

日期: 2014年12月1日

行业: 医药



张凤展  
021-53519888-1932  
zhangfengzhan@shzq.com  
执业证书编号: S0870511030001

## 治理结构改善, 持续成长

### 基本数据 (2014H1)

|                   |            |
|-------------------|------------|
| 报告日股价 (元)         | 9.88       |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 11.08/5.77 |
| 总股本 (百万股)         | 692        |
| 无限售 A 股/总股本       | 91.4%      |
| 流通市值 (亿元)         | 61.33      |
| 每股净资产 (元)         | 2.57       |
| PBR (X)           | 3.84       |

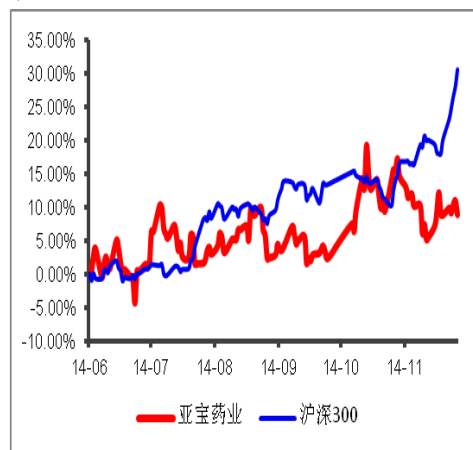
### 主要股东 (2014Q3)

|               |        |
|---------------|--------|
| 山西亚宝投资有限公司    | 21.52% |
| 山西省经济建设投资集团有限 | 4.17%  |
| 中邮核心优选股票基金    | 1.90%  |

### 收入结构 (2014H1)

|     |     |
|-----|-----|
| 软膏剂 | 57% |
| 片剂  | 22% |
| 注射剂 | 11% |

### 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZFZ14-CR05

首次报告日期: 2014年12月1日

相关报告:

### 投资摘要

#### 估值与投资建议

公司的主要看点在以下几个方面:

- 1、公司理顺股东及管理团队, 董事长持股比例的大幅提高。
- 2、公司的主力品种, 丁桂儿品牌持续增长, 消肿止痛贴爆发增长。红花注射液受益于竞争结构改善, 恢复增长。
- 3、具有多个良好前景的新药产品
- 4、向大健康领域和电商领域的拓展以及并购预期。

预测公司 2014-2016 年归属于母公司净利润分别为 1.98 亿元、2.83 亿元、3.77 亿元, 净利润同比增长分别为: 68.18%、42.52%、33.42%。按总股本 6.92 亿股, 对应 EPS 分别为 0.287 元、0.409 元、0.546 元。

#### 核心假设或逻辑

根据分析, 对销售收入做如下假设:

- 1、公司产品价格保持稳定
- 2、儿童用药受益于行业增长以及渠道扩充, 维持高增长。
- 3、心血管用药中片剂保持平稳, 但红花注射液受益于行业竞争格局改善, 恢复高增长
- 3、其他药物品类增长稳定
- 4、未考虑并购因素

#### 核心假设或逻辑的主要风险

- 1、营销管理改善低于预期
- 2、后续产品线低于预期

### 数据预测与估值

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2013A   | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入                | 1624.88 | 1929.95 | 2318.91 | 2717.65 |
| 年增长率                | 28.29%  | 18.77%  | 20.15%  | 17.20%  |
| 归属于母公司的净利润          | 118.20  | 198.75  | 283.27  | 377.94  |
| 年增长率                | 5.26%   | 68.16%  | 42.52%  | 33.42%  |
| 每股收益 (元)            | 0.171   | 0.287   | 0.409   | 0.546   |
| PER (X)             | 57.84   | 34.40   | 24.14   | 18.09   |

注: 按最新股本 69200 万股计算

## 目 录

|                      |    |
|----------------------|----|
| 一、公司简介.....          | 3  |
| 二、公司分析.....          | 3  |
| 2.1 公司发展历史及股权结构..... | 3  |
| 2.2 公司主营业务分析.....    | 5  |
| 2.3 增长潜力.....        | 12 |
| 三、财务分析.....          | 13 |
| 3.1 公司盈利能力分析.....    | 13 |
| 3.2 公司增长能力分析.....    | 14 |
| 四、盈利预测及估值定价分析.....   | 15 |
| 五、投资建议.....          | 17 |

## 表目录

|                        |    |
|------------------------|----|
| 表 1 子公司情况.....         | 4  |
| 表 2 软膏剂销售情况.....       | 6  |
| 表 3 儿童腹泻用药的临床用药分类..... | 7  |
| 表 4 片剂销售情况.....        | 9  |
| 表 5 注射剂销售情况.....       | 10 |
| 表 6 其他销售情况.....        | 11 |
| 表 7 其他销售情况.....        | 11 |
| 表 8 毛利率水平比较.....       | 13 |
| 表 9 净利率水平比较.....       | 14 |
| 表 10 销售费用率比较.....      | 14 |
| 表 11 管理费用率比较.....      | 14 |
| 表 12 财务费用率比较.....      | 14 |
| 表 13 收入同比增长.....       | 15 |
| 表 14 扣非后净利润增长.....     | 15 |
| 表 15 经营活动现金净流量增长.....  | 15 |
| 表 16 主要假设.....         | 15 |
| 表 16 数据预测与估值.....      | 17 |
| 表 17 财务和估值数据.....      | 17 |

## 一、公司简介

亚宝药业是一家中西药生产销售综合性企业，公司儿科用药和心脑血管用药主要产品系列的品牌优势已在全国范围内逐步建立，目前形成了以丁桂儿脐贴为代表的儿童用药及以珍菊降压片、硝苯地平缓释片、红花注射液、曲克芦丁片、复方利血平片和尼莫地平片为代表的心脑血管用药两大产品系列。

目前公司主要品种丁桂儿脐贴、消肿止痛贴、红花注射液、珍菊降压片、硝苯地平缓释片和复方利血平片和曲克芦丁等在母公司进行生产和销售，

全资子公司亚宝药业四川制药负责葡萄糖酸锌和葡萄糖酸钙的生产和销售，亚宝药业太原制药负责硫辛酸注射液的生产，山西亚宝医药经营有限公司负责医药流通业务；北京亚宝投资主要负责对外投资，北京亚宝药物研究院主要承担新药开发等公司

## 二、公司分析

### 2.1 公司发展历史及股权结构

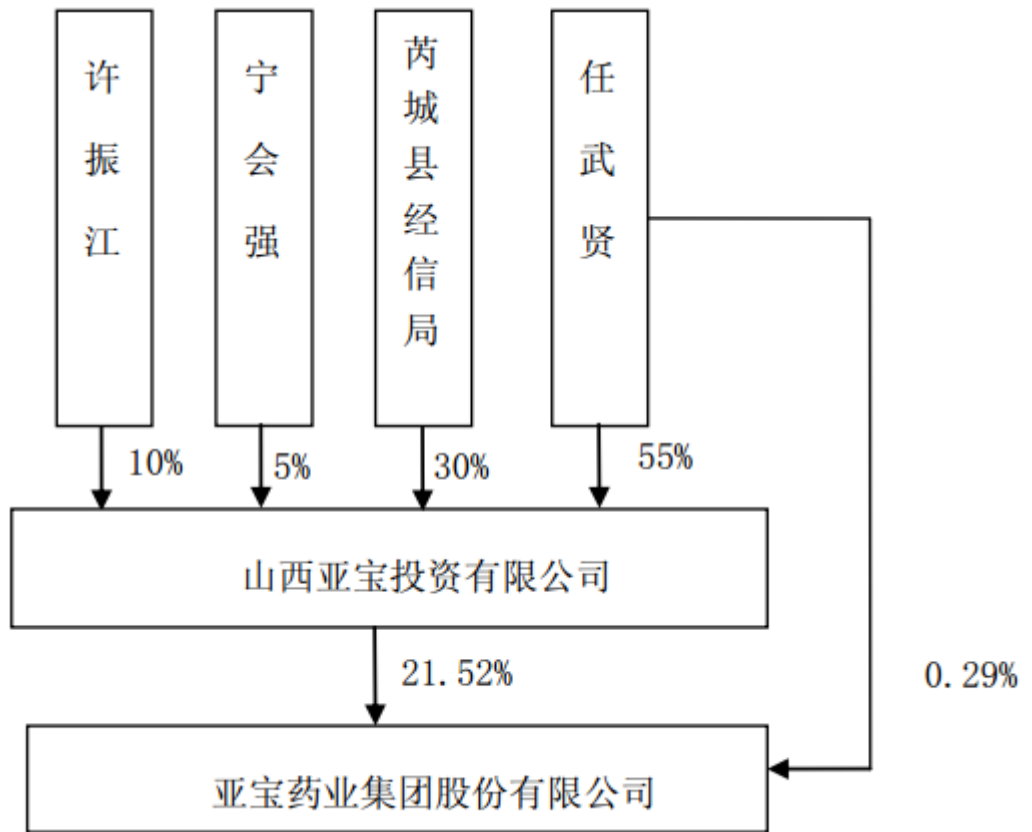
2013 年是公司变化较大的一年，随着多位管理层的退休离职，董事长任武贤又获得了上市公司控股股东山西亚宝投资有限公司 30% 的股权，对亚宝投资的持股上升至 55%，超过芮城县经济和信息化局成为亚宝投资第一大股东，顺利完成对上市公司的集权。2013 年 5 月，公司第六届董事会第一次会议上换届选举，选举董事长任武贤为公司总经理，至此，亚宝理顺了长期以来的内部股权问题，为企业以后的长治久安、稳定打下基础。

高管的变动幅度较大，17 位高管中只有 6 个岗位不变，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，董事长任武贤亲自担任总经理来稳舵，王鹏担任公司副总经理主导亚宝新药研究，王鹏先生的老东家是先声药业。

同时 2013 年后亚宝展开了一系列的参股、剥离的动作：转让单独核算年亏损近 1000 万运城大药房子公司股权、转让北中大(北京)制药有限公司。

公司对品牌进行梳理归纳，明确了今后销售工作的 5 个品牌规划，分别是以"丁桂"统领儿科用药品牌，以"百喻"统领妇科用药品牌，以"亚宝"统领心脑血管用药品牌，以"力舒"统领内分泌科用药品牌和以"优力"统领保健品品牌的战略方向。

图 1 公司股权结构



数据来源：公司公告 上海证券研究所

表 1 子公司情况

| 子公司全称        | 经营范围   | 持股比例%  | 2014H<br>收入 | 净利润    | 2013<br>收入 | 净利润   |
|--------------|--|--------|-------------|--------|------------|-------|
| 山西亚宝医药经销有限公司 | 批发中药材、化学药<br>制剂、抗生素等药品<br>销售                   | 100.00 | 73000       | 144.64 | 109900     | 32.96 |
| 亚宝药业太原制药有限公司 | 原料药、丸剂、胶囊<br>剂、片剂、颗粒剂的<br>生产                   | 100.00 | 3777.16     | 230.51 | 8084       | 240   |
| 北京亚宝国际贸易有限公司 | 货物进出口、代理进<br>出口、技术进出口、<br>销售化工产品、技术<br>开发、技术服务 | 100.00 |             |        |            |       |
| 亚宝药业四川制药有限公司 | 药品生产   | 100.00 | 4022.82     | 468.87 | 6789       | 1843  |
| 太原亚宝医药有限公司   | 中成药、化学药制<br>剂、化学原料、抗生<br>素等销售                  | 100.00 | 101000      | 24.52  | 140000     | -56.7 |
| 北京亚宝生物药业有限公司 | 生产化学药品、生物<br>制品生产                              | 100.00 |             |        |            |       |

|                |                                |        |
|----------------|--------------------------------|--------|
| 北京亚宝投资管理有限公司   | 投资与资产管理、股权投资、投资咨询              | 100.00 |
| 亚宝药业新疆红花发展有限公司 | 红花绒收购销售、中药材种植                  | 100.00 |
| 山西亚宝医药物流配送有限公司 | 批发中药材、中药饮片、生物药品等               | 100.00 |
| 苏州亚宝药物研发有限公司   | 抗体及其他蛋白类产品的技术研发、技术咨询、技术服务、技术转让 | 70.00  |

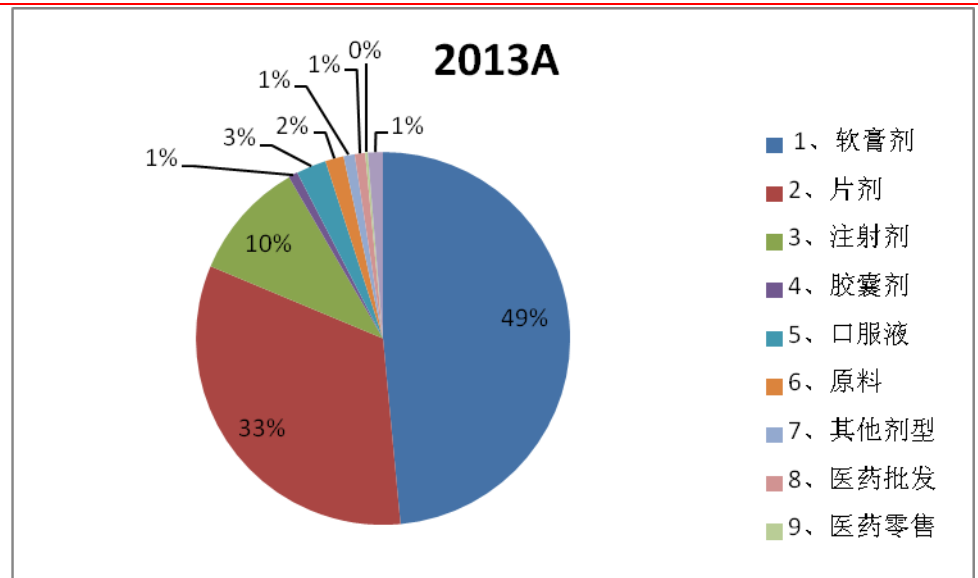
数据来源：公司公告 上海证券研究所

## 2.2 公司主营业务分析

亚宝药业的产品品种较多，但公司的主要利润来源是软膏剂和片剂，其中软膏剂和片剂分别占毛利总额的49%和33%。

在产品系列上，形成以丁桂儿脐贴为代表的儿童用药及以珍菊降压片、硝苯地平缓释片、红花注射液、曲克芦丁片、复方利血平片和尼莫地平片为代表的心脑血管用药两大产品系列。

图 2 公司毛利率结构



数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 2.2.1 软膏剂

软膏剂是公司的主要利润来源，也是公司稳定发展的保障，其中软膏剂主要有两个品种，丁桂儿脐贴和消肿止痛贴，2013年丁桂儿脐贴实现销售收入3.91亿元，是公司的最大看点。

表 2 软膏剂销售情况

|          |     | 2010A  | 2011A  | 2012A   | 2013A  | 2014H  |
|----------|-----|--------|--------|---------|--------|--------|
| 软膏剂      | 收入  | 28712  | 35987  | 31,671  | 42,094 | 33976  |
|          | yoy | 11.22% | 25.34% | -12.00% | 32.90% | 60.66% |
|          | 毛利率 | 85.17% | 84.66% | 85.60%  | 84.50% | 85.77% |
| 其中：丁桂儿脐贴 | 收入  | 28712  | 35987  | 31,532  | 39,100 |        |
|          | yoy | 11.22% | 25.34% | 24%     | 25%    |        |
| 消肿止疼贴    | 收入  |        |        |         | 2,994  |        |
|          | yoy |        |        |         | 50%    |        |

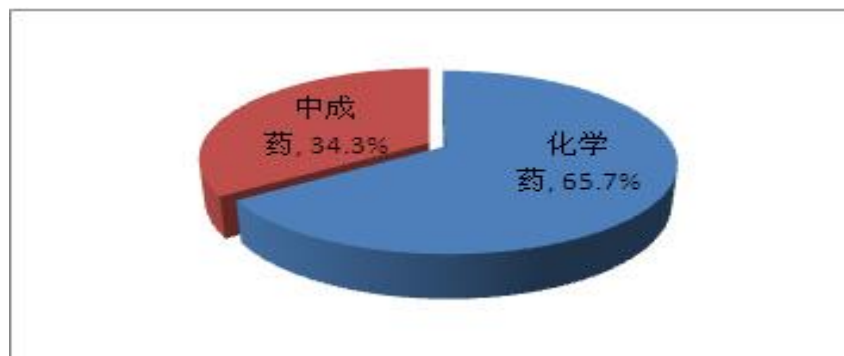
数据来源：公司公告 上海证券研究所

### (1) 丁桂儿脐贴

丁桂儿脐贴为公司独家儿童腹泻治疗品种和自主定价品种，市场销售已近 20 年，主要用于婴幼儿及少儿的腹泻、腹痛、消化不良等病症。该产品利用脐部给药途径，规避了儿童天生对打针、吃药的抗拒意识，市场反应良好，是儿科领域较早获得国药准字的新型贴剂。丁桂儿脐贴是公司的现金牛，2013 年有 3.91 亿元的销售收入，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%。

在我国,小儿腹泻已成为仅次于呼吸道感染的第二大儿童常见多发病。而与儿童腹泻发病热不相符的是,目前,我国虽然批准注册的药品基本可以满足治疗儿童常见病需要,但监测表明,目前儿童用药种类普遍匮乏。儿童用药市场面临需求大供应少的严峻局面。

图 3 儿童腹泻用药的临床用药分类



数据来源：公司公告 上海证券研究所

**表 3 儿童腹泻用药的临床用药分类**

| 中西  | 分类       | 代表品种            |
|-----|----------|-----------------|
| 化学药 | 肠道菌群调节剂  | 妈咪爱散、整肠生胶囊、金双歧片 |
|     | 消化道粘膜保护剂 | 思密达散剂、必奇散、蒙脱石   |
|     | 磺胺类      | 小儿泻速停颗粒、小儿泻痢停片  |
|     | 其他化学药类   | 爱西特片            |
| 中成药 | 内服药      | 苋菜黄连素胶囊、肠炎宁胶囊   |
|     | 外用药      | 丁桂儿脐贴、儿泻康贴膜     |

数据来源：公司公告 上海证券研究所

目前,儿童腹泻用药主要分为肠道菌群调节剂、消化道粘膜保护剂、磺胺类、其他化学药类以及中成药 5 大类。化学药中市场份额占比最大的类别为肠道菌群调节剂,肠道菌群调节剂垄断了 60.2% 的儿童腹泻化学用药市场,肠道菌群调节剂近年来发展迅速,儿童腹泻用药中的该类药品品种相对较多,剂型较全。其代表品种为妈咪爱散。该类药物主治肠菌群失调引起的腹泻和腹胀,适用于治疗轻、中型急性腹泻及慢性腹泻。特点是安全性高,适合长期使用;

其次是消化道粘膜保护剂,消化道粘膜保护剂以 28.4% 的市场份额仅次于肠道菌群调节剂,这类药物在整个零售市场中相对稳定,主要成分为蒙脱石,品种不多,却拥有较强的品牌影响力,使得其市场地位不俗。其代表药物的主要成份为蒙脱石。蒙脱石是治疗各种腹泻的首选药,因其能够吸附胃肠道的致病因子,连同大便一起排除,而且在胃肠道粘膜表面形成保护层,保护胃肠粘膜不受致病因子的损伤。需要注意的是,儿童过量服用可引起便秘;

化学药中磺胺类药物因其副作用大在儿童腹泻用药市场中表现欠佳,只占 0.3%,目前在临床上对于磺胺类儿童用药的用量逐渐减少。其他化学药类大约占据儿童腹泻用药化学药的 11% 左右。

中成药市场中,主要分为口服中成药和外用贴剂两大类。近几年,中成药在儿童腹泻用药市场中也有较好的表现,该类药品在儿童腹泻用药市场中有二十多个品种。外用贴剂使用方便,由于小孩群体对于服药的依从性较差,外用贴剂基于中医脐疗理论,通过药物直接贴附脐部快速吸收,药效直达肠胃,来达到强健脾胃,缓解腹泻、调节肠胃,给药较容易,家长也会更加乐意选择该类药品,故此类药品的市场颇具潜力。

2014 年上半年,公司的软膏剂产品同比增长 60.66%,其中丁桂儿脐贴的增速超过 40%。

作为公司的现金牛产品,丁桂儿脐贴的长远发展关系公司命运,我们认为丁桂儿脐贴的发展空间在于以下几个方面:

1、向“小儿助消化”扩展,目前丁桂儿脐贴正在进行“小儿助



消化”的临床试验，如获批将进入更大级别的市场。

2、向空白市场拓展。2013 年丁桂儿渠道为 30 多个城市，100 多家连锁店，目前终端扩展到 60 个城市和 300 多家连锁店，并扩展三级代理 1000 家以上。

## (2) 消肿止痛膏

消肿止痛贴是公司的潜力品种，增长速度较快，2013 年有 3000 万左右的销售收入，2014 年企业当前已经有超过 6000 万的铺货，预计消肿止痛贴 2014 年销售过亿。

根据 SFDA 的数据，目前我国骨科用药市场终端规模超过 200 亿，近几年更保持了 20-25% 的行业增速、快于“感冒类用药”、“皮肤类用药”及“胃肠道用药”约 10-15% 的增速。

图 4 样本医院外用贴膏市场



数据来源：公司公告 上海证券研究所

据国家食品药品监督管理局（CFDA）数据库资料显示，我国贴膏剂类药物生产批文已有 800 多张。国外进口注册的贴剂类药物有 20 多个品种，有近 30 家外资公司涉足这类药物市场。目前，临床使用的贴膏剂类产品大多属于安全性较高、副作用轻微、辅助治疗的产品。2012 版国家基本药物目录中 5 个贴膏剂均为骨伤科用药。经典止痛类药物有云南白药贴膏剂，新进基本药物目录的贴剂是消痛贴膏、复方南星止痛膏、通络祛痛膏，从而给市场放量增长带来利好。

2013 年国内样本医院贴剂类药物用药金额近 2.5 亿元，居前五位的药物是藏药奇正消痛贴膏、芬太尼透皮贴剂、吡罗昔康贴片、吡罗美辛巴布膏、天和骨通贴膏。前五品种占据样本医院贴剂市场 80% 以上份额，而且具有较高的成长性，其中独家品种在市场上倍受瞩目



国内厂商生产较多的止痛贴膏剂品种主要是麝香壮骨膏、关节止痛膏、伤湿止痛膏、狗皮膏、伤湿祛痛膏，上述 5 个品种的生产厂家在国内已超过 200 家。北京同仁堂股份、天津达仁堂京万红药业、哈药集团制药六厂、桂林天和药业股份、武汉健民药业集团股份、河南羚锐制药股份、杭州朱养心药业、广州白云山何济公制药等是贴膏剂的主要生产厂商。

近两年，国内企业逐渐加大了针对高端产品的研发力度。尽管贴剂类产品高端市场基本由外资企业占据，但国产贴剂类产品正在发生变革，力图抢占高端市场。2010 年以后，止痛贴膏剂新品种纷至沓来，北京泰德制药股份的氟比洛芬巴布膏、武汉兵兵药业的吲哚美辛巴布膏、河南羚锐制药股份的芬太尼透皮贴剂等品种扎堆获批上市。

外用止痛膏剂类中的龙头产品为奇正藏药(SZ002287)的镇痛贴剂，2013 年销售额在 5 亿元，而另一家上市公司河南羚锐制药(SH600285)的羚锐通络祛痛膏销售额也做到了 2 亿。

亚宝药业通过与中华中医药协会合作开展了“春播行动”，培训乡村基层医生，开辟基层社区市场，2013 年销售额即从 500 万左右达到了 3000 万元，我们预计今年销量有望过亿元。

### 2.2.2 片剂

片剂是公司最大的收入来源，2013 年公司片剂收入 5.25 亿元，同比增长 11.04%，毛利率为 45.83%。主要产品有珍菊降压片、曲克芦丁片、尼莫地平片、硝苯地平缓释片和复方利血平片等产品，其中后两者是国家低价药品目录品种和 09、12 版国家基本药物目录品种。

公司的片剂产品治疗领域主要集中在心血管疾病和高血压，产品所在领域基本充分竞争。

预计随着基药使用比例的提升和低价药品价格的稳定，盈利能力将得到回升。

表 4 片剂销售情况

| 片剂  | 2012A  | 2013A  | 2014H  |
|-----|--------|--------|--------|
| 收入  | 47,307 | 52,529 | 25902  |
| yoy | 13.00% | 11.00% | 6.28%  |
| 毛利率 | 48.00% | 45.80% | 43.26% |

数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 2.2.2 注射剂

公司注射液主要品种有红花注射液、冠心宁注射液、香丹注射液、清开灵注射液、硫辛酸注射液以及一些冻干粉针剂等，这些均是市场竞争较充分的品种，其中红花注射液和硫辛酸注射液是公司重点推广且较具潜力的产品。

表 5 注射剂销售情况

|           | 2010A  | 2011A  | 2012A  | 2013A   | 2014H  |
|-----------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 注射剂：收入    | 16030  | 15811  | 20,962 | 17,424  | 12092  |
| yoy       | 35.81% | -1.37% | 32.40% | -16.88% | 22.60% |
| 毛利率       | 44.45% | 46.04% | 43.60% | 43.30%  | 47.14% |
| 红花注射液：收入  |        |        |        | 8600    |        |
| yoy       |        |        |        | 27%     |        |
| 硫辛酸注射液：收入 |        |        |        | 4000    |        |
| yoy       |        |        |        | 60%     |        |

数据来源：公司公告 上海证券研究所

#### (1) 红花注射液

红花注射液主要用于治疗闭塞性脑血管疾病，冠心病，心肌梗塞、脉管炎；对高脂血症、糖尿病并发症、月经不调、类风湿关节炎等有辅助治疗作用。

红花注射液在中药注射液中是一个较小的品种，依据 IMS 统计数据，在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。

公司的红花注射液 2013 年销售达到 8600 万元，同比增长 27%。未来该产品将迎来发展新契机，主要在两方面：

一方面，竞争格局好转。红花注射液原有生产企业 16 家，新版 GMP 认证过后，已有 7 家企业因未能获得新版认证将停产。同时，2013 年 7 月国家重新对红花注射液进行新质量标准认证，只有包括亚宝药业在内的 5 家公司通过了认证，其他未通过认证的厂家必须停产，该品种由 16 家竞争变为 5 家竞争，竞争格局大为好转，集中度将大幅提升。

另一方面，有望单独定价。行业质量标准的提高，公司的红花注射液生产过程质量控制示范工程，正在起草国家新版红花注射液质量标准，争取单独定价。

#### (2) 硫辛酸注射液

硫辛酸注射液主要用于糖尿病周围神经病变（DPN）引起的感觉异常，被大量用于治疗糖尿病的神经病变上。

2008 年硫辛酸的注射剂被引入国内，作为 DPN 治疗药物已有十多年的应用，自 2011 年进入全国医保后产品呈现爆炸式增长，

目前市场规模已逾 5 亿。

国内有 10 家硫辛酸注射剂生产厂家,前四家企业市场份额占比超过 80%,其中,亚宝药业市场份额 20.63%。

2013 年公司硫辛酸注射液收入接近 4000 万元,同比增长 60% 左右。

### 2.2.3 其他剂型

公司的产品品种较多,主要集中在儿童用药、心脑血管用药和妇女用药领域。从剂型来看,公司的胶囊剂、口服液均波动较大。

表 6 其他销售情况

|      |     | 2012A  | 2013A   | 2014H   |
|------|-----|--------|---------|---------|
| 胶囊剂  | 收入  | 5026   | 1836    | 3640    |
|      | yoy | -8.39% | -63.47% | 13.35%  |
|      | 毛利率 | 39%    | 32.16%  | 35.65%  |
| 口服液  | 收入  | 4478   | 4705    | 3275    |
|      | yoy | -8.39% | 5.07%   | 44.96%  |
|      | 毛利率 | 39%    | 40.55%  | 43.91%  |
| 原料   | 收入  | 3780   | 5026    | 1942    |
|      | yoy | 37.33% | 32.96%  | 6.85%   |
|      | 毛利率 | 26.05% | 23.37%  | 38.79%  |
| 其他剂型 | 收入  | 3731   | 2336    | 1631    |
|      | yoy | 31.40% | -37.39% | -20.45% |
|      | 毛利率 | 31.54% | 30.14%  | 29.96%  |

数据来源:公司公告 上海证券研究所

### 2.2.4 医药批发零售业务

亚宝药业的批发贸易业务 2013 年收入占比大致在 20% 左右,但是由于毛利率水平较低,整体利润占比不高。

表 7 其他销售情况

|         | 2010A   | 2011A   | 2012A  | 2013A  | 2014H  |
|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 医药批发:收入 | 183.43  | 37.86   | 7,329  | 17,315 | 10253  |
| yoy     | -70.39% | -79.36% | 93.57% | 136%   | 20.72% |
| 毛利率     | 3.51%   | 15.06%  | 1.51%  | 6.50%  | 7.99%  |
| 医药零售:收入 | 2.34    | 6.97    | 1,492  | 1,164  |        |
| yoy     |         |         | 114.0  | -22%   |        |
| 毛利率     | 9.45%   | 10.98%  | 9.80%  | 14.10% |        |
| 贸易:收入   |         |         | 547    | 16,009 | 3497   |

|     |        |       |         |
|-----|--------|-------|---------|
| yoy | -8.54% | 2826% | -61.09% |
| 毛利率 | 10.90% | 5.98% | 30.91%  |

数据来源：公司公告 上海证券研究所

## 2.3 增长潜力

### 品牌线重新梳理

公司对品牌进行梳理归纳，明确了今后销售工作的 5 个品牌规划，分别是以"丁桂"统领儿科用药品牌，以"百喻"统领妇科用药品牌，以"亚宝"统领心脑血管用药品牌，以"力舒"统领内分泌科用药品牌和以"优力"统领保健品品牌的战略方向。在丁桂品牌下面，不仅仅有儿童消化药物，还会把产品线拓展至呼吸系统用药、补益系统用药等儿童用药的细分领域。品牌理念确定后，亚宝一方面将旗下原有的儿童清咽解热口服液、小儿腹泻贴、葡萄糖酸钙、葡萄糖酸锌等一批涉及儿童感冒、消化道疾病、营养补充等儿童用药系列产品纳入丁桂品牌旗下；另一方面，通过收购的方式来丰富其儿科的产品线，形成儿童消化领域内服和外用的产品组合。

对于丁桂品牌的产品销售，亚宝主要还是通过在药店零售来推广。然而，亚宝近几年的产品线中积累了三个独家品种：小儿腹泻贴，儿童清咽解热口服液，小儿泻止散。这 3 个产品作为其开拓医院市场的先遣兵，先积累经验，为后续研发产品和在医院推广做好准备。

### 新产品

亚宝的科技研发创新主要聚焦儿科、心脑血管病和肿瘤用药三大领域，建立以现代中药制剂、化学药物 24 小时缓控释制剂和生物制剂为新产品研发重点，以保健食品为辅助，以健康产品为补充的新产品战略格局。在这样的战略决策下，亚宝逐步将核心资源投入到一类新药研发上，并兼顾首仿药和其他有特色和市场潜力的仿制药。具体方向有三个：一是由传统剂型向缓控释制剂、纳米制剂、巴布剂等新剂型转变；二是由以生产仿制药为主向生产国家一、二类新药以及能填补国际国内空白的高端药品转变；三是由生产治疗广谱疾病药品向治疗多发病和疑难病药品转变。

亚宝药业子公司亚宝药业四川制药有限公司申报生产的癌症辅助用药伊班膦酸钠（受理号：CYHS1000334 川）获国家药监局寄发生产批件（EMS 邮单号：1009503621502），并已取得生产批准文号——国药准字 H20133125。伊班膦酸钠国内批复的临床适应症包括预防和治疗恶性肿瘤骨转移，预防和治疗绝经后骨质疏松症。

亚宝药业申报的治疗性重组腺病毒 5 型 EB 病毒潜伏膜抗原

2(Ad-LMP2)疫苗, CXSB1400001, 2014年11月状态为制证完毕, 已发批件。、鼻咽癌亦有“中国癌”之说, 我国鼻咽癌的发病率由南到北逐渐降低, 最低的北方鼻咽癌发病率不高于2~3/10万, 最高的南方鼻咽癌发病率为每25~50/10万, 患者90%以上是30岁以上的青壮年。

正在开发的产品还有预防和治疗哮喘的盐酸妥洛特罗贴, 该产品已获得发明专利, 即将拿到生产批件。

亚宝与中国军事医学科学院联合开发的戒毒新药“归元片”项目已经进入II期临床, 预计在今后2年内上市。

### 兼并收购

兼并重组将围绕亚宝战略进行。选择与亚宝战略相一致的产品, 与亚宝形成共识, 创造未来发展的空间; 企业文化要与亚宝相适应, 最基本的大的战略发展方向与亚宝相一致。

### 新渠道

探索电子务与线下相结合的新型营销模式, 探索营养健康品业务营销模式。接下来将加大互联网投放力度, 积极探索亚宝药业的互联网模式。

## 三、财务分析

### 3.1 公司盈利能力分析

从公司的盈利能力来看, 公司的毛利率水平处于与同类公司的下游水平, 净利率水平也低于同业, 2014上半年, 受益于原材料价格下跌的影响, 公司的毛利率和净利率水平都有不同程度提高。

从费用率看, 由于公司产品主要集中于OTC领域, 整体销售费用率较低, 但公司的管理费用率水平高于同业。

表8 毛利率水平比较

|        | 毛利率  | 2014H1 | 2013  | 2012  | 2011  |
|--------|------|--------|-------|-------|-------|
| 600594 | 益佰制药 | 81.48  | 82.16 | 81.48 | 82.82 |
| 600566 | 洪城股份 | 83.78  | 84.90 | 22.67 | 30.56 |
| 600613 | 神奇制药 | 80.74  | 74.17 | 79.16 | 78.92 |
| 600557 | 康缘药业 | 73.73  | 74.67 | 75.20 | 72.33 |
| 002603 | 以岭药业 | 64.94  | 66.65 | 68.21 | 68.38 |
| 600351 | 亚宝药业 | 53.63  | 45.50 | 51.26 | 45.29 |

数据来源: wind 上海证券研究所

**表 9 净利率水平比较**

|        | 净利率  | 2014H1 | 2013  | 2012    | 2011  |
|--------|------|--------|-------|---------|-------|
| 600594 | 益佰制药 | 13.34  | 15.48 | 15.04   | 14.07 |
| 600566 | 洪城股份 | 17.39  | 16.45 | (21.65) | 3.30  |
| 600613 | 神奇制药 | 16.33  | 12.18 | 9.81    | 12.93 |
| 600557 | 康缘药业 | 13.14  | 13.48 | 12.62   | 12.32 |
| 002603 | 以岭药业 | 13.08  | 9.81  | 11.27   | 23.25 |
| 600351 | 亚宝药业 | 9.33   | 6.97  | 8.67    | 11.87 |

数据来源: wind 上海证券研究所

**表 10 销售费用率比较**

|        | 销售费用率 | 2014H1 | 2013  | 2012  | 2011  |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 600594 | 益佰制药  | 56.29  | 54.87 | 55.43 | 57.04 |
| 600566 | 洪城股份  | 55.25  | 56.52 | 11.49 | 8.66  |
| 600613 | 神奇制药  | 50.34  | 49.24 | 56.17 | 57.21 |
| 600557 | 康缘药业  | 40.80  | 42.21 | 42.17 | 40.49 |
| 002603 | 以岭药业  | 39.17  | 45.52 | 44.72 | 32.66 |
| 600351 | 亚宝药业  | 23.40  | 20.83 | 22.30 | 12.90 |

数据来源: wind 上海证券研究所

**表 11 管理费用率比较**

|        | 管理费用率 | 2014H1 | 2013  | 2012  | 2011  |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 600594 | 益佰制药  | 7.29   | 6.15  | 6.80  | 6.66  |
| 600566 | 洪城股份  | 8.13   | 8.93  | 21.74 | 13.34 |
| 600613 | 神奇制药  | 8.99   | 9.29  | 9.70  | 7.74  |
| 600557 | 康缘药业  | 13.29  | 14.54 | 15.52 | 15.48 |
| 002603 | 以岭药业  | 9.89   | 10.51 | 13.16 | 9.38  |
| 600351 | 亚宝药业  | 14.37  | 15.51 | 16.65 | 11.29 |

数据来源: wind 上海证券研究所

**表 12 财务费用率比较**

|        | 财务费用率 | 2014H1 | 2013   | 2012   | 2011   |
|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 600594 | 益佰制药  | 1.48   | 1.31   | 0.92   | 1.14   |
| 600566 | 洪城股份  | 0.05   | 0.52   | 7.73   | 5.03   |
| 600613 | 神奇制药  | 0.04   | 1.36   | (0.04) | (0.04) |
| 600557 | 康缘药业  | 2.71   | 2.51   | 2.93   | 2.44   |
| 002603 | 以岭药业  | -0.48  | (1.37) | (2.64) | (0.32) |
| 600351 | 亚宝药业  | 2.82   | 2.82   | 3.73   | 2.69   |

数据来源: wind 上海证券研究所

### 3.2 公司增长能力分析

从报表来看,公司在经历 2012 年由于丁桂儿脐贴换装影响负增

长外，2013 年恢复正增长，净利润在 2014 上半年也取得较大幅度增长。公司的经营活动现金流量整体表现较好

表 13 收入同比增长

|        | 收入同比增长 | 2014H1 | 2013  | 2012    | 2011  |
|--------|--------|--------|-------|---------|-------|
| 600594 | 益佰制药   | 20.88  | 23.63 | 18.35   | 29.70 |
| 600566 | 洪城股份   | 17.32  | 27.47 | (33.46) | 1.40  |
| 600613 | 神奇制药   | 117.45 | 88.40 | 3.88    | 41.23 |
| 600557 | 康缘药业   | 17.93  | 17.18 | 23.77   | 13.21 |
| 002603 | 以岭药业   | 32.95  | 51.04 | (15.59) | 18.43 |
| 600351 | 亚宝药业   | 14.41  | 28.29 | (23.83) | 40.69 |

数据来源: wind 上海证券研究所

表 14 扣非后净利润增长

|        | 净利润同比增长 (扣非) | 2014H1 | 2013   | 2012     | 2011    |
|--------|--------------|--------|--------|----------|---------|
| 600594 | 益佰制药         | 27.82  | 30.60  | 23.92    | 33.68   |
| 600566 | 洪城股份         | 31.03  | 35.87  | (839.00) | (32.46) |
| 600613 | 神奇制药         | 208.17 | 604.43 | (20.09)  | 344.68  |
| 600557 | 康缘药业         | 25.81  | 23.70  | 36.17    | (4.82)  |
| 002603 | 以岭药业         | 31.28  | 41.32  | (61.12)  | 34.72   |
| 600351 | 亚宝药业         | 82.39  | (2.68) | (52.41)  | 31.61   |

数据来源: wind 上海证券研究所

表 15 经营活动现金净流量增长

|        | 经营活动现金净流量增长 | 2014H1   | 2013   | 2012     | 2011     |
|--------|-------------|----------|--------|----------|----------|
| 600594 | 益佰制药        | (26.54)  | 100.42 | 3.67     | 140.21   |
| 600566 | 洪城股份        | 17.57    | 33.28  | 6468.06  | (99.20)  |
| 600613 | 神奇制药        | (134.24) | 49.00  | (235.91) | (110.08) |
| 600557 | 康缘药业        | 12.81    | 82.98  | 135.19   | (45.80)  |
| 300026 | 红日药业        | (36.59)  | (5.66) | 327.10   | (22.94)  |
| 600351 | 亚宝药业        | 167.55   | 158.72 | (337.51) | 119.37   |

数据来源: wind 上海证券研究所

## 四、盈利预测及估值定价分析

盈利预测主要假设:

表 16 主要假设

|         |     | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|---------|-----|--------|--------|--------|
| 1、软膏剂   | 收入  | 67174  | 89422  | 110450 |
|         | yoy | 60%    | 33%    | 24%    |
|         | 毛利率 | 85.00% | 85.00% | 85%    |
| 其中: 丁桂儿 | 收入  | 56695  | 73704  | 88444  |



|        |     |        |        |        |
|--------|-----|--------|--------|--------|
|        | yoy | 45%    | 30%    | 20%    |
| 消肿止疼贴  | 收入  | 10479  | 15719  | 22006  |
|        | yoy | 250%   | 50%    | 40%    |
| 2、片剂   | 收入  | 56206  | 59578  | 63153  |
|        | yoy | 7%     | 6%     | 6%     |
|        | 毛利率 | 43%    | 43%    | 43%    |
| 3、注射剂  | 收入  | 21780  | 28314  | 35393  |
|        | yoy | 25.00% | 30.00% | 25%    |
|        | 毛利率 | 46%    | 44%    | 44%    |
| 红花注射液  | 收入  | 10750  | 13438  | 16797  |
|        | yoy | 25%    | 25%    | 25%    |
| 硫辛酸注射液 | 收入  | 5600   | 7840   | 10192  |
|        | yoy | 40%    | 40%    | 30%    |
| 4、胶囊剂  | 收入  | 2075   | 2282   | 2510   |
|        | yoy | 13%    | 10%    | 10%    |
|        | 毛利率 | 35%    | 35%    | 35%    |
| 5、口服液  | 收入  | 6822   | 9210   | 11973  |
|        | yoy | 45%    | 35%    | 30%    |
|        | 毛利率 | 43%    | 40%    | 40%    |
| 6、原料   | 收入  | 5328   | 5594   | 5874   |
|        | yoy | 6%     | 5%     | 5%     |
|        | 毛利率 | 30%    | 25%    | 25%    |
| 7、其他剂型 | 收入  | 2219   | 2219   | 2330   |
|        | yoy | -5%    | 0      | 5%     |
|        | 毛利率 | 30%    | 30%    | 30%    |
| 8、医药批发 | 收入  | 20951  | 25141  | 30170  |
|        | yoy | 21%    | 20.00% | 20%    |
|        | 毛利率 | 7%     | 7%     | 7%     |
| 9、医药零售 | 收入  |        |        |        |
|        | yoy |        |        |        |
|        | 毛利率 |        |        |        |
| 10、贸易  | 收入  | 8005   | 7204   | 6484   |
|        | yoy | -50%   | -10%   | -10%   |
|        | 毛利率 | 20%    | 6%     | 6%     |
| 合计     | 收入  | 190559 | 228965 | 268336 |
|        | yoy | 18.77% | 20.15% | 17.20% |
|        | 毛利率 | 53%    | 54%    | 55%    |

预测 2014 年-2016 年公司的 EPS 为：0.287、0.409、0.546 元，  
 净利润同比增长分别为：68.18%、42.52%、33.42%。

## 五、投资建议

公司的主要看点在以下几个方面：

- 5、公司理顺股东及管理团队，董事长持股比例的大幅提高。
- 6、公司的主力品种，丁桂儿品牌持续增长，消肿止痛贴爆发增长。红花注射液受益于竞争结构改善，恢复增长。
- 7、具有多个良好前景的新药产品
- 8、向大健康领域和电商领域的拓展以及并购预期。

预测公司 2014-2016 年归属于母公司净利润分别为 1.98 亿元、2.83 亿元、3.77 亿元，按总股本 6.92 亿股，对应 EPS 分别为 0.287 元、0.409 元、0.546 元。

表 17 数据预测与估值

| 至 12 月 31 日(¥.百万元) | 2013A   | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入               | 1624.88 | 1929.95 | 2318.91 | 2717.65 |
| 年增长率               | 28.29%  | 18.77%  | 20.15%  | 17.20%  |
| 归属于母公司的净利润         | 118.20  | 198.75  | 283.27  | 377.94  |
| 年增长率               | 5.26%   | 68.16%  | 42.52%  | 33.42%  |
| 每股收益(元)            | 0.171   | 0.287   | 0.409   | 0.546   |
| PER (X)            | 57.84   | 34.40   | 24.14   | 18.09   |

注：按最新股本 69200 万股计算

表 18 财务和估值数据

| 单位:百万元        | 2011A   | 2012A   | 2013A   | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入          | 1662.75 | 1266.57 | 1624.88 | 1929.95 | 2318.91 | 2717.65 |
| 增长率(%)        | 40.69%  | -23.83% | 28.29%  | 18.77%  | 20.15%  | 17.20%  |
| 归属母公司股东净利润    | 186.43  | 112.29  | 118.20  | 198.75  | 283.27  | 377.94  |
| 增长率(%)        | 29.19%  | -39.77% | 5.26%   | 68.16%  | 42.52%  | 33.42%  |
| 每股收益(EPS)     | 0.269   | 0.162   | 0.171   | 0.287   | 0.409   | 0.546   |
| 每股股利(DPS)     | 0.046   | 0.000   | 0.050   | 0.044   | 0.063   | 0.084   |
| 每股经营现金流       | 0.063   | -0.143  | 0.075   | 0.289   | 0.841   | 0.519   |
| 销售毛利率         | 45.29%  | 51.26%  | 45.50%  | 52.62%  | 53.64%  | 54.76%  |
| 销售净利率         | 11.87%  | 8.67%   | 6.97%   | 9.87%   | 11.71%  | 13.33%  |
| 净资产收益率(ROE)   | 16.34%  | 7.02%   | 7.02%   | 10.73%  | 13.55%  | 15.68%  |
| 投入资本回报率(ROIC) | 14.90%  | 7.35%   | 5.67%   | 9.76%   | 11.85%  | 15.93%  |
| 市盈率(P/E)      | 36.67   | 60.89   | 57.84   | 34.40   | 24.14   | 18.09   |
| 市净率(P/B)      | 5.99    | 4.27    | 4.06    | 3.69    | 3.27    | 2.84    |
| 股息率(分红/股价)    | 0.005   | 0.000   | 0.005   | 0.004   | 0.006   | 0.009   |

| 利润表     | 2011A   | 2012A   | 2013A   | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入    | 1662.75 | 1266.57 | 1624.88 | 1929.95 | 2318.91 | 2717.65 |
| 减: 营业成本 | 909.64  | 617.27  | 885.63  | 914.37  | 1074.97 | 1229.40 |
| 营业税金及附加 | 58.78   | 12.32   | 12.69   | 15.08   | 18.11   | 21.23   |

|              |              |              |              |              |              |              |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业费用         | 214.51       | 282.45       | 338.50       | 414.94       | 498.57       | 584.30       |
| 管理费用         | 187.64       | 210.88       | 252.03       | 308.79       | 371.03       | 434.82       |
| 财务费用         | 44.72        | 47.29        | 45.76        | 35.57        | 19.75        | 4.69         |
| 资产减值损失       | 18.75        | 5.27         | 7.33         | 10.45        | 10.45        | 10.45        |
| 加: 投资收益      | 0.38         | 0.06         | 8.06         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 公允价值变动损益     | 0.00         | -0.01        | -0.35        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 其他经营损益       | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 营业利润         | 229.09       | 91.14        | 90.63        | 230.75       | 326.03       | 432.76       |
| 加: 其他非经营损益   | 12.32        | 37.89        | 39.51        | -6.69        | -6.69        | -6.69        |
| 利润总额         | 241.40       | 129.02       | 130.14       | 224.06       | 319.34       | 426.07       |
| 减: 所得税       | 43.99        | 19.16        | 16.88        | 33.61        | 47.90        | 63.91        |
| 净利润          | 197.41       | 109.87       | 113.26       | 190.45       | 271.44       | 362.16       |
| 减: 少数股东损益    | 10.98        | -2.42        | -4.94        | -8.30        | -11.83       | -15.78       |
| 归属母公司股东净利润   | 186.43       | 112.29       | 118.20       | 198.75       | 283.27       | 377.94       |
| <b>资产负债表</b> | <b>2011A</b> | <b>2012A</b> | <b>2013A</b> | <b>2014E</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> |
| 货币资金         | 180.45       | 451.00       | 501.06       | 192.99       | 231.89       | 342.05       |
| 应收和预付款项      | 396.77       | 371.25       | 443.82       | 516.38       | 635.00       | 711.35       |
| 存货           | 221.84       | 288.52       | 265.64       | 386.29       | 380.15       | 496.40       |
| 其他流动资产       | 0.00         | 20.39        | 32.90        | 32.90        | 32.90        | 32.90        |
| 长期股权投资       | 14.00        | 19.00        | 19.00        | 19.00        | 19.00        | 19.00        |
| 投资性房地产       | 0.00         | 3.50         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 固定资产和在建工程    | 1134.45      | 1393.78      | 1644.06      | 1525.18      | 1396.29      | 1207.41      |
| 无形资产和开发支出    | 278.52       | 271.72       | 204.90       | 180.86       | 156.83       | 132.79       |
| 其他非流动资产      | 1.25         | 0.78         | 10.07        | 9.69         | 9.30         | 9.30         |
| 资产总计         | 2227.30      | 2819.94      | 3121.46      | 2863.29      | 2861.36      | 2951.20      |
| 短期借款         | 421.00       | 790.00       | 840.00       | 504.13       | 130.32       | 0.00         |
| 应付和预收款项      | 228.44       | 170.21       | 251.98       | 169.88       | 313.99       | 230.25       |
| 长期借款         | 67.23        | 92.88        | 133.46       | 133.46       | 133.46       | 133.46       |
| 其他负债         | 351.86       | 151.43       | 199.80       | 199.80       | 199.80       | 199.80       |
| 负债合计         | 1068.53      | 1204.52      | 1425.24      | 1007.27      | 777.56       | 563.51       |
| 股本           | 632.95       | 692.00       | 692.00       | 692.00       | 692.00       | 692.00       |
| 资本公积         | 114.50       | 402.23       | 402.23       | 402.23       | 402.23       | 402.23       |
| 留存收益         | 393.37       | 505.66       | 589.25       | 757.37       | 996.97       | 1316.64      |
| 归属母公司股东权益    | 1140.82      | 1599.89      | 1683.49      | 1851.60      | 2091.20      | 2410.88      |
| 少数股东权益       | 17.95        | 15.53        | 12.73        | 4.43         | -7.40        | -23.19       |
| 股东权益合计       | 1158.77      | 1615.42      | 1696.21      | 1856.03      | 2083.80      | 2387.69      |
| 负债和股东权益合计    | 2227.30      | 2819.94      | 3121.46      | 2863.29      | 2861.36      | 2951.20      |
| <b>现金流量表</b> | <b>2011A</b> | <b>2012A</b> | <b>2013A</b> | <b>2014E</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> |
| 经营性现金净流量     | 43.44        | -99.23       | 51.79        | 199.70       | 581.82       | 359.12       |
| 投资性现金净流量     | -132.76      | -75.86       | -56.46       | -105.69      | -105.69      | -55.69       |
| 筹资性现金净流量     | -38.38       | 472.83       | 66.35        | -402.07      | -437.24      | -193.27      |
| 现金流量净额       | -127.87      | 297.74       | 61.69        | -308.06      | 38.90        | 110.16       |

数据来源: wind, 上海证券

## 分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义                        |
|------|---------------------------|
| 增持   | 股价表现将强于基准指数 20%以上         |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上         |
| 中性   | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 减持   | 股价表现将弱于基准指数 10%以上         |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义                            |
|------|-------------------------------|
| 增持   | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%        |
| 中性   | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 减持   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%        |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。