

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2017年08月21日

**市场数据**

目前股价	14.01
总市值（亿元）	110.95
流通市值（亿元）	110.95
总股本（万股）	79,193
流通股本（万股）	79,193
12个月最高/最低	20.21/13.27

**分析师**

分析师：赵浩然 S1070515110002

☎ 0755-83511405

✉ zhaohaoran@cgws.com

联系人：彭学龄 S1070115090023

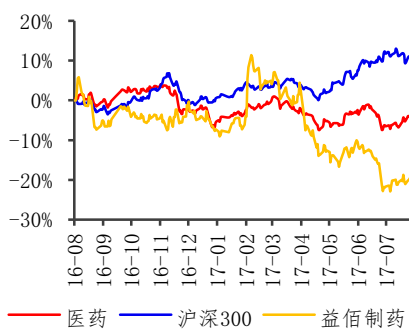
☎ 0755-83515471

✉ pengxueling@cgws.com

联系人：陈晨 S1070116100012

☎ 010-88366060-8838

✉ chenchen@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;医药稳定增长为基础，加快医疗服务布局&gt;&gt; 2017-04-27

&lt;&lt;医疗服务加速布局，带动业绩新增长&gt;&gt; 2017-02-21

&lt;&lt;立足医药转型医疗服务，业绩快速增长&gt;&gt; 2017-01-26

# 药品保持平稳，医疗服务延续高增长

——益佰制药（600594）2017年半年报点评

**盈利预测**

	2017E	2018E	2019E
营业收入	4259	4887	5508
(+/-%)	15.5%	14.8%	12.7%
净利润	503	591	645
(+/-%)	30.6%	17.6%	9.1%
摊薄 EPS	0.63	0.75	0.81
PE	22.08	18.77	17.20

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**
**■ 事件**

公司披露 2017 年半年报：上半年实现营业收入 19.51 亿元（+13.08%），归母净利润 1.84 亿元（+6.54%），扣非后归母净利润 1.71 亿元（-3.36%），EPS 0.23 元。

**■ 投资要点**
**1. 药品增速平稳，医疗服务快速增长**

2017 年上半年实现营收 19.51 亿元（+13.08%），归母净利润 1.84 亿元（+6.54%），分业务看：公司处方药实现营业收入为 15.15 亿元（+6.15%），其中：抗肿瘤用药收入为 9.36 亿元（-0.99%），心脑血管用药收入 2.38 亿元（+12.19%），妇科用药收入 1.79 亿元（+37.96%）；OTC 产品收入 7,613.17 万元（-32.10%）；公司大力布局医疗服务业务，实现快速增长，医疗服务收入 3.59 亿元（+93.22%）。

公司毛利率 73.47%，同比下降 6.2pp，主要系合并朝阳医院增加 1-4 月营业成本 1 亿元所致，从而影响公司短期的盈利能力；期间费用方面，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 50.46%、8.15%和 1.78%，分别同比下降 3.72pp、0.47pp 和上升 0.11pp，公司精细营销管理实现了销售费用的有效控制。

**2. 加快医疗服务布局，有望延续高增长**

报告期内公司持续加大医疗服务布局，现有灌南医院、朝阳医院和毕节医院等多家医院，核准床位数 1,380 张；投资上海鸿飞、南京睿科和上海华睿投资等 27 个肿瘤治疗中心项目；设立了贵州肿瘤医生集团、安徽肿瘤医生集团等 7 家医生集团。公司在抗肿瘤领域已有多年的积累，以医院为平台积极引入管理团队和医生资源，提升诊疗水平、盈利能力及供应链管理，依托医生集团、医院平台和放化疗中心打造肿瘤生态圈，上半年朝阳医院实现净利润 3,837.52 万元，我们认为随着医院并购和合作项目的

持续推进，公司有望大概率复制朝阳医院的模式，实现整体医疗服务业务收入快速增长。

### 3. 多个品种进入医保，药品板块增长稳定

公司核心品种艾迪和杏宁注射液采取保市场的策略，积极参与各地招标，开拓空白市场，实现以价换量；同时加大注射用洛铂、葆宫止血胶囊、金骨莲胶囊等二线品种营销力度，降低对单一品种依赖。公司艾愈胶囊、丹灯通脑滴丸、理气活血滴丸、妇科调经滴丸等 4 个独家剂型新进入医保目录，此外复方斑蝥胶囊、注射用洛铂使用限制取消，后续二线产品增长加速可期，产品收入结构有望得到改善，整个药品板块有望保持稳定增长。

#### ■ 投资建议

公司积极开拓空白市场，加强二线品种营销力度，药品板块有望维持稳定增长；依托医生集团、医院平台和放化疗中心打造肿瘤生态圈，大力拓展医疗服务板块，推动收入快速增长，预计公司 2017-2019 年归母净利润 5.03 亿元、5.91 亿元和 6.45 亿元，EPS 0.63 元、0.75 元和 0.81 元，对应 PE 为 22X、18X 和 17X，维持“强烈推荐”评级。

#### ■ 风险提示：药品降价；医疗服务布局不达预期。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3303	3687	4259	4887	5508	<b>成长性</b>					
营业成本	632	868	1178	1553	1880	营业收入增长	4.6%	11.6%	15.5%	14.8%	12.7%
销售费用	2045	1837	1949	2059	2258	营业成本增长	10.7%	37.3%	35.7%	31.8%	21.1%
管理费用	312	388	405	440	468	营业利润增长	-62.9%	138.5%	26.1%	18.2%	9.4%
财务费用	53	59	65	56	46	利润总额增长	-59.2%	112.6%	25.0%	17.6%	9.1%
投资净收益	-3	-3	0	0	0	净利润增长	-60.1%	104.9%	30.6%	17.6%	9.1%
营业利润	195	464	585	691	756	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	33	19	19	19	19	毛利率	80.9%	76.5%	72.3%	68.2%	65.9%
利润总额	227	483	604	711	776	销售净利率	5.8%	10.7%	12.1%	12.4%	12.0%
所得税	35	90	91	107	116	ROE	5.3%	9.8%	11.4%	11.8%	11.5%
少数股东损益	3	9	11	13	14	ROIC	5.1%	9.7%	9.9%	10.1%	11.4%
净利润	189	385	503	591	645	<b>营运效率</b>					
资产负债表	( 百万 )					销售费用/营业收入	61.9%	49.8%	45.8%	42.1%	41.0%
流动资产	2468	2381	3541	4347	5620	管理费用/营业收入	9.5%	10.5%	9.5%	9.0%	8.5%
货币资金	938	874	851	1948	2106	财务费用/营业收入	1.6%	1.6%	1.5%	1.1%	0.8%
应收和预付款项	1322	1227	2307	1908	2946	投资收益/营业利润	-1.5%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
存货	208	280	383	491	567	所得税/利润总额	15.5%	18.6%	15.0%	15.0%	15.0%
其他流动资产	0	0	0	0	0	应收账款周转率	3.60	3.36	3.18	3.35	3.25
非流动资产	2995	4048	3806	3565	3321	存货周转率	3.04	3.10	3.08	3.16	3.32
固定资产	990	1336	1152	967	782	流动资产周转率	0.68	0.68	0.69	0.70	0.67
资产总计	5464	6428	7347	7912	8941	总资产周转率	0.60	0.57	0.58	0.62	0.62
流动负债	1495	1736	2162	2147	2544	<b>偿债能力</b>					
短期借款	802	1078	1163	1243	1318	资产负债率	34.4%	34.0%	35.6%	32.8%	33.5%
应付和预收款项	693	659	999	905	1226	流动比率	1.52	1.32	1.59	1.96	2.15
非流动负债	383	452	452	452	452	速动比率	1.39	1.16	1.41	1.74	1.93
长期借款	251	377	377	377	377	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
负债合计	1878	2188	2614	2599	2995	EPS	0.24	0.49	0.63	0.75	0.81
股东权益	3586	4240	4733	5313	5946	每股净资产	4.53	5.35	5.98	6.71	7.51
股本	792	792	792	792	792	每股经营现金流	-0.05	0.06	-0.03	1.39	0.20
留存收益	2012	2380	2862	3429	4047	每股经营现金/EPS	-0.21	0.12	-0.05	1.86	0.25
少数股东权益	13	300	311	324	338	<b>估值</b>	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	5464	6428	7347	7912	8941	PE	58.59	28.83	22.08	18.77	17.20
现金流量表	( 百万 )					PEG	1.27	1.54	0.41	0.40	0.44
经营活动现金流	580	386	-44	1076	136	PB	3.11	2.82	2.51	2.22	1.98
其中营运资本减少	368	-329	735	821	876	EV/EBITDA	31.76	19.17	14.37	12.09	11.48
投资活动现金流	-935	-575	17	17	17	EV/SALES	3.60	3.45	3.04	2.47	2.20
其中资本支出	331	300	0	0	0	EV/IC	2.73	2.29	2.06	2.03	1.83
融资活动现金流	322	239	4	4	6	ROIC/WACC	0.05	0.10	0.09	0.09	0.10
净现金总变化	-33	50	-23	1097	158	REP	53.14	23.55	23.54	22.87	17.83

## 研究员介绍及承诺

**赵浩然：**南开大学理学学士，天津大学理学硕士，曾在医药化工行业工作四年，2011-2015 年在中航证券金融研究所工作，2015 年 9 月加入长城证券，任医药行业研究员。

**彭学龄：**中山大学理学硕士，2011-2015 年在深圳国家高技术产业创新中心工作，2015 年 9 月加入长城证券，任医药行业研究员。

**陈晨：**剑桥大学工学博士，2015-2016 年在新加坡科技研究局（A\*STAR）工作，2016 年 8 月加入长城证券，任医药行业研究员。

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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收到任何形式的报酬。

## 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。长城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。长城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。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

**公司评级：**强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级：**推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

## 长城证券销售交易部

### 深圳联系人

吴楠：0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com  
杨锦明：0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com  
李双红：0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉：0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com  
佟驥：0755-83661411, 13631699270, tongji@cgws.com

### 北京联系人

赵东：010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王媛：010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊：010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
张羲子：010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

### 上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xiew@cgws.com  
徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

## 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编：518034 传真：86-755-83516207  
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044 传真：86-10-88366686  
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126 传真：021-31829681  
网址：<http://www.cgws.com>