

益佰制药(600594)调研报告

推荐

步入块速发展期

首次评级

健康护理/中药

发布时间：2011 年 6 月 24 日

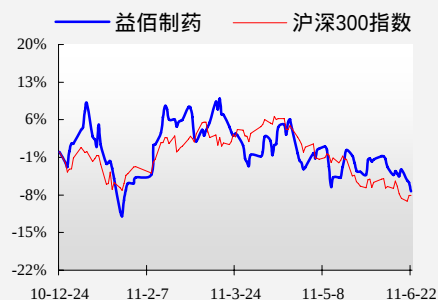
投资要点：

- 公司聚焦中药主业,将产业发展方向瞄准市场空间广阔的心血管和肿瘤治疗药物。公司地处民族药资源丰富的贵州省,拥有得天独厚的开发民族中药的优势。公司通过产品的二次开发、收购、抢仿和代理等方式获取了多个优质药品,复方荭草注射液、米槁心乐滴丸等有望成为重磅潜力品种。
- 公司在 2010 年收购了民族药业和南诏药业,获得了多个优质药品,今年以来,公司营销整合渐显成效,收购产品销售快速增长。
- 公司处方药主要包括艾迪注射液、复方斑蝥胶囊、银杏达莫注射液等,今年处方药有望实现 30%的销售增速。
- OTC 在经历前几年的低谷期后,今年将重回增长轨道。会员制营销模式的变革初见成效,终端销售激情被有效激发,OTC 销售收入今年以来比去年大幅增长。
- 投资建议:随着营销改革的推进以及优质新品的不断推出,公司有望进入新的快速发展期。我们预计公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为 0.78 元、1.09 元和 1.40 元,若按照 2011 年 35 倍 PE,则公司 12 个月目标价为 27.30 元,首次给予“推荐”评级。
- 风险提示:中药材价格继续上涨的风险;新品销售低于预期的风险;销售费用超预期的风险。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	1,467	12.24	195	60.55	0.55	24.95	33.25	
2011E	1,930	31.56	276	41.54	0.78		23.45	
2012E	2,415	25.13	385	39.49	1.09		16.78	
2013E	2,900	20.08	495	28.57	1.40		13.06	

走势图



市场数据

2011-6-24

收盘价：	18.30 元
52 周最高价：	23.00 元
52 周最低价：	10.51 元
平均持仓成本：	19.65 元

基本数据

2011Q1

总股本(万股)：	35,276
流通 A 股(万股)：	35,276
每股收益(元)：	0.08
每股净资产(元)：	2.53
每股经营现金流(元)：	0.49
市净率：	7.23

分析师: 周思立 联系人: 刘林
执业证书编号: S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000 - 254

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulin@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

收购产品潜力巨大

公司在 2010 年 1 月以 220 万元收购了云南南诏药业有限工商 100%股权，在 2010 年 4 月以 5500 万元收购了贵州民族药业股份有限公司 100%股权。通过这两次收购，公司共计获得了 48 个药品和 1 个六类中药新药，其中发展潜力较大的品种包括：贵州民族药业的苗药独家品种心胃止痛胶囊、金骨莲胶囊、马兰感寒胶囊以及云南南诏药业的科博肽注射液。

贵州民族药业研发的 6 类中药新药“米槁心乐滴丸”，已完成临床研究，正在向国家食品药品监督管理局申请生产批件，预计今年年底前可获批准。该品主要针对冠心病、心绞痛等心血管类疾病，疗效类似于天士力的复方丹参滴丸，具有广阔的市场前景。

科博肽注射液上市已近 20 年，但由于营销的关系，销售高峰期的收入仅为 400 多万元。公司接手后，充分发挥了营销渠道的优势，目前已经在全国 9 个省份中标。科博肽注射液主要成份是从眼镜蛇蛇毒中分离纯化的神经毒蛋白，相比于其他癌症镇痛药物，该品最大优势是无成瘾性。若公司能解决原料的来源及其稳定性，药效可能会更快，大规模生产将得到保障，有望成为公司新的利润增长点。

图 1：公司收购获取的核心产品

收购公司	产品	适应症	独家	竞争优势
民族药业	金骨莲胶囊	祛风除湿，消肿止痛，用于风湿痹阻所致的关节肿痛、曲伸不利。	是	2009 版医保乙类，独家品种，具有国家发明专利。
	心胃止痛胶囊	行气止痛，用于气滞血瘀所致的胃脘疼痛，暖气吞酸，胀满及胸痛、胸闷、气短、心悸等。	是	一药多治、心胃同治、药效迅速。心血管类 OTC 产品，该类别 OTC 药品市场数量较少，极具市场竞争力。
	马兰感寒胶囊	解表散寒，宣肺止咳。用于治疗风寒感冒出现的头痛，恶寒发热，流涕咳嗽。	是	具有国家发明专利，苗药独家品种。
	米槁心乐滴丸	冠心病、心绞痛	是	6 类中药新药，苗药中罕有的心血管药物，药效较为显著。
南诏药业	科博肽注射液	用于晚期癌症疼痛、慢性关节痛、坐骨神经痛、神经性头痛，三叉神经痛、麻风反应神经痛等慢性疼痛的治疗，尤其是慢性、顽固性、持续性疼痛的治疗。	否	国内仅辉发制药、梧州制药、欣泰药业和公司四家企业有批文，相比其他镇痛药，优势是无成瘾性。

资料来源：东北证券

处方药销售增速加快

公司处方药聚焦于心血管和肿瘤治疗领域，主要品种包括艾迪注射液、复方斑蝥胶囊、洛铂、银杏达莫注射液等。2010 年，处方药销售收入 11.3 亿元，同比增长了 21.32%；毛利率 83.09%，同比增长了 2.09%。我们预计处方药在今天的增速或将超过去年，达到 30% 左右的销售增长。

艾迪注射液为公司主导产品，主要应用于中药抗肿瘤的辅助治疗。艾迪为公司独家产品，主要由公司的肿瘤事业部（分为南北线）直销，价格体系和毛利率较为稳定。在 2009 版医保目录适应症扩大为中晚期癌症后，销量快速增长，2010 年的含税销售收入是 6.8 亿元。今年以来的销售增速超过去年同期，营收增速接近 30%。

复方斑蝥胶囊是艾迪的胶囊剂型，为国家医保乙类药物，2010 年含税销售收入 1.6 亿元。今年以来的增速大大加快，前五个月的销售增速在 30% 以上，全年保守估计可以达到 2 亿元以上。

银杏达莫注射液商品名为杏丁，主要用于预防和治疗冠心病、血栓栓塞性疾病，国内有上海新先锋药业、湖北民康制药、博安兄弟制药、山西普德药业以及公司等五家企业生产。该品价格竞争较为激烈，为避免激烈的价格战，公司主动放弃了部分省份的招标，去年的销售收入与 2009 年基本持平。今年以来，终端增长较快，我们预计全年的销售增速可能在 30% 左右。

洛铂为第三代铂类抗肿瘤药物，也是公司独家代理的国家一类新药。该品由海南长安国际制药有限公司从德国艾斯达制药公司引进，拥有洛铂原料和制剂在中国生产和经营的专利。2009 年，公司收购了海南长安医药销售有限公司 100% 的股权，获得了洛铂的国内独家代理权。今年前五个月已经超过去年的销售收入，预计今年全年的销售收入可能达到 1 亿元，成为公司增长最快的处方药品种。

复方荭草注射液是公司自主研发的六类中药新药，源自贵州苗族布依族的民间验方，具有化瘀通络、活血止痛的功效。公司目前正在加强研发团队，增强临床跟踪力度，补充相关临床数据，积极向国家食品药品监督管理局申报生产批件。若能获批，将成为公司在心血管领域的中药注射液的重磅产品。

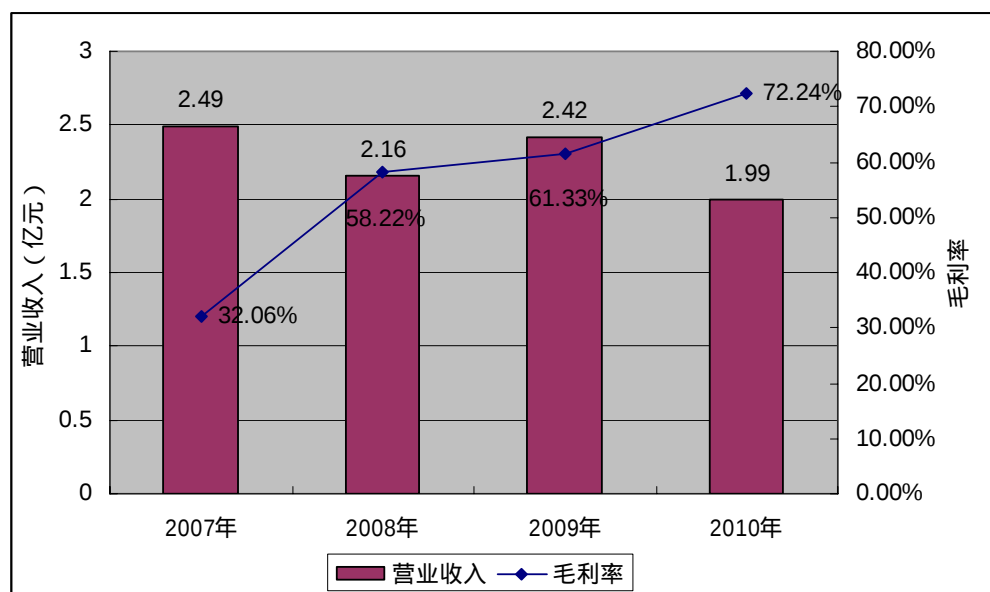
OTC 重回增长轨道

公司从 2007 年起主动收缩 OTC 业务，2010 年由于营销渠道调整，OTC 产品的营业收入仅为 1.99 亿元，同比下降了 18.04%。与之相对应的是，近三年的广告费用也是逐年减少，从 2008 年的 0.67 亿元减少 2009 年的 0.28 亿元，2010 年进一步减少到 0.24 亿元。

OTC 业务营收的下降，并不意味着公司将放弃该块业务。公司从 2、3 年前就逐渐调整 OTC 业务，从品种选择和营销模式上加以改革，今年起改革成果将逐渐显现。从 OTC 品种选择上看，公司逐渐摒弃竞争激烈的低毛利品种，精选具有竞争优势的特色品种，毛利率由 2007 年的 32.06% 大幅提升到去年的 72.24%。

从营销模式上看，公司大力发展终端会员制，同时推行 OTC 药处方化营销。会员营销模式又分为两种，一是通过公司呼叫中心发展线上会员，另一是通过天天医药网发展终端客户。目前公司已经发展了 10 万家终端药店，其中有效客户为 6 万家左右。通过会员制，大大缩短了 OTC 药的供应链，公司将原先给渠道的返利直接给终端客户，大大提高了药店终端的销售积极性。今年前五个月，OTC 药物销售收入比去年大幅增长。

图 2：OTC 业务营收和毛利率情况



资料来源：东北证券

费用率将基本稳定

去年以来，部分中药材价格大幅上涨，相对于其他中成药企业，公司在原材料方面的成本压力并不大。公司主打产品艾迪注射液和复方斑蝥胶囊的主要成份为人参、斑蝥、黄芪和刺五加，其中人参和斑蝥在去年价格上涨较快。上游原材料在成本中占比较小，人参去年采购金额不到 2000 万元，斑蝥采购金额不到 100 万元，中药材价格上涨对于公司毛利率的冲击并不大。

固定资产折旧是生产成本中较大的一块，去年固定资产折旧计提在 3000 万元以上。清开灵专有技术及生产线已经做折旧和减值准备，即便将来清开灵不能复产而报废，也不会对公司利润有所影响。

公司今年可能会上调职工薪酬，对于公司利润会有所影响，但影响不会大。另外，公司在第一季度的销售费用达到 2.39 亿元，同比增长了 61.96%，但据了解，公司销售经营情况一切正常，费用同比大增主要是由于财务统计的差异造成的，全年销售费用不会大幅增长。

从全年来看，公司人工费用和原材料成本都将略有上升，但得益于营业收入的快速增长，估计公司综合毛利率将与去年基本持平。

投资建议

公司近年来逐渐聚焦中药主业，将产业发展方向瞄准市场空间广阔的心血管和肿瘤治疗药物。我们认为，完善的营销渠道和优异的品种获取能力是国内医药企业得以发展的核心竞争力，而公司在这两方面都越来越出色。公司虽然自身研发实力不强，但通过产品的二次开发、收购、抢仿和代理等方式获取了多个优质品种。公司地处民族药资源丰富的贵州省，也是其获取和开发优质民族药资源的有利条件。公司自主研发和收购的复方荭草注射液、洛铂、米搞心乐滴丸和科博肽注射液等都是极具发展潜力的品种，为

公司将来的发展奠定了良好的基础。

随着营销改革的推进以及优质新品的不断推出，公司有望进入新的快速发展期。我们预计公司 2011 年～2013 年的 EPS 分别为 0.78 元、1.09 元和 1.40 元，若按照 2011 年 35 倍 PE，则公司 12 个月目标价为 27.30 元，首次给予“推荐”评级。

风险提示

- 中药材价格继续上涨的风险；
- 新品销售低于预期的风险；
- 销售费用超预期的风险。

图 3：盈利预测表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1467	1930	2415	2900
减：营业成本	335	448	540	620
营业税金及附加	19	25	32	38
销售费用	708	950	1165	1388
管理费用	127	160	200	245
财务费用	18	15	15	15
资产减值损失	51	10	10	10
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	10	0	0	0
营业利润	219	322	453	584
加：营业外收入	12	25	20	20
减：营业外支出	20	15	10	10
利润总额	211	332	463	594
减：所得税	14	54	75	95
净利润	197	278	388	499
减：少数股东损益	1	2	3	4
归属于母公司净利润	196	276	385	495
EPS（元）	0.55	0.78	1.09	1.4

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。