

聚焦主业，营销调整与新品上市引领再次腾飞

益佰制药
600594

聚焦医药主业

我们认为目前公司正处于发展的最佳时机，核心竞争优势突出，后备产品丰富，2010年的组织结构调整后，公司逐步转变成一个聚焦医药主业，做大做强健康产业的战略清晰的优质医药公司。

洛铂-明日之星

公司总代理的一类新药洛铂注射液值得重点关注。洛铂注射液是第三代铂类抗肿瘤药，适应症为乳腺癌、小细胞肺癌和慢性粒细胞性白血病（CML），它与其他铂类产品相比的特点是疗效确切，但无交叉耐药性。2010年洛铂进入全国医保，随着医保覆盖面的增加和医院开发进度的加大，预计将在今年进入快速增长期。我们认为，依托自身的独特优势和公司在肿瘤领域的核心竞争力，未来几年洛铂注射液很有可能会与艾迪注射液一样成长为公司肿瘤领域的核心品种，达到数亿元乃至十亿元级别的销售规模。

新产品储备-内生研发与外延收购并进

在回归主业的影响下，新产品的储备将通过外延收购和加快内生研发得到实现，米槁心乐滴丸和复方荭草冻干粉已通过三期临床，未来新药证书如获批，将极大的丰富公司的产品储备，通过总代理和兼并收购所获得的洛铂、科博肽、金骨莲等新产品均有望在今年获得销售突破。

我们认为，经过了管理层和战略的调整，已经走出低谷期，在营销进行了精细化改革的带动下，现有传统产品还将保持较快增长，洛铂放量在即；同时公司研发与外购并重，储备品种丰富。我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.53元、0.75元和1.00元，对应3月14日收盘价21.22元动态市盈率为40倍、28倍、21倍，价值被低估，给予公司6个月目标价为30元，维持“买入”的投资评级。

盈利预测及 市场重要数据	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	130,740	150,830	187,985	233,705
增长率	13.30%	15.37%	24.63%	24.32%
营业利润(万元)	13,514	22,017	31,612	42,082
增长率	15.79%	62.92%	43.58%	33.12%
净利润(万元)	12,181	18,536	26,488	35,260
增长率	24.13%	52.18%	42.90%	33.12%
每股净资产(元)	2.98	2.41	3.01	3.81
每股收益(元)	0.35	0.53	0.75	1.00

维持

买入

分析师：袁舰波、刘宇斌

投资咨询执业证书编号：

S0630511010009，

S0630511020005

联系信息：

021-50586660-8628

010-59707123

liuyb@longone.com.cn

日期

分析：2010年03月15日

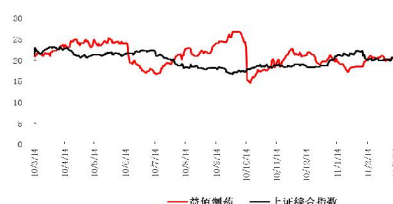
目前价格：21.22元

半年目标：30元

重要数据

总股本(亿股)	3.53
流通股本(亿股)	3.53
总市值(亿元)	74.85
流通市值(亿元)	74.85

股价表现



相关研究报告

1、《稳步增长，关键还看下半年》，2010年8月24日

2、深度报告：《增长明确，稳步迈入一线股行列》，2009年11月12日

正文目录

1、公司概况	4
2、公司发展历程	5
3、主营业务分析	7
3.1 艾迪、康赛迪为公司 2010 年业绩的主要驱动力	8
3.2 杏丁增长平稳，2011 年在基础医院增长空间广阔	9
3.3 OTC 业务从广告投入为主导逐步转向终端销售	11
4、未来成长的驱动因素	13
4.1 战略明确清晰-聚焦医药主业，发展大健康产业	13
4.2 营销-精耕细作、渠道下沉、放量指日可待	13
4.3 洛铂-明日之星	14
4.4 新产品储备-内生研发与外延收购并进	15
5、盈利预测与投资建议	18
5.1 盈利预测	18
5.2 估值与投资建议	20
6、股价催化剂及风险提示	20
6.1 股价催化剂	21
6.2 风险提示	21

图表目录

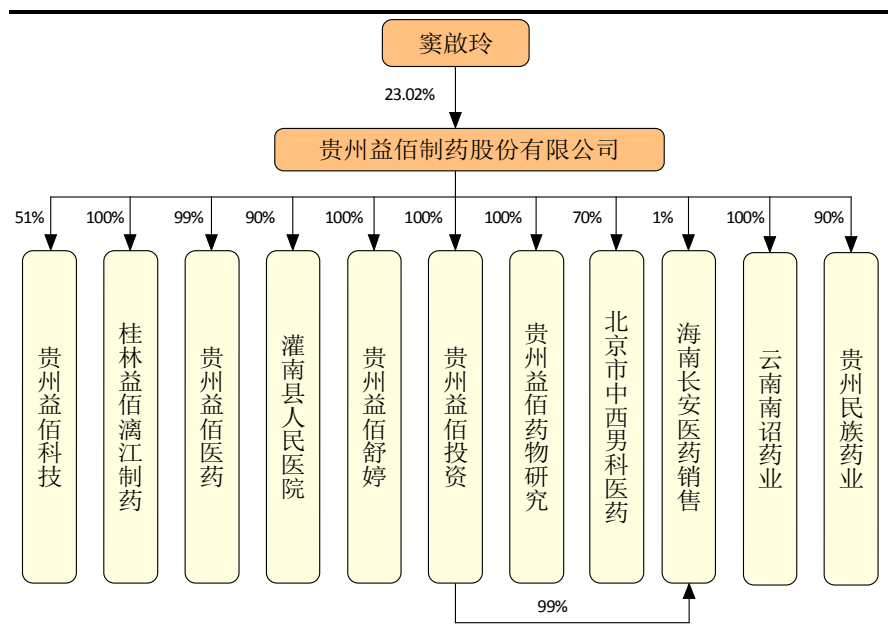
图表 1 益佰制药资产结构图	4
图表 2 益佰制药重大事件图	6
图表 3 2009 年益佰制药收入及毛利构成	7
图表 4 公司主要产品概况	7
图表 5 2009 年肿瘤疾病用药样本医院中药用药增速及份额	8
图表 6 2007-2010E 艾迪注射液收入情况（单位：亿元）	9
图表 7 2007-2010E 复方斑蝥胶囊收入情况（单位：亿元）	9
图表 8 心血管中药用药样本医院用药增速及份额	10
图表 9 2007-2010E 年银杏达莫注射液收入情况（单位：亿元）	11
图表 10 2007-2010E OTC 业务收入情况（单位：亿元）	12
图表 11 2007-2010E 年广告费用变化情况(单位：万元)	12
图表 12 公司发展战略简表	13
图表 13 益佰制药处方药分线销售情况	14
图表 14 处方药产品收入预测	18
图表 15 益佰制药分项业务预测	19
图表 16 益佰制药盈利预测表	20

1、公司概况

公司为管理层控股的民营医药企业，实际控制人为窦啟玲女士，截至 2010 年 3 季报，窦啟玲女士持有公司 23.02%的股权，同时任公司董事长兼总经理。公司是我国为数不多的同时涉猎处方药和 OTC 两大系统的医药企业，其中处方药以中药注射剂为主，专注于抗肿瘤和心血管领域，代表产品艾迪注射液、复方斑蝥胶囊和银杏达莫注射液在国内有较高的知名度和市场占有率；OTC 产品为知名品牌“克咳”为代表的系列产品。公司是国家级创新型试点企业，在中药现代化领域拥有领先优势，其治疗肿瘤类和心脑血管类疾病的药物已被列入贵州省重大科技产业化项目。

从资产结构上看，公司总部为药品生产的主体，核心产品艾迪注射液、银杏达莫注射液以及克咳系列产品均在总部生产；益佰医药负责自有产品的销售；灌南医院主营疾病诊疗；益佰舒婷公司为非医药资产，且历年亏损，在公司实施聚焦医药主业的战略影响下，有望被择机剥离；益佰投资主营医疗设备的租赁（伽玛刀），发展前景良好。

图表 1 益佰制药资产结构图



来源：公司公告，东海证券研究所

2、公司发展历程

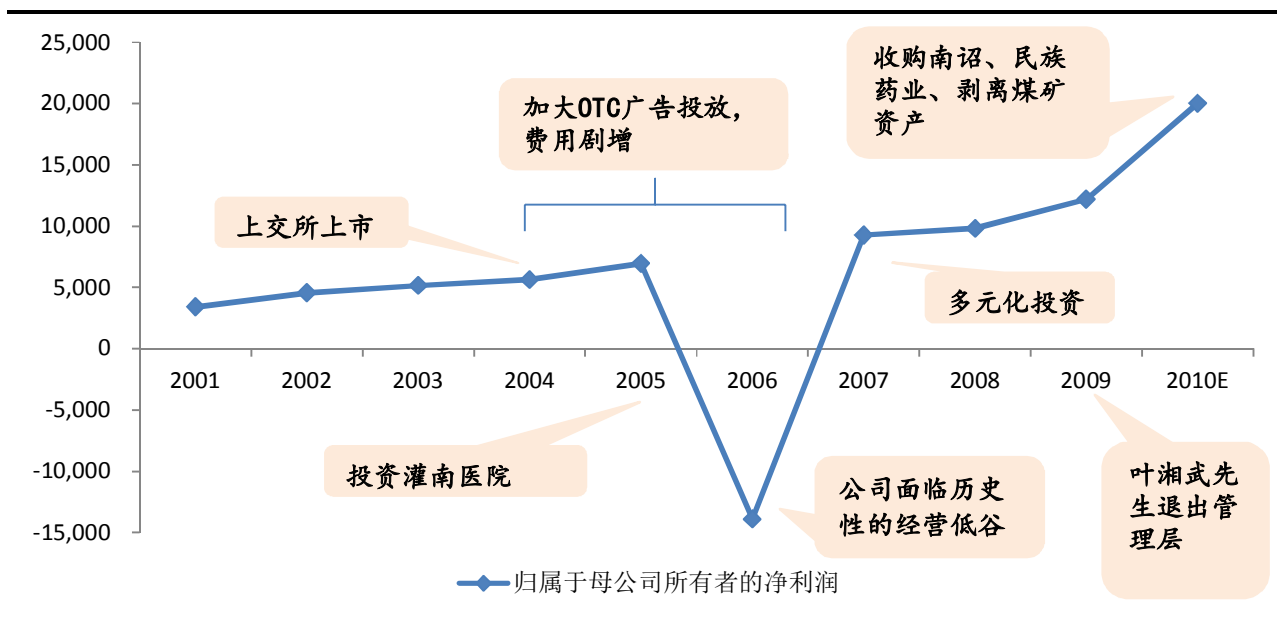
益佰制药前身为贵州妙灵制药有限公司，由窦啟玲、叶湘武等六位自然人出资成立于 1995 年。公司在窦啟玲、叶湘武等高管带领下，把握了 90 年代国内医药市场变革的机遇，依靠 OTC 广告和处方药学术营销的商业模式迅速成长做大。2000 年 11 月由益佰有限整体改制为股份有限公司，2004 年 3 月向社会公众发行 A 股 2000 万股在上交所上市，上市时已经拥有艾迪注射液、银杏达莫注射液（杏丁）、克咳胶囊三个过亿品种。自成立以来，公司经营业绩持续快速增长，主营业务收入从 2001 年的 2.77 亿元，迅速上升到 2005 年的 7.39 亿元，净利润也从 3400 万元上升到近 7000 万元，年均复合增长率分别为 28%和 19.5%，呈现收入和利润齐增的良好局面。

2006 年在招标、降价和反商业贿赂三座大山的挤压之下，整个医药板块面临残酷的考验，普遍处于增收不增利的格局。其时，公司的主营业务已集中到处方药领域，受大环境的影响，销售增速大大减缓。为摆脱经营困境，公司一方面加强了对 OTC 市场的促销力度，加大了对第三类终端的会议营销力度，并大幅度增加了 OTC 产品的广告费，然而由于市场局限，上述举措并未产生预期的经济效益，公司经营业绩陷入历史性的低谷，出现了 1.35 亿元的大幅亏损；另一方面，公司还尝试了多元化的经营，力求在其他领域取得突破，投资了煤炭、舒婷卫生护理等业务，但都没有获得良好的收益。至此，在外部环境的重压下，由于战略偏差，应对欠妥，整个公司的经营陷入了全面的困境之中。

困则思变，从 2007 年开始，公司对核心管理层进行了调整，窦啟玲女士出任总经理，开始逐步掌握了公司的经营决策权，2009 年 2 月，原公司董事长叶湘武先生辞任，窦啟玲女士接任，同时公司将上海佰加壹公司作价 9903 万元转让给叶湘武先生，后者也于 2009 年数次大幅减持其有的公司股权（其中 450 万股转让给窦啟玲），二股东的淡出标志着公司新任核心管理团队的正式形成，也标志着公司新的发展战略的加速实施。

在窦啟玲女士的带领下，未来公司战略将围绕公司医药主业，发展大健康产业，并逐步向化学药和生物药领域延伸。2010 年 2 月，公司收购南诏药业和民族药业，进一步丰富了自身在抗肿瘤、心血管和 OTC 药物的产品线，8 月份转让了煤炭业务的股权，我们预计在不久的将来，公司还将剥离舒婷卫生巾业务，进一步明晰自身的战略发展方向，为公司未来的成长奠定基础。2010 年公司归属于母公司净利润预计将达 1.83-2.07 亿元，比上年同期增长 50-70%，公司已完全走出低谷，重回快速增长的轨道。

图表 2 益佰制药重大事件图

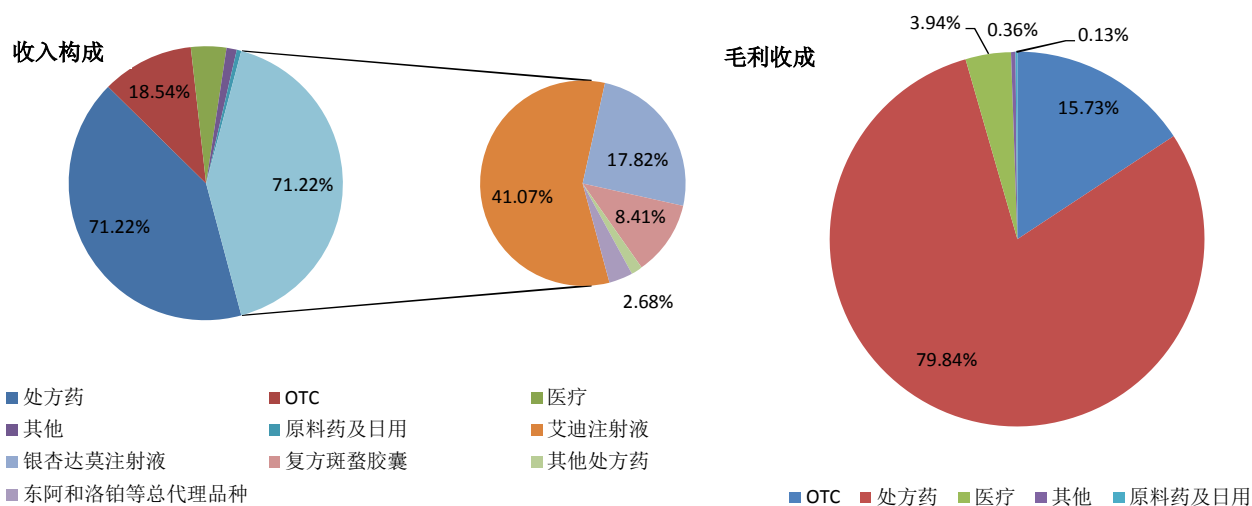


来源:公司公告, 东海证券研究所

3、主营业务分析

公司主营业务均围绕医药和健康领域，可分为处方药和 OTC 两大板块。处方药核心产品为艾迪注射液、银杏达莫注射液和复方斑蝥注射胶囊等，2009 年三者分别占处方药营收的 58%，25%和 12%，是公司处方药业务的基石；OTC 业务的主要品种为克咳胶囊和小儿止咳糖浆。

图表 3 2009 年益佰制药收入及毛利构成



来源：公司公告，东海证券研究所

图表 4 公司主要产品概况

分类	通用名	商品名	组方	适应症	2010年预计 销售收入 (亿元)	是否 医保	是否 独家
处方药	艾迪注射液	斑蝥、人参、黄芪、刺五加		清热解毒、消痰散结功能，适用于原发性肝癌、消化道肿瘤、肺癌、鼻咽癌、泌尿系统肿瘤、恶性淋巴瘤、妇科恶性肿瘤	6.4	是	是
	银杏达莫注射液	杏丁	银杏黄酮甙	改善微循环，治疗缺血性疾病，主要用于心脑血管及外周循环障碍性疾病的治疗	2.4	是	否
	复方斑蝥胶囊	康赛迪	斑蝥、人参、黄芪、刺五加、女贞子、山萸肉、山棱等	破血消癥、攻毒蚀疮功能，适用于原发性肝癌、肺癌、直肠癌、恶性淋巴瘤、妇科恶性肿瘤等	1.45	是	否
OTC	克咳胶囊		麻黄、罂粟壳、甘草、苦杏仁、莱菔子、桔梗、石膏	止咳、定喘、祛痰，用于咳嗽、喘急气短	2.00	是	是
	小儿止咳糖浆		甘草流浸膏、桔梗流浸膏、氯化铵、橙皮酊	祛痰，镇咳。用于小儿感冒引起的咳嗽		是	否

来源：公司公告，东海证券研究所

3.1 艾迪、康赛迪为公司 2010 年业绩的主要驱动力

艾迪注射液为中药类抗肿瘤处方药，全国独家产品，医保乙类，国家中药二级保护品种。艾迪注射液的主要成分是斑蝥，斑蝥为芫青科昆虫南方大斑蝥或黄黑小斑蝥的干燥体，是我国首先发现具有抗肿瘤作用的药物。斑蝥中抗癌的主要有效成分为斑蝥素，其抗肿瘤机制主要是抑制癌细胞的蛋白质合成，降低肿瘤激素水平，从而影响肿瘤细胞的核酸代谢，因而被广泛用于原发性肝癌，肺癌，直肠癌，恶性淋巴瘤，妇科恶性肿瘤(卵巢癌、子宫内膜癌、绒毛膜癌等)等疾病的治疗。2007 年开始，该产品的销售收入开始恢复上涨，并在抗肿瘤中药注射剂市场份额中保持在前五名。我们预计 2010 年艾迪销售收入约 6.4 亿元，实现约 20%的增长，在经历了几年的高速增长之后，随着医院分线销售的完善，公司销售网络的扩大和进一步下沉，以及适应症和用量的增加，预计艾迪仍将实现 20-25%的稳步增长，未来有望突破年销售 10 亿元的大关。

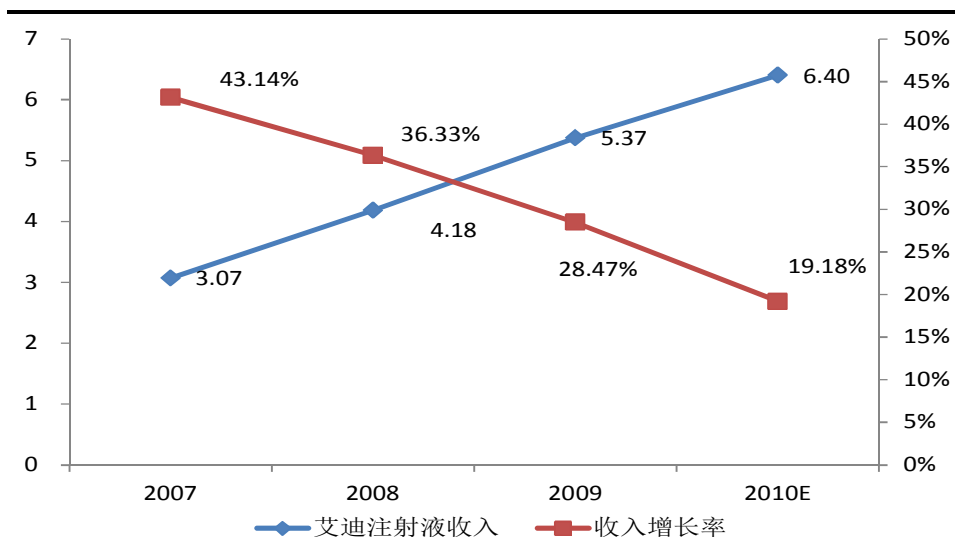
复方斑蝥胶囊(康赛迪)为斑蝥类口服药在国内市场销量较大的品种，医保乙类品种，目前有生产批文的厂家有 8 家，适用于原发性肝癌、肺癌、直肠癌、恶性淋巴瘤、妇科恶性肿瘤等。在艾迪与康赛迪分线销售之后，一直保持快速增长，预计 2010 年收入将达到 1.5 个亿，同比增长 27%。复方斑蝥胶囊生产企业较多，竞争激烈，公司能取得这样的销售业绩实属不易，随着分线销售的进一步完善，未来仍将实现较快的增长。

图表 5 2009 年肿瘤疾病用药样本医院中药用药增速及份额

抗肿瘤中药	2007年增速	2008年增速	2009年增速	2009年份额
康艾注射液	63.60%	33.90%	27.00%	10.90%
参芪扶正注射液	36.90%	23.60%	27.90%	9.39%
香菇多糖片	64.10%	22.60%	1444.00%	8.68%
金水宝胶囊	45.60%	45.70%	30.00%	8.46%
艾迪注射液	9.50%	44.20%	35.30%	8.41%
香菇多糖注射液	95.40%	21.40%	25.60%	8.25%
复方苦参注射液	67.10%	27.80%	11.00%	6.54%
鸦胆子油乳注射液	91.00%	21.50%	26.60%	3.30%
安康欣胶囊	31.80%	47.20%	2.90%	2.93%
消癌平注射液	84.00%	12.80%	83.70%	2.49%
其它				30.50%

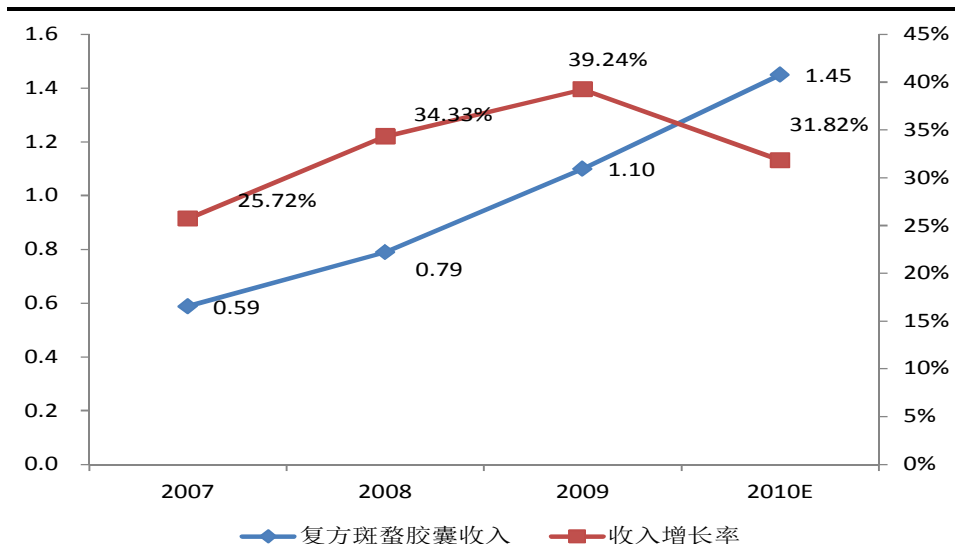
来源:SFDA 南方所, 东海证券研究所

图表 6 2007-2010E 艾迪注射液收入情况 (单位: 亿元)



来源:公司公告, 东海证券研究所

图表 7 2007-2010E 复方斑蝥胶囊收入情况 (单位: 亿元)



来源:公司公告, 东海证券研究所

3.2 杏丁增长平稳, 2011 年在基础医院增长空间广阔

银杏是我国治疗心脑血管疾病的传统药材, 在心脑血管疾病的治疗中应用广泛, 目前, 银杏制剂约占全国心血管疾病总市场份额的 25-30%。

银杏制剂一般是胶囊或片剂等传统剂型, 银杏达莫注射液(杏丁)是我国第一个银杏提取物注射液, 适用于血流动力学的调节、血液流变学的改善和心血管系统的调节

等方面，主要适应症包括脑血栓、脑血管痉挛、急慢性脑功能不全、颅脑外伤后遗症、缺血性心脏病等。目前银杏叶制剂的生产厂家众多，截至 2010 年共有 5 家企业有银杏达莫注射液的生产批文，9 家企业有舒血宁注射液的生产批文，竞争较为激烈，同时其他剂型银杏叶制剂更为数众多。根据样本医院的统计，2009 年银杏达莫注射液的市场份额为 5.38%，仅同比增长 0.80%，公司银杏达莫在所有银杏达莫注射剂中排名第 3。预计 2010 年杏丁收入约 2.4 亿元。

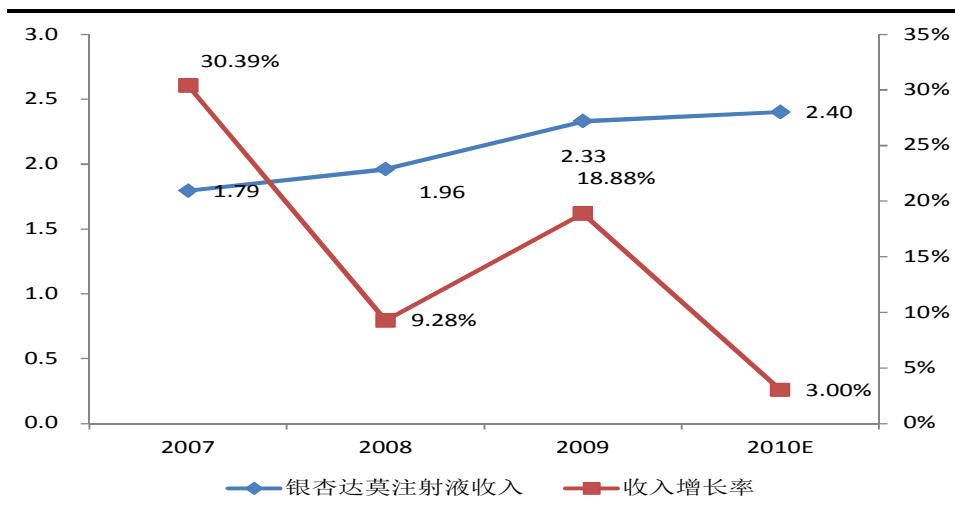
杏丁适合基础医院的使用，在所有恶性肿瘤治疗药物中药注射剂中排名第 10，2010 年新增进入基本药物目录的省份有广西，山西，天津，安徽和河南。杏丁进入国家医保后，一直没有公布统一的价格，导致其他后进入医保的产品其价格长期以来一直高于公司（公司产品最先进入医保，属于政府定价，其他产品是市场定价），使得公司竞争一直处于不利地位。我们预计，如国家调整医保产品价格，预计其他公司的产品价格应向公司产品价格靠近，而公司由于一直是政府定价，预计不会有大的变动，这对于公司来说是一个利好。预计杏丁 2011 年在基础医院将会有有一个比较大的放量，2011 年杏丁增速将在 15-20%左右。

图表 8 心血管中药用药样本医院用药增速及份额

心血管用药	2007年增速	2008年增速	2009年增速	2009年份额
银杏叶注射液	75.50%	16.60%	23.70%	15.60%
丹红注射液	634.20%	94.50%	20.70%	8.41%
银杏叶片	24.60%	11.40%	13.40%	5.83%
银杏达莫注射液	85.90%	19.70%	0.80%	5.38%
参麦注射液	24.50%	2.40%	8.30%	5.20%
通心络胶囊	24.90%	11.60%	0.90%	4.69%
复方丹参滴丸	11.40%	5.40%	0.00%	3.89%
丹参酮 IIA磺酸钠	36.40%	8.00%	36.00%	3.52%
丹参川芎嗪注射液	996.00%	271.60%	142.20%	2.94%
生脉注射液	9.00%	5.30%	4.30%	2.87%
其它				41.60%

来源:SFDA 南方所, 东海证券研究所

图表 9 2007-2010E 年银杏达莫注射液收入情况 (单位: 亿元)



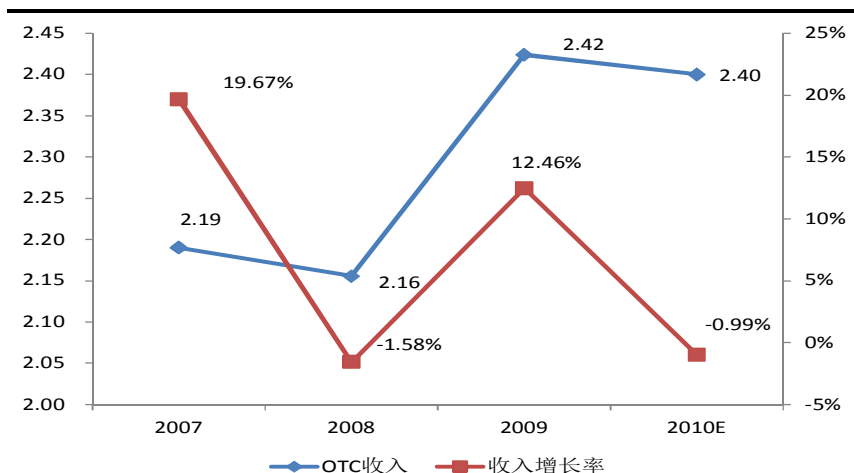
来源:公司公告, 东海证券研究所

3.3 OTC 业务从广告投入为主导逐步转向终端销售

公司 OTC 业务主要为克咳系列产品, 为镇咳用药, 主要包括克咳胶囊、小儿止咳糖浆、半夏止咳糖浆等, 均为非处方中成药, 其中核心产品为克咳胶囊和小儿止咳糖浆, 占 OTC 业务收入的 60% 以上, 克咳胶囊为国家中药二级保护品种。克咳系列产品在我国镇咳药品市场中具有领先的份额, 它支撑起公司 OTC 系统的主要销售, 也是公司发展之初的重要支柱产品, 2001 年公司成功依靠广告投入缔造了克咳胶囊销售过亿的辉煌。

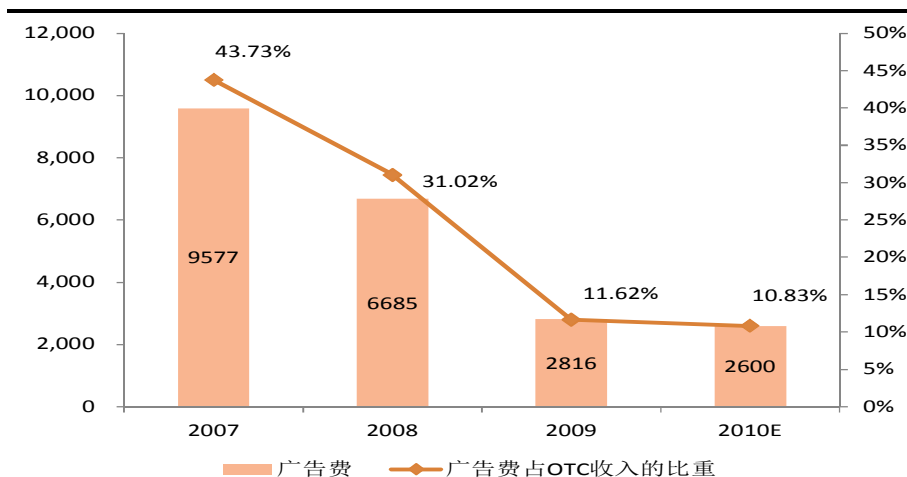
止咳药品属于典型的 OTC 用药, 患者自主诊疗的比例很大, 适合在 OTC 领域进行推广和销售, 但竞争也非常激烈, 广告投放效果越来越有限, OTC 产品收入规模一直维持在 2 亿元左右。因此公司及时的调整营销策略, 压缩广告费用, 平衡广告、渠道、终端投入。同时公司尝试性地设立了中华药网, 目前有约 6 万家药店会员, 60 个呼叫中心, 加强了终端控制, 也许这是将成为一种新的销售模式。由于营销策略的调整, 公司 OTC 产品销售收入在 2010 年上半年下滑超过 20%, 但随着渠道清理的逐渐完成, 公司 OTC 业务逐渐恢复正常, 销售下滑情况已经在第三季度有所改善, 四季度有望继续好转, 预计 2010 年全年 OTC 业务收入约 2 亿元。随着公司营销战略调整, 将有效控制费用, 加强过程管理和人员管理, 2011 年目标将有效控制的终端达到 10 万家, 收入将达到 3 亿元。

图表 10 2007-2010E OTC 业务收入情况 (单位: 亿元)



来源:公司公告, 东海证券研究所

图表 11 2007-2010E 年广告费用变化情况 (单位: 万元)



来源:公司公告, 东海证券研究所

二线产品中, 我们认为公司总代理的一类新药洛铂注射液值得重点关注, 洛铂也是公司近期重点推进的品种, 2010 年进入全国医保。随着医保覆盖面的增加和医院开发进度的加大, 我们预计今年将进入快速增长期, 未来有望成长为与艾迪注射液一样的主力产品; 2010 年新收购的民族药业和南诏药业的重点品种如金骨莲胶囊、科博肽注射液等也完成了前期的招标和市场推广工作, 未来也将逐步上量。

在新产品的储备上, 我们预计清开灵冻干粉针有望复产, 而心血管领域的中药新药米槁心乐滴丸和复方荭草冻干粉也完成了三期临床, 未来新药证书如获批, 将极大的丰富公司的产品储备。

4、未来成长的驱动因素

4.1 战略明确清晰-聚焦医药主业，发展大健康产业

公司在经历了 2006 年的经营低谷，2007-2009 年的核心管理层变更以及 2010 年的销售变革和组织结构调整后，逐步转变成一个聚焦医药主业，做大做强健康产业战略清晰的优质医药公司。

公司是具有合资企业的内控机制和民营企业的激励机制，内控机制严密，激励到位，授权充分。从公司的管理层和战略的调整来看，公司将围绕医药主业，发展大健康产业，并逐步向化学药和生物药领域延伸，重要的举措包括剥离煤矿等非医药资产、进军医疗健康产业、化学药领域、通过收购补充后备产品并整合省内的苗药资源、向专业领域延伸等。

图表 12 公司发展战略简表

加法	举措	减法	举措
进军医疗健康产业	灌南县人民医院、上海鸿飞医疗	煤矿	已转让
进军化学药领域	海南长安医药（洛铂）	舒婷卫生巾	预计将转让
收购贵州民族药业	心胃止痛胶囊将着重打造，并且也将利用贵州资源优势，组建贵州苗医药集团整合贵州苗药产业		
延伸做专科领域	疏肝益阳胶囊等		
收购云南南诏药业	科博肽产品将为公司在肿瘤领域拓宽市场注入一剂强心针		
继续加快公司收购兼并	寻找与公司主业相关的医疗健康产业		

来源：东海证券研究所

公司明确了发展战略，未来成长方向确定。公司的强项在于销售，主导产品仍有增长空间，在新品种洛铂、科博肽等补充后，公司产品线进一步丰富，新品种在公司的专业销售推动下将逐步放量；后续还有新药可能获批，储备品种丰富，未来业绩增长具有可持续性。同时公司即将启动股权激励，也将鼓舞新的管理层带领公司迈上新台阶。

4.2 营销-精耕细作、渠道下沉、放量指日可待

公司是一个健康的、运作良好的系统，核心竞争力依托于充满活力的营销体系和遍布全国的营销精英，公司有销售人员约 2100 人，其中处方药销售团队约 1800 人，公司销售人员经验丰富，分公司经理都有超过 10 年的工作经验。目前公司三大处方

药品种终端均过亿元，2010 年公司合计处方药销售预计超过 12 亿元，艾迪注射液预计 2010 年收入接近 6.4 亿元，足以体现其销售实力。公司成立以来已经经历了 3 次大的营销负责人的变动，但公司的销售并未受到影响，可见公司制度建设之完善。

2010 年公司对营销结构进行了调整，还是对处方药销售进行了分产品线和分地区的细致划分，精耕细作，下沉销售网络。按产品线进行划分，形成了 7 个事业部的格局，一分公司采用的独立核算，总公司充分授权，独立运作体系完整；二分公司的 OTC 业务，从广告投入为主导逐步专向终端销售；三分公司负责南诏药业产品的销售和洛铂的销售；四分公司负责民族药业产品的销售；五分公司负责疏肝益阳胶囊等专科用药的销售。

图表 13 益佰制药处方药分线销售情况

负责公司 处方药事业部		主要负责
一分公司 核心医院	肿瘤药南线	主要负责艾迪在山东、浙江等省的销售
一分公司	肿瘤药北线	负责艾迪南线以外的其他地区
一分公司	循环线	主要负责银杏达莫等心脑血管药物
一分公司	口服制剂	负责康赛迪的销售
一分公司	代理产品	负责东阿的代理品种
一分公司 基础医院	全部	全部
三分公司 新加入的品种	三分公司独立负责	洛铂及即将投放的科博肽的销售

来源:东海证券研究所

在管理上，公司将在不影响销售的情况下，有效的控制费用，加强过程管理，处方药事业部将对加强对现有人员的考核，并将销售人员的数量控制在 1800 人，内部调整后，预计整体费用率会有所下降。

公司在营销体系调整之后，2010 年上半年出现了阵痛期，但 3 季度之后随着销售渠道的清理和调整的到位，公司的发货逐步恢复正常。我们认为精细化的运作、下沉销售网络将确保了公司将在较长时间内保持其在营销方面的核心竞争力，这将成为未来发展的主要驱动力之一。

4.3 洛铂-明日之星

洛铂注射液是第三代铂类抗肿瘤药，其由 Asta Medica 和 Zentaris 开发，后者在 2003 年以 450 万加元向海南天王药业（海南长安国际）转让了在中国的生产和销售权利，目前该产品仅在中国上市，适应症为乳腺癌、小细胞肺癌和慢性粒细胞性白

血病（CML）。目前铂类化合物在抗肿瘤领域应用较多，2008 年奥沙利铂和奈达铂已经进入我国样本医院传统抗肿瘤药物前十位，其中奥沙利铂在 2008 年、2009 年在样本医院抗肿瘤药物排名第三位，2009 年市场份额为 8.08%，用药金额已经超过 4 亿元，近三年平均增速 30%左右。洛铂被证明具有广泛的抗肿瘤活性，疗效与顺铂相似或更强，在多个对顺铂耐药的肿瘤模型中仍保持抗肿瘤活性，而且对于很多对铂类耐药的肿瘤无交叉耐药，应用前景广阔。

洛铂 2005 年上市之后，一直为区域代理销售，2009 年益佰制药和长安国际签订了 10 年代理协议（销售排他性），获得了全国总代理权，并参与生产管理，在公司的努力下，洛铂 2010 年进入了全国医保。公司对洛铂期望很高，初期投入也较大，公司 2010 年 6 月单独成立了分公司（三公司）进行洛铂的学术推广，主要推广领域是乳腺癌和小细胞肺癌，定价较高，目前 50mg 的中标价格为 2000 元左右，重点在于医生教育，每月的销售额大约为 400-500 万元。

医保对洛铂销售的促进作用非常明显，2010 年医保大部分是在 2011 年 1 月实施，其中公司已经完成了几个省的招标工作，招标价格还比之前略高，主要在省会城市进行推广，有的地区在医保实施后，半年多的时间内销售收入增长了 2 倍多。随着医保覆盖面的增加和医院开发进度的加大，今年将有更多的省份完成招标，我们认为 2011 年洛铂将进入快速增长期。同时，国内洛铂联合依托泊苷与顺铂联合依托泊苷一线治疗广泛期小细胞肺癌有效性及安全性的 IV 期临床已经开始，该研究由吉林肿瘤医院牵头，预计将在 2011 年 3 月完成最后的志愿者招募，如果结果良好，将会对洛铂临床推广起到正面作用；此外，如果 2011 年洛铂能进入 NCCN 临床指南，市场空间将会被极大拓展。我们预计洛铂未来有望成长为与艾迪注射液一样的主力产品，未来销售规模有望达到数亿元乃至 10 亿元这样的级别。

4.4 新产品储备-内生研发与外延收购并进

公司的强项在于销售，但产品更新滞后成为了制约其发展的因素，我们认为在公司战略回归主业的影响下，这一情况有望通过外延收购和加快内生研发得到改变，目前公司补充的洛铂（代理长安国际）、科博肽（收购南诏药业）、金骨莲（收购民族制药）等新产品均有望在今年获得销售突破。

内生研发：

公司的研发力量主要通过两方面进行，一方面是与高校和研究机构合作研发，如与中国中医药研究所、北京中医药大学、日本大阪大学、苏州大学等合作，另一方面通过内建基地进行，公司目前有两个研发基地，分别是国家地方联合工程研究中心和西南民族药新型制剂工程研究中心。公司目前有已申请国家、省市地方重大科技专项

17 项，共拥有各类在研品种共 41 个，其中包括心脑血管类 13 个，抗肿瘤类 4 个，感冒咳嗽、清热解毒类 9 个，复方荭草冻干粉、荭叶心通软胶囊等值得关注。

复方荭草系列产品包括复方荭草冻干粉和荭叶心通软胶囊，均属于心脑血管类产品。复方荭草冻干粉主治冠心病、心绞痛、心血瘀阻症，为公司独家研制，其处方及工艺专利已获授权。该项目已被列为“2007 年贵州省科技厅重大专项计划项目”，获得 220 万元的政府资助。目前复方荭草冻干粉已完成 I、II、III 期临床，正在申报生产。荭草是贵州地产药材，其分布具有很强的地域性，目前公司已在贵州省平坝县按“中药材生产质量管理规范”(GAP) 建设了 150 亩的荭草种植基地，根据实际需求，在 3 年内可进一步扩展到 1000~1500 亩，这确保了荭草原药材的供应。

从已完成的临床研究结果显示，复方荭草冻干粉在治疗心绞痛方面优于丹参，同时在调节血脂等方面也显示出积极作用。基于丹参系列产品在中国庞大的市场份额以及公司在荭草药材种植上的垄断和长期以来公司在心脑血管领域所形成的竞争优势，复方荭草冻干粉有望成长为继银杏达莫注射液后公司在心脑血管领域的又一支柱性产品，目前产品已经完成三期临床，未来新药证书如获批，将极大的丰富公司的产品线。

公司原有清开灵冻干粉针的复产也在申报中，这是国内唯一的清开灵冻干粉剂型，依托清开灵注射液庞大的市场容量，一旦复产，销售有望迅速上量。

外延收购：

公司的科博肽产品通过收购南诏药业获得，产品是 1975 年首次在国内从眼镜蛇毒中分离纯化的一种低蛋白分子，南诏药业于 1979 年获得该产品原料药及注射液的生产批文，是国内最早生产该产品的企业。科博肽为眼镜蛇蛇毒中分离纯化的神经毒蛋白，主要用于晚期癌症疼痛、慢性关节痛、坐骨神经痛等多种疼痛治疗，尤其是慢性、顽固性、持续性疼痛的治疗，由于具有非成瘾性，因此在治疗癌症疼痛方面可以作为替代吗啡等镇痛药的阶梯治疗方案。公司目前已解决生产质量稳定性方面的问题，并已进入全国 8 个省的医保，借助公司的抗肿瘤药物方面的市场开拓经验和渠道，今年有望放量。

此外南诏药业还拥有消炎片、骨肽注射液、通塞脉胶囊等 39 个品种。

米槁心乐滴丸为收购的民族药业的产品，属国家中药 6 类新药，用于心脑血管领域具有较好的疗效，目前已经完成前 3 期临床，预计 2012 年可以上市销售，两到三年可以成为过亿的大品种。

OTC 产品线亦有扩充，公司通过收购民族药业大大丰富了自身的 OTC 产品系列。民族药业主要从事苗药的研发、生产与销售，目前拥有 8 个国药准字产品、9 个食准字保健食品。其中心胃止痛胶囊、金骨莲胶囊、马兰感寒胶囊为公司独家生产的

非处方药产品，金骨莲胶囊同时还是国家医保产品，市场前景非常广阔；而公司的主力产品心胃止痛胶囊则具有“一药多治、心胃同治、药效迅速”的特点。

通过外延扩张，公司的处方药和 OTC 产品线均得到了有效的补充，弥补了自身开发上的不足。在贵阳政府的支持下，外延式的收购、整合省内苗药资源可能继续成为公司强化自身产品线的重要手段。

我们认为在公司研发实力不断增强，在政府支持下的外延式扩张的不断进行，将会有更多的产品丰富公司产品线，为后续的增长奠定了基础。

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

盈利预测假设：

1、公司处方药业务收入预测如下：

图表 14 处方药产品收入预测

品种	2009A	2010E	2011E	2012E
艾迪注射液	53,700.00	64,000.00	76,800.00	90,624.00
增速	28.47%	19.18%	20.00%	18.00%
银杏达莫注射液	23,300.00	24,000.00	25,200.00	25,200.00
增速	18.88%	3.00%	5.00%	0.00%
复方斑蝥胶囊	11,100.00	14,500.00	18,850.00	24,128.00
增速	40.51%	30.63%	30.00%	28.00%
其他处方药	1,517.00	1,500.00	3,000.00	5,400.00
增速	-1%	-1%	100%	80%
东阿、洛铂等代理品种	3,500.00	10,500.00	21,000.00	35,700.00
增速		200%	100%	70%
处方合计	93,117.00	114,500.00	144,850.00	181,052.00
	8.86%	22.96%	26.51%	24.99%

来源：东海证券研究所

我们预测艾迪、银杏达莫保持平稳的增长，复方斑蝥胶囊在基础医院将会有较大放量，收入增速略高于 2010 年增速，洛铂在今年公司开始在大销售投入和医保刺激之下放量增长，当然医生的接受程度也需要一个过程。随着科博肽的投放和民族药业其他品种的放量，其他处方药在基数较小的基础上快速增长。

2、公司分项业务预测如下：

图表 15 益佰制药分项业务预测

		2009A	2010E	2011E	2012E
处方药	收入	93,117.00	114,500.00	144,850.00	181,052.00
	增速	8.86%	25.24%	25.00%	30.00%
	毛利率	81.00%	81.00%	82.00%	83.00%
	成本	17,692.23	21,755.00	26,073.00	30,778.84
OTC	收入	24,239.00	20,000.00	23,000.00	27,600.00
	增速	12.46%	-17.49%	15.00%	20.00%
	毛利率	61.30%	61.20%	61.30%	62.00%
	成本	9,380.49	7,760.00	8,901.00	10,488.00
医疗服务	收入	9,397.00	12,216.10	15,880.93	20,645.21
	增速	44.90%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	39.60%	40.00%	40.00%	41.00%
	成本	5,675.79	7,329.66	9,528.56	12,180.67
其他	收入	2,711.00	2,711.00	2,711.00	2,711.00
	增速	803.67%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	12.70%	12.70%	12.00%	12.00%
	成本	2,366.70	2,366.70	2,385.68	2,385.68
原料药及日用等	收入	1,275.00	1,402.50	1,542.75	1,697.03
	增速	-27.14%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	9.40%	9.40%	9.40%	9.40%
	成本	1,155.15	1,270.67	1,397.73	1,537.50
合计	收入	130,739.00	150,829.60	187,984.68	233,705.23
	增速	13.07%	15.37%	24.63%	24.32%
	毛利率	72.26%	73.16%	74.31%	75.45%
	成本	36,270.36	40,482.03	48,285.97	57,370.70

来源:东海证券研究所

3、随着公司 OTC 营销路线的转变,以及公司规模的扩大,销售费用率逐步下降,我们预计 2010-2012 年销售费率分别为 47.50%、47.00%、47.00%;公司加强过程控制和费用管理,预计管理费率将略有下降。

图表 16 益佰制药盈利预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	130,739.96	150,829.60	187,984.68	233,705.23
增长率	13.30%	15.37%	24.63%	24.32%
减：主营业务成本	36,215.63	40,482.03	48,285.97	57,370.70
增长率	29.07%	11.78%	19.28%	18.81%
毛利率	72.30%	73.16%	74.31%	75.45%
营业税金及附加	1,609.90	1,857.28	2,314.80	2,877.80
资产减值损失	1,106.77	500.00	500.00	500.00
减：营业费用	63,377.54	71,644.06	88,352.80	109,841.46
管理费用	11,909.75	12,820.52	15,038.77	18,696.42
财务费用	1,596.30	1,508.30	1,879.85	2,337.05
期间费用率	58.81%	57.00%	56.00%	56.00%
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-1,410.04	0.00	0.00	0.00
营业利润	13,514.03	22,017.42	31,612.49	42,081.81
增长率	15.79%	62.92%	43.58%	33.12%
加：营业外收入	1,014.23	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	44.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	14,484.24	22,017.42	31,612.49	42,081.81
减：所得税	2,128.16	3,214.54	4,741.87	6,312.27
少数股东损益	175.36	266.57	382.74	509.49
净利润	12,180.72	18,536.31	26,487.88	35,260.05
增长率	24.13%	52.18%	42.90%	33.12%
净利润率	9.32%	12.29%	14.09%	15.09%
每股收益（元）	0.35	0.53	0.75	1.00

来源：东海证券研究所

5.2 估值与投资建议

我们认为，经过了管理层和战略的调整，已经走出低谷期，逐步转变成一个聚焦医药主业，发展大健康产业的优质公司。在营销进行了精细化改革以及用量调整的带动下，现有传统产品还将保持较快增长，复方斑蝥胶囊在基础医院会有比较大的放量；一类新药洛铂销售进展顺利，未来有望成为艾迪一样的重磅产品；同时，公司储备品种丰富，外延式的扩张还将丰富公司的产品线，公司正处于发展的最佳时机。

我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.53 元、0.75 元和 1.00 元，对应 3 月 14 日收盘价 21.22 元动态市盈率为 40 倍、28 倍、21 倍，公司价值被严重低估，给予公司 6 个月目标价为 30 元，维持“买入”的投资评级。

6、股价催化剂及风险提示

6.1 股价催化剂

- 1) 产品销售超预期，特别是洛铂注射液收入的快速增长；
- 2) 米槁心乐滴丸、复方薤草冻干粉等生产批件的获批；
- 3) 清开灵冻干粉复产；
- 4) 益佰百亿工业园的建设。

6.2 风险提示

- 1、是中药注射剂行业自身的系统性风险；
- 2、是药价新政的不确定性；
- 3、营销改革对产品带动效果低于预期的风险；
- 4、新产品推广低于的风险和新产品获批低于预期的风险。

作者简介

袁舰波：东海证券医药行业首席分析师，南京大学理学学士，复旦大学 MBA，拥有十多年的医药及证券行业从业经历，具备丰富的营销、管理及证券分析经验，对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。重点跟踪公司：益佰制药、康缘药业、升华拜克等。

刘宇斌：东海证券医药行业分析师，工学硕士，两年证券从业经验，主要负责化学药、医疗器械及医药服务板块，曾就职于天相投顾。

评级定义

市场指数评级

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660