

2017年08月20日

收入端符合预期，利润端略低于预期，艾迪降价拖累业绩

增持(维持)

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3687	4037	4791	5635
同比(%)	11.6%	9.5%	18.7%	17.6%
净利润(百万元)	385	477	609	728
同比(%)	103.2%	23.8%	27.9%	19.4%
ROE(%)	9.8%	10.9%	12.5%	13.2%
每股收益(元)	0.49	0.60	0.77	0.92
P/E	29	23	18	15
P/B	2.8	2.5	2.3	2.0

投资要点

一、事件：公司发布2017年半年报

8月18日，公司发布2017年半年报，公司上半年实现营业收入19.52亿元，同比增长13.08%；实现归属母公司股东的净利润1.84亿，同比增长6.54%；实现扣非后归母净利润1.71亿，同比减少3.36%。

二、我们的观点：

- 1) 收入端符合预期，医疗服务实现翻倍增长。利润端略低于预期，艾迪降价拖累业绩。

药品端，抗肿瘤用药实现销售收入9.36亿(-0.99%)。我们估计艾迪实现营业收入7亿(-16%)。我们认为主要是艾迪降价拖累了公司业绩，销售量上应基本保持平稳。目前，艾迪在2/3的省份已经执行了新的价格，降价的边际影响在减少，预计下半年基本维持平稳态势。

我们估计洛铂实现收入2.3亿(104%)，实现较好的增长态势。洛铂目前为益佰制药独家品种，替代奥沙利铂、顺铂的趋势非常明显，我们认为该品种未来将很快成长为十亿以上的品种。

医疗服务端，公司延续之前的趋势，继续维持高增长态势，实现收入3.59亿(+93.22%)。我们估计灌南县实现收入1亿(+23%)，淮南朝阳医院实现收入1.9亿(671%)。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.01
一年最低/最高价	13.27/20.21
市净率(倍)	2.78
流通A股市值(亿元)	111

基础数据

每股净资产(元)	5.21
资产负债率(%)	31.10
总股本(亿股)	7.92
流通A股(亿股)	7.92

相关研究

- 1、益佰制药：收购绵阳富临医院，医疗服务再下一城-2017/2/21
- 2、益佰制药：新版医保目录受益龙头，医疗服务加速布局-2017/2/24
- 3、益佰制药：业绩符合预期，医疗服务实现翻倍增长，床位数超千张-2017/4/27

图表 1: 艾迪注射剂全国招标情况

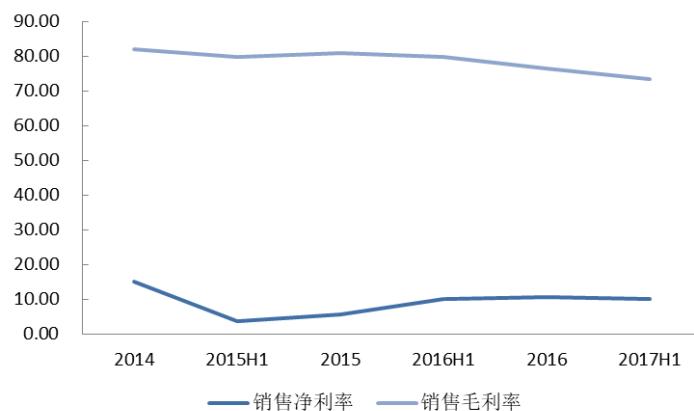
省份	时间	中标价格
辽宁	2017	21.85
湖北	2017	21.85
山西	2017	21.85
宁夏	2017	22.31
四川	2017	21.85
黑龙江	2017	28.41
全军统筹	2017	21.85
上海	2017	24.77
重庆	2017	29.84
贵州	2017	25.83
江西	2017	31.48
内蒙古	2016	25.93
山东	2016	24.14
广西	2016	29.30
北京	2016	25.83
天津	2016	21.85
甘肃	2016	26.91
湖南	2015	25.83
福建	2015	21.85
浙江	2015	21.85
安徽	2015	30.08

数据来源：中标网、药智网、东吴证券研究所

2) 受公司业务结构调整, 销售毛利率略有下降, 销售净利率维持平稳。

公司毛利率 73.47% (-6.2pp), 主要是由于公司业务结构调整, 医疗服务板块毛利率低于药品板块所致。但是公司费用控制良好, 销售净利率 10.16% (+0.04pp)。

图表 2: 2014-2017H1 毛利率、净利率变化



数据来源：wind 资讯, 东吴证券研究所

3) 继续看好公司工业板块起底回升和医疗服务板块陆续落地。

17 年医保目录共涉及公司产品 7 个，其中已有品种扩剂型 3 个，新增医保品种 4 个。我们认为，本次医保目录调整对公司的影响超出市场预期，其中，重点看好洛铂、艾愈、理气活血、艾迪、复方斑蝥未来的销售表现，这些品种现有销售额超过 20 亿元，未来的增量在 20 亿以上。我们尤其看好强势肿瘤线、心血管线新老品种有望形成共振效益，快速实现放量。

图表 3: 17 年医保目录调整涉及品种

品种	现在规模	潜在空间	竞争格局	17 年医保目录主要看点
艾迪注射剂	14 亿		独家	竞争品转入辅助用药目录
复方斑蝥胶囊	3 亿		主要 2 家	取消使用限制
洛铂注射剂	4 亿	10 亿	独家	取消使用限制
艾愈胶囊	<2000 万	5 亿	独家	新进
理气活血滴丸	<2000 万	5 亿	独家	新进
丹灯通脑滴丸			独家	新进
妇科调经滴丸			独家	新进

数据来源: wind 资讯，东吴证券研究所

公司自转型医疗服务以来，积极推进该业务进展。2017H1，医疗服务板块收入已经占比 18.40%。公司陆续落地了多家医院、治疗中心，已经布局中国的东北、华北、东南、西南、华南等地，我们看好公司医疗服务的发展。

三、盈利预测与投资建议:

公司医疗服务加速落地，医药工业起底回升，高管多次增持，未来发展强劲。我们预计公司 2017-2019 年的归母净利润为 4.77 亿、6.09 亿、7.28 亿，对应 EPS 为 0.60、0.77、0.92 元，对应 PE 为 23X、18X、15X，对公司维持增持评级。

四、风险提示:

医院业务拓展低于预期；药品招标降价超预期。

益佰制药三大财务预测表 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2381	2251	3074	4233	营业收入	3687	4037	4791	5635
现金	874	285	919	1542	营业成本	868	1090	1294	1521
应收账款	1097	1109	1509	1570	营业税金及附加	62	68	81	95
其它应收款	60	62	83	87	营业费用	1837	1914	2252	2648
预付账款	69	461	168	572	管理费用	388	363	431	507
存货	280	333	395	462	财务费用	59	43	15	2
其他	0	0	0	0	资产减值损失	6	6	6	6
非流动资产	4048	3742	3437	3168	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	41	41	41	41	投资净收益	-3	0	0	0
固定资产	1037	1122	907	692	营业利润	464	554	713	856
无形资产	350	313	258	203	营业外损益	19	19	19	19
其他	2620	2267	2232	2232	利润总额	483	573	733	875
资产总计	6428	5993	6512	7400	所得税	90	86	110	131
流动负债	1806	946	921	1161	净利润	393	487	623	744
短期借款	1078	0	0	0	少数股东损益	9	11	14	16
应付账款	204	251	290	347	归属母公司净利润	385	477	609	728
其他	524	695	632	815	EBITDA	663	910	1041	1133
非流动负债	382	382	382	382	EPS (元)	0.49	0.60	0.77	0.92
长期借款	377	377	377	377					
其他	5	5	5	5	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
负债合计	2188	1328	1303	1543	营业收入	11.6%	9.5%	18.7%	17.6%
少数股东权益	300	310	324	340	营业利润	138.5%	19.3%	28.9%	19.9%
归属母公司股东权益	3940	4355	4885	5517	归属母公司净利润	103.2%	23.8%	27.9%	19.4%
负债和股东权益	6428	5993	6512	7400	毛利率	76.5%	73.0%	73.0%	73.0%
现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E	净利率	10.7%	12.1%	13.0%	13.2%
经营活动现金流	386	572	705	696	ROE	9.8%	10.9%	12.5%	13.2%
净利润	393	487	623	744	ROIC	11.4%	10.4%	12.8%	15.3%
折旧摊销	125	300	300	264	资产负债率	34.0%	22.2%	20.0%	20.9%
财务费用	58	37	8	-6	净负债比率	34.3%	8.1%	7.2%	6.4%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.3	2.4	3.3	3.6
营运资金变动	-53	-347	849	918	速动比率	1.2	2.0	2.9	3.2
其它	-138	95	-1075	-1225	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
投资活动现金流	-575	17	17	17	应收帐款周转率	3.4	3.6	3.2	3.6
其他	-575	17	17	17	每股经营现金	0.49	0.72	0.89	0.88
筹资活动现金流	239	-1177	-88	-89	每股净资产	5.35	5.89	6.58	7.40
短期借款	0	-1078	0	0	P/E	29	23	18	15
长期借款	0	-99	-88	-89	P/B	2.8	2.5	2.3	2.0

数据来源: wind 资讯, 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,并注明出自为东吴证券研究所,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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>