

2015年12月29日

闫永正  
C0061@capital.com.tw  
目标价(元)

24元

## 红日药业(300026.SZ)

Buy 买入

布局肿瘤免疫治疗，切入精准医疗领域

### 公司基本信息

|                  |                              |
|------------------|------------------------------|
| A 股价(2015/12/29) | 21.59                        |
| 深证成指(2015/12/24) | 12932.37                     |
| 股价 12 个月高/低      | 36.18/15.79                  |
| 总发行股数(百万)        | 1004.81                      |
| A 股数(百万)         | 655.81                       |
| A 市值(亿元)         | 214.13                       |
| 主要股东             | 天津大通投资集团<br>有限公司<br>(21.17%) |
| 每股净值(元)          | 5.22                         |
| 股价/账面净值          | 4.08                         |
| A 股价(2015/12/24) | 21.31                        |
|                  | 一个月 三个月 一年                   |
| 股价涨跌(%)          | 2.4 30.7 28.2                |

### 近期评等

| 出刊日期      | 前日收盘  | 评等 |
|-----------|-------|----|
| 2014-6-29 | 19.45 | 买入 |
| 2015-5-24 | 23.85 | 买入 |

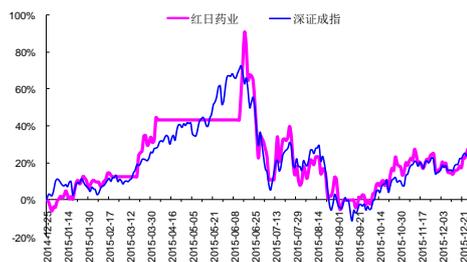
### 产品组合

|           |       |
|-----------|-------|
| 血必净注射液    | 47.8% |
| 中药配方颗粒    | 40.4% |
| 盐酸法舒地尔注射液 | 8.2%  |

### 机构投资者占流通 A 股比例

|      |       |
|------|-------|
| 基金   | 37.8% |
| 一般法人 | 33.9% |

### 股价相对大盘走势



### 事件:

公司公告，于2015年12月18日与中国医学科学院药物研究所签署协议，拟共同建立肿瘤免疫治疗药物创新平台。这标志着公司产学研结合模式的肿瘤免疫治疗方向的药物创新平台正式成立，实现了公司“着眼2020年，研究集团资源布局、搭建科研承接平台”这一战略经营主题。

### 点评:

肿瘤免疫治疗药物创新平台的建立开创了公司创新药物合作的新模式，公司选择中国医科院药物研究所为依托进行创新药物的研发，让药物所在创新药物的早期研究中起到巨大的支撑作用，而公司发挥技术转移和成果孵化的作用，同时在创新药物研发中的临床阶段承担重大作用。平台共建一次性投入较低，但公司最终通过技术转移、资本市场操作等途径，促使创新药物研发成果从上游向下游过渡，实现企业和科研院所的双赢。既可以帮助公司规避早起研发的不确定性，又可以帮助科研单位实现成果快速产业化。

■ **中药配方颗粒市场空间巨大，长期增长确定性高：**2006-2014 年康仁堂中药配方颗粒复合增长率高达 55%，2014 年单品销售已突破 12 亿元，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。公司拥有产能、品牌等先发优势，有望在中长期保持高速增长，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 10% 以上稳定增速。

■ **外延并购注入增长新动力：**2015 年 11 月公司已完成 15.69 亿元购买超思股份及展望药业 100% 股份的过户手续。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。

■ **盈利预计：**我们预计 2015 年/2016 年公司分别实现净利润 5.68 亿元 (YOY+26.96%) /7.23 亿元 (YOY+27.46%)，EPS 分别为 0.62 元/0.79 元，对应 2015 年/2016 年 PE 分别为 34 倍/26 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 24 元(2016 PE 30X)

| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2012   | 2013   | 2014    | 2015E   | 2016E  |
|-----------------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 231    | 340    | 447     | 568     | 723    |
| 同比增减            | %       | 89.14% | 46.93% | 31.65%  | 26.96%  | 27.46% |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 1.00   | 0.91   | 0.78    | 0.62    | 0.79   |
| 同比增减            | %       | 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%  |

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 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额    | 1,229 | 2,097 | 2,864 | 3,350 | 4,020 |
| 经营成本   | 244   | 318   | 467   | 570   | 683   |
| 主营业务利润 | 986   | 1,779 | 2,396 | 2,781 | 3,337 |
| 销售费用   | 520   | 1,133 | 1,579 | 1,776 | 2,091 |
| 管理费用   | 129   | 208   | 270   | 308   | 362   |
| 财务费用   | -7    | -1    | -1    | -2    | -2    |
| 营业利润   | 309   | 386   | 489   | 624   | 797   |
| 补贴收入   | 8     | 26    | 38    | 47    | 58    |
| 税前利润   | 308   | 401   | 519   | 663   | 845   |
| 所得税    | 48    | 60    | 70    | 93    | 118   |
| 少数股东损益 | 30    | 1     | 2     | 2     | 3     |
| 净利润    | 231   | 340   | 447   | 568   | 723   |

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   | 1,000 | 1,629 |
| 存货净额        | 112   | 211   | 323   | 369   | 442   |
| 应收帐款净额      | 356   | 669   | 1,026 | 1,005 | 1,206 |
| 流动资产合计      | 980   | 1,309 | 1,981 | 2,447 | 3,352 |
| 长期投资净额      | 12    | 63    | 8     | 0     | 0     |
| 固定资产合计      | 3     | 3     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产及其他资产合计 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资产总计        | 1,190 | 1,598 | 2,407 | 3,517 | 4,432 |
| 流动负债合计      | 338   | 475   | 651   | 687   | 750   |
| 长期负债合计      | 108   | 41    | 3     | 614   | 740   |
| 负债合计        | 446   | 516   | 654   | 1,301 | 1,491 |
| 少数股东权益      | 11    | 12    | 13    | 9     | 12    |
| 股东权益合计      | 1,387 | 1,703 | 2,359 | 2,216 | 2,942 |
| 负债和股东权益总计   | 1,833 | 2,218 | 3,013 | 3,517 | 4,432 |

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   | 462   | 488   |
| 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   | 599   | 629   |

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证证券(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。