

研究所  
 证券分析师: 周小刚 S0350521090002  
 zhouxg@ghzq.com.cn  
 联系人: 赵宁宁 S0350120070040  
 zhaonn@ghzq.com.cn

## 业绩短期承压，期待配方颗粒销售恢复

### ——红日药业（300026）2023年一季报点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
红日药业	-3.8%	-4.2%	6.2%
沪深300	0.7%	-3.6%	2.8%

#### 市场数据

当前价格(元)	5.76
52周价格区间(元)	4.87-7.95
总市值(百万)	17,303.93
流通市值(百万)	15,572.88
总股本(万股)	300,415.48
流通股本(万股)	270,362.44
日均成交额(百万)	293.62
近一月换手(%)	1.69

#### 相关报告

- 《——红日药业（300026）业绩快报点评：中药配方颗粒标准数目持续增加，期待业绩弹性（买入）\*中药II\*周小刚》——2023-03-01
- 《——红日药业（300026）三季报点评：国标切换影响短期业绩，期待配方颗粒长期成长（买入）\*医药生物\*周小刚》——2022-10-26
- 《——红日药业（300026）点评报告：业绩基本符合预期，期待配方颗粒国标实施后的成长性（买入）\*中药II\*周小刚》——2022-08-30

#### 事件：

红日药业发布 2023 年一季报：2023 年一季度，公司实现营收 16.59 亿元（同比-4.23%），归母净利润 1.75 亿元（同比-26.35%），扣非归母净利润 1.57 亿元（同比-22.74%）。

#### 投资要点：

■ 一季度收入端符合预期，利润端略低于预期。公司 2023Q1 实现收入 16.59 亿元（同比-4.23%），归母净利润 1.75 亿元（同比-26.35%），扣非归母净利润 1.57 亿元（同比-22.74%）。我们预计一季度配方颗粒收入同比下滑，血氧仪和血必净受益疫情预计收入弹性较高。1）配方颗粒国标品种不全；2）由于去年初配方颗粒国标切换处于早期，我们预计公司 2022Q1 配方颗粒发货相对较高，使得一季度配方颗粒业绩仍然存在压力，并带来整体利润端下滑。

■ 我们预计公司毛利率变化主要受到产品结构变化影响，净利率下滑主要因配方颗粒业务短期压力。2023 年一季度公司销售/管理费用率分别为 34.67%/6.65%，分别同比增加 4.41/1.18 个百分点。一季度公司毛利率为 57.07%，同比增加 2.62 个百分点，净利率为 10.78%，同比下滑 3.06 个百分点。

期待配方颗粒下半年的业绩高弹性。配方颗粒品种不全的限制仍然存在，但是新开发医疗终端将陆续贡献增量。从品种数目来看，2023 年 2 月初，药典委公告新增正式颁布 48 个国标品种，我们预计随着备案完成将能尽快投入销售。同时随着国标品种数目增加和切换，我们预计部分地区的省标保护和企标销售带来的负面影响会逐渐被削弱，对于龙头企业的利好会逐步显现。

■ 盈利预测和投资评级 考虑到当下配方颗粒国标进展较慢影响正常销售，我们调整公司 2023-2025 年 EPS 为 0.27/0.35/0.44 元，对应当前股价 PE 为 21.69/16.55/12.96 倍。由于品种数目不齐全，配方颗粒处方量短期仍然未恢复同期水平。长期来看，医保支持省份增加及销售终端的放开，促进中药配方颗粒行业扩容，看好配方颗粒国标实施后的长期市场空间，维持“买入”评级。

■ 风险提示 配方颗粒国标切换不及预期；公司经营不及预期；疫情影响业务运转；竞争加剧；宏观经济发展不及预期；医药政策风

险等。

预测指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6650	8138	9815	11936
增长率(%)	-13	22	21	22
归母净利润（百万元）	624	798	1046	1335
增长率(%)	-9	28	31	28
摊薄每股收益（元）	0.21	0.27	0.35	0.44
ROE(%)	8	9	11	13
P/E	27.05	21.69	16.55	12.96
P/B	2.06	1.95	1.79	1.62
P/S	2.57	2.13	1.76	1.45
EV/EBITDA	15.54	12.56	10.25	8.27

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：红日药业盈利预测表

证券代码:	300026				股价:	5.76		投资评级:	买入		日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	8%	9%	11%	13%	EPS	0.21	0.27	0.35	0.44				
毛利率	58%	59%	60%	61%	BVPS	2.76	2.96	3.22	3.55				
期间费率	42%	42%	42%	42%	<b>估值</b>								
销售净利率	9%	10%	11%	11%	P/E	27.05	21.69	16.55	12.96				
<b>成长能力</b>					P/B	2.06	1.95	1.79	1.62				
收入增长率	-13%	22%	21%	22%	P/S	2.57	2.13	1.76	1.45				
利润增长率	-9%	28%	31%	28%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
总资产周转率	0.53	0.61	0.66	0.73	营业收入	6650	8138	9815	11936				
应收账款周转率	1.97	2.28	2.28	2.28	营业成本	2811	3337	3942	4698				
存货周转率	3.00	3.61	3.69	3.78	营业税金及附加	62	77	93	113				
<b>偿债能力</b>					销售费用	2320	2848	3435	4177				
资产负债率	33%	33%	33%	33%	管理费用	435	529	638	776				
流动比	2.76	2.91	3.01	3.09	财务费用	54	67	71	78				
速动比	1.85	2.00	2.06	2.10	其他费用/(-收入)	237	285	344	418				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	713	919	1204	1538				
现金及现金等价物	1206	1612	1729	1745	营业外净收支	4	15	20	25				
应收款项	3443	3616	4367	5294	利润总额	716	934	1224	1563				
存货净额	2214	2256	2660	3158	所得税费用	95	140	184	234				
其他流动资产	5	6	7	8	净利润	621	794	1040	1329				
<b>流动资产合计</b>	<b>7385</b>	<b>8098</b>	<b>9459</b>	<b>11011</b>	少数股东损益	-3	-4	-5	-7				
固定资产	2724	2940	3015	3054	归属于母公司净利润	624	798	1046	1335				
在建工程	461	358	285	235	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
无形资产及其他	20	20	20	20	经营活动现金流	745	874	550	524				
长期股权投资	25	25	25	25	净利润	624	798	1046	1335				
<b>资产总计</b>	<b>12631</b>	<b>13430</b>	<b>14767</b>	<b>16280</b>	少数股东权益	-3	-4	-5	-7				
短期借款	231	331	331	431	折旧摊销	337	318	329	343				
应付款项	885	759	896	940	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-344	-462	-1076	-1477				
其他流动负债	16	17	19	22	投资活动现金流	-728	-386	-281	-275				
<b>流动负债合计</b>	<b>2678</b>	<b>2783</b>	<b>3140</b>	<b>3558</b>	资本支出	-770	-390	-285	-280				
长期借款及应付债券	1345	1445	1645	1745	长期投资	35	0	0	0				
其他长期负债	1	1	1	1	其他	0	0	0	0				
<b>长期负债合计</b>	<b>1490</b>	<b>1590</b>	<b>1790</b>	<b>1890</b>	筹资活动现金流	-151	-82	-153	-234				
<b>负债合计</b>	<b>4168</b>	<b>4373</b>	<b>4930</b>	<b>5448</b>	债务融资	98	200	200	200				
股本	3004	3004	3004	3004	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	8463	9057	9837	10831	其它	-2	-3	-4	-4				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12631</b>	<b>13430</b>	<b>14767</b>	<b>16280</b>	现金净增加额	-111	406	117	16				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有 5 年医药实业工作经验、7 年医药研究工作经验。

万鹏辉，中科院药物所药物化学硕士，3 年医药二级市场投研经验，主要覆盖 CXO 及软镜等板块。

林羽茜，悉尼大学数据分析硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2020 年加入国海证券，现从事医药行业研究，主要覆盖中药、生物药。

李明，北京大学金融科技硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务、眼科产业板块。

沈崇皓，华东师范大学药化硕士，3 年海外医药投研经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，北京大学药理学硕士，具有 1 年医疗实业工作经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

## 【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。