

医药生物

2017年02月24日

益佰制药 (600594)

——“聚焦大肿瘤”：发力核心药品，拓建肿瘤医疗，做大肿瘤治疗生态圈

报告原因：首次覆盖

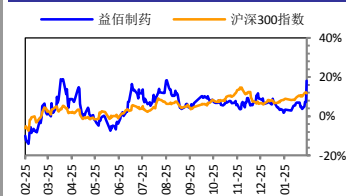
增持 (首次评级)

市场数据:	2017年02月23日
收盘价(元)	18.47
一年内最高/最低(元)	19.05/13.71
市净率	3.8
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	14627
上证指数/深证成指	3251.38/10432.64

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2016年09月30日
每股净资产(元)	4.86
资产负债率%	36.49
总股本/流通A股(百万)	792/792
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《G 益佰 (600594) 2006 年中报点评》
2006/08/30《G 益佰 (600594) 2006 年中报点评》
2006/08/30

证券分析师

杜舟 A0230514080008
duzhou@swsresearch.com

研究支持

熊超逸 A0230117010002
xiongcy@swsresearch.com

联系人

熊超逸
(8621)23297818 × 转
xiongcy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- “聚焦大肿瘤”，从肿瘤药到肿瘤治疗生态圈。公司传统业务以药品为主，涵盖肿瘤（占比 55%）、心脑血管（12%）、妇科、肌肉骨骼及呼吸系统等领域。中国的肿瘤疾病市场空间巨大，2015 年抗肿瘤药物市场规模约为 970 亿元，肿瘤医疗服务市场规模约为 3200 亿元；公司拥有丰富的肿瘤药物产品线、研发销售经验、以及肿瘤医生医院资源，立足于此，公司大手笔进行肿瘤产业链拓展，着力打造基于肿瘤核心药品+肿瘤医疗集团的肿瘤生态圈，成立 A 股第一家大型肿瘤医生/医疗集团，未来发展空间巨大。
- 核心产品线受益于医保目录调整：艾迪企稳；洛铂、复方斑蝥解除医保限制高增长；理气活血、丹灯通脑，妇科调经入选新医保治疗用药目录；艾愈入选乙类辅助用药目录。1)2015 年，由于医保控费、经济下滑、费用率增加等因素，公司业绩大幅下滑 60%；16/17 年是公司业务发展转型的关键时期，2016 年公司经营企稳，迅速回升，业绩预计同比增长 100%-120%，医药工业板块增长稳健。2)2017 年及未来的医药工业板块的发展源动力来自核心产品发力及结构的优化：过去一线品种艾迪（抗肿瘤、独家、医保治疗用药目录）企稳。二线新星洛铂（抗肿瘤、独家、医保乙类）作为第三代铂类抗癌药，呈 60% 以上高速增长，新医保目录解除用药限制，未来有望超越艾迪成长为数十亿的明星当家品种；医保老品种复方斑蝥（抗肿瘤、独家、医保乙类）解除用药限制；理气活血滴丸（心血管药、独家、医保乙类）以及艾愈胶囊（抗肿瘤、独家、辅助用药目录）未来有望放量成为数亿级别的核心品种。另外，公司前期储备产品丹灯通脑滴丸、妇科调经滴丸均入选新医保治疗用药目录。医药工业板块已企稳回暖，未来将在新的核心品种的发力带动下快速增长。
- 打造肿瘤医疗服务集团。公司依托自身得天独厚的肿瘤药和肿瘤医院医生资源，积极布局肿瘤医疗服务领域，成立了 A 股首家肿瘤医生/医疗集团。公司战略性打造一个涵盖资本平台、医生集团和肿瘤中心的肿瘤医疗服务生态圈，战略规划未来 3-5 年打造 1 个资本化平台、25 个省级肿瘤医生集团、300 个有投资的肿瘤中心、1200 个学科建设和管理的肿瘤中心。至今已布局 3 家肿瘤医院、近 30 家肿瘤放疗中心、6 个医生集团，并设立 1 家 30 亿肿瘤产业基金，参控股 10 家投资公司。2016-2018 年医疗服务预计贡献净利润有望达到 7128 万元、1.09 亿元、1.24 亿元。
- 发力核心药品，拓建肿瘤医疗，做大肿瘤治疗生态圈。公司“聚焦大肿瘤”，医药工业洛铂等新星核心药品发力；医疗服务方面，打造“益佰特色”肿瘤医疗/医生集团，并最终实现“肿瘤药品+肿瘤医疗服务”的产业链结合，发挥协同效应，提升公司在肿瘤领域核心竞争力与经营业绩，做大肿瘤治疗生态圈，未来发展潜力巨大。我们预测 16-18 年 EPS 0.52 元、0.66 元、0.83 元，对应市盈率分别为 36 倍、28 倍、22 倍，首次覆盖给予增持评级。我们对医药工业和医疗服务两块业务分部估值，2017 年医药工业预计贡献净利润 4.13 亿元，对应可比公司估值 34 倍，医药工业估值为 140 亿元；2017 年医疗服务预计贡献净利润 1.09 亿元，对应可比公司估值 47 倍，医疗服务估值为 51 亿元，2017 年总计估值为 191 亿元，与公司当前市值 146 亿元相比有 31% 上涨空间，对应目标股价为 24.12 元。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,303	2,685	3,877	4,799	5,446
同比增长率(%)	4.61	8.77	17.40	23.78	13.48
净利润(百万元)	189	290	411	522	661
同比增长率(%)	-60.42	79.02	117.02	27.01	26.63
每股收益(元/股)	0.24	0.37	0.52	0.66	0.83
毛利率(%)	80.9	78.9	79.0	74.7	74.5
ROE(%)	5.3	7.5	10.3	11.6	12.8
市盈率	77		36	28	22

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

发力核心药品，拓建肿瘤医疗，做大肿瘤治疗生态圈。公司“聚焦大肿瘤”，医药工业洛铂、艾愈、理气活血滴丸等新星核心药品受益于医保目录调整，预备发力；医疗服务方面，打造“益佰特色”肿瘤医疗/医生集团，并最终实现“肿瘤药品+肿瘤医疗服务”的产业链结合，发挥协同效应，提升公司在肿瘤领域核心竞争力与经营业绩，做大肿瘤治疗生态圈，未来发展潜力巨大。我们预测 16-18 年 EPS 0.52 元、0.66 元、0.83 元，对应市盈率分别为 36 倍、28 倍、22 倍，首次覆盖给予增持评级。我们对医药工业和医疗服务两块业务进行分部估值，2017 年医药工业预计贡献净利润 4.13 亿元，对应可比公司估值 34 倍，医药工业估值为 140 亿元；2017 年医疗服务预计贡献净利润 1.09 亿元，对应可比公司估值 47 倍，医疗服务估值为 51 亿元，2017 年总计估值为 191 亿元，与公司当前市值 146 亿元相比有 31% 上涨空间，对应目标股价为 24.12 元。

关键假设点

医药工业业务：16-18 年医药工业整体收入增速分别为 9.4%、12.1%、13.6%，其中抗肿瘤用药收入增速分别为 9%、11%、12%，心血管用药收入增速分别为 3%、5%、6%。

医疗服务业务：16-18 年医疗服务业务的收入增速分别为 115%、96%、13%。

有别于大众的认识

大众认为公司医药工业呈下滑态势，很难保持增长态势。我们认为：公司医药工业板块核心产品线正处于转型升级的关键时期，未来有能力保持稳健快速增长：过去一线品种艾迪（抗肿瘤、独家、医保治疗用药目录）企稳并保持稳健增长。二线新星洛铂（抗肿瘤、独家、医保乙类）作为第三代铂类抗癌药，呈 60% 以上高增长，新医保目录解除用药限制，未来有望超越艾迪成长为数十亿的明星当家品种；医保老品种复方斑蝥（抗肿瘤、独家、医保乙类）解除用药限制；理气活血滴丸（心血管药、独家、医保乙类）以及艾愈胶囊（抗肿瘤、独家、辅助用药目录）未来有望放量成为数亿级别的核心品种。另外，公司前期储备产品丹灯通脑滴丸、妇科调经滴丸均入选新医保治疗用药目录。医药工业板块已企稳回暖，未来将在新的核心品种的发力带动下快速增长。

大众认为公司以前未涉足医疗服务领域，打造肿瘤医疗服务集团很难成功。我们认为：公司出身于肿瘤药品领域，拥有得天独厚的肿瘤药和医院医生资源，公司战略规划清晰，管理层及医疗服务团队执行力强，至今已布局 3 家肿瘤医院、近 30 家肿瘤中心、6 个医生集团，并设立 1 家 30 亿肿瘤产业基金，参控股 10 家投资公司。未来有能力打造“益佰特色”肿瘤医疗集团，并最终实现“肿瘤药品+肿瘤医疗服务”的产业链结合，发挥协同效应，提升公司在肿瘤领域核心竞争力与经营业绩，做大肿瘤治疗生态圈。

股价表现的催化剂

肿瘤医疗服务布局拓展及业绩超预期

洛铂、艾愈、理气活血、丹灯通脑、妇科调经等核心产品销售收入及利润超预期

核心假设风险

医药工业：招标降价风险、医药行业政策风险

医疗服务：肿瘤中心布局低于预期或业绩低于预期的风险

目录

1. 益佰制药：依托药品优势布局肿瘤医疗服务	6
1.1 业务情况：立足中药，逐步延伸至肿瘤医疗服务	6
1.2 股权结构：员工持股+高管增持彰显公司发展信心	9
1.3 经营业绩：走出业绩困境，有望迎来高速增长	10
2. 医药工业：受益于医保目录调整，增长稳健	12
2.1 抗肿瘤用药：洛铂增长强势，艾迪增速回升	12
2.2 心脑血管用药：杏丁竞争格局变化，理气活血有望发力	17
2.3 其他用药：医保目录调整助力二线产品放量	18
3. 肿瘤市场：供需失衡，政策利好民营资本介入	19
3.1 医疗卫生机构分布不均，供给结构性不足	19
3.2 肿瘤疾病市场空间巨大，医疗资源紧缺	22
3.3 国家多重政策利好民营医院发展	25
4. 医疗服务：积极布局肿瘤医疗服务产业链	25
4.1 内生发展：肿瘤医院和中心业绩高速增长，释放利润	25
4.2 外延拓展：医院收购延续“朝阳”模式，关注新业务拓展	29
4.3 借鉴海外经验：与 ICON 联手打造肿瘤连锁管理平台	30
5. 医生集团：助力益佰打造“大肿瘤+”生态圈	30
5.1 源于美国，主要采取 PHP 模式	30
5.2 国内医生集团的三大分类	31
5.3 国内医生集团案例：张强医生集团	31
5.4 益佰特色肿瘤医生集团：助力打造肿瘤医疗生态圈	32
6. 盈利预测与估值	35
6.1 关键假设	35
6.2 投资评级与估值	36

图表目录

图 1: 公司肿瘤治疗全产业链平台的搭建.....	6
图 2: 益佰制药股权结构.....	9
图 3: 益佰制药 2012-2016Q3 年收入、净利润及增速.....	11
图 4: 益佰制药 2012-2016E 年抗肿瘤药物销量与增速.....	11
图 5: 益佰制药 2012-2016Q3 年销售费用率和管理费用率情况.....	11
图 6: 益佰制药业务收入构成对比 (2015 年、2016 年上半年).....	12
图 7: 注射用洛铂 PDB 销售收入与增速.....	13
图 8: 艾迪注射液 PDB 销售收入与增速.....	15
图 9: 中国诊疗人次及增速.....	19
图 10: 每万人口医师数.....	20
图 11: 2015 年我国各级医疗机构病床使用率.....	20
图 12: 医疗机构数量和诊疗人次分布占比.....	21
图 13: 2015 年公立和民营医疗机构数量、诊疗人次、病床数分布占比.....	21
图 14: 各地区每千人口卫生技术人员数.....	22
图 15: 我国肿瘤药物市场规模 (亿元).....	22
图 16: 我国医疗机构肿瘤科室病床数及增速.....	23
图 17: 我国医疗机构肿瘤科室诊疗人数及增速.....	23
图 18: 每百万人拥有的放疗设备数量.....	23
图 19: 中美癌症 5 年生存率对比.....	24
图 20: 2015 年我国公立和民营肿瘤专科医院机构数分布占比.....	24
图 21: 公司医疗服务区域布局.....	26
图 22: PHP 模式.....	31
图 23: 部分与张强医生集团合作的保险公司.....	32
图 24: 益佰医疗服务平台战略规划.....	33
图 25: 益佰三级结构医生集团模式.....	33
图 26: 益佰特色医生集团模式打造肿瘤生态闭环.....	34
表 1: 主要药品基本情况.....	6

表 2: 医疗服务布局.....	8
表 3: 洛铂 2015-2016 年量价分析.....	12
表 4: 洛铂各省中标价格.....	13
表 5: 洛铂与其他铂类药物对比	14
表 6: 艾迪 2015-2016 年量价分析.....	15
表 7: 艾迪各省中标价格.....	15
表 8: 复方斑蝥 2015-2016 年量价分析.....	16
表 9: 复方斑蝥 2016 年各省中标价格.....	16
表 10: 杏丁 2016 年各省中标价格.....	18
表 11: 医疗服务内生业务业绩预测 (万元)	28
表 12: 医疗服务外延业务空间与利润预测 (剔除医院影响)	29
表 13: 可比公司估值情况 (中药行业)	36
表 14: 可比公司估值情况 (医疗服务行业)	37
表 15: 分部估值表 (2017E)	37

1. 益佰制药：依托药品优势布局肿瘤医疗服务

1.1 业务情况：立足中药，逐步延伸至肿瘤医疗服务

益佰制药成立于 1995 年，2004 年于 A 股上市，是一家专注于肿瘤、心脑血管、妇科和呼吸类等药品生产与销售的制药企业。2015 年开始，公司扩大业务板块，依托在肿瘤治疗领域的独有优势，开始布局肿瘤医疗服务领域，打造药品+连锁肿瘤医院/中心+医生集团的肿瘤治疗全产业链平台。

图 1：公司肿瘤治疗全产业链平台的搭建



资料来源：申万宏源研究

目前公司拥有 212 个品种的药品生产批准文号，164 个品种进入国家医保目录（甲类 30 个，乙类 54 个），7 个品种列入国家基药目录。公司药品产品涉及中成药、化药和生物药，产品线丰富，其中尤以抗肿瘤药为核心，中药肿瘤用药包括艾迪注射液、复方斑蝥胶囊和艾愈胶囊，生化抗肿瘤用药包括注射用洛铂和科博肽等；心脑血管用药以杏丁和心脉通为主，二线产品包括理气活血滴丸和储备用药丹灯通脑滴丸；妇科用药包括妇炎消胶囊、葆宫止血颗粒和储备用药妇科调经滴丸；呼吸类用药聚积克咳家族系列等。

表 1：主要药品基本情况

治疗领域	药品名称	适应症	医保情况	竞争格局	2016H1 销量(百万元)
抗肿瘤用药	艾迪注射液	原发性肝癌，肺癌，直肠癌，恶性淋巴瘤，妇科恶性肿瘤等	国家乙类（治疗用药目录）	独家	945.65
	注射用洛铂	乳腺癌、小细胞肺癌及慢性粒细胞性白血病	国家乙类（解除用药限制）	独家	

	复方斑蝥胶囊	原发性肝癌，肺癌，直肠癌，恶性淋巴瘤，妇科恶性肿瘤等	国家乙类（解除用药限制）	6家	
	艾愈胶囊	中晚期癌症的辅助治疗，放化疗引起的白细胞减少	国家医保辅助用药目录乙类（新增）；广东/湖北/江西省乙类；	独家	
心脑血管用药	银杏达莫注射液	预防和治疗冠心病、血栓栓塞性疾病	国家乙类	4家	
	心脉通胶囊	高血压高血脂症等	国家乙类	3家	212.14
	理气活血滴丸	冠心病稳定型劳累性心绞痛、心阳不足、心血瘀阻	国家乙类（新增）	独家	
	丹灯通脑滴丸	脑中风、冠心病、心绞痛等	国家乙类（新增）	独家	
呼吸系统用药	克咳胶囊	咳嗽，喘急气短	国家乙类	独家	46.20
骨科肌肉用药	金骨莲胶囊	风湿痹阻所致的关节肿痛，屈伸不利	国家乙类	独家	57.11
	妇炎消胶囊	妇女生殖系统炎症，痛经带下	国家乙类	独家	
	葆宫止血颗粒	冲任不固、阴虚血热所致月经过多、经期延长	国家乙类	独家	
	妇科调经滴丸	养血，调经，止痛	国家乙类（新增）	独家	129.56
儿科用药	岩鹿乳康片	肾阳不足、气滞血瘀所致的乳腺增生	国家乙类	独家	
	金莲清热泡腾片	外感热证	国家乙类	独家	56.64
男性及泌尿用药	疏肝益阳胶囊	肝郁肾虚证及肝郁肾虚兼血瘀证勃起功能障碍	地方乙类	独家	33.34

资料来源：公司公告、PDB、申万宏源研究

近年来，随着国家医疗体制改革逐步深入，招标降价、医保控费、中药注射剂和辅助用药受到限制、大力推动分级诊疗和医疗服务价格改革等新政策新形势对医药行业的运行模式和药品的竞争格局产生较大影响，制药行业的整体增速和净利率不复往日高速增长。根据 IMS 数据显示，全国百张床位以上医院药品销售规模从 2012 年的 32.63% 下滑至 2015 年的 5.06%，其中中药类产品受到的影响最大，增长率从 2013 年的 20.89% 降至 2015 年的 2.61%，下滑幅度巨大。

受到制药行业增速下滑的影响和政策风险，2015 年初公司提出“聚焦大肿瘤，拥抱互联网”的发展战略，公司一方面不断提高已有主要药品的生产质量和加大二线产品的市场投入，以在新的竞争格局下形成垄断优势；另一方面依靠在肿瘤治疗领域的独有优势，开始布局肿瘤医疗服务领域，主要通过并购、共建和托管的方式，至今已布局 3 家肿瘤医院、近 30 家肿瘤放疗中心、6 家医生集团，并设立 1 家 30 亿肿瘤产业基金，并参控股 10 家投资公司。

表 2：医疗服务布局

项目类型	项目	时间	参股比例	投资额度	对上市公司影响
医院&肿瘤中心	灌南县人民医院（二甲）	2006	90%		
	淮南朝阳医院管理公司（三乙）	2016.1	53%	6.1 亿元	以医院为平台进行并购及建立精准肿瘤中心
	上海鸿飞-上海放疗中心（解放军 85 医院）	2008	100%		政策风险：可能于接下来的 6 个月期间内关闭
	上海鸿飞-青岛放疗中心（解放军 401 医院）	2008	100%		政策风险：可能于接下来的 6 个月期间内关闭
	金沙洲医院肿瘤中心	2015.9	共建		依托三甲医院完成华南地区肿瘤治疗连锁平台的搭建
	毕节市肿瘤医院	2016.6	45%	1530 万元	可承接当地医生集团落地
	南京睿科-4 家肿瘤中心	2016.11	51%	5600 万元	17-19 年业绩承诺：净利润 1200、1500、2000 万元
	上海华赛-17 家肿瘤中心	2016.12	53.63%	1.07 亿元	利用华赛投资平台快速切入放疗市场
	瓮安肿瘤放疗中心	2017.1	51%		收到设置批准书
	泉州滨海医院肿瘤中心	2017.2	共建		与医院共建肿瘤中心，对接医生集团资源
	绵阳富临医院	2017.2	90%	1.35 亿元	打造以肿瘤治疗为特色的二甲综合医院
	全国性：贵州益佰艾康肿瘤医生集团	2016.4	51%	1020 万元	医生集团业务落地
	贵州益佰艾康肿瘤医生集团	2016.4	51%	1020 万元	医生集团业务落地
	安徽益佰艾康肿瘤医生集团	2016.6	51%	510 万元	第一家省级肿瘤医生集团
医生集团	天津益佰艾康肿瘤医生集团	2016.9	51%	510 万元	在京津冀提供以微创介入治疗为主的医生资源
	湖南益佰艾康肿瘤医生集团	2016.9	51%	510 万元	在湖南地区为治疗平台提供医生资源和技术支撑
	四川益佰艾康肿瘤医生集团	2016.11	51%	510 万元	在四川地区为肿瘤平台提供医生资源和技术支撑
	辽宁益佰艾康肿瘤医生联盟医疗公司	2016.11	51%	510 万元	在辽宁省范围为肿瘤平台提供医生资源和技术支撑
	贵州益佰投资管理公司	2008	100%		2016 上半年净利润 1023 万元
	30 亿中钰益佰肿瘤医疗产业并购基金	2015.7	5%	1.5 亿元	利用中钰资本专业资源进行优质项目的选择和储备
	广东肿瘤医疗投资公司	2015.9	51%	1530 万元	已与金沙洲医院共建金沙洲医院肿瘤中心
产业基金&投资公司	上海益佰肿瘤医疗投资公司	2015.10	51%	5100 万元	借用尹红女士资源寻找合适并购标的
	哈尔滨益佰医疗投资公司	2016.5	51.25%	4100 万元	借用世纪大恒成熟的投资管理经验和人才储备
	安徽益佰医疗投资公司	2016.6	55%	3850 万元	负责安徽市场肿瘤医院/治疗中心的投建工作
	杭州益瀚投资公司	2016.6	51%	255 万元	发起设立益佰迈翰肿瘤医疗服务并购基金
	贵州德曜医疗投资公司	2016.6	51%	1530 万元	投资其主要项目毕节市肿瘤医院、瓮安肿瘤医院
	南京睿科投资公司	2016.1	51%	5600 万元	17-19 年业绩承诺：净利润 1200、1500、2000 万元
	上海华赛医疗投资	2016.12	53.63%	1.07 亿元	利用华赛投资平台快速切入放疗市场
互联网平台&医疗管理平台	贵州百洋益佰肿瘤易复诊大数据公司	2015.10	60%	60 万元	切入互联网医疗领域
	掌上药店“千县万店电商工程”	2015.1			增加公司 OTC 产品的终端覆盖
	上海益佰艾康肿瘤医疗管理公司（与 ICON 合资）	2016.6	50%	250 万美元	为连锁肿瘤中心提供标准和规范的操作及质控保障

资料来源：公司公告、申万宏源研究

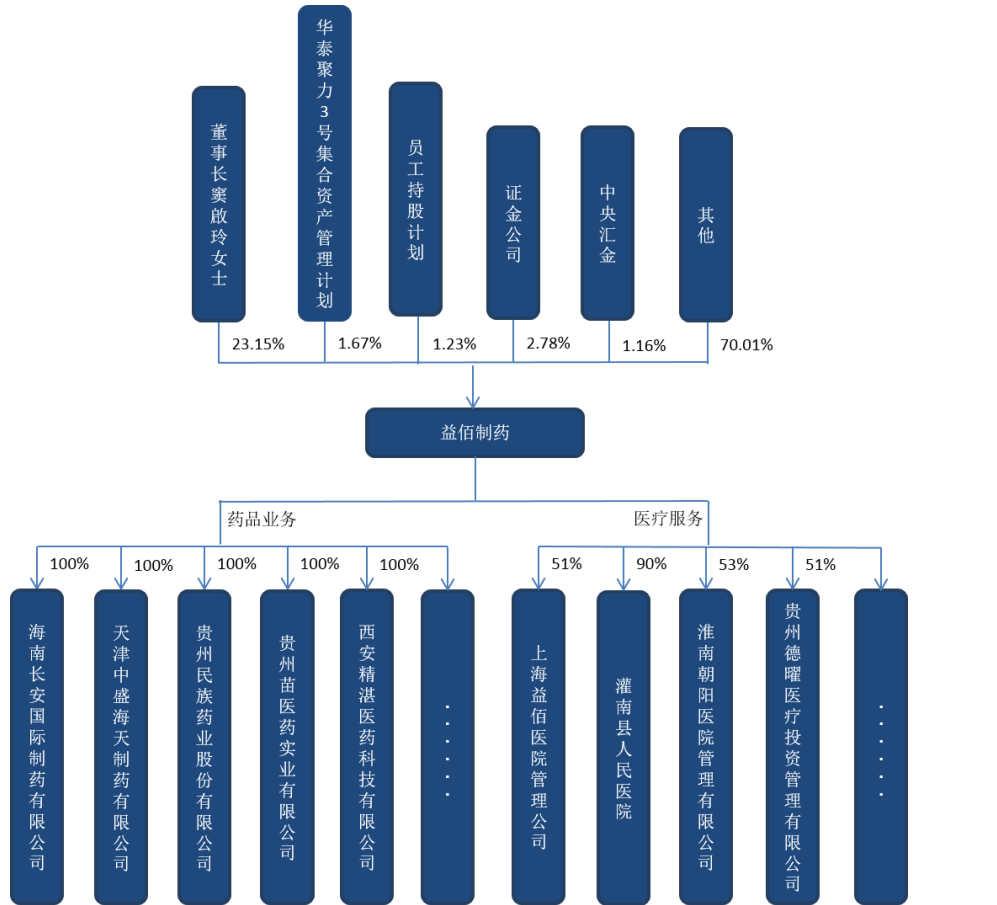
1.2 股权结构：员工持股+高管增持彰显公司发展信心

截至目前，公司总股本为 7.92 亿，无限售流通股，公司实际控制人董事长窦啟玲女士持股比例为 23.15%。前十大股东中还包括 2 个集合资产管理计划与 1 个员工持股资产管理计划。2015 年 3 月公司发布正式员工持股计划，以 52.09 元/股购入 487.18 万股，占总股本的 1.23%，总规模为 2.54 亿元，成本为 26.05 元/股（2015 年 7 月 10 日实施 2014 年度利润分配方案，每 10 股转增 10 股派 1.20 元），锁定期至 2016 年 6 月 30 日。2015 年 9 月董事长窦啟玲女士及高管窦雅琪女士通过“华泰聚力 7 号集合资产管理计划”增持公司股份约 588 万股；公司高管郎洪平先生、汪志伟先生和张圣贵（已离职）先生通过“华泰聚力 3 号”增持公司股份约 1324 万股，高管增持共计近 1 亿元，成本约为 16.97 元/股；2017 年 2 月，公司高管郎洪平先生继续增持公司股份约 100 万股，均价 15.99 元/股。员工持股和高管增持将员工利益与公司绑定，彰显了公司的发展信心。

在参/控股层面，截至 2016 年上半年，公司在医药工业和医疗服务领域不断参股控股优质标的，主要参/控股子公司包括：

- 医药工业：海南长安国际制药有限公司（100%）、天津中盛海天制药有限公司（100%）、贵州民族药业股份有限公司（100%）、贵州益佰药物研究有限公司（100%）、贵州益佰医药有限责任公司（99%）、贵州益佰大健康医药股份有限公司（100%）、云南南诏药业有限公司（100%）、贵州苗医药实业有限公司（100%）、北京市中西男科医药有限公司（70%）、海南光辉科技有限公司（100%）、西安精湛医药科技有限公司（100%）
- 医疗服务：上海益佰医院管理公司（51%）、灌南县人民医院（90%）、淮南朝阳医院管理有限公司（53%）、贵州益佰投资管理有限公司（100%）、哈尔滨益佰医疗投资有限责任公司（51.25%）、贵州德曜医疗投资管理有限公司（51%）、安徽益佰肿瘤医疗投资有限公司（55%）、贵州益佰艾康肿瘤医生集团医疗有限公司（51%）、贵州益佰投资管理有限公司（100%）

图 2：益佰制药股权结构



资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.3 经营业绩：走出业绩困境，有望迎来高速增长

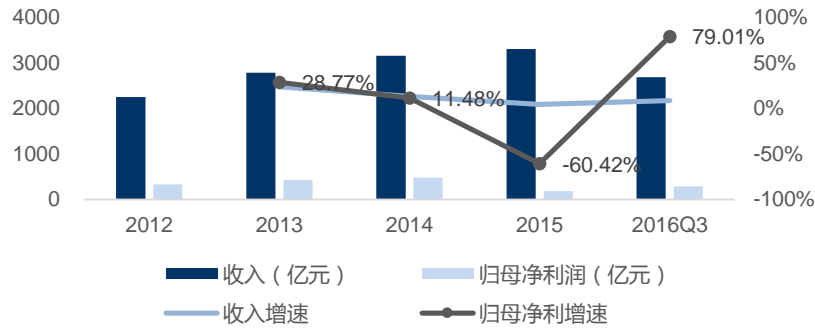
公司药品产品线丰富多样，近期加入医疗服务布局，自上市以来经营业绩稳中有升，2006-2015 年营业收入年复增长率 18%，净利润增长率 203%。其中 2015 年公司业绩处于低点，实现收入 33.03 亿元，同比增长 4.61%，归母净利润 1.89 亿元，同比下降 60.42%，业绩下滑一方面受制药行业和中药注射剂大环境影响，核心产品艾迪注射液销售增速下滑导致抗肿瘤药增速下滑，另一方面公司提升二线品种市占率，加大产品推广力度导致销售费用率和管理费用率增加。2016 年前三季度公司实现收入 26.85 亿元，同比增长 8.77%，归母净利润 2.9 亿元，同比增长 79.01%，受益于传统医药工业业务大幅回升，核心肿瘤药品回升至约 9% 增速；销售费用率和管理费用率均有不同程度的下降，整体业绩逐步恢复正常。

从公司整体收入占比和毛利率来看，医药工业依然是主业，截至 2016 年三季度，药品总收入占比 89.2%，毛利率 86.14%，其中抗肿瘤用药收入占比最高，达到 54.8%，毛利率高达 93.32%；医疗服务总收入占比 10.8%，毛利率 26.23%。通过对比 2015 年和 2016 年上半年收入占比结构，公司二线产品和医疗服务的收入占比不断提升，2015 年对二线产品的费用投入和向医疗服务领域的延伸开始体现。

从收入端来看，受益于医保目录调整，医药工业的核心抗肿瘤药品将维持稳健增长，二线产品将不断放量，医疗服务收入占比逐渐上升，体内肿瘤医院和中心逐渐释放利润，

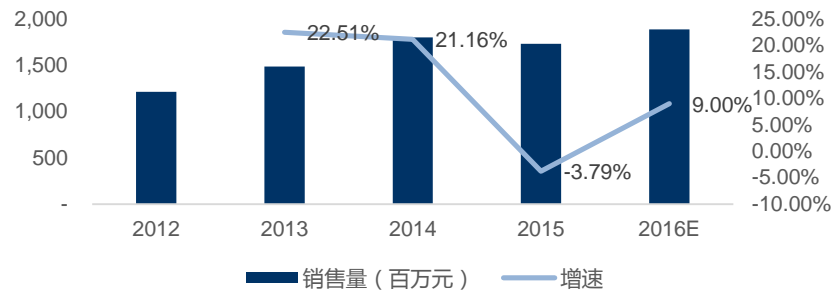
有望于 2017 年带动整体增速上升，迎来新的业绩增长拐点；利润端方面，药品的利润增速受到招标降价、医保控费等政策因素影响会有所回落，预计 10-15%左右；医疗服务的毛利率和净利率一般较低，肿瘤医院的净利润预期维持在 10-12%之间，肿瘤中心由于成本投入较低，净利润率较高，预期可维持在 15-20%之间。

图 3：益佰制药 2012-2016Q3 年收入、净利润及增速



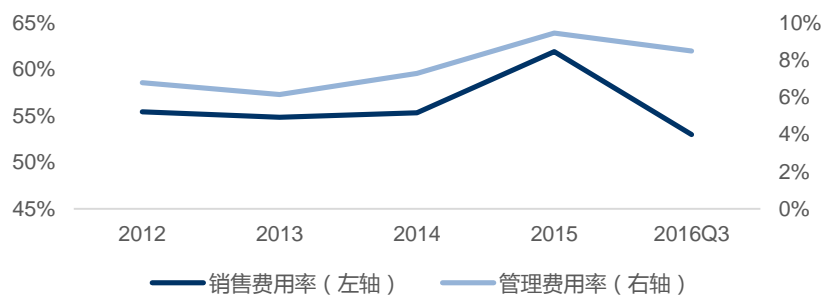
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 4：益佰制药 2012-2016E 年抗肿瘤药物销量与增速



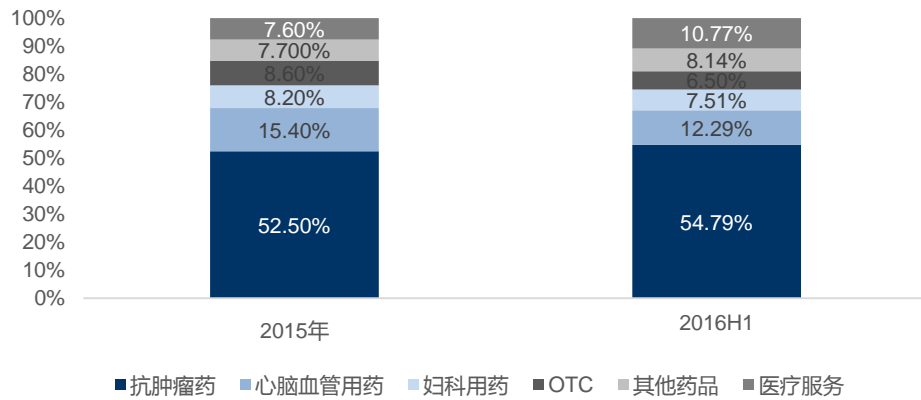
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 5：益佰制药 2012-2016Q3 年销售费用率和管理费用率情况



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 6: 益佰制药业务收入构成对比 (2015 年、2016 年上半年)



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

2. 医药工业: 受益于医保目录调整, 增长稳健

2.1 抗肿瘤用药: 洛铂增长强势, 艾迪增速回升

公司药品产品线的核心是抗肿瘤类用药, 聚积艾迪、洛铂、复方斑蝥、科博肽等明星抗肿瘤药, 其中以艾迪、洛铂、复方斑蝥为主力, 抗肿瘤用药截至目前为公司贡献超过 50% 营业收入。

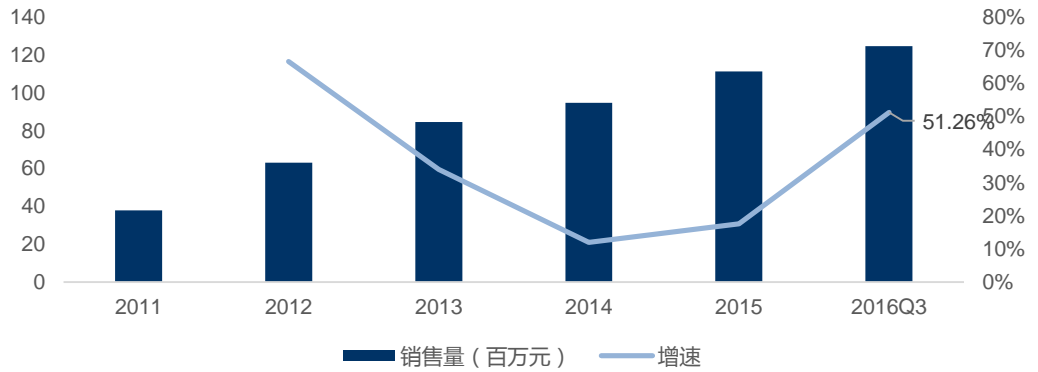
洛铂是公司独家抗肿瘤化药, 主要用于治疗乳腺癌、小细胞肺癌与慢性粒细胞性白血病, 与艾迪的适应症形成补充。洛铂近 5 年来增速始终保持强势劲头, 根据 PDB 样本医院数据, 注射用洛铂的样本医院销量从 2010 年的 1452 万元增至 2015 年的 1.12 亿元, 年复合增长率高达 50.4%, 其中 2015 年样本医院总销量 1.12 亿元, 同比增长 18%, 销售数量约 15.5 万盒, 同比增长 38%, 通过量价分析, 2015 年洛铂单价下滑约 10%。2016 年仅前三季度样本医院销量即超过 2015 年全年水平, 为 1.25 亿元, 同比增长 51%, 销售数量约 21 万盒, 同比增长 90%, 通过量价分析洛铂单价下滑约 18%。但根据 2016 年各省的中标价格来看, 价格经过 2015 年后开始趋于稳定, 因此后期的销售额受招标降价因素的影响不大, 销售数量的增长可直接带动销售总额的快速增长。按照样本医院数据和实际销量的比例, 预计 2016 年全年销量约 4 亿元, 同比增长 80%。

表 3: 洛铂 2015-2016 年量价分析

	销售总额 (亿元)	销售总额同比增速	销售数量 (万盒)	销售数量同比增速	销售单价同比增速
2015-PDB	1.12	+18%	15.5	+38%	-10%
2016Q3-PDB	1.25	+51%	21	+90%	-18%
2016E-全年	4	+80%			

资料来源: 公司公告、PDB、申万宏源研究

图 7：注射用洛铂 PDB 销售收入与增速



资料来源：PDB、申万宏源研究

表 4：洛铂各省中标价格

规格	中标省份	2013	2014	2015	2016
50mg	海南	1843	1843		
	湖北	1812.21		1812.21	1812.21
	上海		1843	1843	
	湖南		1825.19		
	四川			1824.52	1824.52
	重庆				1812.21
	山东				1836.84
10mg	湖北	468.26		468.26	468.25
	四川	483.88		479.18	479.18
	海南	486.09	486.09		
	上海		486.09	486.09	
	湖南		532.38	473.67	
	广东			478.753	478.753
	福建			468.25	

资料来源：药智网、申万宏源研究

作为第三代铂类药物，相对于老品种顺铂、卡铂、奈达铂、奥沙利铂，我们认为洛铂的用药市场具有明显优势：（1）首先从价格的角度，作为公司独家代理产品，洛铂竞争格局良好，定价能力较强，相较于其他几款铂类药物，洛铂的单价最高且价格趋于稳定，降价压力较小，而同为第三代铂类药的奥沙利铂竞争压力大，招标降价压力相应较大；（2）其次洛铂高效低毒，且与其他铂类药物无交叉耐药性，相较于其他铂类药物，在骨髓抑制、胃肠道毒性、肾毒性、神经毒性方面副作用最小；（3）最后，洛铂的市场空间非常大，已有适应症市场空间数十亿，且公司已加大投入力度研发洛铂的新适应症，卵巢癌等适应症已进入四期临床实验，根据全球知名调研公司 GBI Research 发布的研究报告，至 2020 年亚太地区的卵巢癌治疗市场将达到 4.2 亿美元，约合 25 亿元人民币，潜在市场空间巨大。

另外，根据 2017 版医保目录，洛铂解除了用药限制，不再受限于“在其他铂类药物无效的情况下方可使用”的限制，有望极大推动洛铂的放量。我们预计未来洛铂收入端可维持 60% 以上的高速增长，未来有望取代艾迪，成为数十亿规模的当家抗肿瘤产品。

表 5：洛铂与其他铂类药物对比

	副作用	竞争格局	单次治疗费用	适应症
顺铂	高效高毒，严重的肾毒性、消化道反应、神经毒性，较严重的骨髓抑制	10 家	70	卵巢癌、头颈部、宫颈、食管及泌尿系肿瘤等
卡铂	严重的骨髓抑制，较轻微的消化道反应、肾毒性、神经毒性	6 家	180	肺癌、卵巢癌、睾丸肿瘤、头颈部鳞癌等
奈达铂	疗效低于顺铂，骨髓抑制严重，消化道和肾毒性较低	4 家	985	食管癌、非小细胞肺癌、小细胞肺癌
奥沙利铂	消化道毒性和骨髓抑制较轻微，易引起末梢神经炎	16 家	380	结直肠癌
洛铂	易引起骨髓造血抑制，肾毒性较低	独家	1836	乳腺癌、小细胞肺癌、慢性粒细胞白血病、卵巢癌（四期临床）

资料来源：丁香园、PDB、药智网、申万宏源研究

艾迪是国家秘密级技术、国家重要二级保护品种，是国家高等级医学教材中药抗肿瘤首选用药，主要用于清热解毒、消瘀散结，用于原发性肝癌、肺癌、直肠癌、恶性淋巴瘤、妇科恶性肿瘤等。根据 PDB 样本医院数据，艾迪注射液的样本医院销量从 2010 年的 2.12 亿元增至 2015 年的 3.45 亿元，年复合增长率约为 10.2%。由于 2015 年中药注射剂和辅助用药受到严格管控，艾迪先后被列入安徽、云南等省的重点监控药品目录，在 2015 年尤其是第二季度销售额和销售数量均受到较大影响，2015 年成为艾迪销售的业绩低点，样本医院总销量 3.45 亿元，同比下滑 1.4%，销售数量约 1246 万支，同比增长 2.1%，通过量价分析，2015 年艾迪单价下滑约 3%。2016 年艾迪被列入四川省的重点监控药品目录，根据 PDB 数据，前三季度样本医院销量 2.61 亿元，同比增长约 2%，销售数量约 930 万支，与 2015 年前三季度基本持平，与 2016 年上半年的销售额与销售数量相比略显乏力，通过对比艾迪各省中标价格，2016 年下半年湖北与山东省降价较明显，但平均销售单价开始回升至约 2%。按照样本医院数据和实际销量的比例，预计全年销量 14.5 亿元，同比增长 10%。

艾迪注射液是公司的独家品种，在三级医院覆盖率超过 50%，艾迪疗效确切，多篇学术报告指出艾迪注射液联合化疗，可以明显提高患者的生存质量，延长生存时间，减轻化疗的毒副作用；且公司从去年开始加大投入用于提升抗肿瘤产品的质量，有利于销量的进一步提升。

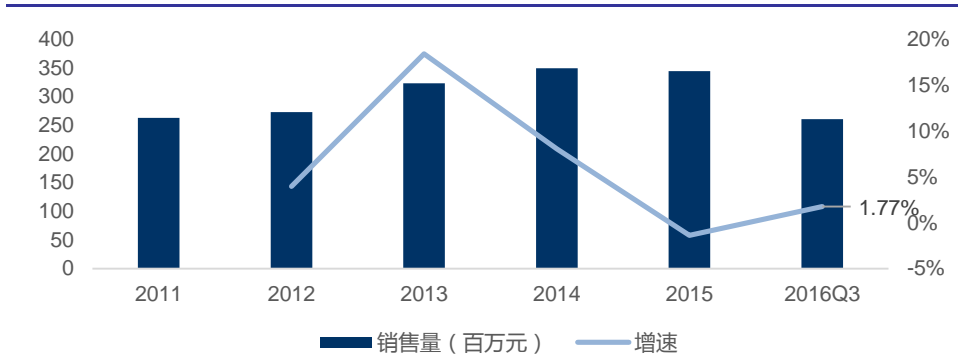
2017 年新版医保目录中，艾迪保留在医保乙类治疗用药目录中，相较而言，艾迪的主要竞争对手康艾注射液、参芪扶正注射液等均在辅助用药目录中，极大利好艾迪未来的销量增势，我们认为艾迪立足于良好的疗效与医院基础，预计未来收入端可维持稳健增速。

表 6: 艾迪 2015-2016 年量价分析

	销售总额 (亿元)	销售总额同比增速	销售数量 (万支)	销售数量同比增速	销售单价同比增速
2015-PDB	3.45	-1.4%	1246	+2.1%	-3%
2016Q3-PDB	2.61	+2%	930	-	+2%
2016E-全年	14.5	+10%			

资料来源: 公司公告、PDB、申万宏源研究

图 8: 艾迪注射液 PDB 销售收入与增速



资料来源: PDB、申万宏源研究

表 7: 艾迪各省中标价格

中标省份	2014	2015	2016
湖南	30.5	25.83	
甘肃		26.91	26.91
广东		26.7867	26.7867
湖北		30.41	21.85
四川		26.11	26.11
福建		21.85	
浙江		21.85	
天津			21.85
山东			24.14

资料来源: 药智网、申万宏源研究

复方斑蝥是公司的抗肿瘤中药, 主要用于破血消瘀, 攻毒蚀疮, 用于原发性肝癌、肺癌、直肠癌、恶性淋巴瘤、妇科恶性肿瘤等。根据 PDB 数据, 复方斑蝥的样本医院销量从 2010 年的 4354 万元增至 2015 年的 6817 万元, 年复合增长率 10% 左右, 其中 2015 年样本医院总销量 6817 万元, 同比下降 15%, 销售数量约 3095 万盒, 同比下滑 14%, 通过量价分析, 2015 年复方斑蝥的单价基本持平。2016 年前三季度样本医院销量 5149 万元, 同比下降 2%, 销售数量约 2358 万盒, 同比下滑 1%, 根据 2016 年各省的中标价格, 复方斑蝥的价格趋于稳定, 因此受招标降价因素的影响不大, 2016 年开始销量回升。我们认为复方

斑蝥竞争格局相对良好，根据 PDB 数据市场上共有 6 家生产商，公司市场占比维持在 70% 左右。按照样本医院数据和实际销量的比例，预计全年销量约 1.5 亿元。

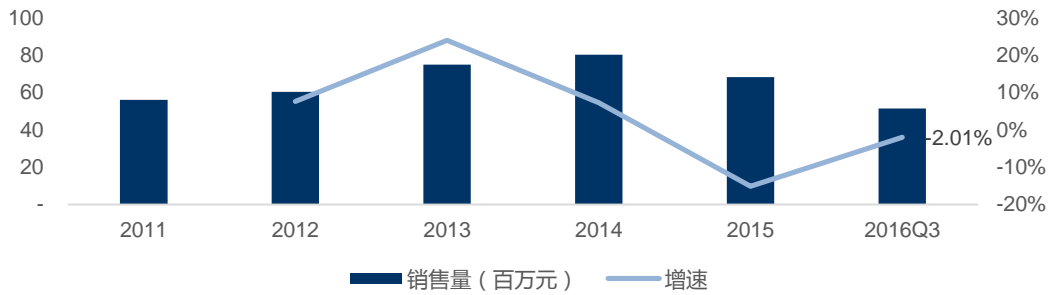
2017 年新版医保目录中，复方斑蝥解除了之前“仅限消化系统肿瘤”的用药限制，拓展为适用于所有中晚期肿瘤，有望大力推动复方斑蝥在其他适应症领域的放量，我们预计未来收入端可维持 5% 的平稳增速。

表 8：复方斑蝥 2015-2016 年量价分析

	销售总额 (亿元)	销售总额同比增速	销售数量 (万盒)	销售数量同比增速	销售单价同比增速
2015-PDB	0.6817	-15%	3095	-14%	-
2016Q3-PDB	0.5149	-2%	2358	-1%	-
2016E-全年	1.5	-2%			

资料来源：公司公告、PDB、申万宏源研究

图 7：复方斑蝥 PDB 销售收入与增速



资料来源：PDB、申万宏源研究

表 9：复方斑蝥 2016 年各省中标价格

规格	中标省份	2016
0.25g	广东	2.0755
0.25g*60s	湖北	109.24
	广西	124.01
	内蒙古	138.18
	重庆	140.87
	四川	122.33
0.25g*24s	山东	49.66
	广西	49.6
	内蒙古	57.78
	重庆	58.27
	四川	55.32

资料来源：药智网、申万宏源研究

综上所述，受益于 2017 版医保目录调整，抗肿瘤新星洛铂增速迅猛，原一线产品艾迪增速回升，医保老品种复方斑蝥有望持续放量，2016 年上半年营收同比增长 11.82%，预计 2016 年全年抗肿瘤用药收入增速回升至 9% 左右，整体收入约为 18.88 亿元。2017 年开始，艾迪增速回暖，洛铂和复方斑蝥的高速增长有望带动抗肿瘤用药销量持续上升，整体增速有望提升至 11%-12%。

2.2 心脑血管用药：杏丁竞争格局变化，理气活血有望发力

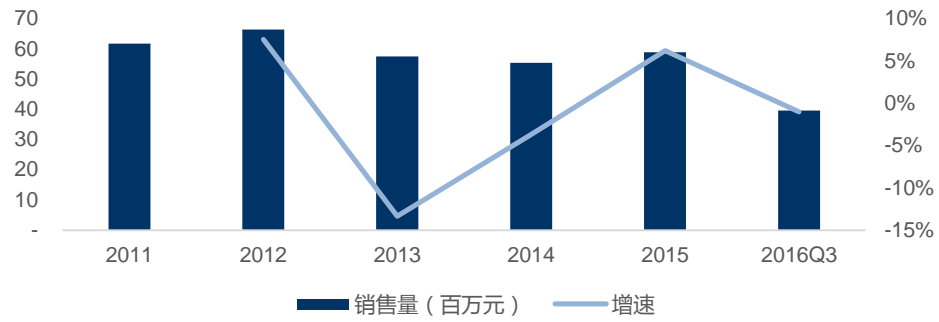
心脑血管用药是公司医药工业另一重要产品线，其中以杏丁注射液为主力。杏丁注射液的通用名为银杏达莫注射液，用于治疗 and 预防冠心病、血栓栓塞性疾病，其重要组成成分银杏叶片在心脑血管中成药中认可度较高，疗效较好。据 PDB 数据，2011-2015 年每年的销量增长率均为负数，尤其是 2015 年降幅达到 18.9%，这是由于 2015 年 5 月国家食药管理局连续发通知大力整顿银杏叶药品市场，包括益佰制药、山西普德药业和通化谷红制药在内的多家杏丁制药企业均对自己生产的银杏叶药品进行自查，其中普德药业和谷红制药均采取银杏叶片召回措施；另一个竞争者湖北民康制药 2016 年 8 月因为涉嫌骗取中标，在核实取证期间暂停非基药交易，对其杏丁销售影响极大。杏丁市场的竞争一直以来较为激烈，由于招标降价影响，毛利率一直处于下滑状态，导致多家厂商退出市场，2014 年之后主要稳定为 4 家竞争厂商（益佰制药、普德药业、谷红制药、民康制药），根据 PDB 数据，2014 年公司市占率为 52.47%，2015 年由于银杏叶药品市场的变动导致杏丁竞争格局发生变化，公司市占率增至 69%，2016 年第三季度再次增至 76.63%。

在收入增长方面，PDB 数据显示公司杏丁的样本医院销量从 2010 年的 5306 万元增至 2015 年的 5885 万元，年复合增长率仅为 2.1%。2016 年上半年心脑血管用药的营收同比下降 16.27%，基于新的竞争格局，预计公司未来针对杏丁将采取更为保守的销售推广模式以压低费用，预计销售收入呈个位数增长。根据 2016 年各省中标价格，杏丁的降价空间不大，对其收入与利润的影响有限。

心脑血管用药的独家新药理气活血滴丸是公司通过收购贵州民族药业获得的独家品种，是 2013 年上市的新品种，并成功入选 2017 年医保目录乙类，基于心脑血管用药市场百亿的市场空间，我们预计理气活血滴丸 2017 年开始放量，未来有望成为数亿级别的核心产品。

综上所述，受到杏丁市场竞争格局的变化，2016 年全年公司心脑血管用药的收入端增长率比上半年有所回升，转负为正，收入增速预计 3% 左右，2017 年开始公司将利好于理气活血滴丸的放量带来的业绩贡献，以及杏丁市场严格的监管政策逐渐形成的垄断优势，收入预期上升至 5-6% 左右增速。

图 8: 杏丁 PDB 销售收入与增速



资料来源: PDB、申万宏源研究

表 10: 杏丁 2016 年各省中标价格

规格	中标省份	2015	2016
5ml	上海	12.63	
	天津		14
	湖北		12.33
	山东		12.44
	陕西		13.6
	内蒙古		12.1878
10ml	上海	24	
	广东	14.8	
	四川		19.27
	内蒙古		21.49
	山东		21.51
	天津		24

资料来源: 药智网、申万宏源研究

2.3 其他用药: 医保目录调整助力二线产品放量

公司 2015 年大力推广二线产品, 大幅提升妇科用药、骨科用药等二线产品的销量; 增选进入 2017 版医保目录的艾愈胶囊、理气活血滴丸、丹灯通脑滴丸、妇科调经滴丸等新药均有望于 2017 年开始放量, 为整个医药工业业务的增长奠定坚实的基础。

抗肿瘤新药艾愈胶囊是公司通过收购贵州百祥制药获得的独家品种, 已入选广东、湖北、江西 3 省医保目录乙类, 此次成功入选 2017 版医保辅助用药目录 (限恶性肿瘤放化疗并有白细胞减少的检验证据), 配合公司强大的自有销售团队, 艾愈胶囊有望在未来打造成为数亿级别的新星核心产品, 为抗肿瘤用药注入新的动力。

心脑血管积极储备的新药丹灯通脑滴丸和妇科新药妇科调经滴丸均入选新版医保目录乙类, 我们预计 2017 年两款新药开始放量, 助力心脑血管和妇科用药增速提升。

另外，妇科用药葆宫止血颗粒 2015 年销售量增加 165%，2016 年上半年妇科用药整体营收同比增加 29%，预计 2016 年全年营收与上半年基本持平，维持 25%左右。

骨科肌肉用药金骨莲胶囊 2015 年销售量增加 39%，2016 年上半年营收同比增加 48%，预计 2016 年全年营收增速延续上半年和 2015 年增速，即 30%左右。

呼吸系统用药中的明星产品克咳胶囊 2015 年销售量增加 104%，2016 年上半年呼吸系统用药整体营收同比增加 5.71%，与 2015 年相比逐渐回升，预计 2016 年全年营收增速维持上半年的 6%。根据 PDB 数据，呼吸系统用药行业 2010-2015 年整体年复合增长率约为 14%，预计 2017 年开始克咳胶囊的放量会带动呼吸系统用药的整体增速上升至 15%左右。

其他用药中的二线产品包括金莲清热泡腾片的销量均大幅上升，将带动其他用药的增速回升，基本延续 2016 年上半年的营收增速。

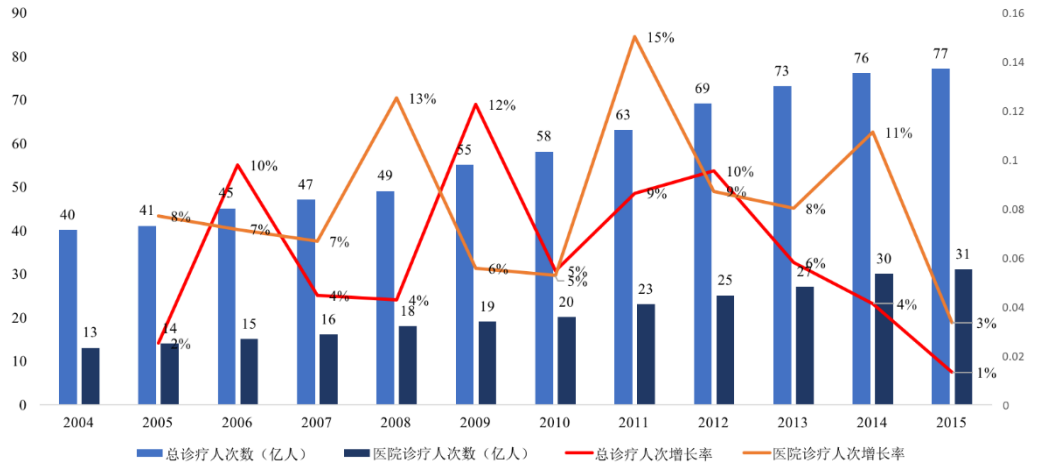
综合分析，医药工业业务的收入端增速预计 2016 年达到 9.4%，比 2015 年提高约 96%，受益于医保目录调整带来的一线和二线产品的同时增速上升，预计 2017 年随着核心二线产品洛铂、艾愈、复方斑蝥、理气活血滴丸等继续放量，药品总增速将持续上升，预计可维持在 12-15%的增速。在利润端，过去 5 年的药品净利润率约为 15%，但受到招标降价因素的影响，净利润率有所下滑，预计 2016 年的净利润率约为 10-12%。

3. 肿瘤市场：供需失衡，政策利好民营资本介入

3.1 医疗卫生机构分布不均，供给结构性不足

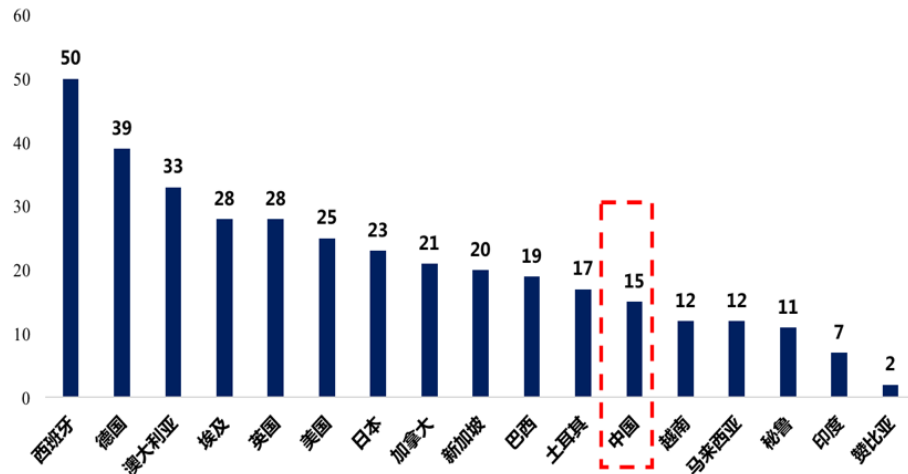
从供需的角度分析，我国医疗行业需求增长迅速而供给存在结构性不足。在需求端，2015 年医院诊疗人次数达 31 亿人，同比增长 3%。在供给端，存在结构性不足。我国每万人口医师数 15 人，远低于发达国家接近 30 人的水平，可见我国医师人才的严重缺乏。从每万人口病床数来看，我国的 42 张位于世界前列，但各级医院的病床利用率严重不均，一级医院病床利用率仅为约 59%，民营医院的病床使用率仅为约 63%，二三级公立医院的病床供不应求，一级和民营医院的病床空置率却高达 40%左右，说明供给结构性失衡。

图 9：中国诊疗人次及增速



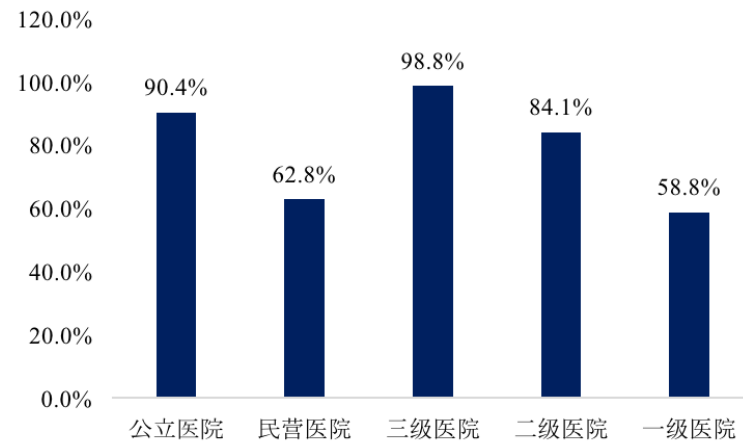
资料来源：卫生统计年鉴、申万宏源研究

图 10：每万人口医师数



资料来源：卫生统计年鉴、申万宏源研究

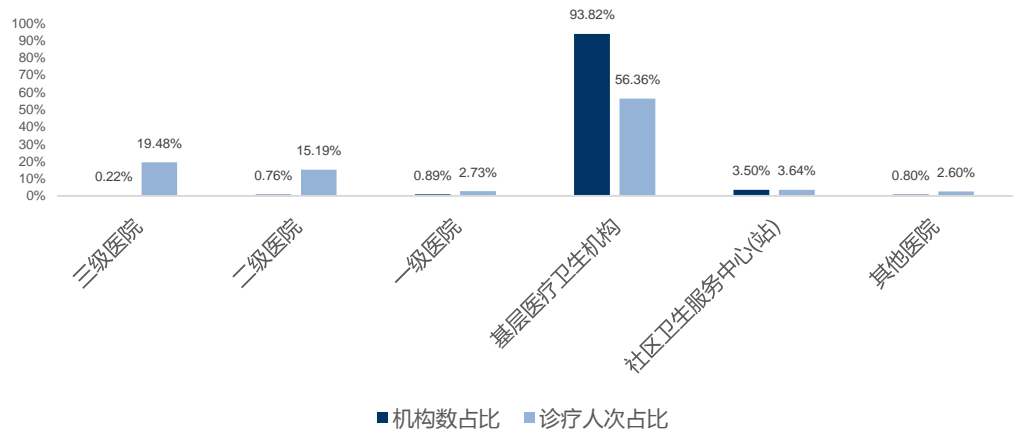
图 11：2015 年我国各级医疗机构病床使用率



资料来源：卫生统计年鉴、申万宏源研究

从医疗机构分布情况来看，2015 年三级医院以 0.22% 的机构数量承担了 19.48% 的诊疗任务，而基层医疗卫生机构以 93.82% 的机构数量仅承担 56.36% 的诊疗任务，大型三级医院明显以有限的机构数量承载过重的诊疗负担，而基层医疗卫生机构虽占据绝大部分医疗机构数量，却没有承担相应的诊疗任务，可见医疗资源与患者需求没有得到有效匹配。

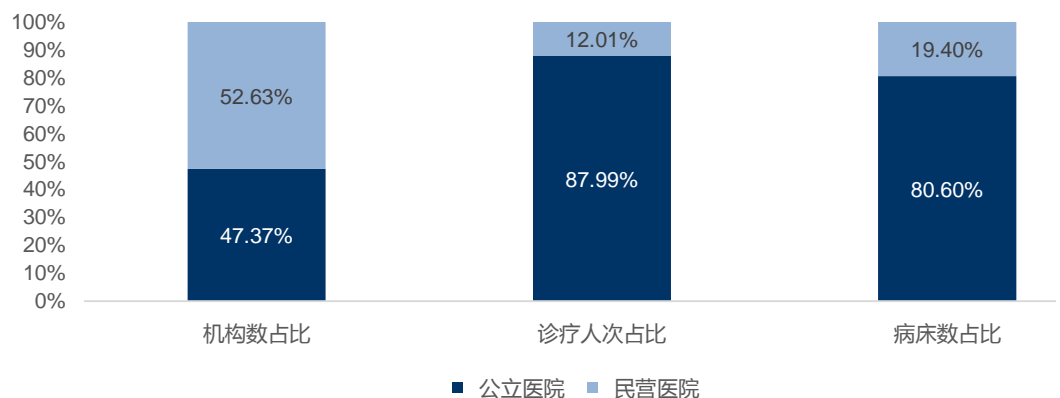
图 12：医疗机构数量和诊疗人次分布占比



资料来源：卫生统计年鉴、申万宏源研究

在公立和民营医院的分布中，可以看到民营医院的地位正在逐渐得到改善，2015 年民营医院机构数量占比达到 53%，已超过公立医院数量；但在医院床位总数和病床使用率方面，公立医院床位占 81%，病床使用率达 90%，民营医院床位占 19%，病床使用率仅 63%；在诊疗人次上，公立医院承担了 88% 的诊疗任务，相对于 2014 年虽已减少了超过 1% 的任务量，但民营医院的诊疗容量尚未得到充分发展。上述数据可看出民营医院在数量上虽已超过公立医院，但可利用床位数量仍然不足，且病床空置率高达近 40%，诊疗任务量与公立医院尚有巨大差距。

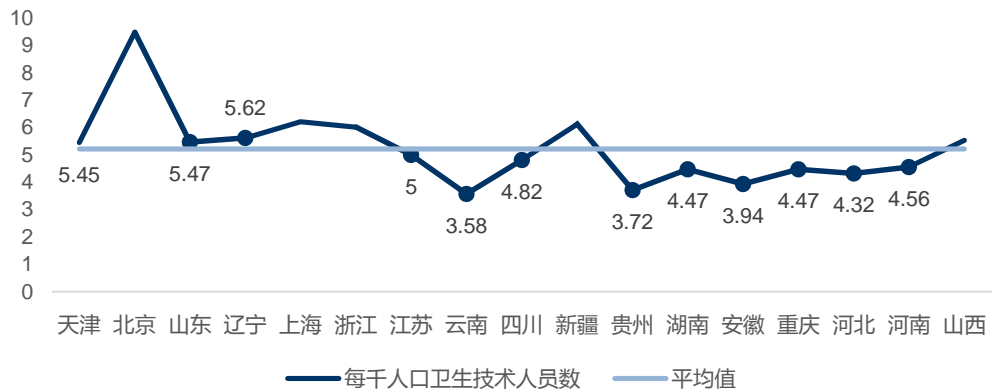
图 13：2015 年公立和民营医疗机构数量、诊疗人次、病床数分布占比



资料来源：卫生统计年鉴、申万宏源研究

除了医疗机构和诊疗人数不匹配、公立/民营医院分布不均，我国的医疗资源还存在严重的区域性失衡。根据卫计委的统计数据，我国各地区的每千人口卫生技术人员数水平不均衡，尤其是在江苏、云南、四川、贵州、湖南、安徽、重庆、河北、河南等次一线、二线省市医疗人才资源低于国家平均水平。

图 14：各地区每千人口卫生技术人员数

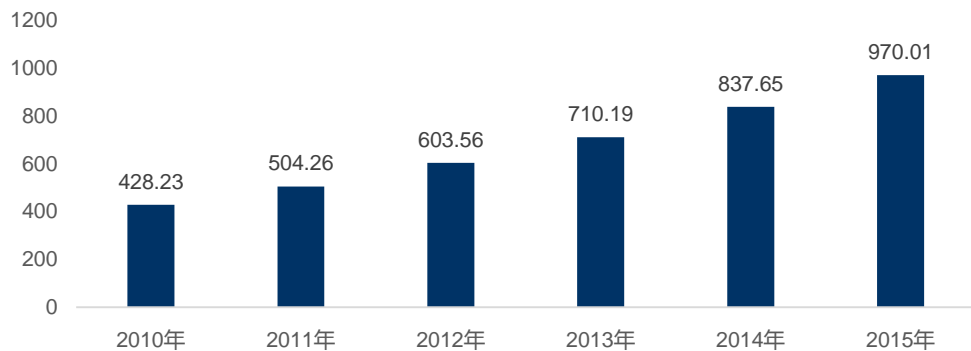


资料来源：卫生统计年鉴、申万宏源研究

3.2 肿瘤疾病市场空间巨大，医疗资源紧缺

在抗肿瘤药物市场方面，根据南方所《抗肿瘤药物市场研究分析报告》数据，中国的抗肿瘤药物市场增速迅猛，2015年中国抗肿瘤药物市场规模为970亿元，同比增长14.11%，2010-2015年年复合增长率达到17.7%。而在肿瘤医疗服务市场方面，根据国家癌症中心统计，中国现存肿瘤患者约为750万人，按人均每年花费7万元，肿瘤治疗渗透率60%计算，中国肿瘤医疗服务市场规模约为3200亿元，空间巨大。

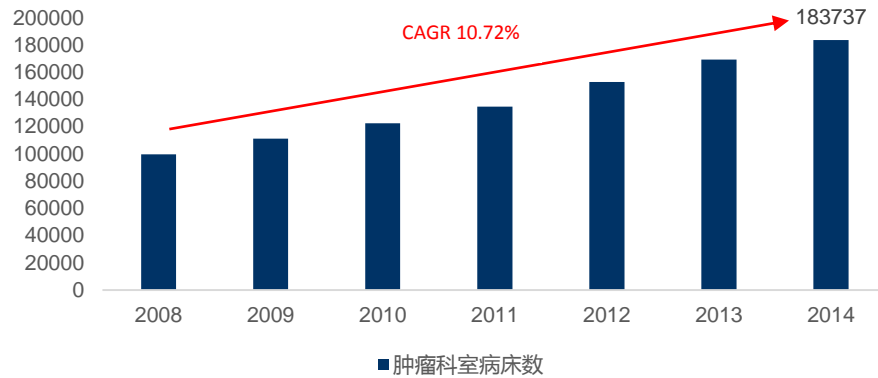
图 15：我国肿瘤药物市场规模（亿元）



资料来源：国家药监局南方医药经济研究所、申万宏源研究

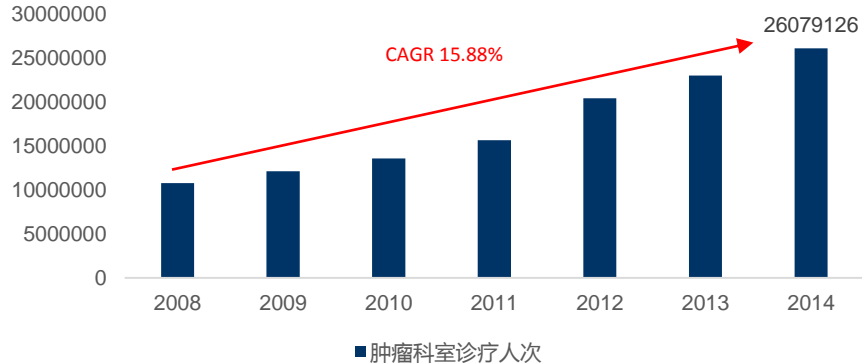
在肿瘤治疗医疗资源方面，2008-2014 年我国医疗机构肿瘤科室的病床数年复合增长率是 10.72%，而医疗机构肿瘤科室的诊疗人次年复合增长率为 15.88%，病床资源的增速远不及患者需求的增速。

图 16：我国医疗机构肿瘤科室病床数及增速



资料来源：卫生统计年鉴、申万宏源研究

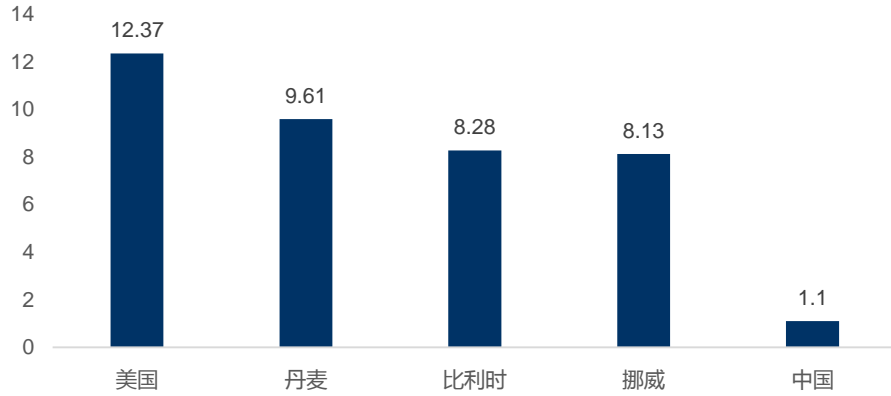
图 17：我国医疗机构肿瘤科室诊疗人数及增速



资料来源：卫生统计年鉴、申万宏源研究

在放疗治疗市场，根据国际原子能机构（IAEA）2013 的统计数据，2005-2025 年间，在发展中国家将有 1 亿癌症患者需要放射治疗，目前仅有 20%-25% 的需要放射治疗癌症的患者接受放射治疗，而中国较其他国家相比，实际接受放射治疗的患者比例更低。放疗比例与大量的患者需求不匹配的重要原因之一在于肿瘤医疗设备资源的紧缺。根据 WHO 的统计数据，截至 2013 年末，我国每百万人拥有放射性治疗设备仅 1.1 台，远低于发达国家至少 8 台以上的水平。

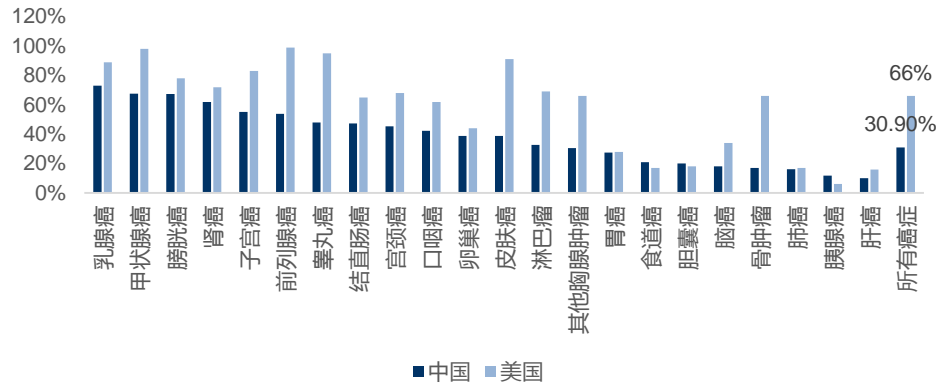
图 18：每百万人拥有的放疗设备数量



资料来源：WHO、申万宏源研究

而在肿瘤治疗质量方面，根据《国际癌症杂志》发布的中国最大规模癌症生存数据汇总分析，我国年龄标准化后的全部癌症5年生存率仅为30.9%，而美国已达到66%，可见肿瘤治疗整体疗效尚有较大改进空间，而医师资源的缺失是疗效不足的重要原因之一，尽管公立三甲医院聚集了很多高端医生资源，但由于承载过多的诊疗任务，导致无法专注于医疗服务质量的提升，进而无法有效提升5年生存率。

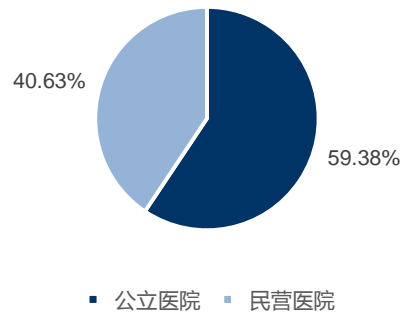
图 19：中美癌症 5 年生存率对比



资料来源：《国际癌症杂志》、申万宏源研究

在公立和民营肿瘤医院方面，目前公立肿瘤医院占比60%，仍占主导，但公立三级医院承担了超过80%的肿瘤治疗任务，已超负荷运转，存在动力去下放部分诊疗任务，而未来公立医院扩张受到政策约束，为民营资本进入肿瘤治疗市场预留了广阔的空间，通过优质的医生资源可有效截流肿瘤患者。

图 20：2015 年我国公立和民营肿瘤专科医院机构数分布占比



资料来源：国家药监局南方医药经济研究所、申万宏源研究

3.3 国家多重政策利好民营医院发展

除了市场空间和公立医院政策为民营肿瘤医院发展带来的机遇，国家层面的多重政策均对民营医院的发展构成利好：

(1) 医师多点执业放开，医生资源流动：2016年11月1日，卫计委发布《医师执业注册管理办法（征求意见稿）》，明确鼓励医师多点执业。对“医生集团”的构建提供政策支持；

(2) 药品零差率，理顺医疗服务价格：2016年11月8日，中共中央办公厅、国务院提出在全国所有公立医院取消药品加成，理顺医疗服务价格，逐步增加医疗服务收入在医院总收中占比；国务院“十三五”卫生与健康规划再次重申该政策。为民营医院打造医生薪酬优势形成利好；

(3) 鼓励社会资本介入：2016年11月8日，中共中央办公厅、国务院提出优化社会办医发展环境，推进非公立与公立医院同等待遇；国务院“十三五”卫生与健康规划提出放宽社会力量举办医疗机构准入要求。为民营医院的迅速发展与扩张提供支持。

4. 医疗服务：积极布局肿瘤医疗服务产业链

4.1 内生发展：肿瘤医院和中心业绩高速增长，释放利润

公司通过布局3家肿瘤医院和近30家肿瘤放疗中心，积极打造肿瘤医疗服务领域。在区域布局方面，公司明显重点侧重医疗资源较为欠缺的省份，重点布局贵州省、安徽省和江苏省。

图 21：公司医疗服务区域布局



资料来源：申万宏源研究

其中已投入运营且并表的 2 家医院灌南县人民医院和淮南朝阳医院，以及贵州益佰投资管理有限公司收购的孙公司上海鸿飞医学科技发展有限公司旗下的 2 家放疗中心于 2016 年均开始盈利，其余的肿瘤中心预期在未来 1-3 年内开始盈利为医疗服务板块做出业绩贡献。

灌南县人民医院：公司于 2004 年 10 月收购医院 90% 股权，医院目前为股份制非营利性二级综合医院，地处江苏省灌南县，人口约为 80 万，医院为当地最大的综合性医院，市场占有率排名第一。2015 年医院实现收入约 2 亿元，净利润 2991.57 万元，2016 年上半年实现净利润 1585.4 万元。由于医院发展已进入成熟期，增长空间有限，未来可通过重点科室的培养提升增速，预计 2016 年收入增速约为行业平均水平 10%，2016 年预计全年实现收入 2.2 亿元；2015 年医院净利润率约为 16%，根据 2016 年上半年净利润，预计 2016 年净利润率维持 16%，预计 2016 年全年实现净利润 3520 万元，归母净利润为 3168 万元。按照收入增速 10%，平均净利率 16%，2017 年预计营业收入 2.42 亿元，归母净利润 3485 万元。

淮南朝阳医院管理有限公司：公司于 2016 年 1 月以 2.6 亿现金收购朝阳医院管理公司 32.5% 股权，并增资 3.5 亿元扩股至 53% 股权，增资资金将用于依靠朝阳医院为平台对周边营利性医院并购及建立现代精准肿瘤治疗中心。朝阳医院是非营利性二乙综合民营医院，但公司与朝阳医院法定代表人宋士和先生签订的协议中规定宋士和先生应尽力将医院变更为营利性医院。朝阳医院地处安徽省淮南市（人口约为 400 万），于 2004 年改制为民营医院，并于 2015 年被宋士和先生将举办权转让给朝阳医院管理公司。医院占地面积 3.4 万平米，床位数 780 床，是淮南市拥有最多医保定点资质的医院，在全国百强民营医院中排名 37 位。益佰收购朝阳医院后积极开展人才引进计划，提升各个科室管理和盈利能力；且公司目前已开展医院扩建工程，在医院附近已购入新楼和土地准备装修扩建，扩建后将扩大肿瘤专科的规模，总床位数预期可翻倍。

2015 年医院实现营收约 3.2 亿元，净利润约 2600 万元，净利润率约为 8%；2016 年上半年实现利润 498 万元（仅 5、6 月份并表）。由于 2016 年益佰入驻后通过医院管理公司对医院进行大规模改革，大幅提升各大科室的盈利能力，预计 2016 年全年营收超过 4 亿元，同比增长约 25%，归属于上市公司股东的收入（5 月开始并表）约为 2.67 亿元；预计 2016 年下半年盈利能力略高于上半年，预计 2016 年全年归母净利润 2000 万（5 月开始并表），净利润率约为 14%，同比增长 75%。由于 2016 年朝阳医院管理公司对医院进行改革力度较大，收入和净利润增幅较大，2017 年开始收入和净利增速均会趋于平稳，收入按照略高于行业平均增速 12%，净利率 13%，2017 年预计营业收入 4.48 亿元，归母净利润 3087 万元。随着朝阳医院扩建工程完毕投入使用，2018 年预期将迎来新的收入增速拐点。

上海鸿飞医学科技发展有限公司：公司全资子公司贵州益佰投资管理有限公司于 2008 年收购上海鸿飞，鸿飞与解放军第八五医院合作开发头部和体部伽马刀项目（上海放疗中心），与解放军第四〇一医院开办伽马刀治疗研究中心项目（青岛放疗中心）。2015 年鸿飞实现收入约 5400 万元，净利润 1655.93 万元，2016 年上半年实现净利润 1022.53 万元。由于鸿飞旗下两家放疗中心已进入成熟期，目前预计 2016 年收入增速约为行业平均水平 10%，2016 年预计全年实现收入 5940 万元；2015 年医院净利润率约为 31%，根据 2016 年上半年净利润，预计 2016 年净利润率略有上升，约为 33%，预计 2016 年全年实现净利润 1960 万元。按照收入增速 10%，净利率 32%，2017 年预计总收入 6534 万元，净利润 2091 万元。风险方面，上海和青岛放疗中心可能受到国家对部队医院改革的政策影响，面临关闭风险。

南京睿科投资管理有限公司：公司于 2016 年 11 月以现金 5600 万元对南京睿科进行增资，增资后占股 51%。南京睿科已在 3 家医院有 4 个肿瘤合作项目，分别是连云港市赣榆区人民医院（二甲）肿瘤放疗中心合作项目、连云港市灌云县人民医院（二甲）肿瘤放疗中心合作项目、连云港市东方医院（三乙）肿瘤放疗中心合作项目及健康体检中心项目。由于 4 个项目均属于项目初期，截至目前尚未盈利，按照进程，以及公司增资的到位，预计 4 个项目 2016 年底开始盈利。2015 年南京睿科总营收 1271 万元，净利润-187.49 万元，2016 年前三季度实现收入 500 万元，净利润-90.67 万元。南京睿科做出业绩承诺，承诺 2017-2019 年净利润分别为 1200 万元、1500 万元、2000 万元，归母净利润分别为 612 万元、765 万元、1020 万元。按照肿瘤中心平均净利率 15%，2017-2019 年的营收预计分别为 8000 万元、1 亿元、1.3 亿元。

上海华睿医疗投资管理公司：公司于 2016 年 12 月以 883.5 万元对价取得上海华睿 9.06% 股权，并以 9787.96 万元进行增资，扩股至 53.63%。上海华睿主营肿瘤放疗大型设备和核医学投资、收购与运营，主要提供投资的医疗设备包括肿瘤治疗设备（伽马刀、直线加速器、陀螺刀等）；影像检查设备（经济型 PET/CT、核磁共振、乳腺钼靶机等）。华睿的 3 家全资子公司上海华冉医院管理有限公司、长沙建达投资管理公司、徐州毅文科技发展有限公司拥有 17 个医院中心和 19 个项目，主要项目均为肿瘤放疗治疗中心，项目优质，合作的 17 家医院中有 9 家三级医院和 8 家二级医院。

华赛体内大多数项目仍处于初期阶段尚未盈利，2015年华赛营收338.57万元，净利润-148.59万元，2016年1-10月营收1271.98万元，净利润-1402.23万元。随着增资的到位，华赛的财务成本将极大改善，同时按照肿瘤放疗中心2-4年的回收周期，华赛体内部分运营时间较长的肿瘤中心预计2017年可开始盈利。在收入规模方面，17个医院中心的体量将远高于南京睿科，其中长沙建达与湖南省肿瘤医院（三甲）、常德第四人民医院（三甲）、益阳中医院（二甲）、邵阳中医院（三甲）、永州中医院（三甲）、黄冈中医院（二甲）、蒲纺人民医院（二甲）等多家大型医疗合作机构，体量至少过亿；徐州毅文与连云港第一人民医院（三甲）、徐州矿物集团总医院（三乙）等二/三级医院进行合作。预计2017年益佰的增资将促使华赛的收入增速远超2016年，预计总收入约2亿元；总体净利率将扭亏为盈，按肿瘤中心平均水平15%计算，归母净利润约为1620万元。按照新建肿瘤中心的平均回收周期2-3年，预计未来1-3年内华赛将不断带来新的业绩贡献。

其他肿瘤中心/医院：除了上海鸿飞、南京睿科和上海华赛的23家肿瘤中心，公司还通过共建/收购的方式参控股毕节肿瘤中心、瓮安肿瘤中心、金沙洲医院肿瘤中心、泉州滨海医院肿瘤临床医学中心等4家肿瘤中心和绵阳富临医院。4家肿瘤中心处于初期建设阶段尚未盈利，通过与当地医院合作可缩短回收周期，预计未来1-3年内可开始盈利，且肿瘤中心可帮助上市公司在贵州以及全国铺设肿瘤治疗连锁平台，尤其是与广州金沙洲医院合建的金沙洲肿瘤中心和与泉州滨海医院合建的肿瘤中心，包括普通肿瘤放疗中心、肿瘤质子治疗中心、细胞免疫治疗中心，以及微创介入、生物治疗等，对于公司在华南地区搭建肿瘤治疗连锁平台打下关键布局，同时金沙洲肿瘤中心也将成为上市公司未来肿瘤连锁医院人才和技术培训基地，对于建立肿瘤治疗生态圈的战略意义很大。控股绵阳富临医院90%股权是“朝阳医院”模式的延续，打造以肿瘤治疗为特色的综合医院可以保证稳定的现金流和患者流量。

综合上述分析，上市公司2016年的内生发展增速可期，2家医院与上海鸿飞旗下2家肿瘤中心业绩凸显，释放盈利，带动医疗服务板块整体增速。随着睿科和华赛体内的肿瘤中心开始盈利，预计2017年医疗服务业务的内生发展将持续升温。

表 11：医疗服务内生业务业绩预测（万元）

	2015			2016E			2017E			2018E		
	收入	净利润	归母净利润	收入	净利润	归母净利润	收入	净利润	归母净利润	收入	净利润	归母净利润
灌南医院	20,000	2,992	2,692	22,000	3,520	3,168	24,200	3,872	3,485	26,620	4,259	3,833
朝阳医院				26,700	3,774	2,000	44,800	5,824	3,087	50,176	6,523	3,457
上海鸿飞	5,400	1,656	1,656	5,940	1,960	1,960	6,534	2,091	2,091	7,187	2,300	2,300
南京睿科							8,000	1,200	612	10,000	1,500	765
上海华赛							20,000	3,000	1,620	25,000	3,750	2,025
合计	25,400	4,648	4,348	54,640	9,254	7,128	105,534	15,987	10,895	118,983	18,332	12,380

资料来源：公司公告、PDB、申万宏源研究

4.2 外延拓展：医院收购延续“朝阳”模式，关注新业务拓展

医院收购方面，已有的灌南医院和朝阳医院运营模式良好，业绩增长稳定，尤其是朝阳医院作为安徽唯一的三级乙等综合民营医院，拥有以下重要特征：1) 作为综合性医院，市占率高，患者流量大，市场基础良好；2) 存在积极动力变更为营利性医疗机构 2) 医保资质好，是淮南市拥有最多医保定点资质的医院；3) 收入规模较大，盈利能力基本处于行业平均水平，风险较小；4) 在肿瘤治疗方面具有优势，朝阳医院创办人是我国著名的“伽马刀之父”宋士鹏先生，是中国第一个连锁式“肿瘤诊断治疗中心”和拥有最多知识产权的放疗研究中心的创始人。上述特征使得朝阳医院在业绩方面可为上市公司创造较稳定的盈利贡献，另一方面有助于上市公司拓展肿瘤治疗领域的版图。因此我们认为“朝阳医院”模式可成为公司下一步收购医院的重要标准，2017年2月公司与四川富临实业集团签署的投资协议即旨在收购四川省第一家民营二甲综合医院绵阳富临医院，验证我们对于“朝阳医院”模式延续的预期。在业绩贡献方面，综合性医院的年收入约为2亿元，按医院平均净利率10%计算，每家医院每年可贡献约2000万净利润。根据公司的战略规划，预计未来设立/收购7-8个有独立肿瘤医院牌照的医院，假设公司未来1-5年内收购5家类似医院，预期可为公司带来10个亿的收入增长以及1个亿的净利润。

肿瘤中心方面，2016年受到“魏则西事件”影响，肿瘤中心和医院总量低于预期（预期50家），预计2017年将加快设立/并购速度。目前公司已参控股的肿瘤中心以放疗中心为主。根据肿瘤的三大治疗手段，可以大致将治疗市场划分为手术、放疗和化疗（即药物治疗），其中化疗因受到国家政策“药品零差率”的限制，是公立医院愿意下放的治疗任务，且化疗一般由优质的医生为患者制定好化疗方案后患者可转移至下一级医院或化疗中心接受化疗，因此分级诊疗政策也将更支持化疗向二级医院和民营医院的转移。为了完善肿瘤治疗产业链，我们认为公司可能进行新业务的拓展，包括引入化疗、中医肿瘤治疗、细胞免疫治疗等业务，增强公司肿瘤治疗业务的多样性。业绩贡献方面，放疗中心规模较大，平均规模超过4000万元，按照肿瘤中心平均净利率15%计算，每家放疗中心每年可贡献约600万净利润。化疗中心一般规模较小，平均规模约为1000万不到，按照净利率15%计算，每家化疗中心每年可贡献净利约150万。由于化疗中心的可塑空间较大，公司可融合其他业务包括中医肿瘤治疗、细胞治疗、免疫治疗等新技术，提升化疗中心的业绩规模。根据公司战略规划，公司计划参控股300个肿瘤中心，按照放疗中心和其他业务中心各一半来计算，肿瘤中心收入规模可达75亿左右（剔除医院影响），可贡献利润可达11.25亿元。

表 12：医疗服务外延业务空间与利润预测（剔除医院影响）

肿瘤中心总数	肿瘤中心个数		收入规模（百万元）		净利润（百万元）	
	放疗中心	其他中心	放疗中心	其他中心	放疗中心	其他中心
50	30	20	1200	200	180	30
100	60	40	2400	400	360	60
150	80	70	3200	700	480	105
200	100	100	4000	1000	600	150
250	125	125	5000	1250	750	187.5

300	150	150	6000	1500	900	225
合计				7500		1125

资料来源：公司公告、PDB、申万宏源研究

4.3 借鉴海外经验：与 ICON 联手打造肿瘤连锁管理平台

公司于 2016 年 6 月于澳大利亚的 Integrated Clinical Oncology Network 公司签订合作协议，拟各出资 250 万美元成立上海益佰艾康肿瘤医疗管理公司，将主要为上市公司的肿瘤连锁医院和肿瘤中心、ICON 的中国项目及公司的其他潜在项目提供放疗部分的管理服务。

ICON 是澳洲最大的综合癌症治疗服务提供商，旗下有 8 家癌症专科日间医院、10 家放疗中心、管理 50 家肿瘤药药房、5 家 TGA（澳大利亚药物管理局）化疗药物合成机构，及 ICON 癌症基金，ICON 将为上市公司带来在连锁肿瘤医院和治疗中心的管理和质控方面的丰富知识和经验。同时，ICON 将为合资公司提供有关 ICON 品牌使用的相关知识产权和权利；向员工提供正式培训和教育，并接触 ICON 训练有素的临床员工，参与 ICON 为放射肿瘤专家提供的其他活动例如访问 ICON 专业健康中心；调试直线加速器，远程质量保证平面图设计和设备选型；提供接触全球综合放射治疗设备供应商 Varian 医疗系统公司的机会等。

与 ICON 联手将助力上市公司对规模逐渐增加的连锁肿瘤医院和治疗中心进行标准化管理，使得公司医疗服务业务在迅速扩张的同时保证质量，这在肿瘤治疗领域尤为关键。

5. 医生集团：助力益佰打造“大肿瘤+”生态圈

5.1 源于美国，主要采取 PHP 模式

公司于 2016 年 4 月设立控股子公司贵州益佰艾康肿瘤医生集团，作为全国性的医生集团，并于 6 月通过控股子公司设立控股孙公司安徽肿瘤医生集团，是上市公司成立的第一家省级肿瘤医生集团，将为公司在安徽肿瘤治疗平台提供关键的医生资源和技术支撑，标志着公司在医疗服务转型中最关键的医生集团业务正式落地。

医生集团源于美国，指的是多个医生团队组成的联盟或组织机构，其本质是医生团体执业，医生之间共同计算收入和成本，共同承担损失和医疗风险，共享设施设备和患者资源，是医生进行多点执业的有效途径。最主要的模式是 PHP 模式（Physician-Hospital Partnership），即医生与医院的一种合作模式，其核心是医生成为主导。这种模式下，医生与医院不是雇佣关系，而是平等的合作伙伴关系，与医院签约时，医生并不拿医院的工资，签约医院只是给医生提供一个平台，包括检查设备、护士、麻醉、医院接待等；医生集团提供医疗技术和团队，医生通过提供医疗服务从保险公司获得分成收入。

在 PHP 模式下，每个专家配有医生助手、客服和秘书等支持团队来负责患者的接洽、随访，医疗资源的协调等。每个人的职责分工都很明确，客服负责 24 小时与患者保持联系，

秘书负责安排专家手术前后的事情，医生只负责提供医疗服务，能专注于提高诊疗质量。站在医院的角度，可以不用担心优质医生的资源，避免和医生产生无谓的竞争。

图 22：PHP 模式



资料来源：申万宏源研究

5.2 国内医生集团的三大分类

国内的医生集团可分为三个大类：

体制内医生集团：医生不用脱离体制，工作之余通过多点执业的模式加入医生集团。由医生集团为签约医生提供对口执业的医院并开展医疗服务，医生集团对签约医生采取多劳多得的方式支付报酬，同时医生与医生集团的关系较为松散。

体制外医生集团：医生完全脱离体制，全职自由执业，加入医生集团的门槛较高，必须是成熟专家或团队。医生集团负责联系对口执业的医院或在医生集团下属的手术中心开展医疗服务。医生与医院签约，医生集团与医生签约，并成为这些医生的母体，为其提供后勤支持，医生通过医疗服务获得保险支付。

线上医生集团：线上医生集团主要基于移动互联网平台，不论体制内外的医生均可借助移动互联网技术，实现跨地域、跨医院、跨科室协同合作，使医生不离开医院也能享受医生集团红利。

5.3 国内医生集团案例：张强医生集团

张强医生集团成立于 2014 年 7 月 1 日，是一家典型的体制外医生集团，体内所有医生均为可自由执业的医生专家。2016 年初，张强医生集团顺利完成从跨专科到血管专科的转型，成为国内首家血管外科医生集团。

在签约医院方面，张强医生集团采用 PHP 模式与京沪等各大城市国际医院签约。目前签约的 9 家国际医院为：上海禾新医院，上海沃德医疗中心，北京和睦家医院，北京和睦家康复医院，浙江绿城心血管病医院，北京善方医院，青岛和睦家医院，天津和睦家医院，上海和睦家医院。

在医生质量方面，张强医生集团由上海、北京的原附属三甲医院的优秀外科专家团队组成，目前集团共有 20 多人，旗下子品牌包括疝外壳、男士整形外科、口腔颌面外科、肛肠外科。

在患者支付方面，张强医生集团所签约的医疗机构接受由大部分高端保险公司提供的医疗保险计划，不接受城镇职工基本医疗保险和新农合。

在医生收入方面，集团采用的是国际通用的 CPT Code（当前诊治专用码，Current Procedural Terminology，由全美医学会负责制定。医生按代码收费，所有付费机构或个人都按照代码付费，使用代码需要病历和诊断依据为凭证。）的薪酬计算方式，保险公司对每个病种的治疗，都有一个代码，代码里有一部分是医生费用提成，医生费用提成与医生水平挂钩，如果医生水平高，其提成就高；反之则低。

保险公司合作方面，集团已与 20 多家大型商业保险公司进行合作，接受其提供的医疗保险计划。

图 23：部分与张强医生集团合作的保险公司

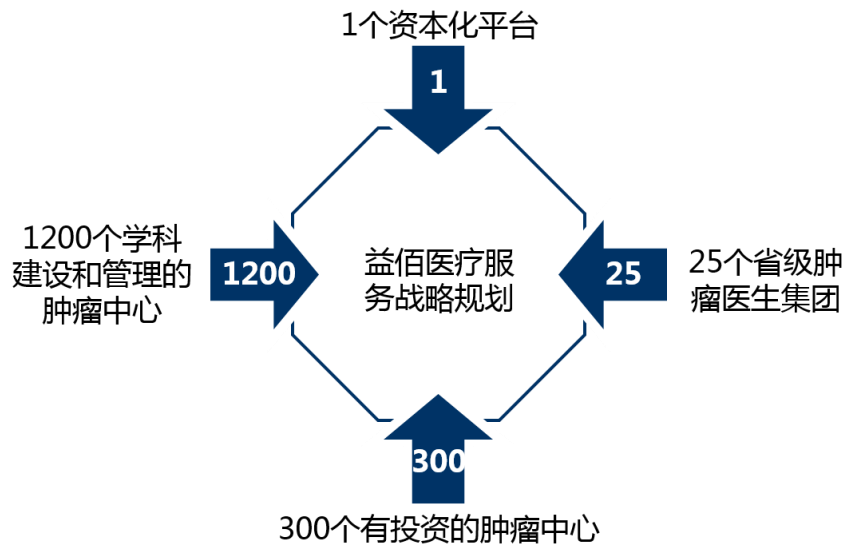


资料来源：张强医生集团、申万宏源研究

5.4 益佰特色肿瘤医生集团：助力打造肿瘤医疗生态圈

益佰大战略性打造一个涵盖资本平台、医生集团和肿瘤中心的医疗服务生态圈，公司战略规划未来 3-5 年打造 1 个资本化平台、25 个省级肿瘤医生集团、300 个有投资的肿瘤中心、1200 个学科建设和管理的肿瘤中心。

图 24：益佰医疗服务平台战略规划



资料来源：公司公告、申万宏源研究

益佰预计构建的三级结构的医生集团模式，一级为依托益佰制药的资源建立全国性的医生集团，即贵州益佰艾康肿瘤医生集团（上市公司控股 51%，国家级肿瘤专家参股），二级是贵州肿瘤医生集团与各省的肿瘤专家分别联合成立 25 个省级肿瘤医生集团（贵州肿瘤医生集团控股 51%以上，省级肿瘤专家参股），三级则是各省级肿瘤医生集团与每个省的肿瘤医生联合建立合伙制肿瘤医生集团（上市公司和省级医生集团控股，地级市肿瘤医生参股）。

截至报告日，益佰共设立 1 家全国性的医生集团和 6 家省级医生集团，包括安徽益佰艾康肿瘤医生集团（7 位专家）、天津益佰艾康肿瘤医生集团（6 位专家）、湖南益佰艾康肿瘤医生集团（3 位专家）、四川益佰艾康肿瘤医生集团（7 位专家）、辽宁益佰艾康肿瘤医生联盟医疗公司（10 位专家）。

图 25：益佰三级结构医生集团模式



资料来源：公司公告、申万宏源研究

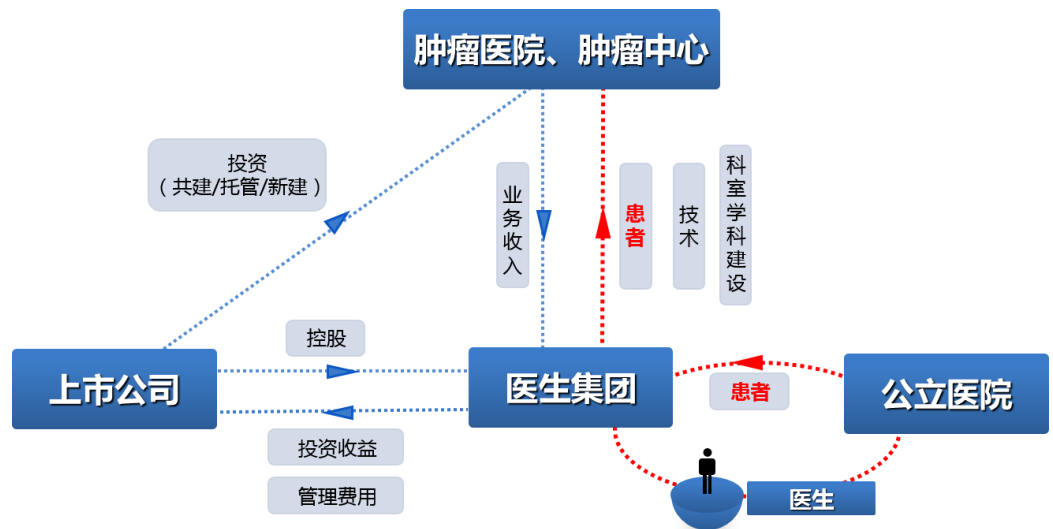
在医生质量方面，现有的 6 家省级医生集团共有 33 位肿瘤专家，目前所有集团内医生均在体制内工作且担任专家级职位，包括安徽、北京、天津、河北、湖南、四川、辽宁多家三甲医院肿瘤主任、主任医师等。

在患者医保支付方面，根据要求所有肿瘤放疗中心必须具备国家二级以上医院资质，且目前大部分肿瘤中心均与民营或公立医院合作，因此主流的放疗治疗手段例如直线加速器和伽马刀等均在医保支付体系内，这是体制内医生集团的一个重要优势。

在医生收入方面，医生通过加入医生集团进行多点执业，将其体制外收入阳光化，且上市公司预期将医生集团打造成为连接患者与肿瘤中心的平台，因此医生的收入来源较为多元化，包括：1) 集团对公司肿瘤连锁医院或公立医院的肿瘤科托管，实行技术输出和管理，实现业务收入和利润；2) 成立日间诊所，开展诊疗服务，获得业务收入；3) 通过开展线下或线上肿瘤多学科会诊，实现业务收入；4) 开展肿瘤患者 VIP 管理，提供全程诊疗指导跟进服务，为肿瘤患者提供高质量 MDT 服务，实现业务收入。除了业务收入，医生还可获得其在医生集团内的股权投资的投资收益。

益佰设立肿瘤医生集团可为公司的肿瘤医疗服务机构提供人才保障，提高公司肿瘤连锁医院的品牌影响力，同时通过互联网平台的搭建，把现有的肿瘤医疗资源整合，从而实现肿瘤医生社会价值的最大化。益佰特色医生集团模式将助力公司打造肿瘤治疗生态圈闭环，预期实现以下三个主要目的：1) 通过优秀的医生资源实现肿瘤中心的患者导流，同时输入优质医生资源；2) 依靠医生集团带动肿瘤中心的学科建设，通过 MDT 模式提升肿瘤治疗质量和水平；3) 为新业务的拓展提供支持，成熟的医生集团+肿瘤中心的模式将为肿瘤治疗产业链的新业务与新技术提供技术支持与落地点，为公司打造高壁垒的肿瘤治疗生态圈。

图 26：益佰特色医生集团模式打造肿瘤生态闭环



资料来源：申万宏源研究

6. 盈利预测与估值

6.1 关键假设

医药工业业务：

- 1) 抗肿瘤用药:抗肿瘤药主力艾迪增速回升,洛铂增速迅猛,复方斑蝥预计持续放量,预计抗肿瘤药品整体业务 2016-2018 年收入端同比增速分别为 9%、11%、12%,毛利率维持 97.3%;
- 2) 心脑血管用药:受益于杏丁市场竞争格局发生变化,2016 年收入增速预计转负为正,2017 年开始公司将受益于理气活血滴丸和丹灯通脑滴丸等二线产品的放量,以及杏丁市场严格的监管政策逐渐形成的垄断优势,预测 2016-2018 年收入端同比增速分别为 3%、5%、6%,毛利率维持 85%;
- 3) 妇科用药:受益于新增选进医保目录的妇科调经滴丸,及二线产品葆宫止血颗粒等的放量,预测 2016-2018 年收入同比增速维持 25%,毛利率维持 64.8%;
- 4) 骨科肌肉用药:受益于金骨莲胶囊放量,预测 2016-2018 年收入同比增速维持 30%,毛利率维持 99.2%。
- 5) 呼吸系统用药:受益于明星产品克咳胶囊放量,预测 2016-2018 年收入同比增速分别为 6%、15%、15%,毛利率维持 69.0%。
- 6) 综上,2016-2018 年医药工业业务的收入端同比增速分别为 9.4%、12.1%、13.6%,毛利率分别为 86.1%、85.9%、85.6%,净利率 10-12%。

医疗服务业务：（仅考虑内生增长）

- 7) 灌南县人民医院:2016-2018 年收入增速约为行业平均水平 10%,2016-2018 年预测营业收入分别为 2.2 亿元、2.42 亿元、2.662 亿元;净利润率维持 16%,贡献净利润分别为 3168 万元、3485 万元、3833 万元;
- 8) 淮南朝阳医院:2016-2018 年收入增速分别为 25%、12%、12%,2016-2018 年预测归属于上市公司股东的收入分别为 2.67 亿元(2016 年 5 月并表)、4.48 亿元、5.02 亿元;净利润率分别为 14%、13%、13%,贡献净利润分别为 2000 万元、3087 万元、3457 万元;
- 9) 上海鸿飞中心:2016-2018 年收入增速维持 10%,2016-2018 年预测收入分别为 5940 万元、6534 万元、7187 万元;净利润率分别为 33%、32%、32%,贡献净利润分别为 1960 万元、2091 万元、2300 万元;
- 10) 南京睿科:睿科做出业绩承诺,2017-2019 年净利润分别为 1200 万元、1500 万元、2000 万元,贡献归母净利润分别为 612 万元、765 万元、1020 万元。按照

肿瘤中心平均净利率 15%，2017-2019 年的营收预计分别为 8000 万元、1 亿元、1.3 亿元；

- 11) 上海华骐：预测 2017-2018 年营业收入分别为 2 亿元、2.5 亿元，收入增长率为 25%，按肿瘤中心平均净利率 15%，2017-2019 年贡献净利润分别为 1620 万元、2025 万元。
- 12) 综上，2016-2018 年医疗服务业务的收入端同比增速 115%、96%、13%，毛利率维持 35%，平均净利率 15%。

6.2 投资评级与估值

结合医药工业和医疗服务内生增长业务，我们预测 2016-2018 年上市公司营业总收入分别为 38.77 亿元、47.99 亿元、54.46 亿元，同比增速分别为 17.4%、23.8%、13.5%，净利润分别为 4.11 亿元、5.22 亿元、6.61 亿元，2016-2018 年 EPS 分别为 0.52 元、0.66 元、0.83 元，同比增长 116.9%、27.0%、26.8%，对应 PE 分别为 36 倍、28 倍、22 倍，首次覆盖给予增持评级。

由于医药工业和医疗服务分属不同子行业，我们对两块业务进行分部估值。

- 1) 医药工业 2016-2018 年净利润分别为 3.40 亿元、4.13 亿元、5.37 亿元，按中药行业可比公司天士力、贵州百灵、上海凯宝、康缘药业、香雪制药、信邦制药等 6 家公司 2017 年平均估值 34 倍 PE，我们给公司医药工业业务 2017 年的估值为 140 亿元市值；
- 2) 医疗服务 2016-2018 年净利润分别为 7128 万元、1.09 亿元、1.24 亿元，按医疗服务领域可比公司爱尔眼科、通策医疗、国际医学、润达医疗 2017 年的平均估值 47 倍 PE，我们给公司医疗服务业务 2017 年的估值为 51 亿元市值；
- 3) 按照分部估值法，2017 年两者总计市值 191 亿元，与公司当前市值 146 亿元相比分别存在 31% 的上涨空间，对应目标股价为 24.12 元。

表 13：可比公司估值情况（中药行业）

中药行业	收盘价 2/23	总市值（亿元）	2017E EPS	2017 PE
天士力	38.48	416	1.58	24
贵州百灵	18.78	265	0.45	42
上海凯宝	10.63	88	0.39	27
康缘药业	18.26	113	0.74	25
香雪制药	12.28	81	0.25	48
信邦制药	9.87	168	0.27	37
平均值				34

资料来源：WIND、申万宏源研究

表 14: 可比公司估值情况 (医疗服务行业)

医疗服务行业	收盘价 2/23	总市值 (亿元)	2017E EPS	2017 PE
爱尔眼科	31.68	319	0.75	42
通策医疗	29.32	94	0.73	40
国际医学	/	156	0.15	52
润达医疗	/	104	0.61	53
平均值				47

资料来源: WIND、申万宏源研究

表 15: 分部估值表 (2017E)

	净利润 (亿元)	静态 PE	市值 (亿元)
医药工业	4.13	34	140
医疗服务	1.09	47	51
合计	5.22		191

资料来源: WIND、申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,157	3,303	3,877	4,799	5,446
医药工业	2,913	3,052	3,338	3,744	4,253
医疗服务	242	250	538	1,055	1,192
营业总成本	2,660	3,105	3,386	4,176	4,656
营业成本	571	632	815	1,214	1,387
医药工业	414	469	465	528	612
医疗服务	157	163	350	686	775
营业税金及附加	54	55	65	80	91
销售费用	1,747	2,045	2,132	2,471	2,723
管理费用	230	312	337	365	414
财务费用	39	53	37	46	42
资产减值损失	18	8	(2)	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	28	(3)	0	0	0
营业利润	524	195	492	623	789
营业外收支	32	33	0	0	0
利润总额	557	227	492	623	789
所得税	75	35	75	94	119
净利润	481	192	416	529	670
少数股东损益	3	3	6	7	9
归属于母公司所有者的净利润	478	189	411	522	661

资料来源:申万研究

合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	481	192	416	529	670
加: 折旧摊销减值	109	108	68	83	97
财务费用	38	51	37	46	42
非经营损失	(26)	1	(0)	(0)	(0)
营运资本变动	(64)	220	59	154	49
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	542	574	582	811	857
资本开支	204	288	613	155	155
其它投资现金流	(635)	(630)	4	(10)	(10)
投资活动现金流	(788)	(935)	(609)	(164)	(164)
吸收投资	1,068	0	0	0	0
负债净变化	234	292	196	259	196
支付股利、利息	85	98	37	46	42
其它融资现金流	(29)	129	0	0	0
融资活动现金流	1,188	322	159	214	154
净现金流	942	(39)	131	861	847

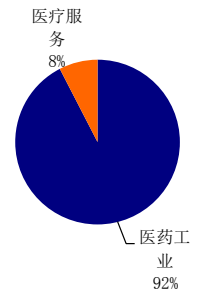
资料来源:申万研究

关键假设

	2015	2016E	2017E	2018E
医药工业增长	5%	9%	12%	14%
医疗服务增长	3%	115%	96%	13%
毛利率	81%	79%	75%	75%
销售费用率	62%	55%	52%	50%
管理费用率	9%	9%	8%	8%

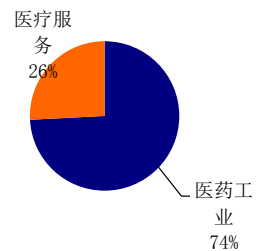
收入结构

2015年收入结构

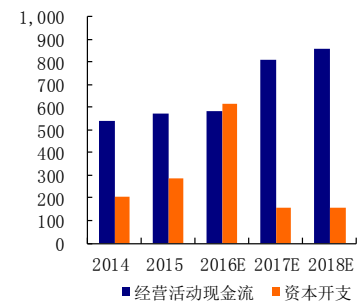


成本结构

2015年成本结构



资本开支与经营活动现金流

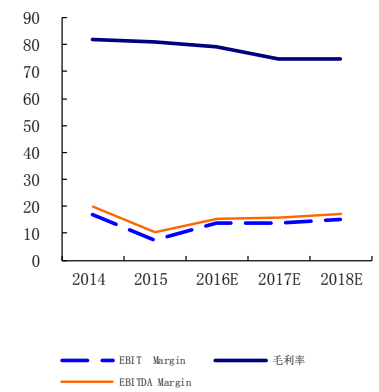


合并资产负债表

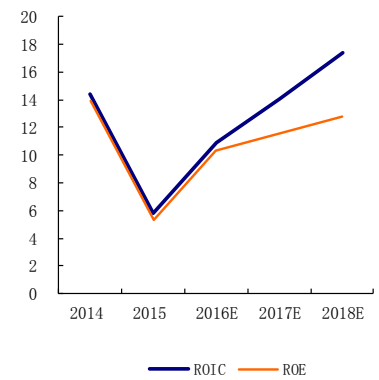
百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2,706	2,580	2,810	3,869	4,820
现金及等价物	1,053	1,050	1,176	2,037	2,884
应收款项	1,301	1,322	1,363	1,429	1,475
存货净额	352	208	270	403	460
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	17	6	7	17	27
固定资产	726	990	1,130	1,201	1,259
无形资产及其他资产	2,046	2,012	2,415	2,415	2,415
资产总计	5,496	5,588	6,361	7,501	8,520
流动负债	1,754	1,702	1,863	2,279	2,431
短期借款	510	802	802	865	865
应付款项	469	558	719	1,071	1,223
其它流动负债	0	130	130	130	130
非流动负债	300	300	496	692	888
负债合计	2,054	2,002	2,359	2,971	3,319
股本	396	792	792	792	792
资本公积	1,164	768	768	768	768
盈余公积	233	242	260	284	313
未分配利润	1,637	1,770	2,162	2,661	3,292
少数股东权益	11	13	19	26	35
股东权益	3,442	3,586	4,002	4,531	5,201
负债和股东权益合计	5,496	5,588	6,361	7,501	8,520

资料来源:申万研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

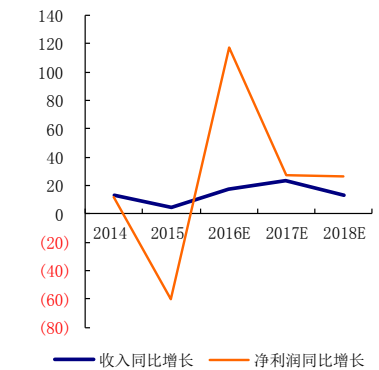


重要财务指标

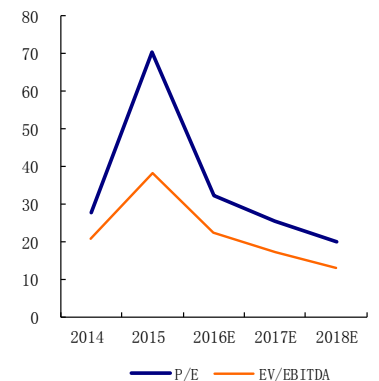
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标(元)					
每股收益	0.60	0.24	0.52	0.66	0.83
每股经营现金流	0.68	0.72	0.73	1.02	1.08
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	4.33	4.51	5.03	5.69	6.52
关键运营指标(%)					
ROIC	14.4	5.8	10.9	14.1	17.4
ROE	13.9	5.3	10.3	11.6	12.8
毛利率	81.9	80.9	79.0	74.7	74.5
EBITDA Margin	19.9	10.6	15.4	15.7	17.0
EBIT Margin	17.0	7.6	13.6	13.9	15.3
收入同比增长	13.4	4.6	17.4	23.8	13.5
净利润同比增长	11.5	(60.4)	116.9	27.0	26.8
资产负债率	37.4	35.8	37.1	39.6	39.0
净资产周转率	0.92	0.92	0.97	1.07	1.05
总资产周转率	0.57	0.59	0.61	0.64	0.64
有效税率	14.2	15.3	15.3	15.1	15.1
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	27.8	70.3	32.4	25.5	20.1
P/B	3.9	3.7	3.3	3.0	2.6
EV/Sale	4.1	4.0	3.5	2.7	2.2
EV/EBITDA	20.8	38.1	22.4	17.1	13.1

资料来源:申万研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。