

2015年6月5日

闫永正
C0061@capital.com.tw
目标价(元)

30

红日药业(300026.SH)

Buy 买入

守正出奇：双轮驱动，外延添彩

结论与建议：

公司2014实现销售收入28.64亿元，同比增长36.54%，净利润4.47亿元，同比增长31.65%，继续保持快速增长。其中，核心产品“血必净注射液”及“中药配方颗粒”分别实现销售收入12.78亿元与12.19亿元，双双突破12亿元大关，双轮驱动公司业绩持续快速发展。

但是，伴随核心产品“血必净注射液”及“中药配方颗粒”体量的不断增大，市场对于公司高速成长的可持续性产生了一定的担忧。特别是在2014年各省纷纷推出“限挂令”及中药配方颗粒试点生产牌照放开的大背景下，上述因素已成为去年以来压制公司二级市场股价表现的主要原因。区别于以上观点，我们认为公司核心产品尚有相当大的开发空间，同时外延拓展也将为公司注入新的增长动力，目前公司股价存在低估，建议积极买入。

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2015/6/10)	23.85
深证成指(2015/6/10)	17677.57
股价 12 个月高/低	36.18/23.53
总发行股数(百万)	911.53
A 股数(百万)	637.34
A 市值(亿元)	152.01
主要股东	天津大通投资集团有限公司 (23.34%)
每股净值(元)	3.64
股价/账面净值	6.55
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	0.0 27.3 23.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-11-16	25.17	买入
2013-1-24		

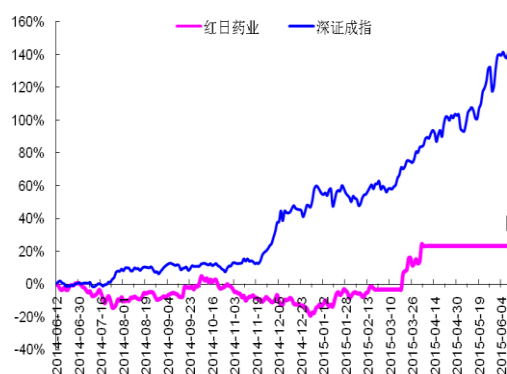
产品组合

血必净注射液	45.0%
中药配方颗粒	42.9%
盐酸法舒地尔注射液	7.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.9%
一般法人	33.6%

股价相对大盘走势



■ **中药配方颗粒市场空间巨大，牌照放开无需担忧：**2014年康仁堂中药配方颗粒实现销售收入12亿元，同比增长52%，继续保持快速增长，但与1300亿的中药饮片市场规模相比，中药配方颗粒的替代空间仍然巨大。对于市场比较担忧的配方颗粒试点生产牌照放开，我们认为应该一分为二看待：首先，试点生产牌照的放开确实会增加市场竞争的激烈度；而我们预计试点政策开放之后，配方颗粒使用方面的限制也将同步取消，市场有望快速扩容。鉴于公司拥有产能、品牌等先发优势，有望迎来一个高速增长期，预计2015年中药配方颗粒销售收入有望保持40%以上增长。

■ **横向跨科室开发与纵向基层医院拓展共促血必净平稳增长：**首先，血必净的传统用药科室主要为ICU 及急诊科，销售占比接近30%，未来公司将加强横向跨科室开发力度，重点加强在呼吸、烧伤、普外、等新科室的横向推广力度；其次，血必净目前的销售市场主要集中在三级医院，未来公司将投入更多资源加强基层医院的覆盖，带动产品在基层医院的销售。预计2015年血必净销售收入有望保持20%以上稳定增速。

■ **外延并购注入增长新动力：**公司2015年6月5日公告，拟非公开发行9328万股，合计作价15.69亿元，购买超思股份及展望药业100%股份。超思股份及展望药业，2015年净利润承诺分别为4800万元与3100万元。超思股份近年来一直致力于向全球用户提供小型化、便携化、智能化的医疗健康电子产品。展望药业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。外延并购有利于增强公司的持续盈利能力，完善公司在医疗器械领域的产品结构，加快布局可穿戴设备和移动医疗平台，创造新商业模式，完善医药制造产业链，提升综合竞争力。

■ **盈利预计：**考虑此次并购并表及股本摊薄因素，我们预计2015年/2016年公司分别实现净利润6.56亿元(YOY+46.71%)/8.38亿元(YOY+27.72%)，EPS分别为0.65元/0.83元，对应2015年/2016年PE分别为37倍/29倍。未来公司在“配方颗粒”及“血必净”双轮驱动下业绩有望继续保持高速增长，同时迭加出色的外延并购整合能力，有望成为优秀的平台型企业。给予公司“买入”的投资建议，目标价30元(2016 PE 36X)

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	231	340	447	656	838
同比增减	%	89.14%	46.93%	31.65%	46.71%	27.72%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.00	0.91	0.78	0.65	0.83
同比增减	%	23.46%	-9.00%	-14.29%	-16.32%	27.72%
市盈率(P/E)	X	24	26	31	37	29
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.10	0.10	0.07	0.08
股息率 (Yield)	%	0.42%	0.42%	0.42%	0.27%	0.35%

公司概况

红日药业成立于 1996 年，迄今已发展为一家横跨现代中药、化学合成药、生物技术药、医疗器械等诸多领域，融研发、生产、市场和资本于一体的企业集团。2009 年 10 月 30 日，公司登陆深交所，（股票代码 300026）。利用资本平台，携资金优势，公司进行产业并购、技术引进，扩大产业规模、扩强市场容量。实现了市场规模与利润、税收成倍增长。

公司研发领域涉及脓毒症与抗感染类、抗肿瘤类、免疫调节类、血液类、神经类、麻醉类、呼吸类、血管类等，业已形成围绕高发病率疾病、高死亡率疾病、需要更有效药物疾病的梯度研发产品群。

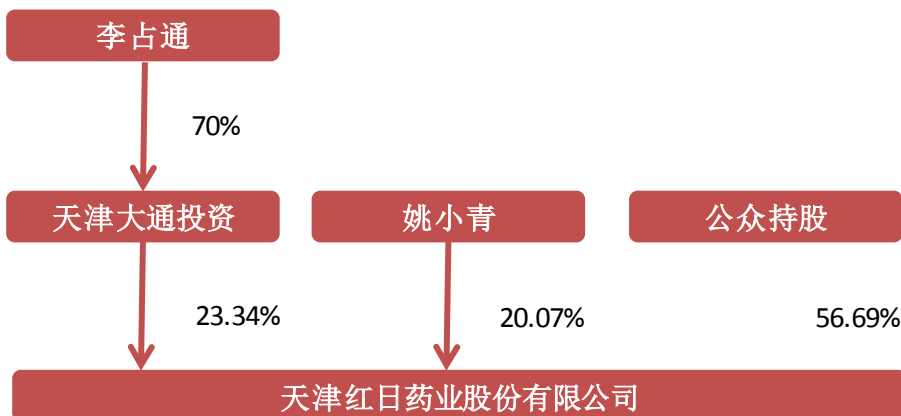
公司的主导产品血必净注射液是国家食品药品监督管理局唯一批准治疗全身炎症反应综合征（SIRS）、脓毒症（Sepsis）和多器官功能障碍综合征（MODS）的中药二类新药。血必净注射液对于提高我国危重病救治水平，具有重大现实意义。

股权结构

公司第一大股东为天津大通投资，控股比例 23.34%，大通投资由李占通、曾国壮、刘强和伍光宁四人共同出资，其中李占通持有大通投资 70% 的股权，其余三名股东分别持有大通投资 10% 的股权，实际控制人为李占通先生。公司董事长姚小青先生是公司第二大股东，持股 20.07%。

红日药业股权明晰，公司治理结构完善，2014 年公司完成限制性股票授予，将员工利益与公司业绩绑定，充分的调度的员工的积极性，有利于企业的长期发展。

图1：公司股权结构图



数据源：公司公告、群益证券

主营业务：

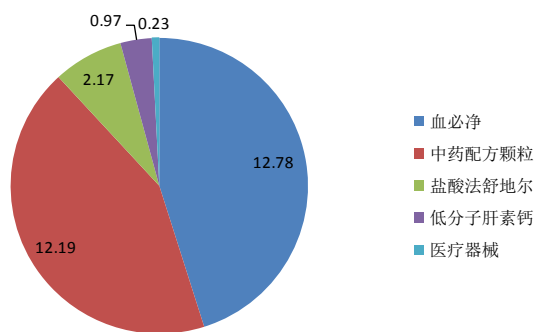
公司产品涉及中药、化学药、生物药、医疗器械等领域。公司主营中药生产及销售，主要销售收入源自血必净中药注射液及中药配方颗粒两大拳头产品。在产的药品均为处方药，包括血必净注射液、盐酸法舒地尔注射液及低分子量肝素钙注射液等 7 个品种，9 个规格。

血必净，具有活血化瘀、疏通经络、溃散毒邪的作用，可以拮抗内毒素并抑制内源性炎性介质（TNF α ）失控释放。2014 年血必净注射液实现销售收入 12.78 亿元，同比增长 26.50%，毛利率与同比增长 1.38 个百分点。随着血必净注射液突破产能瓶颈，及销售团队对市场终端的把控能力逐渐加强，未来三年有望保持 20% 以上的增长。

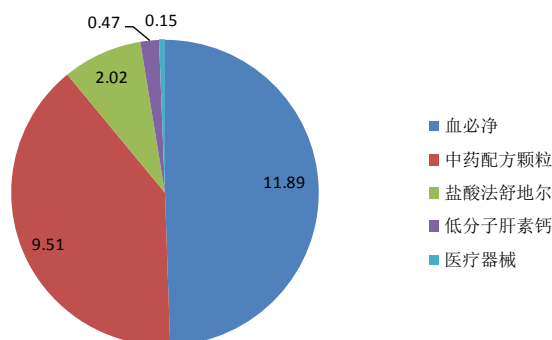
中药配方颗粒是由单味中药饮片经提取浓缩制成的、供中医临床配方用的颗粒，具有统一规格、统一剂量、统一质量标准的新型配方用药，适合现代化

用药标准及现代人用药习惯。公司是全国仅六家企业具有中药配方颗粒生产资质的企业之一。在我国台湾地区和日本、韩国、新加坡等地中药配方颗粒应用相对较多，占到中药销售市场的50%以上份额，并且在上述国家和地区取得了比较丰富的临床实证经验，和很好的疗效。中药配方颗粒在我国则处于起步阶段，目前市场占比仅为1%，未来提升空间巨大。

图：红日药业收入结构（亿）

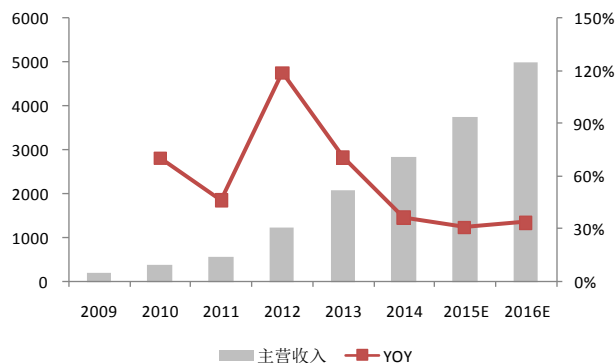


图：红日药业毛利结构（亿）



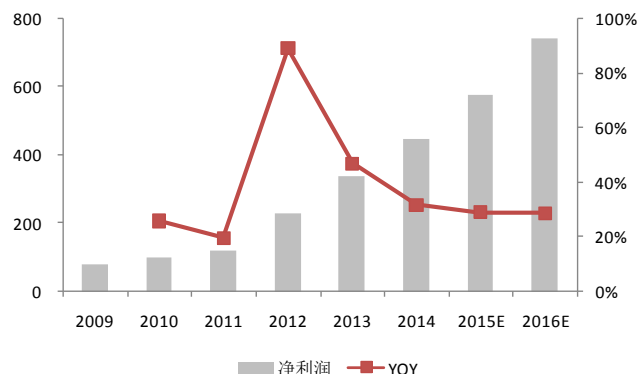
数据源：公司公告、群益证券

图：红日药业收入表现（亿）



数据源：公司公告、群益证券

图：红日药业净利润表现（亿）



数据源：公司公告、群益证券

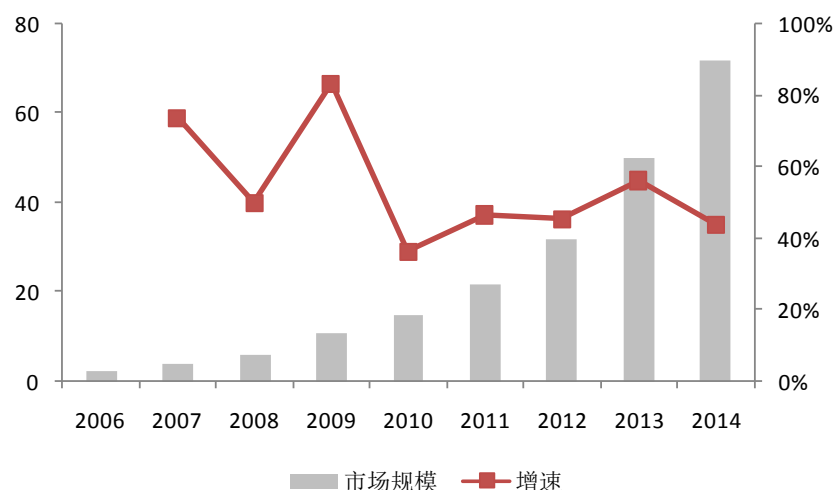
数据源：公司公告、群益证券

一、中药配方颗粒：市场广阔，引领趋势

中药配方颗粒是采用现代科学技术，仿照传统中药汤剂煎煮的方式，将中药饮片经浸提、浓缩、干燥等工艺精制而成的单味中药产品。该产品毛利水平较高，一般在70%以上，而一般中药饮片的毛利仅在30%左右。

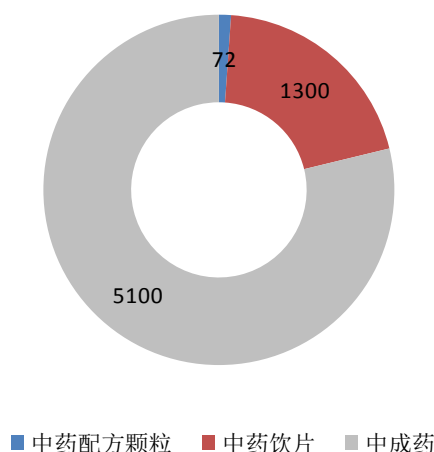
中药配方颗粒由于更加符合现代人的用药习惯，对传统中药饮片市场替代将成为长期趋势。2006~2014年，中药配方颗粒市场规模从2.3亿元增至约72亿元，CAGR达53%。但相比目前中药饮片1300亿及中成药5100亿元的市场规模，我们认为配方颗粒的市场替代空间将非常巨大，我们预计未来几年整个市场仍将维持30%上增速，到2020年有望达到300亿以上规模。

图：中药配方颗粒市场规模及增长（亿元）



数据源: MENET、群益证券

图: 中药配方颗粒、中药饮片、中成药市场规模比较 (亿元)



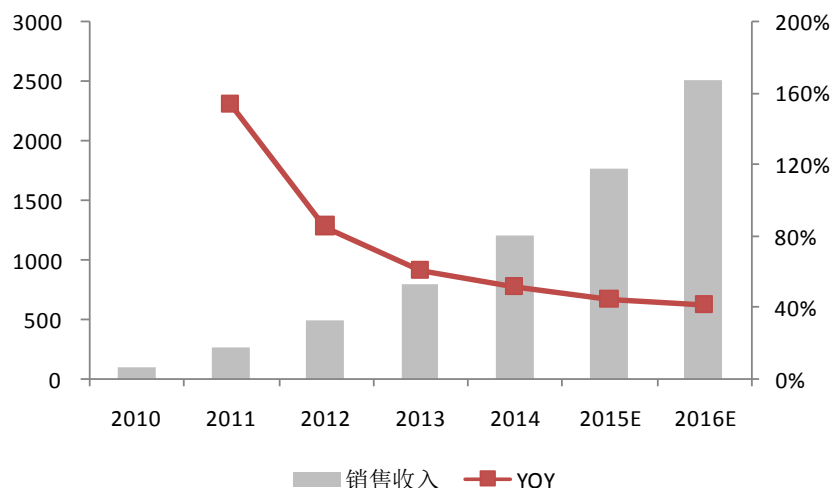
数据源: 公司公告、群益证券

红日药业全资子公司北京康仁堂是一家在“全成分”理念指导下,借助现代化的技术,生产中药配方颗粒的企业。目前,北京康仁堂中药配方颗粒产品超过500种,基本涵盖了中医临床使用频率最高的所有品种。

年来公司积极开拓市场,实现了中药配方颗粒持续高速增长。康仁堂中药配方颗粒销售收入从2008年的0.09 亿元增至2014年的12.19亿元,CAGR高达127%,市场份额从1.6%上升到17%。于此同时,配方颗粒对公司的利润端贡献也起到了举足轻重的地盘,2014年以经营中药配方颗粒业务为主的子公司康仁堂实现净利润2.44亿元,占到公司2014年利润总额的半壁江山。

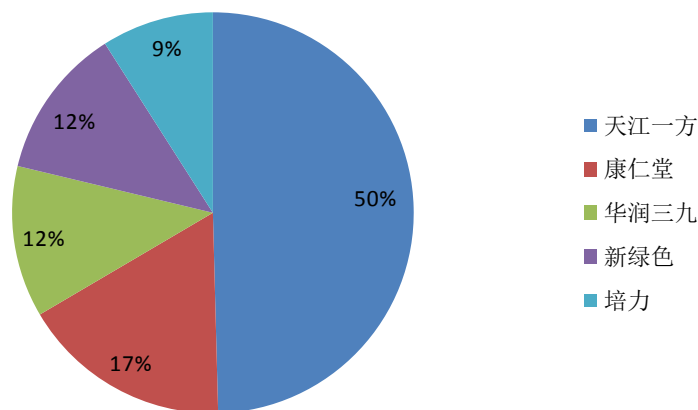
公拥有近千人的销售团队,不断增加医院开发力度,在全国2000多家中医院中,康仁堂已经开发了300家医院,品牌知名度不断延伸。康仁堂传统销售区域是北京和天津,未来将逐步向山东、福建、广东、上海等省区拓展,不断加大市场覆盖面。另外,基于大数据的配方颗粒销售数据体系已基本建立,将为产品销售和市场机会挖掘提供了良好的管理工具。

图: 康仁堂中药配方颗粒销售规模及增长 (百万元)



数据源：公司公告、群益证券

图：中药配方颗粒市场格局 (%)



数据源：MENET、群益证券

由于中药配方颗粒技术门槛不高，且利润率较高，很多中药企业都有意进入。然而，中药配方颗粒目前仍处于试点阶段，国家食药监总局（CFDA）仅批准 6 家中药企业从事中药配方颗粒生产，包括：华润三九、中国中药旗下江阴天江药业有限公司、红日药业旗下北京康仁堂药业等。

2015 年两会期间有关中药配方颗粒试点资质放开风声再起，我们认为从政策面看预计会逐步有条件地放开。作为中药饮片的替代品，尽管未来配方颗粒的发展空间较大，但放开配方颗粒的生产销售，将会对公司目前的全成分中药配方颗粒经营形成一定的影响，行业竞争将逐步加剧。

为应对今后市场放开的风险，在产能方面，公司于 2015 年 3 月公告拟定增 9.2 亿元，投资 2500 吨配方颗粒项目的建设，项目投产后将会满足目前销售快速增长的需要；质量提升方面，公司不断进行技术标准提升的研究，从中药材的源头质量控制到生产的质量控制全方位提升全成分配方颗粒的质量控制标准。与此同时，我们认为如果配方颗粒政策放开，中药配方颗粒市场规模将会迅速扩大，公司凭借品牌优势等，将优先分享细分子行业的繁荣。综上，我们认为康仁堂中药配方颗粒业务未来仍将保持高速增长，预计 2015 年公司收入增速仍将快于行业平均，保持在 40% 以上。

二、血必净注射液：深入挖掘潜力，平稳增长

脓毒症可能导致一系列脏器功能衰竭，这种病危综合症征称为Sepsis，国内翻译为脓毒症或重症感染。血必净是中药二类新药，是治疗重症感染（脓毒症）的急重症治疗药物，能有效清除重症感染患者血液中的炎性介质和内毒素。目前，产品已经进入22省区的医保目录，主销区是广东、天津、江苏、山东等地。

我国脓毒症患者有300万人次，血必净作为治疗脓毒症的唯一用药，假设有20%~40%的患者使用血必净，则市场规模可达到7875~15750万支。目前血必净出厂在30元/支，理论销售规模可达到24~47亿元，未来还有足够的成长空间。

图：2014 样本医药中成药市场排名 TOP15

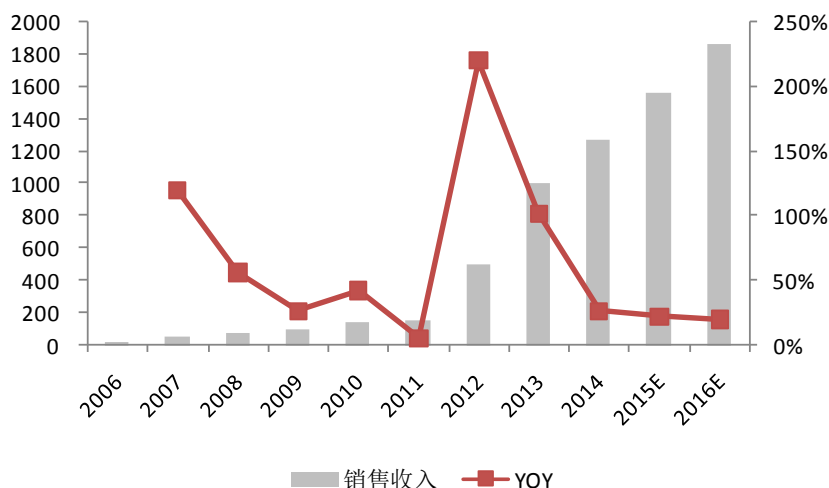
排名	产品	公司
1	血栓通	中恒集团
2	倍通	济南步长
3	丹参多酚酸盐	上海绿谷
4	喜炎平	江西青峰
5	疏血通注射液	黑龙江友博
6	康艾	长白山制药
7	参芪扶正	丽珠集团
8	乐坦	浙江永宁
9	醒脑静	济民可信
10	艾迪	益佰制药
11	康莱特	康莱特药业
12	欣璠泰	珍宝岛
13	血必净	红日药业
14	痰热清	上海凯宝
15	百令胶囊	华东医药

数据来源：IMS、群益证券

近几年，受益于限抗政策，消炎类中药注射剂市场蓬勃发展。血必净保持了较快增长。2006~2014年，血必净注射液销售收入从0.24亿提升至12.78亿，CAGR达49%，增长迅速。

未来公司将继续加大血必净注射液的销售拓展力度。首先公司将继续加大大医院覆盖水平，在维护好三甲医院客户的同时，未来将重点加大在基层医疗机构的推广力度；其次，加强科室拓展，重点加强在呼吸、烧伤、普外、泌尿科、神经外科、骨科等新科室的推广力度。我们预计血必净将步入维稳定增长期，预计未来三年增速将保持在20%左右。

图：红日药业血必净销售情况（百万元）



数据来源：公司公告、群益证券

三、在研产品丰富，内生增长潜力巨大

公司非常重视自主研发，积极开展中药注射液、配方颗粒、医疗器械、化药及制剂、生物医药、小分子抗体药物的研发工作。并且，围绕战略和产业布局，拓展合作研究、联合实验室、合作科研项目、产品申报，形成产品研发与引进消化吸收功能系统，承担储备产品，保持企业发展动力，带动科研创新发展的重任。

公司除自主研发外，还广泛开展对外合作，先后与天津药物研究院、中南大学湘雅医院、中国科学院海洋研究所等著名科研机构开展合作，共同开发新品。研究院在国际合作方面也取得很大进展，建立了与以色列的合作平台，成为国际生物医药进入中国的窗口之一。

目前公司有多个在研产品，处于临床或生产报批中。其中抗肿瘤药物 PTS、心血管药物磺达肝葵钠等产品已经处于生产报批阶段，未来两年获批是大概率事件。

表：红日药业在研产品进度

序号	药品名称	适应症	所属类别	所处阶段	2015 拟达到的目标
1	KB	脓毒症的治疗	化药1.1类	已取得临床试验批件	临床研究
2	PTS	抗肿瘤	化药1.2类	申报生产CDE待评审	CDE审评
3	抗丙肝一类化学新药	丙型肝炎治疗	化药1.3类	临床申报前研究	申报前研究
4	ML-4000	非甾体抗炎药	化药1.4类	临床申报前研究	申报前研究
5	盐酸法舒地尔	肺动脉高压	化药2类	临床申报前研究	申报前研究
6	马来酸氯吡汀	疼痛治疗	化药3+6	申报生产CDE待评审	CDE待评审
7	磺达肝葵那	血管类	化药3+6	申报生产CDE待评审	CDE待评审
8	盐酸沙格雷酯	心血管病	化药3+6	已取得临床试验批件	临床研究
9	胸腺法新	免疫调节剂	化药6+6	申报生产CDE待评审	CDE待评审
10	盐酸替罗非班	心脑血管系统	化药6+6	申报生产CDE待评审	CDE待评审
11	罗库溴铵	麻醉	化药6+6	申报生产CDE待评审	CDE待评审
12	硫酸氯吡格雷	心血管病	化药6类	申报生产CDE待评审	CDE待评审
13	阿立哌唑原料	神经类	化药6+6	申报生产CDE待评审	CDE待评审
14	脑心多泰胶囊	缺血性中风	中药5类	申报生产复审	复审
15	拮新康胶囊	抗白血病药	中药6.1类	临床申报前研究	申报前研究
16	血必净泡腾片	上呼吸道干扰	中药7类	临床申报前研究	申报前研究

数据来源：公司公告、群益证券

四、外延并购注入增长新动力

公司在项目筛选，业务整合方面能力突出，曾经创造过多个成功的并购案例。为了帮助公司寻找新的增长动力，挖掘更好的投资机会，2014年10月公司出资2500与其他上市公司共同参与投资北京拓益投资中心（有限合伙），通过建立高效的资金池，拓展外延发展机会，提高公司收购成功率。

公司 2015 年 6 月 4 日发布重组预案，拟以 16.82 元/股，非公开发行 9328 万股，合计作价 15.69 亿元，收购超思股份 100% 股权、展望药业 100% 股权。其中，超思股份预估值为 9.69 亿元，展望药业预估值为 6 亿元。

超思股份主要从事医疗健康电子产品的研发、生产和销售，主要产品以家用医疗健康电子产品为主，并开始推出与移动互联网相结合的远程多参数监护仪、远程心电检测仪、脉搏血氧仪、血压计等新型医疗健康电子产品，且打造了专业远程医疗健康服务平台华大夫网络医院，能够提供互联网医疗保健信息服务。2014 年度实现营业收入 2.11 亿元，净利润 3085.89 万元。交易对方承诺，超思股份 2015 年、2016 年扣非后净利润为 4800 万元、5500 万元，假设 16 年并表则每股 EPS 增厚 0.05 元。

展望药业主要生产药用辅料、原料药产品，下游客户为医药制造企业，主要产品包括羟丙甲纤维素、低取代羟丙纤维素及微晶纤维素。2014 年度实现营业收入 2.65 亿元，净利润 1523.66 万元。交易对方承诺，展望药业 2015 年、2016 年扣非后净利润为 3100 万元、4000 万元，假设 16 年并表则每股 EPS 增厚 0.04 元。

通过并购公司将获得超思股份在家用医疗健康电子产品领域的优势竞争地位，丰富其医疗器械的产品结构，并向可穿戴设备和移动医疗平台领域布局。同时通过收购展望药业，抢占药用辅料市场，随着药用辅料行业的迅速增长，上市公司的综合竞争能力、盈利能力将进一步增强。通过上述两笔并购，有望为公司带来新的业务增长点。

收入预测：

表：收入与毛利拆分预测（亿）

报告期		2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
血必净注射液								
	收入	148	157	501	1010	1278	1559	1871
	营收增速 (%)	42%	5%	220%	102%	27%	22%	20%
	成本	31	31	54	84	89	109	140
	毛利率 (%)	79%	80%	89%	92%	93%	93%	93%
中药配方颗粒								
	收入	106	268	498	803	1219	1767	2510
	营收增速 (%)		154%	86%	61%	52%	45%	42%
	成本	39	81	128	182	268	389	540
	毛利率 (%)	63%	70%	74%	77%	78%	78%	79%
盐酸法舒地尔注射液								
	收入	89	64	141	195	217	243	270
	营收增速 (%)	-2%	-29%	122%	38%	11%	12%	11%
	成本	7	8	11	13	15	17	19
	毛利率 (%)	92%	87%	92%	94%	93%	93%	93%
低分子量肝素钙注射液								
	收入	37	43	58	64	78	97	122
	营收增速 (%)	34%	15%	36%	10%	22%	25%	25%
	成本	41	31	31	31	40	49	61
	毛利率 (%)	-12%	27%	47%	51%	48%	50%	50%
医疗器械								
	收入	3	7	13	19	23	27	32
	营收增速 (%)		121%	92%	53%	18%	20%	20%
	成本	2	3	5	7	7	9	10
	毛利率 (%)	34%	55%	61%	64%	67%	67%	68%
总计								
	收入	383	561	1229	2091	2861	3745	4861
	营收增速 (%)	72%	46%	119%	70%	37%	31%	30%
	成本	120	174	243	317	465	622	825
	毛利率 (%)	69%	69%	80%	85%	84%	83%	83%

数据源: PDB 群益证券

盈利预测

风险提示

- 1、中药注射剂不良反应;
- 2、中药材价格大幅上涨;
- 3、中药配方颗粒市场竞争加剧。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2,012	2,013	2,014	2015E	2016E
营业收入	1,229	2,097	2,864	3,749	4,865
经营成本	244	318	467	623	826
营业税金及附加	986	1,779	2,396	3,126	4,040
销售费用	520	1,133	1,579	2,062	2,676
管理费用	129	208	270	356	457
财务费用	-7	-1	-1	-2	-2
投资收益	309	386	489	727	930
营业利润	8	26	38	47	58
利润总额	308	401	519	766	978
所得税	48	60	70	107	137
少数股东损益	30	1	2	3	3
归属于母公司股东权益	231	340	447	656	838

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2,012	2,013	2,014	2015E	2016E
货币资金	479	401	594	1,009	1,658
应收账款	112	211	323	412	535
存货净额	356	669	1,026	1,125	1,460
流动资产合计	980	1,309	1,981	2,627	3,740
固定资产	12	63	8	0	0
在建工程	3	3	0	0	0
非流动资产合计	0	0	0	0	0
资产总计	1,190	1,598	2,407	3,697	4,820
流动负债合计	338	475	651	702	784
非流动负债合计	108	41	3	770	1,067
负债合计	446	516	654	1,473	1,851
少数股东权益	11	12	13	9	12
股东权益合计	1,387	1,703	2,359	2,224	2,970
负债和股东权益总计	1,833	2,218	3,013	3,697	4,820

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2,012	2,013	2,014	2015E	2016E
经营活动所得现金净额	732	609	410	471	508
投资活动所用现金净额	-489	-144	-259	-306	-346
融资活动所得现金净额	229	-34	426	444	487
现金及现金等价物净增加额	576	557	689	609	648

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。