

益佰制药 (600594)

控制费用业绩好转，平台加速推 涨估值

增持 (下调)

投资要点

- 费用控制趋势好转，第三季度增净利润 1 亿：**前三季度，公司实现营业收入 24.68 亿元，同比增长 17.89%；归属于母公司所有者净利润为 1.62 亿元，同比减少 47.38%；扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东净利润为 1.54 亿元，同比减少 50.11%。我们认为公司第三季度利润增长显著，主要因对销售费用进行有效控制。公司上半年销售费用为 10.02 亿元，第三季度销售费用为 5.15 亿元，前三季度销售费用共 15.17 亿元，同比增长 30.43%。预计今年全年公司销售费用有望控制在 20-22 亿的范围内。
- 合并报表影响致三季度营收增速放缓：**公司第三季度营业收入 8.78 亿元，同比增长 4.29%。我们分析公司第三季度营收增速放缓主要受去年同期天津中盛海天合并报表影响。2014 年 7 月 31 日至 2014 年底中盛海天实现营业收入 1.12 亿元，实现净利润 1775.93 万元。以天津中盛海天 2014 年 8 月并表计，我们估算去年第三季度中盛海天贡献营业收入、净利润分别为 4463.05 万元和 710.37 万元。扣除中盛海天并表影响后公司 2014 年第三季度营业收入、净利润分别为 7.98 亿元和 1.36 亿元。在扣除去年中盛海天影响的基础上，公司今年第三季度营业收入和净利润分别同比增长 11.68% 和 -23.32%。
- 成熟营销体系助力业绩稳健向好：**公司拥有成熟的营销体系，上半年通过增加销售费用的方式成功拉动营收增长，抢占市场份额，下半年通过有效的销售费用控制，第三季度净利润已实现 1 亿的回升，好转趋势已现，我们认为四季度业绩在公司强大营销体系的支撑下，将继续有力回升。
- 盈利预测与投资评级：**我们预测益佰制药 2015-2018 年营业收入分别为 39.2 亿、46.3 亿、55.5 亿和 65.5 亿元，归属母公司净利润为 4.7 亿、8.1 亿、11.9 亿和 14.6 亿元。折合 2015-2018 年 EPS 分别为 0.60 元、1.02 元、1.51 元和 1.84 元，对应动态市盈率分别为 35.2 倍、20.6 倍、14.0 倍和 11.4 倍。公司药品销售业务好转趋势已现，四季度业绩在强大营销体系支撑下有望有力回升。同时，公司积极加快肿瘤医疗服务平台布局，先后签订关于在广州中医药大学金沙洲医院设立肿瘤中心的合作框架协议、设立贵州百洋益佰肿瘤易复诊大数据有限公司的合作协议、设立上海益佰肿瘤医疗投资管理有限公司的合作框架协议，肿瘤医疗服务平台加速推进，未来有望形成包括肿瘤疾病预防、诊断、治疗、康复、大数据等一系列板块的肿瘤产业链格局，千亿市值可期。我们下调至“增持”评级。
- 风险提示：**政策风险、招标降价风险、肿瘤医疗服务平台进度低于预期风险。

2015 年 10 月 28 日

证券分析师 洪阳

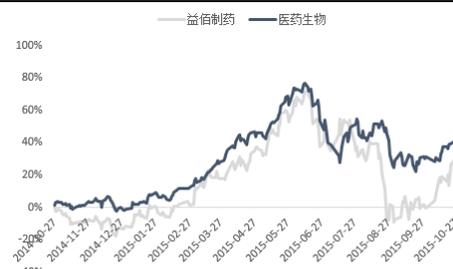
执业资格证书号码：

S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	21.00
一年最低/最高价	37.62/13.62
市净率	4.69
流通 A 股市值 (百万元)	16430

基础数据

每股净资产 (元)	4.48
资产负债率 (%)	31.21
总股本 (百万股)	792
流通 A 股 (百万股)	782

相关报告

- 百亿营收，变革突破！
调研报告 2015.03
- 招标降价、收购整合两座山
跟踪报告 2015.05
- 聚焦肿瘤领域，积极延伸医疗服务
调研报告 2015.07
- 上半年增预算抢市场，下半年控费涨利润
跟踪报告 2015.08
- 梦已开启，千亿路上
跟踪报告 2015.09

1. 费用控制趋势好转，第三季度盈利 1.02 亿

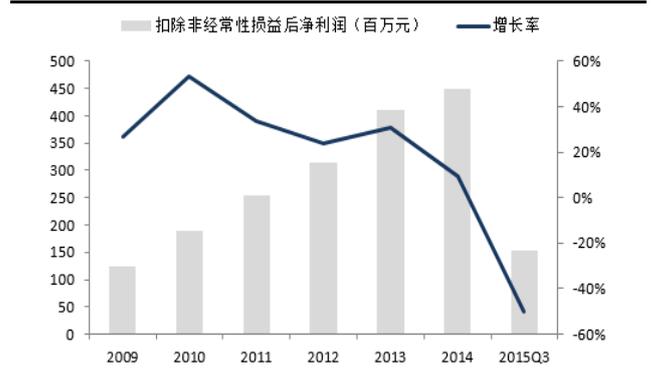
前三季度，公司实现营业收入 24.68 亿元，同比增长 17.89%；归属于母公司所有者净利润为 1.62 亿元，同比减少 47.38%，相较上半年增长 1.02 亿元，好转趋势已现；扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东净利润为 1.54 亿元，同比减少 50.11%。

图表 1: 2008-2015Q3 益佰制药营业收入及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

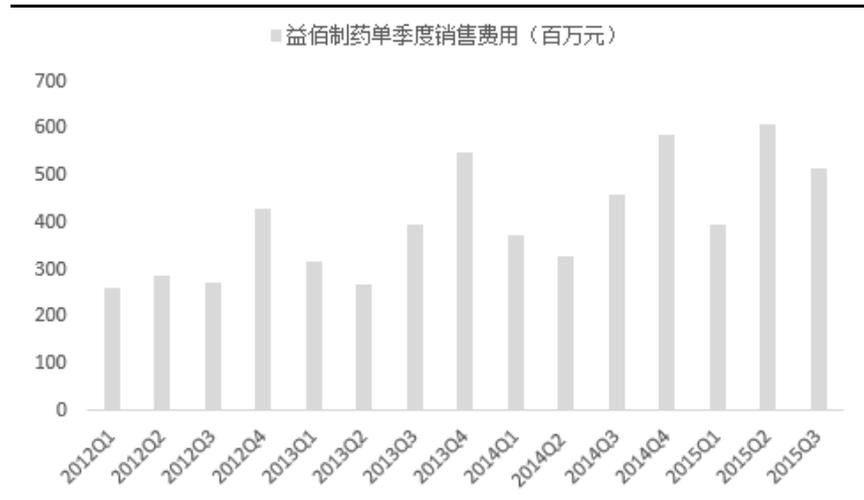
图表 2: 2009-2015Q3 益佰制药扣除非经常性损益后净利润及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

我们认为公司第三季度利润增长显著，主要因对销售费用进行有效控制。公司上半年销售费用为 10.02 亿元，第三季度销售费用为 5.15 亿元，前三季度销售费用共 15.17 亿元，同比增长 30.43%。预计今年全年公司销售费用有望控制在 20-22 亿的范围内。

图表 3: 益佰制药单季度销售费用对比图



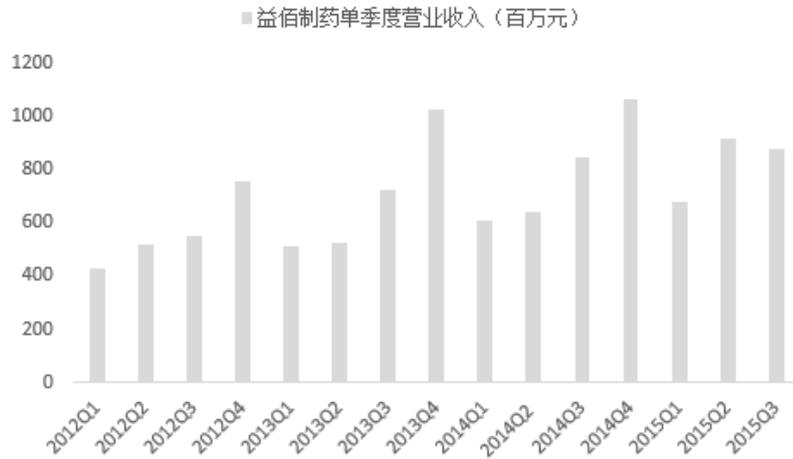
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 合并报表影响致三季度营收增速放缓

公司第三季度营业收入 8.78 亿元，较上年同期增长 3609.64 万元，

同比增长 4.29%。

图表 4: 2012Q1-2015Q3 益佰制药营业收入单季度对比分析图



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们分析公司第三季度营收增速放缓主要受去年同期天津中盛海天合并报表影响。

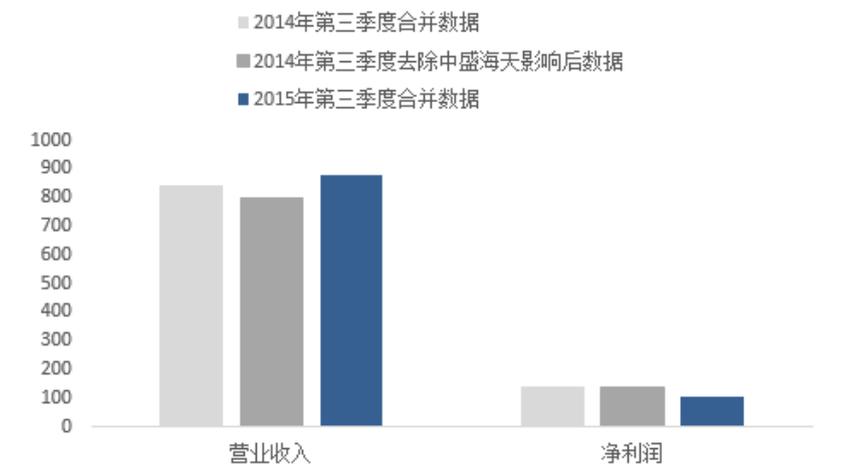
图表 5: 2014 年下半年发生的非同一控制下企业合并

被购买方名称	股权取得时点	购买日至 2014 年底被购 买方收入 (百万元)	购买日至 2014 年底被购 买方净利润 (百万元)
海南长安国际制药有限公司	2014.11.30	15.78	3.52
天津中盛海天制药有限公司	2014.7.31	111.58	17.76
西安精湛医药科技有限公司	2014.11.30	0.00	0.00

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2014 年 7 月 31 日至 2014 年 12 月 31 日天津中盛海天实现营业收入 1.12 亿元, 实现净利润 1775.93 万元。以天津中盛海天 2014 年 8 月并表计, 我们估算去年第三季度中盛海天贡献营业收入、净利润分别为 4463.05 万元和 710.37 万元。扣除中盛海天并表影响后公司 2014 年第三季度营业收入、净利润分别为 7.98 亿元和 1.36 亿元。在扣除去年中盛海天影响的基础上, 公司今年第三季度营业收入和净利润分别同比增长 11.68% 和 -23.32%。

图表 6: 益佰制药第三季度营业收入及净利润分析



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 成熟营销体系助力业绩稳健向好

公司拥有成熟的营销体系, 我们预计前三季度公司艾迪注射液销售收入实现 7%-12% 的增长, 洛铂实现 23%-29% 的增长, 杏丁实现 25%-35% 的增长, 妇炎消胶囊实现 25%-35% 的增长, 葆宫止血颗粒实现 15%-25% 的增长。

我们认为公司上半年通过增加销售费用的方式成功拉动营收增长, 抢占市场份额, 下半年通过有效的销售费用控制, 第三季度净利润实现 1 亿的回升, 同时产品销售依然保持较好增长, 好转趋势已现。我们认为四季度业绩在公司强大营销体系的支撑下, 有望继续强力回升。

4. 肿瘤医疗服务平台加速推进, 千亿市值可期

公司与中钰资本管理(北京)有限公司共同发起设立肿瘤医疗产业并购基金积极推进中, 目前部分标的医院已处尽职调查阶段, 今年有望实现部分标的的合作。

另外, 公司先后签订关于在广州中医药大学金沙洲医院设立肿瘤中心的合作框架协议、设立贵州百洋益佰肿瘤易复诊大数据有限公司合作协议、设立上海益佰肿瘤医疗投资管理有限公司合作框架协议, 肿瘤医疗服务平台加速推进, 未来有望形成包括肿瘤疾病预防、诊断、治疗、康复、大数据等一系列板块的肿瘤产业链格局, 千亿市值可期。

图表 7: 肿瘤医疗产业链示意图



资料来源: 东吴证券研究所

5. 盈利预测

盈利预测基础:

- 艾迪注射液 2014 年销售收入增长 13%，预计 2015 年增长 5%-15%；
- 复方斑蝥胶囊 2014 年销售收入增长 15%，预计 2015 年增长 3%-10%；
- 银杏达莫注射液 2014 年销售收入降低 10%，预计 2015 年增加 25%-35%；
- 洛铂 2014 年实现销售收入增长 22%，预计 2015 年增长 20%-30%；
- 妇炎消胶囊 2014 年销售收入 1.6 亿，2015 年增长 25%-35%；
- 葆宫止血颗粒 2014 年销售收入 1.5 亿元，2015 年增长 15%-25%；

我们预测益佰制药 2015-2018 年营业收入分别为 39.2 亿、46.3 亿、55.5 亿和 65.5 亿元，归属母公司净利润为 4.7 亿、8.1 亿、11.9 亿和 14.6 亿元。折合 2015-2018 年 EPS 分别为 0.60 元、1.02 元、1.51 元和 1.84 元，对应动态市盈率分别为 35.2 倍、20.6 倍、14.0 倍和 11.4 倍。

公司药品销售业务好转趋势已现，四季度业绩在强大营销体系支撑

下有望有力回升。同时，公司积极加快肿瘤医疗服务平台布局，先后签订关于在广州中医药大学金沙洲医院设立肿瘤中心的合作框架协议、设立贵州百洋益佰肿瘤易复诊大数据有限公司的合作协议、设立上海益佰肿瘤医疗投资管理有限公司的合作框架协议，肿瘤医疗服务平台加速推进，未来有望形成包括肿瘤疾病预防、诊断、治疗、康复、大数据等一系列板块的肿瘤产业链格局，千亿市值可期。

但由于公司费用的不可预测性，以及营收增速由于并表因素放缓的不确定性，因此我们下调盈利预测，进而我们将公司的投资评级下调至“增持”评级。

6. 风险提示

- (1) 政策风险
- (2) 招标降价风险
- (3) 肿瘤医疗服务平台进度低于预期风险

益佰制药 (600594) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2015E	2016E	2017E	2018E	利润表	2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	3566	3865	4209	4623	营业收入	3922	4628	5554	6553
货币资金	1430	1398	1434	1536	营业成本	847	986	1223	1578
应收账款	285	317	348	387	营业税金及 附加	64	76	88	100
存货	289	334	365	392	销售费用	2150	2250	2387	2641
非流动资产	2835	3023	3279	3521	管理费用	280	341	424	483
长期股权投资	11	11	11	11	财务费用	55	60	70	80
固定资产	598	746	935	1079	投资收益	0	0	0	0
无形资产	339	428	517	632	营业利润	526	915	1362	1671
在建工程	103	79	116	163	营业外净收 入	25	25	25	25
资产总计	6327	6897	7459	7895	利润总额	551	940	1387	1696
流动负债	1835	1934	2051	2177	所得税费用	74	127	187	229
短期借款	512	620	673	756	少数股东损 益	4	5	7	9
应付账款	106	125	147	172	归属母公司 净利润	473	808	1192	1458
非流动负债	465	438	496	521	EBIT	774	872	1132	1387
长期借款	282	282	282	282	EV/EBITDA	27	25	23	21
其他	29	37	45	49	重要财务估 值指标				
负债总计	2273	2362	2457	2574	EPS	0.60	1.02	1.51	1.84
少数股东权益	4	6	9	11	每股净资产	5.2	5.9	6.7	7.5
归属母公司股 东权益	4418	4875	5324	5724	ROIC(%)	15.4%	16.2%	17.4%	18.4%
负债和股东权 益总计	6359	6973	7698	8322	ROE(%)	14.8%	15.4%	16.2%	17.1%
现金流量表(百 万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	净利润率(%)	11.8%	16.3%	16.9%	19.8%
经营活动现金 流	665	723	809	853	ROA(%)	10.1%	10.9%	11.4%	11.7%
投资活动现金 流	-143	-87	63	42	资产负债率	32.2%	34.8%	33.6%	37.5%
筹资活动现金 流	353	1056	1734	656	收入增长率	26.9%	20.7%	25.3%	31.4%
现金净增加额	823	836	957	1021	PE	35.2	20.6	14.0	11.4
折旧和摊销	93	87	79	73	PB	5.1	4.8	4.6	4.5
投资损失	-21	-17	-13	2	P/S	5.9	5.3	5.0	4.6

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，并注明出处为东吴证券研究所，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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>

