

2015 年 12 月 29 日

群益香港研究部

hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元)

24

公司基本信息

A 股價(2015/12/29)	21.59
深證成指(2015/12/24)	12932.37
股價 12 個月高/低	36.18/15.79
總發行股數(百萬)	1004.81
A 股數(百萬)	655.81
A 市值(億元)	214.13
主要股東	天津大通投資集團有限公司
	(21.17%)
每股淨值(元)	5.22
股價/賬面淨值	4.08
A 股價(2015/12/24)	21.31
	一個月 三個月 一年
股價漲跌(%)	2.4 30.7 28.2

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

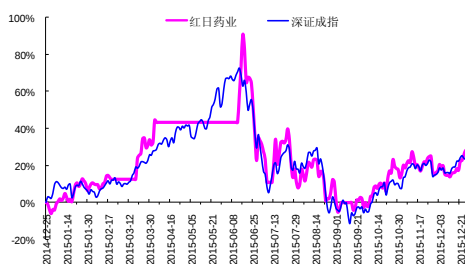
產品組合

血必淨注射液	47.8%
中藥配方顆粒	40.4%
鹽酸法舒地爾注射液	8.2%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	37.8%
一般法人	33.9%

股價相對大盤走勢



紅日藥業(300026.SZ)

Buy 買入

布局腫瘤免疫治療，切入精準醫療領域

事件：

公司公告，於2015年12月18日與中國醫藥科學院藥物研究所簽署協議，擬共同建立腫瘤免疫治療藥物創新平臺。這標誌著公司產學研結合模式的腫瘤免疫治療方向的藥物創新平臺正式成立，實現了公司“著眼2020年，研究集團資源布局、搭建科研承接平臺”這一戰略經營主題。

點評：

腫瘤免疫治療藥物創新平臺的建立開創了公司創新藥物合作的新模式，公司選擇中國醫藥科學院藥物研究所為依托進行創新藥物的研發，讓藥物所在創新藥物的早期研究中起到巨大的支撐作用，而公司發揮技術轉移和成果孵化的作用，同時在創新藥物研發中的臨床階段承擔重大作用。平臺共建一次性投入較低，但公司最終通過技術轉移、資本市場操作等途徑，促使創新藥物研發成果從上游向下游過渡，實現企業和科研院所的雙贏。既可以幫助公司規避早起研發的不確定性，又可以幫助科研單位實現成果快速產業化。

■ **中藥配方顆粒市場空間巨大，長期增長確定性高：**2006-2014 年康仁堂中藥配方顆粒複合增長率高達 55%，2014 年單品銷售已突破 12 億元，但與 1300 億的中藥飲片市場規模相比，中藥配方顆粒的替代空間仍然巨大。公司擁有產能、品牌等先發優勢，有望在中長期保持高速增長期，預計 2015 年中藥配方顆粒銷售收入有望保持 40% 以上增長。

■ **橫向跨科室開發與縱向基層醫院拓展共促血必淨平穩增長：**首先，血必淨的傳統用藥科室主要為 ICU 及急診科，銷售占比接近 30%，未來公司將加強橫向跨科室開發力度，重點加強在呼吸、燒傷、普外、等新科室的橫向推廣力度；其次，血必淨目前的銷售市場主要集中在三級醫院，未來公司將投入更多資源加強基層醫院的覆蓋，帶動產品在基層醫院的銷售。預計 2015 年血必淨銷售收入有望保持 10% 以上穩定增速。

■ **外延并購注入增長新動力：**2015 年 11 月公司已完成 15.69 億元購買超思股份及展望藥業 100% 股份的過戶手續。超思股份及展望藥業，2015 年淨利潤承諾分別為 4800 萬元與 3100 萬元。超思股份近年來一直致力於向全球用戶提供小型化、便攜化、智能化的醫療健康電子產品。展望藥業主要產品為羥丙甲纖維素、羥丙纖維素及微晶纖維素等藥用輔料及原料藥。外延并購有利於增強公司的持續盈利能力，完善公司在醫療器械領域的產品結構，加快布局可穿戴設備和移動醫療。

■ **盈利預計：**我們預計 2015 年/2016 年公司分別實現淨利潤 5.68 億元 (YOY+26.96%) / 7.23 億元 (YOY+27.46%)，EPS 分別為 0.62 元/0.79 元，對應 2015 年/2016 年 PE 分別為 34 倍/26 倍。未來公司在“配方顆粒”及“血必淨”雙輪驅動下業績有望繼續保持高速增長，同時迭加出色的外延并購整合能力，有望成為優秀的平臺型企業。給予公司“買入”的投資建議，目標價 24 元(2016 PE 30X)

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015E	2016E
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	231	340	447	568	723
同比增減	%	89.14%	46.93%	31.65%	26.96%	27.46%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.00	0.91	0.78	0.62	0.79
同比增減	%	23.46%	-9.00%	-14.29%	-20.18%	27.46%
市盈率(P/E)	X	19	21	25	34	26
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.10	0.10	0.06	0.08
股息率 (Yield)	%	0.52%	0.52%	0.52%	0.32%	0.41%

預期報酬(Expected Return；ER)為準，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER $\geq$ 30%)；買入 Buy (30% > ER $\geq$ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER $\leq$ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER $\leq$ -30%)

附一：合併損益表

人民幣百萬元	2,012	2,013	2,014	2015E	2016E
營業額	1,229	2,097	2,864	3,350	4,020
經營成本	244	318	467	570	683
主營業務利潤	986	1,779	2,396	2,781	3,337
銷售費用	520	1,133	1,579	1,776	2,091
管理費用	129	208	270	308	362
財務費用	-7	-1	-1	-2	-2
營業利潤	309	386	489	624	797
補貼收入	8	26	38	47	58
稅前利潤	308	401	519	663	845
所得稅	48	60	70	93	118
少數股東損益	30	1	2	2	3
淨利潤	231	340	447	568	723

附二：合併資產負債表

人民幣百萬元	2,012	2,013	2,014	2015E	2016E
貨幣資金	479	401	594	1,000	1,629
存貨淨額	112	211	323	369	442
應收帳款淨額	356	669	1,026	1,005	1,206
流動資產合計	980	1,309	1,981	2,447	3,352
長期投資淨額	12	63	8	0	0
固定資產合計	3	3	0	0	0
無形資產及其他資產合計	0	0	0	0	0
資產總計	1,190	1,598	2,407	3,517	4,432
流動負債合計	338	475	651	687	750
長期負債合計	108	41	3	614	740
負債合計	446	516	654	1,301	1,491
少數股東權益	11	12	13	9	12
股東權益合計	1,387	1,703	2,359	2,216	2,942
負債和股東權益總計	1,833	2,218	3,013	3,517	4,432

附三：合併現金流量表

(人民幣百萬元)	2,012	2,013	2,014	2015E	2016E
經營活動所得現金淨額	732	609	410	462	488
投資活動所用現金淨額	-489	-144	-259	-306	-346
融資活動所得現金淨額	229	-34	426	444	487
現金及現金等價物淨增加額	576	557	689	599	629

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，及其分公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之數據和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。