

医药生物

2017年08月21日

益佰制药 (600594)

——利润受艾迪降价影响略低于预期，洛铂销量增速大超预期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年08月18日

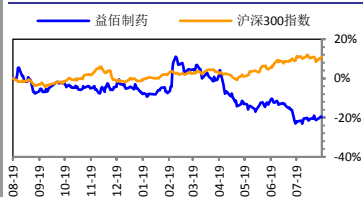
收盘价(元)	14.01
一年内最高/最低(元)	20.3/13.27
市净率	2.7
息率(分红/股价)	0.43
流通A股市值(百万元)	11095
上证指数/深证成指	3268.72 / 10614.08

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	5.21
资产负债率%	31.10
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

《益佰制药(600594)点评：核心药品增长稳健，积极构建肿瘤治疗生态圈》
2017/04/27

《益佰制药(600594)深度：“聚焦大肿瘤”：发力核心药品，构建肿瘤医疗，做大肿瘤治疗生态圈》 2017/02/24

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)23297818x转
xiongcy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **2017年上半年收入增长13.08%，归母净利润增长6.54%**。公司2017年上半年实现收入19.52亿元，增长13.08%，归母净利润1.84亿元，增长6.54%，扣非净利润1.71亿元，下降3.36%。EPS0.232元，略低于预期。二季度单季实现收入10.21亿元，增长3.19%；归母净利润8287万元，下降7.89%；扣非净利润7777万元，下降1.8%，略低于预期，主要受到艾迪注射液（占比超过30%）降价影响，影响整体抗肿瘤用药业绩。
- **医药工业板块核心产品艾迪降价增速下滑，洛铂销量增速大幅超预期，产品结构不断优化**。2017年上半年公司医药工业板块增长稳健，核心抗肿瘤用药收入9.36亿(-0.99%)，占比48%；心脑血管用药收入2.38亿(+12.19%)，占比12%；妇科用药收入1.79亿(+37.96%)，占比由8%提升至9%；OTC产品收入7613万元(-32.1%)，占比4%，OTC板块目前仍处于恢复期，上半年年度任务完成接近50%，预计未来收入占比会逐步降低。抗肿瘤用药核心品种艾迪注射液受到中药注射剂整体政策趋严影响，上半年在超过2/3的中标省份以21.85元/支的低价中标，平均中标价同比下滑约11%，尽管销售数量端基本保持个位数增长，17年上半年艾迪整体收入增速有所下滑，同时艾迪的主要原材料人参等上半年成本提升，进而影响利润端增速。上半年艾迪已完成绝大部分招标工作，降价影响逐渐减弱，预计下半年有望通过量的提升维持整体收入稳定。洛铂上半年中标价格基本保持平稳，收入和利润增速均超过100%，预计全年销量有望突破7个亿，加速成长为10亿以上大品种。同时公司的心脑血管和妇科用药上半年增速均超预期，二线产品的收入占比不断提升，有望带动整体药品板块产品结构优化调整。医药工业板块未来将在新的核心品种的发力带动下快速增长，预计2017年医药工业板块收入增速有望超过10%。
- **医疗服务整体增长迅速，打造最大肿瘤医生/医疗集团**。公司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。公司至今已布局6家肿瘤医院（灌南、朝阳、毕节、滨海、富临、辽宁中奥），拥有床位数1380张、27个肿瘤中心、7个医生集团，并设立1家30亿肿瘤产业基金。17年上半年医疗服务收入3.59亿元(+93.22%)，占比由16年底的13%快速提升至18.4%，略超预期，预计综合净利率可达到15%，预计17年全年贡献净利润有望达到1亿元。
- **2017年上半年期间费用率均显著下降，毛利率受医疗服务影响略有下滑**。2017年上半年毛利率73.47%，下降6.2个百分点，主要受到医疗服务业务占比增加因素影响；期间费用率60.38%，下降4.09个百分点，其中销售费用率50.46%，下降3.72个百分点，17年控费成效越发显著；管理费用率8.15%，下降0.47个百分点；财务费用率1.78%，提升0.11个百分点。每股经营性现金流0.35元，提升73.43%，主要由于报告期内新增睿科、华睿、朝阳医院等并表，且票据到期收回保障资金，整体经营状况趋势良好。
- **发力核心药品，构建肿瘤治疗生态圈，维持增持评级**。公司“聚焦大肿瘤”，医药工业增长稳健，同时打造“益佰特色”肿瘤医疗/医生集团，有望最终实现“肿瘤药品+肿瘤医疗服务”的产业链结合，做大肿瘤治疗生态圈，未来发展潜力巨大。受到艾迪降价、上海鸿飞两家部队医院放疗中心关闭等因素影响，仅考虑医疗服务内生发展，我们略下调17-19年EPS0.62元、0.78元、0.98元至0.58元、0.72元、0.84元，增长19%、25%、17%，对应市盈率分别为24倍、20倍、17倍；维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,687	1,952	4,463	5,032	5,673
同比增长率(%)	11.64	13.08	21.05	12.75	12.74
净利润(百万元)	385	184	457	569	667
同比增长率(%)	103.22	6.54	18.74	24.51	17.22
每股收益(元/股)	0.49	0.23	0.58	0.72	0.84
毛利率(%)	76.5	73.5	73.8	74.8	74.9
ROE(%)	9.8	4.5	10.4	11.5	11.8
市盈率	29		24	20	17

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

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,303	3,687	4,463	5,032	5,673
医药工业	3,052	3,188	3,531	3,960	4,472
医疗服务	250	496	932	1,072	1,201
营业总成本	3,105	3,220	3,913	4,347	4,870
营业成本	632	868	1,169	1,267	1,426
医药工业	469	510	517	538	609
医疗服务	163	356	653	729	816
营业税金及附加	55	62	75	85	96
销售费用	2,045	1,837	2,218	2,501	2,797
管理费用	312	388	402	453	511
财务费用	53	59	48	41	41
资产减值损失	8	6	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	(3)	(3)	0	0	0
营业利润	195	464	551	685	803
营业外收支	33	19	0	0	0
利润总额	227	483	551	685	803
所得税	35	90	83	103	121
净利润	192	393	468	582	682
少数股东损益	3	9	10	13	15
归属于母公司所有者的净利润	189	385	457	569	667

资料来源:申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	192	393	468	582	682
加: 折旧摊销减值	108	130	83	96	110
财务费用	51	58	48	41	41
非经营损失	1	6	(0)	(0)	(0)
营运资本变动	220	(209)	11	(27)	(16)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	574	381	610	692	816
资本开支	288	332	86	155	155
其它投资现金流	(630)	(41)	(10)	(10)	(10)
投资活动现金流	(935)	(575)	(96)	(164)	(164)
吸收投资	0	28	0	0	0
负债净变化	292	433	56	(87)	126
支付股利、利息	98	73	48	41	41
其它融资现金流	129	(148)	0	0	0
融资活动现金流	322	239	8	(128)	85
净现金流	(39)	45	521	400	737

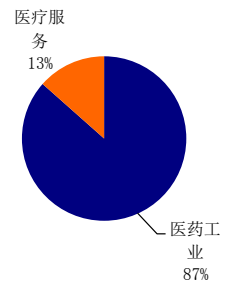
资料来源:申万宏源研究

关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
医药工业增长	4%	11%	12%	13%
医疗服务增长	98%	88%	15%	12%
毛利率	76%	74%	75%	75%
销售费用率	50%	50%	50%	49%
管理费用率	11%	9%	9%	9%

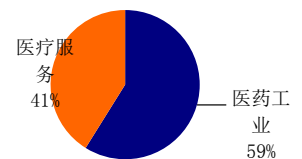
收入结构

2016年收入结构

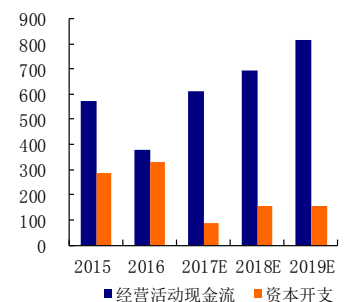


成本结构

2016年成本结构



资本开支与经营活动现金流

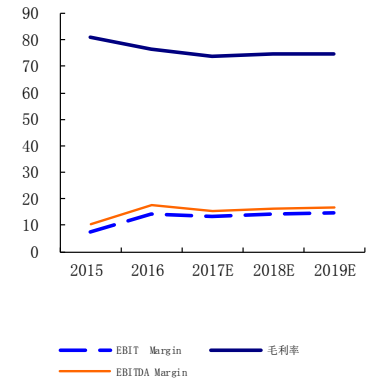


合并资产负债表

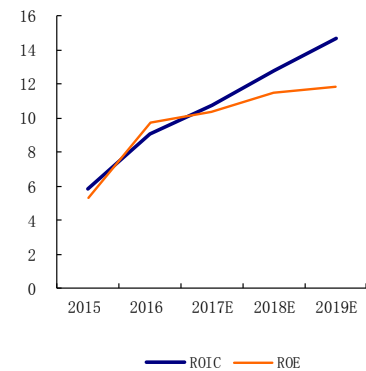
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,580	2,532	3,225	3,711	4,560
现金及等价物	1,050	1,025	1,546	1,946	2,683
应收款项	1,322	1,227	1,301	1,355	1,417
存货净额	208	280	378	409	461
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	6	47	57	67	77
固定资产	990	1,336	1,409	1,467	1,512
无形资产及其他资产	2,012	2,674	2,605	2,605	2,605
资产总计	5,588	6,589	7,296	7,850	8,754
流动负债	1,702	1,927	2,040	1,887	1,983
短期借款	802	1,148	1,078	865	865
应付款项	558	527	710	769	866
其它流动负债	130	0	0	0	0
非流动负债	300	422	548	674	800
负债合计	2,002	2,349	2,588	2,561	2,783
股本	792	792	792	792	792
资本公积	768	768	768	768	768
盈余公积	242	265	292	327	367
未分配利润	1,770	2,115	2,545	3,080	3,707
少数股东权益	13	300	310	322	337
股东权益	3,586	4,240	4,708	5,289	5,971
负债和股东权益合计	5,588	6,589	7,296	7,850	8,754

资料来源:申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

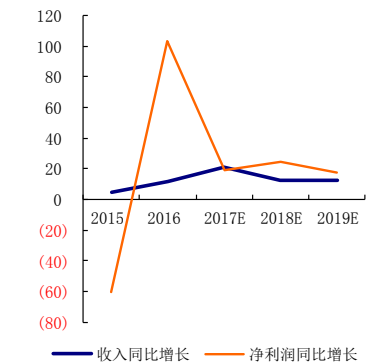


重要财务指标

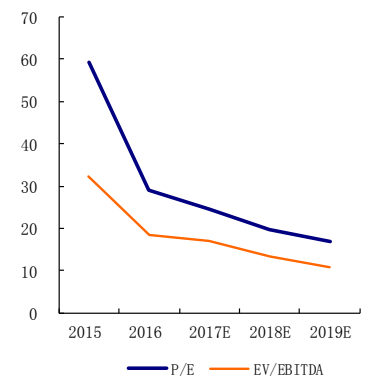
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.49	0.58	0.72	0.84
每股经营现金流	0.72	0.48	0.77	0.87	1.03
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	4.51	4.98	5.55	6.27	7.11
关键运营指标(%)					
ROIC	5.8	9.1	10.7	12.8	14.7
ROE	5.3	9.8	10.4	11.5	11.8
毛利率	80.9	76.5	73.8	74.8	74.9
EBITDA Margin	10.6	17.7	15.3	16.3	16.8
EBIT Margin	7.6	14.3	13.4	14.4	14.9
收入同比增长	4.6	11.6	21.1	12.7	12.7
净利润同比增长	(60.4)	103.2	18.9	24.4	17.3
资产负债率	35.8	35.6	35.5	32.6	31.8
净资产周转率	0.92	0.94	1.01	1.01	1.01
总资产周转率	0.59	0.56	0.61	0.64	0.65
有效税率	15.3	18.5	15.1	15.1	15.1
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	59.3	29.2	24.5	19.7	16.8
P/B	3.1	2.8	2.6	2.3	2.0
EV/Sale	3.4	3.3	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	32.2	18.5	17.0	13.5	11.0

资料来源:申万宏源研究

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。