

调研点评报告
益佰制药 (600594)
中药 III
医药工业受益于医保目录调整, 持续布局医疗服务
报告日期: 2017-06-22

评级: **推荐**

上次评级:

合理区间: **18.6-19.84 元**

上次预测:

当前价格 (元)	15.69
52 周价格区间 (元)	14.58-19.51
总市值 (百万)	12480.78
流通市值 (百万)	12480.78
总股本 (万股)	79192.74
流通股 (万股)	79192.74
公司网址	www.gzcci.com

一年期收益率比较


表现%	1m	3m	12m
益佰制药	3.01	-14.25	5.83
上证综指	1.60	-3.41	8.70

财富证券研究发展中心

刘雪晴	陈博
0731-84779556	0731-84403422
liuxq@cfzq.com	chenbo@cfzq.com
S0530210080001	研究助理

相关研究报告:

预测指标	2016A	2017E	2018E
主营收入 (百万元)	3686.82	4390.45	4975.62
净利润 (百万元)	384.86	492.67	600.21
每股收益 (元)	0.49	0.62	0.76
每股净资产 (元)	4.98	5.59	6.12
市盈率	32	25	21
P/B	3.15	2.81	2.56

资料来源: 财富证券

事件: 近期我们实地调研了益佰制药, 与公司高管进行了交流。

投资要点

➤ **医药工业平稳增长, 医疗服务快速发展。**2016 年公司实现营业收入 36.87 亿元, 同比增长 11.64%; 实现归母净利润 3.85 亿元, 同比增长 103.22%; 实现扣非归母净利润 3.68 亿元, 同比增长 114.74%。2016 年公司期间费用率为 61.94%, 同比下降 11.03 个百分点, 主要是因为销售费用率下降 12.09 个百分点。

公司业务分为医药工业和医疗服务。2016 年医药工业实现收入 31.88 亿元, 同比增长 4.47%。公司主要产品有艾迪注射液、复方斑蝥胶囊、注射用洛铂、银杏达莫注射液、心脉通胶囊、妇炎消胶囊、葆宫止血颗粒、金莲清热泡腾片、金骨莲胶囊等。其中抗肿瘤药为公司医药工业最大品类, 2016 年实现销售收入 18.8 亿元, 在医药工业收入占比 58.97%。

2016 年医疗服务实现收入 4.96 亿元, 同比增长 98.03%。目前, 公司布局有灌南医院、朝阳医院和毕节医院等 3 家医院, 核准床位数 1380 张; 肿瘤治疗中心项目通过上海鸿飞、南京睿科、上海华睿投资 27 个肿瘤治疗中心项目; 肿瘤医生集团设有贵州肿瘤医生集团、安徽肿瘤医生集团、天津艾康医疗、湖南肿瘤医生集团、四川翰博瑞得和辽宁肿瘤医生联盟等 6 家医生集团。

➤ **抗肿瘤药平稳增长, 新品洛铂维持快速增长势头。**2016 年, 公司抗肿瘤药实现收入 18.8 亿元, 同比增长 10.68%, 高于行业增速。其中, 公司核心成熟品种艾迪注射液实现收入 12-13 亿元, 恢复增长, 增速低于 10%, 未来仍存在降价压力; 复方斑蝥胶囊实现收入 2.42 亿元, 增速约 10%, 在新版医保中取消了适应症限制, 今年有望延续平稳增长; 新品洛铂实现收入 3.61 亿元, 增速超过 50%, 增长强劲, 为公司独家品种, 在新版医保中取消了适应症限制, 在公司的强力推广下, 今年有望继续保持高速增长; 艾愈

胶囊为公司独家品种，目前基数较小，为新进医保品种，未来成长可期。尽管公司成熟品种遭受降价压力，但是在新品种强劲增长的带动下，抗肿瘤板块全年有望维持平稳增长。

- **心脑血管、妇科用药增速放缓，后续品种有望接力。**2016年，公司心脑血管用药实现收入 5.16 亿元，同比增长 3.69%。其中，银杏达莫注射液（杏丁）实现收入 4.22 亿元，该产品前期价格竞争激烈，目前剩下的生产厂家较少。在 2017 版医保目录中，杏丁增加了适应症限制并限二级及以上医疗机构，对杏丁造成了一定影响。理气活血滴丸和丹灯通脑片为新进医保品种，目前理气活血滴丸销售基数较小，丹灯通脑片在 2016 年还未销售，在新版医保目录执行后，有望接棒杏丁成为新的增长点。

2016 年，妇科用药实现收入 2.98 亿元，同比增长 1.21%。其中，葆宫止血颗粒实现收入 1.66 亿元，为公司独家品种；妇炎消胶囊实现收入 9803 万元，为独家剂型，两者在新版医保目录中由乙类调为甲类。另外，妇科调经片为独家剂型，是新进医保品种，2016 年还未实现销售。公司妇科用药三大产品都受益于医保目录调整，预计今年增速将超过 10%。

图表 1 公司产品在 2017 年版国家医保目录中调整情况

药品名称	医保分类	是否独家品种	新进/调整	2016 年销售收入(万元)
艾愈胶囊	乙	独家品种	新进	1,362.02
理气活血滴丸	乙	独家品种	新进	21.41
丹灯通脑片（胶囊、滴丸）	乙		新进	未销售
妇科调经片（胶囊、颗粒、滴丸）	乙	独家剂型	新进	未销售
复方斑蝥胶囊	乙		取消适应症限制	24,245.73
洛铂	乙	独家品种	取消适应症限制	36,084.28
银杏叶注射制剂	乙		增加适应症限制	42,195.10
葆宫止血颗粒	甲	独家品种	乙类调甲类	16,639.56
妇炎消胶囊	甲	独家剂型	乙类调甲类	9,803.20

资料来源：公司公告，财富证券

- **医疗服务迅速扩张，“外延+内生”支撑高速增长。**2016 年，公司通过收购兼并方式取得朝阳医院管理公司、德曜医疗、南京睿科、上海华睿控股权；公司通过对朝阳医院运营进行改善，大幅提升了医院的盈利情况，后续仍有改善空间。毕节医院于上个月已经开业运营，预计今年增长较为平稳。

公司今年仍将加大对医疗服务投入，通过对被收购标的盈利能力的改善以及外延并购，预计医疗服务仍将保持高速增长。

- **盈利预测。**预计公司 2017 年-2018 年 EPS 分别 0.62 元、0.76 元，对应目前股价 PE 分别为 25 倍和 21 倍。公司核心成熟品种稳定增长，新品种洛铂放量增长，新进医保目录品种成长可期，持续布局医疗服务。看好公司长期成长潜力，给予公司 2017 年 30-32 倍 PE，合理区间为 18.6-19.84 元，给予公司“推荐”评级。
- **风险提示。**药品招标降价风险；医疗服务业务外延不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438