

2022年06月29日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

红日药业(300026): 国标改革下配方颗粒迎来发展新机遇

推荐 (首次)

投资要点

分析师: 傅鸿浩

执业证书编号: S1050521120004

邮箱: fuhh@cfsc.com.cn

联系人: 俞家宁

执业证书编号: S1050122040006

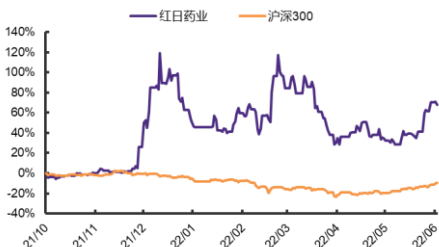
邮箱: yujn@cfsc.com.cn

基本数据

2022-06-28

当前股价(元)	7.06
总市值(亿元)	212.1
总股本(百万股)	3,004.2
流通股本(百万股)	2,682.0
52周价格范围(元)	3.96-9.9
日均成交额(百万元)	907.8

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

■ 配方颗粒试点结束, 行业发展迎来新机遇

相对传统中药饮片, 中药配方颗粒具有质量稳定、可控、服用方便等优点, 经过国家长期的政策引导与扶持下逐步规范化。2021年11月国家中药配方颗粒试点结束, 意味中药配方颗粒生产销售限制放开。国标推出后销售范围拓宽至基层终端市场, 由原二级及以上中医医院(综合医院)调整为经审批或备案能够提供中医药服务的医疗机构, 更加符合日常中药消费场景, 扩容了市场空间。随着国标政策执行、配方颗粒进入省级平台挂网, 未来预计配方颗粒有望进入更多省级医保名单, 提高了进入国家医保体系的机会, 从而提高患者消费意愿, 增强支付能力。

■ 中药配方颗粒试点排头兵, 先发优势与产业链优势明显。

新国标的推出在质量控制、生产工艺、成本管控、原材料追溯等多维度都对中药配方颗粒企业提出了更高的要求, 多维度筑起更高的行业护城河。因此, 深耕行业, 具有完整产业链和质控体系的龙头企业将具备优势。后发者在生产、销售环节短时间将难以赶超。红日药业成立于1996年, 作为最早中药配方颗粒国家试点的6家企业之一, 不断夯实品种数量、生产质量, 持续布局产业链, 并且在销售渠道方面具备先发优势。

■ 成品药、医疗器械贡献增长新动能

公司成品药拳头产品为血必净注射液, 为目前国内唯一经国家药品监督管理局批准的治疗脓毒症、多脏器功能失常综合征和危重型新冠肺炎的国家二类新药, 其优异的治疗数据被发表在国际危重症医学领域顶级期刊《重症医学》和《中华危重病急救医学》等多个重磅期刊中, 显示治疗效果明确。2021年, 血必净注射液通过了医保续约, 被纳入《2021版国家医保药品目录》, 市场空间有望持续拓展。同时, 公司亦有多个新药在研, 包括两个一类新药, 预计3-5年将陆续落地。公司亦布局医疗器械赛道, 公司全资子公司超思电子主要产品以电子医疗器械为主, 包括血氧系列、家用健康和基层医疗等多领域单参数或多参数新型电子医疗产品, 产品销往北美、欧洲等地区。其中血氧仪、创新便携血氧仪为公司目前主要发力点, 未来将依托超思血氧系列产品打造家用健康+基层医疗模式。公司未来将重点布局国内市场, 我们认为在国内人口老龄化、慢性呼吸道疾病的发病率不断上升

的趋势有望带动市场规模持续增长。

■ 持续推进全产业链布局，布局原辅料领域

三大子公司战略布局原辅料领域，打造行业优势。1) 公司全资子公司展望药业的销售始于1950年，主要产品包括药用辅料、原料药和食品添加剂三大系列，其中包括23个主导辅料产品、9个原料药产品和7个食品添加剂。展望药业先后通过了美国FDA和欧盟COS认证等多个国际与国内认证，销售网络遍布全球。2) 公司控股子公司亿诺瑞专注于肝素钠、低分子肝素系列原料药研发生产，拥有从猪小肠加工、粘膜肝素到原料药完整产业链，同时实现了分级低分子肝素原料药系列品种产业化，依诺肝素钠原料药已通过国内注册，有望加速国产替代，与母公司现有制剂产品形成互补，是湖北省第一批专精特新“小巨人”企业。3) 公司控股孙公司万泰辅料专注药用辅料制造，是为数不多早年便从事聚丙烯酸树脂系列产品制造的企业之一。公司聚丙烯酸树脂系列产品荣获国内多项殊荣并承担《中国药典》2020年版聚丙烯酸树脂II、聚丙烯酸树脂III和聚丙烯酸树脂IV产品国家标准准修订项目。

■ 盈利预测

公司作为国内中药配方颗粒最早一批的6家配方颗粒试点企业之一，有望享受政策红利。同时，公司积极拓宽产品管线，在成品药、医疗器械、原辅料等方面均有布局，打造多重增长点，有望迎来快速增长期。预测公司2022-2024年收入分别为89.24、107.54、127.33亿元，EPS分别为0.31、0.41、0.51元，当前股价对应PE分别为22.6、17.2、14.0倍，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

集采或中标价格变动风险、海外业务受汇率波动影响、新药研发失败风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	7,671	8,924	10,754	12,733
增长率（%）	18.2%	16.3%	20.5%	18.4%
归母净利润（百万元）	687	940	1,236	1,518
增长率（%）	19.9%	36.8%	31.5%	22.9%
摊薄每股收益（元）	0.23	0.31	0.41	0.51
ROE（%）	8.6%	10.9%	12.9%	14.2%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:					营业收入	7,671	8,924	10,754	12,733
现金及现金等价物	1,316	1,381	1,334	1,372	营业成本	3,227	3,775	4,470	5,328
应收款	3,567	4,150	5,002	5,922	营业税金及附加	76	89	107	127
存货	1,305	1,562	1,850	2,205	销售费用	2,616	3,034	3,549	4,074
其他流动资产	618	719	867	1,026	管理费用	451	535	721	891
流动资产合计	6,806	7,813	9,053	10,526	财务费用	56	78	79	78
非流动资产:					研发费用	203	241	290	344
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	3,327	3,888	4,638	5,388
固定资产	2,550	2,520	2,408	2,269	资产减值损失	-88	-10	-10	-10
在建工程	233	93	37	15	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	314	298	282	267	投资收益	-23	8	8	8
长期股权投资	24	24	24	24	营业利润	875	1,189	1,557	1,908
其他非流动资产	1,680	1,680	1,680	1,680	加: 营业外收入	15	15	15	15
非流动资产合计	4,801	4,615	4,432	4,256	减: 营业外支出	36	36	36	36
资产总计	11,607	12,428	13,484	14,782	利润总额	854	1,168	1,536	1,887
流动负债:					所得税费用	183	251	330	405
短期借款	294	294	294	294	净利润	671	917	1,206	1,482
应付账款、票据	605	724	858	1,023	少数股东损益	-16	-23	-30	-36
其他流动负债	1,159	1,159	1,159	1,159	归母净利润	687	940	1,236	1,518
流动负债合计	2,058	2,178	2,311	2,476					
非流动负债:					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	1,458	1,458	1,458	1,458	成长性				
其他非流动负债	139	139	139	139	营业收入增长率	18.2%	16.3%	20.5%	18.4%
非流动负债合计	1,597	1,597	1,597	1,597	归母净利润增长率	19.9%	36.8%	31.5%	22.9%
负债合计	3,655	3,774	3,908	4,073	盈利能力				
所有者权益					毛利率	57.9%	57.7%	58.4%	58.2%
股本	3,004	3,004	3,004	3,004	四项费用/营收	43.4%	43.6%	43.1%	42.3%
股东权益	7,952	8,654	9,576	10,709	净利率	8.7%	10.3%	11.2%	11.6%
负债和所有者权益	11,607	12,428	13,484	14,782	ROE	8.6%	10.9%	12.9%	14.2%
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
净利润	671	917	1206	1482	资产负债率	31.5%	30.4%	29.0%	27.6%
少数股东权益	-16	-23	-30	-36	营运能力				
折旧摊销	214	186	183	175	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9
公允价值变动	0	0	0	0	应收账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.2
营运资金变动	-477	-822	-1153	-1270	存货周转率	2.5	2.5	2.5	2.5
经营活动现金净流量	392	259	206	350	每股数据 (元/股)				
投资活动现金净流量	-642	170	168	161	EPS	0.23	0.31	0.41	0.51
筹资活动现金净流量	316	-216	-284	-349	P/E	30.9	22.6	17.2	14.0
现金流量净额	65	213	90	162	P/S	2.8	2.4	2.0	1.7
					P/B	2.7	2.5	2.2	2.0

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 医药组介绍

俞家宁：康奈尔大学硕士，2022年4月加盟华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%--- (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务

状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。