

# 配方颗粒北京地区优势显著，建议关注

2012年8月15日

推荐/维持

医药行业

研究报告

## ——红日药业（300026）研究报告

**杨帅** 医药行业分析师  
010-66554019

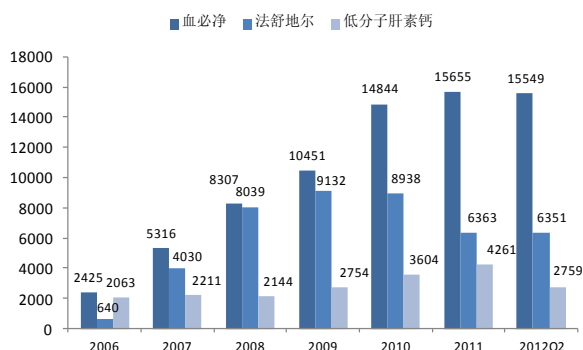
执业证书编号：S1480512070006

### 观点 1：三大注射剂品种收入与毛利水平齐升，业绩释放超预期

上半年公司血必净，盐酸法舒地尔注射液，低分子量肝素钙销量分别约增长 120%，80%及 30%，销售收入分别约同比增长了 208%，96%，39%。公司营销体系通过削减小型代理商，减少中间环节，降低运营成本等措施，实现了向主流商业公司回归及聚焦的效应，目前代理商数量已从 400 家缩减至 200 家，并且在 23 个省市与 40 个大型商业龙头公司建立了渠道配送关系，今年下半年公司将开始在各省设立办事处进行直营事业部的建立，预计未来对市场及渠道的控制力及拓展能力将进一步加强，目前从血必净单产品来说，覆盖医院为 1500 家（其中 600-700 家三甲医院），未来目标覆盖的家数为 4000 家。预计下半年年生产能力约目前 2 倍的 4000-5000 万支血必净生产车间将通过认证，产能瓶颈将得到缓解。

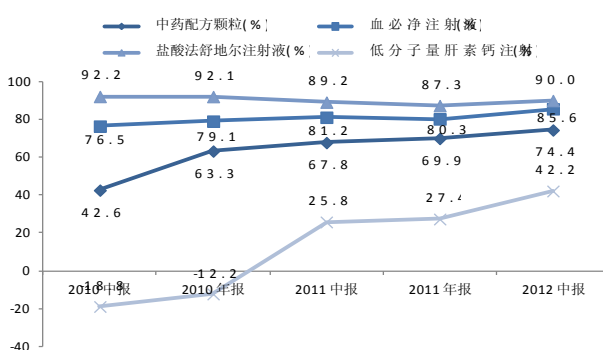
三大注射剂品种及中药配方颗粒上半年毛利水平都较大幅度提升，血必净，盐酸法舒地尔，低分子肝素钙及中药配方颗粒毛利同比分别增长了 4.48%，0.85%，16.38%，7.63%，中药材价格下降，生产工艺优化及相关原料价格下降等多重因素使公司的盈利能力得到了显著加强。

图 1：2006-2012Q2 年三大注射剂产品收入（万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所整理

图 2：主要产品毛利率变化情况

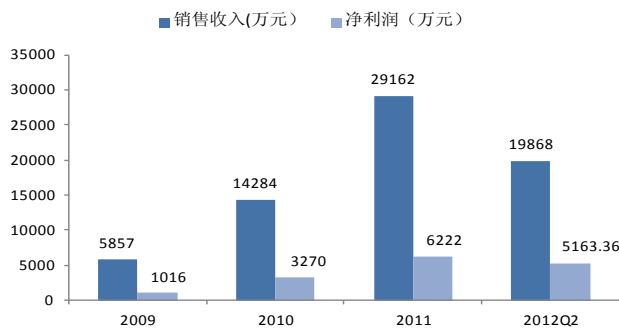


资料来源：公司公告，东兴证券研究所整理

### 观点 2：京津地区仍是配方颗粒销售主要地区，中药材成本下降或将持续提高盈利能力

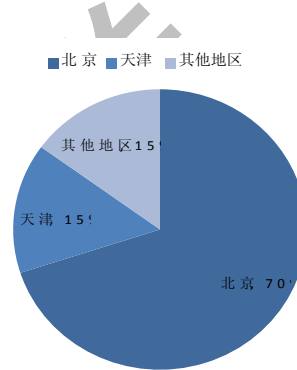
配方颗粒业务上半年实现了销售收入 1.99 亿元，同比增长了 83.91%，实现净利润 0.52 亿元，北京地区及天津地区收入占比分别达到了 70%及 15%，山东，内蒙，福建等地区销售收入占比约为 15%。目前各省市地区监管部门一般在二甲以上级别的中医医院批准试点使用中药配方颗粒。2011 年，全国共有中医医院数量 2831 家，其中三级医院 220 家，二级医院数量 1601 家，2011 年就诊门诊患者达 3.61 亿人次。目前国内天江，三九等大型配方颗粒生产企业在各自优势资源省份及地区布局，企业进驻不同地区的医院都需进行政府事务及医院的公关，目前红日药业配方颗粒的主要优势省份为医疗水平较高，患者流量大且消费能力较强的京津地区。

图 3: 2009-2012Q2 年配方颗粒业务收入及净利润



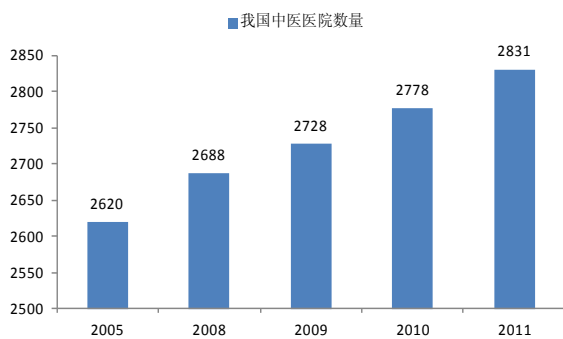
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所整理

图 4: 目前配方颗粒各地区的收入占比



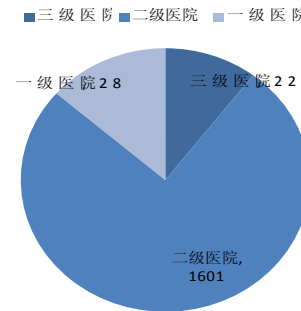
资料来源: 东兴证券研究所整理

图 5: 2005 年-2011 年我国中医医院数量



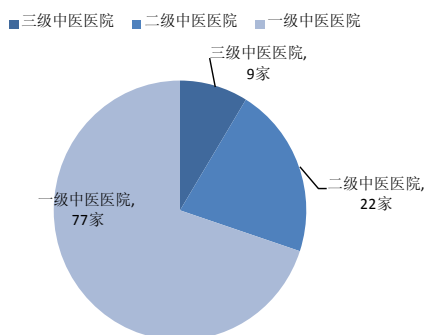
资料来源: 卫生部统计年鉴, 东兴证券研究所整理

图 6: 2011 年我国各级中医医院数量

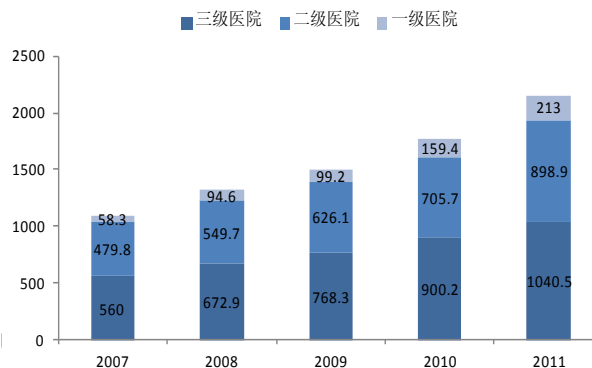


资料来源: 卫生部统计年鉴, 东兴证券研究所整理

康仁堂在北京地区优势较为显著。目前北京地区共有中医医院 108 家，其中三级医院 9 家，二级医院 22 家，一级医院 77 家，2011 年全市中医医院的就诊人数达 2152.4 万人次，同比增长了 22%，其中三级，二级，一级中医医院的就诊人数占比约为 48%，42%，10%。全市 31 家二、三级中医医院年共接诊患者 1900 多万人次。目前康仁堂在北京地区共有 26 家中医医院的配方颗粒试点企业供应资格，9 家三甲医院中除广安门医院及北京中医医院外，其余 7 家康仁堂均获得了试点供应资格，而其他的配方颗粒企业广东一方，三九，江阴天江，四川新绿色药业分别拥有 7 家，4 家，2 家，8 家中医医院的试点供应资格，无论是总数量上还是三甲医院数量上均远低于康仁堂。目前康仁堂在北京地区的配方颗粒市场占比约在 90% 左右。2011 年康仁堂在各地区的销售收入约为 3 亿元左右，而若按北京地区未来中医医院 2000 万人的就诊人次中 25% 的患者使用配方颗粒，平均单次消费金额为 400 元计算，北京地区的配方颗粒市场规模即接近 20 亿元，康仁堂配方颗粒在北京地区的市场空间还大有潜力。

**图 7：北京地区各级中医医院数量及占比**


资料来源：北京药品监督管理局，东兴证券研究所整理

**图 8：2007-2011 年北京各级中医医院就诊人次（万人）**


资料来源：北京药品监督管理局，东兴证券研究所整理

**表 1：北京地区第一至第六批中药配方颗粒试点使用医疗机构名单（红字标注为康仁堂供应的三甲医院）**

万元	试点生产企业	试点使用医疗机构
第一批次（公告时间：2011年5月19日）	江阴天江药业有限公司	中国中医科学院广安门医院，中国中医科学院望京医院
	广东一方制药有限公司	北京市昌平区中医医院，北京市石景山区中医医院 北京市房山区中医医院，北京市顺义区中医医院 北京国济中医医院
	深圳市三九现代中药有限公司	北京中医药大学东直门医院，北京市平谷区中医医院 延庆县中医医院
	北京康仁堂药业有限责任公司	<b>中国中医科学院西苑医院，北京中医药大学东直门医院</b> <b>北京中医药大学东方医院，中国中医科学院眼科医院</b> <b>北京市宣武区中医医院</b> ，北京中医药大学附属护国寺医院 北京市鼓楼中医医院，北京市昌平区中医医院 北京市石景山区中医医院，北京市房山区中医医院 北京市门头沟区中医医院，北京市大兴区中医医院 北京市通州区中医医院，北京市怀柔区中医医院 北京市平谷区中医医院，北京市密云县中医医院 延庆县中医医院，北京市通州区中西医结合骨伤医院
	四川新绿色药业科技发展股份有限公司	中国中医科学院广安门医院，北京中医药大学东直门医院 北京中医药大学东方医院，中国中医科学院眼科医院
第二批次（公告时间：2011年5月28日）	深圳市三九现代中药有限公司	北京中医药大学第三附属医院
	北京康仁堂药业有限责任公司	<b>北京中医药大学第三附属医院</b> ，北京王府中西医结合医院 北京市中西医结合医院，北京市朝阳区中医医院 北京市丰盛中医骨伤专科医院，北京按摩医院 北京皇城股骨头坏死专科医院
	四川新绿色药业科技发展股份有限公司	北京中医药大学第三附属医院
第三批次（公告时间：2011年5月28日）	四川新绿色药业科技发展有限公司	北京市鼓楼中医医院

年 8 月 8 日)	广东一方制药有限公司	北京同仁堂中医医院
第四批次 (公告时间: 2011 年 11 月 17 日)	广东一方制药有限公司	延庆县中医院
第五批次 (公告时间: 2012 年 1 月 11 日)	四川新绿色药业科技发展股份有限公司	中国中医科学院望京医院
第六批次 (公告时间: 2012 年 4 月 24 日)	北京康仁堂药业有限公司 四川新绿色药业科技发展有限公司	中国中医科学院望京医院 首都医科大学附属北京中医医院

资料来源: 北京药品监督管理局, 东兴证券研究所整理

### 观点 3: 内生性增长确定的同时, 外延扩张值得期待

血必净注射液及中药配方颗粒是公司收入及毛利占比较大的核心产品, 而在研储备品种中氯吡格雷、沙格雷酯和脑心多肽等产品将在今明两年陆续获批, 有望成为新的收入及利润增长点。另外公司积极通过项目孵化器储备平台的建设以及与国内医学院校的合作来进行新产品的开发, 目前储备一类新药约有 4-5 个品种。并且未来公司将通过自有及增发的现金来进一步寻找盈利性强的企业及项目作为收购标的, 外延扩张值得期待。

### 结论:

三大注射剂产品营销体系改革及配方颗粒业务新老市场的拓展是上半年业绩表现较为靓丽的主要原因, 下半年血必净及中药配方颗粒的产能释放将为公司未来的发展提供有力的支撑。我们认为配方颗粒业务将继续成为公司的明星产品, 中药材价格的持续下降预计将使配方颗粒业务的毛利水平进一步的提升, 并且北京及其他地区的配方颗粒市场空间远未饱和, 尚有一定的拓展空间。但我们同时认为公司下半年及未来业绩是否能够一直保持高速增长尚有一定的不确定性, 这是由于在渠道改革及自建营销网络后, 三大主要注射剂品种的销售增速及改革效果还不完全明朗, 存在业绩低于市场预期的风险和可能。我们将在下半年继续跟踪主要产品的销售状况及业绩表现。

预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.98 元, 1.37 元, 1.78 元, 对应 8 月 15 日收盘价 PE 分别为 37 倍, 26 倍, 20 倍, 给予“推荐”评级。

表 2: 盈利预测和估值(百万元)

万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	561.75	1,039.54	1,324.38	1,711.1
(+/-)%	46.00%	85.05%	27.40%	29.20%
经营利润 (EBIT)	174.46	318.90	448.21	579.23
(+/-)%	36.15%	82.80%	40.55%	29.23%
净利润	122.16	222.84	310.72	403.10
(+/-)%	19.74%	82.41%	39.44%	29.73%
每股净收益 (元)	0.54	0.982	1.369	1.776

资料来源: 东兴证券

### 分析师简介

---

杨帅

北京协和医学院硕士，2010年加盟东兴证券，从事医药行业研究2年。

### 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

东兴证券

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐： 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：



以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。