

益佰制药 (600594.SH) 中药行业

评级：买入 维持评级

公司点评

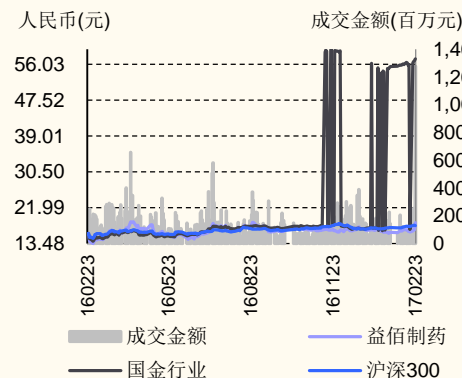
市场价格 (人民币): 18.47 元

医保目录调整打开公司重磅品种放量空间

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	791.93
总市值(百万元)	14,626.90
年内股价最高最低(元)	18.63/13.48
沪深 300 指数	3473.32
上证指数	3251.38



相关报告

- 1.《主业年报承压、一季报恢复增长，聚焦大肿瘤治疗领域-益佰制药公...》，2016.4.28
- 2.《医生集团成立，益佰制药“大肿瘤”生态圈拉开帷幕-益佰制药公司...》，2016.4.11

公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.208	0.239	0.516	0.697	0.893
每股净资产(元)	8.66	4.51	4.91	5.18	5.95
每股经营性现金流(元)	1.37	0.72	-0.47	0.56	0.72
市盈率(倍)	27.62	88.65	35.79	26.49	20.67
行业优化市盈率(倍)	43.45	67.16	53.05	53.05	53.05
净利润增长率(%)	11.48%	-60.42%	115.81%	35.12%	28.11%
净资产收益率(%)	13.95%	5.30%	10.52%	13.46%	15.01%
总股本(百万股)	395.96	791.93	791.93	791.93	791.93

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 2017 年医保目录调整，公司产品理气活血滴丸、艾愈胶囊、妇科调经滴丸、丹灯通脑滴丸新进入此次医保；复方斑蝥胶囊（康赛迪，乙类）、洛铂注射剂（乙类）

点评

- 1.公司多个重要品种进入医保目录，或取消原有用药限定条件
- 2.公司主要产品艾迪作为治疗性药物，仍为乙类报销品种：公司一线品种艾迪注射液仍为乙类报销品种(限中晚期癌症使用，同 09 版目录)。而同类中药注射剂多列为辅助用药。虽然随着公司药品和板块的增多，艾迪注射液的占比逐年下降，但至今为止，仍是公司收入、利润的重要来源：
- 3.公司独家重磅品种洛铂取消适用限制，打开铂类药物替代广阔市场空间：公司自 2014 年收购海南长安国际取得洛铂以来，对洛铂寄予厚望，力争将其打造成过十亿产品。
- 新版医保目录中，洛铂取消了“限其他铂类药物无效或不能耐受”的限制，我们预期将以其高性能、加之公司在肿瘤药领域的销售渠道，迎来终端放量。
- 4.中药抗肿瘤品种康赛迪取消用药限制，有望迎来二次放量：复方斑蝥胶囊（康赛迪）维持乙类保险标准，但取消了原来的“限消化系统肿瘤”，适应症拓宽，有望在历年销售业绩良好的基础上迎来二次放量。
- 5.四个独家品种新进入医保目录，带来药品端新的增长点：理气活血滴丸、艾愈胶囊、妇科调经滴丸、丹灯通脑滴丸新进入医保目录。公司去年增强 OTC 销售队伍建设，原有 OTC 产品占公司比重较小，预计占比在 10%左右，随着 OTC 团队增强和新品、独家品种进入医保目录，我们预计公司 OTC 端将迎来长足发展。

盈利预测

- 我们预计公司 2016-2018 年的归属母公司净利润分别为 4.1 亿、5.5 亿、7.1 亿，维持“买入”评级。

风险提示

- 招标降价风险，运营风险，并购整合风险。

孙笑悦

联系人
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

事件

- 2017 年医保目录调整，公司产品理气活血滴丸、艾愈胶囊、妇科调经滴丸、丹灯通脑滴丸新进入此次医保；复方斑蝥胶囊（康赛迪，乙类）、洛铂注射剂（乙类）。

点评

- 公司多个重要品种进入医保目录，或取消原有用药限定条件：

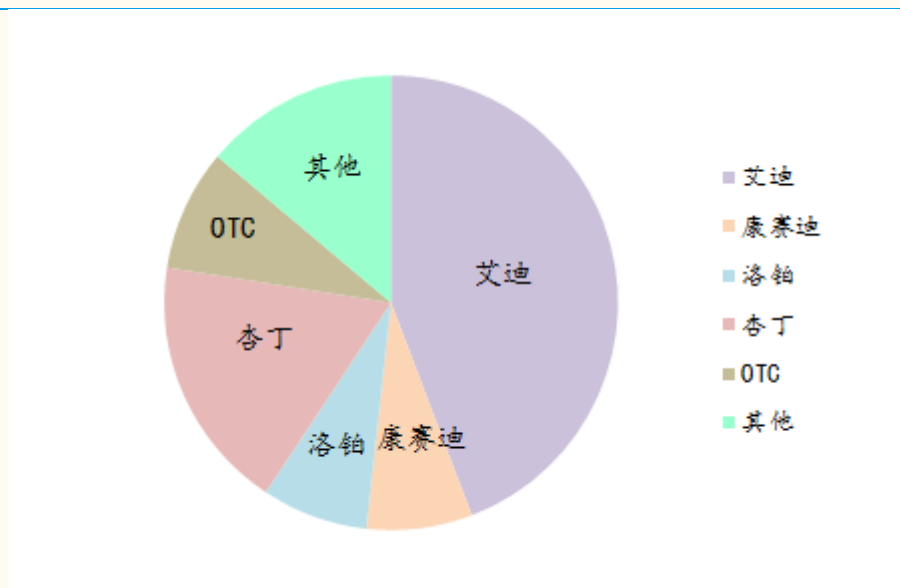
图表 1：公司多个重要品种进入医保目录

产品	治疗领域	竞争格局	医保调整类型	原有限定
理气活血滴丸	心血管	独家	新进	/
艾愈胶囊	肿瘤	独家	新进	/
妇科调经滴丸	妇科	独家	新进	/
丹灯通脑滴丸	心血管	独家	新进	/
复方斑蝥胶囊	肿瘤	8家	取消限制	限消化系统肿瘤
洛铂注射剂	肿瘤	独家	取消限制	限其他铂类药物无效或不能耐受

来源：新版医保目录，国金证券研究所

- 公司主要产品艾迪作为治疗性药物，仍为乙类报销品种：公司一线品种艾迪注射液仍为乙类报销品种（限中晚期癌症使用，同 09 版目录）。而同类中药注射剂多列为辅助用药。虽然随着公司药品和板块的增多，艾迪注射液的占比逐年下降，但至今为止，仍是公司收入、利润的重要来源：

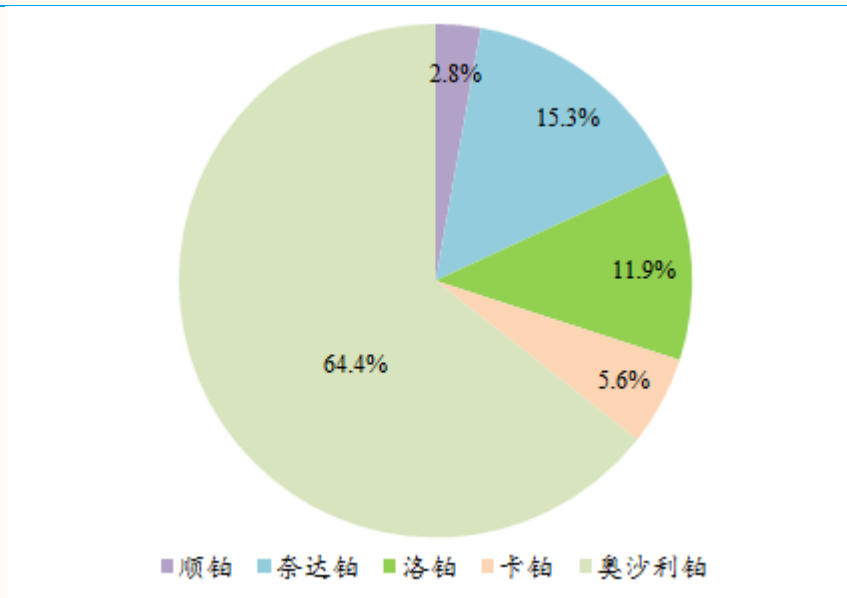
图表 2：公司当前收入来源占比大致情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司独家重磅品种洛铂取消适用限制，打开铂类药物替代广阔市场空间：**公司自 2014 年收购海南长安国际取得洛铂以来，对洛铂寄予厚望，力争将其打造成过十亿产品。
- 铂类抗肿瘤药大致分为五种：第一代顺铂，第二代卡铂及奈达铂，第三代奥沙利铂及洛铂，洛铂以其低毒副作用，和广适应症（晚期乳腺癌、小细胞肺癌和慢性粒细胞白血病）在终端销售放量迅速，到去年为止已抢占 10% 以上市场。

图表 3：铂类药物样本医院竞争格局情况



来源：样本医院数据库, 国金证券研究所

- 新版医保目录中，洛铂取消了“限其他铂类药物无效或不能耐受”的限制，我们预期将以其高性能、加之公司在肿瘤药领域的销售渠道，迎来终端放量。

图表 4：新版医保目录中，洛铂取消用药限定前提

医保等级	通用名	剂型
甲	卡铂	注射剂
甲	顺铂	注射剂
乙	奥沙利铂	注射剂
乙	洛铂	注射剂
乙	奈达铂	注射剂

来源：新版医保目录, 国金证券研究所

- **中药抗肿瘤品种康赛迪取消用药限制，有望迎来二次放量：**
- 复方斑蝥胶囊（康赛迪）维持乙类保险标准，但取消了原来的“限消化系统肿瘤”，适应症拓宽，有望在历年销售业绩良好的基础上迎来二次放量。
- **四个独家品种新进入医保目录，带来药品端新的增长点：**理气活血滴丸、艾愈胶囊、妇科调经滴丸、丹灯通脑滴丸新进入医保目录。公司去年增强 OTC 销售队伍建设，原有 OTC 产品占公司比重较小，预计占比在 10% 左右，随着 OTC 团队增强和新品、独家品种进入医保目录，我们预计公司 OTC 端将迎来长足发展。

总结

- 公司当前药品梯队中，中药肿瘤用药聚积以艾迪、康赛迪和艾愈 3 大产品，生化抗肿瘤用药聚积铂、科博肽以及其他产品，慢病用药组以心血管产品为主，聚积以杏丁、瑞替普酶、理气活血、心脉通、金骨莲等多个产品。妇（男）科用药线聚积以妇炎消、葆宫止血、泌淋胶囊（颗粒）、疏肝益阳等众多产品，镇咳类用药聚积克咳家族系列等产品。此次医保目录调整，带来公司多个重要品种初次/二次放量机会。此外，公司围绕肿瘤医疗服务布局多年，预计今年将陆续落地。建议重点关注，维持“买入”评级。

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	2,785	3,157	3,303	3,741	4,254	4,867
增长率		13.4%	4.6%	13.3%	13.7%	14.4%
主营业务成本	-497	-571	-632	-665	-756	-864
%销售收入	17.8%	18.1%	19.1%	17.8%	17.8%	17.7%
毛利	2,288	2,586	2,670	3,076	3,498	4,004
%销售收入	82.2%	81.9%	80.9%	82.2%	82.2%	82.3%
营业税金及附加	-44	-54	-55	-63	-71	-82
%销售收入	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
营业费用	-1,528	-1,747	-2,045	-2,151	-2,399	-2,662
%销售收入	54.9%	55.3%	61.9%	57.5%	56.4%	54.7%
管理费用	-171	-230	-312	-334	-389	-438
%销售收入	6.2%	7.3%	9.5%	8.9%	9.2%	9.0%
息税前利润（EBIT）	545	554	258	528	638	822
%销售收入	19.6%	17.6%	7.8%	14.1%	15.0%	16.9%
财务费用	-36	-39	-53	-64	-6	-5
%销售收入	1.3%	1.3%	1.6%	1.7%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-23	-18	-8	-2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	28	-3	15	15	15
%税前利润	1.3%	4.9%	n.a	3.1%	2.3%	1.8%
营业利润	493	524	195	477	647	831
营业利润率	17.7%	16.6%	5.9%	12.7%	15.2%	17.1%
营业外收支	22	32	33	10	10	10
税前利润	515	557	227	487	657	841
利润率	18.5%	17.6%	6.9%	13.0%	15.4%	17.3%
所得税	-84	-75	-35	-76	-102	-131
所得税率	16.4%	13.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	431	481	192	411	555	710
少数股东损益	2	3	3	3	3	3
归属于母公司的净利润	429	478	189	409	552	707
净利率	15.4%	15.2%	5.7%	10.9%	13.0%	14.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	431	481	192	411	555	710
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	78	109	108	96	112	130
非经营收益	26	15	54	61	-8	-8
营运资金变动	42	-64	220	-940	-217	-262
经营活动现金净流	577	542	574	-371	442	571
资本开支	-273	-204	-288	1,416	-244	-245
投资	-470	-555	-631	-1	0	0
其他	10	-29	-16	15	15	15
投资活动现金净流	-734	-788	-935	1,430	-229	-230
股权募资	0	1,068	0	0	-242	0
债权募资	93	234	292	-804	0	0
其他	-80	-114	30	-75	-112	-112
筹资活动现金净流	13	1,188	322	-879	-354	-112
现金净流量	-143	942	-39	180	-141	229

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	149	1,053	1,050	1,230	1,089	1,318
应收款项	1,091	1,003	969	1,676	1,906	2,181
存货	195	352	208	301	342	390
其他流动资产	473	298	353	335	380	434
流动资产	1,906	2,706	2,580	3,541	3,717	4,323
%总资产	59.6%	49.2%	46.2%	70.3%	69.4%	71.0%
长期投资	56	17	6	7	6	6
固定资产	492	726	990	1,150	1,292	1,415
%总资产	15.4%	13.2%	17.7%	22.8%	24.1%	23.3%
无形资产	728	2,030	1,997	337	339	340
非流动资产	1,294	2,789	3,008	1,497	1,639	1,764
%总资产	40.4%	50.8%	53.8%	29.7%	30.6%	29.0%
资产总计	3,201	5,496	5,588	5,038	5,356	6,087
短期借款	382	510	802	0	0	0
应付款项	700	1,092	693	560	635	721
其他流动负债	131	153	207	278	303	333
流动负债	1,213	1,754	1,702	838	938	1,053
长期贷款	21	251	251	251	251	251
其他长期负债	35	49	49	47	47	47
负债	1,268	2,054	2,002	1,136	1,236	1,351
普通股股东权益	1,924	3,430	3,572	3,886	4,101	4,714
少数股东权益	9	11	13	16	19	21
负债股东权益合计	3,201	5,496	5,588	5,038	5,356	6,087

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	1.190	1.208	0.239	0.516	0.697	0.893
每股净资产	5.335	8.663	4.511	4.907	5.179	5.952
每股经营现金净流	1.601	1.368	0.724	-0.469	0.559	0.721
每股股利	0.150	0.120	0.120	0.120	0.120	0.120
回报率						
净资产收益率	22.31%	13.95%	5.30%	10.52%	13.46%	15.01%
总资产收益率	13.41%	8.71%	3.39%	8.11%	10.31%	11.62%
投入资本收益率	19.52%	11.28%	4.65%	10.62%	12.20%	13.79%
增长率						
主营业务收入增长率	23.63%	13.36%	4.61%	13.29%	13.71%	14.41%
EBIT增长率	35.83%	1.66%	-53.47%	104.81%	20.83%	28.75%
净利润增长率	28.77%	11.48%	-60.42%	115.81%	35.12%	28.11%
总资产增长率	40.58%	71.69%	1.67%	-9.84%	6.31%	13.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.0	24.4	26.6	23.0	23.0	23.0
存货周转天数	130.3	174.6	161.7	165.0	165.0	165.0
应付账款周转天数	46.4	56.9	73.9	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	59.4	65.6	100.1	99.0	95.0	88.5
偿债能力						
净负债/股东权益	13.14%	-7.16%	1.39%	-23.88%	-19.20%	-21.54%
EBIT利息保障倍数	15.0	14.0	4.9	8.3	110.0	153.3
资产负债率	39.63%	37.38%	35.83%	22.55%	23.07%	22.20%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-07-01	买入	52.87	N/A
2	2016-04-11	买入	16.99	25.00~25.00
3	2016-04-28	买入	16.91	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD