

红日药业 (300026)

中药配方颗粒维持较高增长，积极布局健康全产业链

增持 (首次覆盖)

2017年3月28日

证券分析师 全铭

执业资格证书号码: S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

010-66573557

证券分析师 焦德智

执业资格证书号码: S0600516120001

jiadzh@dwzq.com.cn

投资要点

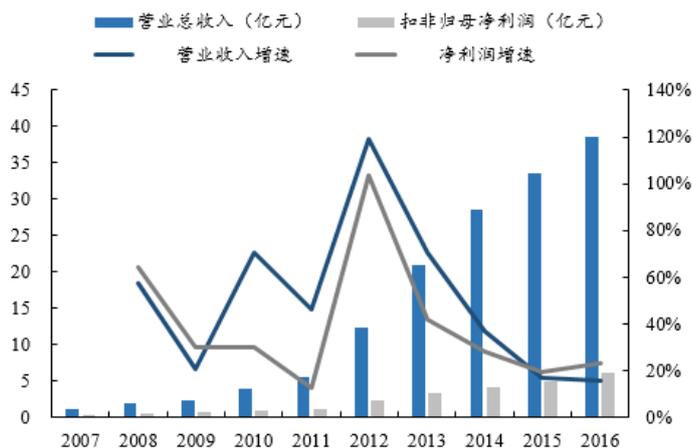
一、事件：公司发布2016年年报

2016年公司实现营业收入38.67亿元，同比增长15.49%；归属于上市公司所有者的净利润为6.59亿元，同比增长23.11%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润6.19亿元，同比增长23.16%。

二、我们的观点：持续外延并购扩充业务，力争做健康全产业链。

公司营收与扣非归母净利润均实现稳定增长，增速趋于稳定。公司近年来持续外延并购，以扩充公司业务范围。公司目前涉及成品药、中药配方颗粒、辅料及原料药、医疗器械等领域，同时公司积极向健康全产业链发展。

图表 1. 近年来公司营业收入与净利润稳定提升

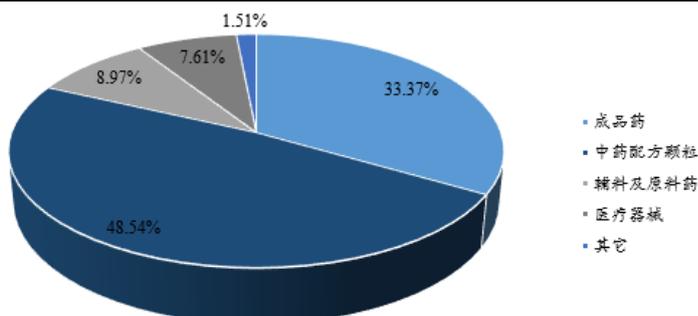


资料来源：公司公告、东吴证券研究所

1、中药配方颗粒维持较高增速。

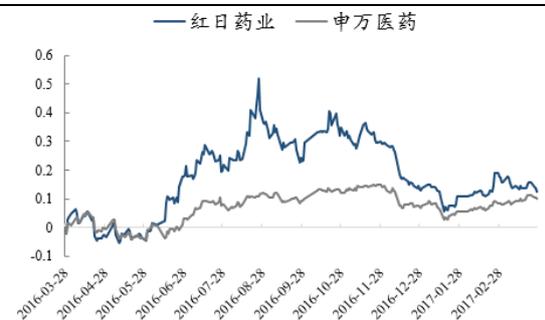
中药配方颗粒类产品为公司的主营业务，2016年实现营业收入18.77亿元，占总营收比重达48.54%。

图表 2. 中药配方颗粒类产品为公司主营业务



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	5.43
一年最低价/最高价	4.5/7.3
市净率	2.7
流通 A 股市值 (亿元)	162

基础数据

每股净资产 (元)	1.97
资产负债率 (%)	17.07
总股本 (亿股)	30.1
流通 A 股 (亿股)	22.4

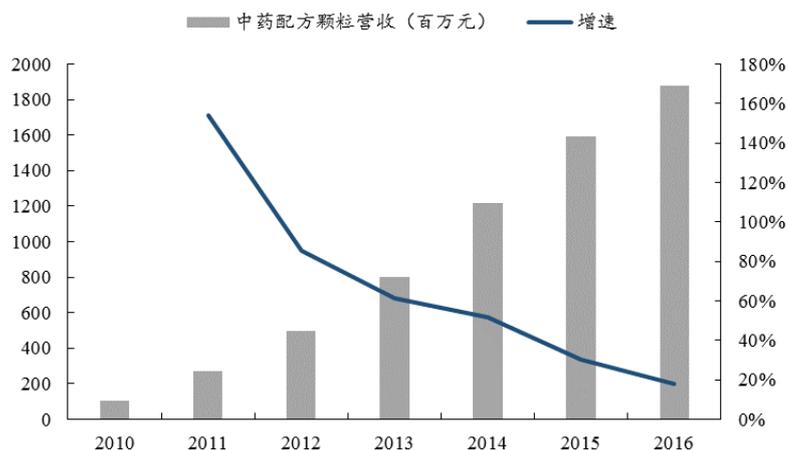
相关报告

*特别鸣谢实习生李颖睿

请务必阅读正文之后的免责声明部分

全资子公司北京康仁堂的产品中药配方颗粒产品全面，品种超过 500 种，基本涵盖了中医临床使用频率最高的品种，在医生与患者中有较好的口碑。且康仁堂目前已覆盖医院超过 500 家，有较强的营销能力。在上述两点的支撑下，中药配方颗粒销售收入持续高速增长。随着中药配方颗粒放开的政策推进，我们估算 2017 年增速仍可维持在 20% 上下。

图表 3. 中药配方颗粒持续快速增长



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

2、持续收购优质标的，推进全产业链布局。

2016 年公司辅料及原料药和医疗器械的业务营收增长迅猛，增速分别为 1394.25% 和 360.68%。这两部分业务的快速增长主要由公司 2015 年年末收购展望药业及超思股份导致。

展望药业的主要产品为羟丙甲纤维素、羟丙纤维素及微晶纤维素等药用辅料及原料药，是国内口服固体制剂要用辅料的领先企业，2016 年 4 月，展望药业原料药车间所生产的甲氨蝶呤、盐酸艾司洛尔、米力农、阿扎胞苷、依托咪酯、培美曲塞二钠共计 6 种产品获得 FDA 认证，未来有望持续为公司带来快速增长。公司做出业绩承诺，2016 年扣非归母净利润达到 4000 万元，完成率为 100.87%。

超思股份主要产品以医疗健康电子产品为主，医用产品为重要补充，包括脉搏血氧仪、监护仪、心电检测仪、呼吸训练器及多种与移动互联网相结合的远程多参数新型医疗健康电子产品。通过并购超思股份，公司医疗器械产品，尤其是可穿戴医疗设备产品得以扩充，该板块业务得以提高。超思股份做出业绩承诺，2016 年扣非归母净利润达到 5500 万元，完成率为 101.42%。

2016 年 2 月，公司投资亿诺瑞 6958 万元对亿诺瑞进行增资，并取得亿诺瑞 51% 的股权。通过这一投资，红日药业得以充实制剂生产线，丰富肝素注射液产品系列，打通肝素产业上游到下游的渠道，降低生产成本，实现肝素系列品种生产的完整产业链。

图表 4.公司主要业务板块营收及增长情况

产品种类	营业收入 (亿元)	同比增减
成品药	12.91	-22.57%
中药配方颗粒	18.77	17.99%
辅料及原料药	3.47	1394.25%
医疗器械	2.94	360.68%
其它	0.58	1555.79%

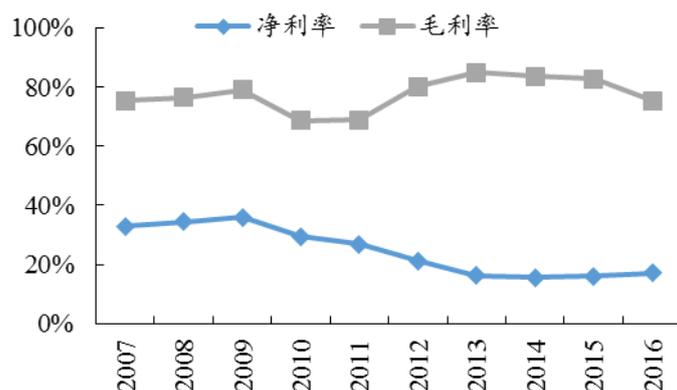
资料来源：公司公告、东吴证券研究所

3、渠道调整与原材料涨价降低公司毛利率。

公司 2016 年中药配方颗粒营业成本上涨 10.64%，使得公司整体毛利率出现下滑。并且由于公司销售渠道调整，医疗器械等毛利率相对较低的产品占比出现增长，成品药等毛利率较高的产品占比出现下滑，最终导致毛利率出现下降。

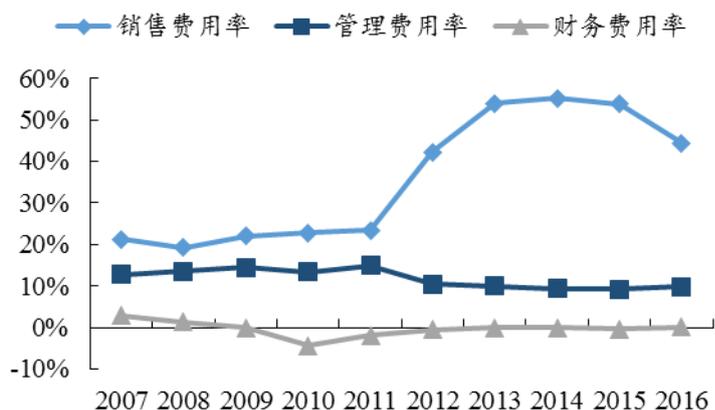
公司三项费用率基本稳定，销售费用出现下降，主要原因为学术调研与市场推广等产品上市前期花费较多的费用出现下滑导致。

图表 6.毛利率与净利率均出现下滑



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 7.公司三费费率较为稳定



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

三、盈利预测与投资建议

我们预计 2017-2019 年公司营业收入为 44.08 亿元、49.54 亿元和 54.52 亿元，归属母公司净利润为 7.7 亿元、8.87 亿元和 9.97 亿元。对应 EPS 分别为 0.26 元、0.3 元和 0.33 元。我们认为公司中药配方颗粒维持较高增长，积极布局健康全产业链。因此我们首次覆盖，给予“增持”评级。

四、风险提示

原材料涨价的风险；新产品开发低于预期的风险。

红日药业 (300026) 主要财务数据及估值 (百万元)

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E					
营业收入	3867.02	4408.00	4954.11	5451.50	毛利率	75.40%	77.72%	76.65%	76.10%
营业成本	951.27	982.00	1157.00	1303.00	三费/销售收入	54.20%	55.42%	53.80%	52.82%
营业税金及附加	65.33	74.47	83.69	92.10	EBIT/销售收入	20.27%	20.03%	20.16%	20.34%
营业费用	1716.82	2027.68	2229.35	2415.01	EBITDA/销售收入	22.86%	24.93%	24.52%	24.19%
管理费用	377.94	440.80	485.50	532.61	销售净利率	17.10%	17.52%	17.98%	18.35%
财务费用	1.33	-25.74	-49.31	-68.14	ROE	11.11%	11.62%	11.95%	11.97%
资产减值损失	22.76	0.00	0.00	0.00	ROA	11.02%	11.92%	12.13%	12.03%
投资收益	1.67	0.00	0.00	0.00	ROIC	14.26%	14.73%	19.53%	18.16%
营业利润	733.24	908.79	1047.88	1176.92	销售收入增长率	15.49%	13.99%	12.39%	10.04%
其他非经营损益	50.34	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	28.65%	12.66%	13.08%	11.04%
利润总额	783.58	908.79	1047.88	1176.92	EBITDA 增长率	31.81%	24.31%	10.51%	8.58%
所得税	122.50	136.32	157.18	176.54	净利润增长率	23.28%	16.85%	15.30%	12.31%
净利润	661.08	772.47	890.70	1000.38	总资产增长率	13.17%	4.18%	11.10%	11.93%
少数股东损益	2.54	2.97	3.43	3.85	股东权益增长率	12.53%	11.72%	12.10%	12.12%
归属母公司股东净利润	658.53	769.50	887.27	996.53	经营营运资本增长率	25.49%	-26.81%	72.75%	-23.35%
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债率	15.10%	9.08%	8.39%	8.34%
货币资金	1252.00	2207.70	2175.67	3881.40	投资资本/总资产	71.64%	58.66%	63.03%	47.66%
应收和预付款项	2099.70	1446.49	2544.88	1850.49	带息债务/总负债	46.26%	0.00%	0.00%	0.00%
存货	407.30	618.14	590.04	770.59	流动比率	3.52	6.38	7.72	8.49
其他流动资产	18.91	18.91	18.91	18.91	速动比率	3.12	5.43	6.84	7.46
长期股权投资	8.73	8.73	8.73	8.73	股利支付率	9.15%	9.69%	9.69%	9.69%
固定资产和在建工程	1373.90	1201.94	1029.98	858.01	收益留存率	90.85%	90.31%	90.31%	90.31%
无形资产和开发支出	1613.37	1575.33	1537.29	1499.25	总资产周转率	0.54	0.59	0.60	0.59
其他非流动资产	338.35	332.31	326.27	326.27	固定资产周转率	3.58	3.67	4.81	6.35
资产总计	7112.26	7409.55	8231.77	9213.66	应收账款周转率	1.95	3.15	2.06	3.06
短期借款	496.61	0.00	0.00	0.00	存货周转率	2.34	1.59	1.96	1.69
应付和预收款项	577.00	672.96	690.43	768.46	业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1073.61	672.96	690.43	768.46	EBIT	783.80	883.05	998.56	1108.78
股本	3011.40	3011.40	3011.40	3011.40	EBITDA	884.18	1099.10	1214.61	1318.78
资本公积	569.48	569.48	569.48	569.48	NOPLAT	618.47	750.59	848.78	942.46
留存收益	2348.62	3043.59	3844.91	4744.92	净利润	658.53	769.50	887.27	996.53
归属母公司股东权益	5929.50	6624.46	7425.79	8325.80	EPS	0.219	0.256	0.295	0.331
少数股东权益	109.15	112.12	115.55	119.40	BPS	1.969	2.200	2.466	2.765
股东权益合计	6038.65	6736.59	7541.34	8445.19	PE	24.83	21.25	18.43	16.41
负债和股东权益合计	7112.26	7409.55	8231.77	9213.66	PB	2.76	2.47	2.20	1.96
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	PS	4.23	3.71	3.30	3.00
经营性现金净流量	449.19	1501.11	4.60	1734.11	PCF	36.40	10.89	3553.41	9.43
投资性现金净流量	-605.64	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	19.80	15.94	14.13	11.20
筹资性现金净流量	117.25	-545.41	-36.63	-28.38	EV/EBITDA	17.55	12.80	11.62	9.42
现金流量净额	-39.02	955.70	-32.03	1705.73	EV/NOPLAT	25.09	18.75	16.63	13.18
					EV/IC	3.05	3.24	2.72	2.83

资料来源: wind、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>

