

医保目录受益明显，长期看好公司前景

投资要点

- 事件：**公司公告其艾愈胶囊、理气活血滴丸、丹灯通脑滴丸、妇科调经滴丸4个药品新进入医保目录，洛铂和复方斑蝥胶囊解除适应症限制，葆宫止血颗粒和妇炎消胶囊医保分类由乙类调整为甲类，银杏叶注射制剂增加适应症限制。公司同时公告投资设立福建益佰艾康肿瘤医生集团医疗有限公司。
- 本轮医保目录调整出炉，公司产品受益超市场预期。**1) **多个产品新进医保增强产品线竞争力。**a、理气活血滴丸疗效堪比丹滴，在本轮医保目录调整中该产品已经顺利进入，将为公司的产品梯队乃至业绩的成长性增加新的筹码。将依靠公司强大的销售能力及原心血管科室资源快速放量，预计其销售峰值有望突破10亿；b、艾愈胶囊为升白药，在本次也新进入医保目录。将与肿瘤板块的复方斑蝥胶囊形成良好互补，未来将利用公司肿瘤科优势快速放量，预计其市场空间在5亿元以上；2) **原医保目录产品也有新突破。**如洛铂和复方斑蝥胶囊解除适应症限制，葆宫止血颗粒和妇炎消胶囊医保分类由乙类调整为甲类。其中洛铂的增长点主要在覆盖终端数量增加、适应症扩大以及对竞争对手的替代。从近5年该产品终端增速情况来看，均超过其它铂类药物市场增长水平。我们同时考虑到该药物具有其他铂类药物的不可比优势，以及本次医保目录调整利好，预计其市场空间在10亿以上，未来三年复合增速或超过30%；3) **竞争对手医保限制增加，核心产品艾迪注射液相对受益。**根据IMS数据显示，艾迪注射液在2016年终端销售额约14亿，同类竞争产品如康艾、参芪扶正注射液销售额24亿、19亿。根据我们查询，本次新版医保目录增加了对两个产品报销范围（如康艾注射液限说明书标明恶性肿瘤的中晚期治疗、参芪扶正注射液限肺癌胃癌放化疗同步使用），我们认为竞品报销受限将利好艾迪注射液医院终端销售。
- 福建医生集团落地，医疗服务布局持续深化。**1) 公司布局大肿瘤领域，积极拓展医疗服务方向明确，规划建立数百个肿瘤医院或肿瘤治疗中心，达到数万张床位的医疗服务规模。经过两年时间对该领域的布局，预计整个医疗服务布局在2017年将进入收获期；2) 公司目前已经构建成“专科医院+治疗中心+移动医疗+医生集团”生态圈，在广东、安徽、贵州、上海、黑龙江、四川等地均有布局，已有淮南朝阳医院（综合类）、毕节肿瘤医院（专科类）、上海华睿（诊疗中心）等多个项目陆续落地，持续外延预期强烈；3) 公司在战略推进的同时已经充分考虑到板块盈利、人才梯队等问题，根据对现有医疗服务项目推算，预计该领域的净利润将过亿元，且存在超预期可能。
- 盈利预测与投资建议。**预测公司2016-2018年EPS分别为0.51元、0.71元、0.87元，对应市盈率分别为37倍、27倍、22倍。持续看好其产品结构优化及增长，以及外延落地。维持“买入”评级。
- 风险提示。**药品降价风险，药品销售或低预期，战略转型进度或低预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3302.52	3674.72	4137.54	4699.70
增长率	4.61%	11.27%	12.59%	13.59%
归属母公司净利润(百万元)	189.38	405.45	564.51	689.68
增长率	-60.42%	114.09%	39.23%	22.17%
每股收益EPS(元)	0.24	0.51	0.71	0.87
净资产收益率ROE	5.35%	10.33%	12.69%	13.57%
PE	79	37	27	22
PB	4.19	3.78	3.33	2.92

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
执业证号：S1250513070001
电话：021-68413530
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：何治力
执业证号：S1250515090002
电话：023-67898264
邮箱：hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.92
流通A股(亿股)	7.92
52周内股价区间(元)	13.48-18.97
总市值(亿元)	150.23
总资产(亿元)	64.66
每股净资产(元)	4.86

相关研究

- 益佰制药(600594)：肿瘤医疗项目陆续落地，跨入收获之年 (2017-02-21)
- 益佰制药(600594)：主营收入稳定增长，期间费用控制较好 (2016-10-30)
- 益佰制药(600594)：主业增速回升，“大肿瘤”项目陆续落地 (2016-08-28)
- 益佰制药(600594)：布局大肿瘤战略，推动企业持续成长 (2016-04-28)

附表 1：新进入国家医保目录药品的基本情况

序号	药品名称	药品分类	医保分类	是否独家品种	剂型	功能主治	备注
1	艾愈胶囊	肿瘤辅助用药	乙	独家品种		中医解毒散结，补气养血。用于中晚期癌症的辅助治疗以及癌症放化疗引起的白细胞减少症属气血两虚者。	限恶性肿瘤放化疗并有白细胞减少的检验证据
2	理气活血滴丸	行气活血剂	乙	独家品种		温阳宽胸，理气活血。用于冠心病稳定型劳累性心绞痛Ⅰ、Ⅱ级心阳不足、心血瘀阻证，症见胸闷、胸痛、心悸、气短、形寒，舌质淡或暗，舌苔白，脉沉细。	
3	丹灯通脑片 (胶囊、滴丸)	化瘀通脉剂	乙		滴丸	活血化瘀，祛风通络。用于瘀血阻络所致的中风，中经络证。	
4	妇科调经片 (胶囊、颗粒、滴丸)	理气养血剂	乙	独家剂型		养血，调经，止痛。用于月经不调，经期腹痛。	

数据来源：公司公告，西南证券整理

附表 2：国家医保目录调整的药品情况

序号	药品名称	药品分类	医保分类	是否独家品种	功能主治	备注	调整情况说明
1	复方斑蝥胶囊	抗肿瘤药	乙		破血消瘀，攻毒蚀疮。用于原发性肝癌，肺癌，直肠癌，恶性淋巴瘤，妇科恶性肿瘤等。		备注取消“限消化系统肿瘤”
2	洛铂	铂化合物	乙	独家品种	主要用于治疗乳腺癌、小细胞肺癌及慢性粒细胞性白血病。		备注取消“限其他铂类药物无效或不能耐受”
3	银杏叶注射制剂	化瘀通脉剂	乙		本品适用于预防和治疗冠心病、血栓栓塞性疾病。	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性期患者	增加适应症限制，详情见备注描述
4	葆宫止血颗粒	止血剂	甲	独家品种	固经止血，滋阴清热。用于冲任不固、阴虚血热所致月经过多、经期延长，症见月经量多或经期延长，经色深红、质稠，或有小血块，腰膝酸软，咽干口燥，潮热心烦，舌红少津，苔少或无苔，脉细数；功能性子宫出血及上环后子宫出血见上述证候者。		医保分类由乙类调整为甲类
5	妇炎消胶囊	清热剂-内服药	甲类	独家剂型	苗医：蒙凯；嘎井朗罗，巢窝蒙秋，布发讲港。 中医：清热解毒，行气化瘀，除湿止带。用于妇女生殖系统炎症，痛经带下。		医保分类由乙类调整为甲类

数据来源：公司公告，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3302.52	3674.72	4137.54	4699.70	净利润	191.99	411.04	572.30	699.20
营业成本	632.28	791.99	887.32	1078.33	折旧与摊销	100.40	165.61	165.61	165.61
营业税金及附加	55.32	60.56	69.34	78.31	财务费用	52.80	55.35	36.40	25.76
销售费用	2044.68	1984.35	2151.52	2349.85	资产减值损失	7.58	0.00	0.00	0.00
管理费用	312.38	330.72	351.69	375.98	经营营运资本变动	-210.79	-77.09	-94.53	-110.43
财务费用	52.80	55.35	36.40	25.76	其他	431.68	6.76	-3.21	1.29
资产减值损失	7.58	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	573.68	561.68	676.57	781.43
投资收益	-2.93	0.00	0.00	0.00	资本支出	-493.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-442.05	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-935.12	0.00	0.00	0.00
营业利润	194.54	451.75	641.27	791.47	短期借款	292.03	-401.55	-200.00	-100.00
其他非经营损益	32.79	31.92	31.59	31.78	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	227.33	483.66	672.86	823.25	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	35.34	72.62	100.56	124.05	支付股利	-47.52	-18.81	-40.27	-56.06
净利润	191.99	411.04	572.30	699.20	其他	77.69	-55.35	-36.40	-25.76
少数股东损益	2.61	5.60	7.79	9.52	筹资活动现金流净额	322.20	-475.71	-276.67	-181.82
归属母公司股东净利润	189.38	405.45	564.51	689.68	现金流量净额	-39.24	85.96	399.91	599.60
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1049.75	1135.71	1535.62	2135.22	成长能力				
应收和预付款项	1321.95	1528.08	1725.70	1991.70	销售收入增长率	4.61%	11.27%	12.59%	13.59%
存货	208.27	261.94	293.48	356.79	营业利润增长率	-62.88%	132.22%	41.95%	23.42%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-60.10%	114.09%	39.23%	22.17%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-46.91%	93.45%	25.36%	16.55%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	989.46	872.44	755.42	638.39	毛利率	80.85%	78.45%	78.55%	77.06%
无形资产和开发支出	1970.95	1924.94	1878.93	1832.91	三费率	72.97%	64.51%	61.38%	58.55%
其他非流动资产	47.20	44.62	42.05	39.48	净利率	5.81%	11.19%	13.83%	14.88%
资产总计	5587.58	5767.73	6231.20	6994.49	ROE	5.35%	10.33%	12.69%	13.57%
短期借款	801.55	400.00	200.00	100.00	ROA	3.44%	7.13%	9.18%	10.00%
应付和预收款项	557.78	660.67	740.42	857.04	ROIC	5.70%	11.14%	15.04%	18.15%
长期借款	251.00	251.00	251.00	251.00	EBITDA/销售收入	10.53%	18.31%	20.38%	20.91%
其他负债	391.70	478.28	529.96	633.51	营运能力				
负债合计	2002.03	1789.95	1721.38	1841.55	总资产周转率	0.60	0.65	0.69	0.71
股本	791.93	791.93	791.93	791.93	固定资产周转率	4.49	4.34	5.67	7.67
资本公积	768.39	768.39	768.39	768.39	应收账款周转率	13.70	14.57	14.48	14.55
留存收益	2011.80	2398.44	2922.68	3556.30	存货周转率	2.25	3.35	3.18	3.31
归属母公司股东权益	3572.12	3958.75	4483.00	5116.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.88%	—	—	—
少数股东权益	13.43	19.02	26.81	36.33	资本结构				
股东权益合计	3585.54	3977.78	4509.81	5152.94	资产负债率	35.83%	31.03%	27.63%	26.33%
负债和股东权益合计	5587.58	5767.73	6231.20	6994.49	带息债务/总负债	52.57%	36.37%	26.20%	19.06%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	流动比率	1.52	1.96	2.50	2.91
EBITDA	347.74	672.71	843.28	982.84	速动比率	1.39	1.79	2.29	2.68
PE	79.33	37.05	26.61	21.78	股利支付率	25.09%	4.64%	7.13%	8.13%
PB	4.19	3.78	3.33	2.92	每股指标				
PS	4.55	4.09	3.63	3.20	每股收益	0.24	0.51	0.71	0.87
EV/EBITDA	43.15	21.58	16.50	13.45	每股净资产	4.53	5.02	5.69	6.51
股息率	0.32%	0.13%	0.27%	0.37%	每股经营现金	0.72	0.71	0.85	0.99
					每股股利	0.06	0.02	0.05	0.07

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

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

行业评级

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

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 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn