

益佰制药 (600594)

业绩超预期，渠道改革效益显现，医疗服务扎实推进 买入 (维持)

2016年8月28日

证券分析师——洪阳

执业资格证书号码: S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

研究助理——全铭

[010-66573567](tel:010-66573567)

quanm@dwzq.com.cn

投资要点

一、事件

公司实现营业收入 172,604.24 万元，同比增加 13,625.37 万元，增长 8.57%。归属于母公司所有者的净利润为 17,239.89 万元，同比增加 11,249.64 万元，增长 187.80%。扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润为 17,706.60 万元，同比增加 12,338.14 万元，增长 229.83%。

二、我们的观点

1、业绩超出市场预期，渠道改革效益显现，销售费用大幅下降。拆分看，抗肿瘤药实现收入 9.46 亿，同比增长 11.82%。心脑血管用药实现收入 2.12 亿，同比下降 16.27%。妇科药实现收入 1.30 亿，同比增长 29.20%。骨科用药实现收入 5.71 亿，同比增长 47.88%。根据第三方数据，我们推断艾迪的增速 13%，洛铂增速 80~90%，其他二线品种增长远远好于去年。

费用方面，公司从去年年底开始进行渠道改革，部分产品线改成各省区域管理，目的是为了扁平化管理，减少销售费用。从半年报数据看，渠道改革效益显现，销售费用同比下降 6.63%。

2、连锁肿瘤中心扎实推进，收入同比增长近五成，下半年有望加速落地。

公司 2016 年上半年医疗服务实现收入 1.86 亿，同比增长 49.58%。其中，灌南县人民医院实现净利润 1585 万，朝阳医院实现净利润 498 万。

近日，公司与淮南市人民政府签订战略合作协议，公司将积极参与淮南市其他医院和医疗机构的投资、托管和各类合作，形成一个两千张床位左右规模、以专科专病为特色、高水平、跨学科、多层次、辐射皖北地区及周边省市的区域医疗产业中心。我们预计下半年连锁肿瘤中心将加速落地。

3、看好公司布局的以医生集团为核心的肿瘤医疗生态圈。

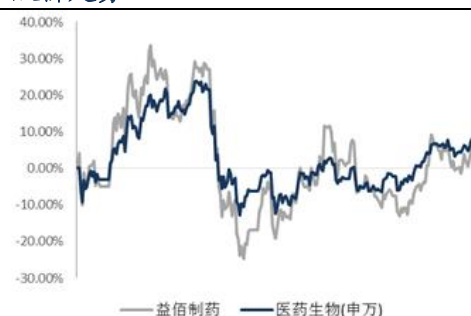
三、投资建议

肿瘤医疗市场空间大，政策春风频吹，已进入快速发展的阶段。肿瘤治疗周期长、医生和患者黏性大、ARPU 值高，适合做成重度垂直的生态圈。公司借助 20 年深耕肿瘤行业的资源禀赋，打造一套完整的固定“硬件”（肿瘤医院）+流动“软件”（肿瘤医生）的全国连锁平台。公司已经设计了具有股权变现、具有学术支持的肿瘤医生集团。公司将陆续收购了多家肿瘤医院和肿瘤治疗中心。我们看好公司肿瘤治疗平台未来的渠道优势，未来可以作为肿瘤药物销售平台、肿瘤基因测序的大数据来源等等。我们预计公司 16-17 年净利润为 4.9 亿、6.0 亿，对应 EPS 为 0.61、0.76 元，对应 PE 为 28 倍、23 倍。维持“买入”评级。

四、风险提示：

医院业务拓展低于预期；药品招标降价超预期。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	18.53
一年最低价/最高价	12.42 / 23.14
市净率	4.0
流通 A 股市值 (百万元)	145.0

基础数据

每股净资产 (元)	4.61
资产负债率 (%)	34.48
总股本 (百万股)	792.00
流通 A 股 (百万股)	782.00

相关报告

- 1、益佰制药：请承担起挽救“则西们”的重任 2016.5.3
- 2、益佰制药：与淮南市人民政府签订战略合作协议，打造皖北地区肿瘤治疗医疗机构龙头 2016.8.23

一、事件

公司实现营业收入 172,604.24 万元，同比增加 13,625.37 万元，增长 8.57%。归属于母公司所有者的净利润为 17,239.89 万元，同比增加 11,249.64 万元，增长 187.80%。扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润为 17,706.60 万元，同比增加 12,338.14 万元，增长 229.83%。

二、我们的观点

1、业绩超出市场预期，渠道改革效益显现，销售费用大幅下降。

拆分看，抗肿瘤药实现收入 9.46 亿，同比增长 11.82%。心脑血管用药实现收入 2.12 亿，同比下降 16.27%。妇科药实现收入 1.30 亿，同比增长 29.20%。骨科用药实现收入 5.71 亿，同比增长 47.88%。根据第三方数据，我们推断艾迪的增速 13%，洛铂增速 80~90%，其他二线品种增长远远好于去年。

另外，公司近期公告子公司爱德药业的注射用瑞替普酶获得 GMP 证书，2015 年注射用瑞替普酶（派通欣）同类产品国内市场的销售收入为 3.25 亿，成长性很好，有望在未来为公司业绩提供重要增量。

费用方面，公司从去年年底开始进行渠道改革，部分产品线改成各省区域管理，目的是为了扁平化管理，减少销售费用。从半年报数据看，渠道改革效益显现，销售费用同比下降 6.63%。

2、连锁肿瘤中心扎实推进，收入同比增长近五成，下半年有望加速落地。

公司 2016 年上半年医疗服务实现收入 1.86 亿，同比增长 49.58%。其中，灌南县人民医院实现净利润 1585 万，朝阳医院实现净利润 498 万。目前，公司连锁肿瘤中心主要分成两种模式：

1) 独立第三方肿瘤医院。如安徽省淮南朝阳医院，目前黑龙江、辽宁等地亦按此模式推进

2) 利用医生集团，与民营医院合作共建医院肿瘤科室。如金沙洲医院、毕节市中医院，目前此模式由于魏则西事件影响，推进有所放缓。

近日，公司与淮南市人民政府签订战略合作协议，公司将积极参与淮南市其他医院和医疗机构的投资、托管和各类合作，形成一个两千张床位左右规模、以专科专病为特色、高水平、跨学科、多层次、辐射皖北地区及周边省市的区域医疗产业中心。我们预计下半年连锁肿瘤中心将加速落地。

3、看好公司布局的以医生集团为核心的肿瘤医疗生态圈。

根据公司年报对 2016 年的展望：“预计 2016 年实现营业收入 37.60 亿元。其中：医药工业板块确保不低于行业平均增速，计划实

现营业收入 31.60 亿元；医疗服务板块以公司现有医疗服务规模，预计实现营业收入 6 亿元。”

我们认为，随着医改进入深水区，医疗集团的资本化已是大势所趋。益佰构建的肿瘤治疗生态圈，以三级架构的医生集团为抓手，让医生参与管理和投资，解决了民营资本参与医院投资的难点。

公司设计的医生集团按照母公司：肿瘤医生：销售人员=51%：25%：24%设置股权结构。医生实现从手工者向投资者的转变。医生在不影响劳动收益的情况下，共同来分享管理收益和投资收益。

三、投资建议

肿瘤医疗市场空间大，政策春风频吹，已进入快速发展的阶段。肿瘤治疗周期长、医生和患者黏性大、ARPU 值高，适合做成重度垂直的生态圈。公司借助 20 年深耕肿瘤行业的资源禀赋，打造一套完整的固定“硬件”（肿瘤医院）+流动“软件”（肿瘤医生）的全国连锁平台。公司已经设计了具有股权变现、具有学术支持的肿瘤医生集团。公司将陆续收购了多家肿瘤医院和肿瘤治疗中心。我们看好公司肿瘤治疗平台未来的渠道优势，未来可以作为肿瘤药物销售平台、肿瘤基因测序的大数据来源等等。我们预计公司 16-17 年净利润为 4.9 亿、6.0 亿，对应 EPS 为 0.61、0.76 元，对应 PE 为 28 倍、23 倍。维持“买入”评级。

益佰制药主要财务数据

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E		2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	3157.08	3302.52	3625.02	4387.05	毛利率	81.90%	80.85%	80.85%	80.85%
营业成本	571.32	632.28	694.03	839.92	三费/销售收入	63.90%	72.97%	65.21%	65.10%
营业税金及附加	53.82	55.32	60.73	73.49	EBIT/销售收入	18.53%	8.28%	14.80%	14.33%
营业费用	1747.37	2044.68	2011.89	2447.97	EBITDA/销售收入	21.43%	11.32%	20.63%	19.15%
管理费用	230.38	312.38	315.38	390.45	销售净利率	15.24%	5.81%	11.87%	11.96%
财务费用	39.50	52.80	36.79	17.75	ROE	13.95%	5.30%	10.80%	11.86%
资产减值损失	18.07	7.58	0.00	0.00	ROA	11.05%	5.01%	10.33%	11.10%
投资收益	27.52	-2.93	0.00	0.00	ROIC	20.88%	6.05%	12.24%	12.15%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	13.36%	4.61%	9.77%	21.02%
营业利润	524.13	194.54	506.21	617.46	EBIT 增长率	9.16%	-53.24%	96.08%	17.19%
其他非经营损益	32.39	32.79	0.00	0.00	EBITDA 增长率	14.41%	-44.71%	100.01%	12.33%
利润总额	556.53	227.33	506.21	617.46	净利润增长率	11.65%	-60.10%	124.11%	21.98%
所得税	75.32	35.34	75.93	92.62	总资产增长率	72.54%	3.15%	-4.92%	9.00%
净利润	481.20	191.99	430.28	524.85	股东权益增长率	78.30%	4.14%	10.00%	11.08%
少数股东损益	2.76	2.61	5.86	7.14	经营营运资本增长率	-42.99%	24.68%	119.59%	-15.22%
归属母公司股东净利润	478.44	189.38	424.42	517.70	资产负债率	35.03%	34.38%	23.99%	22.45%
资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	投资资本/总资产	63.50%	68.21%	84.69%	69.60%
货币资金	864.39	938.25	36.25	739.05	带息债务/总负债	40.99%	56.04%	36.68%	19.74%
应收和预付款项	1301.38	1321.95	2000.59	2020.40	流动比率	1.57	1.52	2.43	3.03
存货	351.94	208.27	374.11	330.69	速动比率	1.35	1.39	2.05	2.71
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	9.93%	25.09%	15.87%	15.87%
长期股权投资	11.36	0.00	0.00	0.00	收益留存率	90.07%	74.91%	84.13%	84.13%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.60	0.60	0.70	0.77
固定资产和在建工程	726.13	990.02	841.08	692.14	固定资产周转率	5.56	3.65	4.31	6.34
无形资产和开发支出	1992.75	1970.95	1921.21	1871.46	应收账款周转率	3.46	3.60	2.72	3.16
其他非流动资产	49.01	34.47	21.60	8.73	存货周转率	1.62	3.04	1.86	2.54
资产总计	5296.97	5463.91	5194.84	5662.48	业绩和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E
短期借款	509.52	801.55	206.15	0.00	EBIT	585.11	273.59	536.46	628.67
应付和预收款项	1091.80	693.48	656.91	888.03	EBITDA	676.42	373.99	748.01	840.23
长期借款	251.00	251.00	251.00	251.00	NOPLAT	477.96	203.44	455.99	534.37
其他负债	3.00	132.33	132.33	132.33	净利润	478.44	189.38	424.42	517.70
少数股东权益	11.40	13.43	19.29	26.43	PS	4.39	4.20	3.83	3.16
股东权益合计	3441.65	3585.54	3948.45	4391.11	PCF	25.10	23.90	-66.35	13.83
负债和股东权益合计	5296.97	5463.91	5194.84	5662.48	EV/EBIT	11.74	51.25	26.73	21.38
现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	EV/EBITDA	10.15	37.49	19.17	16.00
经营性现金净流量	552.50	580.22	-208.98	1002.35	EV/NOPLAT	14.37	68.92	31.44	25.16
投资性现金净流量	-787.93	-935.12	0.00	0.00	EV/IC	2.04	3.76	3.26	3.41
筹资性现金净流量	1188.05	322.20	-693.02	-299.54	ROIC-WACC	20.88%	6.05%	10.71%	11.57%
现金流量净额	952.63	-32.69	-902.00	702.80	股息率	0.003	0.003	0.005	0.006

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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。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。

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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>