

医疗服务占比提升，收入结构继续优化

投资要点

- **事件:** 公司 2016 年营业收入、扣非净利润分别约为 36.9 亿元、3.7 亿元，同比增长分别约为 11.6%、114.7%；2017Q1 营业收入、扣非净利润分别约为 9.3 亿元、0.9 亿元，同比增长分别约为 26.4%、17.9%。
- **医疗服务占比提升，收入结构继续优化。** 2016 年营业收入约为 36.9 亿元，同比增长约 11.6%。其中医药工业、医疗服务分别约为 31.9 亿元、5 亿元，同比增长分别为 4.5%、98%。抗肿瘤板块收入约为 19 亿元（约占工业收入 59%），其整体增速约为 10%；主打品种艾迪与洛铂销量增长分别约为 13%、53%，我们预计收入增速低于销量增速的主要原因为艾迪等产品的终端价格下降影响继续存在。但从最新艾迪招标价格来看其能稳在 26-27 元/支附近，故我们认为艾迪已经基本上完成本轮价格调整，预计在持续加强终端推广背景下，肿瘤板块收入仍将有稳定增长。公司医疗服务收入约为 5 亿元，同比增长约为 98%，主要原因为新增淮南朝阳医院并表影响。由于 2017 年新增上海华赛、南京睿科、绵阳富临医院等并表，预计医疗服务收入仍将维持高速增长。公司 2016 年扣非净利润约为 3.7 亿元，同比增长约为 114.7%，具体分析如下：1) 医疗服务收入占比由 7.6% 提升至 13.5%，但由于其毛利率为 28% 远低于药品毛利率；收入结构变化导致公司毛利率约为 76.5%，同比下降约 4 个百分点；2) 期间费用率约为 62%，同比下降约 11 个百分点。其中对于销售费用控制加强约为 18 亿元，同比下降约 10%。2017Q1 营业收入、扣非净利润分别约为 9.3 亿元、0.9 亿元，同比增长分别约为 26.4%、17.9%。我们认为 2017Q1 公司核心产品如艾迪、洛铂仍保持较快增长，预计医药工业增速或超过 10%，且由于新增朝阳医院并表，综合使得 Q1 收入增速快于净利润增速。
- **医保目录受益明显，长期看好公司前景。** 1) 本轮医保目录调整出炉，公司产品受益超市场预期。a、理气活血滴丸疗效堪比丹滴，在本轮医保目录调整新进，预计其销售峰值有望突破 10 亿；b、艾愈胶囊本次也新进医保目录，将与肿瘤板块的复方斑蝥胶囊形成良好互补，预计其市场空间在 5 亿元以上；c、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。且竞争对手医保限制增加，核心产品艾迪注射液相对受益。我们认为随着公司产品收入结构优化，增速触底后将迎来更有质量的增长，预计 2017 年药品净利润或超 4 亿元；2) **肿瘤分级治疗领军者，加速医疗服务平台建设。** a、行业领先布局医生集团，拟在 3-5 年时间内在全国成立 30 个肿瘤医生集团（覆盖全国），并通过“肿瘤医生集团”平台实现肿瘤医疗服务机构人才的储备和患者引流；b、公司为肿瘤分级治疗领军者，逐渐构建“专科医院+治疗中心+移动医疗”模式，规划建设 300 个肿瘤医院或肿瘤治疗中心，达到 5 万张床位的医疗服务规模。目前已有淮南朝阳医院（综合类）、毕节肿瘤医院（专科类）、上海华赛（诊疗中心）等项目陆续落地，持续外延预期强烈，预计 2017 年医疗服务净利润超 1 亿元。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.67 元、0.83 元、0.96 元，对应市盈率分别为 24 倍、20 倍、17 倍。持续看好其收入结构优化及增长，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	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3686.82	4367.77	5060.39	5832.23
增长率	11.64%	18.47%	15.86%	15.25%
归属母公司净利润 (百万元)	384.86	528.79	655.29	763.88
增长率	103.22%	37.40%	23.92%	16.57%
每股收益 EPS (元)	0.49	0.67	0.83	0.96
净资产收益率 ROE	9.28%	11.31%	12.29%	12.53%
PE	33	24	20	17
PB	3.02	2.68	2.35	2.06

数据来源: Wind, 西南证券

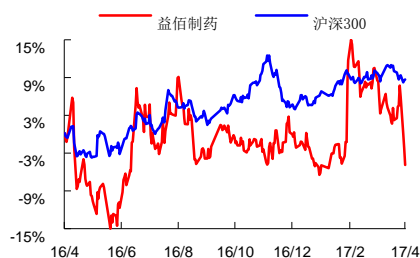
西南证券研究发展中心

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: hzli@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
 电话: 021-68415020
 邮箱: zxxing@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)	14.52-19.51
总市值(亿元)	128.21
总资产(亿元)	68.08
每股净资产(元)	5.10

相关研究

1. 益佰制药(600594): 医保目录受益明显，长期看好公司前景 (2017-02-26)
2. 益佰制药(600594): 肿瘤医疗项目陆续落地，跨入收获之年 (2017-02-21)
3. 益佰制药(600594): 主营收入稳定增长，期间费用控制较好 (2016-10-30)
4. 益佰制药(600594): 主业增速回升，“大肿瘤”项目陆续落地 (2016-08-28)
5. 益佰制药(600594): 布局大肿瘤战略，推动企业持续成长 (2016-04-28)

盈利预测与估值

根据对公司基本面分析，我们认为公司收入结构中医疗服务占比逐渐提升，中药注射剂占比已经进入下降通道。本轮医保目录调整后，洛铂及其他口服制剂收入加快将持续优化收入结构，我们长期看好公司业绩增长。故对 2017-2019 年主营业务的关键假设如下：

1) 医药工业领域。受医保目录调整利好，预判洛铂及其他口服制剂销量增速将快于艾迪注射液，故预计 2017-2019 年医药工业销量增速约为 8.9%/9.7%/10.4%，对应毛利率分别约为 84.2%/83.9%/83.6%；

2) 医疗服务领域。参考公司对于该板块的规划布局，预计 2017-2019 年收入增速约为 80%/40%/30%，毛利率约为 32%；

4) 期间费用率整体处于下降趋势。由于医疗服务收入占比提升，故预计 2017-2019 年间销售费用分别约为 45%/42%/40%，管理费用维持在 11%左右。

表 1：公司业务分拆及预测

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计					
收入	3,302.52	3,686.82	4,367.77	5,060.39	5,832.22
yoy	20.43%	11.64%	18.47%	15.86%	15.25%
成本	632.28	867.80	1,155.54	1,463.68	1,796.38
毛利率	80.85%	76.46%	73.54%	71.08%	69.20%
医药工业					
收入	3,052.12	3,190.96	3,475.22	3,810.82	4,207.79
yoy	22.07%	4.55%	8.91%	9.66%	10.42%
成本	469.1	511.7	548.6	614.0	691.8
毛利率	84.63%	83.96%	84.21%	83.89%	83.56%
医疗服务					
收入	250.40	495.86	892.55	1,249.57	1,624.44
yoy	3.45%	98.03%	80.00%	40.00%	30.00%
成本	163.23	356.07	606.93	849.71	1,104.62
毛利率	34.81%	28.19%	32.00%	32.00%	32.00%

数据来源：wind、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3686.82	4367.77	5060.39	5832.23	净利润	393.40	540.51	669.82	780.82
营业成本	867.81	1155.54	1463.68	1796.38	折旧与摊销	124.97	128.45	128.45	128.45
营业税金及附加	62.25	73.79	85.24	98.42	财务费用	59.45	68.78	45.51	43.36
销售费用	1836.94	1965.50	2125.37	2332.89	资产减值损失	5.53	0.00	0.00	0.00
管理费用	387.64	480.45	556.64	641.54	经营营运资本变动	-141.76	-263.57	-81.78	-196.12
财务费用	59.45	68.78	45.51	43.36	其他	-60.97	0.51	0.00	-0.08
资产减值损失	5.53	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	380.62	474.68	762.00	756.43
投资收益	-3.28	0.00	0.00	0.00	资本支出	-796.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	221.29	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	-574.92	0.00	0.00	0.00
营业利润	463.93	623.70	783.95	919.63	短期借款	276.00	-677.55	0.00	0.00
其他非经营损益	19.41	25.50	24.66	24.12	长期借款	126.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	483.34	649.20	808.61	943.75	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	89.94	108.69	138.79	162.93	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	393.40	540.51	669.82	780.82	其他	-162.63	-138.78	-45.51	-43.36
少数股东损益	8.53	11.73	14.53	16.94	筹资活动现金流净额	239.37	-816.34	-45.51	-43.36
归属母公司股东净利润	384.86	528.79	655.29	763.88	现金流量净额	45.07	-341.65	716.49	713.06
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1025.33	683.68	1400.16	2113.23	成长能力				
应收和预付款项	1226.62	1607.88	1816.98	2154.03	销售收入增长率	11.64%	18.47%	15.86%	15.25%
存货	280.29	372.71	472.24	579.78	营业利润增长率	138.48%	34.44%	25.69%	17.31%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	104.90%	37.40%	23.92%	16.57%
长期股权投资	40.72	40.72	40.72	40.72	EBITDA 增长率	86.44%	26.62%	16.69%	13.94%
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	1335.67	1249.35	1163.03	1076.71	毛利率	76.46%	73.54%	71.08%	69.20%
无形资产和开发支出	2435.59	2400.56	2365.53	2330.50	三费率	61.95%	57.57%	53.90%	51.74%
其他非流动资产	244.71	237.60	230.50	223.40	净利率	10.67%	12.38%	13.24%	13.39%
资产总计	6588.92	6592.50	7489.16	8518.36	ROE	9.28%	11.31%	12.29%	12.53%
短期借款	1077.55	400.00	400.00	400.00	ROA	5.97%	8.20%	8.94%	9.17%
应付和预收款项	526.84	653.78	790.99	942.61	ROIC	9.69%	11.53%	13.42%	15.30%
长期借款	377.00	377.00	377.00	377.00	EBITDA/销售收入	17.59%	18.80%	18.93%	18.71%
其他负债	367.44	381.13	470.75	567.52	营运能力				
负债合计	2348.83	1811.90	2038.74	2287.13	总资产周转率	0.61	0.66	0.72	0.73
股本	791.93	791.93	791.93	791.93	固定资产周转率	3.80	4.40	5.58	7.11
资本公积	768.39	768.39	768.39	768.39	应收账款周转率	12.52	12.10	12.57	12.35
留存收益	2380.04	2908.83	3564.12	4327.99	存货周转率	3.54	3.54	3.46	3.41
归属母公司股东权益	3940.36	4469.14	5124.43	5888.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.94%	—	—	—
少数股东权益	299.73	311.45	325.98	342.92	资本结构				
股东权益合计	4240.08	4780.60	5450.42	6231.23	资产负债率	35.65%	27.48%	27.22%	26.85%
负债和股东权益合计	6588.92	6592.50	7489.16	8518.36	带息债务/总负债	61.93%	42.88%	38.11%	33.97%
					流动比率	1.31	1.92	2.28	2.60
					速动比率	1.17	1.65	1.99	2.29
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.49	0.67	0.83	0.96
					每股净资产	5.35	6.04	6.88	7.87
					每股经营现金	0.48	0.60	0.96	0.96
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	648.34	820.94	957.91	1091.44					
PE	33.31	24.25	19.57	16.78					
PB	3.02	2.68	2.35	2.06					
PS	3.48	2.94	2.53	2.20					
EV/EBITDA	20.28	15.52	12.55	10.36					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	任骁	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
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn