

儿童贴剂用药龙头，丁桂儿扬帆启航

2015.12.07

推荐(维持)

分析师：姬浩 **研究员：唐爱金**
 电话：020-88836125 020-88836115
 邮箱：jih_a@gzgzhs.com.cn tangaij@gzgzhs.com.cn
 执业编号：A1310515020001

投资要点：

● 聚焦医药主业，业绩持续高增长可期

公司 2012 年决心集中精力发展医药主业，剥离房地产和经营不好的非主业子公司，聚焦妇儿科以及心血管领域，经调整公司近年业绩恢复高增长，2014 年业绩增速达 44%，2015 年前三季度营业利润增长 26.8%，净利润增长 52.2%，预计未来三至五年，公司有望实现复合 30-35% 增长。

● 丁桂儿脐贴 2017 年有望成 10 亿品种，消肿止痛贴持续高速增长

公司贴膏剂毛利率达 84%，贴膏剂的增长带动公司利润增速显著高于收入增长。丁桂儿脐贴预计 2015 年销售达 7.5~8 亿，2017 年有望突破 10 亿；而消肿止痛贴前三季度收入 1.6 亿，同比增 172%，今年有望完成 2.5~3 亿，近 2 年持续高速增长可期。

● 研发突破，谋求与国际合作创新药，亚格拉汀有望成为重磅品种

公司注重研发，计划每年研发投入 1 亿，并在北京与江苏分别建研发平台，CDE 待评审的品种主要是治疗妇科、儿科、心脑血管疾病的化学药，剂型谋求差异化优势主要为缓控释、颗粒剂、栓剂、贴片等小众剂型；受益于儿童品种审批加速政策，2013 年申报的“对乙酰氨基酚颗粒剂”已经于 10 月 26 日批准临床，我们预计门冬氨酸鸟氨酸颗粒/注射剂、匹多莫德口服溶液、盐酸妥洛特罗贴片、盐酸奥昔布宁透皮贴片、小儿布洛芬栓等儿童适用剂型同时 CFDA 批准文号较少的品种有望审批加快。公司与国际医药企业签署了 6 个合作新药项目。和礼来合作的糖尿病新药亚格拉汀项目 I 期临床已完成，其作为一种新型靶点降糖药，具有双重降糖机制，在全球有望成为过 10 亿美元重磅品种。

● 外延扩张马不停蹄，增资运城医院切入医疗服务领域

外延并购积极，2015 年公司收购了贵州喜儿康药业和增资筹建运城市第一医院，未来有望围绕大健康领域加快并购步伐。公司投资 8.36 亿与运城市红十字会医院共同筹建运城市第一医院（占 80% 股权），定位为 1500 张床位的三甲综合医院，运城急救中心的 800 人医护人员，现有医疗资产设备以及业务量将转移至新建医院，未来有望实现 10 亿收入规模，同时为公司制药主业品种的市场推广和开展临床带来便利与协同作用。

● 聚焦儿童药大市场，有望受益儿童药政策利好

公司聚焦儿童药大市场，拥有丁桂儿脐贴、葡萄糖酸锌和葡萄糖酸钙等儿科产品，且收购了喜儿康药业-慈芽健脾凝胶，正不断丰富儿科产品线。公司的春播行动重点开发基层儿科市场，目前已经积累 5 万个乡村儿科医生客户，未来 2-3 年有望达到 10 万，为公司儿科产品线注入后的上量奠定了客户基础。公司将受益于儿童药利好政策，儿童药增长提速。

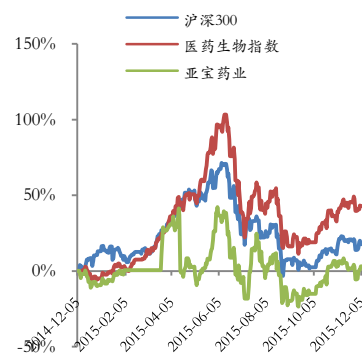
盈利预测与估值：我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.37、0.48、0.63 元，对应 PE 分别为 36、28、21 倍，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：营销与产品推广不达预期，药品事故，外延不达预期等

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1889.66	2186.77	2621.79	3200.23
同比(%)	16.29%	15.72%	19.89%	22.06%
归属母公司净利润	170.12	256.02	333.33	438.01
同比(%)	43.93%	50.49%	30.20%	31.40%
每股收益(元)	0.25	0.37	0.48	0.63
P/E	35.94	36.38	27.94	21.27
P/B	3.37	4.79	4.25	3.68
EV/EBITDA	19.24	18.86	15.35	12.85

现价：13.46
 目标价：18
 股价空间：40%

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
亚宝药业	-2.39	28.56	-24.85
医药生物	2.58	23.03	-26.67
沪深 300	1.35	9.26	-29.02

基本资料

总市值(亿元)	93.14
总股本(亿股)	6.92
流通股比例	100%
资产负债率	49.75%
大股东	山西亚宝投资有限公司
大股东持股比例	21.52%

相关报告

广证恒生-儿童药专题报告：小儿儿撼动大市场，童药紧缺儿童药企哪家强-2015.06.01

广证恒生-儿童药专题报告：二胎政策全面放开，儿童药成下一个风口-2015.10.30

目录

1. 大股东大笔认购定增，彰显未来发展的信心	3
2. 聚焦医药主营，近年业绩高增长	4
2.1 剥离房地产等非主业资产，聚焦妇儿科及心血管医药主营	4
2.2 重整后恢复元气，近年公司业绩高增长	4
3. 高毛利贴膏剂占比逐年提升，核心产品持续高增长可期	5
3.1 高毛利率的贴膏剂占比逐年提升，后劲十足	5
3.2 丁桂儿脐贴儿童用药依从性好，2017 有望成长为 10 亿品种	7
3.3 消肿止痛贴超高速增长可期	8
4. “研发新药+切入医疗”，外延两条腿走路	8
4.1 加重研发投入，有望受益于儿童药审批加快政策	8
4.2 谋国际合作创新药，糖尿病新药有望成为重磅品种	9
4.3 外延并购马不停蹄，切入医疗服务领域	10
5. 聚焦儿童药大市场，有望受益于政策利好	11

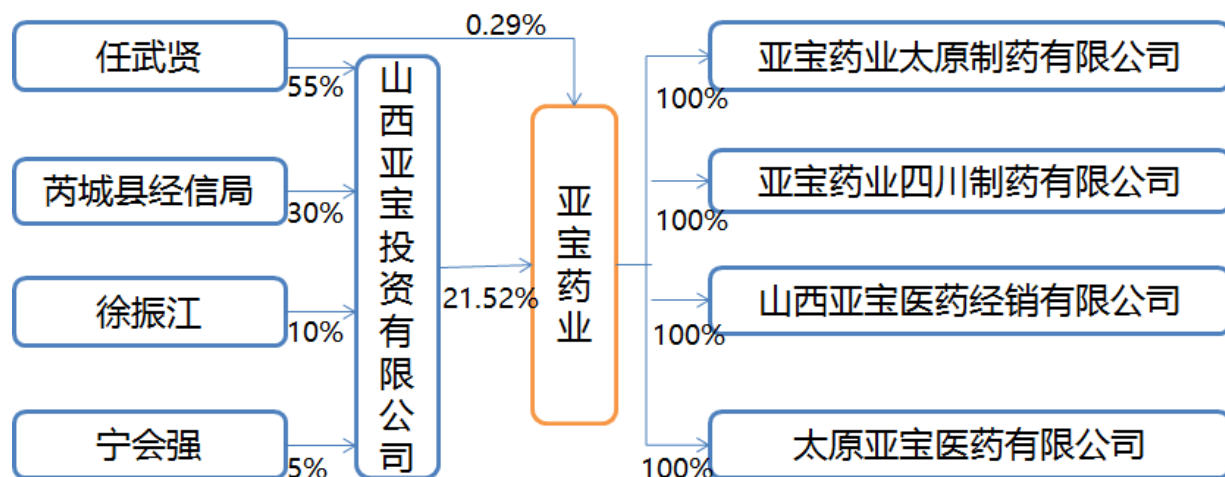
图表目录

图表 1：山西亚宝投资是公司的第一大股东	3
图表 2：三年增发情况以及大股东认购情况	3
图表 3：亚宝药业子公司、参股公司经营情况(单位：万元)	4
图表 4：公司 2011-2015H 营收及净利润增长情况(单位：百万元)	5
图表 5：公司各种剂型主要产品	5
图表 6：软膏剂的毛利率水平显著高于其他产品	6
图表 7：公司营收主要是软膏剂和片剂	6
图表 8：软膏剂占毛利六成	6
图表 9：公司软膏毛利及增长情况（百万元）	7
图表 10：公司软膏剂利润占比持续提升	7
图表 11：贴剂与口服制剂比较的优点	7
图表 12：我国 ≤ 5 岁儿童其他感染性腹泻报告	7
图表 13：丁桂儿脐贴城市零售市场的销售趋势	8
图表 14：公司申请的在 CDE 评审中心的主要品种	9
图表 15：糖尿病药物发展历史	10
图表 16：近年来主要新型靶点抗糖尿病用药市场销售情况（亿美元）	10
图表 17：亚宝药业主要儿童药品种以及用途	11
图表 18：2005-2015 年中国儿童用药市场规模（亿元）	12

1. 大股东大笔认购定增，彰显未来发展的信心

亚宝药业是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。公司第一大股东为山西亚宝投资有限公司，实际控制人为任武贤。

图表 1：山西亚宝投资是公司的第一大股东



（资料来源：公司报告、广证恒生）

公司前身可追溯到 1978 年成立的芮城制药厂，1999 年亚宝药业正式设立，并于 2002 年在上海证券交易所成功上市。2010 年控股股东芮城欣钰盛科技有限公司变更为山西亚宝投资有限公司，任武贤等 7 名自然人合计持有亚宝投资 70% 股权。2012 年 10 月，公司定向增发 5904.8 万股，大部分为公司大股东认购，其中任武贤个人认购 200 万股。2013 年，任武贤进一步受让常建国等 4 名自然人股东 30% 股权，对山西亚宝投资有限公司持股上升至 55%，成为上市公司的实际控制人。

图表 2：三年增发情况以及大股东认购情况

发布时间	募投项目	增发股本	增发价	增发金额	大股东认购/占比
2012 年 9 月	红花注射液生产全过程质量控制项目、体制剂药用塑料瓶 cGMP 生产线建设项目、原料药 cGMP 生产线建设项目、补充流动资金	5904.8 万股	6.11 元/股	3.6 亿	4204.8 万股 71.21%
2015 年 3 月	消肿止痛贴扩产、透皮贴剂扩充、仓储物流中心建设、片剂及口服液生产线建设、营销网络建设、补充流动资金	9300 万股	8.2 元/股	7.78 亿	4,500 万股 48.39%

公司 2012 年增发 3.6 亿元，大股东山西亚宝投资有限公司认购 2.6 亿元，价格在 6.11 元/股，2015 年公司增发 7.79 亿元，大股东认购 3.6 亿元，锁定 3 年。近三年增发，大股东总共认购了 6.2 亿元左右，平均成本 7.3 元/股，股东做大做强的意愿很大。今年发行完成后，亚宝投资占公司的股份将由 21.52% 进一步上升至 24.71%，公司实际控制人任武贤持有公司股份由 21.81% 上升至 24.96%。彰显了大股东及董事长对公司未来发展的信心。

2. 聚焦医药主营，近年业绩高增长

2.1 剥离房地产等非主业资产，聚焦妇儿科及心血管医药主营

2011 年公司房地产业务占营收 31.28%，2012 年决定集中精力发展公司的医药业务，痛下决心剥离掉房地产业务。之前公司子公司较多，业绩拖累了公司整体业绩，为了理顺内部管理，陆续剥离非主业子孙公司，为企业止血。一是转让单独核算年亏损近 1000 万运城大药房子公司股权；二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；三是剥离曾参与筹备设立以亚宝为牵头人的民营银行。目前子公司能够保证盈亏平衡，未来公司随着公司的产品进一步聚焦在儿童药和心血管药物，仍存在可能剥离经营不好的子公司。

图表 3：亚宝药业子公司、参股公司经营情况(单位：万元)

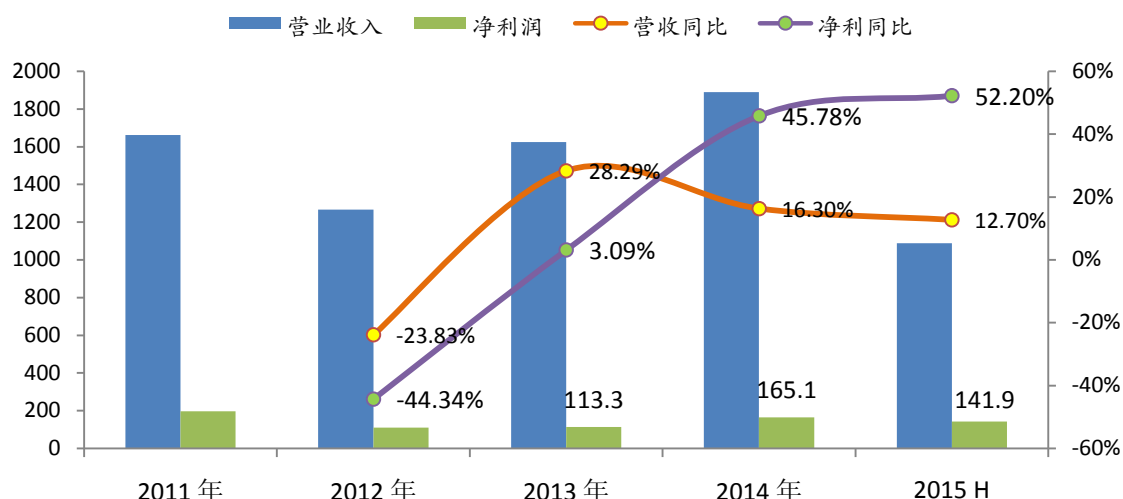
子公司全称	经营范围	持股比例 %	2015H 收入	净利润	2014 收入	净利润
亚宝药业太原制药有限公司	原料药、丸剂、胶囊剂、片剂、颗粒剂的生产	100%	2906.47	75.60	5371.99	131.66
亚宝药业四川制药有限公司	药品生产	100%	4657.97	216.32	7995.39	669.21
北京亚宝生物药业有限公司	药品生产	100%	3386.20	316.46	8594.64	437.97
山西亚宝医药经销有限公司	批发中药材、化学药制剂、抗生素等	100%	88300	115.26	142600	116.97
太原亚宝医药有限公司	中成药、化学药制剂、化学原料、抗生素等销售	100%	5771.42	-147.23	1.96 亿元	33.15
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%	13900	36.61		

(表 1-3 资料来源：公司报告，广证恒生整理)

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酸注射液的生产，山西亚宝医药经销有限公司负责医药流通业务；不是公司利润的主要来源，从以上 6 家主要子公司来看，总体能保持盈亏平衡，略有盈余。

2.2 重整后恢复元气，近年公司业绩高增长

从 2010 年到 2014 年，公司营业收入大致呈增长的态势，其中 2011 年公司房地产业务营收剧增（占收入 31%），2012 年公司决定集中精力发展公司的医药业务，因此痛下决心剥离掉房地产业务，导致 2012 年营收大幅下降。但随后在 2013 和 2014 年，公司慢慢恢复元气，医药主营业务收入稳步增长，两年的复合增长率达到了 20% 以上。公司净利润增长更快，从 2013 年的 1.13 亿元增长到 2014 年的 1.65 亿元，2015 年上半年继续发力，半年就实现了 1.4 亿元的利润，同比增长 52.20%，在中药行业乃至整体医药行业利润普遍下滑的现状下，实在难能可贵。2015 年上半年，整个医药工业主营业务收入同比增长 8.91%，利润同比增长 12.86%。而同期，亚宝药业的营收同比增加 12.70%，净利润同比增加 52.20%，预计未来三至五年，公司有望实现复合 30-35% 增长。

图表 4：公司 2011-2015H 营收及净利润增长情况(单位:百万元)


(资料来源：公司报告、广证恒生)

3. 高毛利贴膏剂占比逐年提升，核心产品持续高增长可期

3.1 高毛利率的贴膏剂占比逐年提升，后劲十足

公司产品剂型主要有贴膏剂、片剂、注射剂、胶囊剂、口服剂、其他剂型、原料、医药批发、医药零售及其他贸易。其中，贴膏剂主要有贴膏剂主要为丁桂儿剂贴，消炎止痛贴，小儿腹泻贴。

片剂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。竞争较为充分，营收稳步上升，而毛利比较稳定。

注射剂的主要品种包括红花注射液、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。近年来随着中药注射剂政策的收紧，公司注射剂营收及毛利有所下滑。

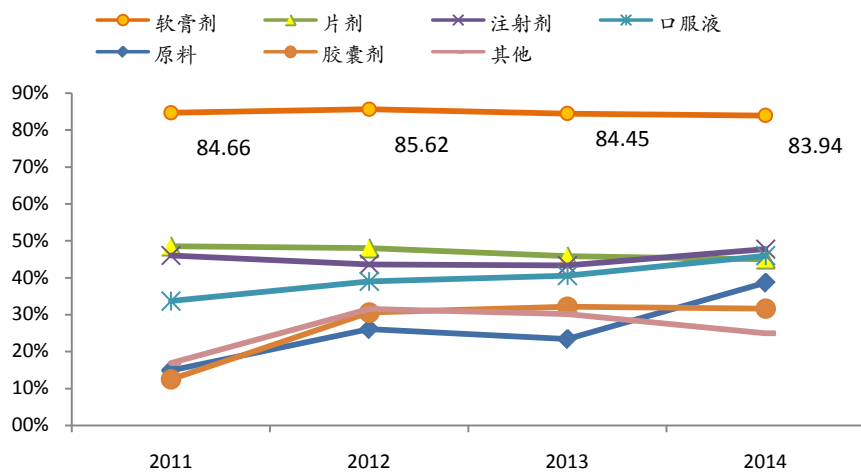
图表 5：公司各种剂型主要产品

剂型	主要品种
软膏剂	丁桂儿脐贴、小儿腹泻贴、消肿止痛贴、聚维酮碘软膏
注射剂	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、甲钴胺注射液、灭菌注射用水、呋塞米注射液、维生素 B6 注射液、维生素 C 注射液、盐酸利多卡因注射液、复方氨林巴比妥注射液、盐酸奈福泮注射液、苯甲醇注射液、碳酸利多卡因注射液等
胶囊剂	二丁胶囊、穿王消炎胶囊、苍耳子鼻炎胶囊、人工牛黄甲硝唑胶囊、通便灵胶囊、强龙益肾胶囊、养阴降压胶囊、藿香正气胶囊、胃康灵胶囊、盐酸雷尼替丁胶囊等
口服剂	复方百部止咳糖浆、强力枇杷露、止咳枇杷糖浆、麻杏止咳糖浆、清开灵口服液、藿香正气水、儿童清咽解热口服液、小儿咳喘灵口服液、气血康口服液、葡萄糖酸钙口服溶液、葡萄糖酸锌口服溶液等
原料	非那雄胺、盐酸纳美芬、三硅酸镁、枸橼酸铋钾、卡络磺钠、普罗雌烯、氯喹那多、聚维酮碘、盐酸洛美利嗪、新鱼腥草素钠、细辛脑等
其他剂型	板蓝根颗粒、半夏露冲剂、感冒退热颗粒、忍冬感冒颗粒、小儿氨酚黄那敏颗粒、小儿酚氨咖敏颗粒、宫炎康颗粒等

(资料来源：公司网站、广证恒生)

其中贴膏剂剂型的毛利率最高，接近 85%，其他产品的毛利水平保持在 20-50% 的水平。

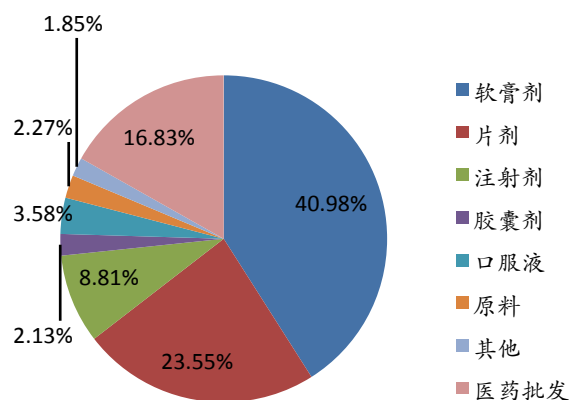
图表 6：软膏剂的毛利率水平显著高于其他产品



(资料来源：公司报告、广证恒生)

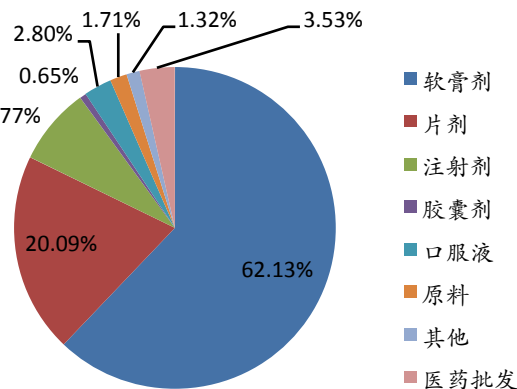
公司的主要营收和利润来源都是来源于软膏剂和片剂。从 2015 年上半年营业收入和毛利构成来看，软膏剂和片剂占到营收的 64.53%，占到毛利的 82.22%。未来随着软膏剂产能的扩充以及营销的强化，软膏剂和片剂的营收占比、毛利占比还有进一步提升。

图表 7：公司营收主要是软膏剂和片剂



(资料来源：公司 2015 年半年报、广证恒生)

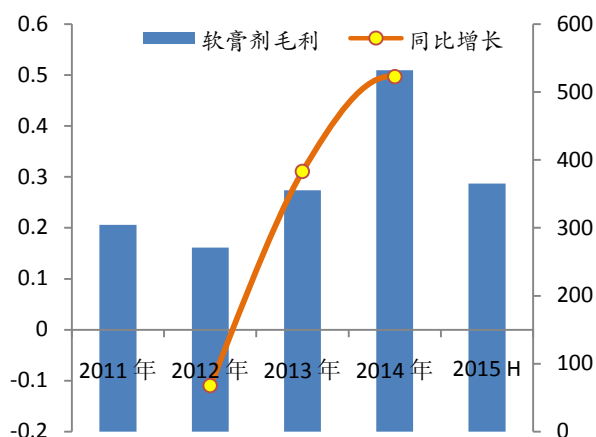
图表 8：软膏剂占毛利六成



(资料来源：公司 2015 年半年报、广证恒生)

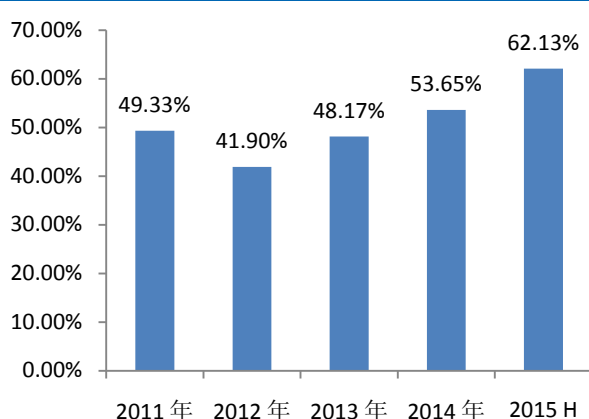
丁桂儿剂贴等软膏剂的营收增长和毛利增长很快。从 2012 年开始，公司软膏毛利高速增长，占公司整体毛利比例也逐年上升。2015 年上半年，软膏的毛利已经占到整体毛利的 62%，明年公司的毛利增长依然有赖软膏的增长。

图表 9：公司软膏毛利及增长情况（百万元）



(资料来源：公司 2015 年半年报、广证恒生)

图表 10：公司软膏剂利润占比持续提升



(资料来源：公司 2015 年半年报、广证恒生)

公司 2012 年由于公司内部整顿，对主打产品丁桂儿脐贴影响较大，之后随着大股东对公司的控制进一步加强，以及公司对消肿止痛贴的投入加大，软膏营收、毛利和毛利占比都不断提高。我们认为，未来 2-3 年内，丁桂儿贴膏和消炎止痛贴仍然是公司的主要营收来源，公司贴膏剂产品相对竞争小，仍有很大的提升空间。

3.2 丁桂儿脐贴儿童用药依从性好，2017 有望成长为 10 亿品种

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。

图表 11：贴剂与口服制剂比较的优点

比较项目	贴剂	口服制剂
血药浓度	无峰谷现象，使血药稳定在有效治疗范围内	峰谷现象
肝脏首过作用	无首过作用	药物被肝脏首过作用截留破坏
食物等外界条件	无影响	分解药物
安全性	随时给药或停药	循环一个周期后方可停药
给药次数	明显减少（可七天一剂）	一日 2-3 次，或更多
给药剂量	一次一剂	一次多量
适应人群	各年龄段和特殊人群	多数人群
方便性	随时随地随处用药	需要辅助条件

(资料来源：广证恒生整理)

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。据联合国儿童基金会上月发布的儿童死亡率数据显示，每天有大约 2000 名五岁以下儿童死于腹泻。我国卫生部疾病控制司的调查显示，我国每年有 8.36 亿人次患腹泻，其中 5 岁以下儿童占 3 亿人次，腹泻病年发病率约为 0.7 次/人，5 岁以下儿童的年发病率平均为 1.9 次/人。

图表 12：我国≤5 岁儿童其他感染性腹泻报告

年龄	报告病例		报告死亡比例	
	数量	构成比%	数量	构成比%
0 岁~	231875	27.72	12	52.17
≤3 岁	416744	49.81	15	65.22

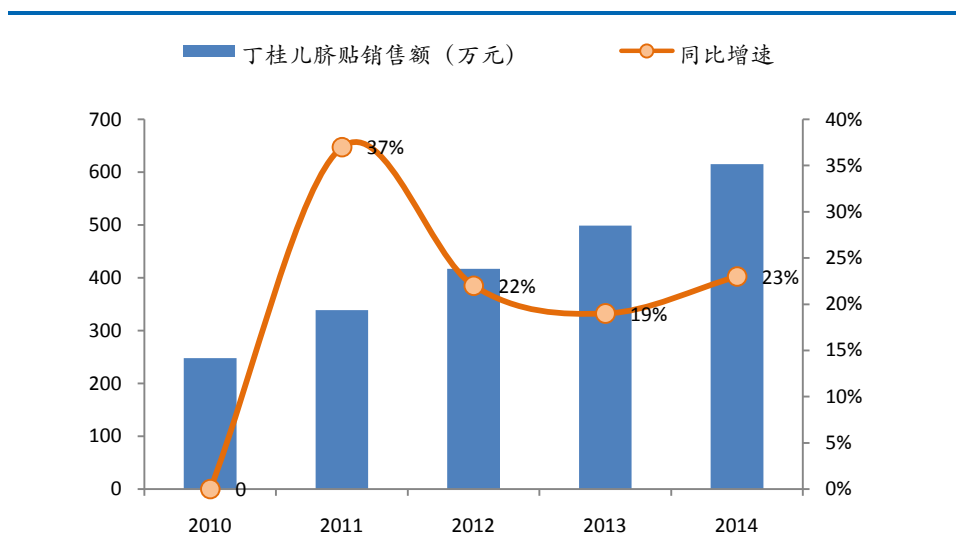
≤5岁	436098	52.13	15	65.22
-----	--------	-------	----	-------

(资料来源：中国疾病预防控制中心系统2011年报告)

如果其中30%的患儿使用该产品，每次三贴为一疗程，则丁桂儿脐贴年需求量为2.28亿贴左右，市场规模为11亿元左右。2004年公司建成年产1亿贴的产量规模；从2007年起丁桂儿脐贴产能利用率和产销率分别为100%和96.17%，因此，公司又于2008年利用定增募投资金对丁桂儿脐贴生产线进行自动化改造，将产能由1亿贴扩大到2亿贴，已于2009年中旬达产。今年三月，公司定增继续扩产能，未来将会新增1.5亿贴产能。

丁桂儿脐贴是公司的现金牛，2013年销售规模3.91亿元，2014年突破5个亿，预计2015年全年销售达7.5~8亿，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%，15年三季度销售达4.8亿，同比增长13.4%。以目前的增长速度和市场空间来看，2017年有潜力成为10亿元的大品种。

图表13：丁桂儿脐贴城市零售市场的销售趋势



(资料来源：公司公告、广证恒生)

3.3 消肿止痛贴超高速增长可期

消肿止痛贴是公司的专利品种，开发投放市场已有十年时间，过去2013年以前产品处于自然消化状态，公司没有投入过多精力研究市场推广。2012年开始在营销模式上进行了突破。2013年销售达3000万的销售收入，2014年完成1.3亿，预计2015年销售收入2.5~3亿。15年上半年公司消肿止痛贴大约0.93亿元，增长高达90%以上，三季度营收达1.6亿，同比增速172%。14年开始，春播行动得到了市场认可。生产系统一直处于不能及时满足需求的状态。消肿止痛贴产能处于技术改造过程。近期新产品线通过山西GMP认证，第四季度生产需求有保证。产能达到1.5亿贴，对应6-7亿销售，产能短期足够。

4. “研发新药+切入医疗”，外延两条腿走路

4.1 加重研发投入，有望受益于儿童药审批加快政策

公司近年注重研发的投入，研发费用每年投入率5%，约1亿。其中鼻咽癌疫苗、归元片和亚格拉汀研发项目是重要看点。公司在北京和苏州分别设立了研发平台，大约有150-160个研发人员，在15年初在苏州成立了研究分院，引入原在先声药业工作的王鹏博士担任江苏研究院负责人，以合伙制形式激励，王博士占研究院股权30%。北京研究院定位是原有品种的二次开发、一致性评价以及前期立项的仿制药。其中苏州研究院是研发创新药的中心。

我们统计分析公司申请的在CDE评审的品种，13-15年申请量大幅提升，治疗领域主要集中在妇科、儿科、心脑血管，且绝大多数均为化学药品种，剂型主要为缓控释、颗粒剂、栓剂、贴片等小众剂型，谋求差别优势；受益于儿童品种审批加速政策，2013年申报的“对乙酰氨基酚颗粒剂”已于10月26日批

准临床，我们预计门冬氨酸鸟氨酸颗粒/注射剂、匹多莫德口服溶液、盐酸妥洛特罗贴片、盐酸奥昔布宁透皮贴片、小儿布洛芬栓等儿童适用剂型同时CFDA批准文号少的品种有望审批加快。

图表 14: 公司申请的在 CDE 评审中心的主要品种

药品名称	受理号	注册分类	办理状态	状态开始时间	主要适应症	CFDA 批准文号数
盐酸亚格拉汀胶囊	CXHL1500991	1.1	在审评	2015-07-02	糖尿病新药	0
对乙酰氨基酚颗粒	CYHS1200807	6	批准临床	2015-10-26	解热镇痛	18
对乙酰氨基酚缓释片	CYHS1400040	6	在审评	2015-03-20	解热镇痛	0
对乙酰氨基酚栓	CYHS1201511	6	在审评	2013-03-19	解热镇痛	56
门冬氨酸鸟氨酸注射液	CYHS1400855	6	在审评	2015-03-20	急性肝炎	3
门冬氨酸鸟氨酸颗粒	CYHS1400853	6	在审评	2015-03-20	急性肝炎	1
苏翹孕感颗粒	CXZL1500006	6.1	在审评	2015-03-20	妇科用药	0
女贞益肾颗粒	CXZL1500007	6.1	在审评	2015-03-20	妇科用药	0
硝酸咪康唑栓	CYHS1200102	6	在审评	2012-06-18	妇科抗感染	18
注射用多西他赛干乳剂	CXHL1100388	5	在审评	2011-09-19	乳腺癌治疗	52
盐酸妥洛特罗贴片	CYHS1201494	6	在审评	2013-05-13	小儿支气管炎等呼吸道阻塞性疾病	0
匹多莫德口服溶液	CYHS1100771	6	在审评	2011-08-19	提高儿童免疫力	3
盐酸奥昔布宁透皮贴片	CXHL1300099	3.3	在审评	2013-03-29	尿失禁、尿急、尿频等症状	0
小儿布洛芬栓	CYHS1100325	6	在审评	2011-06-07	儿童感冒发热	5
左乙拉西坦片	CYHS1500798	6	在审评	2015-09-15	抗癫痫	8
注射用阿奇霉素	CYHS1400048	6	在审评	2014-07-28	全身抗感染	235
硝苯地平缓释片(II)	CYHS1300807	4	在审评	2014-03-04	高血压及心绞痛	4
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	CYHS1401528	6	在审评	2015-06-10	原发性高血压	9
缬沙坦氢氯地平片(I)	CYHS1301164	6		2015-11-03	原发性高血压	11
单硝酸异山梨酯缓释胶囊(IV)	CYHS1300806	6	在审评	2013-12-09	冠心病心绞痛长期用药	5
盐酸法舒地尔注射液	CYHS1201491	6	在审评	2013-05-13	蛛网膜下腔出血术后脑缺血	23
注射用前列地尔纳米粒	CXHL1100389	5	在审评	2011-09-23	慢性阻塞性动脉疾病	41
依达拉奉注射液	CYHS1400047	6	在审评	2014-10-23	脑梗塞引起的神经病变	14
吡罗美辛缓释片	CYHS1290105	6	在审评	2010-01-07	类风湿性关节炎	2

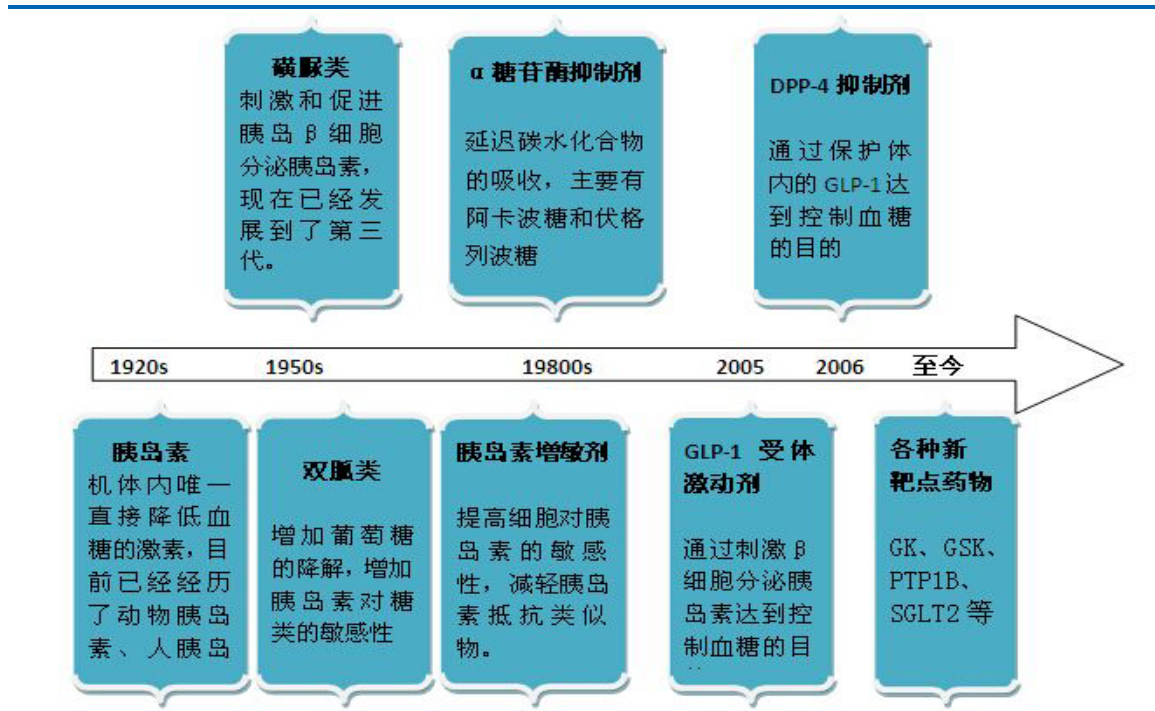
(资料来源: CDE 评审中心数据、广证恒生整理)

4.2 谋国际合作创新药，糖尿病新药有望成为重磅品种

公司将江苏研究院视为独立运营系统，积极与国际合作，通过协助中国临床试验的进行取得药品中国销售权的模式进行合作，并通过利润分成和相机退出规避风险。研发公司已和礼来等国际医药公司签署了 6 个合作项目，进展处于不同阶段。和美国礼来合作的糖尿病新药亚格拉汀项目 I 期临床已完成，即将进入 II 期临床，而美国已经开始 II 期临床。

亚格拉汀作为一种新型靶点降糖药，属于 GK（葡萄糖激酶）激动剂，与现有降糖药相比其具有双重降糖机制：促进胰岛素的分泌和减少肝脏葡萄糖的输出，即使是在服用其它口服降糖药无效的糖尿病患者身上，盐酸亚格拉汀仍可能会发挥强大的降糖作用。

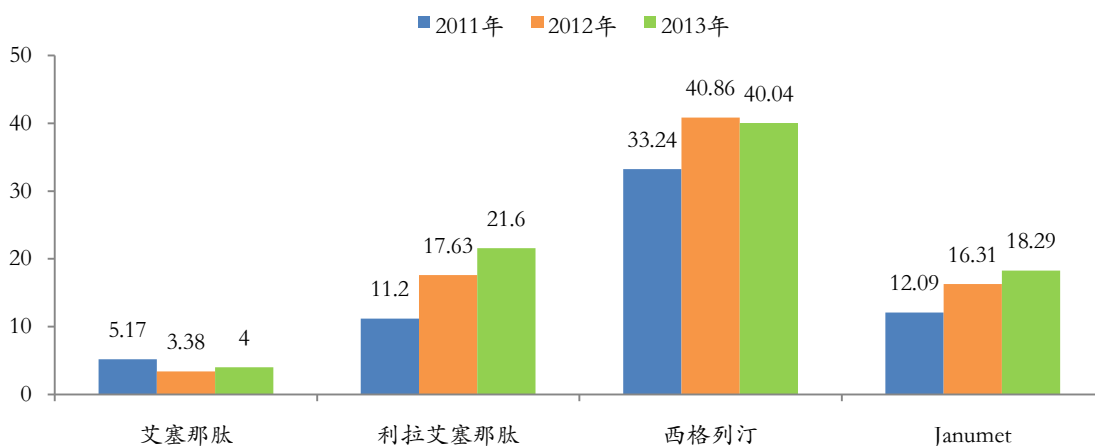
图表 15： 糖尿病药物发展历史



(资料来源: 新康界)

糖尿病药物市场空间大，且目前国内的大部分现有糖尿病药物属较老品种，甚至是处于淘汰边缘的品种，新产品研发乏力。目前全球已经上市的新型靶点抗糖尿病药物包括 GLP-1 抑制剂和 DPP-4 抑制剂。GLP-1 抑制剂上市的产品包括 Amylin 的艾塞那肽、诺和诺德的利拉艾塞那肽，DPP-4 抑制剂上市的品种包括默沙东的西格列汀和 Janumet。对比这两类新靶点抗糖尿病用药，未来亚格列汀在全球有望成长为过 10 亿美元重磅品种。

图表 16： 近年来主要新型靶点抗糖尿病用药市场销售情况（亿美元）



(资料来源: 新康界)

4.3 外延并购马不停蹄，切入医疗服务领域

公司外延并购积极，2015 年公司收购了贵州喜儿康药业和增资筹建运城市第一医院。董事长任武贤表示，在并购方面要加大步伐，围绕大健康走上快速发展的道路。并购方向主要集中在儿科、妇科及心脑血管领域。

公司战略重点发展儿科领域，积极寻求儿童药标题，2015 年 6 月公司收购贵州喜儿康药业 75% 股权，获得喜儿康的独家专利儿科品种蕙芽健脾凝胶。其为果冻剂型，治疗小儿厌食症，很适合儿童服用，营销

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

团队期望值高销售目标为5亿规模。目前公司面临新版GMP改造，预计12月能进入市场。

公司7月13日公告与运城市红十字会医院共同筹建运城市第一医院，项目投资10.45亿元，公司投资8.36亿，占80%股权。运城是山西最大的地级市有500多万人口，只有一家床位500多个的三甲医院，满足不了当地医疗需求，因此当地政府决引入社会资本建设另一家较大的综合医院，最终选定了与亚宝合作。

运城市第一医院定位为1500张床位的三甲综合医院，目标是成为晋陕豫黄河三角区的中高端医疗平台。当第一医院建成则把运城急救中心（即红十字会医院）并入，包括急救中心目前800人的团队并入第一医院里，目前每年有3亿的营业收入，2000万净利润也会并入。而以收购方式购买急救中心现有的医疗资产、设备。急救中心的业务也将由政府以购买服务的方式委托给运城第一医院，目前该项目已获得山西省发改委及卫计委批复通过，运城市第一医院建成后将承担运城市红十字会医院及运城市急救中心职能及医疗机构相关职能。我们预计该院未来的年收有望达到10亿元规模。

5. 聚焦儿童药大市场，有望受益于政策利好

公司打造了“丁桂儿”儿童药品牌，所有的儿科药都将划入丁桂旗下。公司定位儿童疾病及保健领域，完善儿科产品群，不断发掘整合和打造系列儿童药明星产品，包括儿童消化、呼吸系统用药、补益系统用药细分领域。

儿科用药多以感冒、腹泻和消化不良用药为主，OTC渠道为主，对价格和医保与否不敏感，品牌效应好的企业将获有更高的盈利能力。目前公司拥有丁桂儿脐贴、葡萄糖酸锌和葡萄糖酸钙等儿科产品，且收购了贵州喜儿康蕙芽健脾凝胶，公司研发生产的治疗小儿腹泻的内服药小儿腹泻散、儿童清咽解热口服液、外用药小儿腹泻贴为三个独家品种，也颇受儿童家长欢迎，市场前景看好。未来公司或将通过并购叠加儿科产品线，产生叠加效应。公司的春播行动重点开发基层儿科市场，目前已经积累5万个乡村儿科医生客户，未来2-3年有望达到10万，为公司儿科产品线的注入后的上量奠定了客户基础。

图表 17: 亚宝药业主要儿童药品种以及用途

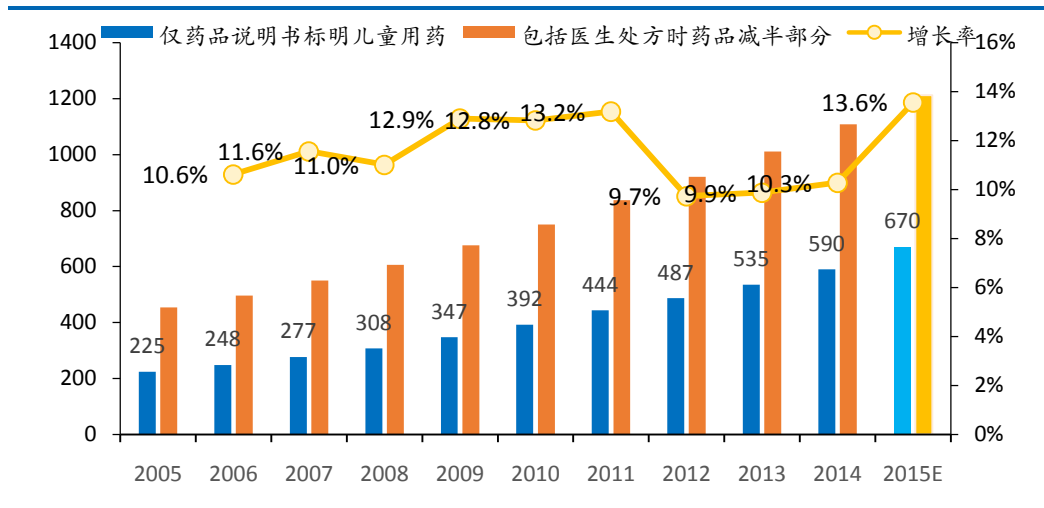
产品	用途
丁桂儿脐贴	健脾温中，散寒止泻。适用于小儿泄泻，腹痛的辅助治疗。
小儿腹泻贴	温中健脾，散寒止泻。用于小儿脾胃虚寒性腹泻轻症，症见：腹痛、便溏、纳差、神疲。
葡萄糖酸锌口服溶液	用于治疗缺锌引起的营养不良、厌食症、异食癖、口腔溃疡、痤疮、儿童生长发育迟缓等，国药准字，服用更放心！
葡萄糖酸钙口服溶液	用于预防和治疗钙缺乏症，如骨质疏松、手足抽搐症、骨发育不全、佝偻病以及儿童、妊娠和哺乳期妇女、绝经期妇女、老年人钙的补充。
小儿酚氨咖敏颗粒	用于儿童发热、头疼、关节痛等感冒症状
小儿氨酚黄那敏颗粒	用于缓解儿童普通感冒或流感引起的头痛、发热、四肢酸痛、流涕、鼻塞、咽痛等。
小儿化痰止咳颗粒	祛痰镇咳，用于小儿支气管炎所致的咳嗽、咳痰。
小儿咳喘灵口服液	宣肺、清热，止咳、祛痰。用于上呼吸道感染引起的咳嗽。
儿童清咽解热口服液	清热解毒，消肿利咽，主要用于小儿急性咽炎（主要症状有发热咽痛，咽部充血咳嗽，口渴等）。
依托红霉素颗粒	作为对青霉素过敏的患者治疗感染时的替代用药。
蕙芽健脾凝胶	健脾益胃，化湿消滞。用于小儿厌食症所见面色萎黄，消瘦神疲，纳差腹胀，腹泻便溏。
五福化毒片	清热解毒，凉血消肿。本品用于小儿疮疖、痈毒，咽喉肿痛，口舌生疮，牙龈出血。

资料来源：公司网站，广证恒生

儿童药市场规模大，从规模总量看，国内儿童用药（限药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品）

市场规模已超过 487 亿元，2005-2014 年的复合增长率约为 11.7%。根据南方医药经济研究所的预测，未来我国儿童药销售规模还将继续保持年均两位数以上的增长速度，预计 2015 年我国儿童药销售额（限药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品）将达到 670 亿元；如果包括医生处方时将成人药品减半给儿童使用的部分，预计 2015 年国内儿童用药的销售额将超 1000 亿元，远超目前 500 亿元的市场容量。

图表 18：2005-2015 年中国儿童用药市场规模（亿元）



(资料来源：南方医药经济研究所数据库、广证恒生)

今年国家对于儿童药的一大波利好政策有望促儿童药增长提速，公司有望受益：1) 2 月底发布《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》指出，对于儿科非专利药品将直接挂网采购，不再招标，这将更有利于新品的销售放量”。2) 儿童节前夕，国家卫计委成立儿童用药专家委员会，将推动建立科学规范的儿童用药指南，提出儿童基本药物清单，推动儿童用药纳入医保目录等，大力规范和发展儿童用药在国内的配备和使用。3) 9 月 2 日，国家卫计委发布《关于进一步加强医疗机构儿童用药配备使用工作的通知》，强调要落实公立医院药品集中采购工作，对妇儿专科非专利药品直接挂网采购，满足儿科临床需求。4) 9 月 16 日，中华医学会官网公布了儿科非专利药直接挂网采购示范药品清单（化学药），而在 10 月 16 日，中华中医药学会、中国民族医药学会联合发布了妇儿科和急救药直接挂网的示范品种（中成药、民族药）。5) 11 月 13 日，国家食品药品监督管理总局发布《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见（征求意见稿）》，对 10 种药品实行优先审批，包括儿童用药品和针对老年人特有和多发疾病的药品注册申请。

单位：百万元

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生

广证恒生:

地址: 广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话: 020-88836132, 020-88836133

邮编: 510623

股票评级标准:

强烈推荐: 6个月内相对强于市场表现15%以上;

谨慎推荐: 6个月内相对强于市场表现5%—15%;

中性: 6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动;

回避: 6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺:

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内,公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示:

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下,我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东(广州证券股份有限公司)各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度,有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下,投资者阅读本报告时,我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易,或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下,我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发,需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险,投资需谨慎。