



## 药品销售触底反弹，肿瘤服务启动高增长态势

2016.12.29

唐爱金(分析师) 陈家华(研究助理)  
电话: 020-88836115 020-88836115  
邮箱: tangaij@gzghs.com.cn Chenjiahua@gzghs.com.cn  
执业编号: A1310516100001

### 投资要点:

与市场悲观的预期不同,我们认为:2016Q3 开始公司核心抗肿瘤药销售逐步恢复增速,加上公司控费,公司 2016 年净利润同比增速有望超 100%。同时,公司已在肿瘤治疗(药品+放疗)、终端医院、医患资源(医生集团)三大层面逐步构建肿瘤医疗服务生态圈,医疗服务盈利逐步释放助未来业绩 20% 以上增长。

#### ● 洛铂强势增长+公司费用控制得当,药品业务有望触底反弹

根据 PDB 的样本医院销售数据,2016 年 Q3 公司核心品种艾迪、洛铂的销售分别同比增长 1.77%、51.26%,在经历 2015 年的销售下滑后正逐步反弹。加上公司费用控制得当,净利率从 2015 年的 5.81% 提升至 2016Q3 的 11.17%。我们按 2016Q3 的销售增速和净利率水平测算,药品净利润同比增速有望超 100%。其中洛铂是市场规模达数十亿级别的独家品种,未来增长有望高达 50%,是公司药品板块增长的主力,有望保证公司药品业务持续 10~15% 平稳增长。

#### ● 转型肿瘤精准治疗,盈利逐步释放,2017 年医疗服务增速有望超 50%

在原有灌南医院和上海鸿飞伽马刀中心的基础上,公司继续加码布局肿瘤精准治疗和医疗服务。2016 年,公司先后认购并增资淮南朝阳医院、投资毕节肿瘤医院、增资南京睿科(在三家医院有四个肿瘤项目)、收购上海华睿(17 家医院中心和 19 个肿瘤项目),预计未来将打造治疗床位数超过 1880 张的服务终端。2016 H1,灌南医院、贵州益佰投资(控股上海鸿飞)、淮南朝阳医院已实现净利润 1585.40 万元、1022.53 万元、498.08 万元,最近收购的上海华睿和增资的南京睿科肿瘤有望在 2017 年释放 1500 万元、1200 万元的利润红利,2017 年医疗服务业绩增速有望超 50%。

#### ● 布局医生集团,助推肿瘤治疗服务

医生集团有助于解决民营肿瘤医疗机构医院资源缺乏的困境。公司通过设立辽宁益佰艾康肿瘤医生集团(10 名专家)、安徽益佰艾康肿瘤医生集团(7 名专家)、湖南益佰艾康肿瘤医生集团(3 名专家)、四川翰博瑞得肿瘤医疗科技(7 名专家)、益佰艾康京津冀微创介入医生集团(6 名专家)在多省市对医生集团进行布局,为肿瘤医疗生态圈布局带来明显协同效应。

● **盈利预测与估值:** 暂且仅考虑公司目前已落地肿瘤服务项目,我们测算公司 2016-18 年 EPS 分别为 0.56/0.68/0.80 元,对应 PE 分别为 29.3、24.2、20.5 倍,考虑公司肿瘤服务持续外延落地,服务项目启动高增长态势及巨大前景,给予“强烈推荐”评级,目标价 24 元。

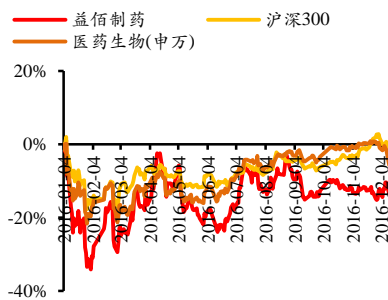
● **风险提示:** 药品销售不及预期;药品招标降价风险;肿瘤医院、肿瘤治疗中心的布局和运营不及预期,公司控费不及预期等。

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3302.52	3690.76	4231.77	4814.28
同比(%)	4.61%	11.76%	14.66%	13.76%
归属母公司净利润	189.38	445.49	536.81	629.75
同比(%)	-60.42%	135.24%	20.50%	17.31%
每股收益(元)	0.24	0.56	0.68	0.80
P/E	71.08	29.33	24.17	20.46
P/B	3.66	3.27	3.20	3.05
EV/EBITDA	16.85	18.40	15.72	13.62

## 强烈推荐(维持)

现价: 16.8  
目标价: 24  
股价空间: 40%

### 股价走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
益佰制药	-1.37	1.47	12.71
医药生物	-5.47	-1.22	11.95
沪深 300	-0.74	4.44	11.05

### 基本资料

总市值(亿元)	135
总股本(亿股)	7.92
流通股比例	98.74%
资产负债率	36.49%
大股东	窦启玲
大股东持股比例	23.15%

### 相关报告

广证恒生-收购淮南朝阳医院,大肿瘤平台进一步完善-20160118

## 目录

图表目录.....	3
<b>1. 益佰制药：构建肿瘤医疗服务生态圈.....</b>	<b>5</b>
1.1 肿瘤中药起家，正逐步转型下游肿瘤医疗服务.....	5
1.2 公司正逐步构建起肿瘤医疗服务生态圈.....	6
1.3“销售回升+费用控制”推动公司业绩触底反弹.....	6
1.4 公司管理团队从业经验丰富，执行力强.....	8
<b>2. 走出销售下滑困境，药品销售触底反弹.....</b>	<b>8</b>
2.1 公司有以抗肿瘤药为核心的丰富产品线.....	8
2.2 独家抗肿瘤用药“洛铂”销售强势增长，空间有望达十亿级别.....	9
2.3 其它抗肿瘤用药销售增速有望触底反弹.....	12
<b>3. 转型布局肿瘤精准医疗服务,利润有望高速释放.....</b>	<b>14</b>
3.1 肿瘤医疗服务市场规模超千亿，治疗水平提高促行业高速发展.....	14
3.1.1 肿瘤服务现有市场规模超千亿.....	14
3.1.2 “存量患者治疗积极度提高+新增患者”保肿瘤医疗需求持续旺盛.....	14
3.1.3 我国肿瘤治疗过于粗放，治疗技术有望逐步有效和精准化.....	15
3.2 民营资本迎肿瘤精准治疗领域良好布局契机.....	17
3.3 益佰积极布局肿瘤的精准治疗，盈利启动高速增长态势.....	18
3.3.1 近年益佰制药肿瘤的精准治疗频频布局，项目进入利润释放期.....	18
3.3.2 肿瘤服务项目启动高增长态势.....	19
<b>4. 医生集团助益佰布局肿瘤医疗服务.....</b>	<b>20</b>
4.1 医生集团有助于解决患者、医生、医疗机构三方的痛点.....	20
4.2 我国医生集团方兴未艾，政策暖风促发展加快.....	20
4.2.1 我国医生集团起步阶段，发展空间巨大.....	20
4.2.2 顺应我国医疗体系，医生集团存在多种布局模式.....	21
4.2.3 产业政策频频鼓励多点执业，利好医生集团不断兴起.....	21
4.3 益佰制药在多地逐步布局医生集团.....	22
<b>5. 盈利预测与投资建议.....</b>	<b>23</b>
<b>6. 风险提示.....</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图表 1.	益佰制药逐步转型至下游肿瘤服务.....	5
图表 2.	益佰制药逐步形成完整的医药全产业链.....	5
图表 3.	肿瘤医疗服务生态圈初步形成 .....	6
图表 4.	2016 年营业收入增速正反弹逐步回升.....	错误!未定义书签。
图表 5.	2016 年公司净利润增速逐步反弹.....	错误!未定义书签。
图表 6.	2016H1 公司的三费得到有效控制，盈利能力提升 .....	7
图表 7.	抗肿瘤类药是主要营收构成，未来医疗服务营收比重将逐步加大.....	7
图表 8.	整体毛利率水平基本保持稳定 .....	7
图表 9.	形成以窦啟玲董事长为核心的强大管理团队.....	8
图表 10.	益佰制药以抗肿瘤药为核心的七大类药品情况.....	9
图表 11.	各种铂类抗肿瘤药对应的主要适应症存在重叠，有一定竞争关系 .....	9
图表 12.	洛铂是铂类药中为数不多的独家品种.....	10
图表 13.	同类产品洛铂增速最快，2016Q3 同比增速高达 51.26%.....	10
图表 14.	洛铂样本医院的销售增速十分强劲.....	10
图表 15.	洛铂的年治疗费用约为 1.87 万元/人（仅考虑小细胞肺癌一种适应症） .....	11
图表 16.	洛铂治疗费用较高 .....	11
图表 17.	目前洛铂中标价格保持平稳 .....	11
图表 18.	洛铂副作用在铂类药当中相对较小.....	11
图表 19.	洛铂新适应症研发空间广阔，未来市场空间巨大.....	12
图表 20.	艾迪注射液样本医院销售增速逐步回升.....	12
图表 21.	益佰的艾迪注射液占有绝对市场份额.....	12
图表 22.	复方斑蝥胶囊的销售增速下降趋势放缓.....	13
图表 23.	益佰的复方斑蝥胶囊占有绝对市场份额.....	13
图表 24.	科博肽保持较快的销售增速 .....	13
图表 25.	南诏药业的科博肽占有绝对市场份额.....	13
图表 26.	益佰制药各类抗肿瘤药的中标价格情况.....	13
图表 27.	抗肿瘤类药品预计在 2016 年销售反弹，未来有望平稳增长（样本医院数据） .....	14
图表 28.	抗肿瘤药物市场增速近 20% .....	14
图表 29.	肿瘤医疗服务市场达千亿规模（估算） .....	14
图表 30.	新发癌症病例数量不断攀升 .....	15
图表 31.	肿瘤医疗服务市场的敏感性分析 .....	15
图表 32.	整体上我国肿瘤患者的五年存活率偏低.....	16
图表 33.	我国大多数肿瘤患者的存活率低于美国.....	16
图表 34.	手术、化疗、放疗结合治疗能有效提高肿瘤患者五年生存率.....	16
图表 35.	我国每百万人拥有放疗设备偏少 .....	16
图表 36.	肿瘤专科医院床位使用量最高，肿瘤医疗服务供给高度紧张.....	17
图表 37.	民营肿瘤专科医院的占比偏低 .....	17
图表 38.	近年益佰制药频频对肿瘤的精准治疗进行布局.....	18
图表 39.	上海华睿拥有的部分医院资产的情况梳理.....	19
图表 40.	公司现有医疗服务项目的盈利测算.....	19
图表 41.	医生集团有望解决患者、医生、医院三方痛点.....	20
图表 42.	我国约 88% 医生在公立医院执业 .....	21
图表 43.	美国高达 83% 的医生在医生集团执业 .....	21
图表 44.	中国医生集团的各种模式 .....	21

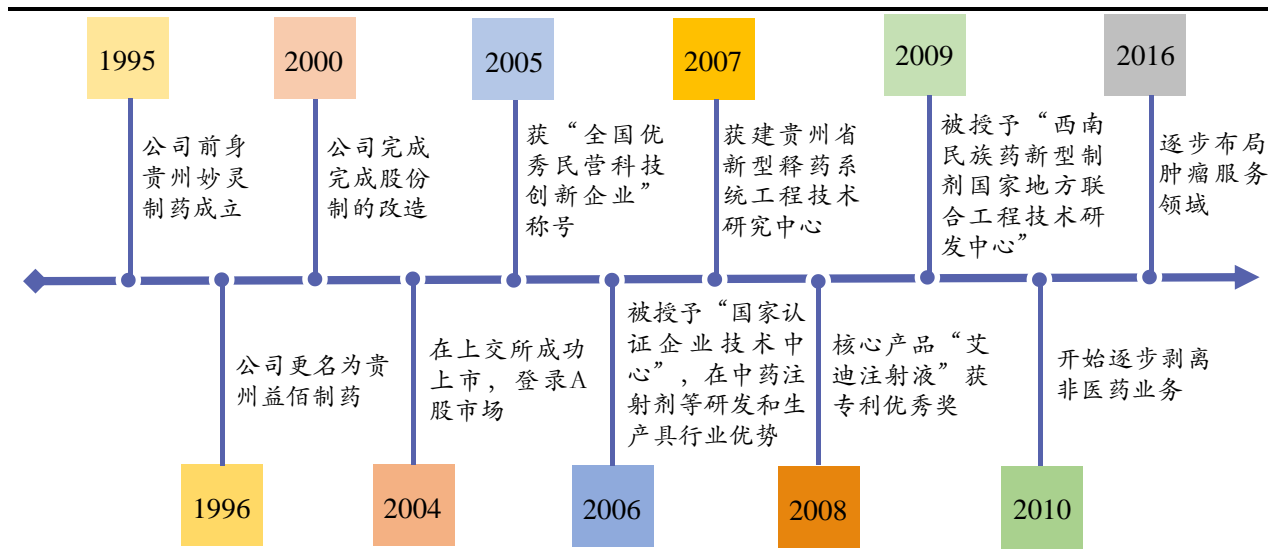
图表 45.	产业政策频频鼓励医生多点执业，利好医生集团不断兴起.....	22
图表 46.	益佰制药对于医生集团的布局与盈利测算.....	23
图表 47.	营业收入假设与测算（百万元） .....	24

# 1. 益佰制药：构建肿瘤医疗服务生态圈

## 1.1 肿瘤中药起家，正逐步转型下游肿瘤医疗服务

益佰制药成立于1995年，于2004年成功登陆A股市场。公司一直致力于新型药品的研发、生产和销售，目前已拥有艾迪注射液、银杏达莫注射液、复方斑蝥胶囊、注射用洛铂等多个优势品种。与此同时，公司正逐步延伸至下游肿瘤服务，逐步建立起肿瘤治疗的医疗服务系统。

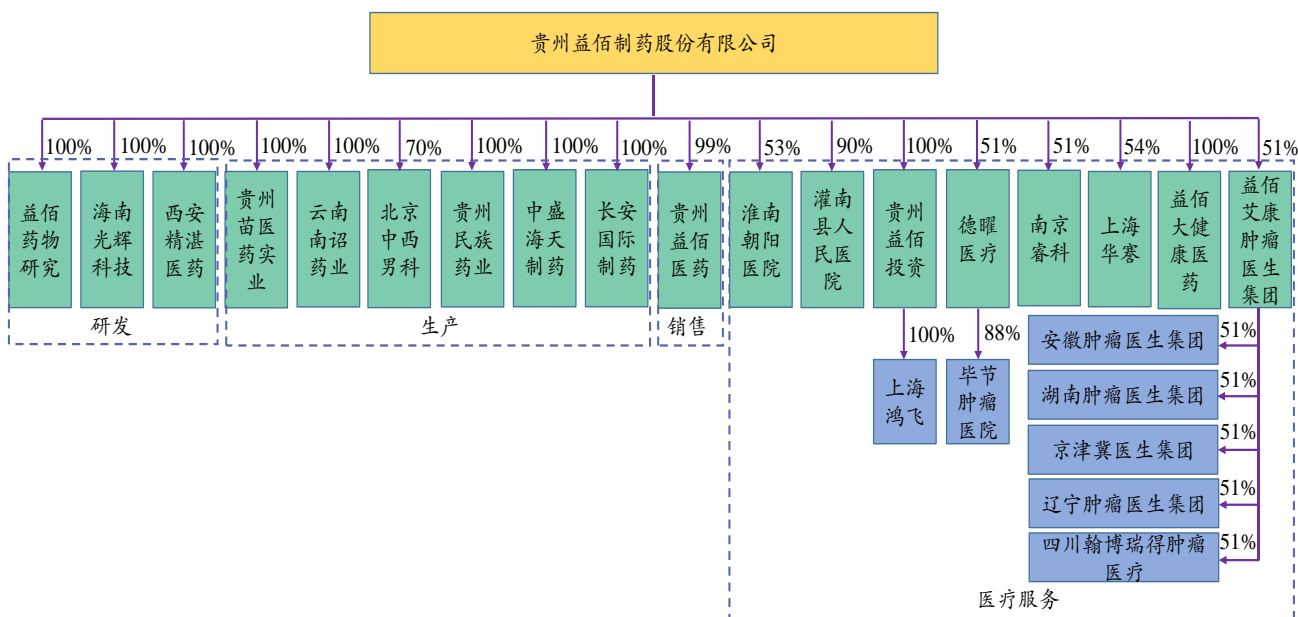
图表1. 益佰制药逐步转型至下游肿瘤服务



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

**公司逐形成完整的医药全产业链** 公司从传统的药物的研发、生产和销售业务逐步转型延伸至下游的肿瘤服务，逐步形成完整的医药全产业链布局。公司控股公司主要分为包括**研发、生产、销售、下游服务**四大类公司。

图表2. 益佰制药逐步形成完整的医药全产业链



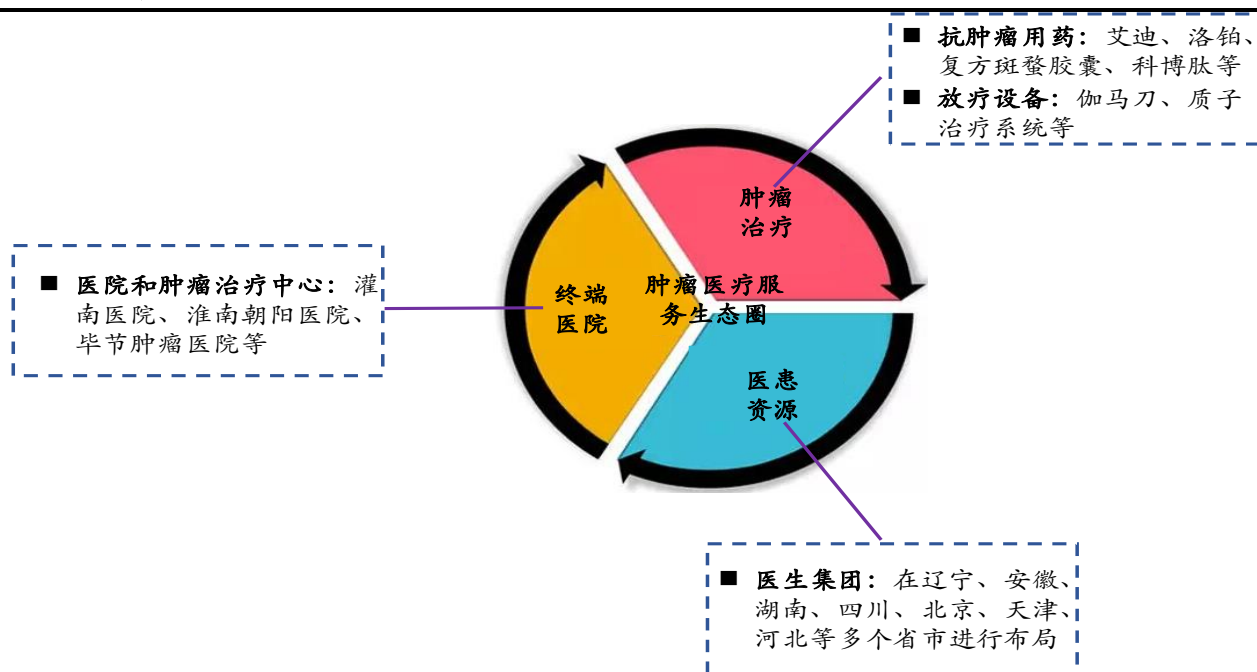
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生



## 1.2 公司正逐步构建起肿瘤医疗服务生态圈

益佰制药在肿瘤治疗、终端医院、医患资源三大层面逐步构建其肿瘤医疗服务生态圈。在肿瘤治疗方面，公司一方面拥有包括艾迪、洛铂、复方斑蝥胶囊、科博肽等抗肿瘤用药，另一方面布局伽马刀、质子治疗系统等精准治疗技术；在终端医院方面，控股灌南医院、淮南朝阳医院、毕节肿瘤医院、与金沙洲医院共建肿瘤中心，预计打造治疗床位数超过 1880 张的服务终端；在医患资源方面，益佰在辽宁、安徽、湖南、四川、北京、天津、河北等多个省市进行医生集团布局，逐步解决民营肿瘤医疗机构医患资源缺失的困境。

图表3. 肿瘤医疗服务生态圈初步形成

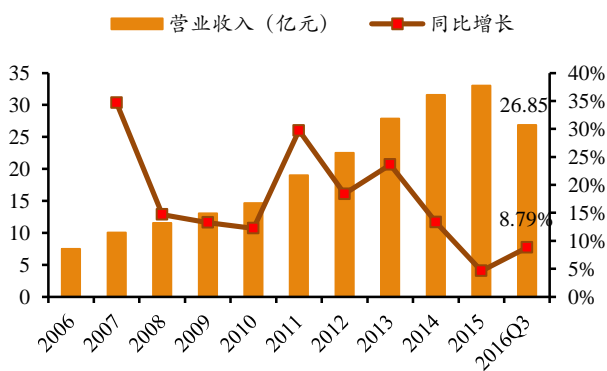


资料来源：公司公告、广证恒生

## 1.3“销售回升+费用控制”推动公司业绩触底反弹

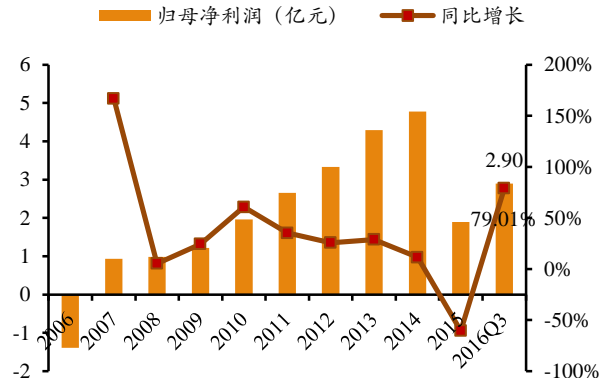
在公司业绩方面，2016 年 Q3 公司实现营业收入 26.85 亿元，同比增长 8.79%，实现净利润 2.90 亿元，同比增长 79.01%。2016 年公司优化营销和管控费用，公司三费得到有效控制，三费对于营收的占比从 2015 年的 72.94% 下降到 2016 年 Q3 的 63.49%，公司业绩有望触底反弹，逐步回升。

图表4. 2016 年营业收入增速正反弹逐步回升

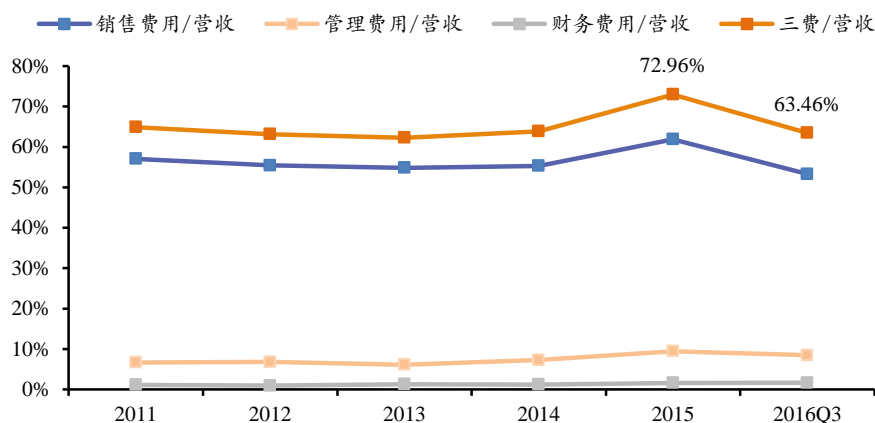


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表5. 2016 年公司净利润增速逐步反弹

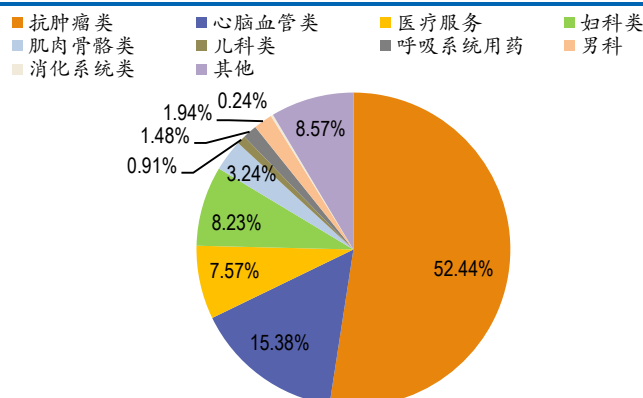


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

**图表6. 2016H1 公司的三费得到有效控制，盈利能力提升**


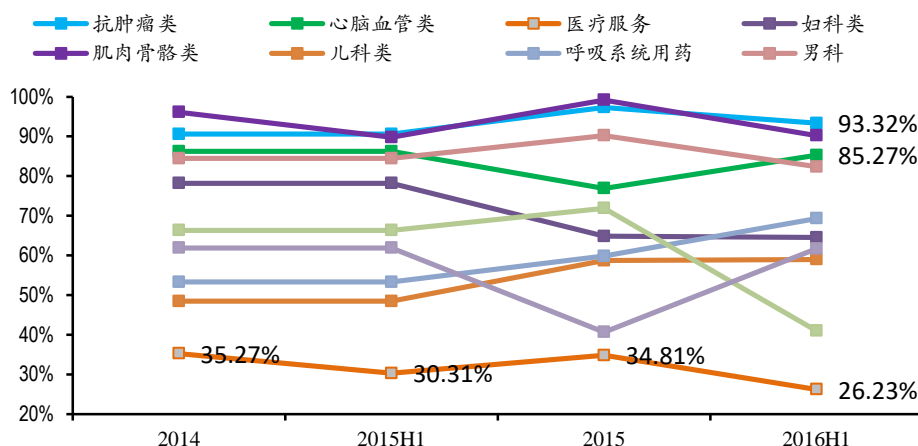
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

公司收入构成分析，公司前五大营收来源分别来自抗肿瘤类药物、心脑血管类药物、妇科类药物、医疗服务和肌肉骨骼类药物，营收占比分别为 52.44%、15.38%、8.23%、7.57%和 3.24%，其中抗肿瘤类药物仍然是公司营收的主要来源。未来随着下游肿瘤服务的加大布局，医疗服务的营收比重有望逐步提升。

**图表7. 抗肿瘤类药是主要营收构成，未来医疗服务营收比重将逐步加大**


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

公司盈利能力分析，近年来公司主要收入来源抗肿瘤类药品的毛利率均保持在 90% 以上，2016H1 其毛利率高达 93.32%；近期由于加大力度布局医疗服务，医疗服务毛利率稍有下降，2016H1 其毛利率为 26.23%。

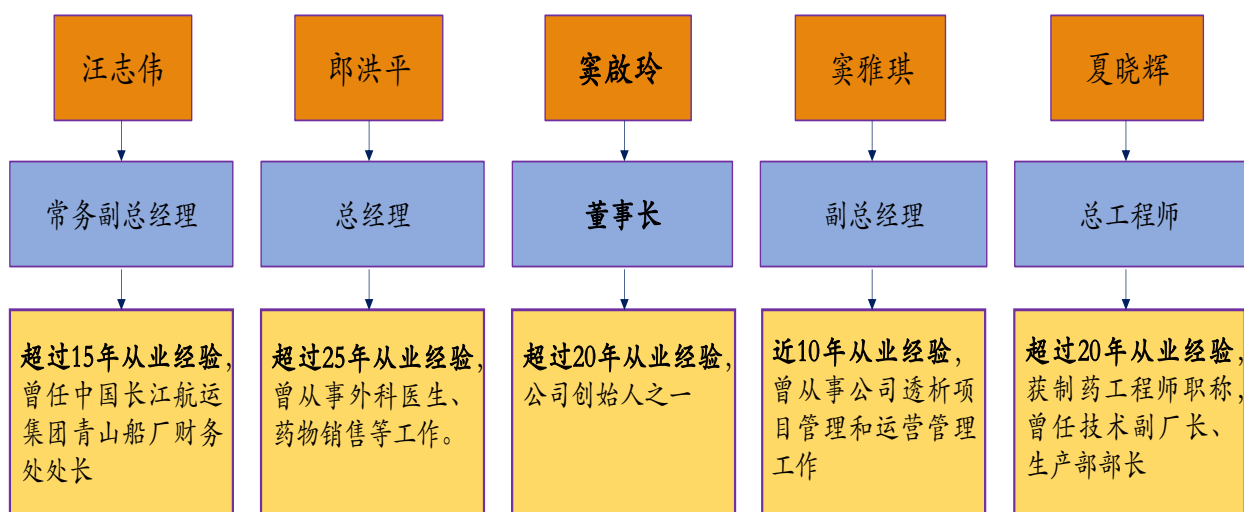
**图表8. 整体毛利率水平基本保持稳定**


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

## 1.4 公司管理团队从业经验丰富，执行力强

益佰制药的大股东为窦啟玲（持股 23.15%），是公司的实际控制人。2009 年初，董事长叶湘武先生离职一度引发管理层动荡，窦总临危受命，于 2009 年接任公司董事长一直，经历 7 年的沉淀，目前已经形成了以董事长窦啟玲为核心的管理层团队。在过去 7 年里，该管理团队不仅成功剥离非医药业务，而且在聚焦抗肿瘤药物的同时，积极布局下游肿瘤服务，逐步形成完整的肿瘤医疗服务生态圈，彰显管理团队清晰的战略发展思路和高效率的执行能力。

图表9. 形成以窦啟玲董事长为核心的强大管理团队



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

## 2. 走出销售下滑困境，药品销售触底反弹

### 2.1 公司有以抗肿瘤药为核心的丰富产品线

益佰制药的药品主要分为抗肿瘤用药、心脑血管用药、妇科用药、肌肉骨骼系统用药、止咳化痰用药、儿科用药、男科用药七大类，其中主要以艾迪、洛铂、复方斑蝥胶囊等肿瘤药为核心，抗肿瘤药的营收比重超过 50%。



**图表10. 益佰制药以抗肿瘤药为核心的七大类药品情况**

类别	药品名称	适应症	医保情况	15年样本医院销售（亿元）		竞争格局（2015）
				米内网	PDB	
抗肿瘤用药	艾迪注射液	肝癌、肺癌、直肠癌等	国家乙类	15.80	3.45	益佰制药（100%）
	注射用洛铂	乳腺癌、小细胞肺癌等	国家乙类	2.97	1.12	长安国际制药（100%）
	复方斑蝥胶囊	肝癌、肺癌、直肠癌等	国家乙类	3.93	0.68	益佰制药（70.60%）、希尔安药业（21.68%）、方舟制药（6.05%）
心脑血管用药	银杏达莫注射液	冠心病、血栓栓塞性疾病等	国家乙类	7.85	-	普德药业（50.97%）、益佰制药（41.80%）、谷红制药（6.09%）
	心脉通胶囊	高血压高脂血症等	国家乙类	0.66	-	邦民制药（67.99%）、益佰制药（30.37%）、邦宇制药（1.64%）
止咳化痰用药	克咳胶囊	咳嗽，喘急气短等	国家乙类	0.01	-	益佰制药（100%）
肌肉骨骼系统用药	金骨莲胶囊	风湿痹阻所致关节肿痛等	国家乙类	0.50	-	益佰制药（90.89%）、新四方制药（9.11%）
妇科用药	妇炎消胶囊	妇女生殖系统炎症，痛经带下等	国家乙类	0.73	-	益佰女子大药厂（84.97%）、银诺克药业（9.62%）、中一药业（5.41%）
	葆宫止血颗粒	月经过多、经期延长等	国家乙类	1.42	-	中盛海天制药（100%）
	岩鹿乳康片	气滞血瘀所致的乳腺增生	国家乙类	1.17	-	云南海洋（57.89%）、益佰女子大药厂（42.11%）
儿科用药	金莲清热泡腾片	主治外感热证	国家乙类	1.70	-	中盛海天制药（87.06%）、启元国药（12.94%）
男科用药	疏肝益阳胶囊	肝郁肾虚证等	8省市乙类	0.08	-	益佰制药（100%）

资料来源：公司公告、米内网、PDB、广证恒生整理；（1）样本医院销售额、竞争格局来源于米内网数据库；

## 2.2 独家抗肿瘤用药“洛铂”销售强势增长，空间有望达十亿级别

铂类药主要分为顺铂、卡铂、奈达铂、奥沙利铂、洛铂等。从适用范围上看，各种铂类药对应的适应症类存在相互重叠（例如顺铂、洛铂、卡铂等同时对应小细胞肺癌一种适应症），各类产品之间存在一定竞争关系。

**图表11. 各种铂类抗肿瘤药对应的主要适应症存在重叠，有一定竞争关系**

	睾丸癌	卵巢癌	非小细胞肺癌	膀胱癌	子宫颈癌	食道癌	头颈部癌	小细胞肺癌	乳腺癌
顺铂									
卡铂									
奈达铂									
奥沙利铂									
洛铂									

资料来源：CNKI、广证恒生

从样本医院销售数据分析，销售前三位的铂类药是奥沙利铂、奈达铂、洛铂。其中，2016Q3 奥沙利铂销售高达 6.77 亿元，同比增长 16.88%，是铂类药中销售比重最高的药品。而洛铂是铂类药当中增速

最快的品种，目前增速高达 51.26%，目前其治疗费用最高，1m<sup>2</sup>表面积的治疗费用达 1.25 万元/次。

图表12. 洛铂是铂类药中为数不多的独家品种

铂类	药品名	医保情况	独家品种	1m <sup>2</sup> 表面积的治疗费用（元/次）	2016Q3 样本医院销售额（万元）	2016Q3 竞争格局
第1代	顺铂	国家甲类	否	161.88	2977.31	齐鲁制药（40.87%）、豪森药业（28.12%）、Hospira（20.52%）
第2代	卡铂	国家甲类	否	119.24	5909.47	齐鲁制药（55.16%）、百时美施贵宝（44.84%）
第2代	奈达铂	国家乙类	否	737.90	16075.95	奥赛康药业（37.04%）、齐鲁制药（36.36%）、东捷药业（24.35%）
第3代	奥沙利铂	国家乙类	否	379.68	<b>67703.47</b>	赛诺菲（69.20%）、恒瑞医药（17.90%）、海外药业（2.76%）
第3代	<b>洛铂</b>	<b>国家乙类</b>	<b>是</b>	<b>1824.52</b>	<b>12491.42</b>	<b>长安国际制药（100%）</b>

资料来源：PDB、药智网、广证恒生

洛铂属于第三代铂类药，主要用于治疗乳腺癌、小细胞肺癌、慢性粒细胞白血病等，与其它竞争产品（顺铂、卡铂、奈达铂、奥沙利铂等）不同，洛铂是国内的独家产品，仅由益佰制药子公司长安国际制药生产，是国内铂类药当中为数不多的独家品种。

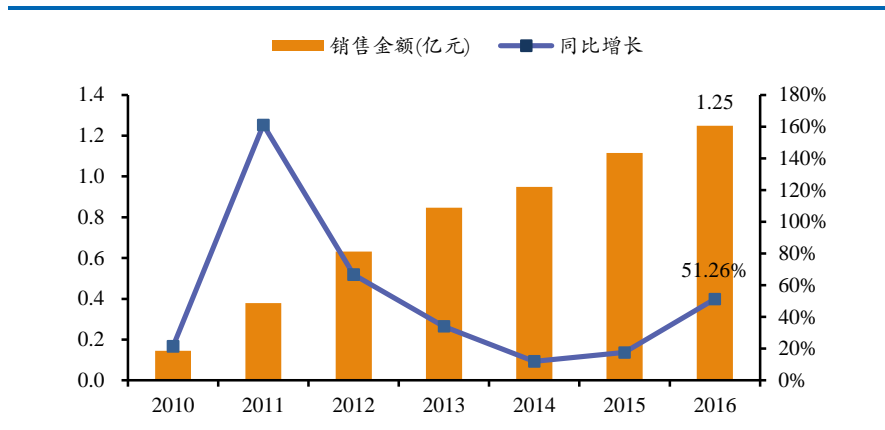
图表13. 同类产品洛铂增速最快，2016Q3 同比增速高达 51.26%

药品名	样本医院销售收入（万元）					同比增长				
	2012	2013	2014	2015	2016Q3	2012	2013	2014	2015	2016Q3
顺铂	3402.52	3477.47	3614.41	3863.18	2977.31	1.31%	2.20%	3.94%	6.88%	2.24%
卡铂	5766.08	6293.30	7308.42	7185.26	5909.47	10.84%	9.14%	16.13%	-1.69%	10.83%
奈达铂	17873.05	19145.23	20833.69	20818.13	16075.95	24.25%	7.12%	8.82%	-0.07%	2.79%
奥沙利铂	66242.70	67739.35	71536.69	78009.83	67703.47	5.51%	2.26%	5.61%	9.05%	16.88%
<b>洛铂</b>	<b>6316.90</b>	<b>8469.69</b>	<b>9483.69</b>	<b>11152.56</b>	<b>12491.42</b>	<b>66.68%</b>	<b>34.08%</b>	<b>11.97%</b>	<b>17.60%</b>	<b>51.26%</b>

资料来源：PDB 数据库、广证恒生

根据 PDB 样本医院的数据，洛铂的销售收入从 2010 年的 1451.56 万元增长到 2015 年的 1.12 亿元，年复合增长为 50.35%，其中 2016Q3 同比增长高达 51.26%。

图表14. 洛铂样本医院的销售增速十分强劲



资料来源：PDB、广证恒生

根据目前洛铂的药品渗透率、药品副作用和新适应症研发三大维度，我们认为未来洛铂的 50% 高增长可以持续：

1) 洛铂目前市场渗透率低，市场空间大降价压力小：仅考虑小细胞肺癌一个适应症，按我国 20 万患者，每人治疗费用 1.87 万元/年估算，洛铂对应 37.44 亿元的理论市场空间。2016Q3 洛铂样本医院销售约为 1.25 亿元，估计洛铂目前销售额约为 4.5 亿元，渗透率仅为 12.19%，未来有很大的增长空间。

图表15. 洛铂的年治疗费用约为 1.87 万元/人（仅考虑小细胞肺癌一种适应症）

估算指标	具体数值	估算过程	关键假设
新发肺癌患者（万人）	80	400*20%	新发癌症人数约为 400 万人，其中新发肺癌人数占 20%
新发小细胞肺癌患者（万人）	20	80*25%	新发小细胞肺癌患者占肺癌患者 25%
表体面积（m <sup>2</sup> ）	1.71	0.0061*160+0.0124*60-0.0099	表体面积=0.0061*身高+0.0124*体重-0.0099；假设患者身高 160cm，体重 60kg
洛铂中标价（元）	1824.52	-	药品规格为 50mg/ m2
每位患者年花费（元）	18720.67	1.71*1824.52*6	按体表面积一次 50mg/m2，治疗 6 个疗程
洛铂理论市场空间（亿元）	37.44	18720.67*24.7/10000	按 24.7 万小细胞肺癌患者估算

资料来源：药智网、广证恒生

图表16. 洛铂治疗费用较高

药品名	用法用量	中标价格（元）	1m <sup>2</sup> 表体面积的治疗费用（元/次）
顺铂	常用剂量 50-100mg/mSUP>2，应用间隔 3 周	80.94（50mg）	161.88
卡铂	推荐剂量为 0.3~0.4g/m2，应用间隔期 3 周	29.81（100mg）	119.24
奈达铂	每次给药 80~100mg/m <sup>2</sup> ，应用间隔期 3 周	368.95（50mg）	737.90
奥沙利铂	按体表面积一次 130mg/m2，应用间歇期 3 周	146.03（50mg）	379.68
洛铂	按体表面积一次 50mg/m2，应用间歇期 3 周	1824.52（50mg）	1824.52

资料来源：药智网、广证恒生

在中标价格方面，根据我们对洛铂中标价格的梳理，在经历了 2014 年的降价之后，目前中标价格基本保持平稳，没有再次降价的趋势，短期内降价压力较小。

图表17. 目前洛铂中标价格保持平稳

产品	规格	生产厂家	16 年中标价格（元）			15 年中标价格（元）			14 年中标价格（元）		
			广东	甘肃	湖南	广东	甘肃	湖南	广东	甘肃	湖南
洛铂	10mg	长安国际制药	478.75	468.25	-	478.75	468.26	473.67	-	-	532.38

资料来源：药智网、广证恒生

2) 在铂类药物中，洛铂副作用小，临床治疗较好选择：通过对各种铂类药在胃肠道、肾毒性、血液毒性、神经毒性四大不良反应上的系统比对，我们认为在所有铂类药物当中，洛铂的副作用偏小，是临床治疗的较好选择，未来存在较大的应用空间。

图表18. 洛铂副作用在铂类药当中相对较小

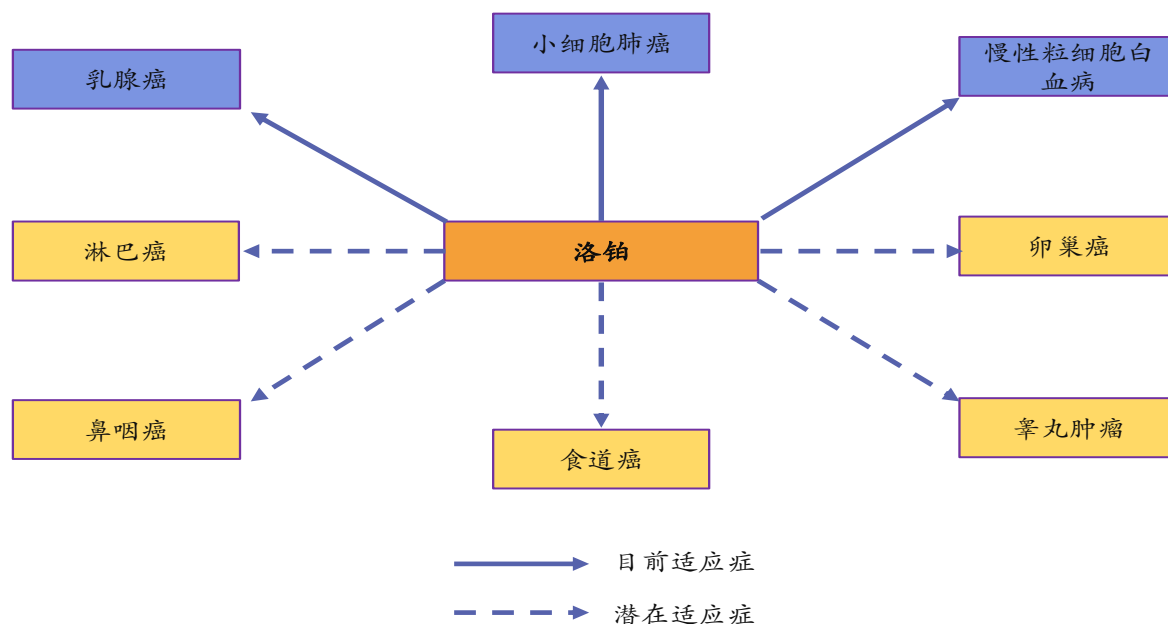
	肾毒性	血液毒性	神经毒性	胃肠道不良反应
顺铂	<div></div>	<div></div>	<div></div>	<div></div>
卡铂	<div></div>	<div></div>	<div></div>	<div></div>
奈达铂	<div></div>	<div></div>	<div></div>	<div></div>
奥沙利铂	<div></div>	<div></div>	<div></div>	<div></div>
洛铂	<div></div>	<div></div>	<div></div>	<div></div>

资料来源：CNKI、广证恒生

3) 有望开发新适应症：除了现有的适应症，洛铂对卵巢癌、淋巴瘤、鼻咽癌、食道癌、睾丸肿瘤等

治疗初步显示了较好的治疗效果，预计很可能成为洛铂未来新适应症的研发方向，目前公司正针对卵巢癌等新适应症对洛铂进行二次研发。一旦研发成功，公司将有望抢占数亿元的抗卵巢癌用药市场。

图表19. 洛铂新适应症研发空间广阔，未来市场空间巨大

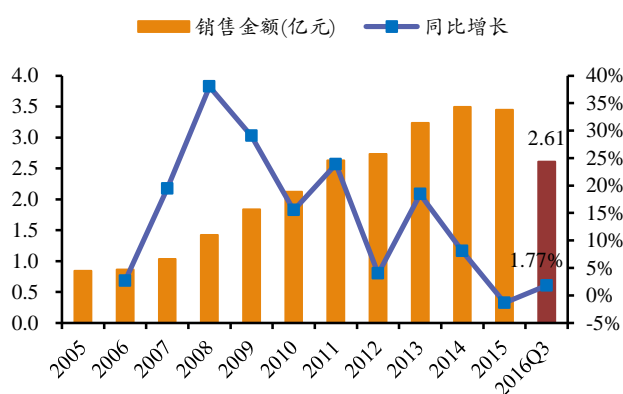


资料来源：CNKI、广证恒生

## 2.3 其它抗肿瘤用药销售增速有望触底反弹

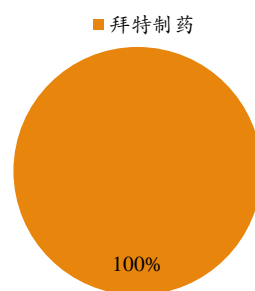
根据 PDB 样本医院的数据，艾迪注射液在 2005-2013 年处于高速增长期，从 2005 年的 0.84 亿元迅速增长到 2013 年的 3.24 亿元，年复合增长为 18.34%；2014-2015 年销售增速开始平稳下降，2016 年开始销售逐步触底反弹，2016Q3 艾迪在样本医院的销售额为 2.61 亿元，同比增长 1.77%。艾迪市场格局占有绝对优势。

图表20. 艾迪注射液样本医院销售增速逐步回升



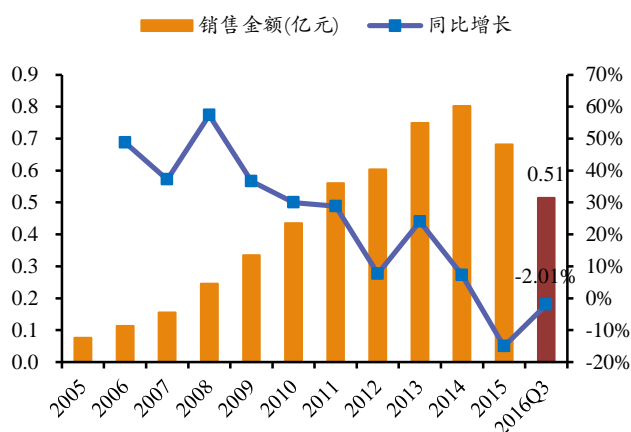
资料来源：PDB 数据库、广证恒生

图表21. 益佰的艾迪注射液占有绝对市场份额



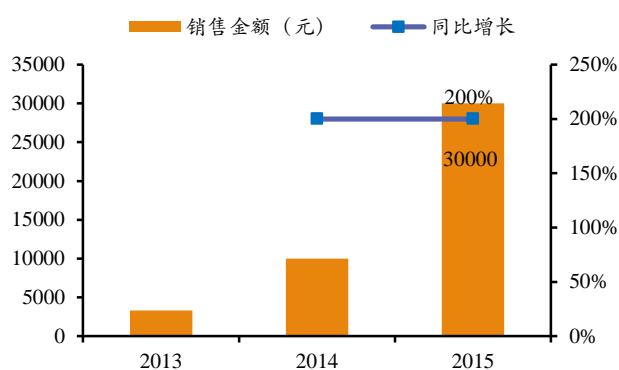
资料来源：PDB 数据库、广证恒生

复方斑蝥胶囊在 2005-2013 年处于高速增长期，从 2005 年 763.50 万元的样本医院销售额迅速增长到 2013 年的 7486.67 万元，年复合增长高达 33.03%；从 2014 年开始，复方斑蝥胶囊的销售增速开始放缓。其中，2016 年 Q3 该产品在样本医院实现销售 5149.39 万元，同比下降 2.01%。根据样本医院的数据，复方斑蝥胶囊占据 70.60% 的市场份额，优势明显。

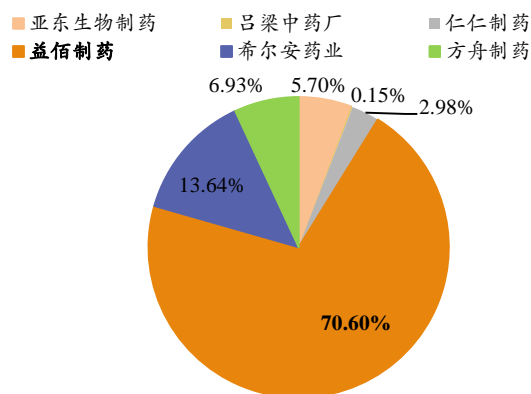
**图表22. 复方斑蝥胶囊的销售增速下降趋势放缓**


资料来源：PDB 数据库、广证恒生

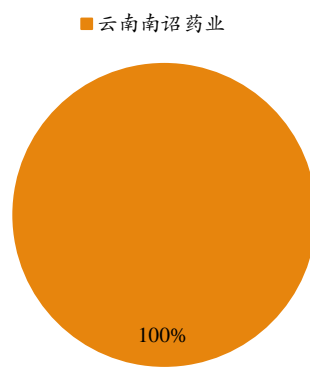
科博肽的样本医院销售从 2013 年的 3333 元增长到 2015 年的 3 万元，年复合增长 200%。该产品销售增速较快，但销售体量较小，占绝对市场份额。

**图表24. 科博肽保持较快的销售增速**


资料来源：米内网数据库、广证恒生

**图表23. 益佰的复方斑蝥胶囊占绝对市场份额**


资料来源：PDB 数据库、广证恒生

**图表25. 南诏药业的科博肽占有绝对市场份额**


资料来源：米内网数据库、广证恒生

根据我们对艾迪注射液、复方斑蝥胶囊等主要抗肿瘤药中标价格的梳理（科博肽没有近年的中标价信息），公司主要抗肿瘤药经历了 2014 年的降价之后，目前中标价格基本保持平稳，再次降价的风险低。

**图表26. 益佰制药各类抗肿瘤药的中标价格情况**

厂家	产品	16 年中标价格 (元)			15 年中标价格 (元)			14 年中标价格 (元)		
		广东	甘肃	湖南	广东	甘肃	湖南	广东	甘肃	湖南
益佰制药	艾迪注射液 (10ml)	26.79	26.91	-	26.79	26.91	25.83	-	-	30.50
厂家	产品	16 年中标价格 (元)			15 年中标价格 (元)			14 年中标价格 (元)		
		四川	吉林	-	四川	吉林	-	四川	吉林	-
益佰制药	复方斑蝥胶囊 (60 粒)	122.33	-	-	122.33	-	-	-	138.03	-

资料来源：药智网、广证恒生

抗肿瘤药整体销售情况分析，根据样本医院销售数据，2016 年 Q3 艾迪注射液、洛铂、复方斑蝥胶囊的销售同比增速分别为 1.77%、51.26%、-2.01%，整个抗肿瘤类药品业务销售同比增长 11.69%，销售逐步触底反弹。按照 16 年 Q3 销售增速 11.69%、净利率 11.17%（2015 年净利率为 5.81%）进行估算，2016 年



抗肿瘤药品净利润增速高达 114.72%。

图表27. 抗肿瘤类药品预计在 2016 年销售反弹，未来有望平稳增长（样本医院数据）

产品	2015Q3 样本医院 销售额（亿元）	2016Q3 样本医院 销售额（亿元）	2015 年同比增长	2016Q3 同比增长	预计 16 年净利润 增速
艾迪注射液	2.56	2.61	-26.66%	1.77%	0~5%
洛铂	0.83	1.25	-12.86%	<b>51.26%</b>	~50%
复方斑蝥胶囊	0.53	0.52	-33.90%	-2.01%	-
合计	<b>3.92</b>	<b>4.38</b>	-25.27%	11.69%	<b>114.72%</b>

资料来源：PDB、广证恒生测算（科博肽销售体量太小，不纳入测算）

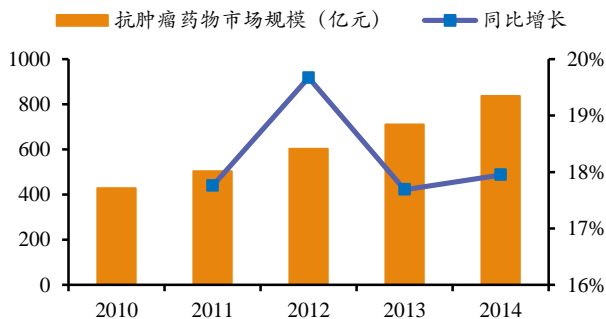
## 3. 转型布局肿瘤精准医疗服务, 利润有望高速释放

### 3.1 肿瘤医疗服务市场规模超千亿，治疗水平提高促行业高速发展

#### 3.1.1 肿瘤服务现有市场规模超千亿

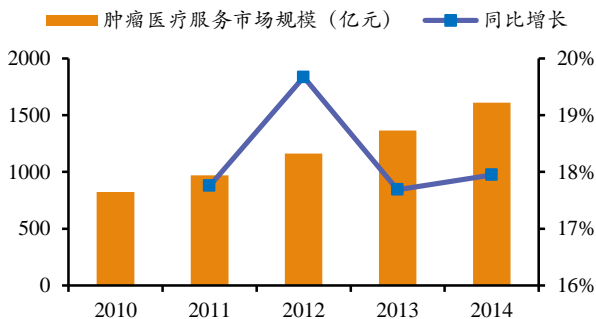
抗肿瘤药物的市场规模从 2010 年的 428.23 亿元增长至 2014 年的 837.65 亿元，年复合增长 18.26%，其中 2014 年同比增长 17.95%。根据实际调研情况，一般癌症患者药物费用占治疗费用 52%，以该比例对肿瘤医疗服务领域的市场规模进行估算，则肿瘤医疗服务市场规模高达 1610.87 亿元。

图表28. 抗肿瘤药物市场增速近 20%



资料来源：中国产业信息、广证恒生

图表29. 肿瘤医疗服务市场达千亿规模（估算）



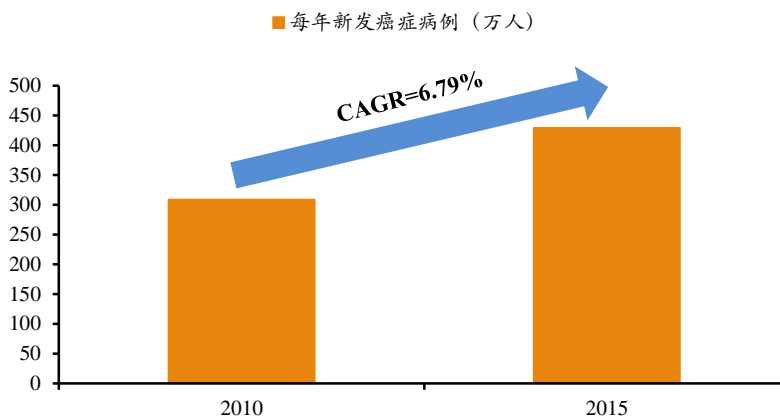
资料来源：中国产业信息、广证恒生测算

#### 3.1.2 “存量患者治疗积极度提高+新增患者”保肿瘤医疗需求持续旺盛

由于我国患者治疗积极度偏低和新增癌症患者数量攀升，我们认为整个肿瘤医疗服务行业在未来仍有望保持约 20% 的增速：

- **存量患者治疗积极度提高**，我国目前存在 429 万新发癌症病例，积极接受治疗的肿瘤患者的治疗费用高达 15 万元（保守估计），则整个肿瘤医疗服务的理论市场规模高达 6435 亿元，目前的市场规模仅为 1610.86 亿元，**肿瘤治疗渗透率仅为 25%**，我国存在大量不积极进行治疗的肿瘤患者。随着人们健康意识的增强和医疗覆盖力度的增强，会激发更多现有的肿瘤患者接受积极的治疗。
- **新增患者数量持续上升**，新发癌症病例已从 2010 年的 309 万人增长到 2015 年的 429 万人，年复合增长约为 6.79%。由于环境的恶化、生活和工作压力增大等原因，预计未来新发癌症患者的数量会继续上升。

图表30. 新发癌症病例数量不断攀升



资料来源：全国肿瘤登记中心、广证恒生

我们对肿瘤医疗服务市场规模测算，一般癌症患者药物费用占治疗费用 52%，以该比例对肿瘤医疗服务领域的市场规模进行估算，当现有肿瘤患者的治疗渗透率为 25% 时，市场规模约 1610.86 亿，而患者增长率为 2%，渗透率提升 5 个百分点（至 30%），则理论市场规模突破 2000 亿，空间巨大。

图表31. 肿瘤医疗服务市场的敏感性分析

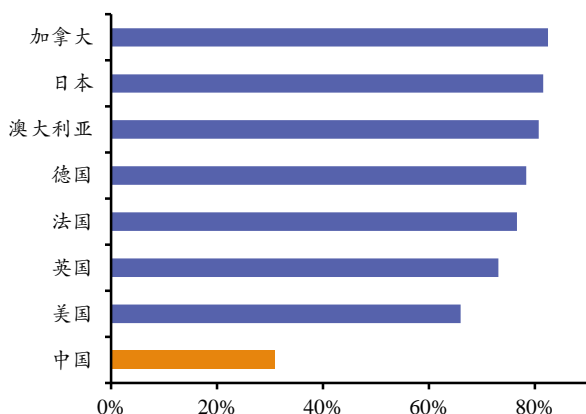
癌症患者数增长 治疗渗透率	0%	2%	4%	6%	8%	10%
25%	1610.86	1643.08	1675.29	1707.51	1739.73	1771.95
30%	1933.03	1971.69	2010.35	2049.01	2087.67	2126.34
35%	2255.20	2300.31	2345.41	2390.52	2435.62	2480.72
40%	2577.38	2628.92	2680.47	2732.02	2783.57	2835.11
45%	2899.55	2957.54	2957.54	2957.54	2957.54	2957.54
50%	3221.72	3286.15	3350.59	3415.02	3479.46	3543.89

资料来源：中国产业信息、广证恒生测算

### 3.1.3 我国肿瘤治疗过于粗放，治疗技术有望逐步有效和精准化

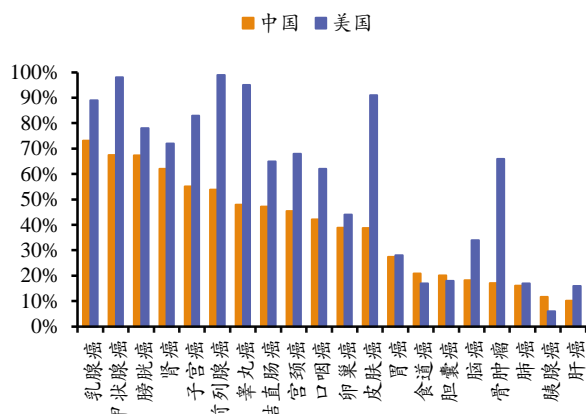
从整体治愈率上看，我国肿瘤患者的五年存活率仅为 30.90%，远低于发达国家肿瘤患者 70% 以上的五年存活率；从各类肿瘤的治愈率上看，我国乳腺癌、甲状腺癌等患者的五年生存率均低于美国。由于我国对于肿瘤的治疗过于粗放，导致肿瘤患者生存率远低于世界发达水平，未来我国的肿瘤治疗有望逐步精准化，提升患者治疗五年存活率。

图表32. 整体上我国肿瘤患者的五年存活率偏低



资料来源：国家癌症登记中心、癌症防控办公室、广证恒生

图表33. 我国大多数肿瘤患者的存活率低于美国



资料来源：《国际癌症杂志》、广证恒生测算

肿瘤的主要治疗手段分为手术、化疗、放疗等三大疗法。在临床治疗上，在手术前可以通过放疗或化疗缩小瘤体，便于手术进行；手术中能结合放疗或化疗进一步切除残余瘤体；手术后可以利用放疗或化疗消除残留瘤细胞，提高治疗效果。因此，真正有效精准的肿瘤治疗要充分结合手术、化疗和放疗。

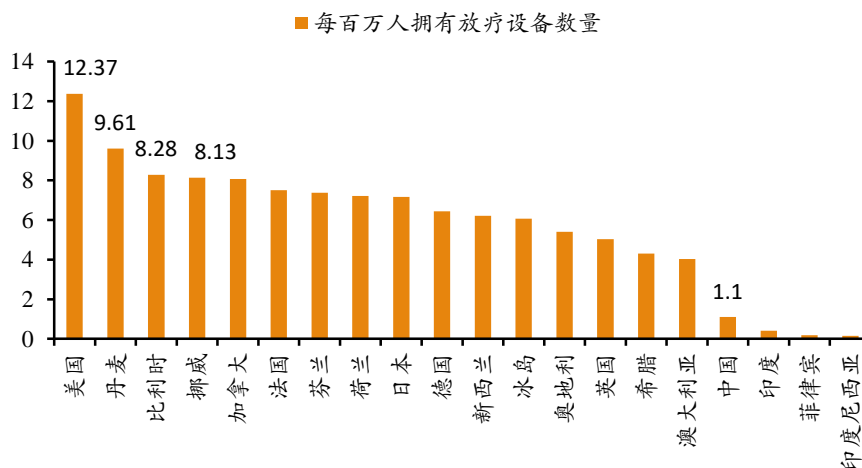
图表34. 手术、化疗、放疗结合治疗能有效提高肿瘤患者五年生存率

治疗方式 \ 五年生存率	直肠癌	胃癌	宫颈癌	食管癌
手术	28.5%	24.0%	80.95%	20%-30% (放疗)
手术+放疗	47.2%	34.7%	-	68%-75%
手术+化疗	33.3%	-	-	-
手术+放疗+化疗	47.2%	-	82.05%	-

资料来源：CNKI、广证恒生测算

但是目前我国对放疗的布局力度偏低。从放疗设备数量上看，美国、丹麦、比利时、挪威、加拿大等发达国家每百万人拥有的放疗设备数量分别为 12.37 台、9.61 台、8.28 台、8.13 台、8.07 台，而我国每百万人拥有 1.1 台放疗设备，远低于世界领先水平；从放疗治疗采用率上看，中国采用放疗治疗癌症的患者比例约为 20%-25%，远低于美国等发达国家超过 40% 的比例。目前短缺的放疗资源无法应对日益渐增的放疗需求，预计未来放疗布局力度有望逐步增大，肿瘤治疗逐步有效和精准化。

图表35. 我国每百万人拥有放疗设备偏少



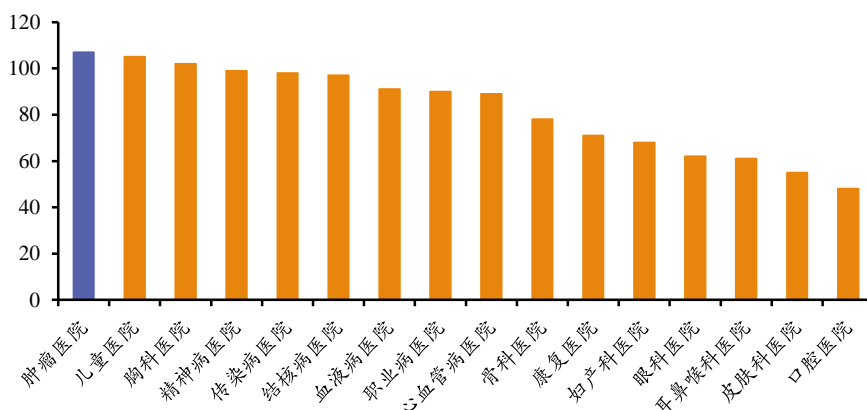
资料来源：WHO、广证恒生

## 3.2 民营资本迎肿瘤精准治疗领域良好布局契机

我们认为目前肿瘤医疗服务供不应求、市场竞争相对较小、公立医院布局精准治疗受成本限制等现状，为民营资本布局肿瘤精准治疗提供良好布局契机。

1) 公立医院供给不足，治疗需求紧迫，肿瘤专科医院床位利用率高达 107%，肿瘤科是床位最为紧张的科室。肿瘤医疗服务供给明显不足，迫切需要民营资本参与其中，增大肿瘤医疗服务的供给。

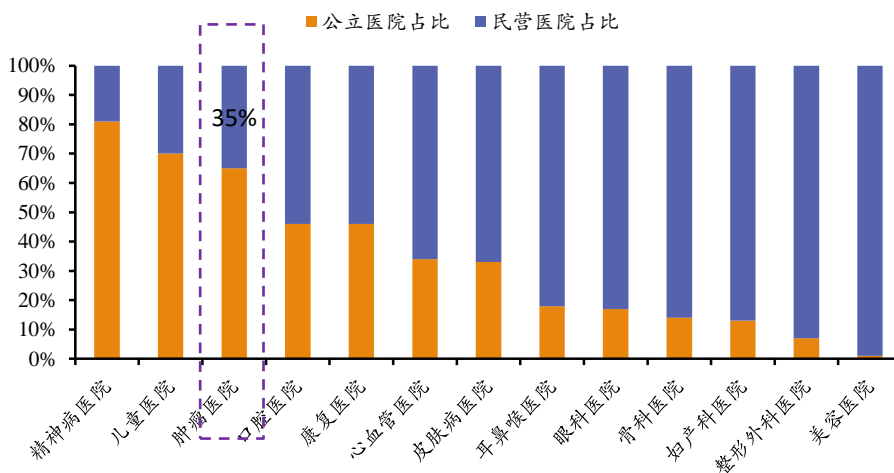
图表36. 肿瘤专科医院床位使用量最高，肿瘤医疗服务供给高度紧张



资料来源：卫生部、广证恒生

2) 根据 2013 年卫生部的统计数据，民营肿瘤专科医院在所有肿瘤专科医院当中的占比仅为 35%，远低于耳鼻喉、眼科、骨科、妇产科、整容外科、美容等领域民营专科医院超过 80% 的占比。与其他科室相比，民营资本对肿瘤科的布局力度相对较弱，行业内竞争较低，民营资本在肿瘤领域存在较大的布局空间。

图表37. 民营肿瘤专科医院的占比偏低



资料来源：卫生部、广证恒生

3) 由于伽马刀、直线加速器、射波刀、质子治疗系统等进口的精准治疗设备价格分别高达约为 2000 万/台、1000 万/台、3500 万/台、10 亿/台，公立医院一般不愿意承担高昂的设备成本费用，给予民营医疗机构布局精准治疗的空间和机会。

### 3.3 益佰积极布局肿瘤的精准治疗，盈利启动高速增长态势

#### 3.3.1 近年益佰制药肿瘤的精准治疗频频布局，项目进入利润释放期

公司通过投资灌南医院、朝阳医院、上海鸿飞伽马刀中心、上海华睿、南京睿科和与广州中医药大学金沙洲医院合作等方式，对普通放疗治疗中心、质子治疗中心、细胞免疫治疗等肿瘤精准治疗进行布局，顺应肿瘤治疗逐步走向精准的发展趋势。

多数项目通过公司 1-2 年运营均实现较为可观的利润，其中，2015 年淮南朝阳医院、灌南医院、贵州益佰投资分别实现净利润 2109.72 万元（仅 1-9 月净利润）、2991.57 万元、1655.93 万元。按照承诺业绩，最近增资的南京睿科在 2017-19 年预计实现净利润 1200 万元、1500 万元和 2000 万元。

图表38. 近年益佰制药频频对肿瘤的精准治疗进行布局

时间	布局方式	布局方向	布局标的 2015 年净利润（万元）
2016.12	收购上海华睿 9.06% 股权	上海华睿拥有 17 个医院中心和 19 个项目，主要项目均为 <b>肿瘤放疗治疗中心</b>	-148.59
2016.11	对南京市睿科投资进行增资，益佰制药占股 51%	南京睿科在三家医院有四个肿瘤合作项目	-187.49
2016.05	认缴德曜医疗 51% 股权投资 <b>毕节肿瘤医院</b> （德曜医疗持有医院 88% 股权）	毕节肿瘤医院是盈利性肿瘤专科医院，2016 年 9 月开始营业（100 张床位）	-
2016.01	收购淮南朝阳医院 32.5% 股权并增资扩股至 53% 股权	增资主要用于依靠朝阳医院为平台对周边盈利性医院并购及建立 <b>现代精准肿瘤治疗中心</b> （780 张床位）	2109.72 （15 年 1-9 月）
2015.09	在广州中医药大学金沙洲医院设立 <b>肿瘤中心</b>	与金沙洲医院合作共建肿瘤中心，其项目包括 <b>肿瘤普通放疗中心、肿瘤质子治疗中心、细胞免疫治疗中心和肿瘤病房</b> （500 余张床位）	-
2008	贵州益佰投资管理设立 <b>上海鸿飞伽马刀中心</b>	收购伽玛刀中心（ <b>头部伽玛刀</b> ）项目、“上海伽玛刀治疗研究中心（ <b>体部伽玛刀</b> ）”项目、“中国人民解放军四〇一医院 <b>伽玛刀治疗研究中心</b> ”项目	1655.93 （贵州益佰投资）
2004.10	投资改制公立医院 <b>灌南医院</b> ，占 90% 股权	首批国家二级甲等医院（500 张床位）	2991.57
合计	-	-	<b>6421.14</b>

资料来源：公司公告、广证恒生

上海华睿全资控股长沙建达投资管理有限责任公司、上海华冉医院管理有限公司、徐州毅文科技发展有限公司，拥有 17 个医院中心（9 家三级医院、8 家二级医院）和 19 个项目，主要项目均为**肿瘤放疗治疗中心**。其中，长沙建达投资主要从事放疗设备的租赁、放疗中心项目的投资等，目前拥有湖南省肿瘤医院、常德第四人民医院、邵阳中医院、益阳中医院、黄冈中医院、永州中医院、蒲纺人民医院等多家医疗合作机构。2016 年 12 月增资能极大改善上海华睿财务压力，逐步释放上海华睿的利润红利。按照公开资料梳理，仅上海华睿控股的长沙建达投资的营收就高达亿元级别，按 30% 的净利率估算，预计贡献 3000 万利润。



图表39. 上海华赛拥有的部分医院资产的情况梳理

医院名称	医院等级	床位数	医院配备
湖南省肿瘤医院	三级甲等	1300 张	3 个国家级临床重点专科（肿瘤科、专科护理、中西医结合科）；拥有螺旋断层放射治疗系统（TOMO）、IGRT 及带多叶光栅医用直线加速器、Precise 高能直线加速器、Infinia ECT、3.0T 核磁共振、放疗模拟定位 CT、进口多层螺旋 CT 等设备
黄冈中医院	三级甲等	560 张	拥有德国西门子 Definition AS+ 64 排 128 层螺旋 CT、美国 GE Discovery MR750W 3.0T 核磁共振、数字化 DR 放射机、放射性粒子植入计划系统等高端医疗设备
永州中医院	三级甲等	800 张	配备原装进口 1.5T 磁共振、64 排 128 层 CT、陀螺刀、螺旋 CT、C 臂 X 光机、电视 X 光机、DR 等高端医疗设备
邵阳中医院	三级甲等	1800 张	拥有西门子 3.0T 磁共振、瓦里安医用肿瘤放射治疗直线加速器、西门子和 GE 公司多层螺旋 CT 扫描仪，西门子单光子发射计算机断层扫描系统，奥林巴斯超声内镜，西门子全数字化平板乳腺 X 线摄影系统等设备
常德第四人民医院	二级甲等	997 张	拥有有飞利浦 64 排等 CT 6 台、意大利 GMM 数字化 X 线摄影系统 2 套、飞利浦 Achievol 1.5T 核磁共振成像仪 2 台、国内领先的肿瘤放射治疗设备陀螺刀等设备
益阳中医院	二级甲等	600 张	配备陀螺刀、核磁共振、多排螺旋 CT、DR、CR 等高端治疗设备
蒲纺人民医院	二级甲等	223 张	配备美国 GE 公司的 CT 机、C 臂 X 光机、国产最先进脑地形图机等高端医疗设备

资料来源：公司公告、公开资料整理、广证恒生

### 3.3.2 肿瘤服务项目启动高增长态势

我们对公司公告的已有投资的肿瘤服务项目的盈利测算，根据公开资料上海华赛营收规模已上亿，预计管理 1-2 年内利润 3000 万；南京睿科的业绩承诺 17 年 1200 万，暂不计算其他外延的落地情况；假设：

1. 灌南医院未来 2 年 20%、18% 增速；
2. 朝阳医院未来 2 年 18%、17%；
3. 上海鸿飞未来 2 年维持 15% 增速；

图表40. 公司现有医疗服务项目的盈利测算（万元）

		2015		2016E		2017E	
	股权比重	净利润	归母净利润	净利润	归母净利润	净利润	归母净利润
灌南医院	90%	2991.57	2692.41	3589.88	3230.90	4236.06	3812.46
朝阳医院	53%	2109.72	1118.15	2489.47	1319.42	2912.68	1543.72
上海鸿飞	100%	1655.93	1655.93	1904.32	1904.32	2189.97	2189.97
上海华赛	54%	-148.59	-80.24	0.00	0.00	2000.00	1080.00
南京睿科	51%	-189.49	-96.64	0.00	0.00	1200.00	612.00
外延	——	——	——	——	——	——	——
合计		6419.14	5289.62	7983.67	6454.63	12538.71	9238.14
同比增长率					22.02%		43.12%

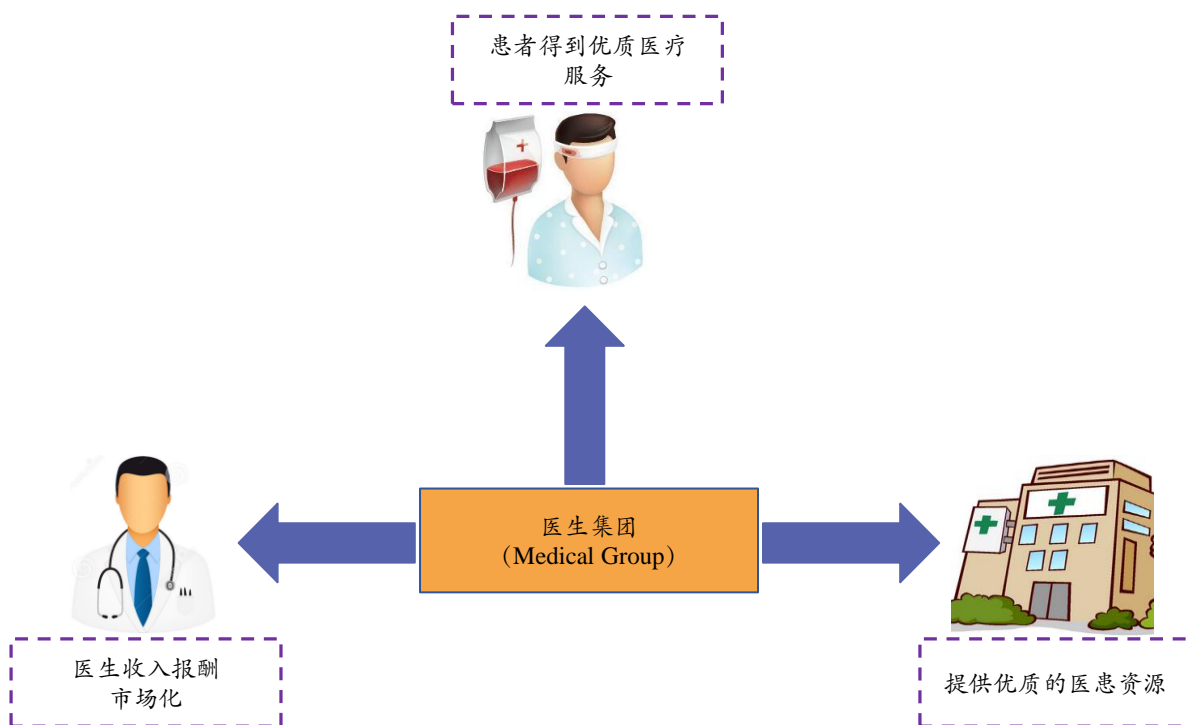
资料来源：公司公告、公开资料整理、广证恒生

## 4. 医生集团助益佰布局肿瘤医疗服务

### 4.1 医生集团有助于解决患者、医生、医疗机构三方的痛点

医生集团最早起源于美国，是由至少两名医生为主体组成的医疗机构，通常医生作为医生集团的创始人，持有医生集团的股份。医生集团通过整合医生资源有利于解决患者、医生、医院三方痛点。（1）患者层面，医生集团为患者提供优质的医生资源，解决患者享受医疗服务差的痛点；（2）医生层面，医生集团通过“多劳多得”的方式提高医生收入报酬，解决医生在体制内工作量大且收入偏低的困境；（3）医疗机构层面，医生集团为医疗机构提供优质的医患资源，逐步解决民营医疗机构医患资源缺失的困境。

图表41. 医生集团有望解决患者、医生、医院三方痛点



资料来源：公开资料整理、广证恒生

### 4.2 我国医生集团方兴未艾，政策暖风促发展加快

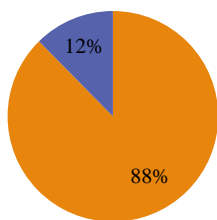
#### 4.2.1 我国医生集团起步阶段，发展空间巨大

从医生集团数量上看，我们仅有 300 多家医生集团，而美国的医生集团高达 28.44 万家；从医生的执业情况上看，我国高达 87.62% 的医生就职于公立医院，在民营医疗机构的就职比例仅为 12.38%。而美国仅有 5.60% 的医生受雇于医院，高达 83% 的医生在医生集团内执业。

中美在医生集团数量、医生执业结构的巨大差异充分说明我国医生集团方兴未艾，未来随着医生多点执业推进，医生逐步走出体制，医生集团有望逐步兴起。按照前文的测算，肿瘤医疗服务的市场规模约为 1610.87 亿元，未来若有 30% 的医生走出体制，加入医生集团，将带来 483.26 亿元的市场规模（仅考虑肿瘤领域，且不考虑肿瘤领域市场的高速增长）。

图表42. 我国约 88%医生在公立医院执业

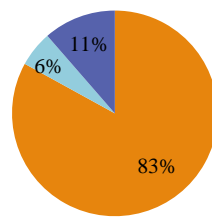
■ 公立医院 ■ 民营医院



资料来源：中国卫生统计年鉴、广证恒生

图表43. 美国高达 83%的医生在医生集团执业

■ 医生集团 ■ 受雇于医院 ■ 独立执业等其他形式

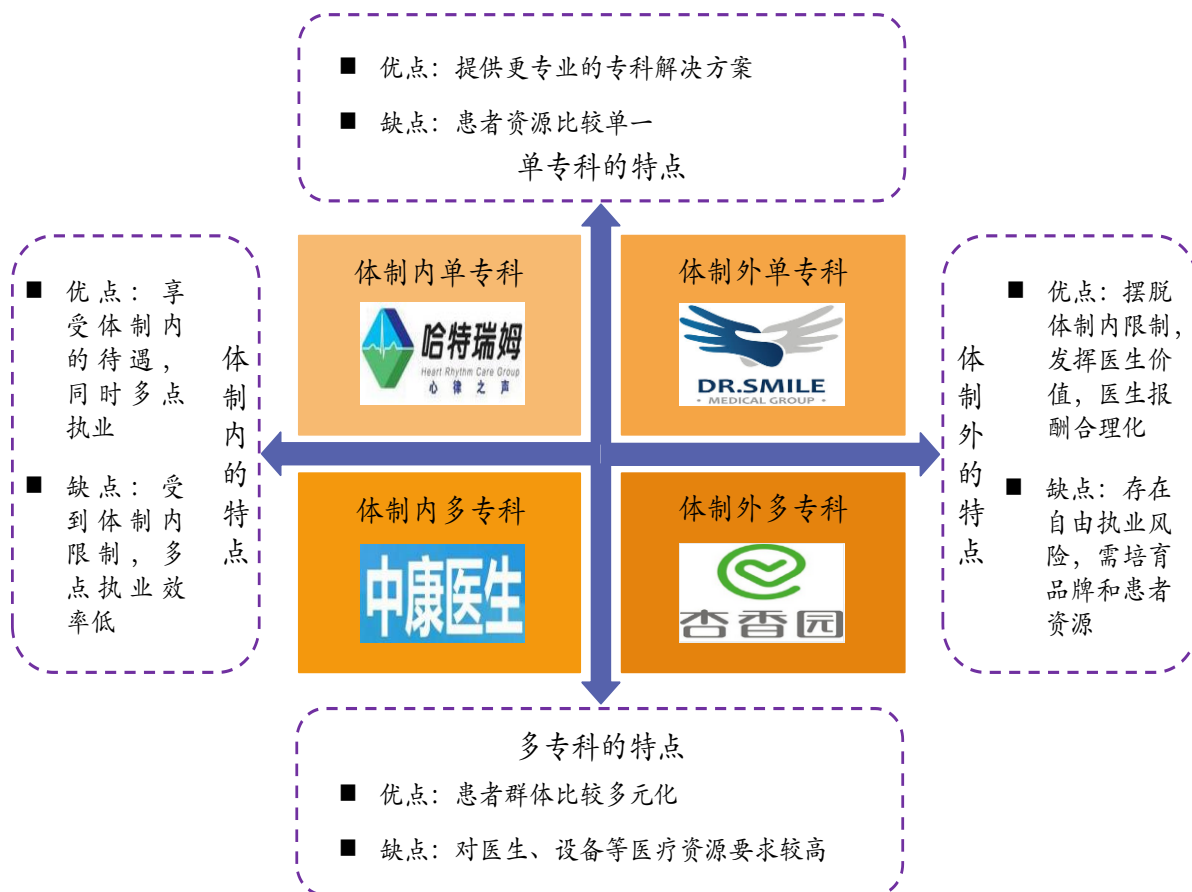


资料来源：美国医疗协会、广证恒生测算

## 4.2.2 顺应我国医疗体系，医生集团存在多种布局模式

目前中国的医生集团主要分为体制内单专科、体制内多专科、体制外单专科、体制外多专科四种。体制内医生集团主要是迎合中国医生不愿意离开体制的特点，产生的过度式模式。随着医生自由执业、患者资源等限制因素的逐步解除，体制外医生集团有望逐步成为主流模式。

图表44. 中国医生集团的各种模式



资料来源：公开资料整理、专家调研访谈、广证恒生

## 4.2.3 产业政策频频鼓励多点执业，利好医生集团不断兴起

按照我国现状，医生可以通过在体制内医生集团多点执业进行过度，逐步演变成在体制外医生集团进行执业。政策上对医生多点执业的支持、医院反腐的推行、医生收入的规范有利于增强医生资源的流动性

和推动医生价值市场化，逐步鼓励医生走出公立医院体系，利好医生集团的发展。

**图表45. 产业政策频频鼓励医生多点执业，利好医生集团不断兴起**

时间	颁布机构	颁布文件	主要内容
2009.09	卫计委	《关于医师多点执业有关问题的通知》	进行医师多点执业试点，逐步开放多点执业
2011.07	卫计委	《关于扩大医师多点执业试点范围的通知》	扩大医师多点执业的试点范围，增强医生资源流动性
2013.12	卫计委	《关于加快发展社会办医的若干意见》	明确提供允许医师多点执业，鼓励医师在不同层级的医疗机构进行流动
2014.01	卫计委	《关于医师多点执业的若干意见（征求意见稿）》	对医师多点执业基本要求、履行手续、承担责任等多方面进行规范和要求
2015.01	卫计委、发改委等	《关于推进和规范医师多点执业的若干意见》	对医生多点执业实行的注册管理进行简化，促进医生资源的流动
2015.2	卫计委	《大型医院巡查工作方案（2015-2017 年度）的通知》	以反腐倡廉为巡查工作重点，今后三年内巡查 41 家医院，规范医生收入
2015.6	国务院办公厅	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	鼓励医师到基层等有需求的医疗机构多点执业；支出医师职称晋升、学术地位等不因多点执业受影响

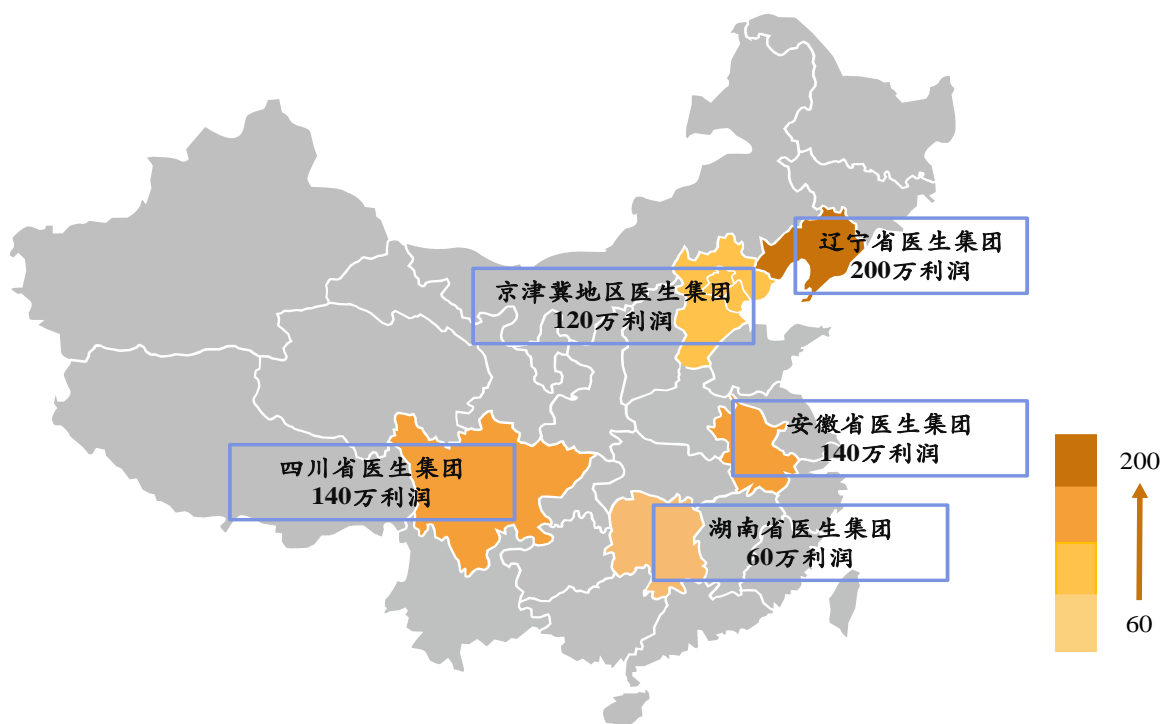
资料来源：卫计委、发改委、人力资源社会保障部、广证恒生

### 4.3 益佰制药在多地逐步布局医生集团

目前，益佰制药通过设立辽宁益佰艾康肿瘤医生集团（10 名专家）、安徽益佰艾康肿瘤医生集团（7 名专家）、湖南益佰艾康肿瘤医生集团（3 名专家）、四川翰博瑞得肿瘤医疗科技（7 名专家）、益佰艾康京津冀微创介入医生集团（6 名专家）在辽宁、安徽、湖南、四川、北京、天津、河北等多个省市对医生集团进行布局。

按照每位医生每周进行 4 台手术，每台手术收费 6000 元（其中 5000 元付给医生，1000 元作为医生集团收益）进行估算，辽宁、安徽、湖南、四川、京津冀地区医生集团的净利润分别约为 200 万元、140 万元、60 万元、140 万元、120 万元。益佰制药对医生集团控股 51%，合计为上市公司贡献利润约 337 万元。

图表46. 益佰制药对于医生集团的布局与盈利测算



资料来源：公司公告、广证恒生测算

## 5. 盈利预测与投资建议

根据对公司各项业务的分析，我们对公司盈利预测的核心假设如下：

1. **抗肿瘤类药品**：我们预计艾迪 5% 左右平稳增长，洛铂 50% 高速增长，2016~2018 年对应同比收入增速增速约 14.00%、13.50%、13.00%，毛利率水平基本维持不变，保持约 93%；
2. **心脑血管类药品**：考虑 2016 年银杏达莫增速约 20%（2015 年基数低），往后 2 年各位数 5% 增长，而心脉通维持原有规模（体量小），2016-18 年实现营收同比增速-5.00%、-4.00%、-3.00%；毛利率保持约 84~85%；
3. **医疗服务**：暂不计入公司落地新的医疗服务项目，16-18 年实现营收 3.13、4.85、6.31 亿元，对应同比增速 25.00%、55.00%、35.00%，毛利率约为 35%；
4. **妇科类药品**：2016-18 年同比增速 30.00%、28.00%、26.00%，毛利率 64.5%、64.3%、64.0%；
5. **其他类业务**：2016-18 年实现营收 5.68、5.90、6.08 亿元，对应同比增速 5.00%、4.00%、3.00%；
6. 假设“销售费用/营业收入”销售费用率为历史往年的均值约 53~54% 水平。
7. 考虑服务业务的拓展，**管理费用率**略微提高，2016~2018 年分别为 8.64%、8.56%、8.50%；



**图表47. 营业收入假设与测算（百万元）**

		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
抗肿瘤类	收入	1800.38	1732.18	1974.69	2241.27	2532.63
	同比增速	-	-3.79%	14.00%	13.50%	13.00%
	毛利率	90.58%	97.30%	93.32%	93.02%	92.86%
心脑血管类	收入	462.64	507.72	482.33	463.04	449.15
	同比增速	-	9.74%	-5.00%	-4.00%	-3.00%
	毛利率	86.23%	76.91%	85.27%	84.70%	84.10%
医疗服务	收入	242.04	250.40	313.00	485.15	654.95
	同比增速	-	3.45%	25.00%	55.00%	35.00%
	毛利率	35.27%	34.81%	35.00%	34.50%	34.00%
妇科类	收入	237.30	271.63	353.12	451.99	569.51
	同比增速	-	14.47%	30.00%	28.00%	26.00%
	毛利率	78.19%	64.84%	64.51%	64.32%	64.05%
其它	收入	413.90	540.59	567.62	590.32	608.03
	同比增速	-	30.35%	5.00%	4.00%	3.00%
	毛利率	68.76%	61.25%	64.85%	64.53%	63.95%
合计	收入	3156.26	3302.52	3690.76	4231.77	4814.28
	同比增速	-	4.61%	11.76%	14.66%	13.76%
	毛利率	81.90%	80.85%	80.19%	78.36%	76.98%

资料来源：公司公告、广证恒生测算

**投资建议：**药品销售筑底反弹，独家品种“洛铂”销售增长超过 50%，加上公司持续控费，预计药品 2016-18 年净利润增速约为 15%，分别盈利约 3.8/4.5/5.3 亿元，给予 25 倍 P/E，2016-18 年对应市值 94/110/128 亿元；医疗服务利润红利逐步释放，在不考虑外延新项目落地的情况下，预计 16-18 年净利润分别为 0.68 亿/0.97 亿/1.19 亿元，考虑肿瘤服务板块的高成长性，给予 50 倍 P/E，2016-18 年分别对应市值 34.1/48.3/59.4 亿元。

综合药品和医疗服务两大业务板块，我们测算公司 2016-18 年合理总市值分别为 128.4/158.4/187.1 亿元，2016-18 年 EPS 分别为 0.56/0.68/0.80，现价对应 PE 为 29.3/24.2/20.5 倍，给予“强烈推荐”评级。

## 6. 风险提示

药品销售不及预期；药品招标降价风险；肿瘤医院、肿瘤治疗中心的布局和运营不及预期、公司控费不及预期等。

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	利润表	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	2579.97	3166.48	3287.45	3606.90	<b>营业收入</b>	3302.52	3690.76	4231.77	4814.28
货币资金	1049.75	1251.78	1181.63	1181.69	减: 营业成本	632.28	776.90	882.33	999.44
应收帐款	236.27	275.63	309.40	353.97	营业税费	55.32	62.00	67.71	75.58
应收票据	51.21	82.36	80.03	98.74	销售费用	2044.68	1985.63	2264.00	2561.20
预付帐款	353.29	419.87	484.92	541.97	管理费用	312.38	318.88	362.24	409.21
存货	208.27	367.25	353.85	434.43	财务费用	52.80	38.75	35.56	37.21
其他流动资产	681.17	769.60	877.63	996.11	资产减值损失	7.58	14.80	13.34	17.24
<b>非流动资产</b>	3007.61	3035.38	3100.00	3157.60	投资和汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	5.68	2.84	4.26	<b>营业利润</b>	194.54	493.79	606.60	714.38
固定资产	905.20	944.51	999.77	1029.19	加: 营业外净收支	32.79	32.59	32.69	32.64
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	227.33	526.38	639.30	747.03
无形资产	335.65	359.37	396.61	437.10	减: 所得税	35.34	76.53	96.16	110.49
其他非流动资产	1766.76	1725.82	1700.78	1687.04	<b>净利润</b>	191.99	449.85	543.13	636.54
<b>资产总额</b>	5587.58	6201.87	6387.45	6764.50	减: 少数股东损益	2.61	4.35	6.32	6.79
<b>流动负债</b>	1702.10	1897.83	1984.35	2172.01	母公司所有者净利润	189.38	445.49	536.81	629.75
短期债务	801.55	655.54	728.55	692.04	<b>EPS</b>	0.24	0.56	0.68	0.80
应付帐款	158.48	163.78	203.58	219.54					
其他流动负债	742.06	1078.51	1052.23	1253.85	<b>主要财务比例</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>非流动负债</b>	299.94	284.48	294.62	293.31	<b>成长能力</b>				
长期借款	251.00	251.09	251.17	251.26	营业收入增长率	4.61%	11.76%	14.66%	13.76%
其他非流动负债	48.94	33.39	43.44	42.05	营业利润增长率	-62.88%	153.83%	22.85%	17.77%
<b>负债总额</b>	2002.03	2182.31	2278.97	2458.74	净利润增长率	-60.42%	135.24%	20.50%	17.31%
少数股东权益	13.43	17.78	24.11	30.89	<b>获利能力</b>				
股本	791.93	791.93	791.93	791.93	毛利率	80.85%	78.95%	79.15%	79.24%
留存收益	768.39	768.39	372.42	-23.54	净利率	5.81%	12.19%	12.83%	13.22%
<b>股东权益</b>	3572.12	4001.77	4084.41	4274.98	ROE	5.39%	11.72%	13.20%	14.95%
<b>负债与股东权益</b>	5587.58	6201.87	6387.45	6764.50	ROIC	4.97%	9.84%	11.32%	12.78%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	资产负债率	35.83%	35.19%	35.66%	36.35%
<b>经营活动产生现金流量</b>	573.68	566.41	563.19	731.87	负债权益比	52.57%	41.54%	42.99%	38.26%
净利润	191.99	445.49	534.03	622.17	流动比率	151.58%	166.85%	165.81%	166.43%
加: 折旧和摊销	100.40	128.37	146.38	161.81	速动比率	139.34%	147.50%	147.98%	146.33%
资产减值准备	52.80	38.75	35.58	37.20	<b>营运能力</b>				
财务费用	2.93	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	59.59%	62.61%	67.21%	73.10%
投资收益	220.12	-34.14	-169.58	-94.41	应收账款周转率	1370.48%	1441.97%	1446.70%	1447.57%
少数股东损益	573.68	566.41	563.19	731.87	应付账款周转率	493.66%	482.16%	480.36%	471.18%
营运资金的变动	191.99	445.49	534.03	622.17	<b>估值比率</b>				
<b>投资活动产生现金流量</b>	-935.12	-163.86	-219.46	-226.59	PE(X)	71.08	29.33	24.17	20.46
<b>融资活动产生现金流量</b>	322.20	-200.52	-413.88	-505.22	PB(X)	3.66	3.27	3.20	3.05
<b>现金流净增加额</b>	-39.24	202.03	-70.15	0.06	EV/EBITDA	16.85	18.40	15.72	13.62

数据来源: wind 资讯, 公司公告, 广证恒生

## 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623

## 股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

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，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。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。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。