

县级医院为“类空白市场”， 天高任鸟飞

买入

——益佰制药（600594）深度研究报告——

内容摘要:

- **不同于市场观点。**市场认为：公司产品梯队老化，同时股权激励解锁业绩条件较低，所以给其低估值。我们认为：（1）二线产品发力产品梯队逐渐完善。抗肿瘤类产品洛铂快速放量，当前公司参股长安国际 27%，后期有望控股；瑞替普酶与即将获批的米槁心乐滴丸完善心脑血管类产品线。（2）医药政策逐步向有利于公司角度演变。大病医保的落实、抗肿瘤及心脑血管重症药品进入新版基药将催化基层终端患者对大病产品的刚需；新型城镇化及大病不出县提高县级医院终端患者的支付能力与客户资源。（3）股权激励即将结束。
- **通过“合伙制营销模式”战略进军县级医院。**我们认为：（1）3级医院终端受医保控费最为明显其增速受限，基层医疗机构尽管增速较快但市场容量约 600 亿、市场比较分散难以有所作为，而县级医院市场容量年增速将超过 35%，因此县级医院终端将是增速最快、最值得投资的终端（详情请见城镇化与县级医院深度研究报告）。（2）新型城镇化及大病不出县提高县级医院终端患者的支付能力与客户资源。因此，县级医院潜力巨大。而公司在县级医院及以下终端销售收入占公司收入仅约 10%，采用合伙制销售模式进军县级医院有利于控制医药代表的同时，降低销售费用。
- **产品线逐步完善。**二线产品放量为其成长保驾护航。抗肿瘤类产品洛铂快速放量，13 年销售额有望突破 2 亿，当前公司参股长安国际 27%，后期有望控股；瑞替普酶与即将获批的米槁心乐滴丸完善心脑血管类产品线。13 年瑞替普酶销售额将趋于 2 亿；公司通过外延式增长收购优质苗药企业，产品线将不断优化。
- **估值分析。**预测：2013 年、2014 年、2015 年 EPS 分别为 1.20 元、1.54 元、1.97 元，对应的 EPS 分别为 24 倍、19 倍、15 倍。我们认为：公司估值与大输液龙头公司估值相仿，同时公司从事的行业、基本面都在向积极方向转变，因此公司估值修复将是大势所趋。

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2252.58	2860.77	3575.96	4469.95
增长率(%)	18.35%	27.00%	25.00%	25.00%
归属母公司股东净利润	333.27	433.52	553.95	710.69
增长率(%)	25.53%	30.08%	27.78%	28.29%
每股收益(EPS)	0.92	1.20	1.54	1.97
销售毛利率	81.48%	82.00%	82.26%	82.26%
市盈率(P/E)		24.30	19.02	14.83

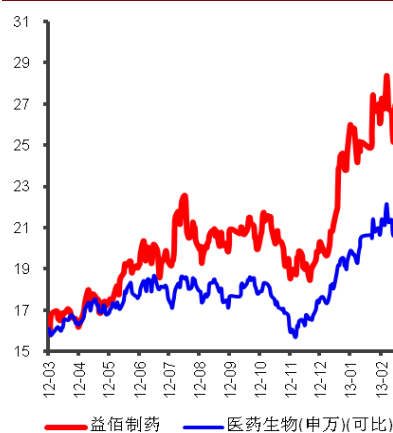
分析师

许维鸿
执业证号：S1250512050001
电话：023-63812537
邮箱：xwh@swsc.com.cn

研究助理

朱国广
电话：023-63812537
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(亿股)	3.61
流通 A 股(亿股)	3.56
52 周内股价区间(元)	15.88-30.20
总市值(亿元)	105
总资产(亿元)	22.77
每股净资产(元)	4.27
当前价(元)	29.21
目标价	6 个月 ---
	12 个月 40

正文目录

1、公司概况	1
1.1 股权结构	1
1.2 产品结构	1
1.3 经营现状	3
2、国家医保政策变化强化抗肿瘤、心血管终端刚性需求	3
2.1 “大病有所医”是实现“病有所医”的关键	3
2.2 大病医保、基药是实现“大病有所医”核心战术	4
3、抗肿瘤将大幅进军县级医院“类空白市场”	6
3.1 抗肿瘤产品在县级医院终端销售额占比较低	6
3.2 抗肿瘤产品将在县级医院终端爆发式增长	6
4、公司营销能力突出，重点“盯上”县级医院	8
4.1 营销概况	8
4.2 精细化、专业化营销	8
4.3 “合伙制”营销模式撬县级医院“类空白市场”	9
5、患者支付能力增强，抗肿瘤药物有望提速	10
5.1 肿瘤疾病药物市场	10
5.2 肿瘤疾病中成药市场	11
5.3 我国肿瘤疾病化药市场	16
6、心血管疾病用药分享“慢病市场容量蛋糕”的增长	20
6.1 心血管疾病药物市场	20
6.2 银杏达莫注射液	21
6.3 米槁心乐滴丸	22
6.4 注射用瑞替普酶	23
7、公司估值分析	24
7.1 公司估值比较	24
7.2 公司估值被低估的原因	24
7.3 估值释放期的时代到来	24
7.4 估值分析与风险提示	25

插图目录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 历年 OTC、处方药业务收入比较.....	3
图 3: 公司营业收入构成 (2012 年).....	3
图 4: 公司毛利构成 (2012 年).....	3
图 5: 抗肿瘤市场逻辑分析图.....	5
图 6: 我国新农合筹资额及增长率.....	7
图 7: 新农合医保收入占医保收入的比例.....	7
图 8: 我国新农合人均筹资额及预测.....	7
图 9: 全球抗肿瘤市场规模 (亿美元) 及增长率预测.....	8
图 10: 我国抗肿瘤市场规模 (亿元) 及增长率预测.....	8
图 11: 公司销售人员合计 (单位: 人).....	8
图 12: 公司毛利构成 (2012 年 1-6 月).....	8
图 13: 近 2 年公司销售费用率.....	9
图 14: 2010 年样本医院各类别药物销售增长率比较.....	10
图 15: 肿瘤疾病药物市场销售规模.....	10
图 16: 肿瘤疾病中成药功能.....	11
图 17: 康艾注射剂市场占有及其增长率.....	12
图 18: 艾迪注射剂市场占有及其增长率.....	12
图 19: 康艾、艾迪注射剂销额对比.....	13
图 20: 艾迪注射液销售额及增长率.....	14
图 21: 复方斑蝥胶囊市场份额组成.....	15
图 22: 复方斑蝥胶囊销售额及增长率预测.....	16
图 23: 洛铂作用机理.....	18
图 24: 洛铂销售额 (万元) 及增长率预测.....	19
图 25: 06-11 年心脑血管类样本医院销售规模及增长率.....	20
图 26: 11 年心脑血管类市场份额.....	20
图 27: 心脑血管中成药前十品种医院市场份额.....	20
图 28: 复方丹参滴丸销售额及增长率.....	22
图 29: 银杏达莫注射液销售额及增长率预测.....	22
图 30: 复方丹参滴丸销售额及增长率.....	23
图 31: 米槁心乐滴丸销售额及增长率.....	23
图 32: 益佰制药与昆明制药、天士力、康缘药业 PE 的比较.....	24
图 33: 米槁心乐滴丸销售额及增长率.....	24
图 34: 历史 PE-PAND.....	26
图 35: 历史 PB-PAND.....	26

表格目录

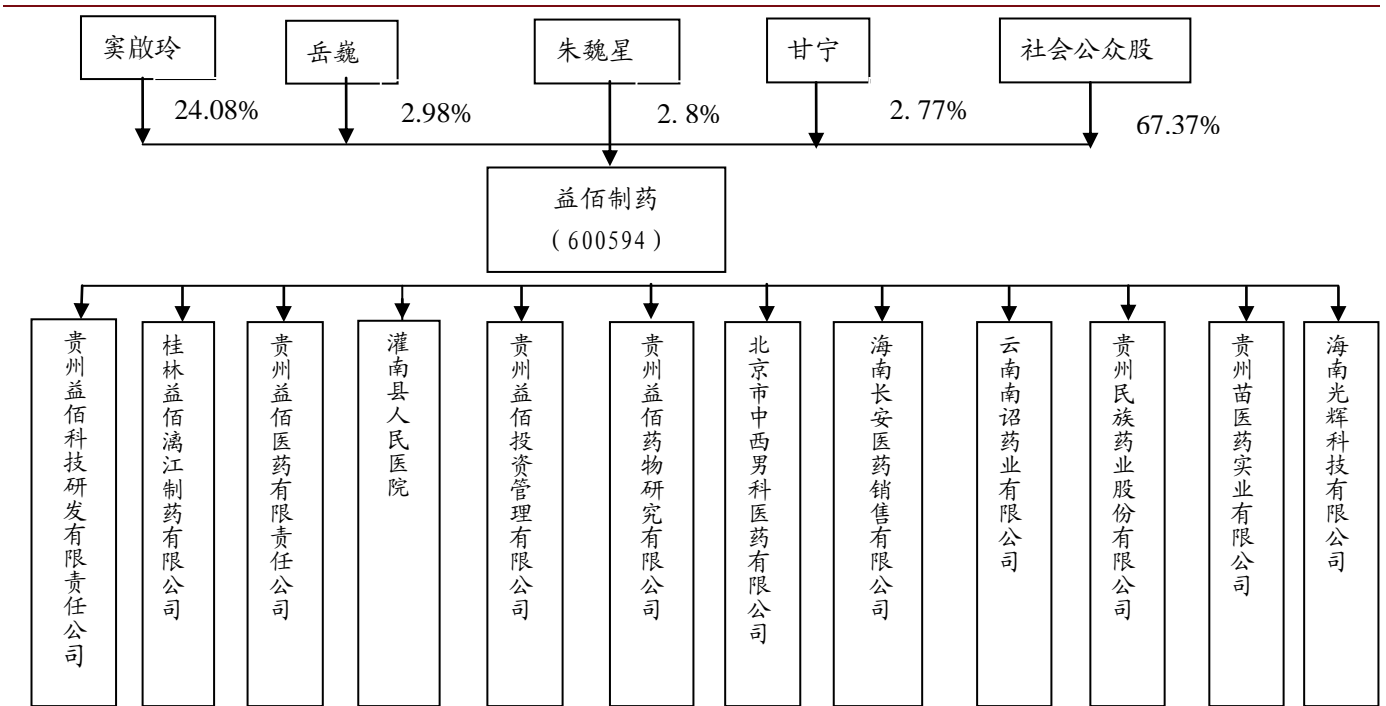
表 1: 公司产品结构一览表.....	2
表 2: 2011 年县级医院与城市医院住院病人前九位疾病构成.....	6
表 3: 肿瘤疾病药物市场销售规模.....	10
表 4: 中药抗肿瘤产品前 20 位市场份额.....	11
表 5: 艾迪注射液有效成分构成.....	12
表 6: 排名前五肿瘤治疗中成药注射剂中标情况.....	13
表 7: 艾迪与康艾、参芪扶正单疗程治疗成本分析.....	13
表 8: 复方斑蝥胶囊药物主要组成情况.....	15
表 9: 复方斑蝥胶囊中标情况.....	15
表 10: 铂类药物研究进展.....	17
表 11: 铂类药物联合效应检验.....	17
表 12: 铂类药物毒性对比检验.....	18
表 13: 铂类肿瘤治疗药物的招标情况.....	19
表 14: 银杏类药品比较.....	21
表 15: 主要产品预测.....	25

1、公司概况

1.1 股权结构

益佰制药是一家集新型药品的研究、开发、生产和销售为一体的高新技术企业，成为贵州省首家取得上市资格的非公有制制药企业，具体股权结构如下图。

图 1：公司股权结构



数据来源：公告、西南证券研发中心

1.2 产品结构

公司拥有的胶囊剂、片剂、糖浆剂、小容量注射剂、冻干粉针剂等生产线均通过国家 GMP 认证，所有生产线均达到国内先进水平。

表 1: 公司产品结构一览表

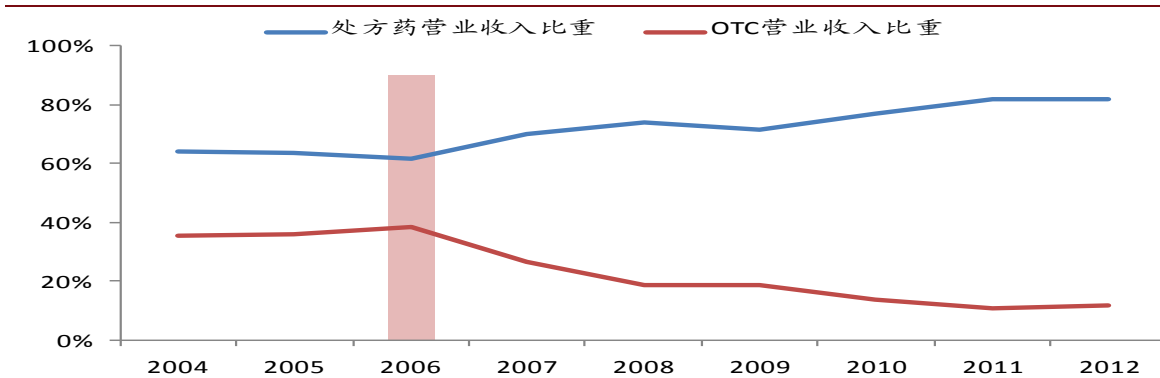
种类	产品名称	适应症	是否独家	类别
抗肿瘤药	艾迪注射液	用于原发性肝癌, 肺癌, 直肠癌, 恶性淋巴瘤, 妇科恶性肿瘤。	独家原研	乙类
	复方斑蝥胶囊	用于原发性肝癌、肺癌、直肠癌、恶性淋巴瘤、妇科恶性肿瘤(卵巢癌、子宫内膜癌、绒毛膜癌等)等。	原研	乙类
	洛铂	转移性乳腺癌、转移性小细胞癌、慢性粒细胞白血病。	独家代理	乙类
	科博肽	用于晚期癌症疼痛、慢性关节痛、坐骨神经痛、神经性头痛、三叉神经痛、麻风反应神经痛等慢性疼痛的治疗, 尤其用于慢性、顽固性、持续性疼痛的治疗	南诏药业	乙类
	白介素-11	适用于防止严重血小板减少以及降低化疗后因骨髓抑制引起严重血小板减少危害的非骨髓病人对血小板输注的要求促进红细胞生成, 可以使患肾病贫血的病人增加血流比容	代理	乙类
	EPO	适用于防止严重血小板减少以及降低化疗后因骨髓抑制引起严重血小板减少危害的非骨髓病人对血小板输注的要求促进红细胞生成, 可以使患肾病贫血的病人增加血流比容	代理	乙类
	银杏达莫注射液	适用于预防和治疗冠心病、血栓栓塞性疾病	原研	乙类
心脑血管药	米槁心乐滴丸	用于冠心病、心绞痛、心阳不足、心血瘀阻, 等待新药证书	民族药业	申报批件
	心脉通胶囊	活血化瘀, 通脉养心, 降压降脂。用于高血压、高血脂病等	-	乙类
	注射用瑞替普酶	用于急性心肌梗死, 肺栓塞的抢救, 外周血管的血栓性疾病的治疗	东阿阿胶	-
	重组人组织型前驱溶酶原激酶衍生物	用于成人由冠状动脉阻塞引起的急性心肌梗塞的溶栓治疗	独家代理	-
其它专科药	金骨莲胶囊	用于风寒引起的肌肉酸痛、关节红肿、疼痛、以及屈伸不利等风湿类疾病的治疗	民族药业	乙类
	骨肽注射液	有利于骨折修复。治疗增生性骨关节疾病及风湿、类风湿关节炎等	南诏药业	乙类
	前列腺闭通颗粒	肾虚血瘀所致癃闭	独家	乙类
	清开灵冻干粉针	清热解毒, 国内独家冻干粉针品种	独家	否
OTC 产品	心胃止痛胶囊	急、慢性胃炎, 萎缩性胃炎, 浅表性胃炎, 消化性溃疡, 胃及十二指肠溃疡, 胃脘疼痛慢性胆囊炎等	民族药业	否
	克咳胶囊	止咳, 定喘, 祛痰。用于咳嗽, 喘急气短。	独家原研	乙类
	小儿止咳糖浆	祛痰, 镇咳。用于小儿感冒引起的咳嗽。	原研	乙类
	半夏止咳糖浆	止咳祛痰。用于风寒咳嗽, 痰多气逆。	原研	乙类

数据来源: 公告、西南证券研究发展中心

1.3 经营现状

公司的营业收入主要来自于两块领域，即处方药与 OTC 药物。但是在 2007 年以前，公司主要依靠对 OTC 药物销售费用的投入，建立“克咳”、“做足益佰”等知名品牌，来逐渐打开市场空间。但由于该领域毛利率偏低，公司从 2007 年开始转变营销方式，以处方药为业务的核心，从而呈现出目前的格局。

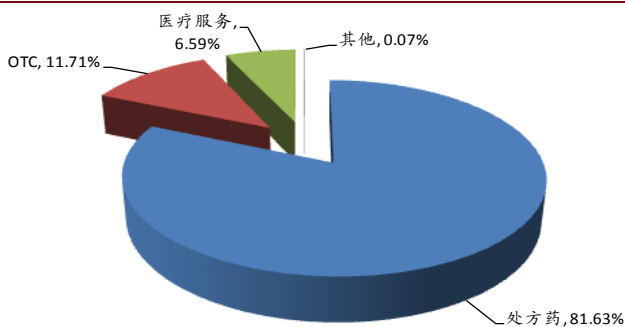
图 2: 历年 OTC、处方药业务收入比较



数据来源: 公告、西南证券研究发展中心

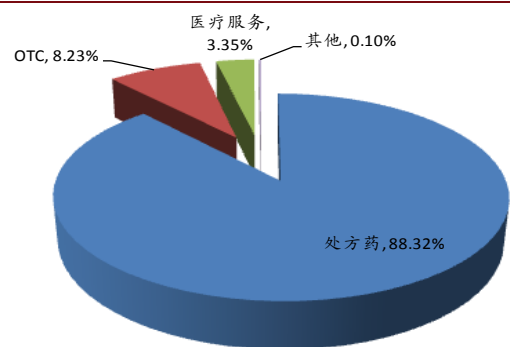
从 2012 年年报可以看出，处方药收入占营业收入的 81.36%，而 OTC 药物只占 11.71%。其中处方药的毛利率约为 89.60%，高于 OTC 的 62.43%，为公司贡献了 84.32% 的营业利润。

图 3: 公司营业收入构成 (2012 年)



数据来源: 年报、西南证券研究发展中心

图 4: 公司毛利构成 (2012 年)



数据来源: 年报、西南证券研究发展中心

2、国家医保政策变化强化抗肿瘤、心血管终端刚性需求

2.1“大病有所医”是实现“病有所医”的关键

“看病贵”主要变现为以下几种情况：第一是“人主观感受的贵”。患者认为看病就医所花的钱超过了自己的预期，或者觉得所花医疗费不是“物有所值”。第二是“家庭无力支付的贵”，就是看病就医总花费超过了家庭支付能力，造成“因病致贫和因病返贫”，其实是疾病的经济负担过重而缺乏有效的社会医疗保障问题。第三是“社会无法承受的‘贵’”。从社会发展角度看，全社会医疗费用的总水平有一种不断增长且增速居高不下的趋势，但如果不能有效控制，当它

超过了整个社会的承受能力时，就会影响经济社会的可持续发展。

我们认为：当前“看病贵”主要体现在第二种情况，即大病造成的“因病致贫和因病返贫”；解决“看病贵”除了降低看病费用之外，“病有所医”是解决“看病贵”的核心所在；实现“病有所医”过程中，“大病有所医”是关键，从而规避因病致贫和因病返贫现象。

2.2 大病医保、基药是实现“大病有所医”核心战术

2.2.1 大病医保“亮剑”于“大病有所医”

2012年8月30日，国家发改委、卫生部等六部委联合发布的《关于开展城乡居民大病保险工作的指导意见》，提出未来城镇居民医保基金、新农合基金中将划出一定比例向商业保险机构购买大病保险。这也意味着，由政府主导、商业保险机构承办的大病医保制度全面铺开。病种包括：肺癌、食道癌、胃癌、结肠癌、直肠癌、慢性粒细胞白血病、急性心肌梗塞、脑梗死、血友病、一型糖尿病、唇腭裂、甲亢，共20个大病病种，其中肿瘤是核心病种。

- **大病医保诞生背景。**长期以来国内的大病开支一直是城乡居民经济上最大问题之一，尤其是农村贫困与偏远地区，迫切需要大病保险这样的工具帮助患大病的城乡居民渡过经济难关。
- **大病医保的现实意义。**对中国医保改革制度的一项重大推动，通过由政府出资购买商业保险的专业服务，打破了以往单一医疗保障模式，为今后政府与商业保险机构开展医保业务提供新方向；各地要合理确定大病保险补偿政策，实际支付比例不低于50%。此外，各地通过政府招标选定承保大病保险的商业保险机构。符合基本准入条件的商业保险机构自愿投标，中标后承担经营风险，自负盈亏。
- **大病医保各省的实践。**目前青海、福建、山东等超过9个省份已在全省(区)推广实行大病医保方案，其余省份（如北京等）将逐步退出相关措施；各地对大病医保制定的报销比例都高于国家限定的50%，多数地区不设报销上限，部分地区报销比例甚至超过90%。各省在大病医保实践过程中主要表现为以下特点：
 - **多地不设报销上限。**山东省人民政府办公厅下发《关于开展新型农村合作医疗重大疾病医疗保险工作的意见(试行)》，要求率先在新农合参合人当中实行购买商业保险服务，对20类重大疾病参合患者住院发生的高额合规医疗费用给予补偿，个人最高年补偿限额为20万，但青海、福建、浙江等大多数的省份对报销上限没有作出限定，以更好地帮助参保(合)患者减轻大病负担。
 - **报销比例最高超90%。**指导意见要求大病医保报销的实际支付比例不低于50%，实际报销比例均高于50%，部分地区甚至超过90%。

我们认为：通过很多省份都在陆续落实大病医保相关事宜，因此大病医保不只是个口号；大病医保运作模式主要借鉴“湛江模式”等，如果资金来源能够持续，大病医保将实现大病有所医。因此，大病医保政策将催化抗肿瘤、心脑血管等终端刚性需求。

2.2.2 新版基药中纳入抗肿瘤、心脑血管重症等大病用药

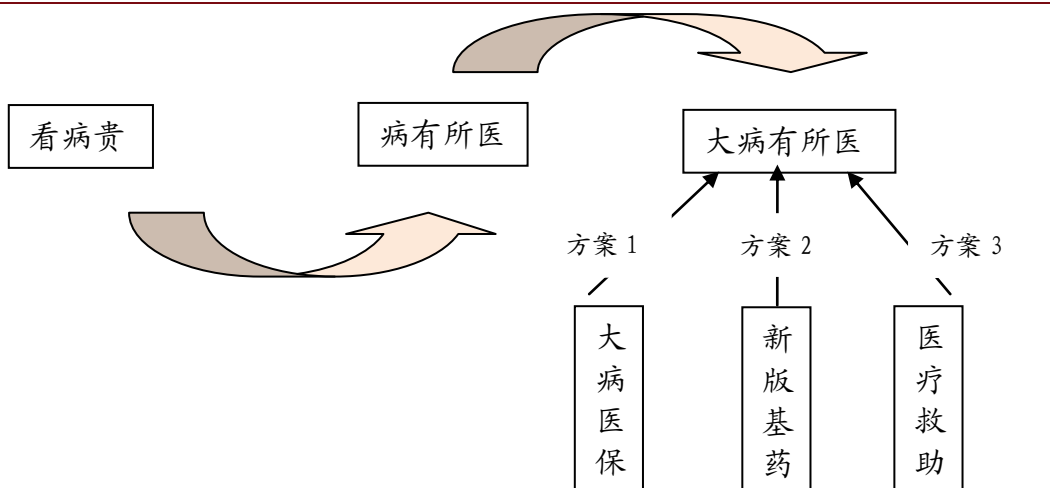
抗肿瘤进入新版基药目录，其中抗肿瘤药一大类中包括了烷化剂、抗代谢药、抗肿瘤抗生素、抗肿瘤植物成分药等 7 个门类 26 种用药。

我们认为：通过抗肿瘤品、心脑血管重症品种进入新版基药是国家在落实“大病有所医”（除了要求基层医疗机构全部使用基药外，二级医院基药使用量、金额占药品收入的比重不低于 40-50%；三级医院基药使用量、金额占药品收入的比重不低于 20-25%），因此大病医保不只是一个口号，其必将刺激抗肿瘤终端刚性需求。

2.2.3 医疗救助

城乡医疗救助制度是指通过政府拨款和社会捐助等多渠道筹资建立基金,对患大病的农村五保户和贫困农民家庭、城市居民最低生活保障对象中未参加城镇职工基本医疗保险人员、已参加城镇职工基本医疗保险但个人负担仍然较重的人员以及其他特殊困难群众给予医疗费用补助的救助制度。我们认为：医疗救助对城乡居民具有重大影响。

图 5：抗肿瘤市场逻辑分析图



数据来源：西南证券研究发展中心

我们认为：解决“看病贵”就是要实现“病有所医”（“看病难”是医疗资源错配问题）；解决“病有所医”就是要实现“大病有所医”；国家解决“大病有所医”主要从以下三个方面着手：其一是医疗救助。这一概念在 2009 年就已经提出，主要是针对特困城乡居民，但是影响力有限；其二是提出大病医保。12 年 7 月提出大病医保，主要是针对城乡居民、资金来源及运作模式非常明确，同时近半年青海、福建、山东等 9 省开展顺利，以北京为首的城市等开展试点运行；其三是抗肿瘤品种进入新版基药目录。国家要求新版基药在不同医院严格实施。因此，从上述三方面很难程度上保障城乡居民“大病有所医”，从而刺激终端抗肿瘤、心脑血管产品刚性需求。

3、抗肿瘤将大幅进军县级医院“类空白市场”

3.1 抗肿瘤产品在县级医院终端销售额占比较低

通过 2011 年县级医院与城市医院住院病人前 9 位疾病构成可以发现：恶性肿瘤疾病在县级医院与城市医院住院病人前十位疾病构成分别占比 2.36%、5.59%，抗肿瘤产品在县级医院销售占比较低的主要原因是：县级医院医疗资源薄弱及患者固有观念较强。

表 2: 2011 年县级医院与城市医院住院病人前九位疾病构成

排名	县级医院	占比	城市医院	占比
1	呼吸系病	17.42%	呼吸系病	12.86%
2	妊娠、分娩和产褥期病	15.37%	消化系病	10.51%
3	损伤、中毒和外因	13.38%	妊娠、分娩和产褥期病	9.62%
4	消化系病	11.78%	损伤、中毒和外因	9.58%
5	脑血管病	6.13%	泌尿生殖系病	5.96%
6	泌尿生殖系病	4.56%	脑血管病	5.62%
7	传染病和寄生虫病	4.17%	恶性肿瘤	5.59%
8	缺血性心脏病	3.72%	缺血性心脏病	4.35%
9	恶性肿瘤	2.36%	内分泌、营养和代谢疾病	3.43%

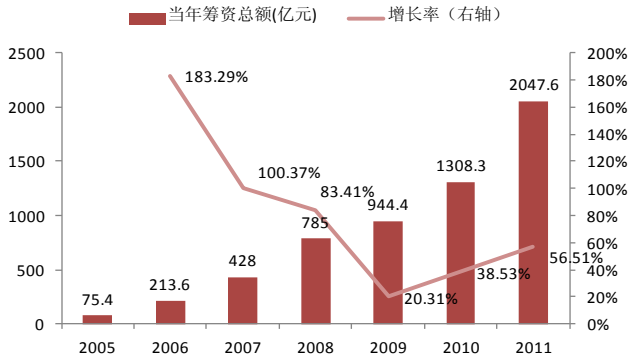
数据来源：卫生统计年鉴，西南证券研究发展中心

3.2 抗肿瘤产品将在县级医院终端爆发式增长

我们认为：制约抗肿瘤产品在县级医院终端销售的因素逐步消失，具体分析如下。

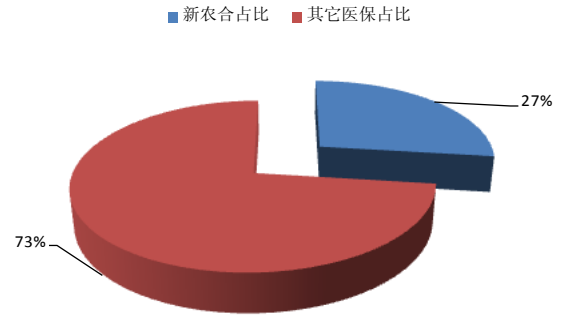
- 县级医院医疗资源薄弱状况得到大幅改善。**按照卫生部的规划，2015 年所有县级医院均要达到二级甲等医院。县级医院要成为“域内的医疗卫生中心和农村三级医疗卫生服务网络的龙头。从县级医院住院主要疾病构成和发病率来看，肿瘤领域的诊断治疗将是县级医院建设的重点所在，未来三年主旋律是通过扩张改建实现医疗条件的改善、和医疗水平的提高，与三级医院的总体差距将逐步缩小。
- 医保收入增加提高支付能力。**我国新农合基本覆盖所有农村居民，同时人均年筹资水平不断的提高使新农合筹资水平大幅增长，从而提高我国农村居民抗肿瘤的支付能力。

图 6: 我国新农合筹资额及增长率



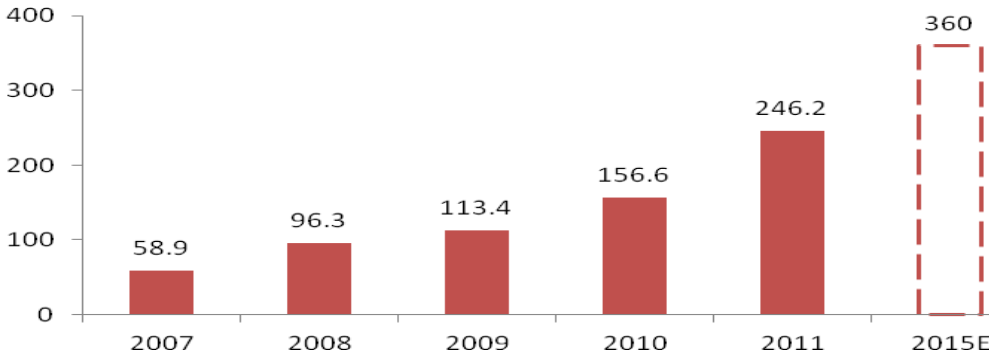
数据来源: 卫生部年鉴、西南证券研究发展中心

图 7: 新农合医保收入占医保收入的比例



数据来源: 卫生部年鉴、西南证券研究发展中心

图 8: 我国新农合人均筹资额及预测

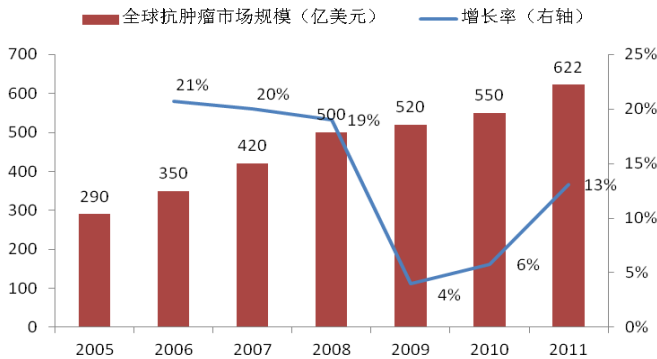


数据来源: 2012 卫生年鉴、2012 统计年鉴、西南证券研究发展中心

➤ “大病不出县”保障抗肿瘤、心脑血管等刚性需求。为了解决看病难国家提出“大病不出县”，该政策要求公立医院改革的县级医院严格实施。县级公立医院医改中要加强县级机构技术能力建设，制定不同级别医院的评审评价标准和医保支付标准，使一般常见病、慢性病、康复等患者下沉到县级医疗卫生机构。建立城市医院与县医院及基层医疗卫生机构之间的双向转诊制度。随着县级医院改革的全面实施，大病不出县将强化县级医院抗肿瘤刚性需求。

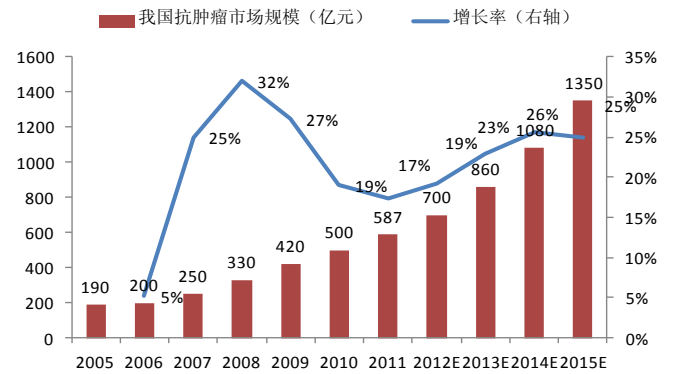
我们认为：随着我国县级医院医疗资源的大幅改善，我国县级医院将有能力针对抗肿瘤治疗；新农合医保收入水平的增长将大幅提高农村居民抗肿瘤医疗支付能力；“大病不出县”政策导向为县级医院提供稳定抗肿瘤患者；从公司终端来看，10 年二级医院及以下终端销售收入仅占公司收入的 8%（截止到 12 年也稍超过 10%），公司做的最好的品种艾迪仅覆盖二级及其以下终端 1100 个，计划 13 年覆盖 1400-1500 个（相对于全国 6468 个二级医院、5636 个一级医院，公司占有低层终端数额较小）。因此，抗肿瘤、心脑血管重症等在二级医院及其以下消费终端的空间巨大。

图 9: 全球抗肿瘤市场规模(亿美元)及增长率预测



数据来源: 南方所、西南证券研究发展中心

图 10: 我国抗肿瘤市场规模(亿元)及增长率预测



数据来源: 西南证券研究发展中心

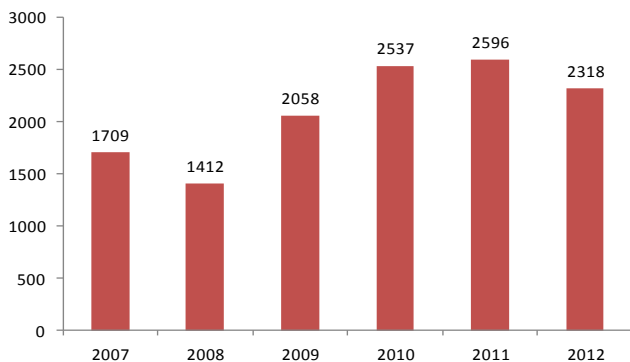
4、公司营销能力突出，重点“盯上”县级医院

4.1 营销概况

公司是一家以销售见长的制药公司，6位创始人均有着丰富的销售经验。经过多年的发展，使得核心竞争力得以保存。

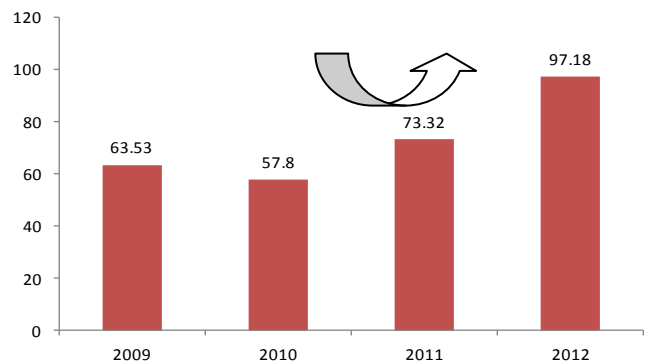
行业内通常离职率 15-30%（如果低于 15%，说明销售团队太安逸；如果高于 30%，说明销售团队太激进），公司目前销售团队离职率超过 20%，属于比较正常（中层干部离职率更低）；自从公司 2007 年开始调整盈利模式以来，营销人员数量得以稳定增长，2012 年营销人员相对于 2011 年下降，主要是因为公司并购后统计口径的差异，但营销人员的人均销售额逐年攀升。

图 11: 公司销售人员合计(单位: 人)



数据来源: 公告、西南证券研究发展中心

图 12: 公司毛利构成(2012年1-6月)



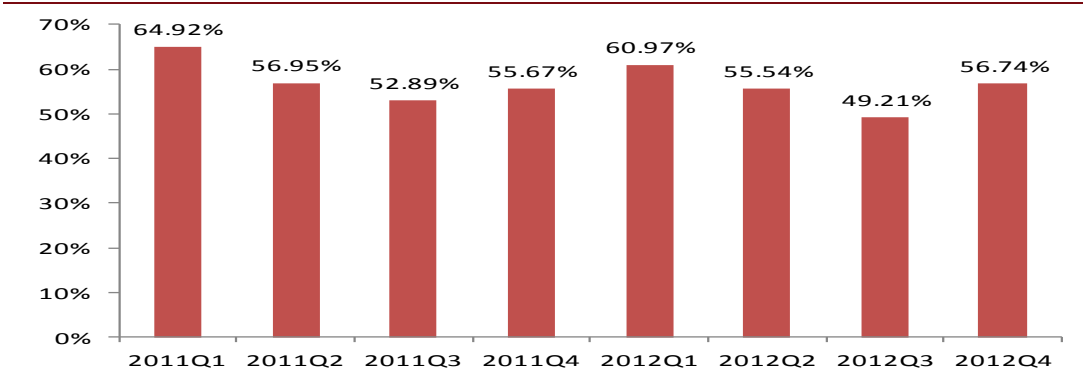
数据来源: 公告、西南证券研究发展中心

4.2 精细化、专业化营销

营销细化，构架进一步完善。2010-2011 年公司对原有营销体系进行调整，将核心区域营

销重新划分为基础医院部和核心医院部，精细化运作分线销售。核心医院部为公司营销重点所在，并且在该事业部中按照产品进一步细分。从而使公司销售费用率逐季度下降。

图 13: 近 2 年公司销售费用率



数据来源：公告、西南证券研究发展中心

4.3“合伙制”营销模式撬县级医院“类空白市场”

4.3.1 公司县级医院终端开发现状

肿瘤和心血管是公司聚焦的市场，近几年来公司的收购兼并及其他合作方式都围绕这两大领域进行。公司产品组涉及中成药、化药和生物药，组内产品契合度高。肿瘤产品组聚积 5 大产品，心血管产品组聚积 6 大产品，产品市场潜力广阔。十多年的产品聚焦，积累了有效的市场终端、专家和医生，目前产品覆盖全国 1100 余家。

过去处方药的营销优势主要集中在 3 级医院，2010 年处方药的销售收入 3 级以下终端仅占 8%；12 年底覆盖近 1100 家、2000 多家二级医院、600 多家一级医院和 5000 多家其他医院。

4.3.2 重点开发县级医院终端

我国县级医院分布非常的散、相对比较小，零散的分布在我国 2000 多个县。如果完全采用自有销售队伍，销售费用非常高。公司针对县级医院现状提出“合伙制”营销模式。该模式主要是聘用销售经验丰富的管理人员承包区域、然后该管理人员聘任编外医药代表做承包区域内县级医院市场，公司拥有 1 个总监、3 个大区经理、50 个合伙人（属于编外销售人员），目前编外销售代表 500 人。

该模式主要优势：终端合伙制模式能够对销售代表严格管控，对编外人员的管控与公司销售人员相同；公司销售人员负责开发市场、推出产品、支付推广费用，而编外销售人员不负责产品的销售、回款等，仅是药品推广。

该模式主要特点：编外销售代表不能兼营其他产品，主要是公司产品很挣钱，如果做了其它公司产品将会丢失公司产品；销售代表“五险一金”可以是自己交也可以是公司代交。

我们认为：12 年县级医院终端销售 3 亿，估计 13 年该终端销售收入增长 50%；公司计划 13 年销售收入 33 亿，同比增长 30%。

5、患者支付能力提高，抗肿瘤药物增速将加快

5.1 肿瘤疾病药物市场

据中国卫生统计年鉴报告，我国恶性肿瘤的住院率约为 6%，死亡率较高，其患病死亡率约为人口数的万分之十七。南方所对 9 大城市的样本医院做调查后发现，感染性疾病、消化系统疾病比重下降，恶性肿瘤、心脑血管疾病、关节炎等慢性病、抑郁等 CNS 药物的比重上升。

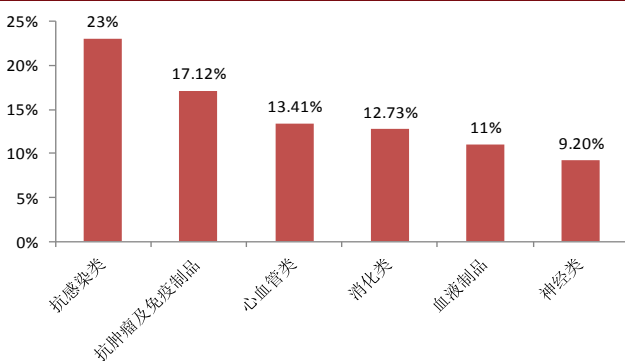
表 3: 肿瘤疾病药物市场销售规模

排序	1999 年		2011 年	
	类别	比重	类别	比重
1	全身用抗感染药物	30.73%	全身用抗感染药	19.33%
2	消化系统及代谢药	14.21%	抗肿瘤和免疫调节剂	18.59%
3	心血管系统药物	13.00%	心血管系统用药	13.56%
4	血液和造血系统药物	11.69%	消化系统用药	13.12%
5	抗肿瘤和免疫调节剂	10.85%	血液和造血系统用药	11.29%
6	神经系统药物	5.93%	神经系统用药	9.93%
7	呼吸系统用药	2.47%	骨骼与肌肉用药	3.31%
8	生殖泌尿系统和性激素药物	2.41%	呼吸系统药物	2.93%
9	肌肉-骨骼系统	2.04%	全身用激素类制剂	1.94%
10	全身用激素类制剂	1.75%	生殖泌尿系统和性激素类药物	1.33%

数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

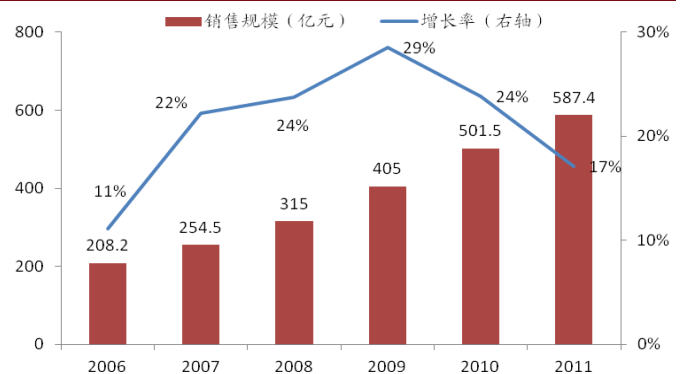
从我国的医院用药市场可以发现，肿瘤治疗药物销售量逐年增加，从 2007 年起，一直保持着 20% 以上的增速。截至 2011 年底，该市场规模已经达到 587.4 亿元。

图 14: 2010 年样本医院各类别药物销售增长率比较



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

图 15: 肿瘤疾病药物市场销售规模

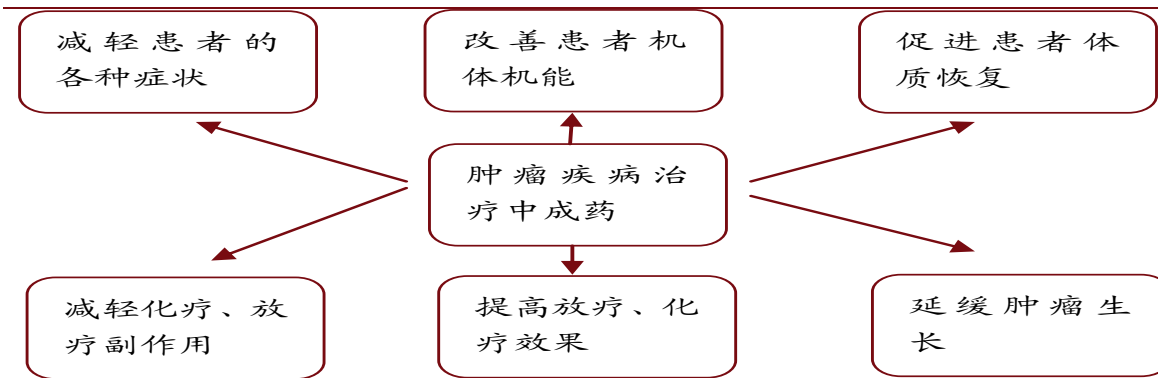


数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

5.2 肿瘤疾病中成药市场

中医药治疗与化疗、生物治疗一样都属于肿瘤内科学范畴，是肿瘤治疗的一种手段。中医药在中西医结合防治恶性肿瘤中效果得到充分肯定。

图 16: 肿瘤疾病中成药功能



数据来源：公告、西南证券研究发展中心

中药抗肿瘤的优势：在治疗恶性肿瘤的过程中，常常是中医药与手术治疗相结合、中医药与放射治疗相结合、中医药与化学治疗相结合，而相当一部分患者，尤其是中晚期患者长期接受单独的中药治疗。中医药的“扶正培本”理论在提高机体的抗癌机能以及活血化瘀药物抗转移的研究上均已有一定的基础。在术后的患者或放、化疗后的患者身上充分发挥中医药的这一优势，以抗复发和抗转移，达到提高生存率的目的。

表 4: 中药抗肿瘤产品前 20 位市场份额

药品名称	企业名称	市场份额				
		2007	2008	2009	2010	2011
1 康艾注射液	吉林长白山制药股份有限公司	10.07%	11.15%	10.85%	10.19%	12.10%
2 参芪扶正注射液	广东丽珠集团利民制药厂	9.20%	9.05%	9.30%	8.23%	8.70%
3 金水宝胶囊	江西济民可信金水宝制药有限公司	6.96%	8.02%	8.37%	8.17%	7.93%
4 艾迪注射液	贵州益佰制药股份有限公司	6.82%	7.90%	8.33%	8.27%	7.81%
5 复方苦参注射液	山西振东制药股份有限公司	7.24%	7.37%	6.47%	6.38%	5.93%
6 康莱特注射液	浙江康莱特集团有限公司	2.70%	1.83%	2.03%	1.87%	3.39%
7 消癌平注射液	江苏南京圣和药业有限公司	1.82%	1.66%	2.41%	3.04%	3.20%
8 香菇多糖注射液	江苏金陵药业股份有限公司	4.35%	3.84%	4.13%	3.53%	3.03%
9 香菇多糖注射液	江苏南京绿叶思科药业有限公司	3.92%	3.82%	3.16%	3.04%	2.29%
10 槐耳颗粒	江苏启东盖天力药业有限公司	2.60%	2.74%	2.36%	2.18%	2.26%
11 安康欣胶囊	安徽高山药业有限公司	2.97%	3.51%	2.91%	3.13%	2.04%
12 参一胶囊	吉林亚泰制药有限公司	0.68%	0.84%	0.98%	1.38%	1.80%
13 鸦胆子油乳注射液	辽宁沈阳药大药业有限责任公司	1.69%	1.66%	1.53%	1.47%	1.64%
14 鸦胆子油乳注射液	浙江九旭药业有限公司	1.08%	1.03%	1.02%	1.38%	1.56%
15 复方斑蝥胶囊	贵州益佰制药股份有限公司	1.06%	1.13%	1.29%	1.31%	1.50%
16 金龙胶囊	北京建生药业有限公司	1.60%	1.16%	1.47%	1.61%	1.40%
17 复方红豆杉胶囊	重庆赛诺生物药业股份有限公司	0.70%	0.32%	0.85%	0.93%	1.06%

18	华蟾素片	安徽金蟾生化股份有限公司	1.48%	1.27%	1.02%	1.02%	1.03%
19	小金胶囊	湖北武汉健民药业集团股份有限公司	0.25%	0.55%	1.08%	0.94%	0.99%
20	复方皂矾丸	陕西郝其军制药有限责任公司	1.39%	1.12%	1.10%	1.00%	0.95%

数据来源：南方所、西南证券研究发展中心

中成药在我国肿瘤治疗用药的市场份额中处于较高位置。从临床用药来看，2009年-2011年其市场份额较为稳定，一直保持在20%左右。截至2011年约为22.41%，市场规模为130亿元。其中排名前10位的除了金水宝胶囊、槐耳颗粒外，其余均为针剂。市场份额最大的为康艾注射剂，约占肿瘤治疗中成药市场的12.1%。益佰制药的两大药物，艾迪注射剂和复方斑蝥胶囊的市场份额分别为7.81%、1.50%，排名为第四位和第十五位。

3.2.1 公司核心肿瘤产品分析

艾迪注射液分析

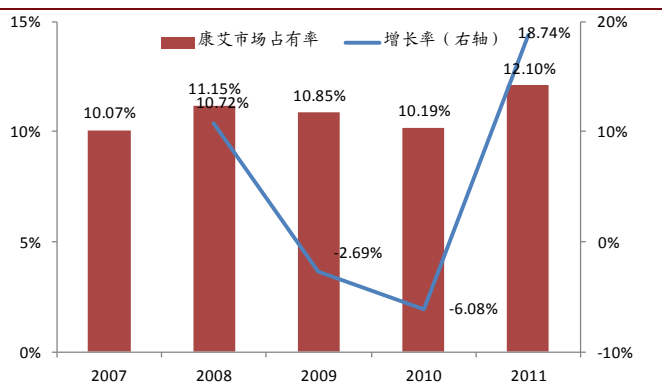
艾迪注射液于2002年9月获批，是应用现代科学方法，将中药人参、黄芪、刺五加和斑蝥中所含的抗肿瘤免疫活性物提纯制成的抗癌针剂。对多种实验动物移植性肿瘤有明显的抑制作用，且能刺激骨髓使白细胞升高，增强机体免疫力，临床上已广泛用于多种肿瘤的治疗，取得了满意的疗效。

表 5: 艾迪注射液有效成分构成

中药名	有效成分	作用一	作用二	作用三
人参	多种皂甙、人参多糖	提高机体适应性	增强机体免疫力	升高白细胞
黄芪	黄芪多糖	具有较强的解毒	增强人体免疫力	升高白细胞
刺五加	甙类和刺五加多糖	有明显镇静	提高机体免疫、对辐射的抵抗力	升高白细胞
斑蝥	斑蝥素	抑制肿瘤转移	—	升高白细胞

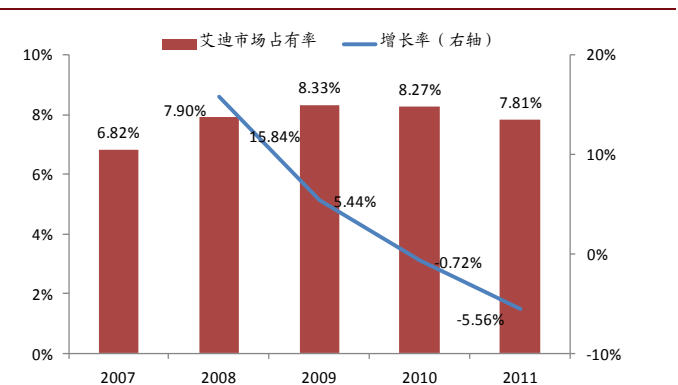
数据来源：南方所、西南证券研究发展中心

图 17: 康艾注射剂市场占有及其增长率



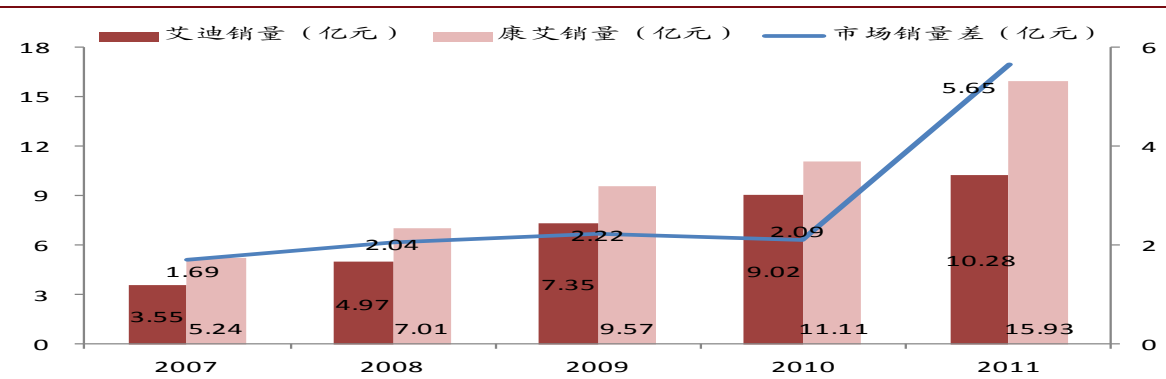
数据来源：南方所、西南证券研究发展中心

图 18: 艾迪注射剂市场占有及其增长率



数据来源：南方所、西南证券研究发展中心

图 19: 康艾、艾迪注射剂销额对比



数据来源: 南方所、西南证券研究发展中心

随着肿瘤治疗市场的扩大,艾迪注射液的年销量从 2010 年的 9.02 亿元上升到 2011 年的 10.28 亿元;从市场占有率来看,2011 年,康艾注射液在肿瘤治疗中成药市场的占有率增速上升了 18.74%,达到历史最高的 12.10%,而艾迪注射液的市场占有率增速下降了 5.56%,为 7.81%。我们认为:11 年的康艾大幅增长,与其新进入医保有关;同时艾迪两个地区丢标,对其产生影响,不过现在已经恢复。

表 6: 排名前五肿瘤治疗中成药注射剂中标情况

名称	生产厂家	规格	中标价格(元)	质量等级	招标省份	中标时间	2011 年市场份额
康艾注射液	长白山制药	10ml	55.83	普通 GMP	河北	2011/11/30	12.10%
参芪扶正注射液	丽珠集团	250ml	138.11	普通 GMP	湖北	2013/1/16	8.70%
艾迪注射液	益佰制药	10ml	30.41	国家保密处方	湖北	2013/1/16	7.81%
香菇多糖注射液	金陵药业	2ml	180.43	普通 GMP	河北	2011/11/30	6.37%
复方苦参注射液	山西振东	2ml	15.82	普通 GMP	湖北	2013/1/16	5.93%

数据来源: 药品招标信息网、西南证券研究发展中心

对比排名前五的肿瘤治疗中成药注射剂中标情况可以发现:2013 年 1 月参芪扶正注射液和艾迪注射液已通过湖北省的基药招标。相比康艾注射剂,艾迪的价格优势明显,若按一个疗程计算,大约节省费用为 1000-1500 元。

表 7: 艾迪与康艾、参芪扶正单疗程治疗成本分析

名称	适应症	医保	中标价	用法	单疗程费用
艾迪注射液	中晚期肿瘤	乙类	30.41 元/10ml	每日 50~100ml, 30 天为一疗程	4561 元~9123 元
康艾注射液	中晚期肿瘤	乙类	58.35 元/10ml	每日 40~60ml, 30 天为一疗程	7000 元~1 万元
参芪扶正注射液	肿瘤辅助治疗	乙类	138.11 元/250ml	每日 250ml, 21 天为一疗程	2900 元

数据来源: 西南证券研究发展中心

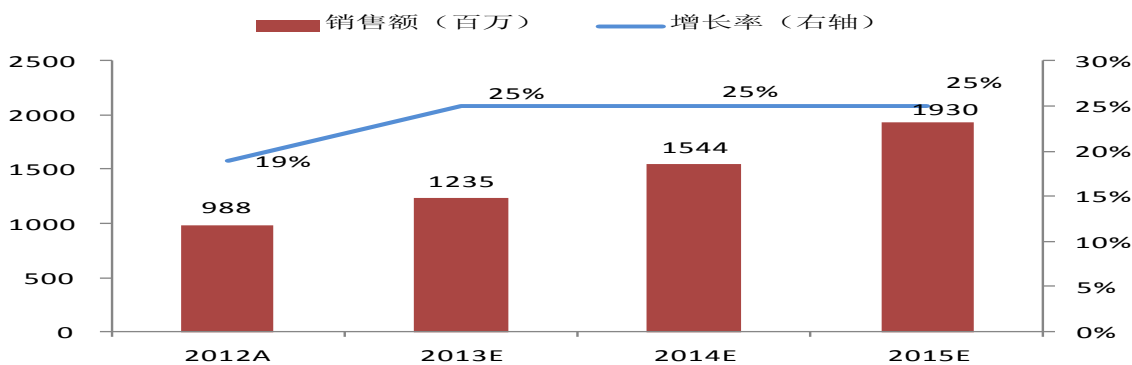
艾迪核心竞争优势:

- **抑制癌细胞代谢、保护骨髓。**其主要作用机制在于首先抑制癌细胞的核酸代谢,使癌细胞的形态和功能发生改变直接杀伤肿瘤细胞,诱导肿瘤细胞凋亡。艾迪注射液还能抑制肿瘤血管新生,抑制 VEGF 蛋白表达,降低肿瘤血管密度,有显著的多药耐药逆转、保护骨髓的作用。

- **有效降低化疗的毒副作用。**在化疗的同时加艾迪与不加艾迪相比,临床有效率提高 15%,尤其是疾病控制率提高了 20%,差异有显著性。同时,患者的 TTP 和生存期均延长了 1~2 个月。毒性反应两组差异虽无显著性,但从毒副反应基本统计数据可以初步看出,加艾迪组各种反应还是有微弱的下降趋势。艾迪注射液能对抗化疗所导致的骨髓抑制发生,从而维持外周血象的稳定,保护腔内化疗的顺利进行,且未发现明显副反应。
- **减轻副反应,提高生存质量。**对于癌症晚期病人,由于恶液质,粒细胞缺乏等多种原因,患者出现食欲不振、乏力、虚弱、失眠等症状,有针对性地将艾迪注射液应用在抗癌治疗过程中,可大大减轻副反应,减轻晚期癌症的伴随症状,使患者生存质量提高。

我们认为:由于我国人口的老年化、肿瘤发病率的逐年攀升,肿瘤药品市场增速将超过医药行业整体增速;由于艾迪产品质量本身具有独特竞争优势,再加上公司强悍销售能力,艾迪将继续高速增长;在国家医保控费背景下,艾迪具有较大成本优势。同时艾迪毛利率相对较高能够满足医生、医院的诉求。因此,艾迪未来 3 年增速将超过 25%。

图 20: 艾迪注射液销售额及增长率



数据来源:南方所、西南证券研究发展中心

复方斑蝥胶囊 (康赛迪)

复方斑蝥胶囊中的君药为斑蝥,斑蝥的有效成分为斑蝥素,斑蝥素的抗癌作用受到国内外首肯,2002 年被国家药监局评选为最佳抗癌药物之一,斑蝥素能够抑制 DNA 和 RNA 合成,对肝脏和癌细胞有较强的亲和性。对原发性肝脏及其他癌症有效,且无骨髓抑制作用,同时还具有升高白细胞数,抗病毒、抗炎作用。

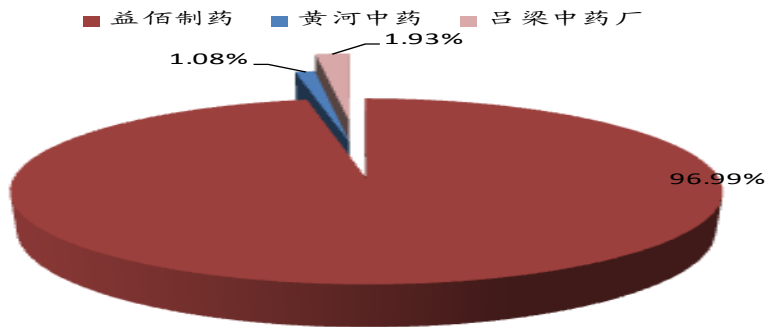
复方斑蝥胶囊处方中的其它臣药,如人参、黄芪、刺五加、莪术、女贞子、山棱、熊胆粉、甘草等,这十一味药君臣佐使,柔肝祛瘀,益气补血,通络散结,消肿抗癌,诸法配合应用,临床疗效显著,充分体现了复方斑蝥胶囊组方的合理性。

表 8: 复方斑蝥胶囊药物主要组成情况

中药名	有效成分	作用一	作用二	作用三
人参	多种皂甙、人参多糖	提高机体适应性	增强机体免疫力	升高白细胞的作用
黄芪	黄芪多糖	具有较强的解毒	增强人体免疫力	升高白细胞作用
刺五加	甙类和刺五加多糖	有明显镇静	提高机体免疫力、对辐射的抵抗力	升高白细胞
斑蝥	斑蝥素	抑制肿瘤转移	-	升高白细胞
半枝莲	半枝莲素	抗病毒	提高机体免疫力	-

数据来源: 公告、西南证券研究发展中心

2011 年, 复方斑蝥胶囊销售额约为 1.77 亿元。从 2013 年湖北省非基药招标结果看, 复方斑蝥胶囊的入选厂商有四家, 分别是益佰制药、希尔安药业、亚东药业、吕梁中药厂。直接的竞争对手是希尔安药业的复方斑蝥胶囊, 若换算成相同规格, 其价格比益佰制药的高 0.96 元。

图 21: 复方斑蝥胶囊市场份额组成


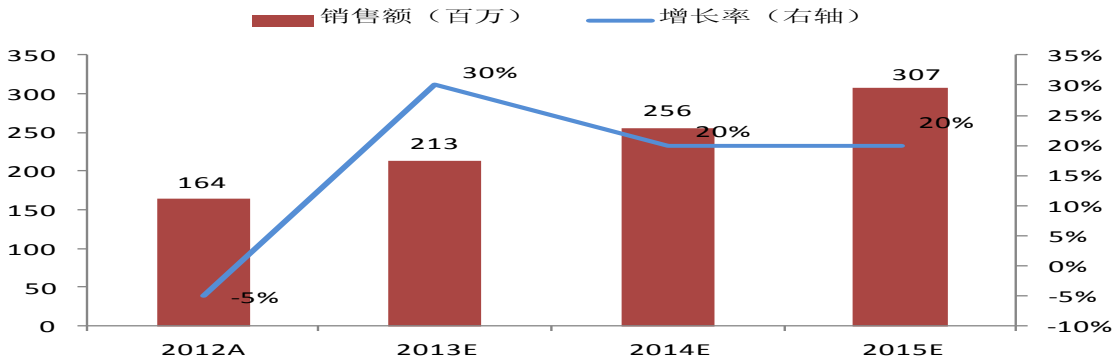
数据来源: 公告、西南证券研究发展中心

表 9: 复方斑蝥胶囊中标情况

公司名称	规格	价格 (元)	招标省份	中标时间	质量等级
益佰制药	0.25*60	134.48	湖北	2013/1/16	优质优价中药
希尔安药业	0.25*72	162.53	湖北	2013/1/16	优质优价中药
亚东药业	0.25*48	70	湖北	2013/1/16	普通 GMP
吕梁中药厂	0.25*90	121.68	湖北	2013/1/16	普通 GMP

数据来源: 公告、西南证券研究发展中心

我们认为: 市场中有 8 家公司生产复方斑蝥胶囊, 其中只有益佰制药、希尔安药业、亚东药业、吕梁中药厂做的比较大, 其中益佰制药市场份额占据绝对竞争优势。估计未来 3 年增速不低于 20% (13 年销售收入增速可能超过 30%)。

图 21: 复方斑蝥胶囊销售额及增长率预测


数据来源: 公告、西南证券研究发展中心

5.3 我国肿瘤疾病化药市场

3.3.1 铂类药物研究进展

自从 40 年前第一代铂类药物投入临床应用以来, 铂类药物陆续问世, 疗效确切, 对于多种肿瘤的治疗产生了重大影响。

- 1978 年, FDA 批准顺铂用于治疗睾丸肿瘤, 现在的睾丸肿瘤患者得到根治。
- 1988 年, FDA 批准卡铂用于治疗卵巢肿瘤, 卡铂与紫杉醇联合应用已经成为治疗卵巢癌的标准方案, 并且生存率及生存时间得到了不断提高。
- 1999 年 2 月, 美国 NCI 宣布在不同的随机临床试验中对头颈部肿瘤患者在局部放疗后加顺铂提高了治愈率。
- 2001 年, NSABP 组织了奥沙利铂的 3 期临床研究, 治疗晚期结直肠癌, 显示了良好的近期疗效。

洛铂(Lobaplatin, LBP)即 1, 2-二氨基一环丁烷一乳酸合铂, 是第 3 代铂类抗癌药物, 由德国 ASAT 公司创新研发。先前的研究表明, 该药具有多项新的优势, 其稳定性好, 抗瘤谱广, 抗瘤活性强, 作用与第 1 代的顺铂(PDD)和第 2 代的卡铂(CBP)相当, 特别是与 PDD 没有交叉耐药性, 而毒性与 CBP 类似。

1998 年, LBP 就获得当时的卫生部药政局批准进口注册, 但未能够推广应用。2002 年, 我国海南长安国际制药有限公司从德国 ASAT 公司独家购买了 LBP 在中国的专利权和生产销售权。2005 年, 经 SFDA 批准, LBP 作为国家一类新药上市, 主要用于治疗晚期乳腺癌、小细胞肺癌和慢性粒细胞白血病。近些年来, 国内、外的临床医师和学者积极应用和研究 LBP, 陆续有了一些进展。

表 10: 铂类药物研究进展

	名称	临床使用时间	抗癌谱	作用
第一代	顺铂	1969	睾丸肿瘤、卵巢癌、 道癌、非小细胞肺癌、	抗癌作用强，抗癌活性高；与其它抗癌药物少交叉耐药性，有利于临床的联合用药。
	卡铂	1986	非小细胞肺癌、肝胚细胞瘤、 膀胱癌、子宫颈癌、食道癌、 头颈部癌、胃癌	化学稳定性好，溶解度比顺铂高 16 倍；毒副作用低于顺铂；与非铂类抗癌药物无交叉耐药性，可以与多种抗癌药物联合使用。
第二代	奈达铂	1995	头颈部肿瘤、肺癌、食道癌、 膀胱癌、睾丸癌、子宫颈癌等	铂对头颈部肿瘤优于顺铂，对肺癌疗效和顺铂相当，对食道癌的有效率较顺铂高，对子宫颈癌有 41% 以上的有效率。
	奥沙利铂	1996	大肠癌、非小细胞肺癌、卵巢 癌、乳腺癌	耐受性良好，可能是治疗大肠癌最有希望的和不可多得的一种新药
第三代	洛铂	2005	小细胞肺癌、乳腺癌	研究表明，该药的抗肿瘤效果与顺铂和卡铂的作用相当或者更好，且与顺铂无交叉耐药。

数据来源：公告、西南证券研究发展中心

5.3.2 铂类药物的关键特性

交叉耐药性

病原体对某种药物耐药后，对于结构近似或作用性质相同的药物也可显示耐药性，称之为交叉耐药（Cross Resistance），根据程度的不同，又有完全交叉耐药和部分交叉耐药之分。随着抗生素的应用日益广泛，细菌对一些常用的药物呈现不同程度的耐药性。对于那些应用时间越长，使用范围越广泛的药物，细菌的耐药性往往越严重。

经过学者的实验验证发现：LBP（洛铂）、DDP（顺铂）、Cab（卡铂）与紫杉醇（PTX）、多西他赛（DOC）、长春瑞滨（NVB），在 A549 细胞和 Calu-3 细胞株中，LBP 与 PTX、DOC 和 NVB 合用效果基本一致，表现为协同或相加作用，无拮抗作用，其中 LBP 与 PTX 合用的协同作用最强。但是，DDP、Cab 分别与 PTX、DOC 和 NVB 合用效果则因细胞株类型的不同而存在差异。在 A549 细胞中，两药联合主要表现为协同或相加；而在 Calu-3 细胞中，则部分合用表现为拮抗。

表 11: 铂类药物联合效应检验

细胞株	铂类药物(μmol/L)	联用药物(nmol/L)		
		PTX(1~7)	DOC(1~7)	NVB(5~40)
A549	LBP(1~7)	协同	协同	相加
	DDP(1~7)	协同	协同	协同
	Cab(10~70)	相加	相加	相加
Calu-3	LBP(1~5)	协同	协同	协同
	DDP(1~5)	协同	拮抗	相加
	Cab(10~50)	拮抗	拮抗	相加

数据来源：临床肿瘤杂志、西南证券研究发展中心

毒性

近几十年来，随着新的抗癌药物的不断研制，肿瘤化疗的广泛应用，疗效有了较大的改善。但是，目前有临床使用的抗癌药物的选择性不高，在杀伤肿瘤细胞的同时对机体正常细胞，特别是增殖旺盛的细胞具有损害作用。成为限制用量、阻碍疗效发挥的主要问题。

对于铂类药物来说，除第一代顺铂主要表现为肾毒性、恶心呕吐以外，第二、三代药物均表现为骨髓抑制，可以分为血小板下降、神经毒性反应。

表 12: 铂类药物毒性对比检验

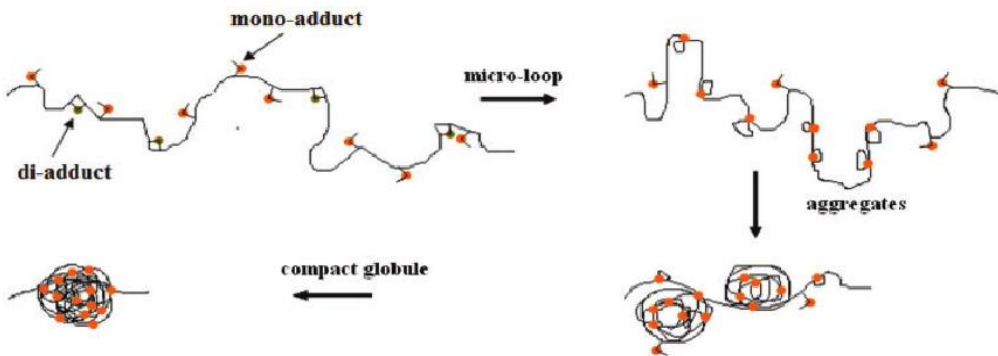
实验项目	洛铂组		奥沙利铂组		统计学意义
	I、II度	III、IV度	I、II度	III、IV度	
血小板下降发生率	41%	9%	78%	37%	P<0.01
神经毒性反应发生率	10%	0.01%	71%	29%	P<0.01

数据来源：临床肿瘤杂志、西南证券研究发展中心

5.3.3 洛铂作用机理

目前认为，LBP 的作用机理与 PDD 基本类似，主要通过形成 Pt-GG 和 Pt-AG 链内交叉连接，阻碍 DNA 的复制和转录过程，从而干扰肿瘤细胞周期的运行。由 LBP 引起的 DNA 损伤，可以影响肿瘤细胞特定基因的表达。

图 23: 洛铂作用机理



数据来源：临床肿瘤杂志、西南证券研究发展中心

5.3.4 洛铂注射剂市场情况

《临床肿瘤学杂志》指出，洛铂作为第 3 代新的铂类抗肿瘤药物，具有水溶性好，抗瘤谱广、抗瘤活性强，与其他铂类药物无交叉耐药性及毒副反应低诸多特点，已经显示出明显的优势。但是从最新的湖南省药品招标价格来看，相同剂量的洛铂价格远高于奥沙利铂。

表 13: 铂类肿瘤治疗药物的招标情况

名称	中标时间	中标省份	剂型	规格	价格	质量等级	生产厂商
顺铂	2013年1月16日	湖北	注射液	100mg/盒	101.31	普通 GMP	云南个旧
	2013年1月16日	湖北	注射液	30mg/盒	24.6	普通 GMP	江苏豪森
	2013年1月16日	湖北	注射液	50mg/盒	84.15	单独定价	HospiaAustraliaptyLtd
卡铂	2013年1月16日	湖北	注射液	50mg/支	40.96	普通 GMP	齐鲁制药
	2013年1月16日	湖北	注射液	100mg/支	69.45	普通 GMP	齐鲁制药
	2013年1月16日	湖北	注射液	150mg/支	180.62	原研	百时美施制药
	2013年1月16日	湖北	冻干粉针剂	100g/瓶	32.36	首仿	齐鲁制药
奈达铂	2011年1月30日	河北	冻干粉针剂	100mg/瓶	926.2	-	大连金泉宝山
奥沙利铂	2013年1月16日	湖北	冻干粉针剂	50mg/瓶	230.81	首仿	江苏恒瑞
	2013年1月16日	湖北	冻干粉针剂	50mg/瓶	140	普通 GMP	江苏奥赛康
洛铂	2013年1月16日	湖北	冻干粉针剂	10mg/瓶	468.26	专利	益佰制药
	2013年1月16日	湖北	冻干粉针剂	50mg/瓶	1812.21	专利	益佰制药

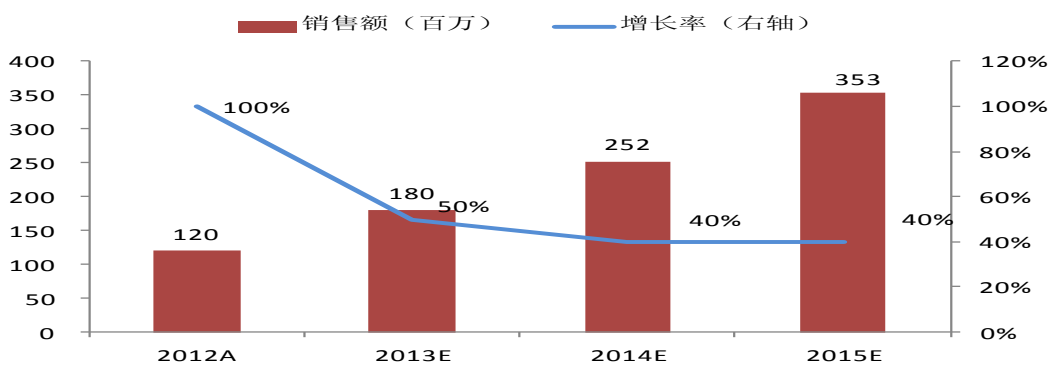
数据来源: 临床肿瘤杂志、西南证券研究发展中心

5.3.5 洛铂推广规划

公司高度重视洛铂,近几年对最具发展潜力的品种成立了专门事业部,由副总经理冯志刚带队。冯总有医学背景、有近10年的销售经验,是新品学术推广最佳的人选。针对洛铂等制定了全新的学术推广销售策略。

我们认为:洛铂做为最新类铂类产品,其以无比的竞争优势(如效果好、副作用小等特点)受到业界肯定;12年销售额约1.2亿,估计13年销售收入同比增长50%。

图 24: 洛铂销售额及增长率预测(万元)



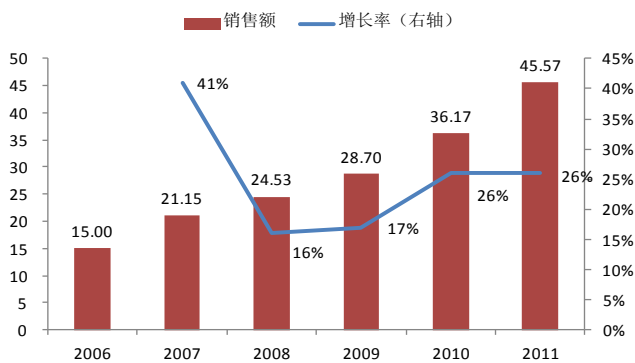
数据来源: 西南证券研究发展中心

6、心血管疾病用药分享“慢病市场蛋糕”的增长

6.1 心血管疾病药物市场

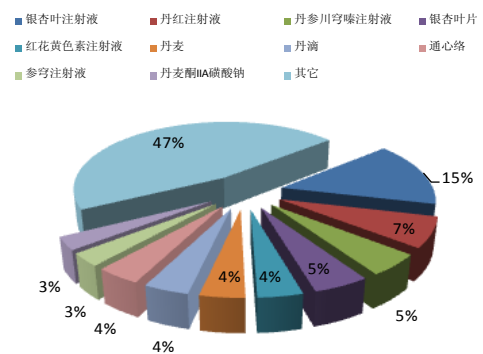
根据南方所数据显示，06-11年样本医院心脑血管类复方增长率约25.6%。但从剂型看，市场份额比较靠前的是中药注射液（如银杏叶注射液、丹红、血塞通等），口服剂型比较靠前的是银杏叶片、丹滴、通心络胶囊、银杏叶胶囊、参松养心胶囊、稳心颗粒、振元胶囊等。

图 25：06-11 年心脑血管类样本医院销售规模及增长率



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

图 26：11 年心脑血管类市场份额

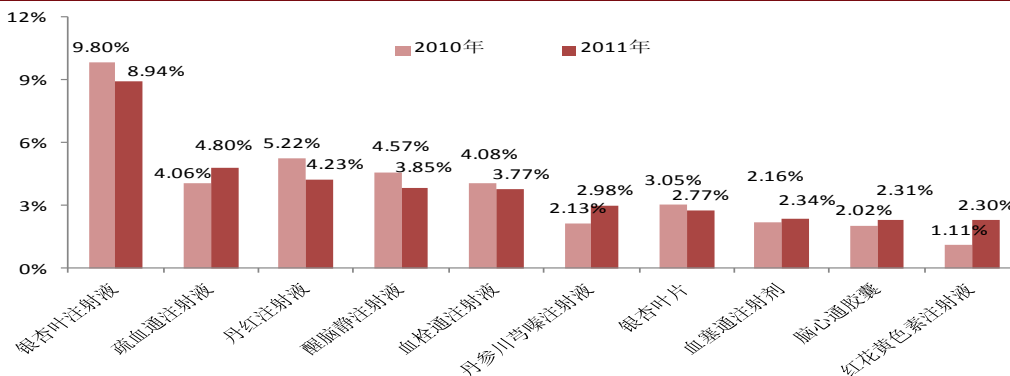


数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

2011 年，心脑血管中成药前 10 品种市场集中度为 38.29%，比上年 40.03% 下降 1.74 个百分点。2010 年及 2011 年市场份额最大的品种均没超过 10%。与上年比较，新进入前 10 位的品种有丹参川芎嗪注射液、脑心通胶囊和红花黄色素注射液，跌出前 10 位的品种有参麦注射液、通心络胶囊和灯盏花素注射液。其中注射剂型占了 10 个席位中的 8 个。由黑龙江珍宝岛药业、神威药业、雅安三九药业等企业生产的银杏叶注射液连续数年排名第一位。

前 10 品种中红花黄色素注射液市场份额增长最快，由 2010 年的 1.11% 增长到 2011 年的 2.30%，增长 1.19 个百分点。丹红注射液市场份额下降最快，由 2010 年的 5.22% 下降到 2011 年的 4.23%，下降 0.99 个百分点；排名由第 2 位下降到第 3 位。

图 27：心脑血管中成药前十品种医院市场份额



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

6.2 银杏达莫注射液

银杏内酯对血小板活化因子(PAF)受体有强大的特异性抑制作用，其中银杏内酯的抗 PAF 活性最高。PAF 是血小板和多种炎症组织分泌产生的一种内源性磷脂，是迄今发现的最有效的血小板聚集诱导剂，它与许多疾病的产生、发展密切相关。而银杏内酯目前被认为是最有临床应用前景的天然 PAF 受体拮抗剂，其拮抗作用活性与化学结构密切相关。

据统计，银杏叶提取物 (GBE) 是心脑血管中成药临床应用的第一大品种。国内市场的银杏叶提取物主要包括银杏叶注射剂和银杏叶片，适用于中风和冠心病患者。银杏叶注射液市场规模在 2006 -2011 年间复合增长率约 32%，2011 年占心血管用药的市场份额的 15%，实现销售额 20 亿元以上，其中神威药业、黑龙江珍宝岛药业、山西万荣三九药业的 市场份额合计超过 80%，市场集中度较高。

表 14: 银杏类药品比较

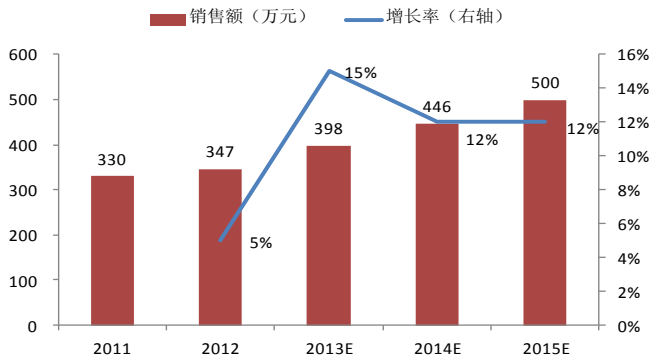
项目	银杏类产品				
	银杏内酯注射液	舒血宁注射液	银杏达莫注射液	金纳多	丹参多酚酸
原料成份组成	含银杏内酯 A、B 大于 95%，成分组成明确。	含银杏总黄酮约 24%、银杏总内酯约 6%，尚有 70% 的成分不明确。	含银杏总黄酮约 24%、银杏总内酯约 6%，双嘧达莫约 10%。	银杏黄酮甙 (24%)、银杏内酯 (3.1%)、白果内酯 (2.8%)、双嘧达莫 (10%)	丹参乙酸
制剂成份组成	注射液为每支 25mg/5ml，含银杏内酯 A、B 等成分为 20.5 ~ 24.5mg。	注射液为每支 (5ml) 含银杏总黄酮≥4.2mg，银杏总内酯≥0.3mg	注射液为每支 (5ml) 含银杏总黄酮 4.5 ~ 5.5mg、双嘧达莫 1.8 ~ 2.2mg	注射液为每支 (5ml) 含银杏总黄酮 4.5 ~ 5.5mg、双嘧达莫 1.8 ~ 2.2mg	
作用机理研究	银杏内酯为特异的血小板活化因子抑制剂可阻止 PAF 引起的小血小板聚集。	银杏黄酮具有扩血管作用，对血管紧张素转化酶有一定的抑制作用	在银杏叶提取物的基础上加入西药成分双嘧达莫，具有抗血小板凝集作用，可抑制血小板释放。	银杏黄酮具有扩血管作用，对血管紧张素转化酶有一定的抑制作用	降低 LDH 的作用，对血小板凝集有一定的抑制作用。
生产厂家	康缘药业、成都百裕	神威药业 (2 亿)、双鹤药 (2 亿)、上海新先锋药业、三九药业、珍宝岛 (1.5 亿) 等	益佰制药 (2 亿)、普德药业 5 等	德国威玛舒培博士大药厂、台湾济生化学制药厂。	天士力
销售额		10 亿	8 亿	3	
市场占有率		50%	30%	20%	
是否医保	无	乙类	乙类	乙类	
总生产厂商	1	9	5	1	1
市场价格	138 元/2ml(10mg)	2-4 元/2ml(10mg)	5 元/2ml(10mg)	—	—

数据来源：西南证券研究发展中心

我们认为：银杏达莫注射液属于银杏叶注射液类，市场份额最高，该产品有 5 家企业生产 (分别是益佰制药、民康制药、谷红制药、普德药业、新先锋药业，规格相同。但益佰制药做的最大)。但随着纯度更高的成都百裕与康缘药业银杏内酯注射液的获批上市将对银杏达莫注射液形成一定程度的冲击 (由于成都百裕与康缘的银杏内酯 2 年内销售额将比较小，对其冲击将比较有限)；但由于我国人口的老年化已经成为共识，心脑血管类市场规模扩大将

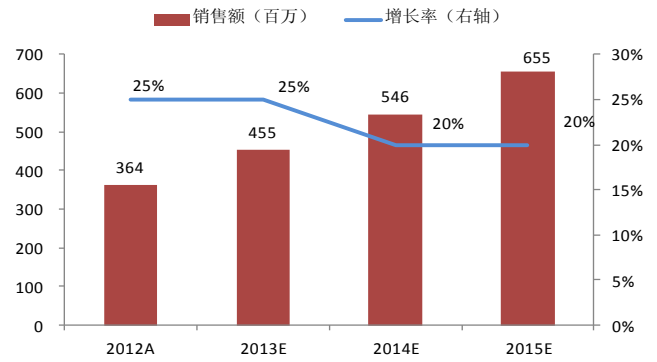
使竞争淡化。因此，未来3年银杏达莫注射液销售收入增速约20%。

图 28: 复方丹参滴丸销售额及增长率



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

图 29: 银杏达莫注射液销售额及增长率预测



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

6.3 米槁心乐滴丸

米槁心乐滴丸由米槁的挥发油、薤白、冰片、川芎四味药组成纯中药制剂，该制剂具有芳香温通、行气止痛之功效，临床用于预防治疗冠心病心绞痛获得良好效果。

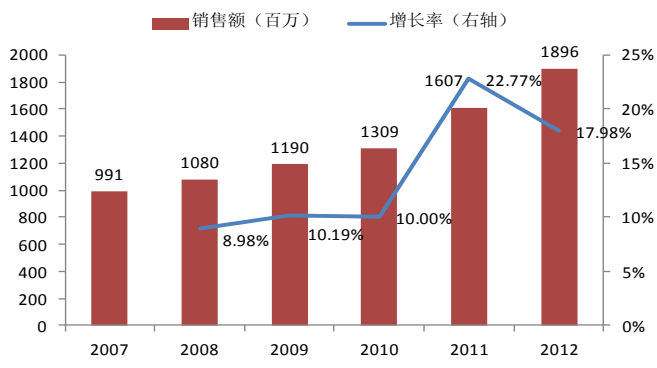
滴丸制剂因其具有的疗效特点，已经获得了广大医患认可和接受。但传统中药本身的一些特性，如组方较大、工艺粗旷、成分较多等，加之中药滴丸成型及物质状态方面的理论研究不够深入，目前我国中药滴丸剂相对滞后，适合制成滴丸的品种不多。因此该品种上市，将会较其他品种有显著的技术性优势，借助益佰的营销，将会是心脑血管极具潜力的品种。

米槁心乐滴丸推广过程中主要具有以下竞争优势：

- **米槁心乐滴丸改善心肌缺血效果显著。**米槁心乐滴丸具有明显减轻心肌缺血程度及缺血范围，减少梗塞区面积，同时该药能增加离体心脏冠脉流量、减慢心率、降低心肌收缩力，能明显对抗ECGSTR的缺血性改变。因此，米槁心乐滴丸对实验性心肌缺血有保护作用。
- **公司销售能力强。**公司是以销售见长的优质企业，目前销售队伍超过3000人，但主要集中在覆盖二级以上医院。县级医院及基层医疗机构覆盖较少，公司通过非定向增发投入2.5亿，在北京、上海等27个地区新增101个省级办事处以实现营销网络的扩建，通过安排系统化的学术推广活动以实现品牌建设。
- **心血管类是公司布局核心科室，发挥资源销售效应。**以银杏达莫注射液为代表的心脑血管类占公司处方药收入的20%以上，心血管科是公司长期耕耘的科室相对比较成熟。米槁心乐滴丸上市后能够借助其心血管科室资源快速放量。

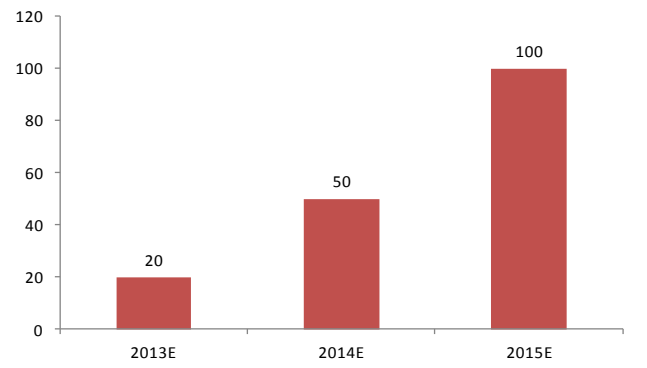
我们认为：米槁心乐滴丸效果好、安全性等独特竞争优势，再加上依靠公司优异的销售能力及原心血管科室资源，该产品将快速放量。估计第1个完整会计年度销售约3000万，2年销售额有望过亿。

图 30: 复方丹参滴丸销售额及增长率



数据来源: 南方所, 西南证券研究发展中心

图 31: 米橘心乐滴丸销售额及增长率



数据来源: 南方所, 西南证券研究发展中心

6.4 注射用瑞替普酶

瑞替普酶可以使纤维蛋白溶解酶原激活为有活性的纤溶蛋白溶解酶, 以降解血栓中的纤维蛋白, 发挥溶栓作用。该产品属于第 3 代溶栓药, 用于急性心肌梗死, 肺栓塞的抢救, 外周血管的血栓性疾病的的治疗。瑞替普酶为子公司爱德制药主打产品, 2012 年 6 月受让爱德制药 80% 的股权, 获得该药批文。现进入河北、甘肃 2 省医保。

- **第一代溶栓剂: 链激酶(Streptokinase)和尿激酶(Urokinase)。**优点: 采用冠状动脉内或静予链激酶, 对栓塞性疾病有一定疗效, 价格较便宜。缺点: 是引起机体广泛出血, 尤其是颅内出血的危险很大, 给药方案复杂不易操作, 一半的病人不能在 90 分钟内建立良好再灌注等。
- **第二代溶栓剂: t-PA。**其作用明显优于链激酶, 在症状发作后的短时间内给药对恢复再灌注作用明显。缺点: 半衰期较短(约 3min), 需短时间内大量给药, 价格昂贵, 而且引起颅内出血的危险同样较大, 给药复杂、不能在 90 分钟内建立良好再灌注等同一代。
- **第三代溶栓剂: 已进行临床研究的为 reteplase (r-PA), 它只有 t-PA 的 K2 区及 P 区。**优点: 延长半衰期、更快更彻底溶栓的作用和较少颅内出血的危险。另外, t-PA 的 TNK 突变体和 n-PA 均在动物实验和小规模 I 临床试验中, 表现出较长的半衰期和良好的溶栓活性。不良反应较小。

瑞替普酶(重组人组织型纤溶酶原激酶衍生物)是阿替普酶(野生型人组织型纤溶酶原激酶衍生物)的变异体, 属于第三代溶栓药物。在北美和欧洲, 三代溶栓药物正在迅速取代二代溶栓药物, 但我国大部分地区仍然在使用第一代或者第二代溶栓药物。

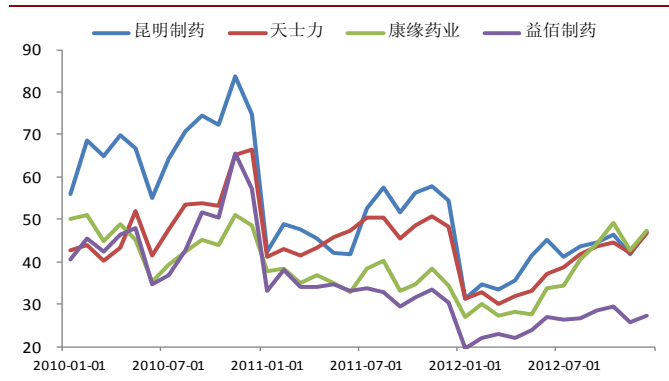
我们认为: 目前我国使用第 3 代溶栓药瑞替普酶比较少, 由于其自身的特性将替代第 2 代溶栓药; 由于急性溶栓不像治疗冠心病、心绞痛等需要长期用药。14 年东阿阿胶新产能扩建后公司再与其前协议, 估计瑞替普销售收入酶天花板 6 亿。

7、公司估值分析

7.1 公司估值比较

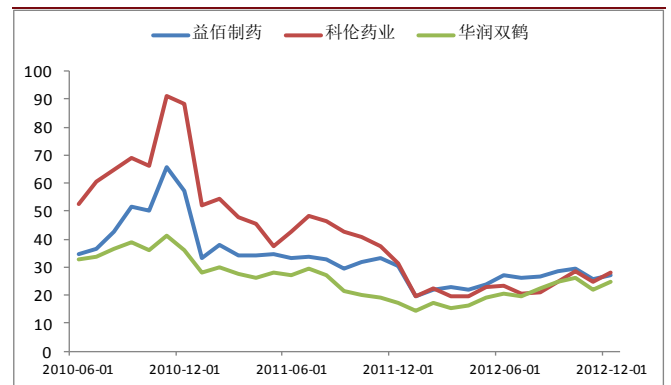
从图中可以发现：公司 PE 与专科中药昆明制药、天士力、康缘药业益佰制药相比，益佰估值是最低的；同时与大输液公司 PE 比较也可以发现，公司 PE 与华润双鹤相仿、低于科伦药业。说明公司估值被严重低估。

图 32: 益佰制药与昆明制药、天士力、康缘药业 PE 的比较



数据来源：西南证券研究发展中心

图 33: 米槁心乐滴丸销售额及增长率



数据来源：西南证券研究发展中心

7.2 公司估值被低估的原因

- **原产品梯队老化。**公司独家产品艾迪注射液于 2002 年获批，现销售额超过 10 亿，增速相对放缓、尽管斑蝥胶囊及银杏达莫注射液非独家产品，在获批几家公司中销售收入比较靠前，但近 2 年收入增速放缓。因此一线产品梯队乏力。
- **股权激励业绩解锁条件低于市场预期。**以 10 年业绩为基数，11 年-13 年将是业绩考核年份，连续 3 年净利润复合增长率约 18.64%。该净利润增速是低于医药行业平均增速，因此公司估值长期被压制。

7.3 估值释放期的时代到来

我们认为：当前环境下压制公司估值因素逐步消失，有利于抗肿瘤行业发展的趋势明显，具体分析如下。

- **医疗政策微妙变化有利于激发终端抗肿瘤产能的需求。**首先是我国新型城镇化有利于刺激农村居民对抗肿瘤领域的刚性需求（详情请见我国城镇化如何推动县级医院市场扩容的深度研究报告）；同时我国“大病医保”、抗肿瘤药品进入基药、大病不出县等政策将为县级医院患者带来了支付能力、客户资源等。
- **产品梯队不断改善。**公司产品梯队的改善主要变现为：其一是通过代理产品完善产品梯

队。比如公司通过代理长安国际的洛铂（不是简单代理，公司参股长安国际 27% 股权）、及东阿阿胶的瑞替普酶等；其二是通过收购公司完善产品梯队。即将获批米槁心乐滴丸是通过收购获得，还有很多 OTC 类产品。因此，今后 2 年产品梯队将不断完善，改善以前状况。

➤ 股权激励即将结束。

我们认为：从行业状况的变化、产品梯队的不断完善及股权激励的结束，公司基本面逐渐往好的方面变化，因此公司估值将很大程度上得到修复。

7.4 估值分析与风险提示

7.4.1、估值分析

我们预测：2013 年、2014 年、2015 年 EPS 分别为 1.20 元、1.54 元、1.97 元，对应的 EPS 分别为 24 倍、19 倍、15 倍。我们认为：公司估值与大输液龙头公司估值相仿，同时公司从事的行业、基本面都在向积极方向转变，因此公司估值修复将是大势所趋。

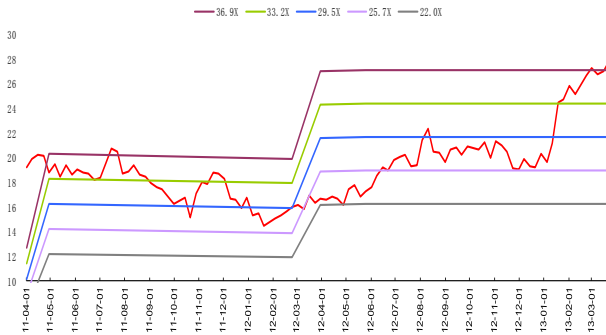
7.4.2、风险提示

1) 大病医保资金来源可能无法持续，影响其落实；大病不出县政策落实可能需要一个过程；2) 收购过来的公司整合、磨合可能需要更长的时间。

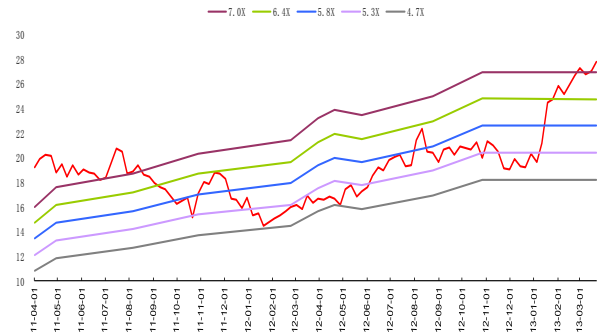
表 15：主要产品预测

产品类型	产品名称		2012A	2013E	2014E	2015E
抗肿瘤	艾迪注射液	销售收入（百万）	988	1235	1544	1930
		增长率	19%	25%	25%	25%
	斑蝥胶囊	销售收入（百万）	164	213	256	307
		增长率	-5%	30%	20%	20%
	洛铂	销售收入（百万）	120	180	252	353
		增长率	100%	50%	40%	40%
心脑血管	银杏达莫注射液	销售收入（百万）	364	455	546	655
		增长率	25%	25%	20%	20%
	瑞替普酶	销售收入（百万）	135	189	265	370
		增长率		40%	40%	40%
	米槁心乐滴丸	销售收入（百万）			50	100
		增长率			---	100%
OTC	克咳	销售收入（百万）	169	194	224	257
		增长率	3%	15%	15%	15%

数据来源：西南证券研究发展中心

图 34: 历史 PE-Pand


数据来源: Wind, 西南证券研究发展中心

图 35: 历史 PB-Pand


数据来源: Wind, 西南证券研究发展中心

表 15: 盈利预测 (百万)

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	192	833	1444	2061	营业收入	2252.58	2860.77	3575.96	4469.95
应收和预付款项	1383	1319	1220	1493	减:营业成本	417.16	514.94	634.38	792.97
存货	160	140	145	146	营业税金及附加	32.24	35.76	44.70	55.87
其他流动资产	0	0	0	0	营业费用	1248.71	1587.16	1981.08	2431.66
长期股权投资	46	68	91	113	管理费用	153.11	183.09	228.86	286.08
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	20.77	29.69	33.89	40.67
固定资产和在建工程	250	305	363	433	资产减值损失	4.34	0.01	0.01	0.01
无形资产和开发支出	135	124	108	93	加:投资收益	4.77	-0.72	2.62	0.71
其他非流动资产	100	108	100	94	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	2277	2919	3487	4456	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	251	243	243	244	营业利润	381.01	493.85	630.43	831.33
应付和预收款项	406	554	541	730	加:其他非经营损益	0.00	-15.56	-25.24	-32.08
长期借款	51	27	1	1	利润总额	403.93	508.72	647.90	848.85
其他负债	0	12	9	9	减:所得税	9.00	10.00	11.00	12.00
负债合计	731	855	815	1005	净利润	338.76	438.54	559.97	719.15
股本	361	361	361	361	减:少数股东损益	5.49	5.02	6.02	8.46
资本公积	114	114	114	114	归母公司股东净利	333.27	433.52	553.95	710.69
留存收益	1064	1497	2051	2762	现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	1539	1972	2526	3237	经营性现金净流量	288.01	430.04	418.29	418.31
少数股东权益	7	12	18	26	投资性现金净流量	-14.12	-39.61	-45.55	-61.19
股东权益合计	1546	1984	2544	3263	筹资性现金净流量	109.88	-49.73	-61.96	-39.64
负债和股东权益合计	2277	2839	3360	4269	现金流量净额	99.69	640.71	610.78	617.47

数据来源: 贝格数据, 西南证券研究发展中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦7楼

邮编：400023

电话：(023) 63725713

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

主要研究人员联系方式

姓名	电子邮件	研究领域	姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监	徐永超	xychao@swsc.com.cn	建筑建材
崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理	贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材
张仕元	zsy@swsc.com.cn	宏观研究	申明亮	shml@swsc.com.cn	有色金属
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究	梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	农林牧渔
张刚	z_ggg@tom.com	首席策略研究	李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
马凤桃	mft@swsc.com.cn	基金研究	潘红敏	phm@swsc.com.cn	餐饮旅游
李慧	lih@swsc.com.cn	交通运输	苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	通信行业