

益佰制药 (600594) 点评：益佰艾康肿瘤医生集团落地，肿瘤医疗生态圈逐渐明晰

核心观点：

一、事件

益佰制药近日发布公告，公司与璞轶医疗、智联众和共同设立控股子公司“益佰艾康肿瘤医生集团”，该子公司已经完成工商登记注册手续。

璞轶医疗：该公司是益佰艾康肿瘤医生集团的肿瘤专家持股平台，目前实际的持股专家名单待定。

智联众和：该公司是益佰艾康肿瘤医生集团的核心管理团队的持股平台，目前实际的持股团队名单待定。

二、我们的观点

1、医生集团靴子落地，肿瘤医疗生态圈架构逐渐明晰。

公司于2015年6月提出转型医疗服务以来，重新制定了公司未来的发展战略，形成了以制药业为根基，以肿瘤医疗生态圈为重点发展方向布局的双轨模式。

医生集团是公司转型医疗服务业务中最关键的一环，将为未来公司的医疗平台提供关键的医生资源和技术支撑，并向公司未来在各省建立省级医生集团提供资金和技术的支持。益佰艾康肿瘤医生集团医疗有限公司的建立，标志着公司医疗服务转型中最关键一块业务的落地，为公司的转型战略打下坚实的基础。

益佰制药 (600594)

推荐 维持

分析师

☎：李平祝
✉：lipingzhu@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢
全铭

☎：(8610) 66568837
✉：quanming@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息

市场数据

时 间
2016.5.12

A股收盘价(元)	15.83
A股一年内最高价(元)	75.35
A股一年内最低价(元)	12.42
上证指数	2837.04
市净率	3.40
总股本(亿股)	7.92
实际流通A股(亿股)	7.82
流通A股市值(亿元)	123

相关研究

表：益佰转型医疗服务的重要事件

时间	公告	战略意图
2015年7月11日	与中钰资本设立30亿肿瘤医疗产业并购基金	投资与益佰战略发展规划相关的肿瘤医院，被投标的项目可以由益佰有限收购，为公司提供优质项目的选择和储备
2015年9月8日	在广州中医药大学金沙洲医院设立肿瘤中心	完成益佰制药在华南地区搭建肿瘤治疗连锁平台的关键布局，为后期扩张打下基础
2015年10月10日	成立贵州百洋益佰肿瘤易复诊大数据有限公司	以此平台同全国的肿瘤医师建立密切的合作关系，探索为患者提供问诊、开方、取药的线上服务新模式
2015年10月15日	设立上海益佰肿瘤医疗投资管理有限公司	拓展多种合作方式进入医疗服务行业，承诺每年并购不低于3个医院
2016年1月15日	收购淮南朝阳医院管理有限公司32.5%股权并增资扩股至53%股权	肿瘤连锁医院第一单实质性落地
2016年5月11日	益佰艾康肿瘤医生集团医疗有限公司的成立	公司医疗服务转型中最关键一块业务的落地

资料来源：银河证券研究部

2、看好公司布局的以医生集团为核心的肿瘤医疗生态圈。

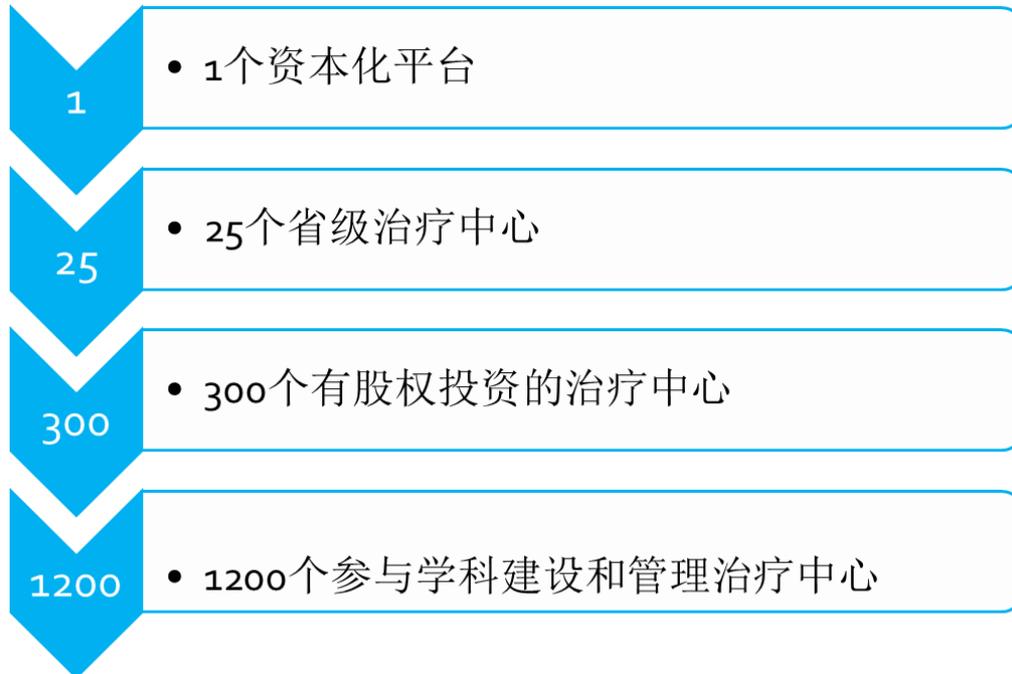
根据公司年报对2016年的展望：“预计2016年实现营业收入37.60亿元。其中：医药工业板块确保不低于行业平均增速，计划实现营业收入31.60亿元；医疗服务板块以公司现有医疗服务规模，预计实现营业收入6亿元。”

我们认为，随着医改进入深水区，医疗集团的资本化已是大势所趋。益佰构建的肿瘤治疗生态圈，以三级架构的医生集团为抓手，让医生参与管理和投资，解决了民营资本参与医院投资的难点。

公司设计的医生集团按照母公司：肿瘤医生：销售人员=51%：25%：24%设置股权结构。医生实现从手工者向投资者的转变。医生在不影响劳动收益的情况下，共同来分享管理收益和投资收益。

目前，安徽省肿瘤医生集团已经成立，已经在安徽省内收购1家三级乙等医院，签约11家无股权关系的肿瘤治疗中心和8家有股权合作的肿瘤治疗中心。后续将落地黑龙江、四川等省份。

图1：公司肿瘤医疗服务落地计划



资料来源：银河证券研究部

三、投资建议

肿瘤医疗市场空间大，政策春风频吹，已进入快速发展的阶段。肿瘤治疗周期长、医生和患者黏性大、ARPU 值高，适合做成重度垂直的生态圈。公司借助 20 年深耕肿瘤行业的资源禀赋，打造一套完整的固定“硬件”（肿瘤医院）+流动“软件”（肿瘤医生）的全国连锁平台。公司已经设计了具有股权变现、具有学术支持的肿瘤医生集团。公司将陆续收购了多家肿瘤医院和肿瘤治疗中心。我们看好公司肿瘤治疗平台未来的渠道优势，未来可以作为肿瘤药物销售平台、肿瘤基因测序的大数据来源等等。我们预计公司 16-17 年净利润为 4.9 亿、6.0 亿，对应 EPS 为 0.61、0.76 元，对应 PE 为 28 倍、22 倍。维持“推荐”评级。

四、主要风险因素

项目建设低于预期；

附表 1：公司财务报表（百万元）

利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E		2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	2784.90	3157.08	3302.52	3625.02	4387.05	毛利率	82.16%	81.90%	80.85%	80.85%	80.85%
营业成本	496.83	571.32	632.28	694.03	839.92	三费/销售收入	62.33%	63.90%	72.97%	65.28%	65.19%
营业税金及附加	43.55	53.82	55.32	60.73	73.49	EBIT/销售收入	19.25%	18.53%	8.28%	14.80%	14.33%
营业费用	1528.08	1747.37	2044.68	2011.89	2447.97	EBITDA/销售收入	21.23%	21.43%	11.32%	15.43%	14.85%
管理费用	171.28	230.38	312.38	315.38	390.45	销售净利率	15.48%	15.24%	5.81%	13.90%	13.99%

财务费用	36.39	39.50	52.80	39.04	21.67	ROE	22.31%	13.95%	5.30%	12.33%	13.18%
资产减值损失	22.63	18.07	7.58	0.00	0.00	ROA	17.46%	11.05%	5.01%	9.97%	10.67%
投资收益	6.87	27.52	-2.93	0.00	0.00	ROIC	24.82%	20.88%	6.11%	14.39%	13.70%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	23.63%	13.36%	4.61%	9.77%	21.02%
营业利润	492.99	524.13	194.54	503.96	613.55	EBIT 增长率	26.98%	9.16%	-53.24%	96.08%	17.19%
其他非经营损益	22.50	32.39	32.79	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.77%	14.41%	-44.71%	49.59%	16.48%
利润总额	515.49	556.53	227.33	503.96	613.55	净利润增长率	27.23%	11.65%	-60.10%	162.49%	21.75%
所得税	84.48	75.32	35.34	0.00	0.00	总资产增长率	39.19%	72.54%	3.15%	-1.47%	9.44%
净利润	431.01	481.20	191.99	503.96	613.55	股东权益增长率	25.02%	78.30%	4.14%	12.87%	13.88%
少数股东损益	1.86	2.76	2.61	6.86	8.35	营运资本增长率	-15.47%	-42.99%	24.68%	119.59%	-15.22%
归属母公司股东净利润	429.15	478.44	189.38	497.10	605.20	资产负债率	37.05%	35.03%	34.38%	24.73%	21.58%
资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	投资资本/总资产	74.58%	63.50%	68.21%	85.23%	73.29%
货币资金	28.35	864.39	938.25	36.25	591.10	带息债务/总负债	31.43%	40.99%	56.04%	40.71%	19.74%
应收和预付款项	1563.29	1301.38	1321.95	2000.59	2020.40	流动比率	1.65	1.57	1.52	2.24	2.89
存货	194.51	351.94	208.27	374.11	330.69	速动比率	1.47	1.35	1.39	1.89	2.56
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	12.60%	9.93%	0.00%	7.51%	7.51%
长期股权投资	56.22	11.36	0.00	0.00	0.00	收益留存率	87.40%	90.07%	100.00%	92.49%	92.49%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.91	0.60	0.60	0.67	0.74
固定资产和在建工程	491.75	726.13	990.02	981.59	973.16	固定资产周转率	6.14	5.56	3.65	3.69	4.51
无形资产和开发支出	684.57	1992.75	1970.95	1969.24	1967.53	应收账款周转率	2.64	3.46	3.60	2.72	3.16
其他非流动资产	51.33	49.01	34.47	21.60	8.73	存货周转率	2.55	1.62	3.04	1.86	2.54
资产总计	3070.03	5296.97	5463.91	5383.39	5891.62	业绩和估值指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
短期借款	336.52	509.52	801.55	290.98	0.00	EBIT	536.00	585.11	273.59	536.46	628.67
应付和预收款项	700.40	1091.80	693.48	656.91	888.03	EBITDA	591.23	676.42	373.99	559.47	651.68
长期借款	21.00	251.00	251.00	251.00	251.00	NOPLAT	429.32	477.96	205.46	536.46	628.67
其他负债	79.65	3.00	132.33	132.33	132.33	净利润	429.15	478.44	189.38	497.10	605.20
负债合计	1137.57	1855.32	1878.36	1331.22	1271.36	EPS	0.542	0.604	0.239	0.628	0.764
股本	360.63	395.96	791.93	791.93	791.93	BPS	2.429	4.332	4.511	5.091	5.798
资本公积	124.20	1164.35	768.39	768.39	768.39	PE	31.20	27.99	70.71	26.94	22.13
留存收益	1439.00	1869.94	2011.80	2471.56	3031.30	PEG	6.21	3.43	N/A	N/A	N/A
归属母公司股东权益	1923.82	3430.25	3572.12	4031.88	4591.62	PB	6.96	3.90	3.75	3.32	2.92
少数股东权益	8.63	11.40	13.43	20.29	28.64	PS	4.81	4.24	4.05	3.69	3.05
股东权益合计	1932.46	3441.65	3585.54	4052.17	4620.26	PCF	22.58	24.24	23.08	-41.64	14.77
负债和股东权益合计	3070.03	5296.97	5463.91	5383.39	5891.62	EV/EBIT	12.06	11.33	49.51	26.00	20.87
现金流量表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	EV/EBITDA	10.93	9.80	36.22	24.93	20.13
经营性现金净流量	593.13	552.50	580.22	-321.59	906.42	EV/NOPLAT	15.06	13.87	65.93	26.00	20.87
投资性现金净流量	-734.14	-787.93	-935.12	0.00	0.00	EV/IC	2.82	1.97	3.63	3.04	3.04
筹资性现金净流量	13.43	1188.05	322.20	-580.41	-351.57	ROIC-WACC	24.82%	20.88%	6.11%	12.86%	13.05%
现金流量净额	-127.58	952.63	-32.69	-902.00	554.85	股息率	0.004	0.004	0.000	0.003	0.003

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn