剂领域，依托两个 GAP 认证种植基地，亚宝将把中药注射液发展成为新的利润增长点，并且很有可能在未来发展成为不逊于膏剂的企业支柱。

## 2.4 其他产品：硫辛酸注射液发展潜力大，缓释片剂可能有三个上亿品种。

硫辛酸是一类两亲维生素 B 类化合物分子，其氧化型、还原型在水及脂两相环境中均能发挥很好的抗氧化作用，同时基于其两亲属性它又具有促氧化性能。作为一种新型抗氧化剂，具有极高的医用价值以及抗衰老潜能。

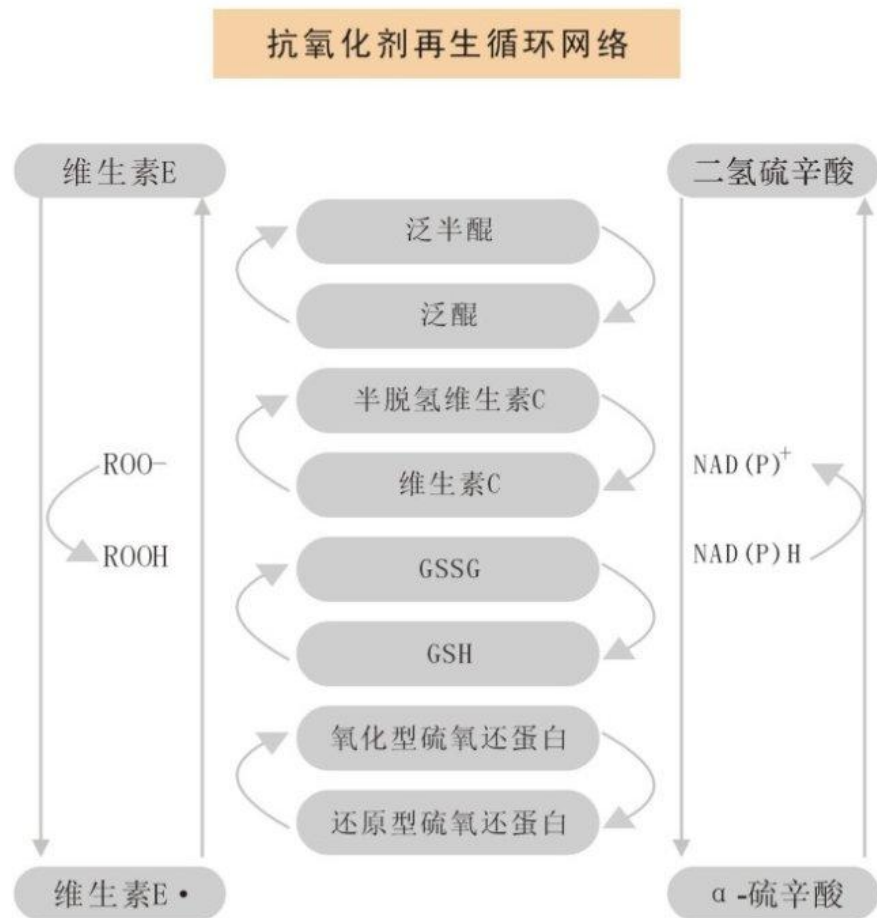
在德国，硫辛酸用于糖尿病性神经病等糖尿病并发症疾病的临床研究广泛而深入，由于认识到自由基的增长和抗氧化能力的降低是导致糖尿病并发症的重要原因，而硫辛酸在抗氧化剂再生循环网络中是很重要的还原剂（抗氧化剂），故此通过补充硫辛酸理论上能够达到抗氧化的效果，从而降低糖尿病并发症的发生。

图表 14 糖尿病并发症引发路径：自由基氧化路径



数据来源：现代哈森药业、山西证券研究所

图表 15 硫辛酸的抗氧化循环路径



数据来源：现代哈森药业、山西证券研究所

Hamel n Pharmaceuticals GmbH 生产的**硫辛酸注射液（商品名奥力宝）**在国内也已经是糖尿病并发症尤其是神经并发症的重点药物之一。但是由于个体、给药方式、剂量、时间等差异，并且通常都是单独给药，硫辛酸一般难以达成一致满意的效果。

但是糖尿病并发的神经病变、视网膜病变、白内障等神经相关并发症，一般是长期氧化损伤，缺乏更有效的治疗途径，硫辛酸仍不失为首选药物，国外临床研究认为长期适量的饮食补充硫辛酸或许能更有效地预防糖尿病以及其并发症的发生。

除了作为主要的氧化拮抗剂之外，机体抗氧化作用必须有各种抗氧化剂、抗氧化酶的协同参与，故临床应用中硫辛酸如能与其它抗氧化剂配合使用，其治疗效果应该不是简单加和，而是协同增加。

2012 年 CDS 和 IDF 估计中国糖尿病患者 9240 万，糖尿病导致的直接医疗开支占全国医疗总开支的 13%，达到 1734 亿元。中华医学会内分泌学会前任主任委员、上海交通大学医学院附属瑞金医院宁光教授与中国疾病预防控制中心赵文华带领的研究团队在 2010 年统计结果的基础上，进一步跟踪了近几年的中国糖尿病发病趋势，并对近 10 万人进行了长期随访调查显示，我国 18 岁及以上成人样本中，根据国际最新临床诊断标准进行诊断的糖尿病估测患病率为 11.6%，约 1.139



亿人，较 2010 年提升了 23.4%。所以，糖尿病导致的医疗开支 2013 年可能达到 2137 亿元。而另有数据显示糖尿病治疗费用中治疗糖尿病并发症的相关费用占 80% 以上，故以糖尿病并发症为方向来看的市场空间有 1690 亿元。

《海南医学》显示 2008 年糖尿病周围神经并发症的人均治疗费用需要至少 2242.8 元，考虑通胀因素，我们认为 2013-2014 年人均总治疗费用至少应该在 2700 元左右，而神经并发症在全部糖尿病患者中的发病率为 60.3%，这样也就是有 6869 万糖尿病神经病发症患者；这样假设接受治疗的患者占比 30.67%（数据取自 2011 年阳新县抽样数据和香港 2001 年全港抽样数据的平均），那么总治疗费用就将达到 568.8 亿元。硫辛酸为较为顽固的糖尿病神经并发症采用的治疗手段，一般不高于 20% 比例，即便如此，硫辛酸注射液的潜在市场空间也必然是超过 110 亿元的，可以说是极其可观的。

我国硫辛酸注射液的批号只有 7 家 7 个批号，应该说基本处于蓝海，增长空间较大。但同时该产品的市场都是刚刚开始重点开发，医保目录限价之后该产品的价格仍相对其他治疗方法和药品价格要高，而硫辛酸原料的几近垄断使得成本很难降低；最后国内产品该产品是典型的处方药，产品适应症又是和人们生活资料 and 生命安全极其密切的糖尿病中后期并发症，并且在非医保体系国内硫辛酸注射液产品很难和性能稳定、耕耘医院市场多年的国外产品竞争，而这都是亚宝在该领域的弱势。故此，我们看到亚宝即便在 2005 年即拿到硫辛酸注射液的国家新药，但是市场拓展一直不温不火，但是随着现代向制剂方向发展，大力推进国内硫辛酸注射液在医院的使用，亚宝应该至少能够搭上这一顺风车。我们认为亚宝的硫辛酸注射液的销售在 2014 年将能够比较顺利的突破 1 亿。结合公司定增的原料药项目中的 80 吨硫辛酸、200 千克甲钴胺，可以看到公司在糖尿病领域方向并未放弃，这一领域未来存在加速发展的可能。

图表 16 糖尿病周围神经并发症治疗费用及疗效

药品名	前列地尔	甲钴胺	依达拉奉
成本	4891.6	2242.8	4236
有效率	90%	95%	85%
成本效果比	54.35	23.61	49.84

数据来源：《海南医学》2008 年 第 5 期陈昭英、山西证券研究所

图表 17 我国糖尿病患者的并发症患病率（%）

糖尿病类型	高血压	脑血管病	心血管病	糖尿病足	眼病	肾病	神经病
1型糖尿病	9.1	1.8	4	2.6	20.5	22.5	44.9
2型糖尿病	34.2	12.6	17.1	5.2	35.7	34.7	61.8
总计	31.9	12.2	15.9	5	34.3	33.6	60.3

来源：中国糖尿病防治指南、山西证券研究所

图表 18 我国硫辛酸注射剂批号

批号	生产厂商
国药准字H20056403	上海现代哈森(商丘)药业有限公司
国药准字H20059737	江苏神龙药业有限公司
国药准字H20053402	北京四环科宝制药有限公司
国药准字H20055869	亚宝药业太原制药有限公司
国药准字H20065201	丹东医创药业有限责任公司
国药准字H20066706	重庆药友制药有限责任公司
国药准字H20093235	南京新百药业有限公司

数据来源：药源网、山西证券研究所

公司片剂领域主要有珍菊降压片、曲克芦丁片、硝苯地平缓释片、尼莫地平缓释片等产品。这些产品主要也是瞄准心脑血管等大品种，其中珍菊降压片、硝苯地平缓释片、曲克芦丁片等产品推出有一段时间，销量已经近亿或者已经破亿，正常情况下这三大类产品保持销量过亿是大概率。

企业在片剂领域的缓控释技术较为成熟，目前公司拥有缓控释品种 17 个，主要有硝苯地平、尼莫地平、氨茶碱、马洛替酯、盐酸二甲双胍等。公司凭借成熟缓控释技术，对老品种进行二次开发竞争力较强，这块业务有望保持稳步增长的态势。

但是当前企业在片剂领域的主要产品都是生产厂商众多，并且都有强势生产厂商的，亚宝还没有一个独家或者真正的大品种药品推向市场，这使得我们对没有产品更新前的亚宝片剂领域的发展认为只能给予中国医药市场平均的 18-20% 的增长。

### 3. 理顺股东、董事会、管理层：外延式增长+研发驱动

在 5 月 15 日的亚宝药业 2013 年股东大会，其管理层和董事会成员变动极大，我们可以看到在以职务计算的 23 个岗位中只有 9 个岗位是不变的；以人员来计，17 位高管中只有 6 位的岗位是不变的。董监高中除了原监事会主席刘崇兴和原董事岳丽华可能是因为年龄的原因被免职之外，其他全部四位独立董事以及依托他们成立的一整套提名、审计、薪酬等委员会的委员们被免除职务，显示出经营架构亚宝将向高决策的集权化方向发展；原总经理、总工被免职，这两位都是 70 后，本正当年富力强，一位履职清闲的监事会主席，总工则直接没有出现在高管中，显示企业基本发展方向和企业对待研发的根本看法和研发途径也要发生变化；新管理团队中董事长任武贤第一次出现在管理层中，亲自担任总经理来稳舵；然后新管理团队中原负责营销的副总经理的汤柯被任命为

亚宝发展中从来没有过的常务副总，显示其将作为董事长稳舵后的总经理接班人，而其营销背景出身，以及另一位主管销售，并且作为汤柯曾经的副手的虞骄阳新进为主管销售的副总经理，显示 OTC 领域的渠道优势非但不会降，甚至还会进一步加强，而这显然是为丁桂儿和大健康做准备；另一位上任的副总经理王鹏是北京研究院院长，主导亚宝新药研究，他的上任结合原总工的离职，显示亚宝的研发重点将转向北京研究院关注的新药和生物药方向；同时我们可以看到亚宝的董秘任蓬勃升任公司董事，将对公司发展发出更重要的声音，同时还可以看到另一位新增的董事和副总经理是任伟，任伟在副总经理岗位上主要负责的是投资业务，而董秘任蓬勃在公司主要负责的董秘办也经常和投资者打交道，可以说让两位和资本最贴切的副总经理担任董事，并且其中之一的任伟为董事长的儿子，另一位任蓬勃也是一笔写不出两个任的本地同姓，无论从业务推进还是未来接班，可见未来公司的投资、并购、外延式增长业务将成为公司最最关键的业务。

图表 19 企业现董、监、高团队

董事会						
姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份
任武贤	董事长, 董事	2002-4-1	男	中国	硕士	1960
薄少伟	副董事长	2008-6-26	男	中国	专科	1954
任伟	董事	2014-5-15	男	中国	本科	1984
任蓬勃	董事	2014-5-15	男	中国	硕士	1973
郭江明	董事	2011-6-23	男	中国	博士	1949
薄少伟	董事	2004-11-30	男	中国	专科	1954
郭云沛	独立董事	2014-5-15	男	中国	专科	1947
张林江	独立董事	2014-5-15	男	中国	博士	1970
武世民	独立董事	2014-5-15	男	中国	硕士	1964
付仕忠	独立董事	2014-5-15	男	中国	硕士	1972
监事会						
姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份
许振江	监事会主席, 监事	2014-5-15	男	中国	本科	1973
赵保义	监事	2011-6-23	男	中国	本科	1961
白丽媛	监事	2002-4-1	女	中国	本科	1964
高管						
姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份
任武贤	总经理	2014-5-15	男	中国	硕士	1960
虞骄阳	副总经理	2014-5-15	男	中国	本科	1974
任伟	副总经理	2014-5-15	男	中国	本科	1984
王鹏	副总经理	2014-5-15	男	中国	博士	1959
梁军	副总经理	2011-6-23	男	中国	硕士	1971
任蓬勃	副总经理	2007-3-11	男	中国	硕士	1973
张晓军	副总经理	2007-3-11	男	中国	硕士	1974
张晓军	财务总监	2004-4-15	男	中国	硕士	1974
汤柯	常务副总经理	2014-5-15	男	中国	硕士	1969
任蓬勃	董事会秘书	2002-4-1	男	中国	硕士	1973

数据来源: wind、山西证券研究

注: 红色是职务调整上升的; 黄色是职务调整赋闲的; 白色是职务不变的

图表 20 企业 2013 年度股东大会卸任高管一览

姓名	职务	任职日期	离职日期	性别	国籍	学历	出生年份
陈枫	审计委员会委员	2008-06-26	2014-05-14	男	中国	本科	1949
许振江	总经理	2002-04-01	2014-05-14	男	中国	本科	1973
汤柯	副总经理	2008-06-26	2014-05-14	男	中国	硕士	1969
张诚	独立董事	2008-06-26	2014-05-14	男	中国	本科	1945
许振江	提名委员会委员	2011-06-23	2014-05-14	男	中国	本科	1973
刘俊彦	审计委员会委员	2008-06-26	2014-05-14	男	中国	博士	1966
刘俊彦	审计委员会主任	2008-06-26	2014-05-14	男	中国	博士	1966
刘崇兴	监事会主席	2011-06-23	2014-05-14	男	中国	本科	1948
刘崇兴	监事	2011-06-23	2014-05-14	男	中国	本科	1948
郭江明	审计委员会委员	2011-06-23	2014-05-14	男	中国	博士	1949
赵恒林	薪酬与考核委员会主任	2008-06-26	2014-05-14	男	中国	本科	1947
张诚	提名委员会主任	2011-06-23	2014-05-14	男	中国	本科	1945
刘俊彦	独立董事	2008-06-26	2014-05-14	男	中国	博士	1966
陈枫	薪酬与考核委员会委员	2008-06-26	2014-05-14	男	中国	本科	1949
赵恒林	薪酬与考核委员会委员	2008-06-26	2014-05-14	男	中国	本科	1947
许振江	董事	2002-04-01	2014-05-14	男	中国	本科	1973
禹玉洪	总工程师	2007-10-15	2014-05-14	男	中国	博士	1972
陈枫	战略委员会委员	2011-06-23	2014-05-14	男	中国	本科	1949
岳丽华	薪酬与考核委员会委员	2002-04-01	2014-05-14	女	中国	本科	1953
岳丽华	董事	2002-04-01	2014-05-14	女	中国	本科	1953
张诚	提名委员会委员	2011-06-23	2014-05-14	男	中国	本科	1945
陈枫	独立董事	2008-06-26	2014-05-14	男	中国	本科	1949
赵恒林	独立董事	2008-06-26	2014-05-14	男	中国	本科	1947
陈枫	提名委员会委员	2011-06-23	2014-05-14	男	中国	本科	1949

数据来源：wind、山西证券研究

注：红色是职务调整上升的；黄色是职务调整赋闲的；白色是职务不变的

### 3.1 在研项目方向较好，进展顺利。研究开发转让一体化将使得研究也成为公司的主要业务和利润来源

公司每年课题研发投入 5000-6000 万元，持续在研发上投入，2013 年公司研发费用近 6500 万元，显示了企业领导人一以贯之的对研究和产品创新的追求。

公司目前有亚宝北京研究院和苏州亚宝创新药研发公司两个研究开发平台，原先声首席科学家、药明康德副总裁的王鹏先生全盘掌控着两个平台。北京研

究院以现代中药、化学药新型给药系统为研发方向，并致力于创新药物特别是生物制剂等的研究；中科院过程研究所专家查丽杭挂职研究院副院长；北京研究院承接国家级企业技术中心、博士后科研工作站和院士工作站。

苏州亚宝创新药研发公司为亚宝药业和王鹏先生共同持股的企业，苏州亚宝将成为亚宝主要开展国际合作和研究开发-转让功能的平台，使得研究项目加速，使得研究本身成为公司的一项主要的业务，从而实现国际医药企业的研究发动的业务模式。当前公司当前研究体系中部分临床后期的项目可能成为开发转让的标的。并且在开发转让中加大国际合作也将是一种必然，合作的模式应该不会仅仅只是一个知识产权的转让，可能更多涉及的亚宝还不是很熟悉的国内处方药市场和国际药物市场。就比如和全球大概排名第十的仿制药企业 PAR 在氢溴酸加兰他敏和美洛昔康产品上的代工协作。

企业在过往研发中就硕果累累：亚宝药业共获得发明专利 4 项、生产批件 7 项、保健品批件 25 项，完成了临床前研究 23 项，进行临床试验 10 项，开展基础研究项目 20 项。缓控释制剂、长效注射剂、一类新药等重点品种立项 10 个。启动大品种二次开发或质量标准提高项目 5 项，启动创新药物、首仿药物研究项目 3 项，多个专利产品进入 I 期、II 期临床。已经向国家食品药品监督管理局申报各类新药 254 项，获得证书和生产批件 108 项；向国家知识产权局申报药品发明专利 40 项，实用专利 41 项，获得发明专利和实用专利 60 多项；向国家工商局申报注册商标 239 个，取得商标证书 37 个。

图表 21 亚宝主要在研、将投产项目：技术水准突出、市场前景可观

药品名称	药品类型	类别	适应症	进展程度	预期生产时间	备注
治疗性重组腺病毒5型EB病毒潜伏膜抗原2(Ad-LMP2)疫苗	治疗用生物制品	新药	鼻咽癌	临床I期结束	预期2014年末或2015年初	合作方中科院过程所
归元片	中药	新药	戒毒	临床II期结束	预期2015年	合作方军事科学院
盐酸美金刚	化药	新药	老年痴呆症	即将生产获批	预期2014年三季度	
益清通胶囊	中药	新药	缺血型中风	即将生产获批	预期2014年年底	
缙沙坦氨氯地平	化药	新药	降血压	即将生产获批	预期2014年三季度	
滑膜康颗粒	中药	新药	关节炎、滑膜炎	临床I期	预期2015年初	
醋酸优力司特	化药	新药	紧急避孕的孕激素受体调节剂	临床I期	预期2015年	
盐酸奥昔布宁透皮贴	化药	新药	解痉	临床I期	预期2015年	
注射用前列地尔纳米粒	化药	新药	心脑血管	临床I期	预期2016年	合作方中科院过程所
氢溴酸加兰他敏	化药	仿制药	轻度到中度老年痴呆症状	已获FDA认证，PAR代工出口	预期2014年年底	合作方PAR
美洛昔康	化药	仿制药	类风湿性关节炎	已获FDA认证，PAR代工出口	预期2014年年底	合作方PAR
口服胰岛素	治疗用生物制品	新药	糖尿病	临床前研究	预期2016年	合作方中科院生物物理所
盐酸妥洛特罗贴	化药	新药	轻中度持续性支气管哮喘	即将生产获批	预期2014年三季度	

数据来源：药监局审批中心、山西证券研究所

可以看到在良好前景的在研项目为基础，研究开发转让一体化将使得研究很有可能成为公司的主要业务和利润来源之一。

### 3.2 企业自营瓶颈展现，横向的并购业务提上日程，参股耳康复企业展现儿科全产业链的图谋。

企业当前虽然品种较多，但真正的利润来源只有一个丁桂儿，并且该产品也已经是腹泻领域的前三甲，在目前的儿童腹泻贴剂领域的市占率已经近 50%，在主要消费区的江南地区儿童腹泻市场的占有率也已经达到甚至超过 50%，可以说企业发展到必须转型，必须发掘新的现金牛，必须拓展新的销售渠道的阶段。企业持续推出新产品为主要应对手段，也正是如此企业在创新型药物还没有登台前，中药注射剂和皮下渗膏剂加速发力；但丁桂儿目前在企业占比过大，只是单单靠内涵增长，短期内企业很难开发出新的路径；我们借鉴国际国内主要医药企业的发展，基本可以判断企业横向并购的意向应在日程。企业在丁桂儿发展过程中，建立的 3000 人销售团队，对 OTC 渠道，尤其是儿科（妇科，妇儿不分家）的渗透很深；此外企业心脑血管领域耕耘十余年，在该领域的市场切入也较深，这样企业具备有较好的相关产品投放的能力，相关产品有效益的横向并购成为可能。

企业在今年 1 月发起了 5000 万收购泰亿格电子 10.52% 的股权的并购案，泰亿格 2013 年业绩大致在 2200 万左右，以增发 3.16% 稀释后的 EPS 来核算，大致收购的 PE 倍数为 25 倍。但泰亿格电子实际控制人黄昭鸣先生还是中国言语听觉康复学科的带头人，泰亿格电子借助华东师大研究团队的学术成果，持续推出新产品，并通过专利保护以及注册医疗器械证等方式设置行业竞争门槛，目前在言语康复行业国内市场的占有率约为 80%，对于亚宝不但直接完善儿科治疗领域，而且切入了电子耳蜗这一潜力无穷的高技术领域。

而且，同时我们看到在 2013 年后半段，亚宝展开了一系列的参股、剥离的动作：一是转让单独核算年亏损近 1000 万运城大药房子子股权，一是转让企业不再生产的清开灵胶囊等产品的北中大(北京)制药有限公司，还有一个参与筹备设立以亚宝为牵头人的民营银行。应该说亚宝的这些动作都是标准的资本运作，并购重组是为了获得更加充足的资本和规模向前发展，而这些参股和剥离都同样是为了获得更好的估值倍数、更好的融资平台，从而达到获得更充足的资本实现规模发展。这些操作是多赢的，对于上市公司股东也是有利的，可以说他们的操作是并购重组资本运作的前奏和铺垫。

据董事长在山西省上市公司见面会上介绍，企业今年会有收购，而且目前就有一个目标。故此，我们认为横向业务拓展将成为公司的中期关注要点。

### 3.3 集团支持力度较大，大健康产品架构若隐若现。

亚宝投资为公司法人主要运作平台，该平台除了少量的房地产之外，基本专注于医药领域。在企业去年增发中，亚宝投资积极参与，基本显示大股东对公司的认可和支持。此外，公司诸多大健康方向的食物、饮料等健康产品目前多是在亚宝投资进行前期运营。亚宝药业目前在偏医药的保健品孕妇营养补充剂、健阳片等有所涉足，大股东在食物、饮料类健康产品甚至其他类诸如医疗医院改革方向的大健康有所涉足，可见大健康产品架构若隐若现。但是大健康这一领域除非看到一个大健康的食物类产品或者看到一个成功的大健康渠道商出现

在亚宝体系，否则我们预计培育至少需要 3 年以上时间，这一块将成为未来的主要的看点。

## 4. 企业发展风险点：

亚宝药业整体是一个资质较为优质的上市医药公司：具有一定的品牌和业绩、研发平台实力及可预见的转化较强、销售渠道深耕专业方向具有一定覆盖度和统治力、企业股东管理层关系完全理顺、业绩及产业的转型拐点期已到等等。

但是我们需要在这拐点期更加注意企业一些可能的风险点：

- 1、 我们认为企业“春播行动”是一个比较好的渠道，但是应关注在“春播行动”出现不恰当和夸大的宣传，以免使得公司品牌受损。“春播行动”更多的是播下了众多的未来的销售终端和移动宣传站，故此在对社区医生的培训务必不可流于形式。
- 2、 在一些新的 OTC 产品推广上，企业或可考虑 OTC 销售的第三方。
- 3、 对比神威等注射剂为主企业，在中药注射液的延伸且安全品种中药口服液的拓展上，亚宝还要略迟缓。
- 4、 亚宝需要控制住不断提升的三费比重
- 5、 亚宝当前体量仍不是很大，在研发上应量力而为，必须学会研发-转让；同时亚宝也就需要在短期仍关注丁桂儿、红花注射液等传统现金流产品。
- 6、 亚宝药业对于网络广告的兴趣远低于电视广告，让人需要提醒一下务必关注受众和终端的变化；同样的，在处方药市场已经对电商说“Yes”的当前，电商的医药终端销售将逐步展现出其强大。

## 5. 关键假设、盈利预测及评级：

我们综合分析，可以看到企业理顺股东及管理团队，具有良好市场触觉和模式创新的 OTC 营销团队，建立了成果转化率较高的国际化视野的研发团队，拥有一批具有市场美誉和渠道认可的品牌产品，具有多个良好前景的新药产品和潜力推广的大健康产业，故此基本我们认为企业厚积薄发，具有较强的竞争实力和业绩成长性。是中长线的良好标的。

不考虑其他并购，剥离大药房后不考虑商贸项，考虑 2014-2016 年明确能推上市的几个产品，我们认为企业 2014-2016 年的 EPS 分别为 0.29、0.42、0.54 元/股。企业当前股价 9.15 元/股，对应 PE 倍数为 31.55、21.79、16.94。而企业后续并购业务确定性比较大，理论上也会增厚收益，短期来看也是一个确定性较高的标的，故此，我们维持“买入”评级。

盈利预测关键假设：

- 1、 剥离大药房后不再考虑商贸项
- 2、 不考虑其他并购
- 3、 2015 年认为企业的归元片、盐酸美金刚等产品应该至少有一个上市，在 2015 年新产品录得 4000 万收入，由于刚上市推广所致产品毛利率在 30-35%



- 4、2016 年认为企业研发产品中至少应该能上市录得 1 亿左右收入（含归元片、盐酸美金刚），同样也是由于刚上市推广所致，综合平均毛利率应该在 35%-40% 区间。
- 5、销售费用率和管理费用率由于企业仍在持续扩张，目前还没有看到有利的控制措施，但也看不到这两项需要大幅提升的可能，故此保持这两项费用率
- 6、片剂、红花注射液主要为降压药、心脏病药，故此他们的 GAR 在 16% 左右；我们对膏剂的“春播计划”较为认同，巴布贴收入到 2016 年将可能接近 2 亿，而丁桂儿在当前的销售模式下将可能增长到 6.5 亿销售收入左右。
- 7、认为参股公司泰亿格电子的利润能够保持在 30% 增长
- 8、认为原有财务核算体系继续维持，膏剂继续展现高毛利。
- 9、企业应收继续保持相对较低水平

	2013-A	2014-E	2015-E	2016-E
营业总收入	162488.28	159766.04	192271.06	234643.28
营业收入	162488.28	159766.04	192271.06	234643.28
片剂	52529.20	60408.58	69469.87	81890.35
软膏剂	42094.33	56913.20	69295.84	83892.04
注射剂	17424.00	27237.60	32323.24	39068.19
原料	5026.47	5679.91	6418.30	7252.68
口服液	4705.23	5458.07	6385.94	7535.41
其他药品	2336.38	2508.10	6692.45	13184.34
胶囊剂	1835.98	1560.58	1685.43	1820.26
医药批发	17314.78			
医药零售	1163.74			
其他贸易	16008.83			
营业总成本	154195.81	139357.97	160487.59	192741.14
营业成本	88563.46	69090.03	81918.43	98337.87
片剂	28455.66	34432.89	39597.82	45858.59
软膏剂	6547.02	9675.24	11780.29	14261.65
注射剂	9873.30	15797.81	18747.48	22659.55
原料	3851.82	2965.90	2283.74	1758.48
口服液	2797.30	3329.42	3895.42	4596.60
其他药品	1632.26	1780.75	4417.02	7910.61
胶囊剂	1245.53	1108.01	1196.66	1292.39
医药批发	16191.24			
医药零售	999.52			
其他贸易	15050.97			
营业税金及附加	1269.32	1248.05	1501.98	1832.98
销售费用	33850.37	32950.43	38861.23	46002.61
管理费用	25203.23	26020.04	32253.33	39754.85
财务费用	4576.28	4499.61	5144.32	5964.11
资产减值损失	733.15	769.81	808.30	848.71
其他经营收益	770.76	-4780.00		
公允价值变动净收益	-34.76			
投资净收益	805.52	-4780.00	286.00	371.80
营业利润	9063.23	20408.07	31783.47	41902.14
加：营业外收入	4880.62	4148.53	3526.25	2997.31
减：营业外支出	929.64	836.68	753.01	677.71
其中：非流动资产处置净损失	648.53			
利润总额	13014.21	23719.92	34556.70	44221.74
减：所得税	1688.24	3439.39	5010.72	6412.15
净利润	11325.97	20280.53	29545.98	37809.59
减：少数股东损益	-493.58			
归属于母公司所有者的净利润	11819.55	20280.53	29545.98	37809.59
加：其他综合收益	-95.36			
综合收益总额	11230.61	20280.53	29545.98	37809.59
减：归属于少数股东的综合收益总额	-588.95			
归属于母公司普通股股东综合收益总额	11819.55	20280.53	29545.98	37809.59
每股收益：				
基本每股收益	0.17	0.29	0.42	0.54
稀释每股收益	0.17	0.29	0.42	0.54

## 投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20% 以上  
增持: 相对强于市场表现 5~20%  
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现  
中性: 行业与整体市场表现基本持平  
看淡: 行业弱于整体市场表现

## 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。