



营销改革初见成效，核心产品贴膏再显峥嵘

2018.05.23

唐爱金(分析师)

电话：020-88836115

邮箱：tangaij@gzgzhs.com.cn

执业编号：A1310516100001

● 营销改革初见成效，各渠道及产品恢复性高增长

2016年顺应国家医药行业政策：94号文+两票制+营改增，公司积极推动营销改革：(1)在经销体系方面，淘汰和精选优质经销商，由70余家一级经销商、300余家二级经销商、1700余家三级商业客户的多级经销体系改革为50余家一级和700余家二级的布局并进行重点培育，建立PRM/MRM系统及开票员系统平台，实现渠道与终端的可视/可控/有序，实现近所有经销商数据直连工作；(2)在零售终端方面，加大与全国KA/NKA/中小型连锁/单体药店深度合作，2017年底已有效覆盖700多家连锁药店及二十多万家终端；(3)在第三终端市场方面，继续加大“春播医生”培训，目前基层市场已建立成熟培训体系；公司秉承深耕终端，下沉渠道终端理念，营销改革初见成效，2017年OTC终端实现营业收入9.33亿，同比增长了60%，销售数据的可视化，使销售渠道持续健康发展。丁桂儿脐贴、珍菊降压片、复方利平片的销售量同比2016年分别实现超高速增长(84.39%、90.8%、132.7%)。

● 高毛利软膏剂营销重回正轨，核心产品丁桂儿+消肿止痛贴再显峥嵘

软膏剂受2016年营销改革影响，营收规模下滑至5.4亿元，2017年后重新回到8.65亿元，同比增长达60.2%；其中丁桂儿脐贴儿童用药依从性好，2013年销售额已突破5亿元，受营销改革影响，2016年销售额下降较大，2017年销售达4.6亿元，同比增长104.44%。目前在儿童腹泻贴剂领域的市占率已约50%左右，我们预计2018全年营收规模有望达6亿元，未来3年内有潜力成为10亿元大品种；受益于春播行动的医学培训卓有成效，消肿止痛贴4年复合增速达91%，至2017年收入已达4亿，未来3年有望持续25%以上增速。

● “研发新药+扩张并购”，齐头并进推动公司产品质量升级及管线丰富

公司研发投入持续攀升，2017年已达1.81亿，占营收的7.1%（相当于净利润规模90%，研发费用资本化率仅3.15%）；北京研发团队主导公司现有产品的二次开发升级、仿制药项目和10个的一致性评价品种，其中苯磺酸氨氯地平马来酸依那普利已申报，2018会获批，有3-4个今年做完BE备案，恩替卡韦片和甲钴胺片、枸橼酸莫沙必利片预计能完成BE试验，目前苯甲酸阿格列汀片及原料药已申报生产批件。江苏创新药有8个联合开发的创新药项目，其中与礼来合作有3个糖尿病的项目，盐酸亚格拉丁（正在进行I期临床，礼来在美国已经进行二期临床），SY-008为新靶点尚无与其具有相同靶点的同类药物上市（I期临床中），SY-009（已申报临床）。与加拿大西安大略大学合作的脓毒血症A5项目（SY-005），目前完成临床前研究，为全球1类生物新药。与加拿大合作的治疗急性脑卒中创新药（SY-007）正申报临床。

公司通过外延收获儿科品种蕙芽健脾凝胶，其为果冻凝胶剂型，健脾益胃潜力品种正高速增长；清松制药为恩替卡韦优质原料药药家，有望受益一致性评价订单上量。

● 盈利预测与估值：

按照我们测算，公司2018-2020年对应EPS分别为0.36、0.48、0.64元，对应21/16/12倍PE。考虑公司业绩成长性及新药研发投入的长期价值，给予公司2018年30倍PE，对应目标价10.9元/股，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：一致性评价进度不及预期；营销改革不达预期；行业政策风险；市场竞争加剧。

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	2558.51	2986.86	3473.82	4063.74
同比(%)	41.66%	16.74%	16.30%	16.98%
归母净利润	200.21	283.19	376.64	504.34
同比(%)	788.94%	41.45%	33.00%	33.90%
每股收益(元)	0.25	0.36	0.48	0.64
P/E	30.98	21.90	16.47	12.30
P/B	2.21	2.06	1.87	1.66
EV/EBITDA	5.56	12.64	10.04	7.71

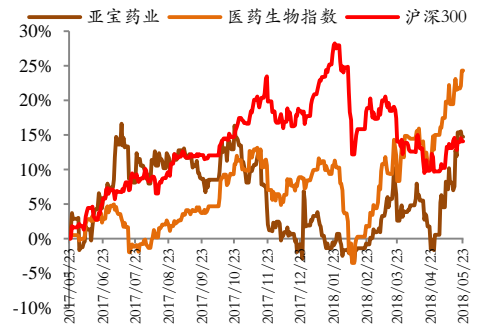
强烈推荐

现价：8.35

目标价：10.9

股价空间：30.54%

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
亚宝药业	12.69	16.30	6.64
医药生物	12.04	23.92	11.69
沪深300	3.86	-1.53	-5.73

基本资料

总市值(亿元)	61
总股本(亿股)	7.87
流通股比例	87.93%
资产负债率	35.08%
大股东	亚宝投资集团
大股东持股比例	24.77%

相关报告

广证恒生-亚宝药业(600351)-业绩点评-2017年Q1营销改革初见成效，未来业绩反转可期-2017.04.27

广证恒生-亚宝药业(600351)-公告点评-业绩基本符合预期，未来有望30%持续高增长-2016.01.15

广证恒生-亚宝药业(600351)-公告点评-丁桂儿脐贴控销拖累短期业绩，长期利好盈利能力-2016.04.01

广证恒生-亚宝药业(600351)-公告点评-氢溴酸加兰他敏FDA获批上市，树立海外制剂里程碑-2016.04.20

广证恒生-亚宝药业(600351)-公告点评-营销改革渠道限发清库存，中期业绩低于预期-2016.08.31



目录

目录	2
图表目录	3
1. 儿童药软膏剂龙头，丁桂儿品牌享誉市场	4
1.1 公司为贴膏剂龙头药企，主要产品覆盖儿童药和心血管领域	4
1.2 股权结构清晰，任武贤通过控股亚宝投资为上市公司实控人	4
1.3 2016 年营销改革后，2017 年业绩大幅反弹增长	5
1.4 聚焦“重点产品群”和“战略产品群”两大梯队，产品续航力强	7
2. 营销改革初见成效，各渠道及产品恢复性高增长	8
2.1 营销改革多重组合拳：渠道下沉、精细化管理，建立可控可视的营销系统及平台，加强与连锁药店合作、强化终端覆盖	8
2.2 公司营销改革初显成效，2017 年各渠道和产品恢复性高增长	9
3. 高毛利软膏剂营销重回正轨，核心产品再显峥嵘	10
3.1 高毛利润的软膏剂 2017 年恢复性高增长，收入规模达 8.65 亿	10
3.2 丁桂儿脐贴儿童用药依从性好，未来 3 年有望成长为 10 亿大品种	11
3.3 春播行动的医学培训卓有成效，消肿止痛贴 4 年复合增速达 91%	12
4.“研发创新+扩张并购”，内生外延齐头并进	13
4.1 持续加大研发投入，一致性评价品种和创新药齐头并进	13
4.2 外延并购马不停蹄，全力丰富战略品种	14
4.2.1 收购喜儿康获惹芽健脾凝胶，健全儿童药品种	14
4.2.2 收购清松制药获优质原料药，保驾护航公司一致性评价	14
5. 估值处于历史低位，高管团队增持彰显信心	16
5.1 公司估值处于历史低位，在 OTC 同行企业估值偏低	16
5.2 大股东及高管团队增持，彰显未来发展信心	16
6. 盈利预测与投资建议	17
7. 风险提示	18



图表目录

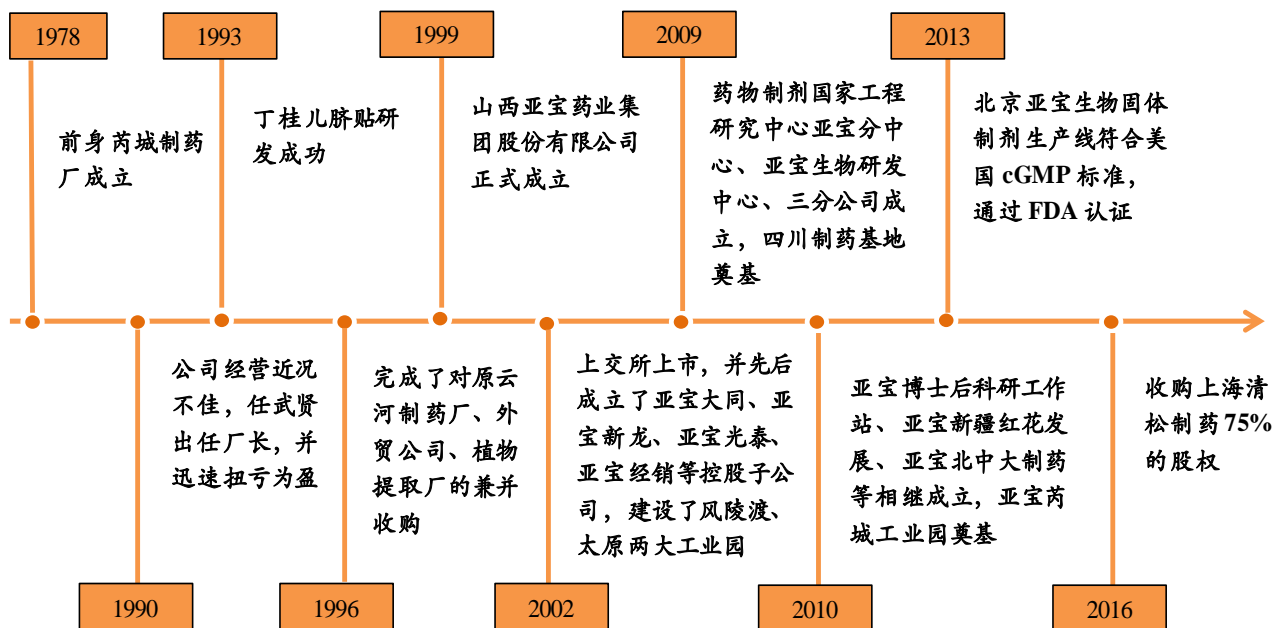
图表 1.	亚宝药业发展历程	4
图表 2.	公司各类别主要品种	4
图表 3.	亚宝药业股权结构清晰，实际控制人为任武贤	5
图表 4.	17 年营收 25.59 亿元，同比增长 41.66%	5
图表 5.	17 年净利润 2.00 亿元，同比增长 788.94%	5
图表 6.	公司营收主要来自软膏剂和片剂	6
图表 7.	软膏剂毛利率水平显著高于其他产品	6
图表 8.	近年来费用率基本稳定，销售费用率有所上升	7
图表 9.	公司核心产品及适应症和特性	7
图表 10.	营销改革多重组合拳初见成效	8
图表 11.	营销改革后 2017 年公司收入有显著回升	9
图表 12.	2017 年各主要品种产销量增长回归正轨	10
图表 13.	2017 年软膏剂（丁桂儿脐贴+消肿止痛贴）恢复性高增长	10
图表 14.	公司软膏剂毛利及增长情况	10
图表 15.	贴剂与口服制剂比较的优点	11
图表 16.	2015 年我国 ≤5 岁儿童其他感染性腹泻情况	错误!未定义书签。
图表 17.	丁桂儿脐贴营收规模未来三年有望达 10 亿	11
图表 18.	消肿止痛贴销售额增长趋势	12
图表 19.	亚宝药业两大研发平台	13
图表 20.	公司研发投入持续加大，占营收比重达 7.1%	13
图表 21.	2017 年公司主要研发项目进展	13
图表 22.	2018 年研发项目进展规划	14
图表 23.	清松制药目前拥有的药品 GMP 证书	15
图表 24.	清松制药目前所拥有的药品注册批件及临床批件	15
图表 25.	2015 年各抗乙肝类药物市场占比	15
图表 26.	亚宝药业当前 PE 处于历史低位（数据截止到 2018/5/23）	16
图表 27.	亚宝药业 PE 和 PEG 低于行业均值（数据截止到 2018/5/23）	16
图表 28.	近年来大股东认购情况	16
图表 29.	高管团队增持显信心	17
图表 30.	营业收入假设与测算（单位：亿元）	17

1. 儿童药软膏剂龙头，丁桂儿品牌享誉市场

1.1 公司为贴膏剂龙头药企，主要产品覆盖儿童药和心血管领域

亚宝药业主要生产中西药制剂、原料药等产品，已经形成了儿童用药、心血管用药的强势品牌，其中丁桂儿脐贴享誉贴膏剂市场。

图表1. 亚宝药业发展历程



资料来源：公司公告、WIND、公司官网、广证恒生

公司产品剂型主要有贴膏剂、片剂、注射剂、胶囊剂、口服剂、原料药、医药批发及其他贸易。其中，软膏剂主要有丁桂儿剂贴，消炎止痛贴，小儿腹泻贴。片剂主要产品有珍菊降压片、枸橼酸莫沙必利片、绞股蓝总苷分散片、硝苯地平缓释片和复方利血平片等产品；注射剂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。

图表2. 公司各类别主要品种

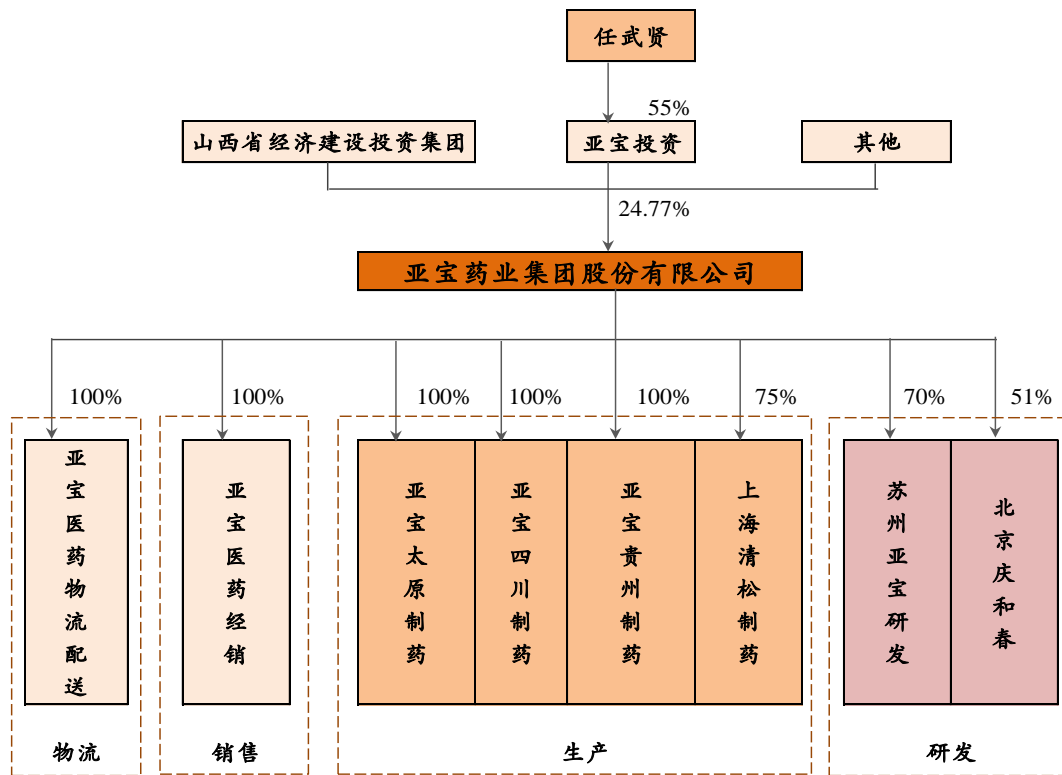
品类	主要品种
软膏剂	丁桂儿剂贴、消肿止痛贴、小儿腹泻贴
片剂	硝苯地平缓释片、珍菊降压片、枸橼酸莫沙必利片、绞股蓝总苷分散片、复方利血平片
注射剂	硫辛酸注射液、红花注射液、冠心宁注射液、香丹注射液、清开灵注射液及冻干粉针
口服液	葡萄糖酸锌、葡萄糖酸钙等
原料药	包括清松制药的恩替卡韦等
批发贸易业务	集中在山西运城县

资料来源：公司官网、广证恒生

1.2 股权结构清晰，任武贤通过控股亚宝投资为上市公司实控人

公司第一大股东为山西亚宝投资集团，其持有公司股份 24.77%，除此外不存在直接持股超过 5% 的股东，亚宝投资第一股东地位稳固。公司实际控制人为任武贤，其持有亚宝投资 55% 的股份，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。

图表3. 亚宝药业股权结构清晰，实际控制人为任武贤

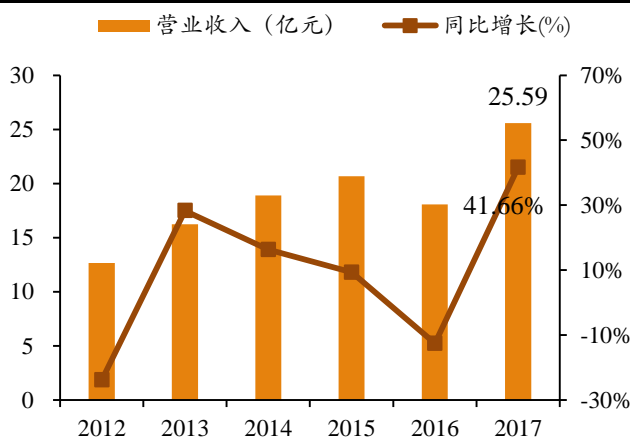


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

1.3 2016 年营销改革后，2017 年业绩大幅反弹增长

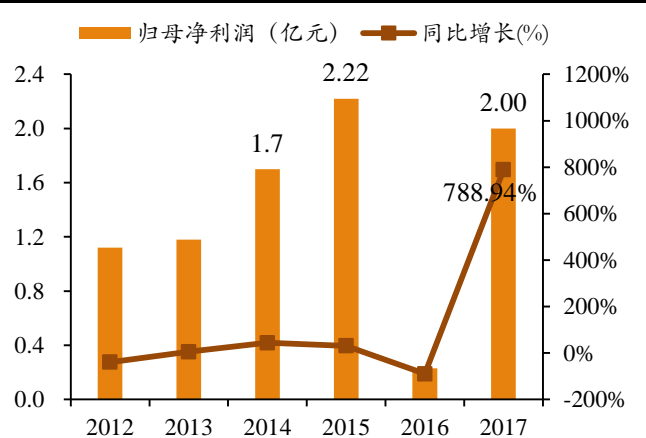
2016 年受营销渠道改革控货因素影响，公司收入及利润均下降。在渠道营销模式转型在 2017 年逐步完成，公司 2017 年实现营业收入 25.59 亿元，同比增长 41.66%；2017 年实现净利润 2.00 亿元，同比增长 788.94%，业绩大幅反转增长。

图表4. 17 年营收 25.59 亿元，同比增长 41.66%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

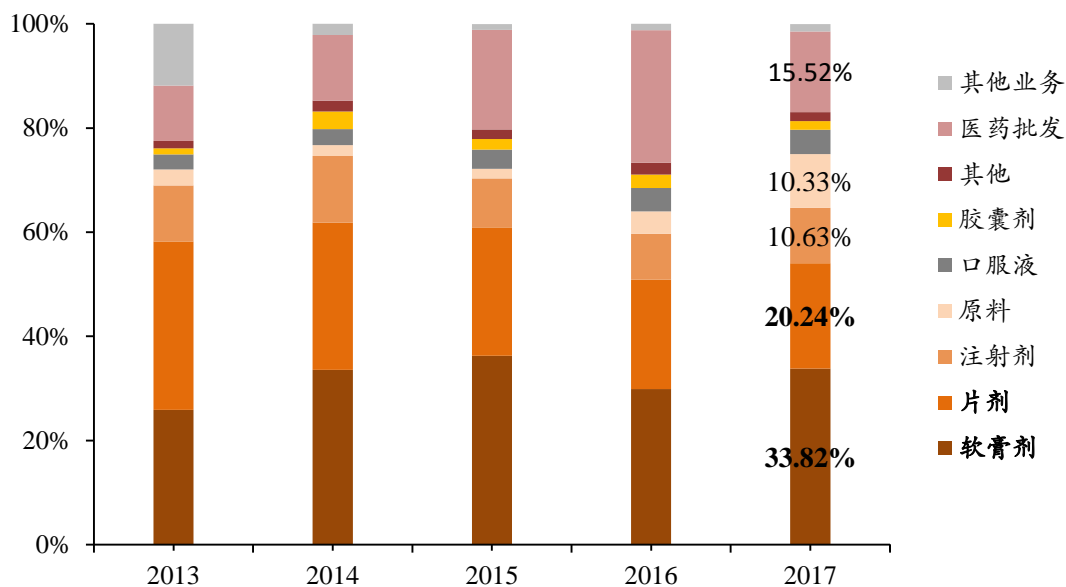
图表5. 17 年净利润 2.00 亿元，同比增长 788.94%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

收入构成分析，公司营收主要来自软膏剂和片剂，2013-2017 年软膏剂和片剂收入占比和均超 50%。2017 年软膏剂、片剂的营收占比分别为 33.82% 和 20.24%。其他注射剂和原料药各自占比营收 10% 左右，医药批发占 15.5%。

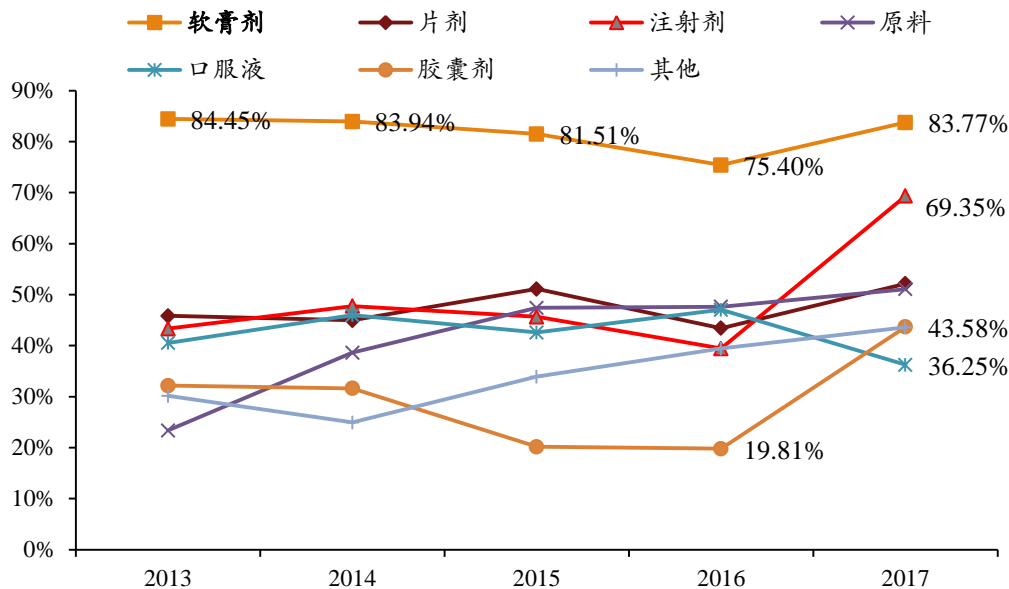
图6. 公司营收主要来自软膏剂和片剂



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

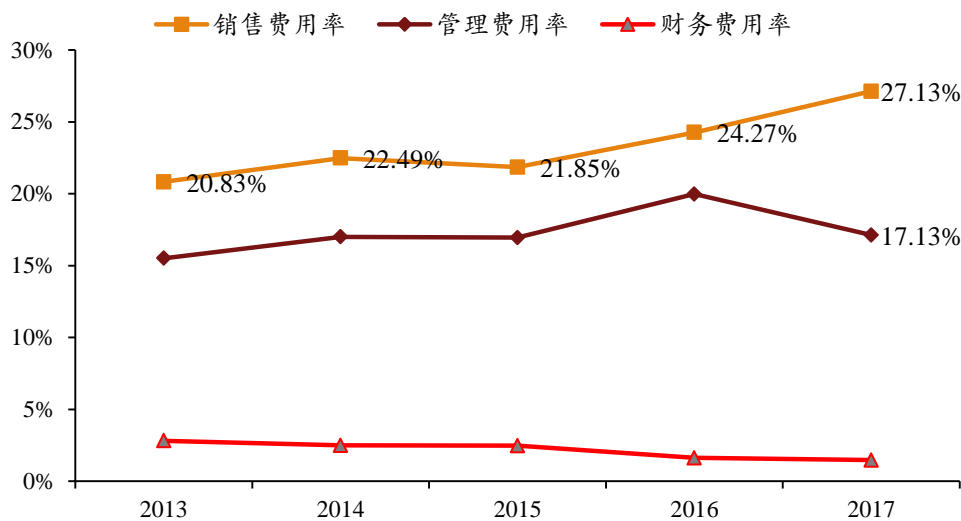
盈利能力分析，2013 到 2017 年整体毛利率保持稳定，基本维持在 60% 左右水平。其中公司软膏剂剂型的毛利率最高，为 75-85%，其他产品毛利水平则保持在 20-70% 范围。

图7. 软膏剂毛利率水平显著高于其他产品



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

期间费用分析，2013 年以来公司三费率相对保持稳定，2017 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 27.13%、17.13%、1.47%。销售费用率近年来持续提升，主要是因为公司市场推广以及销售咨询服务费增加，如公司开展第三终端基层的春播行动，培训和覆盖 2.5 万名基层医生；两票制推动医院端的业务由原有的交给代理商改革为和经销商一起教育和学术推广产品，销售费用率提升。

图表8. 近年来费用率基本稳定，销售费用率有所上升


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

1.4 聚焦“重点产品群”和“战略产品群”两大产品梯队，续航力强

公司聚焦重点核心产品及战略产品群：重点产品以中药独家品种丁桂儿脐贴、消肿止痛贴、葡萄糖酸锌口服液、葡萄糖酸钙口服液、硫辛酸注射液、珍菊降压片、硝苯地平缓释片等，均实现持续较大幅度增长；公司深度挖掘潜力战略性品种如薏芽健脾凝胶、小儿腹泻贴、儿童清咽解热口服液，五福化毒片等，有效的完善了公司公司产品梯队。

核心品种丁桂儿脐贴和消肿止痛贴，2017年营收规模分别达4.65亿、4亿；硝苯地平缓释片和复方利血平片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，毛利稳定，增长较快。注射剂均是市场竞争较充分的品种，硫辛酸注射液为重点推广产品。

图表9. 公司核心产品及适应症和特性

核心产品	细分行业	适用症/功能主治	是否处方药
丁桂儿脐贴	软膏剂	健脾温中，散寒止泻。适用于小儿泄泻，腹痛的辅助治疗。	否
消肿止痛贴	软膏剂	清热消肿，止痛。用于疖疮初起，关节肿痛的辅助治疗。	是
薏芽健脾凝胶	凝胶剂	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，腹泻便溏等。	否
珍菊降压片	片剂	降压，用于高血压症。	是
硝苯地平缓释片（I）	片剂	各种类型的高血压及心绞痛。	是
枸橼酸莫沙必利片	片剂	本品为消化道促动力剂，主要用于功能性消化不良伴有胃灼热、嗝气、恶心、呕吐、早饱、上腹胀等消化道症状者。	是
红花注射液	小量注射剂	活血化瘀。用于治疗闭塞性脑血管疾病，冠心病，脉管炎。	是
硫辛酸注射液	注射剂	糖尿病周围神经病变引起的感觉异常。	是
小儿泻止散	散剂	清热利湿，止泻。用于小儿湿热内蕴，非感染性轻度腹泻，症见泻泄水样便、恶心、呕吐、纳减、口渴、腹痛等。	是
氨来咕诺糊剂	糊剂	适用于免疫系统正常的阿弗他口腔溃疡。	是
忍冬感冒颗粒	颗粒剂	清热解毒。用于上呼吸道感染所致的发热、咽痛。	否
气血康口服液	合剂	健脾固本，滋阴润燥，生津止咳。用于神倦乏力，气短心悸，阴虚津少，口干舌燥。	否
葡萄糖酸锌口服溶液	口服溶液剂	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。	否



葡萄糖酸钙口服溶液	口服溶液剂	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。	否
曲克芦丁	原料药	无	/

资料来源：公司官网、广证恒生

2. 营销改革初见成效，各渠道及产品恢复性高增长

2.1 顺应 2016 年医药行业政策和市场环境，积极推动营销改革

2016-2017 年公司业绩波动较大，是因为主动进行了营销调整，营销渠道改革的背景是顺应《关于整治药品流通领域违法经营行为的公告》（2016 第 94 号）（以下简称 94 号文）和“两票制”、“营改增”等相关政策和市场环境。

2016 年初，为进一步整顿和规范药品流通秩序，严厉打击违法经营行为，国家食品药品监督管理总局决定对药品流通领域违法经营行为开展集中整治，发布《关于整治药品流通领域违法经营行为的公告》（2016 第 94 号）。政策规定所有药品批发企业对本企业是否存违法行为开展自查，国家食品药品监督管理总局将对各地开展集中整治工作进行检查，对企业自查整改情况进行抽查，对严重违法违规行为将进行严肃查处。

“两票制”要求药品从药厂销售到一级经销商开一次发票，经销商销售到医院再开一次发票，以“两票”替代目前常见的多票模式，减少流通环节的层层加价，其核心是通过减少中间流通环节使渠道管理相对扁平化，从而达到净化商品流通行业的目的。

“营改增”指以前缴纳营业税的应税项目改成缴纳增值税。2016 年 5 月 1 日起，中国营改增试点全面推开。“营改增”改变了市场经济交往中的价格体系，把营业税的“价内税”变成了增值税的“价外税”，形成了增值税进项和销项的抵扣关系，这将从深层次上影响到产业结构的调整及企业的内部架构。

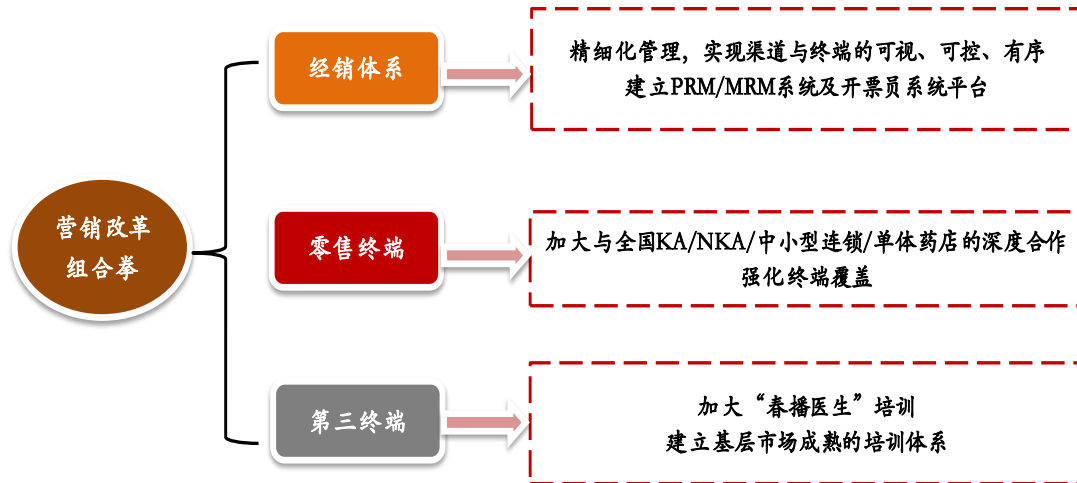
“94 号文”、“两票制”、“营改增”政策对医药行业的影响主要体现在两方面，一方面，使当前医药流通格局发生重大调整，对于以药品经销零售、临床推广、区域代理等业务为主的商业公司来说，中间多余的商业公司被压缩掉，医药商业集中度进一步提升；另一方面，也促进整体医药生产行业形成良性竞争格局，部分经营不合规，且无终端无品牌的厂家将被淘汰出局，而经营规范、自建终端的品牌厂家受益于“两票制”，强者恒强，成为市场经营主体。

2.2 营销改革多重组合拳：渠道下沉、精细化管理，建立可控可视的营销系统及平台，加强与连锁药店合作、强化终端覆盖

公司主要客户按终端分为 OTC 终端、医院终端和第三终端。公司的营销模式共分为商务分销、OTC 零售、招商代理、学术推广。商务分销和 OTC 零售主要针对 OTC 终端市场。

公司近两年来营销体系改革不断完善，销售结构趋于合理，在经销体系、零售终端、第三终端进行了系列深化的改革。

图表10. 营销改革多重组合拳初见成效



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

在经销体系方面，亚宝药业构建以商业平台为基础的终端覆盖网，建立销售数据库，实现渠道与终端的可视、可控、有序。同时建立“两大系统一大平台（PRM/MRM系统及开票员系统平台），即通过PRM（报货计划管理系统），统计客户购进与库存情况，实现一级、二级渠道库存的科学化、合理化，为制定科学合理的销售计划提供数据保障；通过MRM（自动结算系统）系统整合后勤支持体系和销售部门的资源共享，实现通路促销活动的结算与兑付效率。

在零售终端方面，加大与全国KA/NKA/中小型连锁/单体药店的深度合作，截止2017年底公司有效覆盖1000多家连锁药店及二十多万家终端；丁桂儿3贴装已和700多家中小型连锁开展合作，快速导入市场。新品薏芽健脾凝胶在试点省份实行立体化营销策略，实现铺货近1000家连锁超3万家终端药店。

在第三终端市场方面，继续加大“春播医生”培训，目前已建立基层市场成熟的培训体系。

2.3 公司营销改革初显成效，2017年各渠道和产品恢复性高增长

在营销改革前，公司拥有70余家一级经销商、300余家二级经销商、1700余家三级商业客户。重点选择开发分销渠道广（一级）、终端网络优和推广能力强的（二级）优质经销商客户，精简原有经销商数量，及时淘汰不良客户，提高客户规模效益，在2015年原有2000余家经销商中进行筛选优化，确定目标客户进行紧密合作与开发，商务分销体系营销改革后，完成50余家一级和700余家二级的布局并进行重点培育；所有经销商均实现了数据直连。

深化战略客户的长远合作，巩固发展同国控、华润、九州通等国内重点医药商业的工商战略合作伙伴关系。为了掌握公司产品流向及终端销售数据，公司推动与所有合作商基于互联网技术下的数据直连工作，到2017年末，已实现了近700家经销商数据直连工作，近20万家终端药店的产品动销数据为公司提供了可视化的终端管理支持，从而为实现终端拉动销售提供了有力的保证。

营销改革后，从终端销售情况看，OTC终端2017年实现营业收入9.33亿元，比2016年5.81亿元增长了60%，毛利增长了2.90亿，实现了终端销售的业务恢复，销售数据的可视化，使销售渠道更健康。

图表11. 营销改革后2017年公司收入有显著回升

分类	收入（万元）			毛利增长额（万元）
	2017年	2016年	增长率	
OTC终端	93308.35	58139.46	60.49%	28997.78
医院终端	30518.47	20462.43	49.14%	11101.12
第三终端	62145.53	46168.91	34.60%	16449.87
其他（原料药）	26442.70	7666.94	244.89%	9856.16
合计	212415.05	132437.74	60.39%	66404.93

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

从销售量分析，2017年丁桂儿脐贴、珍菊降压片、复方利平片的销售量同比2016年分别实现超高速增长84.39%、90.8%、132.7%。

图表12. 2017年各主要产品产销量增长回归正轨

主要产品	生产量 (万贴/片)	同比增加 (%)	销售量 (万贴/片)	同比增加 (%)
丁桂儿脐贴	12695.46	193.73	11404.75	84.39
消肿止痛贴	7453.75	17.94	7047.10	3.01
珍菊降压片	37958.17	25.61	49783.71	90.80
曲克芦丁片	111962.88	87.63	110775.60	14.81
复方利血平	136280.19	125.55	141473.92	132.71
硝苯地平缓释片	73615.01	31.04	67394.23	13.76

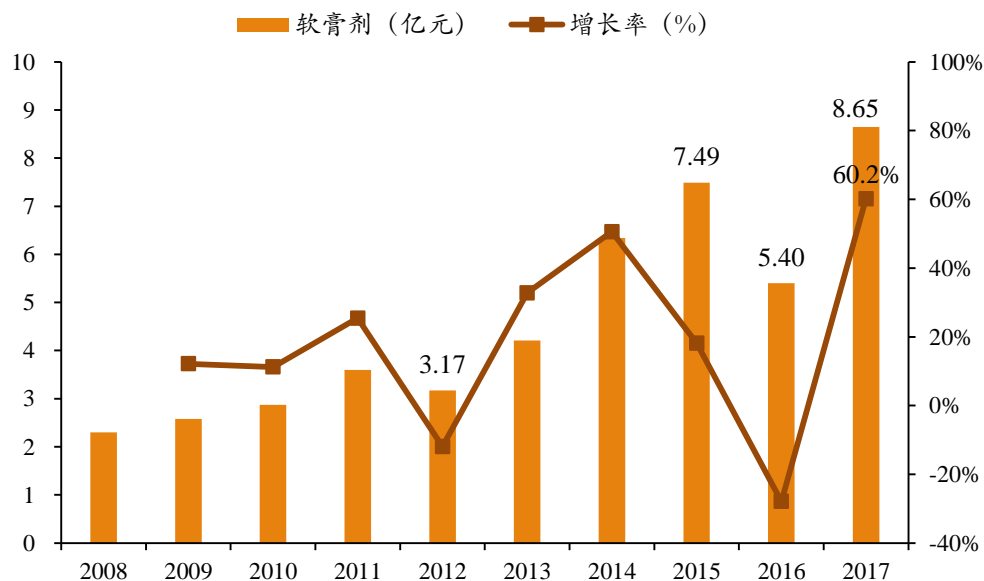
资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

3. 高毛利软膏剂营销重回正轨，核心产品再显峥嵘

3.1 高毛利率的软膏剂 2017年恢复性高增长，收入规模达 8.65 亿

丁桂儿脐贴和消肿止痛贴软膏剂从2012年稳步增长至2015年的7.49亿，3年复合增速达33%，受2016年营销改革影响，公司软膏剂2016年下滑至5.4亿元，2017年后重新回到8.65亿元，同比增长达60.2%。

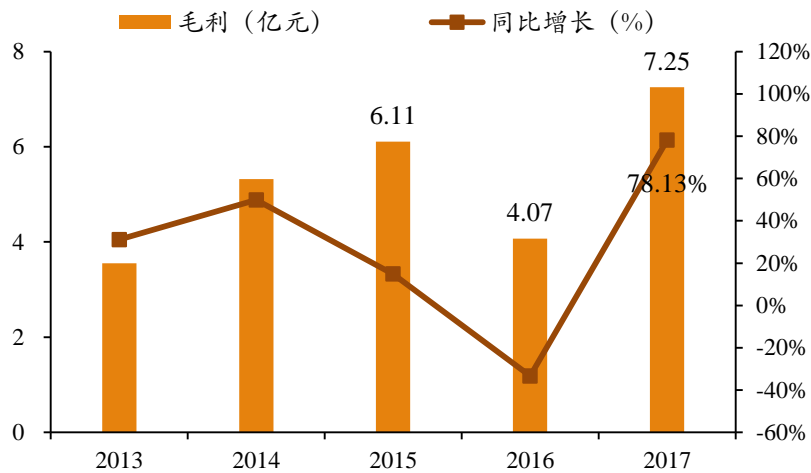
图表13. 2017年软膏剂（丁桂儿脐贴+消肿止痛贴）恢复性高增长



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

软膏剂毛利2015年为6.11亿，2016年营销调整下滑至4.07亿，2017年恢复至7.25亿，高速增长78.13%，后续有望持续为公司业绩增长保驾护航。

图表14. 公司软膏剂毛利及增长情况



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

3.2 丁桂儿脐贴儿童用药依从性好，未来3年有望成长为10亿大品种

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。

丁桂儿脐贴2018年5月份获得加拿大天然健康产品上市许可，为该产品推向国际市场带来积极影响。

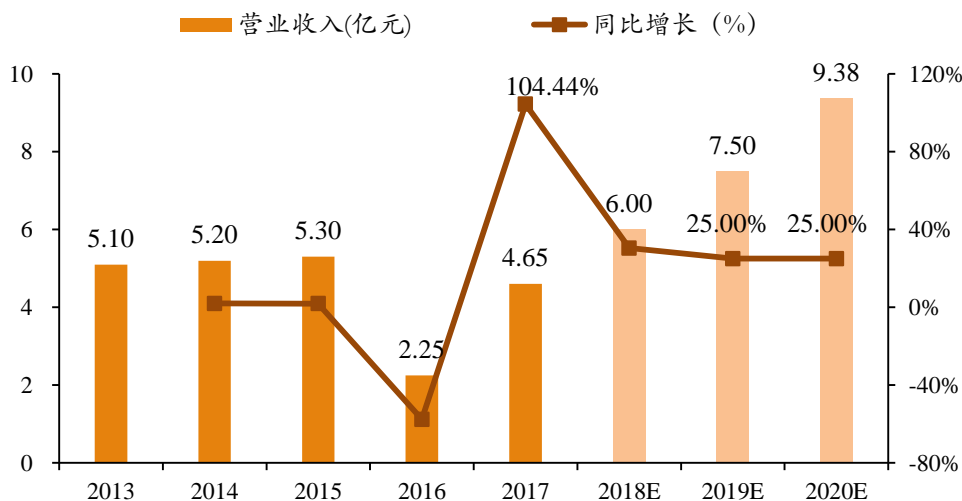
图表15. 贴剂与口服制剂比较的优点

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

丁桂儿脐贴是公司的现金牛产品，2013年销售额已突破5亿元，是腹泻领域的前三甲，丁桂儿脐贴目前在儿童腹泻贴剂领域的市占率已约50%左右。受营销改革影响，2016年销售额下降较大，2017年销售达4.65亿元，同比增长104.44%。以目前的增长速度和市场空间来看，我们预计2018营收有望达6亿元，未来3年内有望成为10亿元大品种。

图表16. 丁桂儿脐贴营收规模未来三年有望达10亿

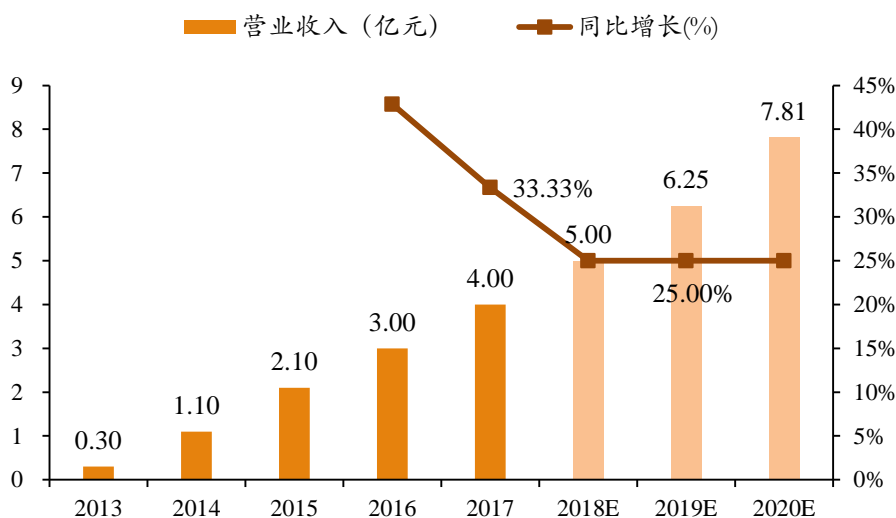


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

3.3 春播行动的医学培训卓有成效，消肿止痛贴4年复合增速达91%

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。2012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。通过透皮技术贴膏技术培训和教育乡村基层医生推广消肿止痛贴。营收从2013年的3000万增长至2017年的4亿，4年复合增速达91%。

图表17. 消肿止痛贴销售额增长趋势



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

“春播行动”是由国家中医药管理局指导、亚宝药业承办的大型公益活动，旨在通过中医药适宜技术的系统培训和专业化推广，提高基层医疗人员的中医药服务能力。

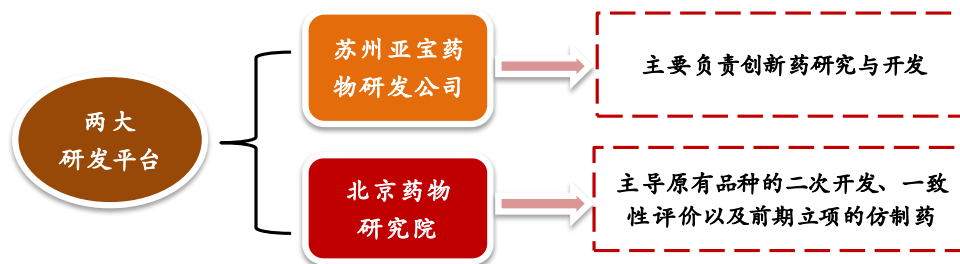
公司通过开展“春播行动”实现对乡村诊所的覆盖及对乡村医生的业务培训。培训内容主要为透皮贴剂技术渗透和经营法则各个方面，并组织专家巡诊，举办国学《弟子规》巡讲，给基层医生展示亚宝药业产品生产流程、快速降温上冻技术、技术更新换代等。亚宝药业春播行动已建立成熟系统体系。通过以消肿止痛贴为载体的中药透皮技术穴位贴敷治疗模式为切入点，真正做到了简、便、廉、验，安全性高，疗效好，在提高以消肿止痛贴为代表的系列产品进一步应用的同时，大大降低患者在就医治疗方面应用抗生素所带来的毒副作用和危害。截止2017年末，第三终端已覆盖全国33个省区，培训基层医生25000人次。

4. “研发创新+扩张并购”，内生外延双轮驱动

4.1 持续加大研发投入，一致性评价品种和创新药齐头并进

公司在北京和苏州分别设立了两个研发平台。2015年初在苏州成立了研究分院，苏州研究院是研发创新药的中心，其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%。北京研究院定位是主导原有品种的二次开发、一致性评价以及前期立项的仿制药。

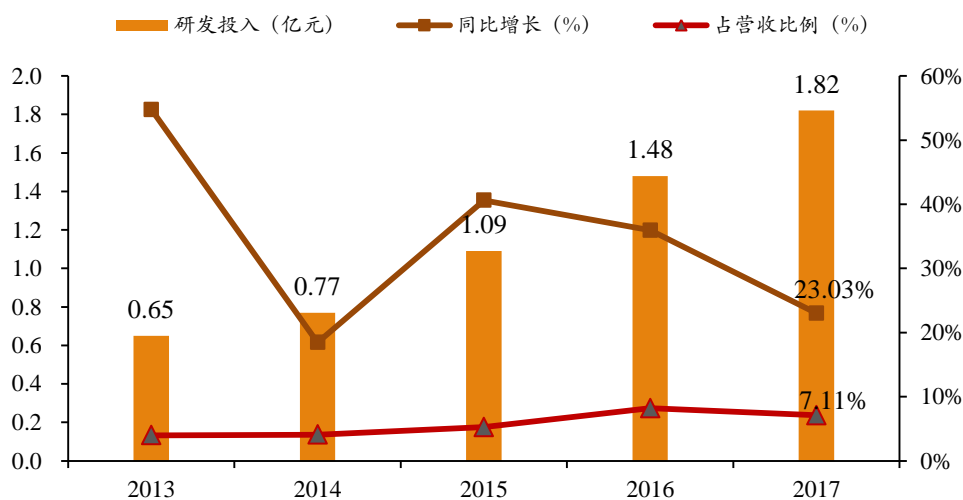
图表18. 亚宝药业两大研发平台



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

公司近五年年研发支出不断上升，研发费用每年投入率5%-7%，同比增速达20%-40%。2017年研发投入达到了1.82亿元，占总体营收7.11%。

图表19. 公司研发投入持续加大，占营收比重达7.1%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

公司创新药研发目前有8个创新药项目，其中三个来自礼来，两个来自加拿大，一个来自澳大利亚，8个项目全部是联合开发，不是单独买进。每一个项目都是对方研究人员参与到研发中。

与礼来合作的有3个糖尿病的项目，盐酸亚格拉丁（用于治疗饮食不能控制的II型糖尿病，正在进行I期临床，礼来在美国已经进行二期临床），SY-008为新靶点尚无与其具有相同靶点的同类药物上市（I期临床中），SY-009（已申报临床）。与加拿大西安大略大学脓毒症血症A5项目（SY-005），目前完成临床前研究，为全球1类生物新药，目前全球脓毒症领域基本没有有效药。与加拿大合作的治疗急性脑卒中创新药（SY-007）正申报临床。

图表20. 2017年公司主要研发项目进展

研发项目	适应症	所处阶段	进展情况	累计投入 (万元)	已申报厂家	已批准国产仿制厂家数量



盐酸亚格拉汀	糖尿病	I 期临床	I 期临床	1303.70	0	0
SY-007	急性脑卒中	申报临床	申报临床	1646.61	0	0
SY-008	糖尿病	I 期临床	I 期临床	1643.10	0	0
SY-009	糖尿病	申报临床	申报临床	1799.95	0	0
SY-005	脓毒症	临床前研究	完成临床前研究	2653.10	0	0
卡巴拉汀贴剂	阿尔茨海默型痴呆	临床前研究	进行小试研究	693.19	1	1
帕博西尼胶囊	乳腺癌	临床前研究	进行小试研究	67.94	10	0
恩替卡韦片	慢性成人乙型肝炎	临床前研究	进行小试研究	143.36	27	1

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

仿制药方面，公司的核心重点在于推动一致性评价，公司有 10 个产品在做一致性评价工，目前苯磺酸氨氯地平片和马来酸依那普利片 2 项已经申报，2018 年预计可通过一致性评价。2018 年公司的恩替卡韦片和甲钴胺片、枸橼酸莫沙必利片预计能完成 BE 试验，目前苯甲酸阿格列汀片及原料药已申报生产批件。

图表 21. 2018 年研发项目进展规划

药品名称	注册分类	2018 年计划进展情况
盐酸亚格拉汀	化学药品 1 类	完成 Ib 期临床
SY-008	化学药品 1 类	完成 Ia 期临床
SY-005	生物制品 1 类	获得临床批件
SY-007	化学药品 1 类	获得临床批件
SY-009	化学药品 1 类	获得临床批件
马来酸依那普利片	化学药品	通过一致性评价
苯磺酸氨氯地平片	化学药品	通过一致性评价
卡巴拉汀贴剂	化学药品 3 类	完成小试研究
恩替卡韦片	化学药品 3 类	完成临床前研究，开展 BE 试验
枸橼酸莫沙必利片	原化学药品 2 类	完成 BE 试验
甲钴胺片	原化学药品 4 类	开展 BE 试验

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

4.2 外延并购马不停蹄，全力丰富战略品种

4.2.1 收购喜儿康获蕙芽健脾凝胶，健全儿童药品种

公司外延并购积极，重点发展儿科领域，积极寻求儿童药标的。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。其为果冻凝胶剂型，健脾益胃，化湿消滞，适用于小儿厌食症所见面色萎黄，消瘦神疲，纳差腹胀。

蕙芽健脾凝胶作为重点培育的潜力品种，新品上市之初，公司采取“广告+店员激励+POP+样品试吃+店员培训”组合式营销策略，与连锁联盟密切合作，积极推动完成连锁药店覆盖和落地执行工作，实现铺货近 1000 家连锁，超 3 万家终端药店。目前在 OTC 市场试销较为顺利，2017 年销售额达 3000 多万元。未来还将进一步调整口味，配备专门的营销团队占据更大市场，有望达 5 亿元规模。

2017 年初医保目录调整，亚宝药业儿童药清咽解热口服液纳入国家医保目录，有望受益儿童药政策春风放量高速增长。

4.2.2 收购清松制药，获抗乙肝大品种优质原料药，受益一致性评价政策放量

2016 年公司以 6.1 亿元收购清松制药 75% 股权，成为清松制药控股股东。清松制药成立以来持续开展药物制剂、药物原料、药物中间体、化学合成工艺等方面的研发工作，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。积极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，并顺利进行放大生产。过去 10 年间清松制药形成了 CMO、中间体及原料药三大主营业务。

图表22. 清松制药目前拥有的药品 GMP 证书

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

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

清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，并获得拉米夫定片产品的临床批文，清松制药于 2016 年 5 月份新申请“一种对胍基苯甲酸盐酸盐的合成方法”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。

图表23. 清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

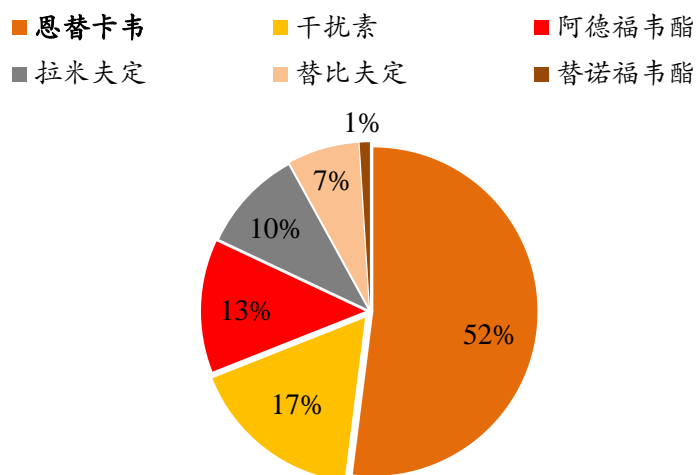
资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

清松制药的主力产品恩替卡韦（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。

恩替卡韦在乙肝类药物市场份额遥遥领先。根据 IMS 数据，2015 年恩替卡韦销售额约占抗乙肝药物市场的 52%，其次是干扰素类药物，占比约 17%，而拉米夫定和阿德福韦酯用药占比和在 23% 左右。2015 年全球销售约 30 亿美元，国内销售约 70 亿元，预计未来几年我国市场规模可以达到 100~120 亿元。

2017 年清松制药的产能已经由 10 公斤扩产到 100 公斤，其作为恩替卡韦原料药的优质供应商（纯度达到原研的水平），受益下游制剂企业一致性评价采购优质原料药，和环保趋严等因素有望实现业绩放量。

图表24. 2015 年各抗乙肝类药物市场占比



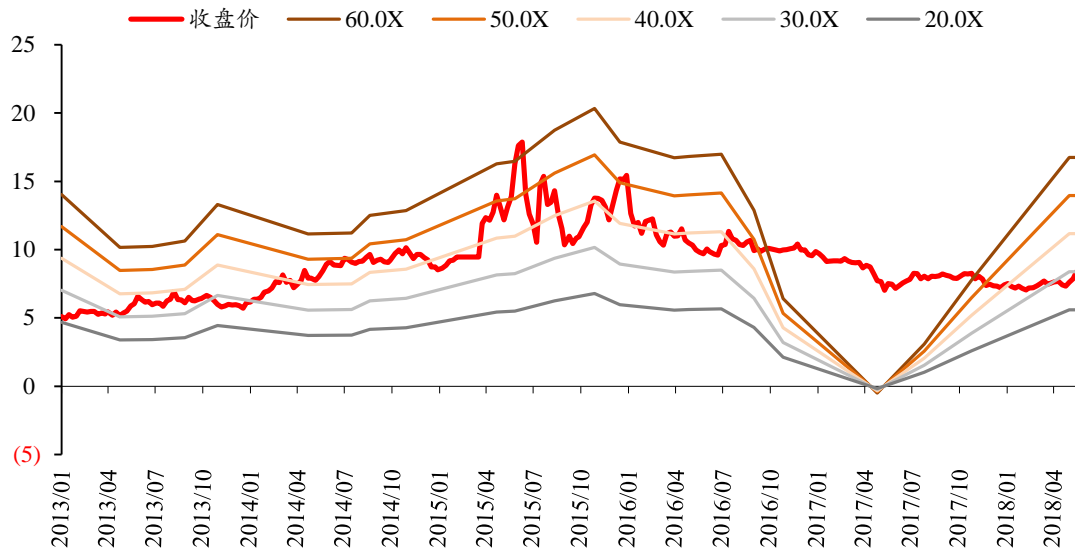
资料来源：中国产业信息网、广证恒生

5. 估值处于历史低位，高管团队增持彰显信心

5.1 公司估值处于历史低位，在 OTC 同行企业估值偏低

自 2013 年以来，亚宝药业 PE (ttm) 在 20-60 的区间震荡（数据截止到 2018/5/23），其中 2016 年因渠道调整业绩大幅下滑，估值拉高（2016 年年报出来时间点估值最高），经过 2017-2018 年上半年的恢复，公司目前 PE(ttm) 仅为 29.92，处于公司历史估值相对底部，性价比凸显。

图表25. 亚宝药业当前 PE(ttm) 处于历史低位（数据截止到 2018/5/23）



资料来源：WIND、广证恒生

参照 A 股类似企业估值情况，亚宝药业 2018-2019 年 PE 为 23 倍、18 倍，PEG 分别为 0.55、0.55，PE 和 PEG 均低于行业平均值（2018-2019 行业平均 PE 分别为 24 倍、19 倍，PEG 分别为 0.79、0.76），且考虑亚宝持续的研发投入，为公司产品升级和续航储备能力，目前价位价值凸显。

图表26. 亚宝药业 PE 和 PEG 低于行业均值（数据截止到 2018/5/23）

证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率PE		PEG	
			18E	19E	18E	19E
仁和药业	82.60	82.60	16.67	13.15	0.55	0.49
羚锐制药	60.71	60.71	21.88	17.11	0.79	0.62
亚宝药业	65.72	65.72	23.12	17.55	0.55	0.55
葵花药业	142.20	142.20	26.48	21.09	0.99	0.83
以岭药业	207.35	207.35	29.93	25.11	1.07	1.30
平均	111.72	111.72	23.62	18.80	0.79	0.76

资料来源：WIND、广证恒生

5.2 大股东及高管团队增持，彰显团队发展信心

近年来大股东及高管团队屡次增持公司股份。2012 年 9 月大股东认购新增发股份 4205 万股，占 71.21%。2015 年大股东认购新增发股份 4500 万股，占 48.39%。

图表27. 近年来大股东认购情况

时间	增发股本	增发价	增发金额	大股东认购/占比	限售期
----	------	-----	------	----------	-----



2012年9月	5905万股	6.11元/股	3.6亿	4205万股/71.21%	三年
2015年12月	9300万股	8.2元/股	7.78亿	4500万股/48.39%	三年

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

自2017年以来，高管团队在二级市场屡次增持合计约115万股，参考市值合计约858万元。

图表28. 高管团队增持显信心

时间	股东名称	股东类型	方向	数量(万股)	参考市值(万元)
2017/6/2	汤柯	营销常务副总	增持	3	21.6
2017/6/2	左哲峰	财务总监	增持	2	14.36
2017/5/26	许振江	监事会主席，监事	增持	4	30.2
2017/5/24	王刚	董事会秘书	增持	2	14.54
2017/5/24	任蓬勃	并购副总经理	增持	3.5	25.69
2017/5/19	任伟	副总经理	增持	100	748
2017/4/28	宁会强	监事会主席，监事	增持	0.45	3.47

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

我们认为，公司大股东及高管团队持续增持公司股份，彰显了公司未来发展信心，持续看好公司长期发展。

6. 盈利预测与投资建议

根据对亚宝药业各项业务的分析，我们对公司盈利预测的核心假设如下：

- 1) **软膏剂**：我们预计2018-2020年软膏剂对应同比收入增速约27.17%、25.00%、25.00%，毛利率水平基本维持在81%左右；
- 2) **片剂**：我们预计2018-2020年片剂每年营收同比增速约10.00%；毛利率保持约47-49%；
- 3) **注射剂**：我们预计2018-2020年注射剂每年营收同比增速约15.00%；毛利率保持在50%左右；
- 4) **口服液**：受益于葡萄糖酸锌和葡萄糖酸钙放量较快，预计2018-2020年同比增速30.00%、25.00%、25.00%，毛利率约42%左右；
- 5) **原料药**：2018-2020年对应每年营收同比增速约10.00%左右；毛利率维持在50%；
- 6) **胶囊剂**：我们预计2018-2020年胶囊剂对应营收为0.44亿元、0.46亿元、0.49亿元，毛利率水平基本维持在28-30%左右；
- 7) **批发业务**：2018-2020年对应每年营收同比增速约5.00%左右；毛利率维持在10%左右。

图表29. 营业收入假设与测算（单位：亿元）

类别		2017A	2018E	2019E	2020E
软膏剂	收入	8.65	11.00	13.75	17.19
	同比增长	60.19%	27.17%	25.00%	25.00%
	毛利率(%)	83.77%	81.81%	81.29%	80.76%
片剂	收入	5.18	5.70	6.27	6.89
	同比增长	36.32%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率(%)	52.15%	47.50%	47.83%	48.40%
注射剂	收入	2.72	3.13	3.60	4.14
	同比增长	71.07%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率(%)	69.35%	49.11%	50.26%	50.76%
口服液	收入	1.19	1.55	1.93	2.42
	同比增长	46.91%	30.00%	25.00%	25.00%
	毛利率(%)	36.25%	42.48%	42.86%	42.24%
原料药	收入	2.64	2.90	3.19	3.51
	同比增长	242.86%	10.00%	10.00%	10.00%

	毛利率 (%)	51.09%	50.00%	50.00%	50.00%
胶囊剂	收入	0.42	0.44	0.46	0.49
	同比增长	-10.64%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 (%)	43.69%	29.49%	28.96%	28.42%
其他	收入	0.44	0.60	0.75	0.98
	同比增长	7.32%	36.36%	25.00%	30.67%
	毛利率 (%)	43.58%	34.41%	35.26%	37.32%
批发业务	收入	3.97	4.17	4.38	4.60
	同比增长	-13.70%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 (%)	10.48%	9.73%	10.38%	10.70%
其他贸易业务	收入	0.37	0.38	0.41	0.43
	同比增长	68.18%	3.65%	6.10%	5.23%
	毛利率 (%)	5.41%	5.46%	5.18%	5.73%
合计	收入	25.59	29.87	34.74	40.64
	同比增长	41.66%	16.73%	16.30%	16.98%
	毛利率 (%)	56.39%	53.81%	55.39%	56.82%

资料来源：WIND、公司公告、广证恒生测算

按照我们的测算，公司 2018-2020 年对应 EPS 分别为 0.36、0.48、0.64 元，对应 21 倍、16 倍、12 倍 PE。考虑公司业绩成长性及新药研发投入的长期价值，给予公司 2018 年 30 倍 PE，对应目标价 10.9 元/股，维持“强烈推荐”评级。

7. 风险提示

一致性评价进度不及预期；营销改革不达预期；行业政策风险；市场竞争加剧。



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1798.10	2423.82	2842.84	3455.15	营业收入	2558.51	2986.86	3473.82	4063.74
现金	408.30	965.08	1125.35	1426.61	营业成本	1115.86	1379.60	1549.51	1754.86
应收账款	509.74	437.96	533.34	655.87	营业税金及附加	39.23	34.13	42.20	52.07
其它应收款	36.93	50.16	45.63	57.24	营业费用	694.22	746.71	868.45	1001.81
预付账款	35.24	72.82	78.03	86.88	管理费用	438.40	507.77	590.55	690.84
存货	508.64	549.39	647.52	749.54	财务费用	37.64	27.60	21.55	18.55
其他	299.26	348.41	412.97	479.01	资产减值损失	18.53	5.98	5.70	6.55
非流动资产	2570.48	2299.17	2282.32	2239.40	公允价值变动收益	0.00	-0.02	0.04	-0.02
长期投资	0.00	3.80	0.76	0.91	投资净收益	0.68	4.83	4.19	4.58
固定资产	1789.64	1801.17	1724.97	1619.67	营业利润	228.43	289.89	400.07	543.64
无形资产	192.55	220.89	250.74	289.72	营业外收入	5.72	39.54	37.69	41.39
其他	588.29	273.31	305.85	329.09	营业外支出	9.46	8.72	8.60	7.77
资产总计	4368.58	4722.98	5125.16	5694.54	利润总额	224.68	320.71	429.16	577.25
流动负债	1335.78	1465.75	1569.52	1689.80	所得税	24.86	33.34	42.40	53.28
短期借款	830.00	806.00	799.20	827.04	净利润	199.82	287.37	386.76	523.97
应付账款	182.56	263.26	291.85	317.59	少数股东损益	-0.39	4.18	10.12	19.63
其他	323.22	396.49	478.47	545.17	归属母公司净利润	200.21	283.19	376.64	504.34
非流动负债	118.36	134.14	118.20	120.77	EBITDA	432.55	493.93	604.56	754.36
长期借款	20.02	20.06	20.09	20.11	EPS（摊薄）	0.25	0.36	0.48	0.64
其他	98.34	114.08	98.11	100.66					
负债合计	1454.14	1599.88	1687.71	1810.57	主要财务比率				
少数股东权益	105.66	109.84	119.96	139.59	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	787.04	787.04	787.04	787.04	成长能力				
资本公积	1078.06	1078.06	1078.06	1078.06	营业收入增长率	41.66%	16.74%	16.30%	16.98%
留存收益	943.67	1148.16	1452.39	1879.28	营业利润增长率	478.09%	26.90%	38.01%	35.88%
归属母公司股东权益	2808.77	3013.26	3317.49	3744.38	归属于母公司净利润增长率	788.94%	41.45%	33.00%	33.90%
负债和股东权益	4368.58	4722.98	5125.16	5694.54	获利能力				
					毛利率	56.39%	53.81%	55.39%	56.82%
					净利率	7.81%	9.62%	11.13%	12.89%
					ROE	7.09%	9.38%	11.48%	13.78%
					ROIC	6.14%	7.97%	9.69%	11.64%
					偿债能力				
					资产负债率	33.29%	33.87%	32.93%	31.79%
					净负债比率	60.32%	54.07%	50.37%	48.61%
					流动比率	134.61%	165.36%	181.13%	204.47%
					速动比率	96.53%	127.88%	139.87%	160.11%
					营运能力				
					总资产周转率	59.68%	65.71%	70.55%	75.12%
					应收账款周转率	590.58%	630.34%	715.29%	683.43%
					应付账款周转率	633.55%	618.90%	558.27%	575.90%
					每股指标（元）				
					每股收益（最新摊薄）	25.44%	35.98%	47.85%	64.08%
					每股经营现金流（最新摊薄）	20.55%	69.86%	50.50%	60.65%
					每股净资产（最新摊薄）	356.88%	382.86%	421.51%	475.75%
					估值比率				
					P/E	30.98	21.90	16.47	12.30
					P/B	2.21	2.06	1.87	1.66
					EV/EBITDA	5.56	12.64	10.04	7.71

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

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4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。