

亚宝药业 (600351)

证券研究报告
2018年04月14日

营销改革加强渠道掌控力，核心品种销量增长带动业绩提升

营销渠道改革短期阵痛后，业绩重回增长快车道

2016年公司由于进行渠道改革和控货导致业绩短期出现下滑，2017年公司营销渠道逐步理顺，两级经销商体系和数据联网趋于完善。公司业绩呈现回暖增长，2017年三季报显示，公司实现营业收入18.39亿元，同比增长39.25%，归母净利润1.48亿元，同比增长115.44%，2017年业绩预告数据显示，归母净利润同比增长788%-818%，业绩重回增长快车道。2017年前三季度，公司包括整体毛利率等指标均得到了修复，我们看好2018年公司的业绩表现。

打造“丁桂”儿童药品牌形象，外延收购青松制药加速公司成长

公司经过多年的产品培育与市场发展，形成了以丁桂儿脐贴为代表的儿科用药，以硝苯地平缓释片、珍菊降压片、红花注射液为代表的心脑血管用药，此外还有包括消肿止痛贴等贴剂品种，公司的这些重点产品已在市场上获得了较高的认可度。2017年新版医保目录调整，儿童清咽解热口服液进入医保目录，和薏芽健脾凝胶成为公司未来增长的两个重点品种。外延发展领域，公司2016年成为青松制药的控股股东，青松制药已经形成了CMO、中间体及原料药三大主营业务，主力产品为恩替卡韦（原料药及相关中间体），其原料药研发团队以及多年累积的技术经验利好公司的一致性评价推进。

加大研发投入，开展一致性评价和新药研发

研发层面上公司以市场需求为导向，仿创并重。近年来公司研发支出不断上升，同比增速保持在20%-40%，2016研发投入达到了1.48亿元，研发投入占营收比例达到8.19%，在同行业中占比较高。公司共开展创新药、仿制药研发和一致性评价项目50余项。创新药领域，一类新药盐酸亚格拉丁、SY-008均已进入临床I期。仿制药方面，苯甲酸阿格列汀片及原料药已申报生产批件。2017年半年报显示，公司已确立了10个产品开展一致性评价工作，其中苯磺酸氨氯地平片已完成BE试验，正在申报受理，有望在2018年底获批。

估值与评级

公司在2015-2016年进行营销渠道改革，经历了短期业绩阵痛后，公司核心业务重回发展快车道。经历了营销改革后，公司渠道掌控能力增强，以往依托渠道拉动逐步转变为终端拉动。预计2017-2019年EPS分别为0.26、0.36和0.47元，预计2018-2019年业绩保持30%以上的增长，参考同行业公司可比估值，给与2018年27倍估值，目标价9.72元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：一致性评价进度不及预期，公司业绩不及预期

投资评级

行业	医药生物/中药
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	7.68元
目标价格	9.72元

基本数据

A股总股本(百万股)	787.04
流通A股股本(百万股)	692.00
A股总市值(百万元)	6,044.48
流通A股市值(百万元)	5,314.56
每股净资产(元)	3.50
资产负债率(%)	36.09
一年内最高/最低(元)	8.89/6.93

作者

杨烨辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
王金成	联系人
wangjincheng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,065.63	1,806.11	2,387.30	3,008.18	3,641.06
增长率(%)	9.31	(12.56)	32.18	26.01	21.04
EBITDA(百万元)	410.59	126.95	328.81	423.83	536.43
净利润(百万元)	222.09	22.52	201.53	285.39	372.09
增长率(%)	30.55	(89.86)	794.84	41.61	30.38
EPS(元/股)	0.28	0.03	0.26	0.36	0.47
市盈率(P/E)	27.22	268.38	29.99	21.18	16.24
市净率(P/B)	2.25	2.30	2.23	2.13	2.03
市销率(P/S)	2.93	3.35	2.53	2.01	1.66
EV/EBITDA	29.36	64.59	18.95	15.13	11.55

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 营销渠道改革致短期阵痛后，2017 年业绩回暖同比大幅增长	4
1.1. 质量与创新是公司长久经营的基石	4
1.2. 儿童药领衔的公司三大产品阵营	5
1.3. 渠道改革完成后，业绩重回增长快车道	6
2. 厉行变革，注重创新	7
2.1. 营销改革阵痛之后，主力品种再露峥嵘	7
2.2. 内生外延并举，全力打造“丁桂”小儿药品牌	8
2.3. 加大研发投入，推进一致性评价和创新药研发	9
3. 估值与评级	11
3.1. 业绩拆分	11
3.2. 投资建议	11
4. 风险提示	12

图表目录

图 1：亚宝药业股权结构及控股子公司	5
图 2：公司现有品牌体系	5
图 3：2012-2017Q3 公司营收及净利润情况（亿元）	6
图 4：华北、华东为公司主要业务区域	6
图 5：2012-2017H1 医药生产及医药批发占比	6
图 6：2012-2017H1 公司整体及分业务板块毛利	7
图 7：短期偿债能力经过波折后重趋稳定	7
图 8：2011 年以来公司费用及费用率情况（单位：万元）	7
图 10：2013-2017H1 研发投入（单位：万元）	10

表 1：历史沿革	4
表 2：2016 年公司主要品种的销售量同比减少	7
表 3：2017 中报公司各项业务同比大幅增长（单位：万元）	8
表 9：主要小儿药产品基本情况	8
表 6：清松制药药品 GMP 证书	9
表 7：清松制药目前所拥有的药品注册批件及临床批件	9
表 8：清松制药拥有发明专利情况	9
表 4：2016 年同行业上市公司研发投入比较（单位：万元）	10

表 5：2016 年研发资金投入去向（单位：万元）	10
表 10：2017-2019 年公司核心业务假设（单位：百万元）	11
表 11：同行业公司可比 PE	12

1. 营销渠道改革致短期阵痛后，2017 年业绩回暖同比大幅增长

亚宝药业是一个以中药现代化生产为主体，生物药和化学药为两翼，医用卫生材料和包装材料为辅助，集药品生产、研发、物流、贸易于一体的医药制造业企业集团，主要生产中西药制剂、原料药等具有中西药制剂共三百多个品种，治疗领域涉及儿科消化、感冒、心脑血管、内分泌等方面，是山西省医药行业首家上市公司和首批认定的高新技术企业。

公司拥有八大生产基地，全部通过国家 GMP 的认证，均按 GMP 要求建立了严格的质量监督控制体系，分别配置了国际先进的质量检测设备，并对每个产品建立了高于国家法定标准的质量内控标准，确保药品质量。公司研发实力雄厚，分别在北京、太原、芮城设立了研发机构，建立起了立体式的研发网络。经过 30 多年的药品生产技术积累和先进制药生产技术的引进，公司已掌握了中药动态提取、超临界 CO₂ 萃取，大孔吸附树脂、膜分离、超微粉碎、微波低温冻干，指纹图谱等技术。

1.1. 质量与创新是公司长久经营的基石

亚宝药业的历史可以追溯到 1978 年，原芮城职工医院制剂室的职工，靠 10 万元资金起步，创建成立了芮城制药厂。1992 年、1993 年曲克芦丁与丁桂儿脐贴的出品使得公司业绩快速稳步成长，1997 年被国家中医药管理局评选为山西省唯一一家全国国有重点中成药企业 50 强之一，是山西省医药行业的龙头企业。1999 年山西亚宝药业集团股份有限公司正式成立；2002 年亚宝药业在经历了“额度制”、“双高认证”、“核准制”后，A 股股票在上海证券交易所成功上市，2010 年亚宝博士后科研工作站、亚宝药业新疆红花发展有限公司、亚宝北中大制药有限公司等相继成立。至 2016 年，亚宝药业荣登中国医药工业百强榜单第 87 名和中国医药研发产品线最佳工业企业 20 强。

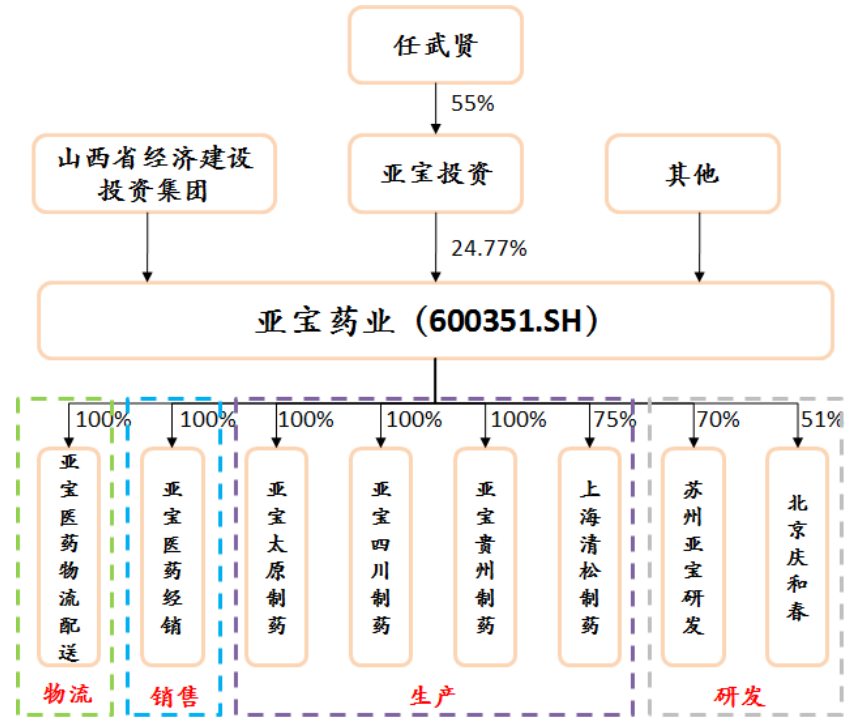
表 1: 历史沿革

时间	事件
1978 年	前身芮城制药厂成立
1990 年	公司经营近况不佳，任武贤出任厂长，并迅速扭亏为盈
1993 年	丁桂儿脐贴研发成功
1996 年	完成了对原云河制药厂、外贸公司、植物提取厂的兼并收购
1999 年	山西亚宝药业集团股份有限公司
2002 年	上交所上市，并先后成立了亚宝大同、亚宝新龙、亚宝光泰、亚宝经销等控股子公司，建设了风陵渡、太原两大工业园
2009 年	药物制剂国家工程研究中心亚宝分中心、亚宝生物研发中心、三分公司成立，四川制药基地奠基
2010 年	亚宝博士后科研工作站、亚宝新疆红花发展、亚宝北中大制药等相继成立，亚宝芮城工业园奠基
2013 年	北京亚宝生物固体制剂生产线符合美国 cGMP 标准，通过 FDA 认证
2014 年	苏州亚宝、亚宝营销中心正式成立；公司跻身中国医药工业百强企业、中国医药研发产品线最佳工业企业前 20 强
2015 年	亚宝药业药用塑料瓶获准进入美国市场
2016 年	收购上海清松制药 75% 的股权

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司目前第一大股东为山西亚宝投资集团有限公司。截止 2017 年三季报，亚宝投资持有公司股份 24.77%，除此外不存在直接持股超过 5% 的股东，亚宝投资第一大股东地位稳固。公司实际控制人为任武贤，是亚宝投资的控股股东，持有亚宝投资 55% 的股份。

图 1: 亚宝药业股权结构及控股子公司



资料来源: Wind, 天风证券研究所

截至 2017 年中报披露日, 公司主要参控股 15 家子公司, 涉及药品、器械、材料的物流、销售、生产、研发以及投资管理等板块。2016 年 9 月, 公司对上海青松制药有限公司 75% 的股权进行了收购, 提高公司原料药及中间体研发能力, 弥补公司在原料药合成工艺方面的短板。

1.2. 儿童药领衔的公司三大产品阵营

公司在经过多年的产品培育与市场发展, 形成了以丁桂儿脐贴为代表的儿科消化系统用药, 以硝苯地平缓释片、珍菊降压片、红花注射液为代表的心脑血管用药, 以消肿止痛贴、硫酸辛酸注射液为代表的其他用药, 公司的这些重点产品已在市场上获得了较高的认可度。

其中, 丁桂儿脐贴是公司儿童药品的拳头产品, 自 1992 年上市以来, 经过 20 多年的持续发展, 已经占据了重要的市场地位, 其销量覆盖全国重点城市, 2014 年荣获中华中医药学会科学技术一等奖, 2015 年荣获中国非处方药产品综合统计排名 (中成药, 儿科类) 第一名。心脑血管用药: 硝苯地平缓释片、曲克芦丁片、复方利血平片、复方罗布麻片、尼莫地平片、珍菊降压片、红花注射液、冠心宁注射液、等销售位居全国同类产品前列。

图 2: 公司现有品牌体系

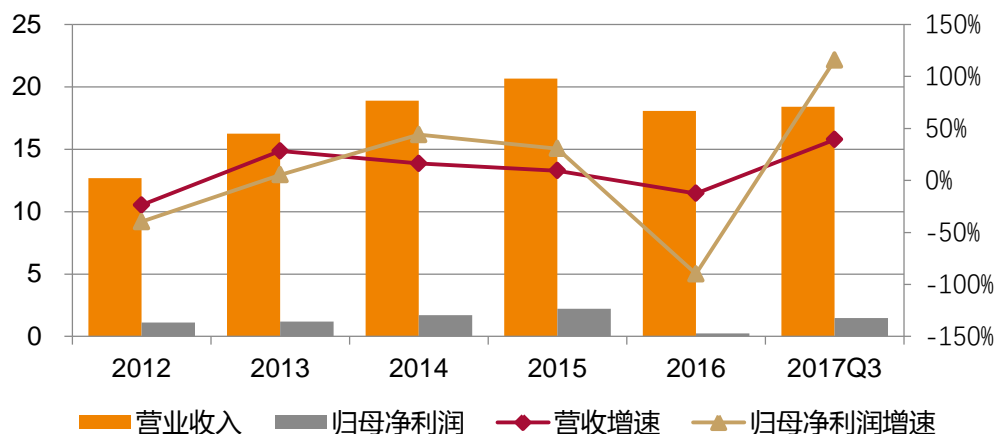


资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

1.3. 渠道改革完成后，业绩重回增长快车道

2016 年受营销渠道改革控货因素影响，公司收入及利润均出现一定幅度下降。在渠道营销模式转型完成的情况下，2017Q3 营业收入以及归母净利润已经开始修复，2017 年业绩预告显示，归母净利润增速更是同比增长 788%-818%，业绩反转大幅增长。

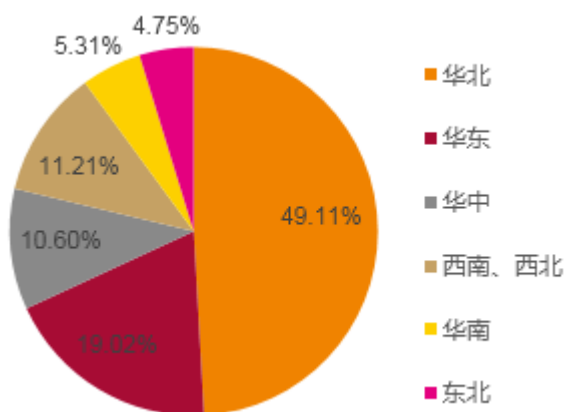
图 3：2012-2017Q3 公司营收及净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

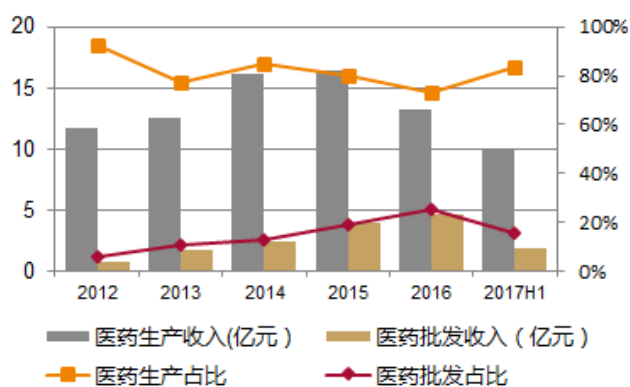
公司的主要业务板块为医药生产与医药批发，截止 2017 年中报医药生产的营收占比为 83.55%，公司业务主要集中于华北地区，占据了公司 50%左右的业务量。医药批发板块的占比近年来也在逐年提升，从 2012 年的不足 6%逐步提升到了在 2016 年年报的 25%。由于渠道改革导致的市场控货，2016 年软膏剂、片剂、注射剂主要产品销售收入下滑明显。2017 年随着改革完成后医药生产的大幅增长，医药批发占比明显下降。

图 4：华北、华东为公司主要业务区域



资料来源：Wind，天风证券研究所

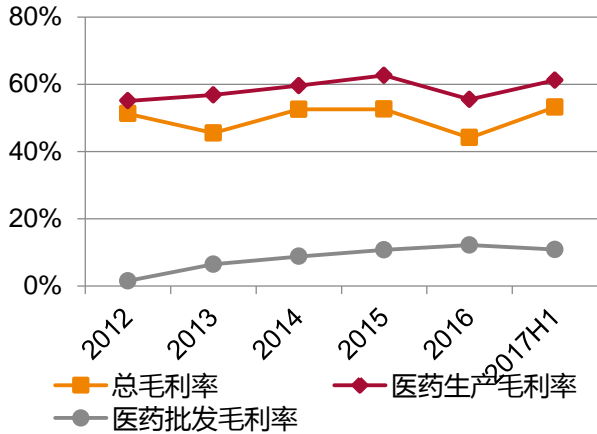
图 5：2012-2017H1 医药生产及医药批发占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

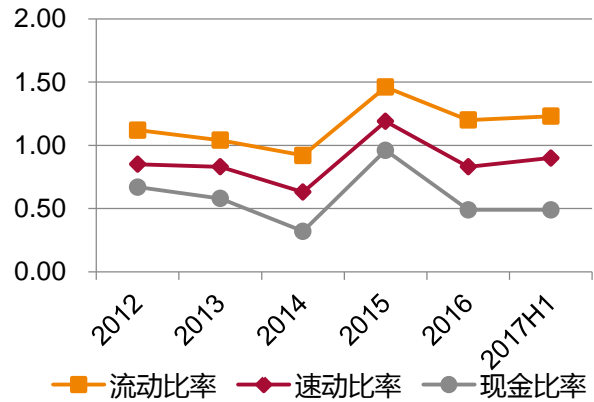
公司整体毛利水平稳中有升，医药生产毛利维持在 60%水平。短期偿债能力上来看，2016 年由于基药配送规模的扩大，导致企业短期偿债能力受到一定影响，2017 年来流动比率和速动比率逐步修复，现金比率的走低主要是因为预售款项和应付款项的增加。

图 6：2012-2017H1 公司整体及分业务板块毛利



资料来源：Wind，天风证券研究所

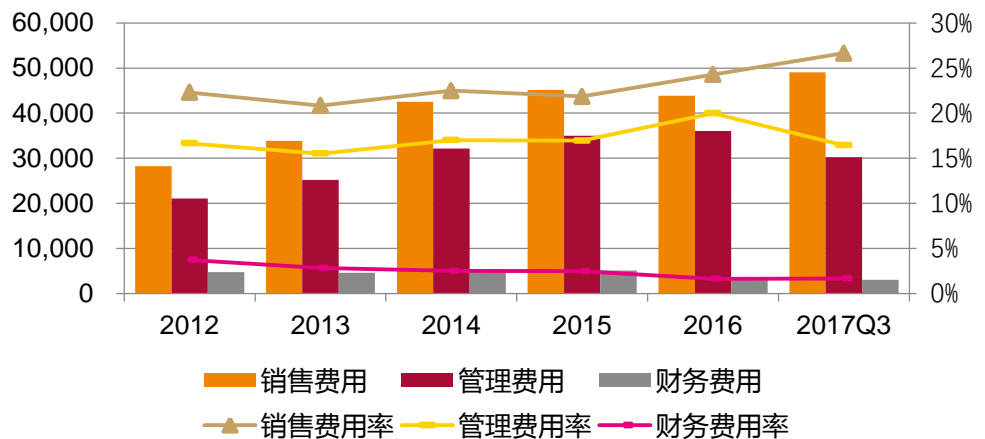
图 7：短期偿债能力经过波折后重趋稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

费用率方面，公司总费用率保持相对稳定态势。销售费用率有一定的提升，且 2017 年前三季度销售费用率较高，主因公司市场推广以及销售咨询服务费的增加，以及 2017 年营销渠道改革控货影响消除，产品销量增加所伴随的销售费用支出。管理费用率虽有波动但是没有明显增减趋势。财务费用率略有下降，但是对公司整体期间费用率影响较小。

图 8：2011 年以来公司费用及费用率情况（单位：万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 厉行变革，注重创新

2.1. 营销改革阵痛之后，主力品种再露峥嵘

2015 年以来医药流通领域出现较大变化，在营改增、94 号文等政策推动下，原来流通中运作不规范的部分企业被淘汰出局，公司传统的流通行业分销商有多个层级，公司无法掌握渠道库存情况。2016 年起公司主动对工业销售板块中的商务销售模式进行改革，销售资源向终端倾斜，进行渠道销售的扁平化管理，积极推行与经销商仓储信息的数据直连，改革整顿后经销商层级减少，相应的流通环节产品储备减少。在此期间，包括丁桂儿脐贴，珍菊降压片等在内的公司主力品种遭遇短期销量下滑。

表 2：2016 年公司主要品种的销售量同比减少

品种	销售量 (万贴/片)	销售量同比
丁桂儿脐贴	6,185.2	-52.8%
珍菊降压片	26,091.53	-67.55%

曲克芦丁片	96,488.50	-10.84%
红花注射液	2,852.65	-44.04%
复方利血平	60,794.89	-56.44 %
硝苯地平缓释	59,243.23	-27.41%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

进入 2017 年之后，渠道营销控货的影响逐渐退散，公司秉承深耕终端市场，强化终端覆盖，下沉渠道终端。坚持深挖营销空间，建立事业部制，培育战略品种，并搭建经销商数据直连，各大品种销售均回归正轨。

表 3：2017 中报公司各项业务同比大幅增长（单位：万元）

品种	2017H1 收入	2016H1 收入	同比
软膏剂	42,359.07	29,553.71	43.33%
片剂	25,734.86	20,627.92	24.76%
注射剂	10,467.75	7,593.67	37.85%
原料	9,604.19	1,616.12	494.27%
口服液	5,958.91	4,054.58	46.97%
胶囊剂	2,125.12	2,183.13	-2.66%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

截止 2017 年前三季度，公司实现营收 18.39 亿元，同比增长 39.25%，高于 2016 年全年的营业收入，药品销售回暖，占比最大的软膏剂以及片剂分别同比增长 43.33%和 24.76%，其中原料药的大幅增长与青松制药的并表有关。

2.2. 内生外延并举，全力打造“丁桂”小儿药品牌

外延收购蕙芽健脾凝胶，健全儿童药产品线。2015 年 6 月公司收购贵州喜儿康药业 75%股权，获得喜儿康的专利儿科品种蕙芽健脾凝胶。同时，公司正在着力打造“丁桂”儿童药品牌，形成了以丁桂儿脐贴、小儿腹泻贴、小儿泻止散、蕙芽健脾凝胶和乳酸菌素片为主的消化道用药，以儿童清咽解热口服液，小儿咳喘灵口服液、小儿肺热咳嗽颗粒、小儿氨酚黄钠敏颗粒为主的呼吸系统用药，以葡萄糖酸锌口服液和葡萄糖酸钙口服液为主的营养补充药物，在国内儿科用药市场上具有较强的市场竞争力。2017 年初医保目录调整，公司儿童药清咽解热口服液纳入国家医保目录，和蕙芽健脾凝胶成为带动公司增长的两个潜力品种。

表 4：主要小儿药产品基本情况

产品名称	所属药品注册分类	2016 年生产量	2016 年销量
丁桂儿脐贴	中药	4322.22 万贴	6185.20 万贴
小儿泻止散	中药 3 类	308.86 万袋	235.65 万袋
蕙芽健脾凝胶	中药	1217.13 万袋	957.43 万袋

资料来源：公司公告，天风证券研究所

收购青松制药，利好公司一致性评价。2016 年公司成为青松制药的控股股东。青松制药自 1005 年成立起，一直从事新药制剂、原料药、医药及其他高级化工中间体的研发、生产和销售，拥有一支经验丰富的科研和管理团队以及设备先进的研发中心，成立以来持续开展在药物制剂、药物原料、药物中间体、化学合成工艺等方面的研发工作，并接受国内外大型制药企业的委托，完成了多个工艺研究开发项目，并顺利进行了放大生产。在过去的 10 年间，青松制药形成了 CMO、中间体及原料药三大主营业务。

青松制药研发实力突出，2016 年上半年立项开展了替诺福韦艾拉酚胺原料及制剂（抗 HIV 病毒以及乙肝病毒）、帕博西尼原料及制剂（治疗乳腺癌）等 12 项研发项目，并获得了拉米夫定片产品的临床批文，青松制药于 2016 年 5 月份新申请“一种对胍基

苯甲酸盐的合成方法”等五项发明专利，其强大的原料药研发团队以及多年累积下的技术与经验利好公司的一致性评价。

表 5: 青松制药药品 GMP 证书

序号	证书编号	认证范围
1	SH20130010	原料药（恩替卡韦）
2	SH20140038	片剂、原料药（盐酸左西替利嗪）

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6: 青松制药目前所拥有的药品注册批件及临床批件

产品名称	分类	药品批准文号/批件号	备注
恩替卡韦	原料药	国药准字 H20123062	生产批件
盐酸左西替利嗪	原料药	国药准字 H20080093	生产批件
盐酸左西替利嗪片	片剂	国药准字 H20080307	生产批件
恩替卡韦胶囊	胶囊剂	2012L00371	临床批件
拉米夫定片	片剂	2015L06165	临床批件

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7: 青松制药拥有发明专利情况

专利类型	申请号/专利号	发明名称	申请日
发明	ZL201110228200.9	一种改进的制备恩替卡韦一水合物的方法	2011/8/10
发明	ZL200910051317.7	地西他滨的制备方法	2009/5/15
发明	ZL200810201332.0	一种制备抗病毒药物恩替卡韦中间体的方法	2008/10/17
发明	ZL200610027347.0	一种制备(3R, 5S)-3,5,6-三羟基-己酸叔丁酯的方法	2006/6/7
发明	ZL200510025792.9	恩替卡韦的制备方法	2005/5/13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

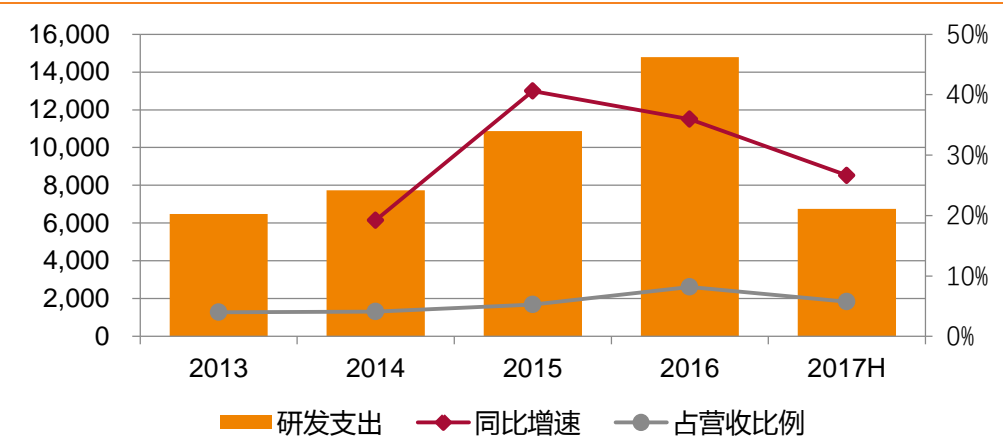
青松制药的主力产品为恩替卡韦（原料药及相关中间体），主要适用于病毒复制活跃，血清转氨酶 ALT 持续升高或肝脏组织学显示有活动性病变的慢性成人乙型肝炎的治疗。目前乙肝的治疗药物中核苷类药物的市场占有率过 80%。恩替卡韦是 2005 年 4 月在美国上市的新药，为新型选择性核苷类似药物。恩替卡韦 2015 年全球销售约 30 亿美金，2015 年国内销售约 70 亿人民币，预计未来几年国内市场规模可以达到 100~120 亿人民币，恩替卡韦已成为中华医学会推荐抗乙肝单一治疗的一线主力药物。亚宝药业对青松制药的接管将有助于其实现产能扩张，其作为恩替卡韦原料药的优质供应商，受益环保趋严等因素有望实现进一步业绩放量。

2.3. 加大研发投入，推进一致性评价和创新药研发

研发层面上公司以市场需求为导向，仿创并重。公司共开展创新药、仿制药研发和一致性评价项目 50 余项。公司创新药项目进展顺利，一类新药盐酸亚格拉汀、SY-008 均已进入临床 I 期。仿制药方面，公司专注于高端剂型及大治疗领域，公司仿制药苯甲酸阿格列汀片及原料药已申报生产批件。公司经过评估筛选，确立了 10 个产品开展一致性评价工作，其中进入 BE 试验 2 项。

截至目前创新药项目共计申请发明专利 13 件（其中 PCT 专利 3 件），已授权 3 件，协议拥有发明专利 7 项。

图 9：2013-2017H1 研发投入（单位：万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

近年来公司研发支出不断上升，同比增长基本保持在 20%-40%，2016 研发投入达到了 1.48 亿元，占总体营收 8.19%。参考同行业可比公司，亚宝药业的研发投入占比处于较高水平。

表 8：2016 年同行业上市公司研发投入比较（单位：万元）

同行业可比公司	研发投入	占营业收入比例
江中药业	5,410.46	3.46%
中新药业	9,565.54	1.55%
康恩贝	13,218.11	2.20%
济川药业	14,529.98	3.11%
同仁堂	20,218.34	1.67%
同行平均	12,588.49	2.40%
亚宝药业	14,785.64	8.19%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

在研发投入上，公司占比最大的两个业务是公司与美国礼来制药公司合作开发的用于治疗 II 型糖尿病的新型口服药物 SY-008 以及加拿大西安大略大学脓毒血症 A5 项目。其中，SY-008、LS008 尚无与其具有相同靶点的同类药物上市，脓毒血症 A5 项目为全球生物 1 类新药，盐酸亚格拉汀也同为礼来合作开发，用于治疗饮食不能控制的 2 型糖尿病，对于我国相对落后的本土降糖药而言无疑更具有竞争力。

表 9：2016 年研发资金投入去向（单位：万元）

项目	投入资金	占营收比例
盐酸亚格拉汀胶囊	151.35	0.08%
SY-008	891.5	0.49%
富马酸喹硫平缓释片	147.35	0.08%
普拉克索缓释片	388.86	0.22%
盐酸美金刚缓释胶囊	121.65	0.07%
甲苯磺酸索拉非尼片	230.87	0.13%
加拿大脓毒血症 A5	870.6	0.48%
PLK 双靶点抑制 LS008	187.6	0.10%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 估值与评级

3.1. 业绩拆分

分业务假设：

- 1、软膏剂 2017-2019 年同比增长分别为 50%、40%和 30%，参考 2017 年上半年毛利率，预测 2017-2019 年毛利率保持在 82%；
- 2、片剂 2017-2019 年同比增长分别为 30%、25%和 20%，参考 2017 年上半年毛利率，预测 2017-2019 年毛利率保持在 50%；
- 3、注射剂 2017-2019 年同比增长分别为 50%、30%和 20%，参考 2017 年上半年毛利率，预测 2017-2019 年毛利率保持在 50%；
- 4、口服液 2017-2019 年同比增长分别为 30%、25%和 20%，参考 2017 年上半年毛利率，预测 2017-2019 年毛利率保持在 33%；
- 5、原料药 2017-2019 年同比增长分别为 174%、30%和 20%，考虑环保趋严和原料药行业集中度提升，厂家能加能力增强，预测 2017-2019 年毛利率分别为 26%、28%和 30%
- 6、医药批发 2017-2019 年营收均为 4 亿元，毛利率与往期持平，其他板块营收与毛利率保持不变。

期间费用率假设：

2017-2019 年销售费用率、管理费用率和财务费用率基本没有变化。

表 10：2017-2019 年公司核心业务假设（单位：百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
软膏剂	420.94	633.90	749.48	540.04	880.00	1232.00	1601.60
YOY		-28%	18%	-28%	63%	40%	30%
毛利率	84%	84%	82%	75%	82%	82%	82%
片剂	525.29	534.68	508.93	379.90	493.88	617.34	740.81
YOY				-0.25352	0.3	0.25	0.2
毛利率	46%	45%	43%	51%	50%	50%	50%
注射剂	1.74	241.64	194.06	158.72	190.00	246.00	304.80
YOY		-28%	-20%	-18%	20%	29%	24%
毛利率	43%	48%	46%	39%	50%	50%	50%
口服液	47.05	57.89	76.01	81.27	105.65	132.06	1.58
YOY		-28%	31%	7%	30%	25%	-99%
毛利率	41%	46%	43%	47%	33%	33%	33%
原料药	50.26	39.72	38.27	76.67	210.00	273.00	3.28
YOY		-28%	-4%	100%	174%	30%	-99%
毛利率	0.2337	0.3862	0.4741	0.4763	0.26	0.28	0.3
医药批发	173.15	237.44	395.12	459.61	400.00	400.00	4.00
YOY		-28%	66%	16%	-13%	0%	-99%
毛利率	6%	9%	11%	12%	11%	11%	11%

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 投资建议

公司 2015-2016 年进行营销渠道改革，经历了短期业绩阵痛后，公司核心业务重回发展快车道。预计主力品种丁桂儿脐贴和血肿止痛贴膏在 2018-2019 年保持 40%以上增长，处方药类品种方面，公司确立了 10 个品种开展一致性评价，其中苯磺酸氨氯地平片已完成 BE 试验，正在申报受理中，有望在 2018 年底获批。销售渠道方面，经历了营销改革后，公司渠道掌控能力增强，以往依托渠道拉动逐步转变为终端拉动。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.26、0.36 和 0.47 元，预计 2018-2019 年业绩保持 30%以上的增长，参考同行业

公司可比估值，给与 2018 年 27 倍估值，目标价 9.72 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：同行业公司可比 PE

证券代码	证券简称	最新收盘价（元）	预测 PE（2018）	预测 PE（2019）	预测 EPS（2018）	预测 EPS（2019）
000661.SZ	济川药业	50.3	26.20	21.13	1.92	2.38
300009.SZ	华润三九	26.7	15.34	13.69	1.74	1.95
603707.SH	康恩贝	6.96	20.47	16.57	0.34	0.42
002675.SZ	羚锐制药	10.49	20.98	16.14	0.50	0.65
300255.SZ	葵花药业	43.5	26.85	21.53	1.62	2.02

资料来源：Wind，天风证券研究所 注：收盘价为 2018 年 4 月 12 日，EPS 均为 wind 一致预期

4. 风险提示

一致性评价进度不及预期，公司业绩不及预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,015.03	503.33	256.65	240.65	352.24	营业收入	2,065.63	1,806.11	2,387.30	3,008.18	3,641.06
应收账款	238.36	394.19	263.88	424.76	408.76	营业成本	979.65	1,009.67	1,231.37	1,465.61	1,687.62
预付账款	65.05	46.86	95.14	72.22	119.24	营业税金及附加	20.54	27.48	27.04	36.59	46.98
存货	378.67	481.76	440.48	696.79	576.28	营业费用	451.40	438.43	525.21	691.88	852.01
其他	335.01	163.82	442.78	346.84	592.41	管理费用	350.08	360.83	381.97	505.37	637.19
流动资产合计	2,032.12	1,589.95	1,498.92	1,781.26	2,048.93	财务费用	51.03	29.46	22.98	17.52	17.18
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	2.19	0.33	1.34	1.29	0.99
固定资产	1,805.33	1,793.67	1,776.35	1,756.40	1,721.89	公允价值变动收益	0.00	(0.12)	(3.58)	0.47	0.88
在建工程	70.77	131.74	115.04	117.03	100.22	投资净收益	13.41	(0.20)	5.14	5.14	5.14
无形资产	169.23	225.68	212.91	200.14	187.37	其他	(26.83)	0.64	(3.12)	(11.21)	(12.04)
其他	174.37	464.47	468.44	469.72	465.34	营业利润	224.15	(60.42)	198.96	295.53	405.13
非流动资产合计	2,219.71	2,615.56	2,572.74	2,543.28	2,474.82	营业外收入	29.03	94.95	47.72	57.24	66.64
资产总计	4,251.82	4,205.51	4,071.66	4,324.54	4,523.75	营业外支出	5.36	6.72	8.27	6.78	7.26
短期借款	820.00	880.00	400.00	546.90	400.00	利润总额	247.82	27.82	238.41	345.98	464.51
应付账款	301.45	243.41	462.23	378.29	570.26	所得税	29.78	0.78	28.61	41.52	55.74
其他	271.88	205.11	245.57	290.68	265.38	净利润	218.05	27.04	209.80	304.46	408.77
流动负债合计	1,393.33	1,328.52	1,107.81	1,215.87	1,235.65	少数股东损益	(4.04)	4.52	8.27	19.08	36.68
长期借款	79.36	47.19	40.00	40.00	40.00	归属于母公司净利润	222.09	22.52	201.53	285.39	372.09
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.28	0.03	0.26	0.36	0.47
其他	101.12	99.45	104.06	101.54	101.68						
非流动负债合计	180.48	146.64	144.06	141.54	141.68						
负债合计	1,573.81	1,475.16	1,251.87	1,357.42	1,377.33	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	(2.47)	106.04	113.90	132.66	168.52	成长能力					
股本	787.04	787.04	787.04	787.04	787.04	营业收入	9.31%	-12.56%	32.18%	26.01%	21.04%
资本公积	1,078.06	1,078.06	1,078.06	1,078.06	1,078.06	营业利润	22.08%	-126.95%	-429.32%	48.54%	37.08%
留存收益	1,893.45	1,837.27	1,918.86	2,047.43	2,190.86	归属于母公司净利润	30.55%	-89.86%	794.84%	41.61%	30.38%
其他	(1,078.06)	(1,078.06)	(1,078.06)	(1,078.06)	(1,078.06)	获利能力					
股东权益合计	2,678.02	2,730.35	2,819.80	2,967.13	3,146.42	毛利率	52.57%	44.10%	48.42%	51.28%	53.65%
负债和股东权益总	4,251.82	4,205.51	4,071.66	4,324.54	4,523.75	净利率	10.75%	1.25%	8.44%	9.49%	10.22%
						ROE	8.29%	0.86%	7.45%	10.07%	12.50%
						ROIC	10.53%	-1.23%	6.41%	9.52%	11.60%
						偿债能力					
						资产负债率	37.01%	35.08%	30.75%	31.39%	30.45%
						净负债率	13.70%	-13.73%	0.41%	17.73%	15.82%
						流动比率	1.46	1.20	1.35	1.47	1.66
						速动比率	1.19	0.83	0.96	0.89	1.19
						营运能力					
						应收账款周转率	8.79	5.71	7.26	8.74	8.74
						存货周转率	5.80	4.20	5.18	5.29	5.72
						总资产周转率	0.56	0.43	0.58	0.72	0.82
						每股指标(元)					
						每股收益	0.28	0.03	0.26	0.36	0.47
						每股经营现金流	0.18	0.20	0.55	0.11	0.70
						每股净资产	3.41	3.33	3.44	3.60	3.78
						估值比率					
						市盈率	27.22	268.38	29.99	21.18	16.24
						市净率	2.25	2.30	2.23	2.13	2.03
						EV/EBITDA	29.36	64.59	18.95	15.13	11.55
						EV/EBIT	43.80	-264.93	28.08	20.49	14.67

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com