

益佰制药（600594）——“招标降价、收购整合两座山”

谨慎推荐（维持）

2015年5月11日

证券分析师—许希晨  
 执业资格证书：  
 S0600512080001  
 021-63123162  
[jenny1727@gmail.com](mailto:jenny1727@gmail.com)

证券分析师—洪阳  
 执业资格证书：S0600513060001  
 0512-62938572  
[Hongyang614@gmail.com](mailto:Hongyang614@gmail.com)

相关报告

“业绩弹性”与“平台并购”的  
 循环反馈  
 益佰制药深度报告  
 2015.2

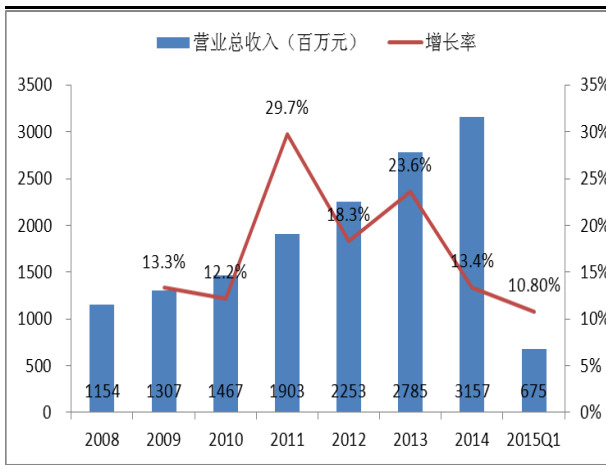
益佰制药（600594）调研报告—  
 百亿营收，变革突破！  
 2015.3

- **主营业务稳健** 2014年公司实现营业收入31.57亿元，同比增长13.36%。归属于母公司所有者净利润为4.78亿元，同比增长11.48%。扣除非经常性损益后归属公司普通股股东净利润为4.50亿元，同比增长9.61%。2015年第一季度公司实现营业收入6.75亿元，较上年同期增长10.79%，扣除非经常性损益后净利润5279.16万元，较上年同期增长4.05%。
- **发展战略** 公司立足于“药品生产制造”，将未来发展战略定位于“聚焦大肿瘤，拥抱互联网”，将充分利用公司在肿瘤领域20年耕耘所积累的资源，同时借助互联网技术在医疗领域的前沿技术，实现公司新的突破和飞跃。
- **对外股权投资** 2014年，公司完成了天津中盛海天制药有限公司和海南长安国际制药有限公司的收购。通过并购，获得葆宫止血颗粒和洛铂等独家产品。依托葆宫止血颗粒在《国家基本药物目录》中独家品种的优势，加码基药市场。通过拥有抗肿瘤创1.1类新药洛铂，进一步提升公司在肿瘤用药市场的竞争能力及优势。
- **非公开发行** 公司于2014年1月10日非公开发行人民币普通股3537.5万股，发行价格为每股31.35元，募集资金总额人民币11.1亿元，扣除相关的发行费用人民币4071.9万元后，实际募集资金净额为人民币10.7亿元。
- **员工持股计划** 本员工持股计划筹集资金总额上限为13,395万元，分为13,395万份份额，每份份额为1元，每1万份为一个认购份额基数。目前，员工持股计划次级资金已到位，优先级资金还在筹备过程中。
- **投资民营银行** 主要原因分析：政府扶持大健康产业发展，银行由政府牵头筹建，且定位于发展大健康产业。公司希望通过银行平台介入政府对大健康产业发展的政策倾斜。本次投资1.5亿元，作为银行第二大股东，可以在政府对大健康产业有所规划时掌握话语权。
- **预测益佰制药2015年营业收入为38.0亿元，归属母公司净利润为6.8亿元。折合2015年EPS为1.72元。考虑到公司今年合并中盛海天和长安国际，增加业绩弹性。同时两个独家基药品种今年有望实现快速增长。并且定增和员工持股计划提供相对安全边际。同时考虑到公司未来在抗肿瘤药领域的产品延伸和合伙人制营销改革带来的市场覆盖扩张，给予公司“谨慎推荐”评级，但是我们强烈关注中药注射剂在今年招标过程中所面临的“降价”及“价值不认同”双重销售压力风险。同时对于子公司营销整合也是一个较为棘手的难题。**

### 一、主营业务稳健，分产品增速良好

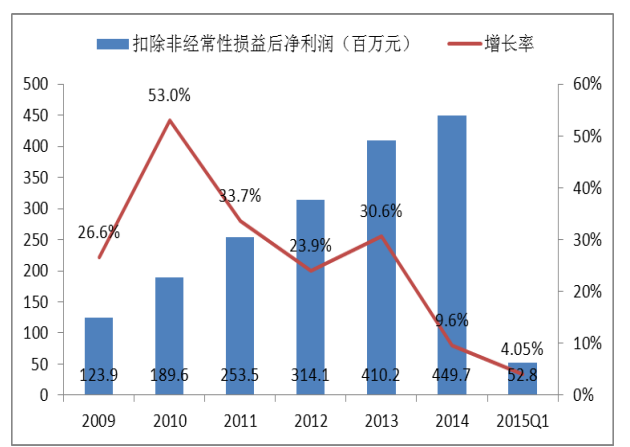
2014 年公司实现营业收入 31.57 亿元，同比增长 13.36%。归属于母公司所有者的净利润为 4.78 亿元，同比增长 11.48%。扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润为 4.50 亿元，同比增长 9.61%。2015 年第一季度公司实现营业收入 6.75 亿元，较上年同期增长 10.79%，扣除非经常性损益后净利润 5279.16 万元，较上年同期增长 4.05%。

图表 1: 2008-2015 年 Q1 益佰制药营业收入及增长情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

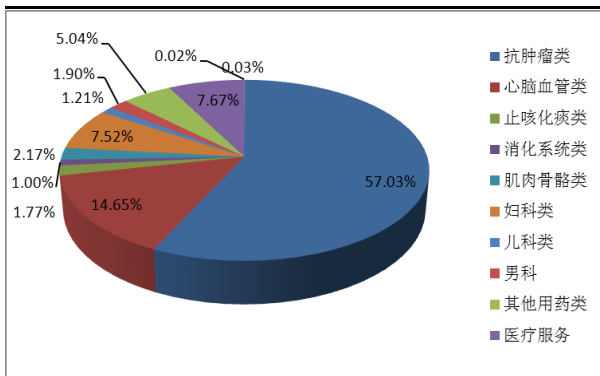
图表 2: 2009-2015 年 Q1 益佰制药扣除非经常性损益后净利润及增长情况



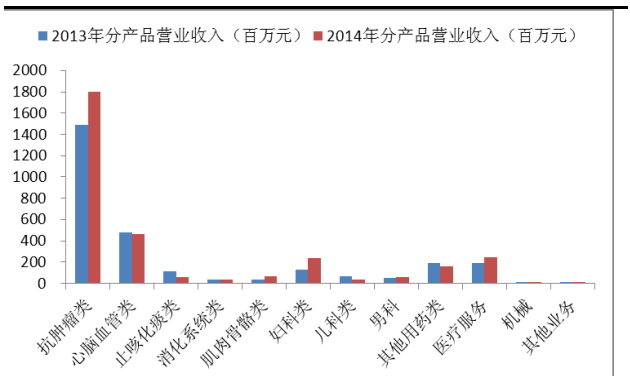
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2014 年公司处方药实现营业收入 27.37 亿元，占营业收入比重的 86.68%，同比增长 14.07%。其中，抗肿瘤药品实现销售收入 18.00 亿元，占营业收入比重为 57.03%，同比增长 21.17%；心脑血管药品实现销售收入 4.63 亿元，占营业收入比重为 14.65%，同比降低 3.68%；妇科用药实现销售收入 2.37 亿元，占营业收入比重为 7.57%，同比增长 21.17%。OTC 产品实现销售收入 1.77 亿元，占营业收入比重为 5.65%，同比降低 7.57%。

图表 3: 2014 年益佰制药分产品营业收入占总营业收入比重图



图表 4: 2013-2014 年益佰制药分产品营业收入对比图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2014 年公司管理费用为 2.3 亿元，较上年同比增长 34.5%，主要系本期处置子公司员工安置费用支出所致；销售费用 17.5 亿，同比增长 14.4%，主要是广告费、开发费、培训费等费用支出增加所致；财务费用 3950 万元，同比增长 8.5%。

## 二、 招标形势严峻

2015 年公司主要面临两个问题：行业性问题及招标价格问题。从目前湖南、浙江的招标态势分析，2015 年招标价格会对业绩带来很大冲击，招标降价恐愈演愈烈。

### ➤ 湖南省招标情况

根据湖南省药品集中采购办法，报价指导价由省发改委按照湖南省 2010 年集中采购的中标价格和周边 6 省的平均中标价等情况制定。投标药品报价不能高于政府制定的报价指导价。本次拟中标药品共计 11296 个品规，与湖南省 2010 年中标价格及周边 6 省的平均中标价相比，降幅 10% 左右。其中，原研药、首仿品种受冲击较小，大部分品种降价幅度约 10%-15%，价格优势明显的水针剂、中药注射剂完胜粉针剂。

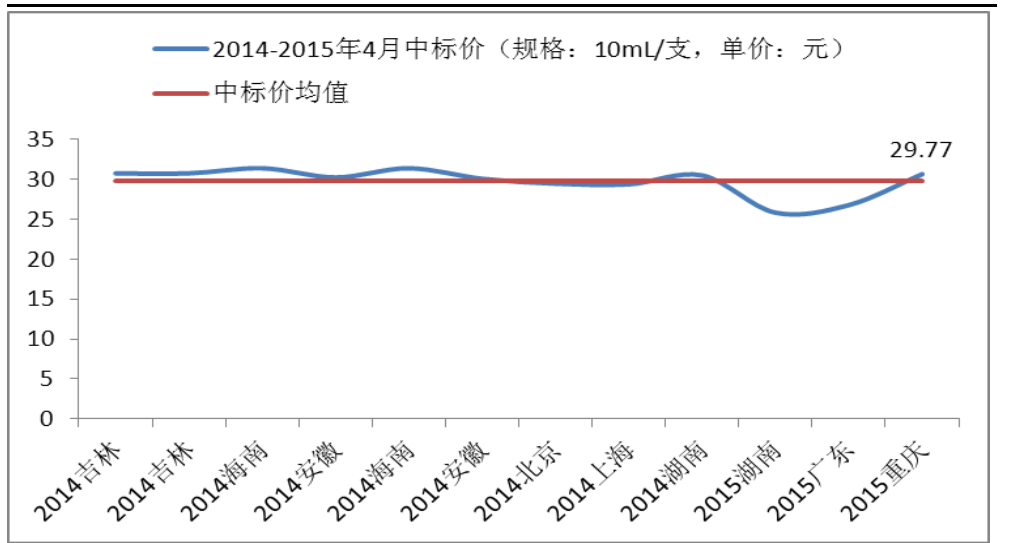
图表 5：湖南省药品招标益佰制药中标情况

招标通用名	招标规格	投标报价单位	拟中标价格	投标报价指导价	降幅
艾迪注射液	10ml	支	25.83	30.500	18%
复方斑蝥胶囊	250mg	粒	2.33	-	-
前列癉闭通颗粒	5g	袋	4.70	4.991	6.2%
心脉通胶囊	480mg	粒	0.77	0.789	2.9%
银杏达莫注射液	10ml	支	23.86	-	-
银杏达莫注射液	5ml	支	13.86	-	-

资料来源：湖南省医药集中采购官网

2014-2015 年 4 月艾迪注射液（10mL/支）中标价均值为 29.77 元。此次湖南省招标，艾迪注射液中标价 25.83 元，与投标报价指导价相比，降幅 18%。

图表 6: 2014-2015 年 4 月艾迪注射液招标价及均值情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

### ► 浙江省招标情况

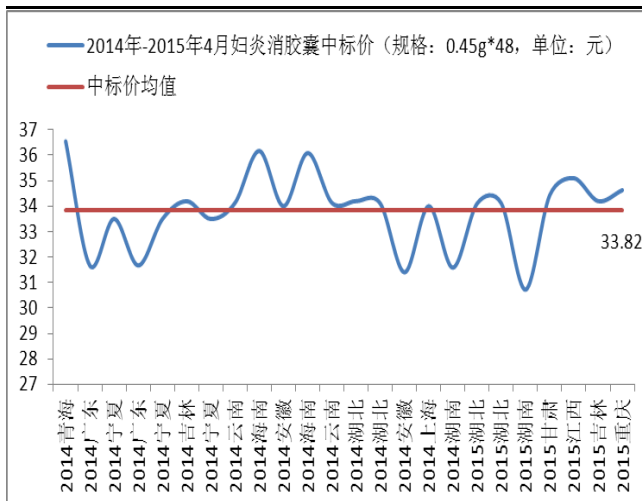
浙江药采中心下发的《关于开展 2014 年浙江省药品集中采购(第二批)投标产品价格(降幅)确认的通知》, 涉及确认价格降幅的产品为 5201 个, 所有招标药品设定 10% 的降价门槛, 对中药注射剂、抗菌药物以及配送前 200 位的品种再次降价甚至累计降幅, 价格总降幅在 10-19%, 平均降幅 10.6%。

此次艾迪注射液浙江省招标价降幅达 19%, 另外复方斑蝥胶囊、金骨莲胶囊、克咳胶囊、疏肝益阳胶囊、小儿盐酸赖氨酸颗粒、心脉通胶囊、银杏达莫注射液降幅均为 10%。

对比 3 月 9 日发布的《2014 年浙江省药品集中采购(第二批)投标产品价格(降幅)梳理结果信息表(二)》, 发现, 继湖南上次招标外资药企大规模弃标后, 浙江省此次招标再现外资药企大范围弃标现象, 整体平均弃标率达到 60.5%, 最高的为 92.3% (排除只投标一个品种弃标一个品种的雅培制药)。我们认为除公司主产品全部中标外, 非主产品选择弃标。

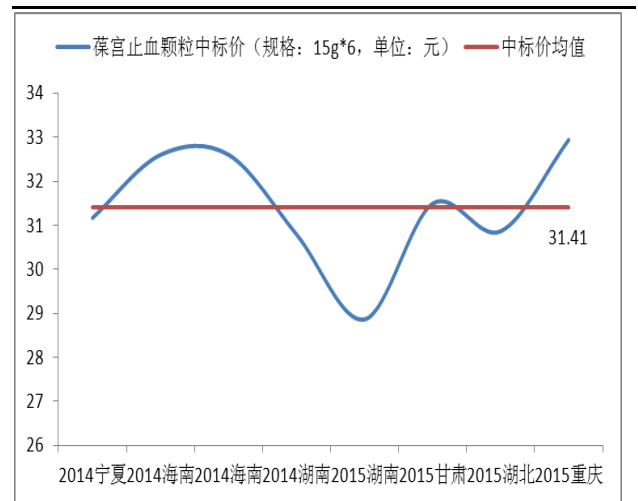
目前来看, 妇炎消胶囊及葆宫止血颗粒两个独家基药品种的招标状况良好。洛铂在浙江省第三批采购目录中, 预计未来也会面临艾迪注射液同样的困境, 降价冲击可能更大。

图表 7: 2014-2015 年 4 月妇科炎症胶囊中标价及均值情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

图表 8: 2014-2015 年 4 月葆宫止血颗粒中标价及均值情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

### 三、发展战略及经营计划

公司立足于“药品生产制造”，将未来的发展战略定位于“聚焦大肿瘤，拥抱互联网”，将充分利用公司在肿瘤领域 20 年耕耘所积累的资源，同时借助互联网技术在医疗领域的前沿技术，实现公司新的突破和飞跃。

2015 年，面对日趋严峻行业变化，公司将顺应市场变化，优化营销管理、巩固产品优势，强化生产及经营管理水平，聚焦公司核心优势，谋求战略突破，实现公司业绩的持续、稳定增长。公司在 2014 年年报中预计 2015 年实现营业收入 36.30 亿元，同比增长 15.0%。我们认为这是公司处于谨慎性的原则，从我们的预测推算，2015 年可实现营业收入 38.0 亿元，同比增长 20.4%。

### 四、对外股权投资

结合医药制造业的产业整合机会，公司紧密围绕发展主业的战略，加力产品并购。2014 年，公司完成了天津中盛海天制药有限公司和海南长安国际制药有限公司的收购。通过并购，获得葆宫止血颗粒和洛铂等独家产品。依托葆宫止血颗粒在《国家基本药物目录》中独家品种的优势，加码基药市场。通过拥有抗肿瘤创 1.1 类新药洛铂，进一步提升公司在肿瘤用药市场的竞争能力及优势。

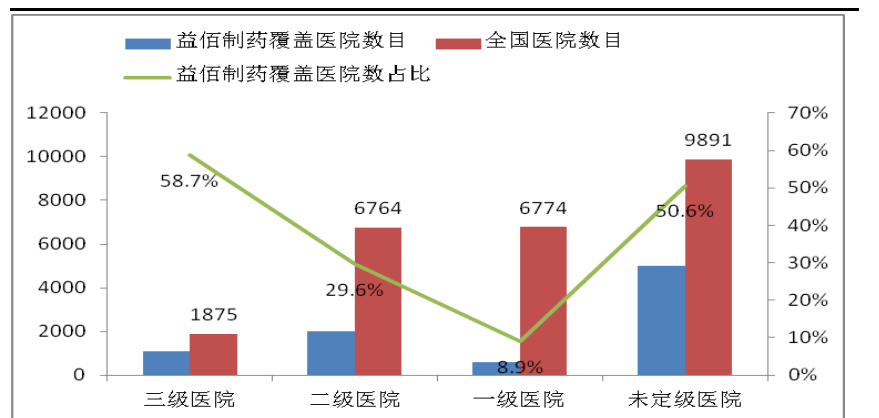
### 五、营销管理

公司积极推行“新市场、新产品”战略，旨在进一步提高主导产品市场覆盖，挖掘市场潜力，培育二线产品，提升企业持续发展能力。

公司全面实行合伙人管理模式，快速基层市场渗透。同时加强合伙人管理，强调市场服务意识，改变薪资结构，引入增量激励措施，合伙人管理模式逐步得以完善。过去公司处方药的营销优势主要集中在三级医院，其收入占处方药总收入的 90%，2010 年三级以下医院处方药收入仅占 8%。2010 年开始挺进二级医院市场，2014 年公司主产品的销售在二级及二级以下医院销售比例超过 25%。

公司一直坚持学术推广营销策略。目前公司核心产品覆盖全国 1,100 余家主要的三级医院，2,000 多家二级医院，600 多家一级医院和 5,000 多家其他医院。

图表 9：益佰制药覆盖医院数、全国各级医院数及益佰制药覆盖医院数占比情况分析



资料来源：国家卫生和计划生育委员会，东吴证券研究所  
注：数据截至 2014 年 9 月底

## 六、非公开发行

经中国证券监督管理委员会证监许可（2013）1560 号文核准，公司于 2014 年 1 月 10 日非公开发行人民币普通股 3,537.5 万股，发行价格为每股 31.35 元，募集资金总额人民币 11.1 亿元，扣除相关的发行费用人民币 4,071.9 万元后，实际募集资金净额为人民币 10.7 亿元。用于益佰制药 GMP 改造二期工程项目、民族药业 GMP 异地改扩建项目、南诏药业 GMP 改扩建项目和益佰制药营销网络扩建及品牌建设项目的建设。各项目均按计划推进，截止 2014 年末已累计投入资金 3.1 亿元。

图表 10: 募集资金承诺项目情况 (万元)

承诺项目名称	募集资金拟投入金额	募集资金累计实际投入金额	项目进度 (%)
益佰制药 GMP 改造二期工程项目	56,957.00	13,479.12	23.67
民族药业 GMP 异地改扩建项目	16,338.00	1,524.25	9.33
南诏药业 GMP 改扩建项目	12,867.01	880.03	6.84
益佰制药营销网络扩建及品牌建设项目	24,764.00	14,894.41	60.15

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

其中, 我们认为益佰制药营销网络扩建及品牌建设项目有望 2015 年完工。

## 七、其它重要事项

### ➤ 员工持股计划

为完善核心员工与全体股东的利益共享和风险共担机制, 强化股东、公司和员工利益的一致性, 充分调动员工的积极性和创造性, 提高公司综合竞争能力, 实现公司可持续发展, 经公司 2015 年 2 月 16 日召开的第五届董事会第十四次会议审议, 公司 2015 年 3 月 16 日召开的 2015 年第一次临时股东大会批准, 公司实施员工持股计划。

本员工持股计划筹集资金总额上限为 13,395 万元, 分为 13,395 万份份额, 每份份额为 1 元, 每 1 万份为一个认购份额基数。目前, 员工持股计划次级资金已到位, 优先级资金还在筹备过程中。

### ➤ 拟设立民营银行情况说明

经公司 2015 年 3 月 18 日召开的第五届董事会第十五次会议审议, 公司 2015 年 4 月 10 日召开的 2015 年第二次临时股东大会批准, 公司拟出资 1.5 亿元, 与贵阳朗玛信息技术股份有限公司作为主发起人, 发起设立民营银行“贵安科技银行股份有限公司”。目前, 贵安科技银行股份有限公司正在准备申报材料阶段。

### ➤ 与掌上药店签订“千县万店电商工程”战略合作协议

2015 年 1 月, 公司宣布出资 2000 万联合“掌上药店”共同开拓药品零售的 O2O 市场, 积极应对处方药网络销售。我们认为公司与掌上药店合作是希望借助互联网手段与现在业务结合, 开辟了业界先河, 是处方药企业的一次积极探索。目前, “掌上药店”正积极配合公司的药品销售。

图表 11: 益佰制药 2000 万联合“掌上药店 App”共同开拓药品零售 O2O 市场



资料来源: 公开资料

公司深耕肿瘤领域多年, 品种和渠道优势突出, 预计后续公司将充分挖掘肿瘤疾病治疗的上下游机会, 探索肿瘤诊断、治疗、康复协同发展新模式, 未来转型值得期待。

## 八、盈利预测与估值

盈利预测基础:

- 艾迪注射液 2014 年销售收入增长 13%, 2015 年增长 15%;
- 复方斑蝥胶囊 2014 年销售收入增长 15%, 2015 年增长 14%;
- 银杏达莫注射液 2014 年销售收入降低 10%, 2015 年减少 5%;
- OTC 产品 2014 年销售收入 1.9 亿, 2015 年减少 10%;
- 疏肝益阳胶囊 2014 年销售收入 0.4 亿, 2015 年增长 25%;
- 洛铂 2014 年实现销售收入增长 22%, 2015 年增长 40%;
- 妇炎消胶囊 2014 年销售收入 1.6 亿, 2015 年增长 25%;
- 葆宫止血颗粒 2014 年销售收入 1.5 亿元, 2015 年增长 20%;
- 瑞替普酶 2015 年销售收入 0.2 亿;

我们预测益佰制药 2015 年营业收入为 38.0 亿元, 归属母公司净利润为 6.8 亿元。折合 2015 年 EPS 为 1.72 元, 对应动态市盈率为 30.6 倍。

考虑到公司今年合并中盛海天和长安国际, 增加业绩弹性。同时两个独家基药品种今年有望实现快速增长。并且定增和员工持股计划提供相对安全边际。同时考虑到公司未来在抗肿瘤药领域的产品延伸和合伙人制营销改革带来的市场覆盖扩张, 给予公司“谨慎推荐”评级, 但是我们强烈关注中药注射剂在今年招标过程中所面临的“降价”及“价值不认同”双重销售压力风险。同时对于子公司营销整合也是一个较为棘手的难题。



## 九、 风险因素:

### ➤ 原药材供应及价格的风险

公司所生产的产品主要以中药品种为主,所需要的原药材主要依靠天然或引种的原药材,生产所需的药材大部分来自于贵州省,亦有部分来自国内其它省市。在产品成本构成中,原材料占总成本的 50% 左右。尽管经过多年经营,公司与主要供应商已建立良好的合作关系,但是,如果自然灾害、经济环境、市场供求关系等因素发生较大变化,可能会出现原药材供不应求,导致原药材短缺和价格上涨,从而对公司生产经营产生不利的影响。

### ➤ 中药注射液产品风险

由于检测技术和检测方法限制,中药注射剂的成分和作用机理还不够明确,存在所含成分复杂、注射液的澄明度、稳定性不理想等问题,此外,药材的产地、采收时节、加工方法、炮制工艺、储藏保管等对中药质量也有较大影响。由于消费者对产品安全性和质量高度关注,倘若出现产品质量或安全问题,对企业的信誉和产品销售会有较大影响,也可能给企业带来一定的法律风险。

附表 1: 益佰制药主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2013	2014	2015E	利润表	2013	2014	2015E
<b>流动资产</b>	1907	2706	3566	<b>营业收入</b>	2785	3157	3804
货币资金	149	1053	1430	营业成本	497	571	667
应收账款	177	246	285	营业税金及附加	44	54	63
存货	195	246	289	销售费用	1528	1747	2013
<b>非流动资产</b>	1294	2789	2835	管理费用	171	230	287
长期股权投资	56	11	25	财务费用	36	39	43
固定资产	452	566	598	投资收益	7	28	31
无形资产	144	356	339	<b>营业利润</b>	493	524	774
在建工程	38	159	88	营业外净收入	23	43	31
<b>资产总计</b>	3201	5496	6327	<b>利润总额</b>	516	557	790
<b>流动负债</b>	1213	1754	1835	所得税费用	85	75	103
短期借款	337	510	512	少数股东损益	2	3	4
应付账款	80	98	106	<b>归属母公司净利润</b>	429	478	683
<b>非流动负债</b>	56	300	465	EBIT	545	554	774
长期借款	21	251	282	EV/EBITDA	35	33	27
其他	34	49	29				
				<b>重要财务</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
				<b>估值指标</b>			
<b>负债总计</b>	1268	2054	2273	EPS	1.19	1.21	1.72
少数股东权益	9	11	13	每股净资产	5.3	8.7	10.3
归属母公司股东	1924	3442	4418	ROIC (%)	22.8%	15.2%	15.4%
权益							
<b>负债和股东权益</b>	3201	5496	6359	ROE (%)	22.3%	13.9%	14.8%
<b>总计</b>							
<b>现金流量表 (百</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	净利润率 (%)	15.4%	15.2%	15.2%
<b>万元)</b>							
经营活动现金流	577	542	665	ROA (%)	13.4%	8.7%	10.1%
投资活动现金流	-734	-788	-143	资产负债率	39.6%	37.4%	32.2%
筹资活动现金流	13	1188	353	收入增长率	23.6%	13.4%	15.9%
现金净增加额	-144	942	823	PE	48.9	43.8	30.6
折旧和摊销	55	91	93	PB	10.9	6.1	5.4
投资损失	-7	-28	-21	P/S	7.5	6.6	5.7

资料来源: 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需征得东吴证券研究所同意,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

看好: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘 -5%~5%;

看淡: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级:

强烈推荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上;

推 荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上;

谨慎推荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上;

观 望: 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%;

卖 出: 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>