

2024年04月29日

**买入（维持）**

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

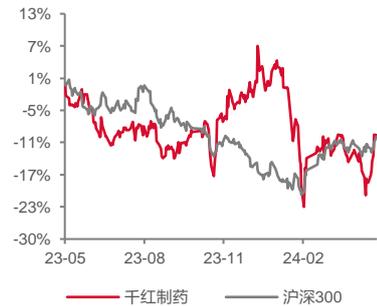
wkw@longone.com.cn

联系人

付婷

futing@longone.com.cn

数据日期	2024/04/29
收盘价	5.18
总股本(万股)	127,980
流通A股/B股(万股)	91,023/0
资产负债率(%)	10.83%
市净率(倍)	2.72
净资产收益率(加权)	4.31
12个月内最高/最低价	6.34/4.20



干红制药（002550）：深耕肝素全产业链，创新布局未来可期——公司深度报告 2024.03.05

# 干红制药（002550）：肝素原料药有望触底反弹，创新研发顺利推进

——公司简评报告

## 投资要点

- 2023年业绩短期承压。**2023年公司实现营业收入18.14亿元，同比下降21.24%，归母净利润1.82亿元，同比下降43.77%，扣非归母净利润1.43亿元，同比下降44.43%。报告期内，公司原料药营收6.92亿，同比下降38.03%，毛利率13.37%，同比减少0.82pp。2023年业绩下滑主要是肝素原料药行业面临企业去库存、需求大幅下滑，肝素原料药出口价格和数量均大幅下降所致。
- 肝素原料药将触底反弹，毛利率有望显著提升。**1) 肝素原料药存在周期属性，截至2024年3月，肝素价格已回落至3833美元/kg，与2016年的肝素价格水平基本持平，已处于肝素周期底部区间，2024年Q1肝素累计出口42.8吨，同比增长18.67%，供需关系持续改善，2024年有望逐渐开启新一轮肝素价格上行周期。2024年Q1公司营收4.61亿元，同比下降24.19%，归母净利润1.04亿元，同比增长21.13%，销售毛利率和净利率分别为53.14%（+13.89pp）、21.98%（+8.24pp），肝素原料药上游原材料成本降低，毛利率提升明显。公司肝素原料药无库存压力，预计未来原料药板块毛利率有望显著提升。2) 公司与牧原股份合作成立河南干牧，打造高端肝素原料药，河南干牧建立从养殖到屠宰到加工的现代化一条龙生产线，预计2024年底投产，为公司提供充足的肝素上游原材料，保证产业链高质量溯源能力，有望进入原研产业链，不断提升利润空间。
- 依诺肝素制剂集采放量，蛋白酶类产品积极开拓市场。**2023年公司制剂板块实现收入11.15亿元，同比下降5.67%。肝素钠封管注射液自上市以来销售额实现快速增长，有望成为普通肝素钠制剂的新增长点。目前公司依诺肝素钠注射液市占率较低，2023年4月第八批全国集采公司依诺肝素钠注射液中标，有望借助集采放量提升市占率，公司中标价格较高，利润空间仍较大。公司胰激肽原酶在样本医院销售额占比第一，市占率维持在80%以上，适应症广泛，终端用户粘性强。针剂是独家产品，竞争优势明显，呈快速增长态势。复方消化酶在样本医院销售额占比居第二，目前已与拜耳达成合作协议，借助拜耳销售团队将加速OTC市场的拓展，有望成为公司又一大单品。
- 创新研发投入持续加大。**2023年公司研发费用率5.35%（+1.52pp），创新研发投入持续加大。QHRD107（CDK9抑制剂）是公司自主研发的治疗AML的创新药，II期临床进展顺利，国内靶点进度领先，口服剂型安全性好，市场竞争格局良好，预计未来有望凭借良好的临床数据申请附条件上市。QHRD110（CDK4/6抑制剂），已基本在澳洲完成I期临床，近期将在国内开展临床桥接试验，该品种能突破血脑屏障，相比国内同类产品，公司差异化布局脑胶质瘤适应症。此外，公司还有针对急性缺血性脑卒中、生长激素缺乏症等多个适应症的在研产品稳步推进中，未来有望开拓公司第二增长曲线。
- 投资建议：**综合考虑肝素原料药将开启价格上行周期，公司低分子肝素钠有望快速放量，研发管线顺利推进，我们维持公司2024-2025年的盈利预测，新增2026年的预测，预计2024-2026年营收分别为20.50/24.22/27.32亿元，归母净利润分别为3.22/3.95/4.63亿元，对应EPS分别为0.25/0.31/0.36元，对应PE分别为20.61/16.79/14.32，维持“买入”评级。
- 风险提示：**肝素价格波动风险；药品销售不及预期风险；药品研发不及预期风险。

## 盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,875	2,304	1,814	2,050	2,422	2,732
增长率 (%)	12.43%	22.86%	-21.24%	13.00%	18.11%	12.81%
归母净利润 (百万元)	181	323	182	322	395	463
增长率 (%)	237.16%	78.60%	-43.77%	76.90%	22.70%	17.24%
EPS (元/股)	0.15	0.25	0.14	0.25	0.31	0.36
市盈率 (P/E)	32.20	25.04	42.00	20.61	16.79	14.32
市净率 (P/B)	2.91	3.27	3.07	2.39	2.09	1.83

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至2024年4月29日收盘）

## 附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,814	2,050	2,422	2,732	货币资金	576	762	938	1,222
%同比增速	-21%	13%	18%	13%	交易性金融资产	72	72	72	72
营业成本	1,029	1,149	1,346	1,500	应收账款及应收票据	232	490	565	622
毛利	785	901	1,075	1,232	存货	602	415	479	525
%营业收入	43%	44%	44%	45%	预付账款	4	20	20	20
税金及附加	20	21	24	27	其他流动资产	140	65	72	77
%营业收入	1%	1%	1%	1%	流动资产合计	1,626	1,824	2,145	2,537
销售费用	394	369	412	459	长期股权投资	6	6	6	6
%营业收入	22%	18%	17%	17%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	132	115	133	150	固定资产合计	553	574	611	654
%营业收入	7%	6%	6%	6%	无形资产	113	107	102	98
研发费用	97	81	97	115	商誉	11	11	11	11
%营业收入	5%	4%	4%	4%	递延所得税资产	91	93	93	93
财务费用	-6	-7	-9	-12	其他非流动资产	366	453	514	563
%营业收入	0%	0%	0%	0%	<b>资产总计</b>	<b>2,766</b>	<b>3,069</b>	<b>3,483</b>	<b>3,961</b>
资产减值损失	-20	0	0	0	短期借款	56	66	76	86
信用减值损失	17	0	0	0	应付票据及应付账款	41	26	22	17
其他收益	24	16	12	14	预收账款	0	0	0	0
投资收益	8	10	0	0	应付职工薪酬	39	28	30	30
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	6	2	2	2
公允价值变动收益	1	0	0	0	其他流动负债	64	61	63	64
资产处置收益	25	21	24	27	流动负债合计	206	182	193	199
<b>营业利润</b>	<b>204</b>	<b>369</b>	<b>455</b>	<b>533</b>	长期借款	0	0	0	0
%营业收入	11%	18%	19%	20%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	-1	1	-1	-1	递延所得税负债	5	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>204</b>	<b>370</b>	<b>454</b>	<b>532</b>	其他非流动负债	82	83	83	83
%营业收入	11%	18%	19%	19%	<b>负债合计</b>	<b>292</b>	<b>270</b>	<b>281</b>	<b>286</b>
所得税费用	25	41	50	59	归属于母公司的所有者权益	2,455	2,773	3,168	3,631
净利润	179	329	403	473	少数股东权益	19	26	34	44
%营业收入	10%	16%	17%	17%	<b>股东权益</b>	<b>2,474</b>	<b>2,799</b>	<b>3,202</b>	<b>3,675</b>
归属于母公司的净利	182	322	395	463	<b>负债及股东权益</b>	<b>2,766</b>	<b>3,069</b>	<b>3,483</b>	<b>3,961</b>
%同比增速	-44%	77%	23%	17%					
少数股东损益	-3	7	8	10					
EPS (元/股)	0.14	0.25	0.31	0.36					

现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	533	269	326	432
投资	-105	-50	-50	-50
资本性支出	-68	-111	-108	-106
其他	-3	72	0	0
投资活动现金流净额	-175	-89	-158	-156
债权融资	-44	10	10	10
股权融资	43	0	0	0
支付股利及利息	-159	-2	-2	-2
其他	-30	0	0	0
筹资活动现金流净额	-191	8	8	8
现金净流量	166	186	175	284

基本指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.14	0.25	0.31	0.36
BVPS	1.92	2.17	2.48	2.84
PE	42.00	20.61	16.79	14.32
PEG	—	0.27	0.74	0.83
PB	3.07	2.39	2.09	1.83
EV/EBITDA	28.65	13.32	10.82	8.93
ROE	7%	12%	12%	13%
ROIC	6%	11%	12%	12%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至2024年4月29日）

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089