

# 打造中医健康平台，药辅业务值得关注

## ——红日药业（300026）中报点评

红日药业(300026.SZ)

**推荐** 维持评级

核心观点:

### 1. 事件

公司发布中期报告。2016H1，公司实现营业收入 174,679.47 万元，同比增长 19.62%；实现归属于上市公司股东的净利润 311,42.14 万元，同比增长 25.70%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 281,24.66 万元，同比增长 15.11%；实现 EPS 0.31 元，同比增长 10.71%。分红预案，10 转 20。

公司 2016Q2 实现营业收入 88,948.13 万元，同比增长 4.56%，环比增长 3.75%。实现归属净利 18,627.18 万元，同比增长 16.73%，环比增长 48.84%；实现 EPS 0.18 元。

上半年营收增长主要由超思、展望以及配方颗粒组成，其他产品由于政策原因收入有所下降。

### 2. 我们的分析与判断

#### （一）药品营收受政策影响，配方颗粒按预期增长

拆分来看，成品药实现销售收入 57,034.65 万元，同比下降 24.94%；中药配方颗粒实现销售收入 87,329.63 万元，同比增长 26.75%；由于报告期内合并范围，医疗器械实现销售收入 11,477.73 万元，同比增长 922.44%；新增辅料及原料药收入 16,724.05 万元，毛利率 32%。

**成品药销售收入下降系受两票制、医保控费等多重政策因素影响。**公司自 2012 年以来完成了大部分商业渠道改革，仅对原有的大型代理商保留原有合作模式。2015 年下半年，医药行业政策呈现加快释放态势，以合理用药、总体控费为核心的政策首先影响行业总体，同时两票制加强了对商业流通链条合规性的管理。公司将商业归拢至主流渠道，严控对小型商业发货。因此血必净注射液实现营收 50,134.53 万元，同比下降 18.42%。**在需求端，终端市场需求量稳步增长，增速将维持在 8% 左右。**虽然短期内销售渠道的切换对销量有所影响，但是以血必净为代表的药品业务有望在后医改时代依托公司在医学循证和药物经济学上取得的进展，再次迎来稳步发展。

**配方颗粒维持稳定增长，未来市场空间巨大。**公司正在对政策放开做出积极的应对措施，就产品标准和全产业链均做出调整，同时新建厂房扩大产能，预计 17 年可投入生产。对配方颗粒的产品源头、控制和标准均在进一步制定和完善。配方颗粒对饮片和中成药具有替代作用，未来市场空间巨大。

#### （二）开设中医生集团，打造健康管理平台

医珍堂有专家，有产品，有模式，致力打造精品中医连锁机构。2016 年 6 月，公司成立中医生集团，并推出中医全疗程诊疗服务

### 分析师

李平祝

: 010-83574546

: lipingzhu@chinastock.com.cn

职业资格证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

王晓琦 010-66568589

(wangxiaoqi@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息。

### 市场数据

2016-08-26

A 股收盘价(元)	20.22
A 股一年内最高价(元)	22.00
A 股一年内最低价(元)	12.16
上证指数	3070.31
市盈率	37.94
总股本(万股)	100379.88
实际流通 A 股(万股)	71038.33
限售的流通 A 股(万股)	29341.55
流通 A 股市值(亿元)	143.64

### 相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

### 相关研究

相关研究

机构“医珍堂”，正式进军医疗健康领域。中医生集团股权由红日药业和 75 位老中医共同组成。不仅通过股权提升了中医生的积极性，而且治疗品质有保证且市场拓展能力强大。名中医可以传授手艺培养中医人才、传承中医文化，进而提升医疗服务质量，有利于医珍堂的全国连锁布局；同时，由于配方颗粒拥有质量可控、服务方便、疗效肯定等市场属性，结合中医药产业的回归，未来市场增速将维持在 30% 左右；此外，医珍堂采取“1+1”的精细化诊疗模式，即一名私人医生加一个名医大家的方式，病人平时身体养护问题由私人医生解决，疑难杂症则由名医大家解决。近年来人群对身体养护和精品中医药需求愈加旺盛，未来医珍堂的战略将逐渐形成以配方颗粒销售区域为中心，选择中医药用量大和中医生资源相对集中的省市，通过自建或并购的方式实现精品中医连锁机构。

随着医改持续深入，互联网技术平台在健康需求信息交互，以及分级、远程诊疗体系的搭建中将发挥重要作用。公司整合内部资源，打造了线上的红康云健康管理平台，结合线下医珍堂全国连锁布局，医疗与互联网健康管理有望成为公司新的增长点。

### （三）药用辅料业务未来可期

公司目前正打造辅料板块，希望通过对标国际标准不断优化产品线结构，提高产品质量。关联审批的实施将药用辅料与主药提升到同等重要的地位，药用辅料行业将进入质量和技术双驱动的新型发展阶段。子公司展望药业，万泰辅料在药用辅料领域有着长期的技术积累和行业口碑。展望药业上半年实现营收 1.7 亿，同比增长 18.74%，净利润可观。万泰系国内第一家做聚丙烯酸树脂的生产商，在药辅细分行业中占比达 60%。

### （四）肝素产品未来空间巨大

公司未来在肝素产品未来增长空间巨大。之前一直受制于原料药的存量和成本问题。公司上半年收购湖北亿诺瑞，亿诺瑞系专注于肝素钠、低分子肝素系列原料药研发生产的生物制药企业，是国内肝素行业唯一拥有从猪小肠加工、粘膜肝素到原料药完整产业链的企业，也是实现分级低分子肝素原料药系列品种产业化的企业。未来将会开发一系列的肝素产品。

### （五）积极布局医疗电子行业

超思电子拥有全球化运营能力，其渠道、研发资源遍布全球。上半年超思实现营收 1.01 亿，主要来自海外市场，同比增长 2%，净利润有所下滑，系研发投入较大导致。超思希望巩固其海外优势市场，补充产品线；同时顺应国内的分级诊疗政策和个人健康消费升级趋势，面向基层医疗需求和家庭健康需求，获得新的增长点。

## 3. 投资建议

预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.71、0.86 和 1.05 元，对应 PE 分别为 29、24 和 20 倍。短期来看，公司主营产品配方颗粒和血必净注射液增速稳定。长期来看，公司积极布局的中医连锁医珍堂+线上健康诊疗平台符合国家对中医药产业的政策扶持，公司的药辅业务在关联审评的政策监管下也将获得发展机会。维持“推荐”评级。

## 4. 风险提示

行业政策影响药品销售上量，药品价格承受降价压力，配方颗粒

市场放开后竞争激烈。

附表 1. 主要财务指标

指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2097.20	2863.56	3348.25	4001.65	4820.83	5847.84
营业收入增长率	0.71	0.37	0.17	0.20	0.20	0.21
净利润 (百万元)	339.54	447.01	534.90	714.92	865.25	1049.22
净利润增长率	0.47	0.32	0.20	0.34	0.21	0.21
EPS (元)	0.34	0.45	0.53	0.71	0.86	1.05
P/E	60.46	45.92	38.38	28.71	23.72	19.56
P/B	12.14	8.75	3.90	3.47	3.06	2.68
EV/EBITDA	16.70	20.12	29.24	19.21	16.95	12.74

资料来源: 中国银河证券研究部

附表 2: 公司财务报表 (百万元)

报表预测 (百万元)						
利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2097.20	2863.56	3348.25	4001.65	4820.83	5847.84
减: 营业成本	317.84	467.25	578.72	600.25	723.12	877.18
营业税金及附加	35.09	47.97	57.75	69.02	83.15	100.87
营业费用	1132.90	1579.20	1804.44	2156.57	2598.04	3151.52
管理费用	207.82	270.30	308.20	368.34	443.74	538.27
财务费用	-0.53	-1.31	-10.71	-35.71	-47.71	-57.44
资产减值损失	16.86	20.25	42.64	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-1.21	8.60	11.95	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	386.01	488.49	579.16	843.18	1020.48	1237.44
加: 其他非经营损益	14.84	30.89	39.44	0.00	0.00	0.00
利润总额	400.85	519.38	618.60	843.18	1020.48	1237.44
减: 所得税	59.95	70.45	82.37	126.48	153.07	185.62
净利润	340.90	448.94	536.23	716.70	867.41	1051.83
减: 少数股东损益	1.36	1.92	1.33	1.78	2.15	2.61
归属母公司股东净利润	339.54	447.01	534.90	714.92	865.25	1049.22
资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	299.61	463.64	1250.75	2644.22	1622.22	3509.04315
应收和预付款项	694.53	1063.42	1848.71	688.97	2368.20	1340.26
存货	211.22	322.70	392.79	282.11	530.95	455.32
其他流动资产	0.00	0.00	3.85	3.85	3.85	3.85
长期股权投资	63.19	8.08	8.56	8.56	8.56	8.56
投资性房地产	2.98	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	706.47	749.15	1125.69	1206.64	1278.05	1339.92
无形资产和开发支出	112.86	185.14	1562.98	1605.10	1636.90	1658.37
其他非流动资产	13.95	87.12	91.19	86.75	82.31	82.31
资产总计	2104.81	2879.24	6284.52	6526.21	7531.04	8397.63
短期借款	29.40	177.40	294.63	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	301.58	324.78	678.02	562.57	778.59	688.65
长期借款	18.50	0.00	5.00	5.00	5.00	5.00
其他负债	52.73	18.50	17.00	17.00	17.00	17.00
负债合计	402.22	520.68	994.65	584.57	800.59	710.65
股本	373.97	574.10	1004.81	1004.81	1004.81	1004.81
资本公积	450.43	496.70	2515.33	2515.33	2515.33	2515.33
留存收益	866.21	1275.02	1749.13	2399.12	3185.78	4139.70
归属母公司股东权益	1690.62	2345.81	5269.28	5919.26	6705.93	7659.84
少数股东权益	11.98	12.74	20.60	22.37	24.53	27.14
股东权益合计	1702.59	2358.56	5289.87	5941.64	6730.45	7686.98
负债和股东权益合计	2104.81	2879.24	6284.52	6526.21	7531.04	8397.63

现金流量表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	143.89	150.21	119.62	1962.18	-746.27	2169.54
投资性现金净流量	-187.98	-154.47	-122.89	-244.85	-244.85	-244.85
筹资性现金净流量	-63.25	221.79	841.89	-323.86	-30.88	-37.86
现金流量净额	-107.35	217.53	839.29	1393.48	-1022.00	1886.82

资料来源：中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**李平祝，医药行业分析师。** 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn