

投资评级：强烈推荐（首次）
分析师

赵浩然 0755-83511405

Email:zhaohaoran@cgws.com

执业证书编号:S1070515110002

联系人（研究助理）：

彭学龄 0755-83515471

Email:pengxueling@cgws.com

从业证书编号:S1070115090023

陈晨 010-88366060-8838

Email:chenchen@cgws.com

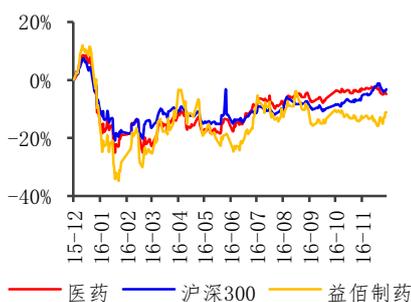
从业证书编号:S1070116100012

市场数据

目前股价	17.11
总市值（亿元）	135.50
流通市值（亿元）	133.86
总股本（万股）	79,193
流通股本（万股）	78,236
12个月最高/最低	22.05/12.41

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	3896.36	4531.51	5304.94
(+/-%)	17.98%	16.30%	17.07%
净利润	464.91	516.88	599.68
(+/-%)	145.49%	11.18%	16.02%
摊薄 EPS	0.587	0.653	0.757
PE	29.15	26.21	22.60

股价表现


数据来源：贝格数据

药品业务稳定，服务提升估值

——益佰制药（600594）公司深度报告

投资建议

益佰制药以制药工业为支撑，转型医疗服务领域，我们认为，公司核心产品艾迪注射液存在市场需求，二线品种逐步放量有力保障了药品业务的稳定性，医疗机构、医生集团布局齐头并进，逐步推动医疗服务板块快速上量。

我们预计公司 16-17 年实现归母净利润分别为 4.65 亿、5.17 亿、6.00 亿，每股收益 0.59 元、0.65 元、0.76 元，对应 12 月 9 日收盘价 17.11 元，市盈率分别为 29X、26X、23X。伴随公司肿瘤医疗生态圈落地，医疗服务板块做大，具有较大的估值提升空间，因此首次覆盖，给予“强烈推荐”评价。

投资要点
■ 投资要点 1：立足药品生产，转型医疗服务

益佰制药 2015 年提出新的发展战略：立足于“药品生产制造”，将未来的发展战略定位于“聚焦大肿瘤，拥抱互联网”，将充分利用公司在肿瘤领域 20 年耕耘所积累的资源，同时借助互联网技术在医疗领域的前沿技术，实现公司新的突破和飞跃。

围绕战略规划，公司从“资本、资源、平台”等多方着手，布局肿瘤医疗服务，去年以来相继公告成立并购基金、收购医院、设立医生集团等，逐步由单纯的医药工业企业向肿瘤治疗生态圈平台转型过渡。

■ 投资要点 2：艾迪保持稳定，药品稳健增长

益佰药品业务重点涵盖抗肿瘤、心脑血管类和镇咳类三大领域，积累了丰富产品体系，2016 年上半年抗肿瘤药实现营业收入 9.46 亿元、心脑血管药 2.12 亿元、妇科药 1.30 亿，核心业务抗肿瘤类对当期收入、利润贡献占比分别为 54.79%和 64.17%。

我们认为，国内肿瘤发病率持续提升，艾迪未来有望保持稳定，在公司营销网络带动下，二线品种放量将保障其药品业务的稳健增长。

■ 投资要点 3：医疗机构+医生集团，服务快速上量

国内肿瘤治疗市场需求庞大，在政策限制公立医院扩张后，民营医院成为扩大供给的主要途径，具有较好的发展前景。

益佰同时布局医疗机构、医生集团，目前已经拥有三家医院、多家治疗中心，并推动设立四川、天津等多地医生集团，绑定业内专家资源，两者相互促进，推动医疗服务板块快速上量，逐步成为公司未来增长核心驱动因素。

相关报告**■ 投资要点 4: 打造连锁品牌, 未来看点繁多**

在肿瘤治疗过程中, 70%部分能够实现标准化, 如放/化疗等, 对设备医疗依赖程度较高, 可以进行复制, 具有打造平台连锁的可能性, 公司一方面推动肿瘤中心项目布局, 另一方面同海外企业合作, 制定标准和规范的操作及质控保障、培育品牌, 有望打造成为国内肿瘤治疗第一品牌。

由于肿瘤是一种复杂疾病, 往往需要多种治疗手段, 牵涉药品、医生、医院、设备、医保、康复等多方面, 我们认为, “药品+服务+医生”相互协同是公司肿瘤治疗生态圈的核心, 在此基础上, 还可以向肿瘤治疗的前端、后端延伸, 不断增加新业务提高变现能力。

■ 风险提示: 药品降价风险、政策变动风险、业务整合风险。

目录

1. 公司简介：立足制药，聚焦大肿瘤	5
1.1 股权结构	5
1.2 经营状况	5
1.3 发展战略	7
2. 药品业务：持续稳健增长	9
3. 医疗服务：医疗机构+医生集团相互促进，推动做大	11
3.1 政策鼓励民营医院发展的主基调不变	11
3.2 线下部分：医疗机构持续增加	12
3.3 线上部分：医生集团有序推进	13
3.4 平台连锁化：打造肿瘤治疗品牌	15
3.5 肿瘤治疗：民营医院发展空间广阔	16
3.6 肿瘤生态圈：具备延伸新业务的可能	17
4. 盈利预测	18
5. 投资建议	19
6. 风险提示	19
附：盈利预测表	20

图表目录

图 1: 益佰制药股权结构情况.....	5
图 2: 益佰制药 2011-2016Q3 营业收入变动情况.....	6
图 3: 益佰制药 2011-2016Q3 净利润变动情况.....	6
图 4: 益佰制药 2016 年上半年营业收入分行业构成情况.....	6
图 5: 益佰制药 2016 年上半年毛利润分行业构成情况.....	6
图 6: 益佰制药 2011-2016Q3 利润率变动情况.....	7
图 7: 益佰制药 2011-2016Q3 期间费用变动情况.....	7
图 8: 2011-2016 年 10 月我国医药制造业营业收入变动情况.....	7
图 9: 2016 年上半年益佰制药营业收入构成情况.....	10
图 10: 2016 年上半年益佰制药毛利润构成情况.....	10
图 11: 1993-2008 我国城乡居民肿瘤发病率(‰).....	10
图 12: 2008 年不同调查地区居民肿瘤发病率(‰).....	10
图 13: 益佰制药 2014-2016H 抗肿瘤用药营业收入变动情况.....	11
图 14: 益佰制药 2011-2016H 药品业务营业收入变动情况.....	11
图 15: 公立医院对社会资源垄断优势明显.....	12
图 16: 益佰制药 2011-2016 年中期医疗服务收入变动情况.....	14
图 17: 益佰制药医疗服务板块布局.....	15
图 18: 2012 年专科医院医师日均担负住院床日对比情况.....	17
图 19: 2012 年专科医院床位利用率对比情况.....	17
图 20: 益佰制药肿瘤生态圈.....	17
图 21: 益佰制药分产品盈利预测表.....	18
表 1: 益佰制药肿瘤医疗服务布局逐步落地.....	8
表 2: 益佰制药主要产品情况.....	9
表 3: 2012 年国内恶性肿瘤患者平均住院日及人均医药费用情况.....	16

1. 公司简介：立足制药，聚焦大肿瘤

1.1 股权结构

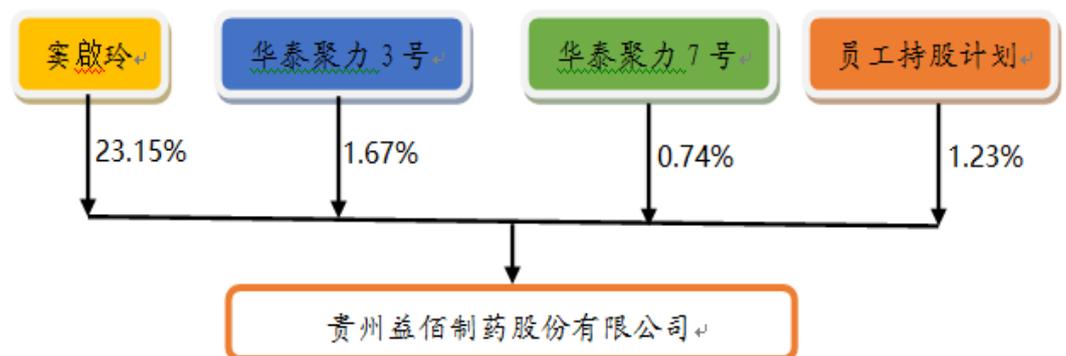
贵州益佰制药股份有限公司（简称“公司”、“益佰制药”）是一家集新型药品的研究、开发、生产和销售为一体的高新技术企业，主要产品有克咳家族系列、艾迪注射液、银杏达莫注射液、注射用洛铂、复方斑蝥胶囊、理气活血滴丸、前列腺闭通颗粒等。

公司创建于1995年6月，2004年3月在上海证券交易所成功上市，截止到2016年三季度末，公司总股本为7.92亿，其中非限售流通股本7.82亿，占比98.8%，公司董事长窦啟玲女士持股比例23.15%，为公司实际控制人。

公司去年相继实施了员工持股计划、高管增持等，实现了管理层、核心员工与股东利益的绑定：

- 截至2015年6月29日，公司员工持股计划已通过二级市场以均价52.0909元/股购入本公司股票4,871,752股，占公司总股本的1.23%（2015年7月10日实施2014年利润分配方案：每10股转增10股派1.20元）。
- 公司高管郎洪平先生、汪志伟先生和张圣贵先生（已离职）通过华泰证券股份有限公司设立的“华泰聚力3号集合资产管理计划”，于2015年8月27日合计增持公司股份13,243,588股，增持金额约19,577.71万元，合计增持股份占公司总股本的1.67%。
- 公司实际控制人董事长窦啟玲女士及高管窦雅琪女士通过华泰证券股份有限公司设立的“华泰聚力7号集合资产管理计划”，于2015年9月11日增持公司股份5,880,980股，增持金额约9,978.26万元，合计增持股份占公司总股本的0.74%。

图1：益佰制药股权结构情况



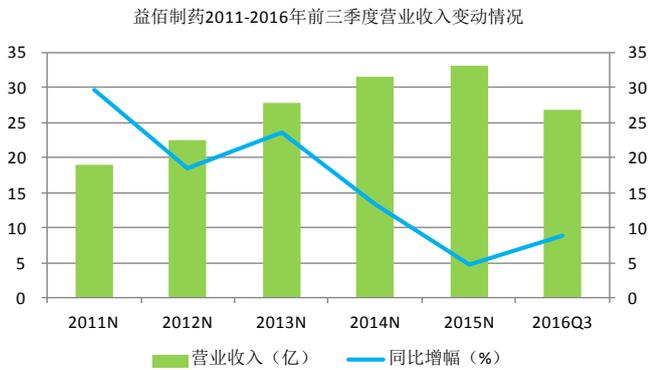
资料来源：公司公告、长城证券研究所整理

1.2 经营状况

公司深耕医药行业多年，在抗肿瘤、心脑血管类、妇科及呼吸系统等优势领域形成了丰富产品系列，并在产品聚焦、营销团队、营销模式和品牌影响等方面，打造出自有的核心竞争力，在其带动下，2011年以来公司主营业务收入呈现出持续上升趋势，今年前三季度累计实现营收26.85亿元，同比增长8.77%。

伴随营收规模扩大，2011-2014年公司净利润也在同步上升，但是2015年在产品毛利率下滑、销售费用及管理费用增加的双重挤压下，全年仅实现净利润1.92亿元，同比下滑60.10%（归母净利润为1.89亿，同比下滑60.42%），今年前三季度已实现净利润3.00亿元，同比增长82.88%，逐步恢复正常。

图2：益佰制药2011-2016Q3营业收入变动情况



资料来源：wind、长城证券研究所整理

图3：益佰制药2011-2016Q3净利润变动情况

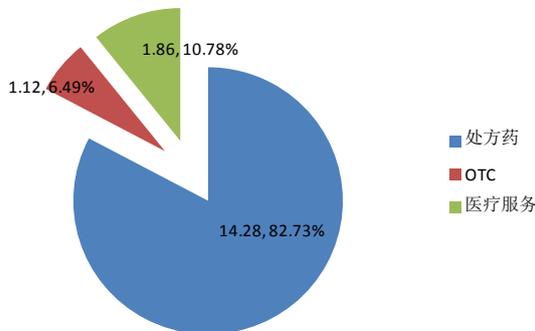


资料来源：wind、长城证券研究所整理

分行业来看，药品尤其是处方药仍旧是公司当期的重心，2016年上半年处方药实现营业收入14.28亿元，毛利率为88.08%，OTC收入1.12亿元，毛利率61.54%，医疗服务收入1.86亿元，毛利率26.23%。

图4：益佰制药2016年上半年营业收入分行业构成情况

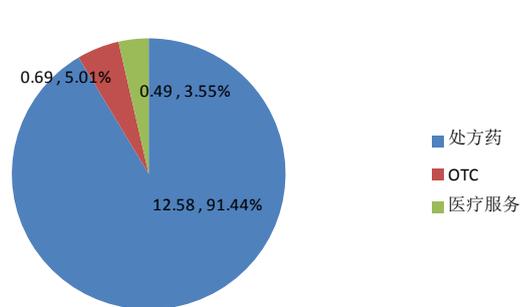
益佰制药2016年中期营业收入分行业构成情况（单位：亿元）



资料来源：wind、长城证券研究所整理

图5：益佰制药2016年上半年毛利润分行业构成情况

益佰制药2016年中期毛利润分行业构成情况（单位：亿元）

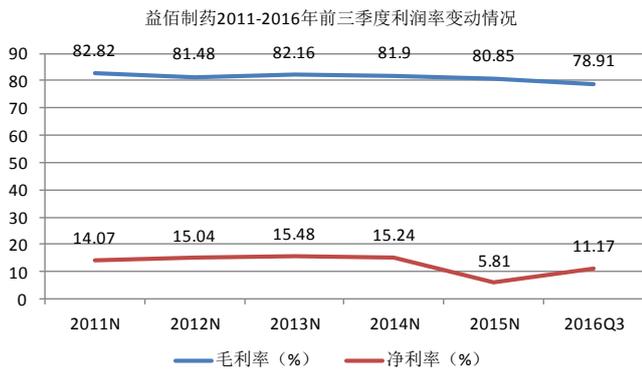


资料来源：wind、长城证券研究所整理

由于公司核心品种多为独家产品，毛利率普遍较高，使得公司综合毛利率一直维持在80%以上的较高水平，今年前三季度受低毛利医疗服务业务占比提升的影响，综合毛利率首次跌破80%，为78.91%。

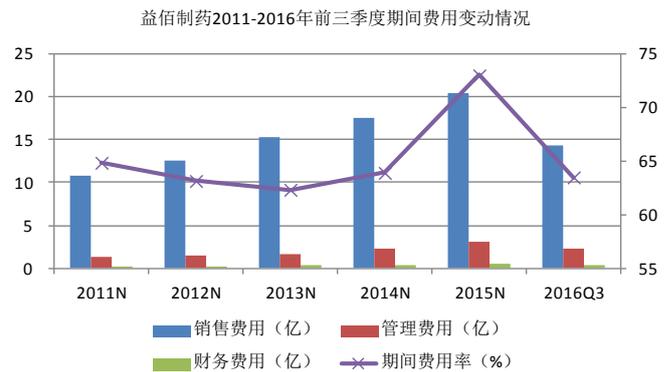
2011-2014年公司销售费用率、管理费用率分别维持在55%和7%上下波动，2015年期间费用增幅明显，无论是销售费用率还是管理费用率均出现一个高点，今年以来公司销售费用有所回落，费用率同比减少8.15个百分点，带来净利润率的回升。

图 6: 益佰制药 2011-2016Q3 利润率变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所整理

图 7: 益佰制药 2011-2016Q3 期间费用变动情况

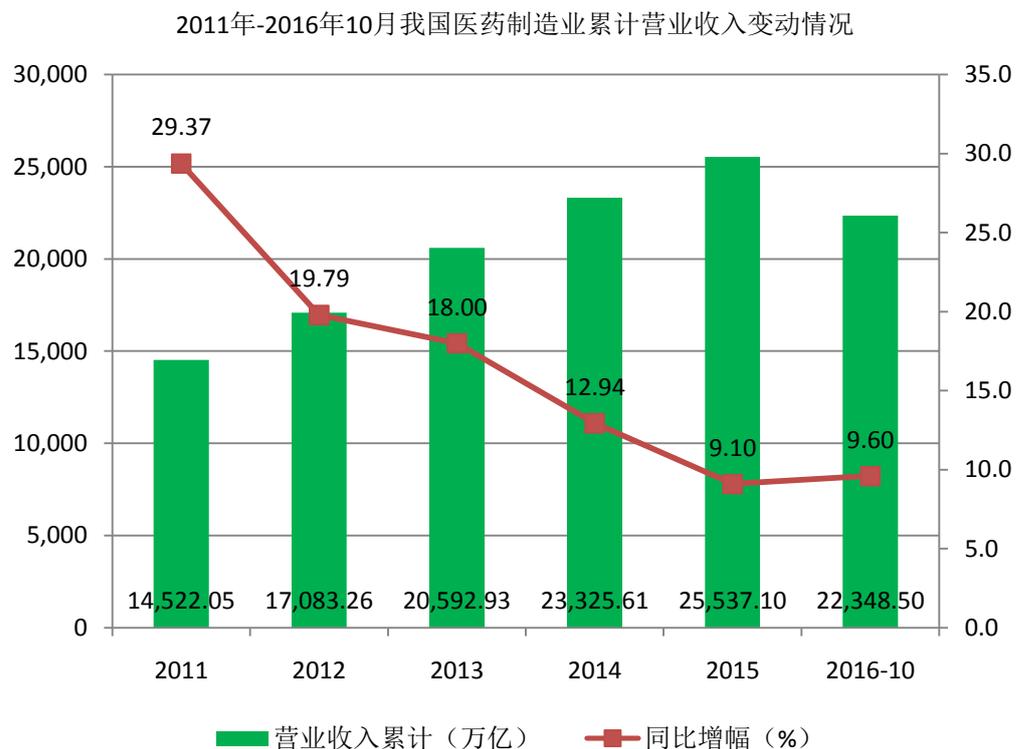


资料来源: wind、长城证券研究所整理

1.3 发展战略

伴随医保基金支付压力增加, 主管部门采取诸如严控辅助用药/中药注射剂、招标限价、仿制药质量和疗效一致性评价、调整医院药占比及推动分级诊疗等多种措施破解医保困境, 造成医药制造业增长承压。

图 8: 2011-2016 年 10 月我国医药制造业营业收入变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所整理

制药行业整体增速放缓迫使企业寻求新的增长空间, 2015 年益佰制药提出新的发展战略: 立足于“药品生产制造”, 将未来的发展战略定位于“聚焦大肿瘤, 拥抱互联网”, 将充分利用公司在肿瘤领域 20 年耕耘所积累的资源, 同时借助互联网技术在医疗领域的前沿技术, 实现公司新的突破和飞跃。

围绕战略规划，公司从“资本、资源、平台”等多方着手，布局肿瘤医疗服务，相继公告成立并购基金、收购医院、设立医生集团等等，挖掘肿瘤疾病诊断、治疗、康复的全产业链机会，逐步由单纯的医药工业企业向肿瘤治疗生态圈平台转型过渡。

表 1: 益佰制药肿瘤医疗服务布局逐步落地

时间	事件	对上市公司影响
2015-07-11	与中钰资本共同发起设立规模 30 亿肿瘤医疗产业并购基金	并购基金的投资方向限于与益佰制药战略发展规划相关的肿瘤医疗服务机构（肿瘤医院），被投标的项目未来可以由益佰制药在同等条件下优先收购。并购基金可为益佰制药提供优质项目的选择和储备，有助于实现益佰制药“聚焦大肿瘤、拥抱互联网”战略，做大做强肿瘤医疗产业。
2015-09-08	与金沙洲医投及其全资子公司金沙洲医院签订了关于在广州中医药大学金沙洲医院《合作框架协议》	借助广州中医药大学金沙洲医院在广东地区强大的政府和医疗资源，完成益佰制药在华南地区搭建肿瘤治疗连锁平台的关键布局，为后期扩张打下坚实的基础。新公司也将成为益佰制药未来肿瘤连锁医院人才和技术培训基地。
2015-10-10	与自然人尹红及深圳园维投资管理有限公司签订了关于共同出资设立“上海益佰肿瘤投资管理有限公司”的《合作框架协议》，	为益佰制药未来收购的肿瘤医疗平台提供强有力的支撑，增强公司在医疗机构管理和团队建设的竞争力，降低了收购标的的经营风险；同时尹红女士在医疗领域强大的人脉基础，能为公司提供较多合适的医疗并购标的，迅速推进公司在肿瘤医院上收购进程。
2015-10-15	与青岛百洋健康网络科技股份有限公司签订了关于共同出资设立贵州百洋益佰肿瘤易复诊大数据有限公司《合作框架协议》	1、完善以肿瘤医院为核心的医疗服务产业链，最大限度地提升医院平台的效率和价值，并以风险最低的方式切入互联网医疗领域，为将来在医疗互联网+的拓展积累经验； 2、以此平台能同全国的肿瘤医师建立密切的合作关系，为以后肿瘤医院平台的运营提供了潜在的医师资源支持； 3、通过收取肿瘤医师的经纪费用及药品销售的分成费，为上市公司带来额外的利润增长点。
2016 年 1 月	与苏州联康网络有限公司签订《掌上药店“千县万店电商工程”战略合作协议》，	借助“掌上药店”APP，与公司在终端门店及诊所覆盖展开合作，增强 OTC 营销团队与终端市场的粘合性，提高 OTC 产品的覆盖。
2016-01-06	收购淮南朝阳医院管理有限公司 32.5% 股权并增资扩股至 53% 股权的公告	作为平台承接省医生集团的落地；其次，打造安徽省医生培训基地，输出相关人员，辐射皖北地区，奠定托管科室、医院的储备，助力益佰制药在肿瘤放疗领域的拓展。
2016-05-11	益佰艾康肿瘤医生集团完成工商注册	为未来公司的医疗平台提供关键的医生资源和技术支撑，并向公司未来在各省建立省级医生集团提供资金和技术的支持。
2016-05-19	设立哈尔滨益佰医疗投资有限责任公司	新公司在黑龙江省范围开展肿瘤医院及肿瘤治疗中心的投资及管理，有利于益佰制药的肿瘤医疗服务项目在黑龙江尽快实施落地。
2016-06-01	签署投资毕节市肿瘤医院有限公司合作协议	毕节肿瘤医院为营利性肿瘤专科医院，医院编制床位 100 张，可承接当地医生集团落地。
2016-06-14	投资设立安徽益佰艾康肿瘤医生集团医疗有限公司	是公司成立的第一家省级肿瘤医生集团，将为公司在安徽肿瘤治疗平台提供关键的医生资源和技术支撑。
	投资成立安徽益佰肿瘤医疗投资公司	安徽肿瘤医投主要负责安徽市场肿瘤医院及肿瘤治疗中心的投资建设工作，公司在转型医疗服务过程中开展省级肿瘤治疗平台建设迈出了一步。
2016-06-17	投资设立杭州益瀚投资管理有限公司	发起设立益佰迈翰肿瘤医疗服务并购基金。
2016-06-25	与澳洲 ICON 拟合资设立上海益佰艾康肿瘤医疗管理有限公司初步合作协议	为益佰癌症中心提供标准和规范的操作及质控保障，为肿瘤患者提供优质的肿瘤治疗服务。

时间	事件	对上市公司影响
2016-08-23	与淮南市人民政府签署战略合作协议	公司在淮南地区医疗服务得到了淮南市人民政府明确的大力支持，有利于加快公司以淮南朝阳医院为基础推进公司肿瘤医疗服务在安徽地区的布局。
2016-09-15	投资设立天津益佰艾康医疗科技有限公司	新公司作为肿瘤微创介入医生集团，将在北京市、天津市、河北省等区域为肿瘤治疗平台提供以微创介入治疗为主的医生资源和技术支撑。
2016-09-28	投资设立湖南益佰艾康肿瘤医生集团有限公司	新公司作为肿瘤医生集团，将在湖南地区为肿瘤治疗平台提供医生资源和技术支撑。
2016-11-05	对南京市睿科投资管理有限公司增资	南京睿科拥有四家医院的肿瘤放疗中心及健康体检中心合作项目。
	子公司对四川翰瑞得肿瘤医疗科技有限公司增资	新公司作为肿瘤医生集团，将在四川地区为肿瘤治疗平台提供医生资源和技术支撑。
2016-11-26	投资设立辽宁益佰艾康肿瘤医生联盟医疗有限公司	新公司作为肿瘤医生集团，将在辽宁省范围为肿瘤治疗平台提供医生资源和技术支撑。
2016-12-01	收购上海华睿医疗投资管理股份有限公司 9.06% 股权并增资扩股至 53.63% 股权	上海华睿专注于肿瘤医疗的投资，拥有 17 个医院中心及 19 个项目，主要项目均为肿瘤放疗治疗中心，业务覆盖在湖南、湖北等地的 17 家医院，其中合作的三级医院 9 家，二级医院 8 家，有助于公司快速切入肿瘤放疗市场的战略发展方向。

资料来源：公司公告，长城证券金融研究所

2. 药品业务：持续稳健增长

益佰药品业务横跨 OTC、处方药两大类型，重点涵盖抗肿瘤、心脑血管类和镇咳类三大领域，拥有 212 个品种的药品生产批准文号，其中 164 个品种进入国家医保目录（甲类品种 30 个，乙类品种 54 个）、16 个品种为原研产品、7 个品种被列入《国家基本药物目录》，2 个产品为国家中药保护品种。

公司积累了丰富的产品体系：中药肿瘤用药聚积艾迪、康赛迪和艾愈 3 大产品，生化抗肿瘤用药聚积络铂、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。艾迪、康赛迪、洛铂、杏丁等多个品种销售过亿。

表 2：益佰制药主要产品情况

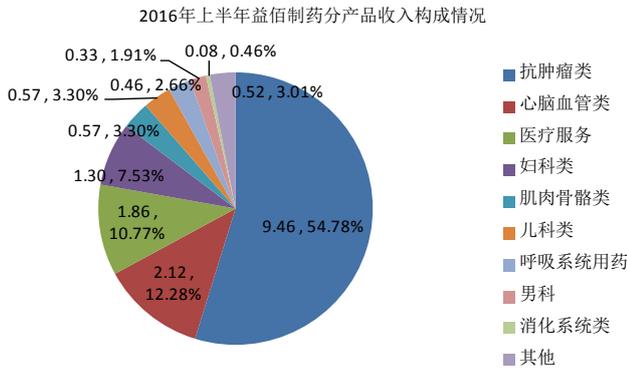
序号	治疗领域	产品名称	竞争格局	医保情况
1	抗肿瘤用药	艾迪注射液	独家	国家乙类
2		康赛迪（复方斑蝥胶囊）	8 家	国家乙类
3		艾愈胶囊	独家	
4		注射用络铂	独家	国家乙类
5		科博肽注射液	5 家	地方乙类
6	心脑血管用药	杏丁（银杏达莫注射液）	5 家	国家乙类
7		心脉通胶囊	3 家	国家乙类
8	止咳化痰用药	克咳胶囊	独家	国家乙类
9	风湿骨病用药	金骨莲胶囊	独家	国家乙类
10	妇科用药	妇炎消胶囊	独家	国家乙类
11		葆宫止血颗粒	独家	国家乙类
12	儿科用药	金莲清热泡腾片	独家	

13 | 男科用药 | 疏肝益阳胶囊 | 独家 | 地方乙类

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

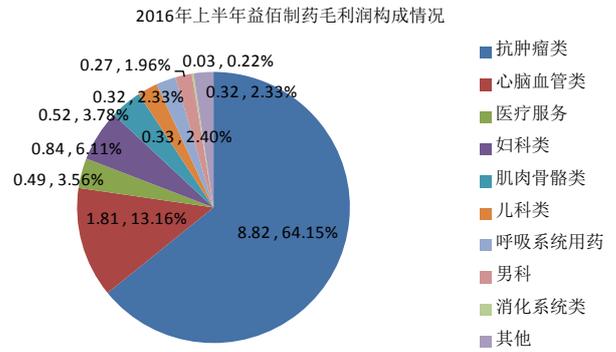
分产品来看，公司药品业务相对较为集中，今年上半年第一大品类抗肿瘤药物实现营业收入 9.46 亿元、其次为心脑血管药 2.12 亿元、妇科药 1.30 亿，其中抗肿瘤类对当期收入、利润贡献占比分别为 54.79% 和 64.17%。

图 9：2016 年上半年益佰制药营业收入构成情况



资料来源：长城证券研究所整理

图 10：2016 年上半年益佰制药毛利润构成情况



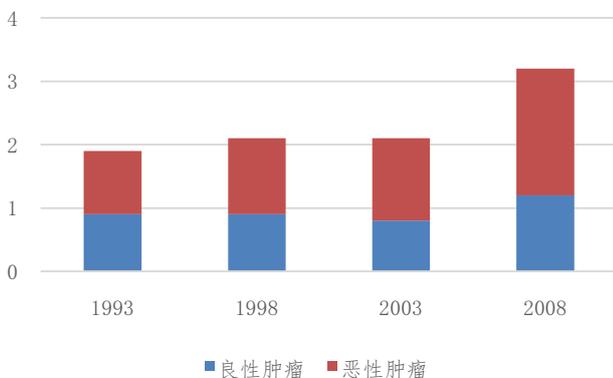
资料来源：长城证券研究所整理

在行业整体增速放缓的背景下，2015 年安徽省等多省市强调建立全省价格高、用量大、非治疗辅助性等重点药品监控目录，公司中药抗肿瘤核心产品艾迪注射液（收入规模约为 15 亿），被列为辅助用药目录，市场普遍担心政策变动会对其市场推广造成较大影响，进而影响公司整体业绩水平。

有别于市场较为悲观的看法，我们认为艾迪受到政策冲击的可能将好于市场预期，其原因在于：

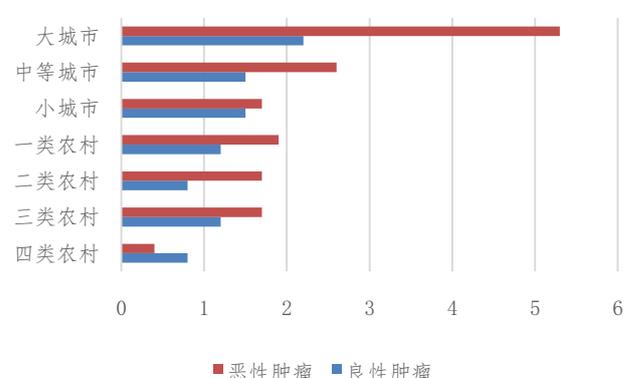
首先是，恶性肿瘤是我国城乡居民最主要的死亡构成因素，且伴随环境污染、老龄化加速、城镇化进程加快，国内肿瘤的发病率呈现明显的上升趋势，2015 年中国癌症统计数据显示，2015 年中国预计有 429.2 万例新发肿瘤病例和 281.4 万例死亡病例，患者人数持续增加带动用药需求扩大。

图 11：1993-2008 我国城乡居民肿瘤发病率(%)



资料来源：《2013 中国卫生统计年鉴》，长城证券研究所

图 12：2008 年不同调查地区居民肿瘤发病率(%)



资料来源：《2013 中国卫生统计年鉴》，长城证券研究所

其次是，中医扶正固本可以调节改善机体免疫系统、增强自身免疫力、抑制肿瘤再生，在针对肿瘤患者手术后或放化疗后康复、及改善老年患者（不适合手术的）生存质量方

面能够起到较好的辅助效果，临床上具有一定的刚需特征，目前此类产品尚无西药可以替代，受政策限制影响较小。

2016 年李娟娟等人发表《艾迪注射液的临床研究》提到：艾迪注射液能有效增强骨髓细胞的分裂增殖，使白细胞回升，增强巨噬细胞活性，诱导内源性干扰素及肿瘤坏死因子的产生，提高免疫功能。临床主要用于治疗原发性肝癌、肺癌、直肠癌、恶性淋巴瘤及妇科恶性肿瘤等。中医认为，肿瘤的发生与气血津液运行障碍有关，尤与瘀血关系密切，艾迪注射液能扶正培本、活血化瘀、除痰散结、清热解毒、以毒攻毒。

我们认为，这也就解释了在今年中药注射剂整体增速放缓，部分品种甚至出现负增长的背景下，艾迪上半年能够实现较快增长的原因，长远来看，伴随艾迪市场成熟、销售基数变大，其增速放缓也在情理之中。

公司在抗肿瘤领域已经建立完善的营销网络，覆盖全国 1,100 余家主要的三级医院，2,000 多家二级医院，600 多家一级医院和 5,000 多家其他医院。

公司近两年加大战略投入，培育二线产品，积极推行“新市场、新产品”战略，加大二线产品的市场投入，优化和完善合伙人管理模式，快速基层市场渗透，推动二线产品逐渐放量，保障了公司整体药品业务的持续稳健增长。

图 13: 益佰制药 2014-2016H 抗肿瘤用药营业收入变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所整理

图 14: 益佰制药 2011-2016H 药品业务营业收入变动情况



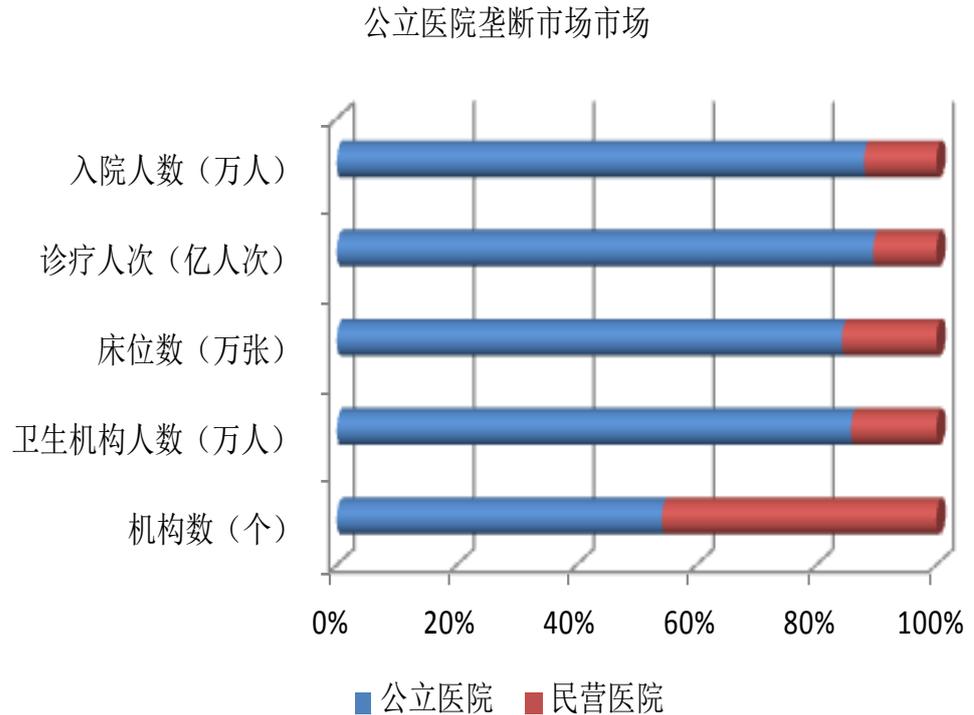
资料来源: wind、长城证券研究所整理

3. 医疗服务：医疗机构+医生集团相互促进，推动做大

3.1 政策鼓励民营医院发展的主基调不变

长期以来，我国公立医院垄断了绝大部分医师、设备、政策、患者等资源，民营医院虽然数量占比近半，但对医疗服务贡献占比较小。新医改基于优化资源配置、倒逼公立医院改革等因素考虑，鼓励社会资本办医和民营医院发展。

图 15: 公立医院对社会资源垄断优势明显



资料来源: 卫计委统计年鉴、长城证券研究所整理

2015年6月11日国务院办公厅印发《关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知》(国办发【2015】45号)提出进一步放宽准入、拓宽投融资渠道、促进资源流动和共享、优化发展环境促进社会办医加快发展。

2016年11月18日中共中央办公厅、国务院办公厅转发《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》更是明确指出:区域卫生规划和医疗机构设置规划为社会办医留出足够空间,优先举办非营利性医疗机构。优化社会办医发展环境,推进非公立医疗机构与公立医疗机构在市场准入、社会保险定点、重点专科建设、职称评定、学术交流、等级评审、技术准入等方面同等待遇。

民营医院的发展持续受到政策鼓励,与此同时,多个政策文件提到放开医生多点执业的限制,促使医生资源流动,缓解了其发展过程中人才瓶颈。

今年5月份“魏则西”事件引发市场对民营医院运营模式的反思,但我们认为民营医院发展受到政策鼓舞的主基调并没有发生变化,市场环境的规范反而优质企业更多发展机会,有利于脱颖而出,做大做强。

益佰借助政策优势,加快转型医疗服务,打造肿瘤医疗生态圈,同时立足线下(医疗机构)、线上(医生集团)布局齐头并进,相互促进,共同推动医疗服务板块放量。

3.2 线下部分: 医疗机构持续增加

益佰制药积极以并购基金、合资、并购等多种方式布局肿瘤医疗服务机构,目前公司旗下拥有灌南医院(二级甲等)、朝阳医院(三级乙等)、毕节市肿瘤医院、上海鸿飞(拥有两家肿瘤治疗中心)、金沙洲医院(肿瘤中心)等多家医疗机构。

近期公司又相继公告了多起牵涉医疗服务领域的合作项目：

- 8月23日公司公告与淮南市人民政府签订协议，将积极参与淮南市其他医院和医疗机构的投资、托管和各类合作，形成一个两千张床位左右规模、以专科专病为特色、高水平、跨学科、多层次、辐射皖北地区及周边省市的区域医疗产业中心。
- 11月5日公司公告对南京市睿科投资管理有限公司增资，南京睿科已签署四个医院合作项目：连云港市赣榆区人民医院肿瘤放疗中心合作项目、连云港市灌云县人民医院肿瘤放疗中心合作项目、连云港市东方医院肿瘤放疗中心合作项目及健康体检中心项目，（2017-2019年业绩承诺分别为0.12、0.15、0.20亿元）。
- 12月01日公司公告关于收购上海华睿医疗投资管理股份有限公司并增资，上海华睿拥有17个医院中心及19个项目，主要项目均为肿瘤放疗治疗中心。

今年公司规划50家医院/肿瘤中心（远景规划1200家），医疗机构数量持续增加，解决了医生行医场所的问题，增强平台对医生资源的吸引力。

3.3 线上部分：医生集团有序推进

益佰深耕抗肿瘤领域多年，同业内2万多名医生建立广泛的联系，奠定了其推动设立肿瘤医生集团的基础，作为公司打造肿瘤医疗生态圈布局的核心环节，今年以来医生集团也在有序推进中。

公司对肿瘤医生集团的构架设置分为三级结构：

一级为依托益佰制药的资源建立全国性的医生集团：贵州益佰艾康肿瘤医生集团医疗有限公司（简称“贵州肿瘤医生集团”）；

二级是贵州肿瘤医生集团与各省的肿瘤专家分别联合成立25个省级肿瘤医生集团（贵州肿瘤医生集团控股51%以上）；

三级则是各省级肿瘤医生集团与每个省的肿瘤医生联合建立合伙制肿瘤医生集团。

辽宁益佰艾康肿瘤医生联盟医疗有限公司股权分配情况，母公司：肿瘤医生：管理团队=51%:19%:30%，医生参与管理和投资，实现从手工者向投资者的转变，在不影响劳动收益的情况下，共同来分享管理收益和投资收益，吸引优秀人才加盟。

今年以来公司相继公告设立安徽、上海、天津、湖南、辽宁等地医生集团成立（规划25家），通过股权分配绑定业内优质医师资源（具有一定的排他性），肿瘤医生集团将为公司医疗平台提供关键的医生资源和技术支撑，增强线下医疗机构对患者的吸引力。

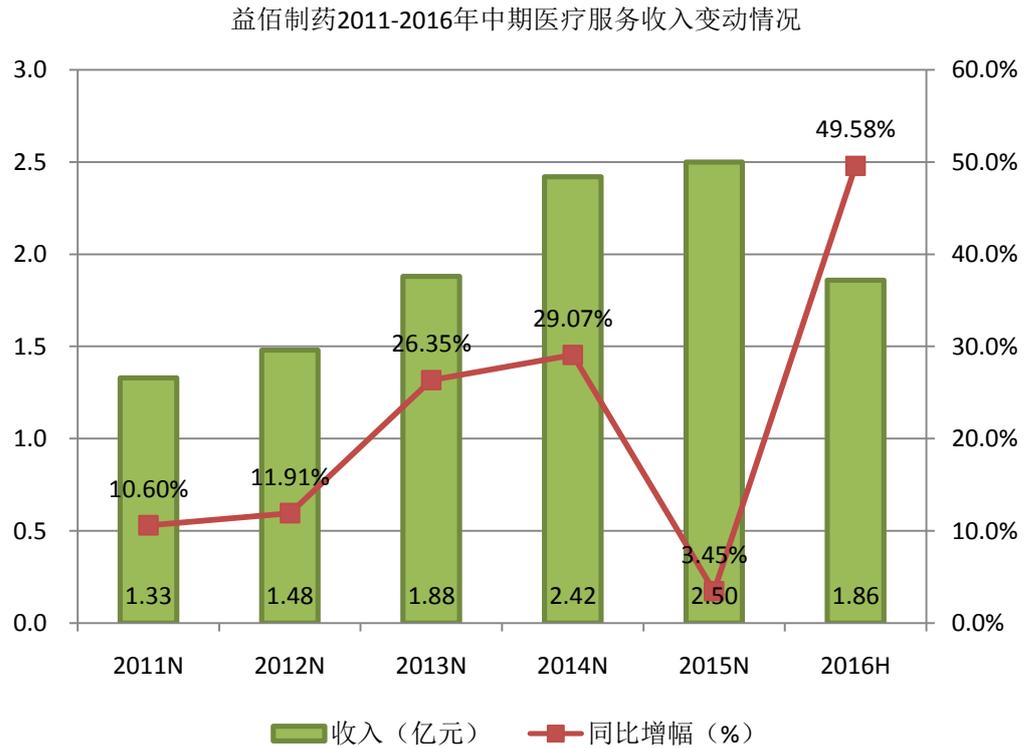
肿瘤医生集团未来可以实行多样化模式开展业务活动：

- 对公司肿瘤连锁医院或公立医院的肿瘤科托管，实行技术输出和管理，实现业务收入和利润；
- 成立日间诊所，开展诊疗服务，获得业务收入；
- 通过开展线下或线上肿瘤多学科会诊，实现业务收入；
- 开展肿瘤患者VIP管理，提供全程诊疗指导跟进服务，为肿瘤患者提供高质量MDT服务，实现业务收入。

参照安徽模式，我们认为，“医生集团+朝阳医院+肿瘤中心”或将会是医生集团未来落地的主要方式，伴随多地省级医生集团的成立，每个省至少需要一个类似朝阳医院这样的承接平台和培训基地，预计未来公司对医疗机构的渴求更为强烈，布局有望加速。

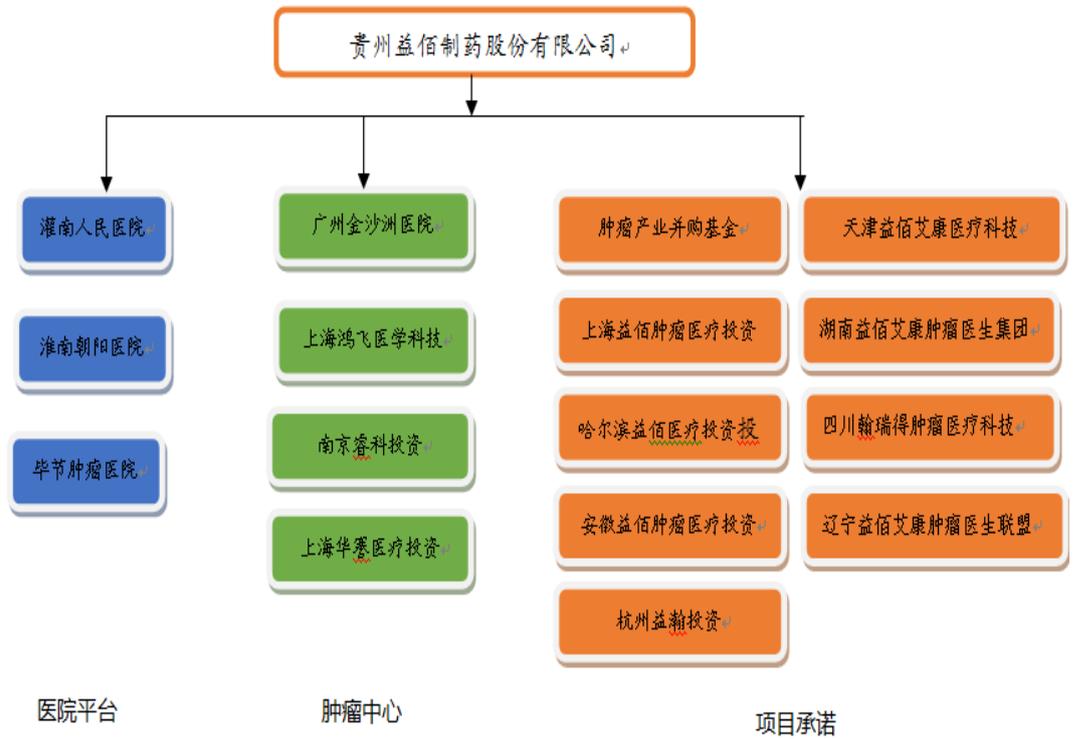
2016年上半年公司医疗服务板块实现营业收入1.86亿元，同比增长接近50%，考虑到新增医院并表因素的影响，我们预计公司2017年医疗服务业务营业收入有望突破10亿元，成为其增长的核心驱动之一。

图 16: 益佰制药 2011-2016 年中期医疗服务收入变动情况



资料来源: wind、长城证券研究所整理

图 17: 益佰制药医疗服务板块布局



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

3.4 平台连锁化：打造肿瘤治疗品牌

今年 6 月 25 日，益佰公告与澳大利亚的 Integrated Clinical Oncology Network Pty Ltd（简称“ICON”）签协了《初步合作协议》，双方拟将各投资 250 万美元，合资成立“上海益佰艾康肿瘤医疗管理公司”。合资企业将主要为益佰设立的肿瘤连锁医院及肿瘤治疗中心、ICON 的中国项目以及其他与第三方在中国洽谈的潜在肿瘤项目或企业提供放疗部分管理服务。

ICON 是澳洲最大的综合癌症治疗服务提供商，拥有 8 家癌症专科日间医院、10 家放疗中心（另有 6 家在建，7 家拟建）、管理 50 家肿瘤药药房、5 家 TGA（澳大利亚药物管理局的简称）化疗药物合成机构和一个 ICON 癌症基金。

ICON 作为澳洲领先的私立连锁肿瘤医院和治疗中心的所有者和经营者，在医疗机构管理和质量保证和控制体系方面具有出色的专业知识，公司与其合作可为益佰癌症中心提供标准和规范的操作及质控保障，为肿瘤患者提供优质的肿瘤治疗服务。

在肿瘤治疗过程中，70% 部分能够实现标准化，如放/化疗等，对设备医疗依赖程度较高，可以进行复制，具有打造平台连锁的可能性，公司一方面推动肿瘤中心项目布局，另一方面同海外企业合作，制定标准和规范的操作及质控保障、培育品牌，有望打造成为国内肿瘤治疗第一品牌。

3.5 肿瘤治疗：民营医院发展空间广阔

肿瘤治疗周期长、费用昂贵，卫计委统计数据显示，2012年我国恶性肿瘤患者平均住院14.7天，人均医药费用12,868.2元，考虑到病人在治疗过程中往往需要多次住院，实际费用应达到8-10万元，按15年新增429.2万病例简单推算，每年肿瘤治疗市场空间大约在3000-4000亿的水平。

表 3: 2012 年国内恶性肿瘤患者平均住院日及人均医药费用情况

疾病名称	平均住院日（天）	人均医药费用（元）
恶性肿瘤合计	14.7	12868.2
鼻咽恶性肿瘤	19.6	13217.5
食管恶性肿瘤	16.3	13231.9
胃恶性肿瘤	14.3	14714.0
小肠恶性肿瘤	16.2	18163.8
结肠恶性肿瘤	15.7	18047.0
直肠乙状结肠连接处、直肠、肛门和肛管恶性肿瘤	15.8	16892.8
肝和肝内胆管恶性肿瘤	13.2	12419.8
喉恶性肿瘤	18.7	14490.4
气管、支气管、肺恶性肿瘤	14.4	11097.8
骨、关节软骨恶性肿瘤	14.9	11918.7
乳房恶性肿瘤	14.6	11445.8
女性生殖器官恶性肿瘤	15.2	11862.5
男性生殖器官恶性肿瘤	14.2	11726.1
泌尿道恶性肿瘤	15.3	14762.5
脑恶性肿瘤	17.5	19488.3
白血病	14.9	11888.6

资料来源：卫计委统计年鉴，长城证券研究所整理

根据2013年美国癌症协会与2013年全国临床肿瘤学大会的统计数据，中美在癌症五年整体存活率上有着显著差距：30% VS 66%。

2015年中国癌症统计数据表明，我国癌症病人五年存活率农村显著低于城市：30.3% VS 42.8%。

以上两组数据对比表明，跟发达国家相比，国内整体肿瘤治疗状况欠缺，存在较大的提升空间，同时受居民健康意识、收入状况及医疗水平存在较大差异等因素的影响，我国农村地区肿瘤治疗水平更为低下。

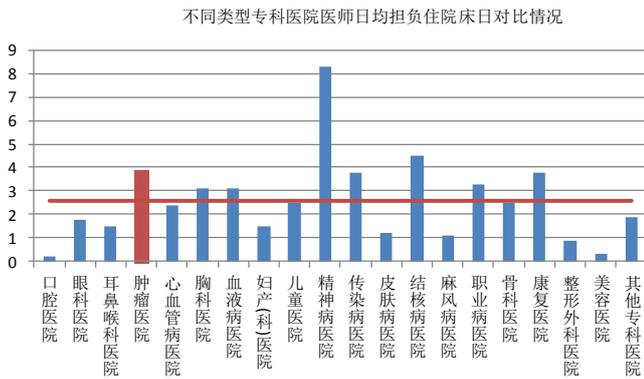
即便如此，在专科医院中，肿瘤医院医师工作量、床位利用率已经差超过市场平均水平，处于超负荷运转状态，医疗资源不足制约了我国癌症患者五年存活率的提高。而另一方面，大型医院尤其是三甲医院垄断了先进医疗设备、经验丰富医师等肿瘤治疗资源，吸引大量患者蜂拥而至，进一步加剧了供需失衡，面对日益扩大的肿瘤治疗需求，扩大供给或将是缓解供需矛盾的主要途径。

但是，公立医院的扩张近几年一直受到政策的限制，2014年6月卫计委下发《关于控制公立医院规模过快扩张的紧急通知》，要求严控公立医院床位审评、严格控制公立医院建设标准、严格控制公立医院大型医用设备配置、严禁公立医院举债建设。

今年8月卫计委印发《医疗机构设置规划指导原则（2016-2020年）》，再次明确提出“严格调控公立医院总体规模和单体规模，规范引导社会力量举办医疗机构”。

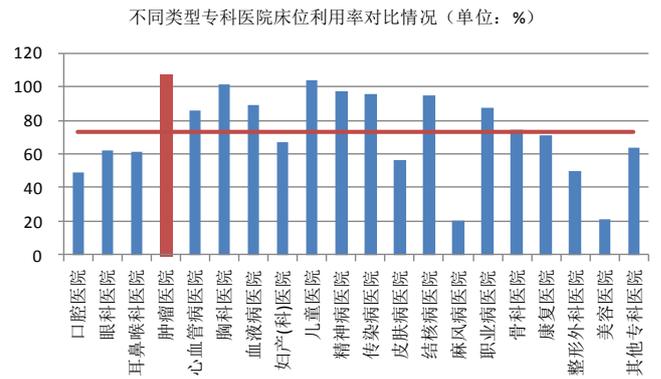
公立医院扩张受限，社会资本办医、民营医院成为扩大肿瘤治疗资源供给的主要途径，益佰制药推动各地医生集团，绑定业内顶级人才，解决了民营医院发展的人才束缚，通过托管、共建肿瘤中心的方式向中小城市或基层渗透，符合当前分级诊疗的政策宗旨，发展前景广阔。

图 18: 2012 年专科医院医师日均担负住院床日对比情况



资料来源:《2013 中国卫生统计年鉴》、长城证券研究所

图 19: 2012 年专科医院床位利用率对比情况



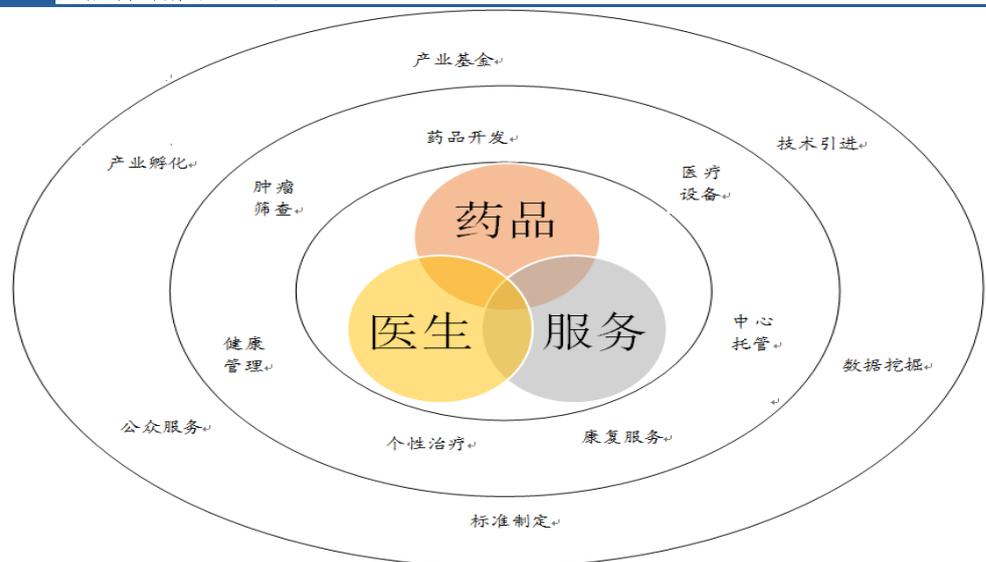
资料来源:《2013 中国卫生统计年鉴》、长城证券研究所

3.6 肿瘤生态圈：具备延伸新业务的可能

公司以药品为起点，延伸至医疗服务领域，设立医生集团，并购医疗机构，布局肿瘤治疗的全产业链，志在打造肿瘤治疗生态圈。

由于肿瘤是一种复杂疾病，往往需要多种治疗手段，牵涉药品、医生、医院、设备、医保、康复等多方面，我们认为，“药品+服务+医生”相互协同是公司肿瘤治疗生态圈的核心，在此基础上，还可以向肿瘤治疗的前端、后端延伸，不断增加新业务提升整体变现能力，具备较多看点。

图 20: 益佰制药肿瘤生态圈



资料来源: 长城证券研究所

4. 盈利预测

我们基于以下前提条件对公司进行盈利预测：

- 1、国内现行医疗政策不变，药品、民营医院发展环境无重大改变；
- 2、我们预测艾迪注射液维持不变，二线产品逐步放量，推动药品业务稳定增长，16-17年7.15%、6.02%、6.96%，对应毛利率分别为84.30%、83.60%、82.89%；
- 3、公司持续加快医疗服务布局，数量增加带动服务板块收入快速上升，预计同比增速分别为150%、70%、50%，生态圈各项业务相互促进，板块毛利率逐步提升，为26%、30%、34%；
- 4、伴随医疗服务业务收入增长，公司整体销售费用率持续下降，但管理费用率保持上涨；
- 5、未来三年所得税率维持15%；

基于以上前提，我们对公司16-18年收入情况预测如下：

图 21: 益佰制药分产品盈利预测表

	2014N	2015N	2016E	2017E	2018E
抗肿瘤类					
营业收入(百万元)	1800.38	1732.18	1905.40	2000.67	2100.70
增加值(百万元)		-68.20	173.22	95.27	100.03
增速(%)	21.17%	-3.79%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	90.58%	97.30%	92.00%	91.00%	90.00%
药品业务合计					
营业收入(百万元)	2914.22	3052.11	3270.36	3467.31	3708.64
增加值(百万元)		137.89	218.25	196.95	241.33
同比增幅(%)		4.73%	7.15%	6.02%	6.96%
毛利率(%)	85.78%	84.63%	84.30%	83.60%	82.89%
医疗服务					
营业收入(百万元)	242.04	250.40	626.00	1064.20	1596.30
增加额(百万元)		8.36	375.60	438.20	532.10
增速(%)	29.07%	3.45%	150.00%	70.00%	50.00%
毛利率(%)	35.27%	3481.00%	26.00%	30.00%	34.00%
合计					
营业收入(百万元)	3157.08	3302.52	3896.36	4531.51	5304.94
增加额(百万元)		145.44	593.84	635.15	773.43
增速(%)		4.61%	17.98%	16.30%	17.07%
毛利率(%)	81.90%	80.85%	74.93%	71.02%	68.18%
期间费用率					
销售费用率(%)	55.35%	61.91%	49.50%	45.76%	42.13%
管理费用率(%)	7.30%	9.46%	9.08%	9.25%	9.65%
所得税率(%)	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：长城证券研究所整理

我们预测公司2016-2018年营业收入分别为38.96亿、45.32亿、53.05亿，分别同比增长17.98%、16.30%、17.07%，实现归母净利润分别为4.65亿、5.17亿、6.00亿，增速分别为145.49%、11.18%、16.02%，每股收益0.59元、0.65元、0.76元，对应12月9日收盘价17.11元，市盈率分别为29X、26X、23X。

5. 投资建议

益佰制药以现有制药工业为支撑，转型医疗服务领域，我们认为，公司核心产品艾迪注射液存在市场需求，二线品种逐步放量有力保障了药品业务的稳定性，医疗机构、医生集团布局齐头并进，推动医疗服务板块快速上量。

医疗机构：公司已经拥有灌南人民医院、淮南朝阳医院、毕节肿瘤医院三家医疗机构，还通过自建、共建、并购等方式获取多家治疗中心，医疗机构数量保持较快增长，解决了医生行医场所问题，增强平台对医生资源的吸引力；

医生集团：公司目前已经在四川、安徽、天津、辽宁、湖南等投资设立医生集团，绑定专家资源，为医疗平台提供关键的医生资源和技术支撑，强化线下医疗机构对患者的吸引力。

公司药品、医生、服务相互促进，构建肿瘤治疗生态圈，6月份公告拟同澳大利亚 ICON 合作成立合资公司，制定标准和规范的操作及质控保障，未来有望打造成为国内肿瘤治疗第一品牌，在庞大的肿瘤治疗市场中分得一定的市场份额，同时生态圈具备延伸新业务的可能性，发展前景可期。

我们预计公司 16-17 年实现归母净利润分别为 4.65 亿、5.17 亿、6.00 亿，每股收益 0.59 元、0.65 元、0.76 元，对应 12 月 9 日收盘价 17.11 元，市盈率分别为 29X、26X、23X。伴随肿瘤生态圈逐步落地，医疗服务业务在公司业务占比有望快速提升，具有较大的估值提升空间，因此首次覆盖，给予“强烈推荐”评价。

6. 风险提示

药品降级风险、政策变动风险、并购整合风险；

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3157	3303	3896	4532	5305	成长性					
营业成本	571	632	977	1313	1688	营业收入增长	13.4%	4.6%	18.0%	16.3%	17.1%
销售费用	1747	2045	1929	2074	2235	营业成本增长	15.0%	10.7%	54.5%	34.5%	28.5%
管理费用	230	312	354	419	512	营业利润增长	6.3%	-62.9%	170.0%	15.6%	22.3%
财务费用	39	53	40	35	32	利润总额增长	8.0%	-59.2%	145.5%	14.7%	21.1%
投资净收益	28	-3	0	0	0	净利润增长	11.6%	-60.1%	147.1%	14.7%	21.1%
营业利润	524	195	525	607	742	盈利能力					
营业外收支	32	33	33	33	33	毛利率	81.9%	80.9%	74.9%	71.0%	68.2%
利润总额	557	227	558	640	775	销售净利率	15.2%	5.8%	12.2%	12.0%	12.4%
所得税	75	35	84	96	116	ROE	13.9%	5.3%	11.7%	11.8%	12.2%
少数股东损益	3	3	9	27	59	ROIC	20.9%	5.1%	10.9%	10.1%	12.8%
净利润	478	189	465	517	600	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	55.3%	61.9%	49.5%	45.8%	42.1%
					(百万)	管理费用/营业收入	7.3%	9.5%	9.1%	9.3%	9.7%
流动资产	2518	2468	3389	3443	4831	财务费用/营业收入	1.3%	1.6%	1.0%	0.8%	0.6%
货币资金	864	938	779	906	1061	投资收益/营业利润	5.3%	-1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
应收和预付款项	1301	1322	1999	2046	2844	所得税/利润总额	13.5%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	352	208	611	491	926	应收账款周转率	3.46	3.60	3.14	3.57	3.18
其他流动资产	0	0	0	0	0	存货周转率	1.62	3.04	1.60	2.68	1.82
非流动资产	2779	2995	2848	2701	2501	流动资产周转率	0.66	0.68	0.75	0.86	0.80
固定资产	726	990	892	794	646	总资产周转率	0.60	0.60	0.62	0.74	0.72
资产总计	5297	5464	6237	6144	7332	偿债能力					
流动负债	1601	1495	1868	1312	1937	资产负债率	35.0%	34.4%	36.1%	27.6%	31.6%
短期借款	510	802	1102	378	892	流动比率	1.57	1.52	1.70	2.39	2.34
应付款项	1092	693	766	934	1045	速动比率	1.35	1.39	1.39	2.05	1.89
非流动负债	254	383	383	383	383	每股指标 (元)					
长期借款	0	251	251	251	251	EPS	0.60	0.24	0.59	0.65	0.76
负债合计	1855	1878	2251	1696	2320	每股净资产	4.35	4.53	5.03	5.62	6.33
股东权益	3442	3586	3986	4448	5012	每股经营现金流	0.00	0.01	-0.20	0.16	0.20
股本	396	792	792	792	792	每股经营现金/EPS	0.00	0.05	-0.34	0.25	0.26
留存收益	1870	2012	2403	2838	3342	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	11	13	23	50	109	PE	28.32	71.55	29.15	26.21	22.60
负债和权益总计	5297	5464	6237	6144	7332	PEG	10.85	1.53	0.55	0.56	0.57
现金流量表					(百万)	PB	3.95	3.79	3.42	3.08	2.76
经营活动现金流	553	580	-331	981	-270	EV/EBITDA	10.80	38.32	19.12	16.61	14.97
其中营运资本减少	907	57	548	609	763	EV/SALES	2.31	4.34	3.83	3.14	2.79
投资活动现金流	-788	-935	-22	-22	28	EV/IC	1.84	3.29	2.80	2.80	2.41
其中资本支出	3	1	1	1	0	ROIC/WACC	0.21	0.05	0.10	0.09	0.12
融资活动现金流	1188	322	194	-832	397	REP	8.83	64.12	27.84	30.34	19.50
净现金总变化	953	-33	-159	127	155						

研究员介绍及承诺

赵浩然: 南开大学理学学士, 天津大学理学硕士, 曾在医药化工行业工作四年, 2011-2015 年在中航证券金融研究所工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

彭学龄: 中山大学理学硕士, 2011-2015 年在深圳国家高技术产业创新中心工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

陈晨: 首都医科大学理学学士, 牛津大学理学硕士, 剑桥大学工学博士, 2015-2016 年在新加坡科技研究局 (A*STAR) 工作, 2016 年 8 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司 (以下简称长城证券) 具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>