

# 红日药业（300026.SZ）

## 中药配方颗粒行业领先，药械全面发展

公司研究·深度报告

医药生物·中药

投资评级：增持（维持评级）

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

# 报告摘要：从中药产品制造商向大健康产业服务提供商转型



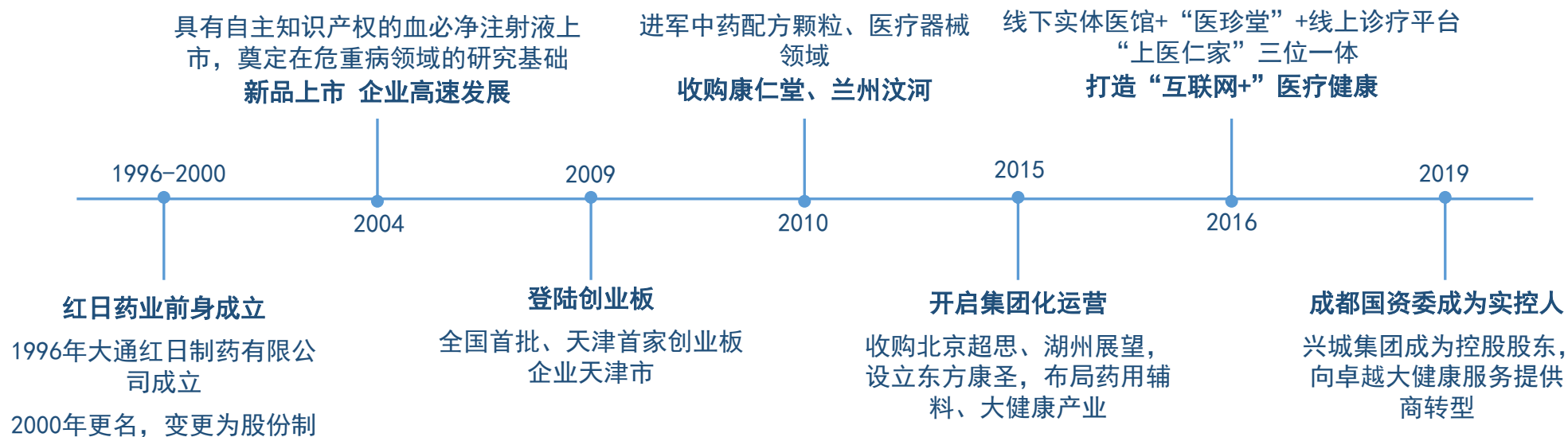
- **产品线丰富，全产业链布局。**公司以研发精药、生产良药为己任，专注重症领域、肿瘤及免疫、心脑血管、呼吸系统、神经退行性疾病领域的研究与创新，业务横跨成品药、中药配方颗粒及饮片、原辅料、医疗器械、医疗健康服务、药械智慧供应链等六大领域。随着业务领域拓展，公司从优秀中药产品制造商向卓越大健康产业服务提供商不断转型。
- **中药配方颗粒长期前景广阔，公司为行业龙头企业之一。**2021年11月试点结束后，配方颗粒的使用终端将由二级及其以上中医院拓展至所有具备中医执业资格的各级医疗机构，使用范围大大拓宽，叠加医保覆盖等支付端利好，行业有望迎来数倍增长空间。目前行业虽受限于品种数量短期受挫，但长期前景广阔。作为中药现代化的重要一步，配方颗粒标准化势不可挡，随着后续更多国标品种的颁布实施，配方颗粒行业将逐步恢复，有望于2023年迎来拐点，进入市场扩容的机遇期。公司作为中药配方颗粒行业龙头企业之一，有望持续受益。
- **成品药和医疗器械板块增长空间充足。**成品药方面，公司坚持自主创新为主、仿创结合的总体思路，持续加强创新及临床能力建设，具有独立知识产权的血必净注射液在脓毒症、重症新冠肺炎救治中具有明确疗效，且成功续约国谈，仍具有充足市场空间等待开拓，为业绩增长提供支撑；在研项目众多，新药上市有望进一步促进成品药业务发展。医疗器械方面，血氧系列产品在新冠疫情国际业务拓展顺利，在研产品储备丰富，国际渠道顺畅+后续新品上市，促进业务持续增长。综上，我们认为成品药和医疗器械板块仍具备充足增长空间。
- **原辅料、药械智慧供应链：业务发展稳定。**原辅料方面，俄乌战争对出口的影响有望逐渐减弱，客户粘性较强，预计原辅料业务未来将维持平稳增长。药械智慧供应链方面，短期受到高值耗材集采影响，公司通过积极调整业务发展方向，后续有望逐步趋于稳定。原辅料和药械智慧供应链板块合计占公司收入比重约为1-2成，业务有望维持稳定。
- **风险提示：疫情反复；配方颗粒推进及新品推出不及预期；商誉减值风险；竞争加剧风险**
- **投资建议：国标颁布势在必行，配方颗粒有望迎来恢复，维持“增持”评级。**2022年公司因配方颗粒品种数目不足业绩有所承压，从中长期维度来看，配方颗粒是中药现代化进程的重要一步，随着2023年国标的陆续出台，业务有望迎来同比拐点，迎来强势恢复。维持盈利预测，预计公司2022-2024年整体收入65.66/81.33/98.02亿元，同比增速-14.40%/23.87%/20.52%，归母净利润5.53/7.13/9.39亿元，同比增速-19.50%/+28.86%/+31.66%，当前股价对应PE=32/25/19x。综合绝对估值和相对估值，公司合理估值为6.74-7.30元，相较于当前股价有15.2%-24.7%溢价空间。公司是配方颗粒领先企业，业务横跨成品药、医疗器械、原辅料、药械智慧供应链等六大领域，增长稳健，随着配方颗粒业务恢复，带动业绩增长，维持“增持”评级。

- [ 01 ] 配方颗粒领先，各业务均衡发展
- [ 02 ] 配方颗粒：短期承压，长期前景广阔
- [ 03 ] 成品药、医疗器械：增长空间充足
- [ 04 ] 原辅料、药械智慧供应链：业务发展稳定
- [ 05 ] 财务分析、盈利预测
- [ 06 ] 估值和投资建议、风险提示

# 发展历程：从优秀中药产品制造商向卓越大健康服务提供商不断转型

- **中医药企业起家，努力成为中国医药领军者。**红日药业成立于1996年，中药企业起步，2004年推出具有自主知识产权的血必净注射液，以确切疗效显著降低了患者的病死率，奠定了在危重病领域的研究基础，逐步形成了创新产品群，企业进入高速发展阶段；2009年上市，实现资本驱动，成为全国首批、天津首家登录创业板的企业；2010年收购康仁堂，进军中药配方颗粒领域，是全国最早试点生产配方颗粒的六家企业之一，行业地位领先；2015年，连续收购北京超思和湖州展望，获得医疗器械和药用辅料领域的竞争优势，开启集团化运营，布局全产业链；2016年，抓住互联网发展机遇，潜心打造“互联网+”医疗健康管理服务，依托中医生资源，实现线下实体医馆+“医珍堂”+线上诊疗平台“上医仁家”三位一体；2019年，兴城集团成为控股股东，成都国资委成为实控人，发挥和兴城集团的协同效应，从优质的中医药制造商向卓越的大健康服务提供商不断转型升级。公司持续践行“为百姓享受高品质中医药服务而奋斗”及“为中国医疗救治水平的提高而奋斗”两个价值主张，努力成为中国医药的领军者，已跻身2021年度中国医药工业百强第41位，中药企业百强第17位。

图：红日药业发展历程

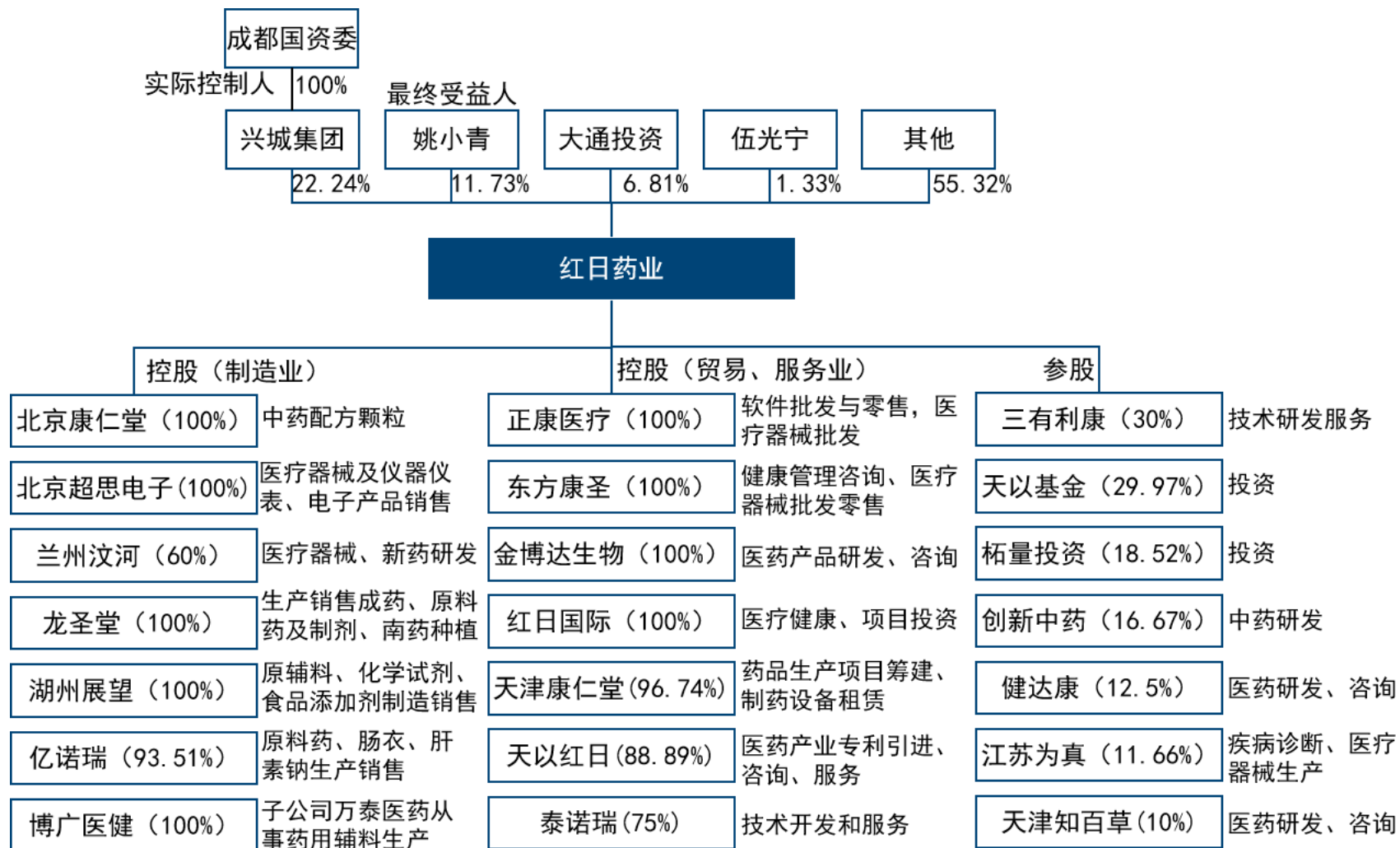


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

■ 成都国资委为实控人，子公司布局多元。成都国资委通过旗下兴城集团拥有红日药业22.24%股份，为公司实际控制人，创始人姚小青先生拥有公司11.73%股份，股权架构稳定。公司旗下子公司布局多元，涉及配方颗粒、医疗器械、成品药等多个领域，借助国资平台，有利于公司提高集团化运营效率，从优质的中医药制造商向卓越的大健康服务提供商不断转型升级。

■ 创始人学历、行业背景深厚，带领公司不断发展壮大。公司创始人兼董事长姚小青先生为博士、执业医师、高级工程师、天津医科大学、河南中医药大学硕士生导师，创办红日药业后，始终站在科技前沿，推动科技创新与成果产业化，由其担任第一完成人的项目“中药血必净注射液制备及其防治SIRS和MODS的研究”获得天津市科委颁发的天津市科技成果证书，血必净注射液上市后，推动企业高速发展。姚小青先生多年来和公司一同成长，曾获得“科技创新带头人”、“最具战略眼光董事长”等荣誉称号，经验丰富、战略部署得当，能带领公司不断发展壮大。

图：红日药业股权结构和主要参控股子公司（2022中报）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：截至2022年12月12日公告，姚小青已减持至持股11.216%

# 上市以来已实施两次股权激励

- 上市以来两次实施股权激励，提高员工积极性。红日药业自上市以来，分别于2014年和2019年实施了股权激励计划，激励对象范围涉及姚小青、郑丹、蓝武军等高管及上百名核心管理和技术人员，公司通过股权激励，将个人利益与公司利益绑定，大大提高员工积极性和团队凝聚力。

表：红日药业股权和管理团队变化

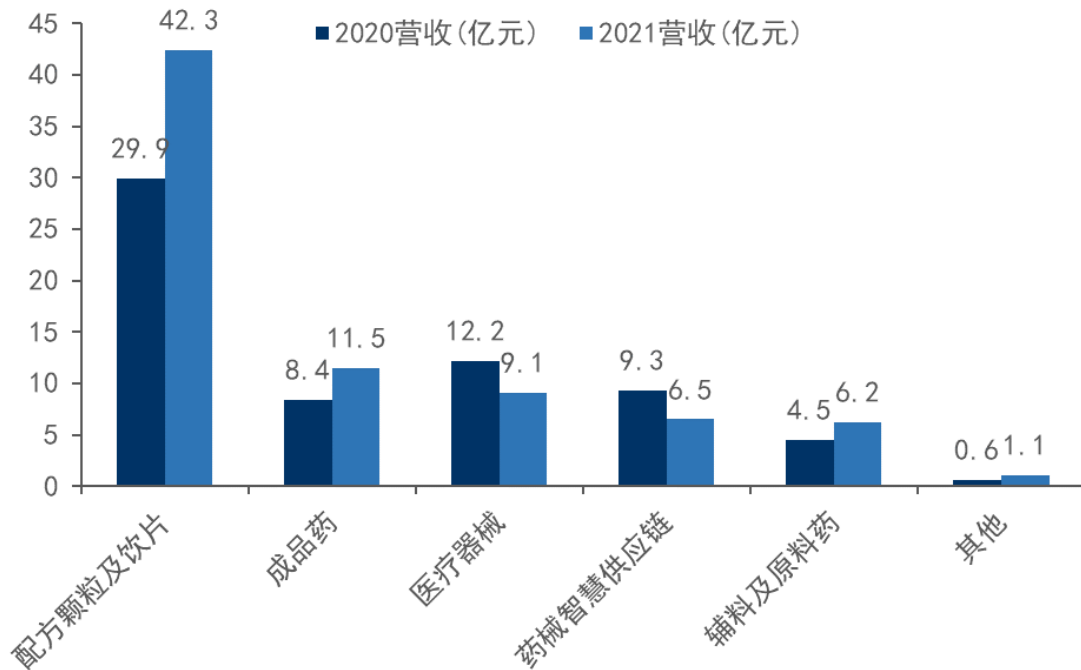
	首期限制性股票激励计划	第二期限制性股票激励计划
预案公告日	2013-12-26	2019-03-05
股东大会公告日	2014-01-11	2019-04-25
(首次)授予日	2014-01-22	2019-04-26
激励总数(万股)	878.8	2965
激励总数占当时总股本比例	2.34%	0.98%
激励对象	董事、高管7人：董事长姚小青、总经理孙长海、康仁堂总经理吴玠、副总郑丹、张广明、李勇、财务总监蓝武军； 中管、核心人员61人	董事、高管8人：总经理郑丹、副总蓝武军、陈瑞强、张坤、高国伟、QIAN XIAOLUN、行政负责人李春旭、总工程师潘勤； 中管、核心人员50人
分期解锁比例	40/30/30%	50/50%
考核目标	相比基期2012年，2014-16年净利润增长率不低于68.8/110.8/153%，净资产收益率不低于12/12/12.5%	相比基期2017年，2019-20年营业收入增长率不低于40/60%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

# 布局六大板块，全产业链运营

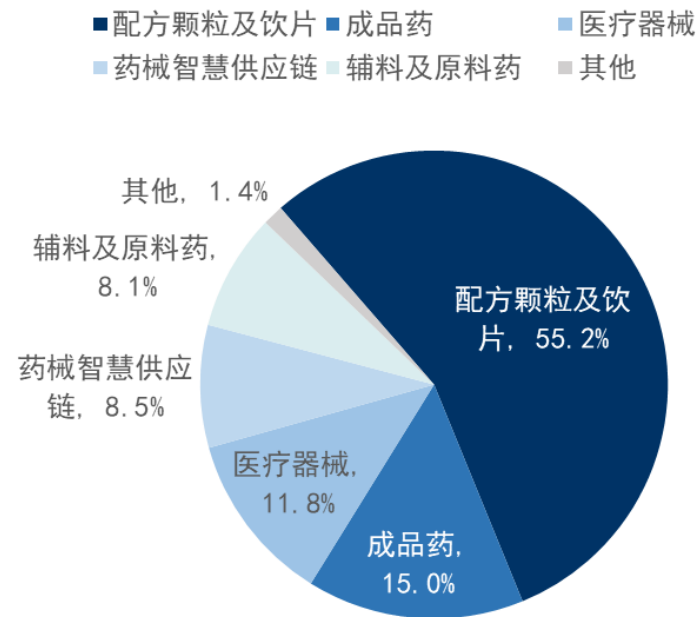
- **涉及六大领域，产业链布局完善。**公司自成立以来，以研发精药、生产良药为己任，专注重症领域、肿瘤及免疫、心脑血管、呼吸系统、神经退行性疾病领域的研究与创新，目前已发展成为横跨**成品药、中药配方颗粒及饮片、原辅料、医疗器械、医疗健康服务、药械智慧供应链**等六大领域，集投融资、研发、生产、销售于一体的高科技医药健康产业集群。
- **配方颗粒贡献核心收入。**自2010年收购北京康仁堂以来，配方颗粒业务发展迅速，逐渐支撑起公司业绩“半边天”，2021年营收中，配方颗粒及饮片占比达55.2%，同比增长41.6%。北京康仁堂是最早试点生产中药配方颗粒的企业之一，行业地位领先。

图：红日药业2020和2021年各业务营收情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：红日药业2021年各业务营收占比情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 配方颗粒领先，各业务均衡发展
- [ 02 ] 配方颗粒：短期承压，长期前景广阔
- [ 03 ] 成品药、医疗器械：增长空间充足
- [ 04 ] 原辅料、药械智慧供应链：业务发展稳定
- [ 05 ] 财务分析、盈利预测
- [ 06 ] 估值和投资建议、风险提示



# 配方颗粒是中药现代化进程的重要实践

■ 中药现代进程势不可挡，配方颗粒是重要一步。中药配方颗粒是以符合炮制规范的优质中药饮片为原料，采用现代高新技术提取浓缩而成的单味颗粒，具有便携、稳定等特点。国家自2001年启动配方颗粒部分企业的生产试点，经过20多年的研制、生产，于2021年结束试点，配方颗粒生产权和处方权放开的同时也标志着标准化进程正式启动，作为中药现代化进程的重要一步，配方颗粒全国标准的统一是大势所趋，在政府和企业的共同努力下，将推动行业标准化有序发展，让配方颗粒成果真正惠及于民。

表：中药配方颗粒主要政策和发展历程

时间	部门	政策文件	备注	发展阶段
1993年	原国家科技委、国家中医药管理局	将中药配方颗粒列入“星火计划”	开始组织开展中药配方颗粒科研，并在江阴天江制药有限公司和广东一方制药厂进行试点	科研试点
1996年8月	国家中医药管理局	《单味中药精制颗粒科研规范(讨论稿)》	配方颗粒研制指南	科研试点
2001年7月	国家药品监督管理局	《中药配方颗粒管理暂行规定》《中药配方颗粒质量标准研究的技术要求》	首次统一命名“中药配方颗粒”，规范中药配方颗粒的试点研究	生产、使用试点
2001-04年	国家药监局	批准试点生产企业	批准江阴天江、广东一方、北京康仁堂、华润三九、四川新绿色、培力(南宁)等6家企业试点生产配方颗粒	生产、使用试点
2003年10月	国家药监局	《中药配方颗粒注册管理办法(试行)》	规范中药配方颗粒的生产和使用	生产、使用试点
2015年12月	国家药监局	《中药配方颗粒管理办法(征求意见稿)》	提出制订“中药配方颗粒统一药品标准”	生产、使用试点
2016年2月	国家发改委	《中医药发展战略规划纲要2016—2030年》	提出“完善中药质量标准体系”(包含中药配方颗粒)	生产、使用试点
2019年11月	国家药监局	《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求(征求意见稿)》	关于中药配方颗粒质量控制与标准制定技术向社会公开征求意见	生产、使用试点
2021年2月	国家药监局、国家中医药管理局、卫健委、国家医保局	《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	提出11月1日起结束中药配方颗粒试点工作	结束试点、有序发展
2021年4月	国家药监局	《国家药监局批准颁布第一批中药配方颗粒国家药品标准》	颁布第一批中药配方颗粒国家药品标准(160个)	结束试点、有序发展
2021年11月	国家药监局	《国家药监局批准颁布第二批中药配方颗粒国家药品标准》	颁布第二批(36个)中药配方颗粒国家药品标准	结束试点、有序发展
2022年5月	国家药典委	《关于中药配方颗粒国家药品标准(2022年第一期)的公示》	公示了50个中药配方颗粒国家药品标准	结束试点、有序发展
2022年6月	国家药典委	《关于转发第三批4个中药配方颗粒国家药品标准的通知》	颁布4个中药配方颗粒国家药品标准	结束试点、有序发展
2022年8月	国家医保局	《关于印发医保中药配方颗粒统一编码规则和方法的通知》	配方颗粒编码在现有中药饮片编码规则基础上，借鉴西药、中成药编码规则制定，由7部分组成	结束试点、有序发展
2022年9月	国家药典委	《关于中药配方颗粒国家药品标准(2022年第二期)的公示》	公示了19个中药配方颗粒国家药品标准	结束试点、有序发展

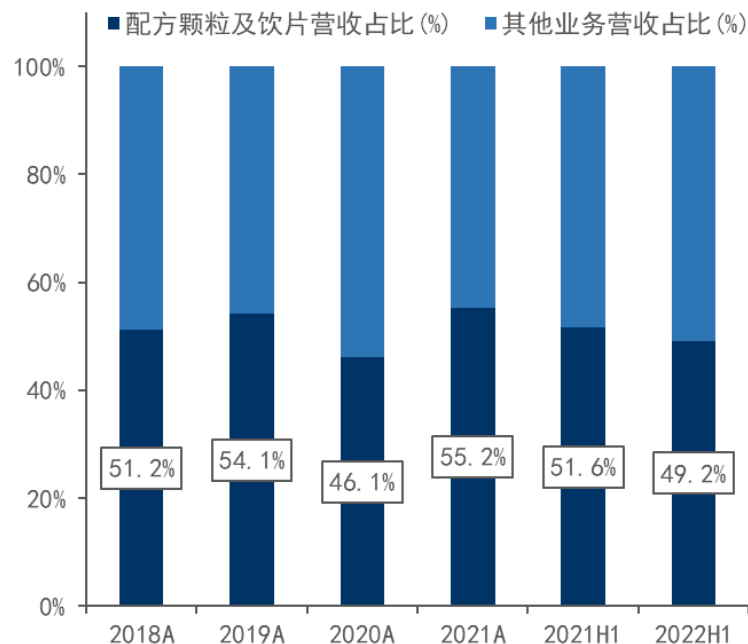
资料来源：各政府网站，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 红日药业在配方颗粒行业地位领先

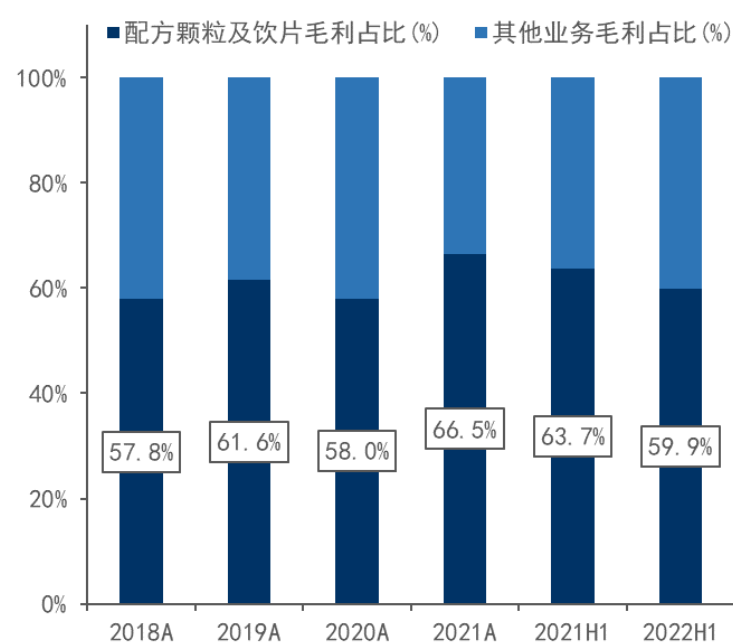
■ 北京康仁堂是最早试点生产配方颗粒的企业之一，行业地位领先。配方颗粒是红日药业核心业务，2021年红日药业中药配方颗粒及饮片业务收入42.3亿元，占总营收的比例为55.2%，为公司最核心的业务板块。康仁堂是红日药业旗下从事配方颗粒业务的主要公司，业务重点在北京地区，并背靠北京，辐射全国，是首批中药配方颗粒生产试点的六家企业之一，具备先发优势，与华润三九、新绿色处于行业第二梯队，共占据约一半市场份额。

图：红日药业配方颗粒及饮片板块营收占比情况



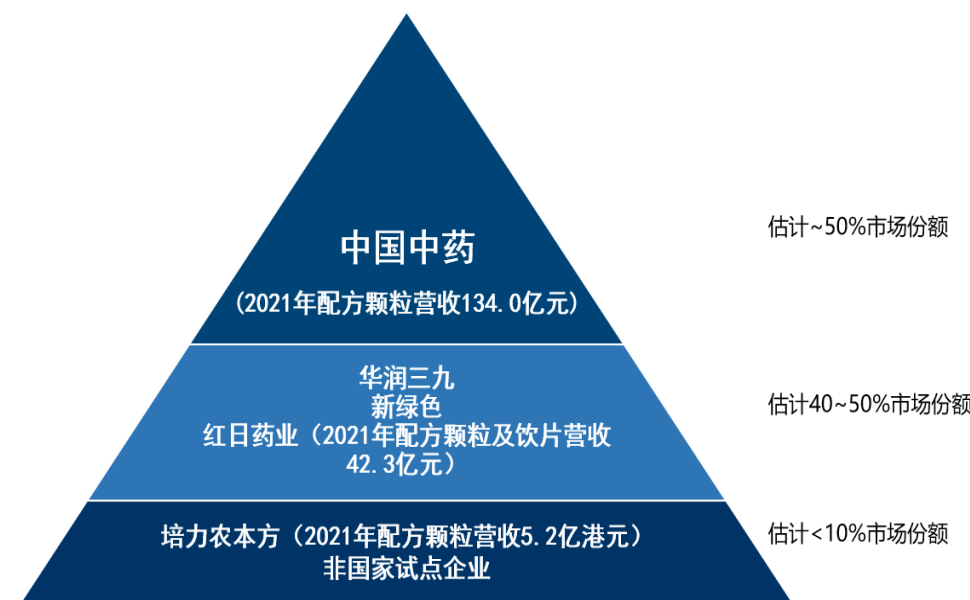
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：红日药业配方颗粒及饮片板块毛利占比情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：配方颗粒行业竞争格局（2021年）

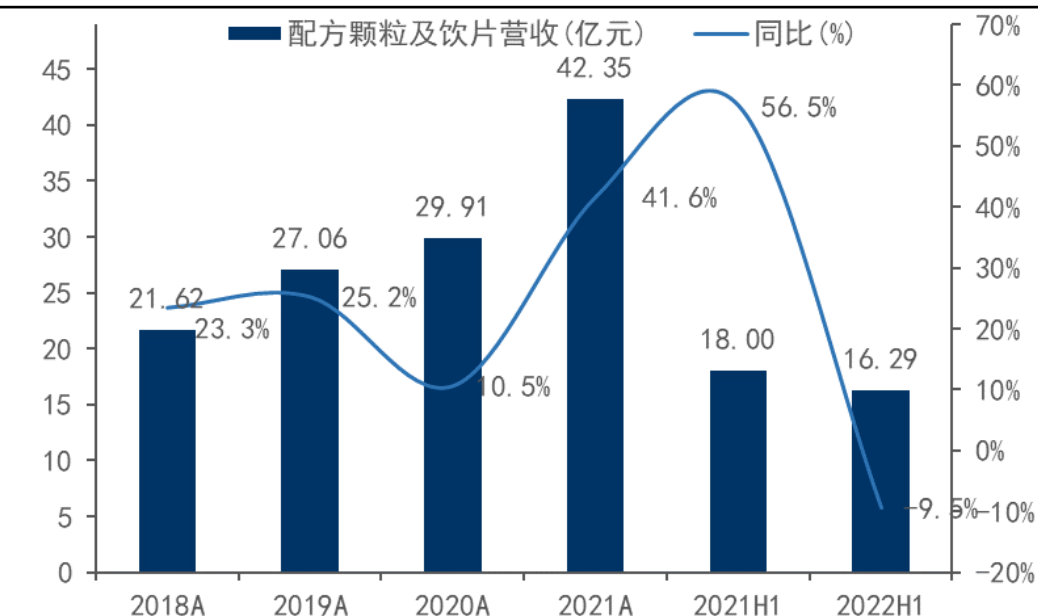


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

# 国标颁布缓慢，2022年配方颗粒短期业绩承压

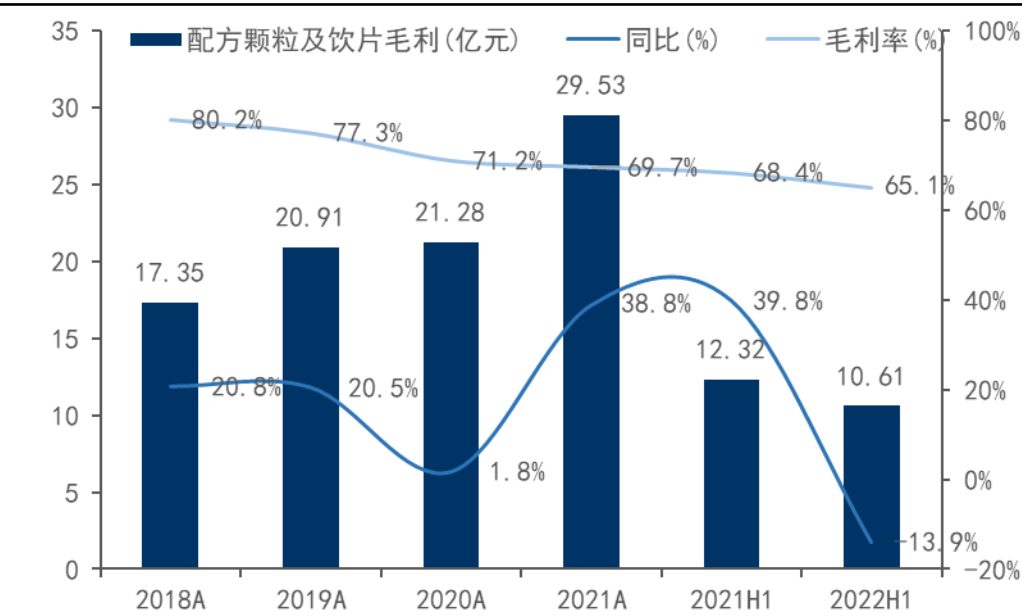
- **配方颗粒标准切换，业务短期受挫。**配方颗粒行业处于标准切换阵痛期，2021年11月起不得生产企标品种，而新标品种数不足，医生组方受到较大限制，导致配方颗粒行业整体销量下滑，2022H1公司营收配方颗粒及饮片板块营收同比下降9.5%，标准提升导致成本上扬，毛利率同比下降3.31pp。
- **配方颗粒国标颁布缓慢，品种仍存不足，业务恢复不及预期。**公司积极推进配方颗粒备案，国标方面，目前国标品种仅颁布实施200个，公司22年9月底在各省的国标备案已接近饱和，而22年5/9月分别公示的50/19个国标仍未正式颁布，导致22Q4公司在国标备案上未有较大进展；省标方面，各省品种数量、品种参数等存在一定差异，给省标备案带来困难，公司在北京等优势地区备案进展顺利，但部分地区仍进展缓慢。省标备案难度较大叠加国标颁布缓慢导致公司可销售的新标品种数不足，对于等级医院而言，通常需要300个以上的常用品种才能满足70-80%以上的组方需求，而截至22年12月底，公司在26个省份备案的国省标品种数仍未超过350个，在10个省份备案的国省标品种数仍未超过300个，销量受到较大影响，业务恢复缓慢。

图：红日药业配方颗粒及饮片板块营收情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：红日药业配方颗粒及饮片板块毛利情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

# 2023年国标制定有望加速

- 国家标准加速制定中，预计到2023年下半年颁布实施的国标品种数目有望超过300个。目前已颁布实施和公示的中药配方颗粒国标品种数共计269个，各企业正协助国家药监局加速国家标准研究制定，2022年10月国家药监局《对十三届全国人大第五次会议第6188号建议的答复》显示，112个品种的190份研究资料正在审批过程中，后续还将组织制定其他临床常用的中药配方颗粒国家药品标准。国标的颁布实施和推广是大势所趋，预计到2023年下半年颁布实施的国标品种数目有望超过300个，可覆盖全国各级医院的临床组方需求，带动配方颗粒企业强势恢复，配方颗粒行业的标准体系逐步完善和落实，将极大促进中药产业的标准化生产和健康发展。

图：中药配方颗粒国家标准公示及颁布进程

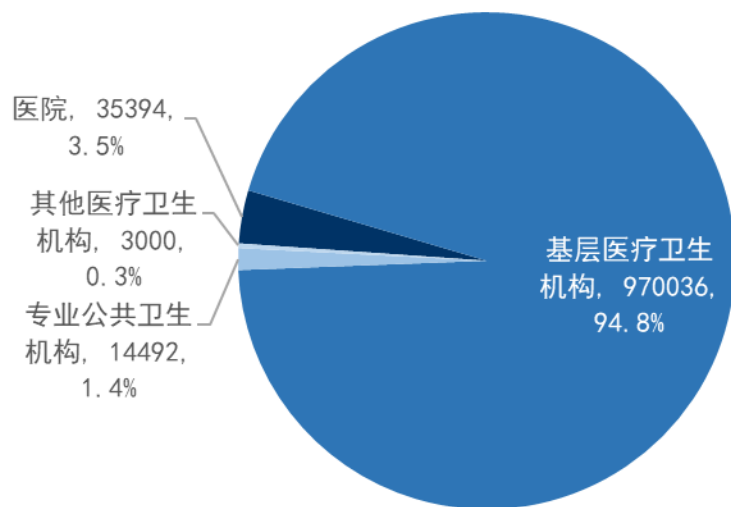


资料来源：国家药典委、国信证券经济研究所整理

# 基层空间巨大，配方颗粒市场扩容可期

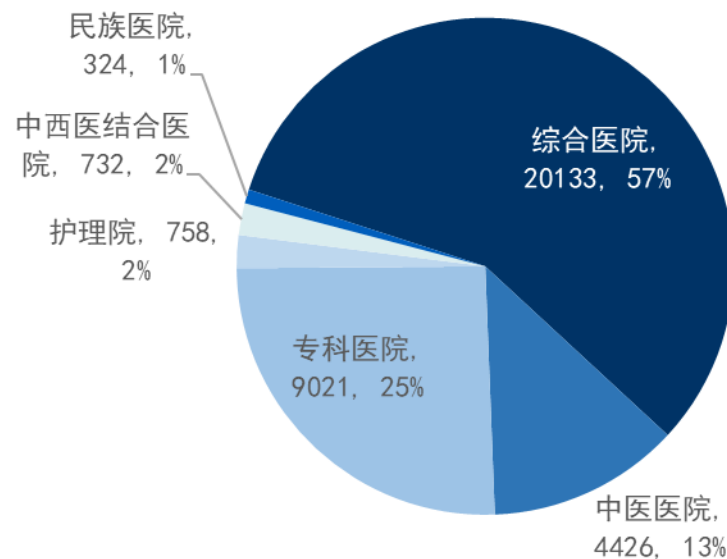
■ 配方颗粒长期前景广阔，有望迎来数倍扩容。根据《中国统计年鉴（2021年）》，截至2020年末，我国卫生机构（含医院）102.2万家，基层医疗卫生机构9.7万家，医院3.5万家。其中：综合医院20133家、专科医院9021家、中医医院4426家，预计二级及其以上中医院数量仅为2500家左右。自2021年试点结束后，配方颗粒的使用终端将由二级以上中医院拓展至所有具备中医执业的各级医疗机构，使用范围大大增加，有望迎来数倍增长空间。目前行业虽受限于品种数量短期受挫，但长期前景广阔，作为中药现代化的重要一步，配方颗粒标准化势不可挡，随着后续国标品种颁布实施，配方颗粒行业将逐步恢复，2023年有望迎来拐点，进入市场扩容的机遇期。

图：中国医疗机构分布（家，%）



资料来源：《中国统计年鉴（2021年）》、国信证券经济研究所整理

图：中国医院分布（家，%）



资料来源：《中国统计年鉴（2021年）》、国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 配方颗粒领先，各业务均衡发展
- [ 02 ] 配方颗粒：短期承压，长期前景广阔
- [ 03 ] 成品药、医疗器械：增长空间充足
- [ 04 ] 原辅料、药械智慧供应链：业务发展稳定
- [ 05 ] 财务分析、盈利预测
- [ 06 ] 估值和投资建议、风险提示

# 成品药：自主创新，仿创结合

- **自主创新，仿创结合。**公司坚持自主创新为主和仿创结合的总体思路，优选靶点和品种，持续加强创新及临床能力建设，推动新技术、新工艺和新产品的应用开发和市场转化工作。主要产品为血必净注射液、盐酸法舒地尔注射液、低分子量肝素钙注射液、盐酸莫西沙星氯化钠注射液等。
- **成品药业务占比逐年下降。**公司上市之初，成品药营收占比近100%，血必净、盐酸法舒地尔、低分子量肝素钙注射液为主要品种，血必净注射液贡献主要收入，公司上市后募集资金进行血必净注射液的扩产，2012-14年成品药业务发展迅速，2015年后，受到医保控费、公立医院改革、医联体、限制辅助用药、带量采购等政策，业务体量有所下降。2020年盐酸莫西沙星氯化钠注射液首个过评上市，同年8月入围国家第三批集中采购药品目录名单，2021年国采期满后又中选多个集采项目，获得16个省市的市场份额，产品迅速起量。

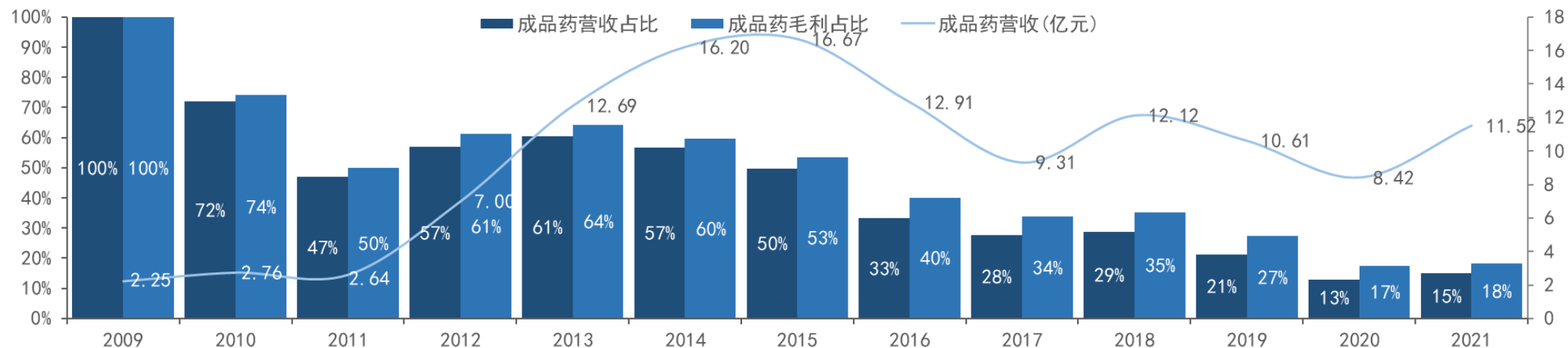
表：成品药板块主要产品

名称	适应症	类别	备注
血必净注射液	全身炎症反应综合征（SIRS）、脓毒症（Sepsis）、多器官功能障碍综合征（MODS）、新型冠状病毒肺炎重型、危重型的全身炎症反应综合征或/和多脏器功能衰竭	中药二类新药	自主知识产权，独家生产
安若泰-盐酸莫西沙星氯化钠注射液	成人上呼吸道和下呼吸道感染，指南推荐多科室抗感染治疗的一线用药	首个过评仿制药	国家基药和国家医保目录产品
博璞青-低分子量肝素钙注射液	治疗深部静脉血栓形成；血液透析体外循环中预防血凝块形成；预防与手术有关的血栓形成	仿制药	国家基药和国家医保目录产品
川威-盐酸法舒地尔注射液	适应症为蛛网膜下腔出血术后引起的脑血管痉挛及脑缺血症状，还可用于缺血性脑血管病、肺动脉高压、急性冠脉综合征 PCI 手术中血管痉挛等疾病的防治	仿制药	首仿上市，国家医保目录产品
博舒尔-酮咯酸氨丁三醇	用于成人需要阿片水平镇痛的中度急性疼痛的短期治疗，用于术后疼痛，是国内外多项指南共识推荐的抗炎镇痛基础用药	仿制药	国家医保目录产品
固泰维-伊班膦酸钠注射液	用于治疗绝经后骨质疏松症、恶性肿瘤溶骨性骨转移引起的骨痛等	仿制药	国家医保目录产品
博乐妥-盐酸替罗非班氯化钠注射液	用于末次胸痛发作12小时之内且伴有ECG改变和/或心肌酶升高的非ST段抬高型急性冠脉综合征（NSTE-ACS）及经皮冠脉介入术（PCI）	仿制药	国家医保目录产品
芬瑞特-复方电解质注射液（II）	用于治疗伴随或预期出现酸中毒的等渗性脱水，补充细胞外液的丢失	仿制药	非医保、非基药
伊诺® 清肺散结丸	用于肺癌气阴两虚、痰热瘀阻证，也可作为肺癌手术、放化疗的辅助用药	中药	地方医保增补品种、龙圣堂独家品种
亨通® 抗癌平丸	用于热毒瘀血壅滞肠胃而致的胃癌、食道癌、贲门癌、直肠癌等消化系统肿瘤	中药	地方医保增补品种

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

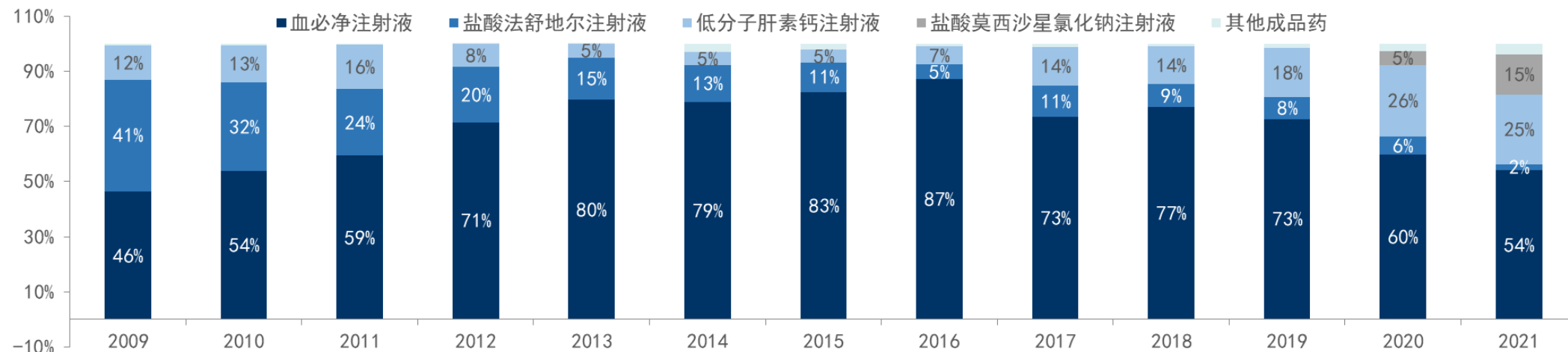
# 成品药：收入占比1.5成，血必净注射液为核心大品种

图：成品药板块营收、营收占比及毛利占比



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图：成品药板块主要产品营收占比



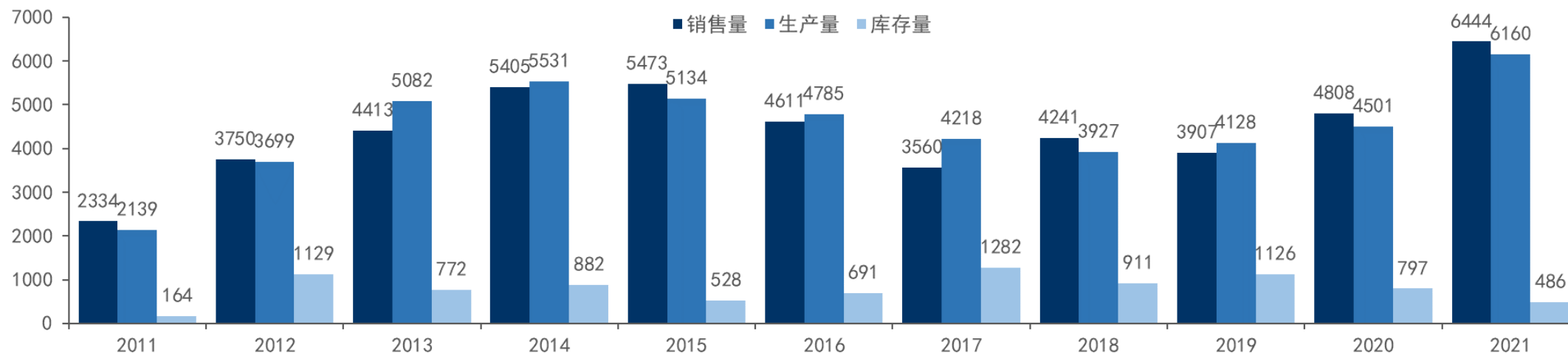
资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容



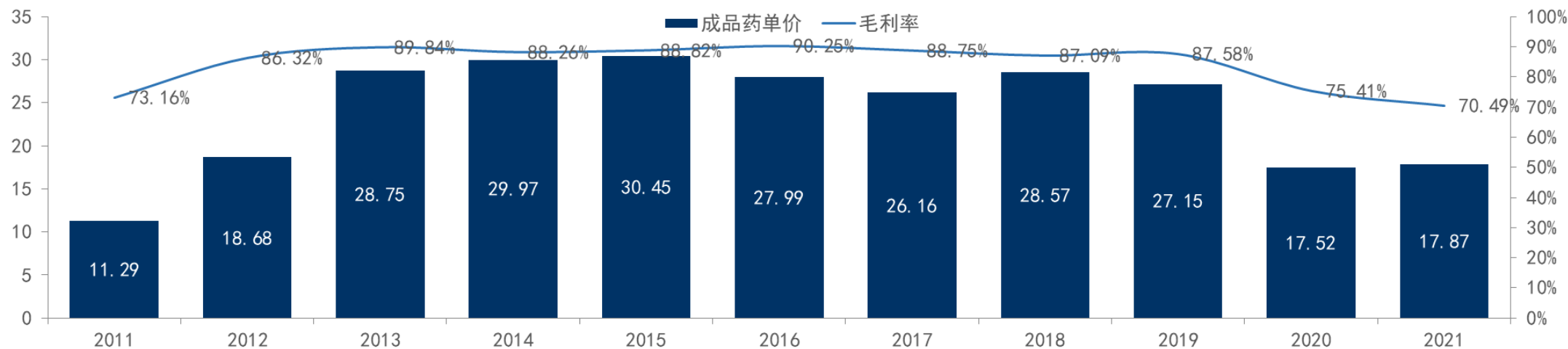
# 成品药：血必净降价，2020-2021年成药板块毛利率明显下滑

图：成品药板块销售量、生产量、库存量（万支/万盒）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：成品药单价（元）、毛利率

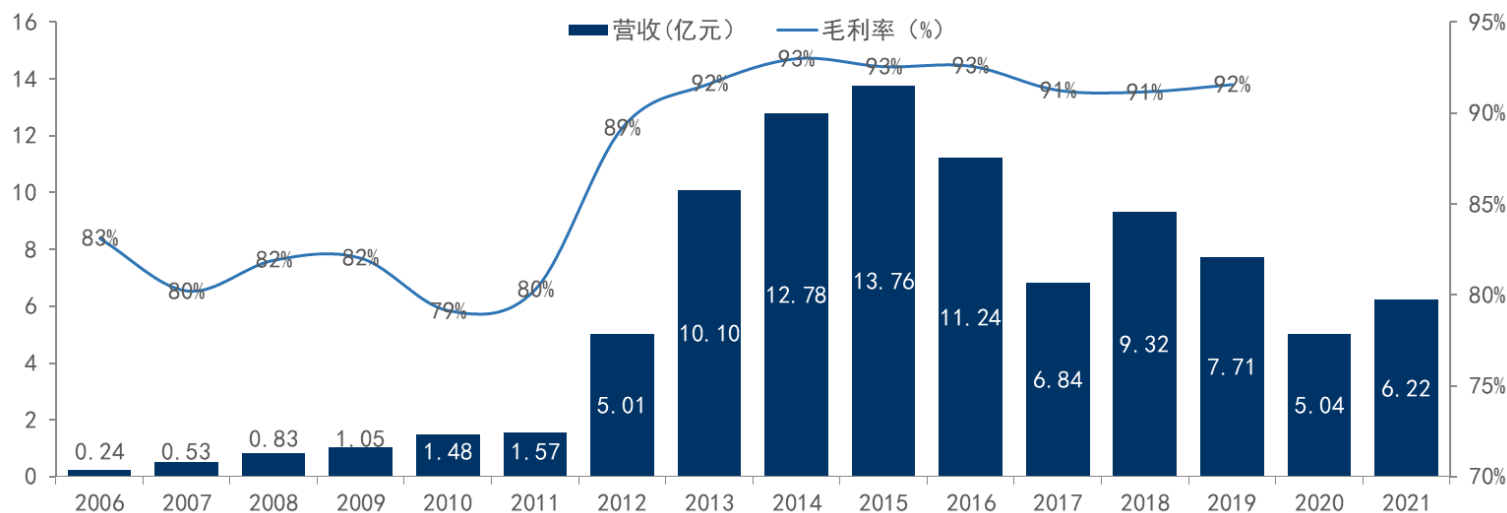


资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 注：单价=成品药板块营收/销售量

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 成品药：价格风险已基本体现

图：血必净注射液营收（亿元）、毛利率（%）



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

表：血必净注射液价格、销量、营收

时间	销量 (万支)	营收 (亿元)	单价 (元/支)
2006	184	0.24	13.17
2007	453	0.53	11.74
2008	727	0.83	11.42
2019	1867	7.71	41.30
2020	2282	5.04	22.08
2021	2819	6.22	22.08

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和测算 注：2019年价格根据国谈价格推算，2020-21年价格为国谈价格，2019-2021年的销量根据单价推算

表：部分成品药量价情况

药品		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
盐酸法舒地尔注射液	总销量(万支)	44	207	418														
	营收(亿元)	0.06	0.40	0.80	0.91	0.89	0.64	1.41	1.95	2.17	1.77	0.70	1.07	1.05	0.83	0.54	0.26	
	价格(元/支)	14.54	19.47	19.23														
	毛利率 (%)	79%	91%	93%	92%	92%	87%	92%	94%	93%								
	21年集采	第五批国采中选7个地区，15.48元/盒，采购周期3年，首年采购量44万支																
低分子肝素钙注射液	总销量(万支)	304	385	363														
	营收(亿元)	0.21	0.22	0.21	0.28	0.37	0.43	0.58	0.64	0.78	0.77	0.86	1.29	1.64	1.90	2.18	2.91	
	价格(元/支)	6.79	5.74	5.91														
	毛利率 (%)	64%	45%	-1%	45%	-12%	27%	47%	51%	48%								
	21年集采	中选地区11个，0.4ml和0.6ml价格是11.5484-12.24元/支和15.7517-16.7元/支，采购周期2年，首年采购量359万支																
盐酸莫西沙星氯化钠注射液	营收(亿元)															0.43	1.68	
	21年集采	中选16个地区，价格32.47-32.8元/瓶，采购周期1-2年，首年采购量133万瓶																

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- **血必净注射液具有充足市场空间待开拓。**具有独立知识产权的血必净注射液填补了世界脓毒症治疗领域的空白，新冠肺炎救治中，因其明确的重症患者临床疗效，入选中国方案“三药三方”、多版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》并向世界推广。血必净注射液具有严谨的循证医学证据，2019年完成了历时6年的随机对照多中心临床研究项目，研究结果发表于国际顶刊，表明血必净注射液可降低重症肺炎患者病死率8.8%，获国际认可。同年通过国家医保谈判进入医保目录，产品价格下降46.54%，从原来15个省的地方医保护扩大到全国31个省，未覆盖的医院较多，且2021年顺利续约谈判，广阔的市场空间等待开拓以支撑业绩增长。

表：血必净注射液发展历程

研制	红日药业与中国中医研究院，北京中医药大学，中国药品生物制品检定所，广州中医药大学，首都医科大学，天津医科大学等国内数十所著名科研院所、高等院校密切合作，联合攻关，历时13年，成功研制
2003年	SARS患者出现的内毒素血症、循环呼吸衰竭、合并多脏器功能紊乱等症状与血必净注射液的适应症吻合，血必净注射液被列为首选治疗药物之一，进入审批“绿色通道”，成为同类中第一个获准上市的新药
2004年	正式上市
2006年	被科技部和国家保密局联合认定为“秘密级国家秘密技术”，保密期限为5年
2008年	销售量和销售额分别由2006年的184万支、2,425.44万元扩大至2008年的728万支、8,307.09万元，2006-2008年价格为13.17、11.74、11.42元/支
2009年	被卫生部《甲型H1N1流感诊疗方案（2009年试行版第二版）》选定为中医辨证治疗药物；红日药业上市，募集资金投资血必净技改扩产项目， <b>将年生产能力将由900万支提高到2600万支</b>
2011年	保密证书延期2年至2012年8月16日止
2012年	血必净营销模式调整和变革基本完成，组建公司的自营销售队伍
2013年	正式启动“血必净治疗重症肺炎疗效的随机对照多中心临床研究”
2014年	被列入《人感染H7N9禽流感诊疗方案（2014年版）》推荐用药；被列为登革热诊疗用药
2015年	销量受到较大影响，2015年至2019年间，血必净注射液共有26次被列为辅助与重点监控用药
2019年	随机对照多中心临床研究项目历时6年完成，国际重症医学顶刊美国《重症医学》杂志发表《评价血必净注射液对重症社区获得性肺炎（SCAP）疗效的RTC研究》，根据循证医学证据， <b>血必净注射液降低重症肺炎患者病死率8.8%，取得了中医药循证研究方法论的重大突破。通过国家医保谈判进入医保目录，产品价格下降46.54%，为22.08元</b> ，从原来15个省的地方医保护扩大到全国31个省
2020年	被连续纳入国家第四、五、六、七版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》中。19年底二级以上医院保有量2332家，2020年一季度末达到了3886，增长1500家
2021年	成功续约谈判进入医保目录

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# 成品药：储备品种贡献未来长期增长动力

■ 持续进行研发投入，在研项目丰富。红日药业始终坚持以创新为动力，打造核心竞争力。研发投入每年持续上涨，以满足临床治疗需求为导向，专注重症领域、肿瘤及免疫、心脑血管、呼吸系统、神经退行性疾病的研究，致力于高品质、具有突出治疗优势药物的研究开发，以降低中国ICU的死亡率为企业责任和使命。截至2022H1末，公司拥有在研项目30余个，包括重症领域创新药KB、抗肿瘤PD-L1等5个1类新药，已申报CDE等待评审5余个项目，临床研究阶段2个，有效专利500余项。公司未来仍将继续践行创新研发，不断将创新成果产业化。

表：公司主要研究项目进展（截至2022年中报）





药品名称	适应症	所属类别	所处阶段	进展情况
KB	脓毒症的治疗	化药1.1类	II b临床研究	在全国40多家医院开展II b 临床研究，目前临床试验进展顺利
PTS	抗肿瘤	化药1.1类	目前正在审评	完成国家局现考，正在CDE 审评过程
抗丙肝一类化学新药	丙型肝炎的治疗	化药1.1类	临床申报前研究	IND申报前的研究
ML-4000	非甾体抗炎药，用于关节炎	化药1.1类	临床申报前研究	IND申报前的研究
艾姆地芬片（PD-L1）	抗肿瘤药	化药1.1类	I 临床研究阶段	完成预定4个剂量组耐受性试验，启动扩展试验
胸腺法新及其制剂	免疫调节剂	化药6+6	已取得生产批件	
安立生坦及其制剂	治疗有WHO II 级或 III 级症状的肺动脉高压患者（WHO组1），用以改善运动能力和延缓临床恶化	化药3+6	排队待审评	CDE排队待审评
醋酸特利加压素及其制剂	用于肝硬化并发症（食管胃静脉曲张出血、肝肾综合症、腹水）的治疗，同时还适用于泌尿生殖道及其他腹腔脏器出血、感染性休克、烧伤、急性肝功能衰竭、心脏骤停等	化药4+4	发补研究中	发补研究中
依诺肝素钠注射液	预防静脉血栓栓塞性疾病	化药4	已取得生产批件	
那屈肝素钙注射液	预防静脉血栓栓塞性疾病	化药4	已取得生产批件	
2-乙基-1,3-己二醇	辅料	备案	目前正在审评	CDE审评过程
癸二酸	辅料	备案	目前正在审评	CDE审评过程

资料来源：公司2022半年报、国信证券经济研究所整理

# 医疗器械：不断丰富产品线、开拓国际市场（1）

- **血氧系列产品在新冠疫情期间快速拓展国际市场，为后续新品推出打下渠道基础。**北京超思与兰州汶河为该为公司医疗器械板块主要子公司。北京超思依托血氧系列产品，打造居家养老和基层医疗新模式，获得了世界上四个国家政府部门（加拿大HC、美国FDA、巴西ANVISA、日本MHLW 和PMDA）的认可，拥有海外产品注册证及出口销售许可110项，国内产品注册证42项，2020年新冠肺炎疫情期间以指夹血氧仪为代表的医疗器械产品海外市场订单较上年增加近4倍，国内市场订单较上年增加近3倍，国际市场开拓顺利，为后续新品推出打下渠道基础；兰州汶河主要从事与医用高分子耗材相关的医疗器械研发及推广，并逐步拓展到药食同源为基材的食品类产品。
- **新品研发与认证上市持续推进，为业务增长提供动力。**公司在研产品和在研技术开发储备项目丰富，未来将通过自主研发与校企合作等模式，强化技术开发与储备，加快新品研发与认证上市，2022上半年产品认证完成10项（国内4项和海外6项），实现新品上市8个，试产1个，新产品推出将不断为业务增长提供动力。

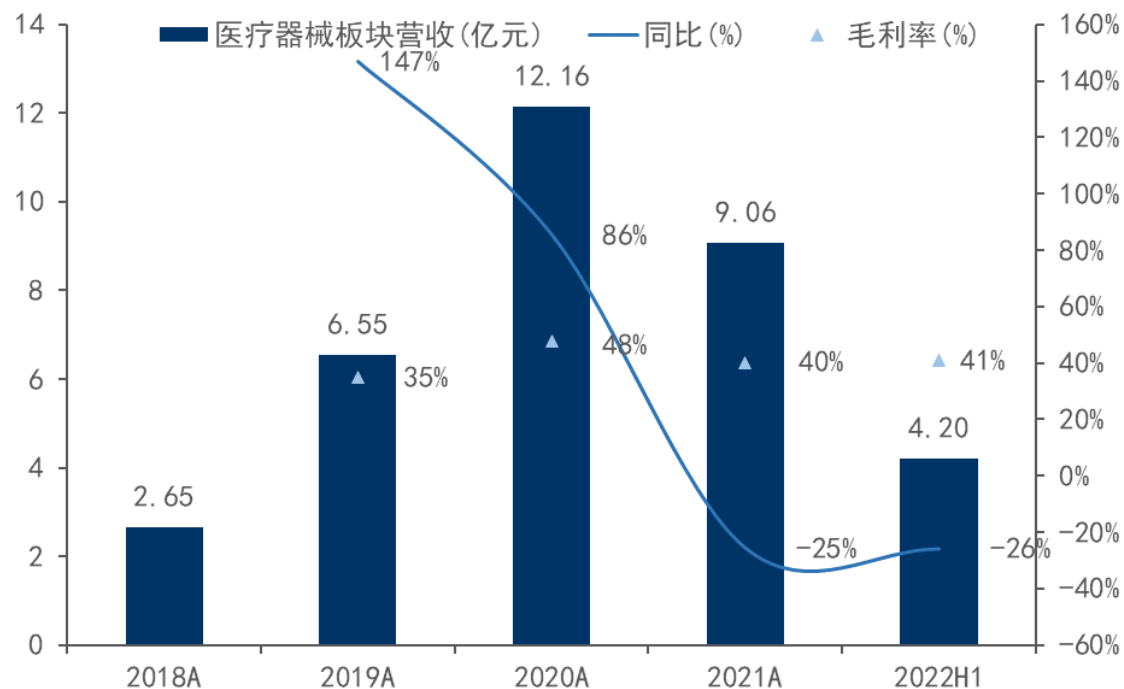
表：公司医疗器械板块主要产品（1）

公司	类别	产品	产品描述	图片
超思	互联网医疗产品解决方案	多参数随诊检测仪ITB8000系列、健康管理智慧终端	移动医疗、健康检测智能终端产品。可用于家庭健康检测，全科医生随访，慢病管理，家庭医生签约，养护中心健康检测，乡村卫生室，社区健康中心，乡镇社区医院，国家基础公共卫生服务等	
超思	呼吸产品解决方案	便携式多参数监护仪MD2000C、指夹血氧仪MD300C1218R、超思红外体温计CFT-308C	精准的血氧、脉率、呼吸率、体温等检测，操作简单，携带方便，可为专业的医护人员/居家患者提供一系列的测量结果，适用于床旁监护、移动查房及门诊或自我健康管理	
超思	血管产品解决方案	手持式心电检测仪MD100A12-B、笔式心率检测仪MD100P10、无线心电记录仪MD100C	对心脏、血管相关生理参数进行检测和记录，帮助用户和医生及早察觉潜在的危险因素，并及时做出相应的对策，让用户时刻了解自己的心脏健康	
超思	睡眠产品解决方案及其他	腕式血氧仪MD300W628/MD300W628R、兰津灵次氯酸消毒液	睡眠产品：实时监测血氧饱和度、脉率、呼吸率，配备三种探头，适合不同应用场景，守护睡眠&呼吸健康；消毒领域相关产品：适用于物体表面消毒、皮肤消毒、创面创口消毒等	

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

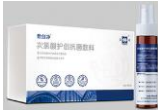



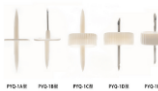

# 医疗器械：不断丰富产品线、开拓国际市场（2）

图：医疗器械板块营收及增速、毛利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表：公司医疗器械板块主要产品（2）

公司	类别	产品	产品描述	图片
汶河	耗材	敷创净™ 次氯酸护创抗菌敷料	次氯酸、独立喷雾头。直接使用清洁创伤、组织、粘膜	
汶河	耗材	一次性使用鼻氧管	氧气接头、输氧管、鼻塞。多种型号配置满足普通吸氧	
汶河	耗材	一次性使用氧气湿化器	湿化瓶、瓶盖、湿化用水、气泡发生器组件、出氧嘴、鼻导管。整体配置，方便使用	
汶河	配药设备	医用配药抽吸泵	精密配药主机、泵头、脚踏开关专用配药机器。用于自动充液，定量排液，精密配药	
汶河	耗材	一次性使用无菌配（溶）药器	金属置换针、护帽。高低位双开孔，加速混合溶解药物，最大限度减少药物残留	
汶河	耗材	一次性使用吸氧面罩	成人型、儿童型、气切型吸氧面罩。用于不同病人，常规吸氧	

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 配方颗粒领先，各业务均衡发展
- [ 02 ] 配方颗粒：短期承压，长期前景广阔
- [ 03 ] 成品药、医疗器械：增长空间充足
- [ 04 ] 原辅料、药械智慧供应链：业务发展稳定
- [ 05 ] 财务分析、盈利预测
- [ 06 ] 估值和投资建议、风险提示

# 原辅料：持续加强合作，产品行销海内外

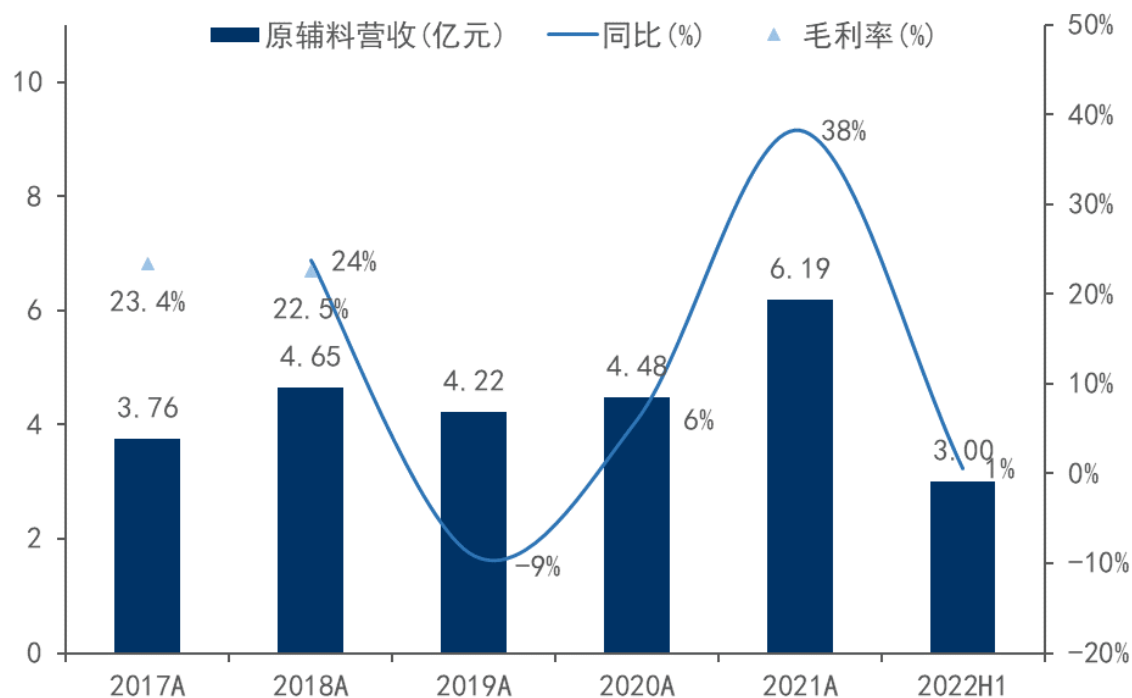
■ **积极推进合作，国内外布局。**公司精准把握市场需求，整合研发资源，除自研项目外，持续加强与客户、科研机构的合作，已与超过29家药企/CRO公司、近20家高校及科研院所达到合作，为新产品的持续推出和市场覆盖率提升奠定良好基础。旗下展望药业、亿诺瑞、万泰药业为原辅料板块主要子公司。**展望药业**研发生产的有23个药用辅料品种，9个原料药品种及6个食品添加剂，形成了以药用辅料为主，原料药、食品添加剂三大系列产品的综合性大型医药生产企业。**亿诺瑞**专注肝素和分级低分子肝素原料药，已取得中国、美国、德国、俄罗斯、土耳其等5个国内外GMP证书，产品行销亚、欧、美十余个国家；**万泰医药**是中国聚丙烯酸树脂产品生产、供应商。

图：原辅料板块主要子公司



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图：原辅料板块营收及增速、毛利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



# 药械智慧供应链：打造数字化药械供应链与物流延伸服务平台

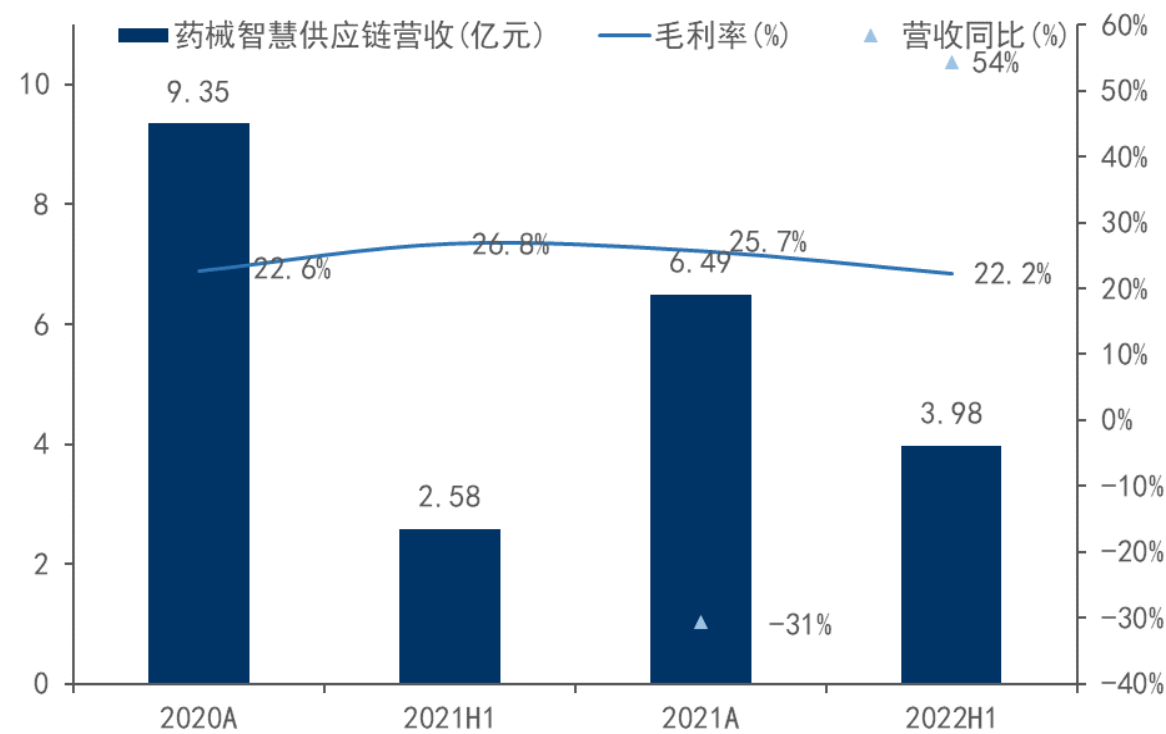
- 应用信息技术与自动化设备打造智慧供应链平台，短期受高值耗材集采影响。全资子公司正康医疗科技是国内领先的供应链科技公司，主要业态为SPD技术研发与服务、器械销售，组建了SPD技术自主研发团队与运营服务团队，为客户提供符合智慧医院建设要求的数字化、一体化整体解决方案，在器械销售业务方面，影像设备和植入介入类医用耗材是正康医疗科技布局全国的重要支撑产品，在高值耗材集采下，业务短期受到影响，公司将积极调整业务结构，确定发展方向，推动业务回归正轨。

图：子公司正康医疗科技服务范围



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图：药械智慧供应链板块营收及增速、毛利率



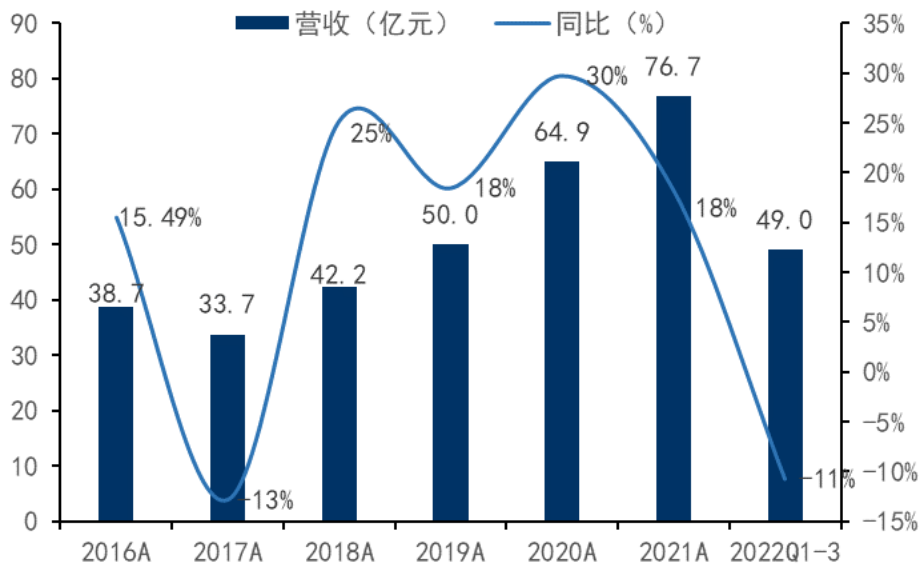
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 配方颗粒领先，各业务均衡发展
- [ 02 ] 配方颗粒：短期承压，长期前景广阔
- [ 03 ] 成品药、医疗器械：增长空间充足
- [ 04 ] 原辅料、药械智慧供应链：业务发展稳定
- [ 05 ] 财务分析、盈利预测
- [ 06 ] 估值和投资建议、风险提示

# 财务分析：2022年受配方颗粒标准切换影响，业绩承压

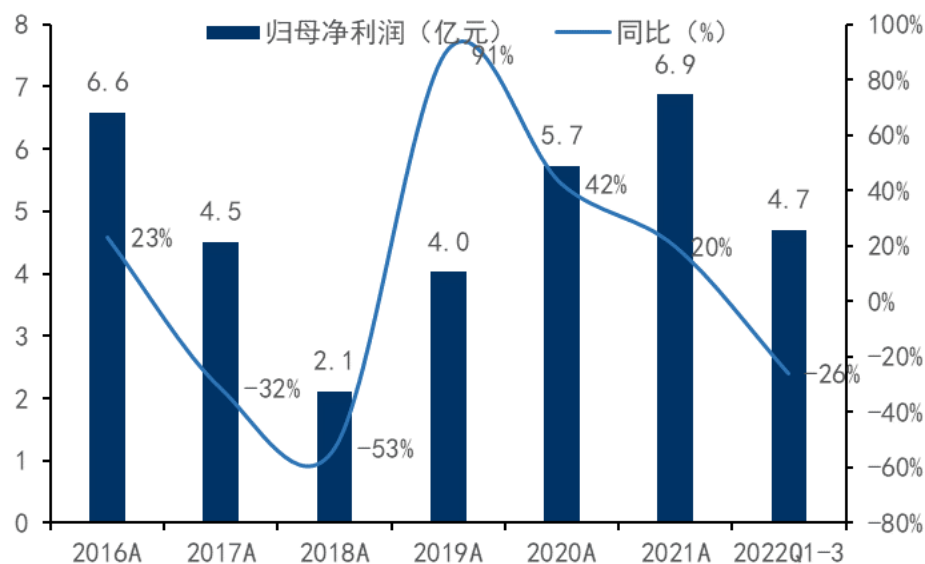
- 2022年受配方颗粒标准切换影响，业绩承压。公司2019-2021年业绩稳健增长，实现营收50.03/64.88/76.71亿元，同比增速18.44%/29.69%/18.22%，CAGR 22.00%；归母净利润4.03/5.73/6.87亿元，同比增速90.96%/42.45%/19.87%，CAGR 48.29%。2022年业绩承压，前三季度实现营收49.00亿元（-10.68%），归母净利润4.70亿元（-26.15%），扣非归母净利润4.10亿元（-34.10%），营收、利润均同比下滑，利润端下滑幅度大于收入端，主要是受配方颗粒标准切换影响，国标品种数不足，省标推进存在困难，大部分地区在售品种不足，销量下滑，对公司整体业绩影响较大。

图：红日药业营业收入及增速(亿元，%)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：红日药业归母净利润及增速(亿元，%)

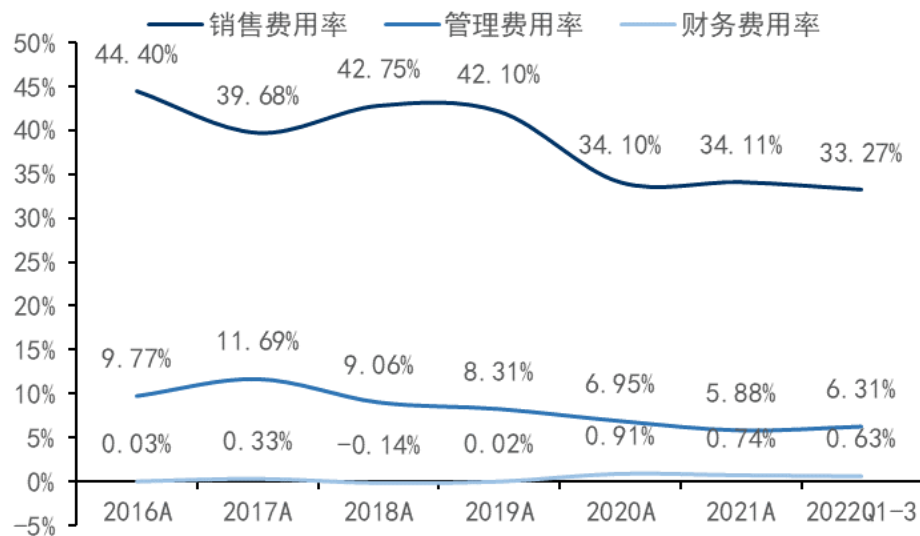


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 财务分析：费用控制良好，受收入结构影响毛利率呈下滑趋势

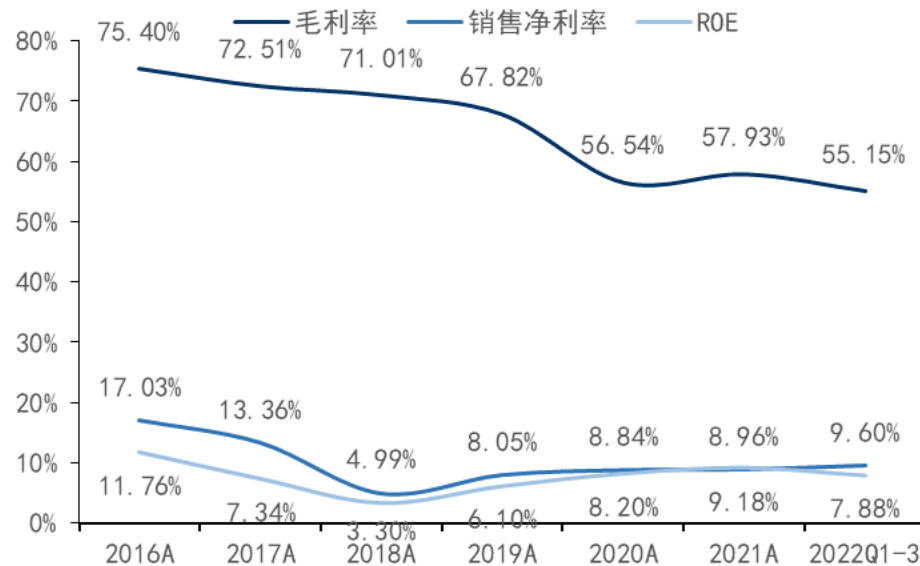
- 毛利率呈下降趋势，费用控制较好。公司近年来毛利率呈下降趋势，主要是由于收入结构的改变，毛利率较高的成品药业务收入占比下降。公司费用把控较好，2018年至今销售、管理费用率呈下降趋势，2022年前三季度由于收入体量下滑，固定费用没有得到有效分摊，销售/管理费用率略有上升，分别较去年同期上升2.03pp/0.61pp。

图：红日药业三费情况(%)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

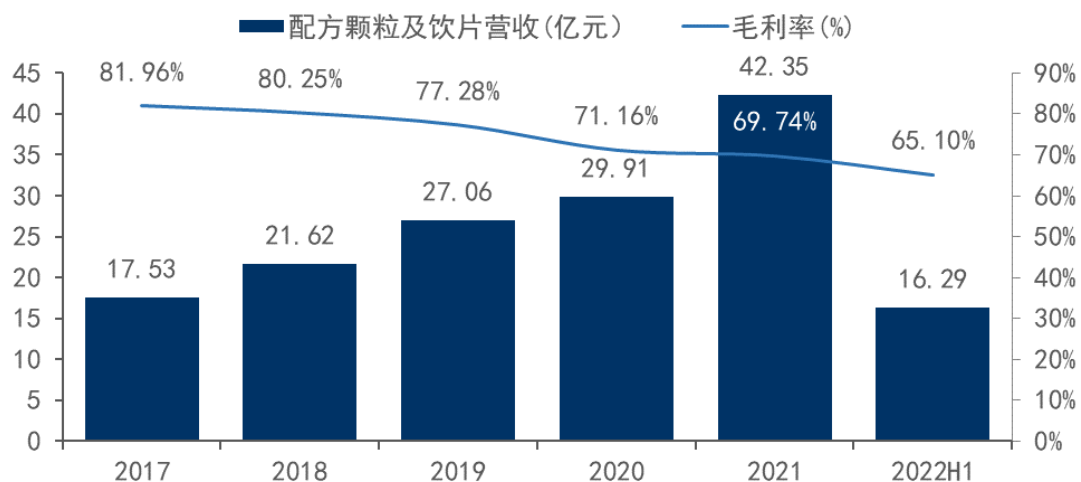
图：红日药业利润率情况(%)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

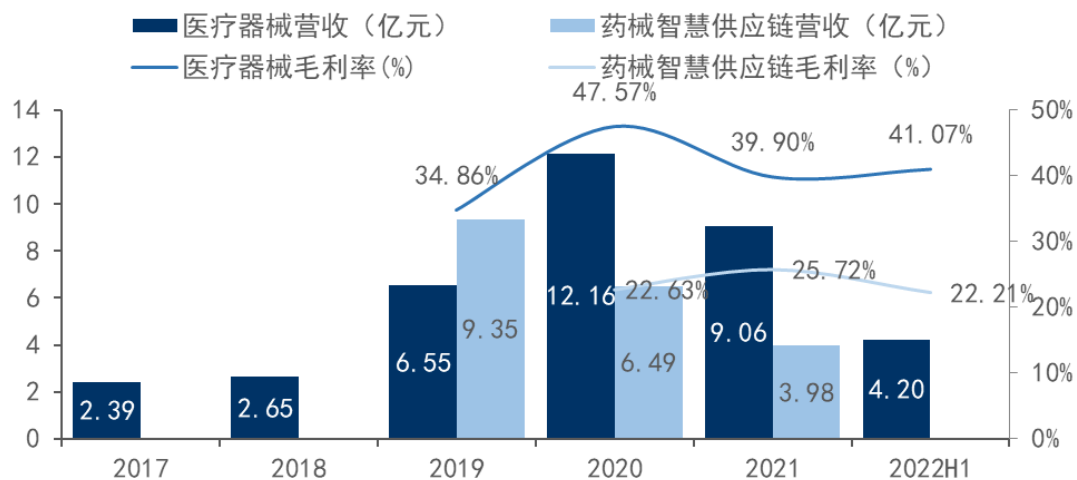
# 财务分析：分板块收入及毛利率情况

图：配方颗粒及饮片营收、毛利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

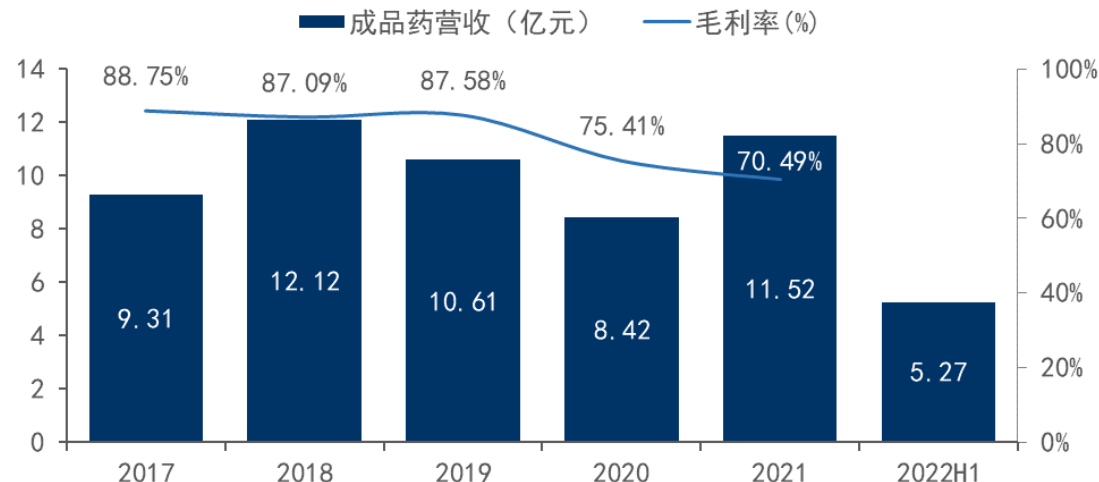
图：医疗器械及药械智慧供应链营收、毛利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

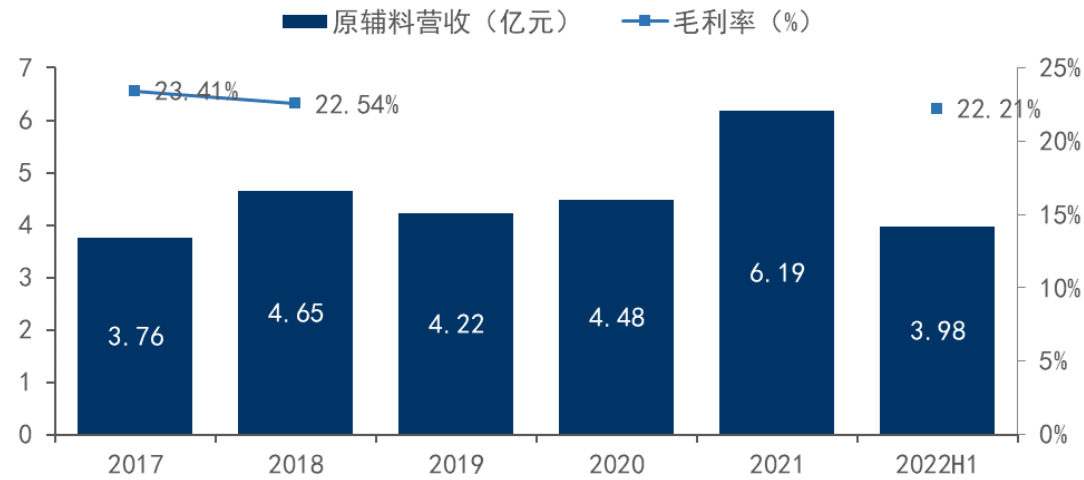
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：成品药营收、毛利率



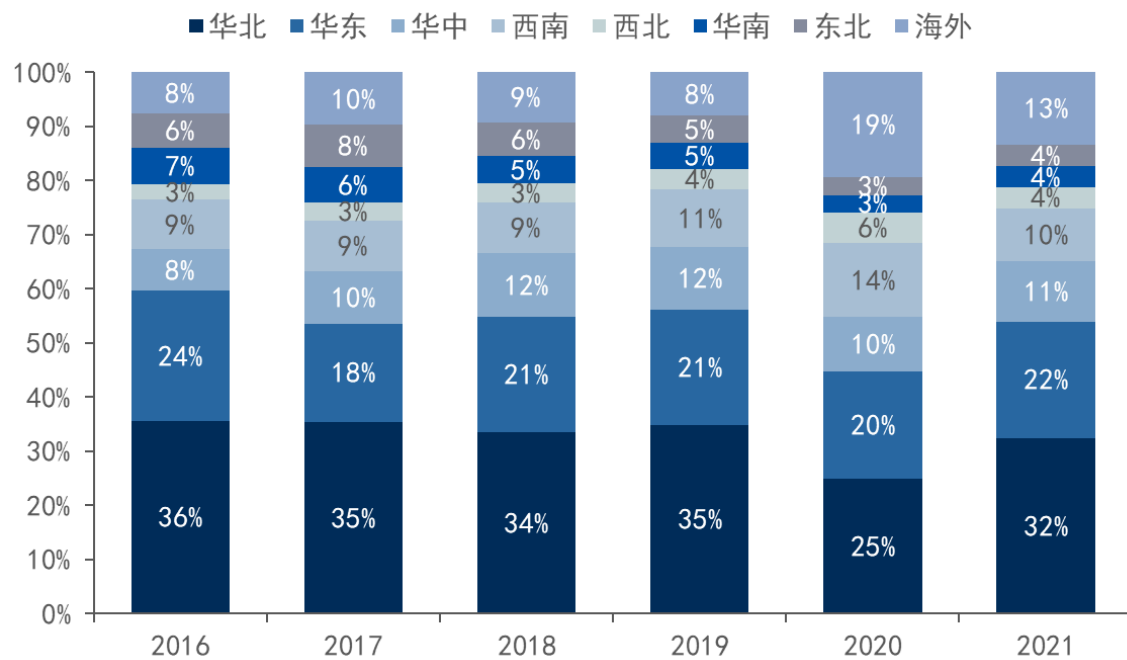
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：原辅料营收、毛利率



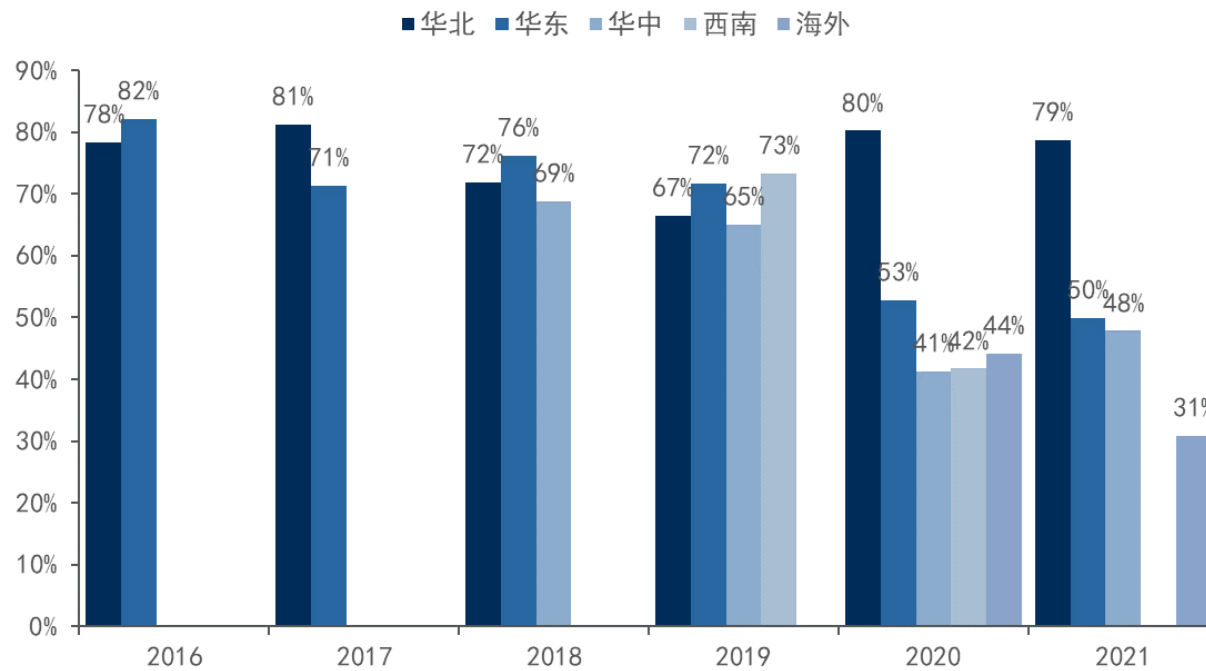
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：红日药业各地区营收占比情况(%)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：红日药业各地区毛利率情况(%)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

我们的的盈利预测基于以下假设条件：

- **中药配方颗粒及饮片：**中药配方颗粒行业处于标准切换阵痛期，新标品种数不足影响销量，预计到2023年下半年颁布实施的国标品种数目有望超过300个，国标颁布将促进业务恢复。饮片占比较少，且集采政策较友好，预计饮片业务将维持良好增长态势。
- **成品药：**血必净注射液成功续约国谈，仍具有充足市场空间等待开拓，为业绩增长提供支撑。研发方面，公司持续加大创新研发，具有多个在研项目，未来新药上市后将进一步促进业务发展。预测未来成品药板块可维持每年两位数增长。
- **医疗器械：**公司疫情之后国际业务拓展顺利，考虑到在研产品储备丰富，后续新品上市，取得认证并投入国际市场后，可较好促进业务增长。
- **药械智慧供应链：**短期受到高值耗材集采影响，公司将积极调整业务发展方向，业务将趋于稳定。
- **原辅料：**俄乌战争对出口的影响将逐渐减弱，考虑到原辅料行业客户粘性较强的特点，预计原辅料业务未来将维持较平稳增长。

■ 我们预计公司 2022-24 年营收65.66/81.33/98.02亿元，同比增速-14.40%/23.87%/20.52%，归母净利润5.53/7.13/9.39亿元，同比增速-19.50%/28.86%/31.66%。

表：红日药业业务拆分及盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>中药配方颗粒及饮片</b>						税金及附加	0.57	0.76	0.66	0.81	0.98
收入（亿元）	29.91	42.35	32.16	44.64	58.03	税金及附加率(%)	0.88%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
yoy	10.52%	41.60%	-24.05%	38.80%	30.00%	销售费用	22.13	26.16	22.00	27.73	33.42
毛利率	71.16%	69.74%	64.90%	65.00%	65.00%	销售费用率(%)	34.10%	34.11%	33.50%	34.10%	34.10%
<b>成品药</b>						管理费用	4.51	4.51	3.87	5.04	6.08
收入（亿元）	8.42	11.52	12.90	14.45	16.18	管理费用率(%)	6.95%	5.88%	5.90%	6.20%	6.20%
yoy	-20.60%	36.74%	12.00%	12.00%	12.00%	研发费用	1.80	2.03	2.20	2.64	3.12
毛利率	75.41%	70.49%	71.00%	71.00%	71.00%	研发费用率(%)	2.78%	2.65%	3.35%	3.25%	3.18%
<b>医疗器械产品</b>						财务费用	0.59	0.56	0.53	0.65	0.78
收入（亿元）	12.16	9.06	6.80	7.34	7.93	财务费用率(%)	0.91%	0.74%	0.80%	0.80%	0.80%
yoy	85.61%	-25.46%	-25.00%	8.00%	8.00%	其他损益	-0.54	-1.66	0.32	0.32	0.25
毛利率	47.57%	39.90%	40.00%	40.00%	40.00%	营业利润	6.54	8.75	6.53	8.76	11.56
<b>药械智慧供应链</b>						利润总额	6.83	8.54	6.53	8.76	11.56
收入（亿元）	9.35	6.49	6.62	6.96	7.30	减：所得税	1.24	1.83	1.08	1.71	2.25
yoy		-30.52%	2.00%	5.00%	5.00%	所得税率(%)	18.11%	21.46%	16.50%	19.50%	19.50%
毛利率	22.63%	25.72%	17.00%	17.20%	17.20%	净利润	5.60	6.71	5.45	7.05	9.31
<b>原辅料</b>						少数股东损益	-0.14	-0.16	-0.08	-0.08	-0.08
收入（亿元）	4.48	6.19	6.37	6.95	7.57	归母净利润（亿元）	5.73	6.87	5.53	7.13	9.39
yoy	5.98%	38.27%	3.00%	9.00%	9.00%	yoy	42.45%	19.87%	-19.50%	28.86%	31.66%
毛利率	23.16%	23.16%	23.00%	23.00%	23.00%	归母净利润率(%)	8.84%	8.96%	8.43%	8.77%	9.58%
其他	0.57	1.09	0.80	1.00	1.00						
<b>总营收（亿元）</b>	<b>64.88</b>	<b>76.71</b>	<b>65.66</b>	<b>81.33</b>	<b>98.02</b>						
yoy	29.69%	18.22%	-14.40%	23.87%	20.52%						
毛利率	56.54%	57.93%	54.00%	55.72%	56.82%						

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测



表：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	6,488	7,671	6,455	8,150	9,990
(+/-%)	29.7%	18.2%	-15.8%	26.3%	22.6%
净利润(百万元)	573	687	1048	1328	1701
(+/-%)	42.4%	19.9%	52.5%	26.7%	28.1%
每股收益(元)	0.19	0.23	0.35	0.44	0.57
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	6,488	7,671	6,566	8,133	9,802
(+/-%)	29.7%	18.2%	-14.4%	23.9%	20.5%
净利润(百万元)	573	687	553	713	939
(+/-%)	42.4%	19.9%	-19.5%	28.9%	31.7%
每股收益(元)	0.19	0.23	0.18	0.24	0.31
<b>悲观预测</b>					
营业收入(百万元)	6,488	7,671	6,676	8,111	9,608
(+/-%)	29.7%	18.2%	-13.0%	21.5%	18.5%
净利润(百万元)	573	687	61	128	237
(+/-%)	42.4%	19.9%	-91.2%	111.3%	84.9%
每股收益(元)	0.19	0.23	0.02	0.04	0.08

资料来源：国信证券经济研究所预测

- [ 01 ] 红日药业：配方颗粒领先，各业务完善
- [ 02 ] 配方颗粒：短期承压，长期前景广阔
- [ 03 ] 成品药、医疗器械：增长空间充足
- [ 04 ] 原辅料、药械智慧供应链：业务发展稳定
- [ 05 ] 财务分析、盈利预测
- [ 06 ] 估值和投资建议、风险提示

# 绝对估值：6.75-7.23元

- 基于公司完善的产业链布局以及中药配方颗粒行业的领先地位，预计2022年业绩短期承压，2023年后随着配方颗粒国标品种数增多，行业渡过标准切换的阵痛期，将迎来业绩恢复增长的拐点。
- 根据以下主要假设条件，采用FCFF估值方法，得出公司价格区间为6.75-7.23元，对应市值区间为203-217亿元。

表：公司盈利预测假设条件（%）

公司	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	29.69%	18.22%	-14.40%	23.87%	20.52%	18.02%	15.52%
营业成本/营业收入	43.46%	42.07%	46.00%	44.28%	43.18%	42.98%	42.98%
管理费用/营业收入	6.56%	5.52%	5.90%	6.20%	6.20%	6.10%	6.00%
研发费用/营业收入	2.78%	2.65%	3.35%	3.25%	3.18%	3.08%	2.98%
销售费用/销售收入	34.10%	34.11%	33.50%	34.10%	34.10%	33.60%	33.10%
营业税及附加/营业收入	0.88%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	18.11%	21.46%	16.50%	19.50%	19.50%	19.50%	19.50%
股利分配比率	31.73%	22.96%	24.04%	26.25%	24.42%	24.90%	25.19%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表：资本成本假设

指标	假设值	指标	假设值
无杠杆Beta	0.93	T	16.50%
无风险利率	2.50%	Ka	8.55%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆Beta	1.02
公司股价	5.85	Ke	9.11%
发行在外股数	3004	E/(D+E)	89.88%
股票市值(E)	17574	D/(D+E)	10.12%
债务总额(D)	1979	WACC	8.64%
Kd	5.30%	永续增长率(10年后)	2.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

表：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC变化				
		8.4%	8.5%	8.64%	8.7%	8.8%
永续增长率变化	2.3%	7.60	7.43	7.26	7.11	6.95
	2.2%	7.49	7.33	7.17	7.01	6.86
	2.1%	7.39	7.23	7.07	6.92	6.78
	2.0%	7.29	7.13	6.98	6.83	6.69
	1.9%	7.19	7.04	6.89	6.75	6.61
	1.8%	7.10	6.95	6.80	6.66	6.53
1.7%	7.00	6.86	6.72	6.58	6.45	

资料来源：国信证券经济研究所分析 \*绝对估值分析时间 2023-01-06

# 相对估值：6.73-7.36元

- 基于中药配方颗粒未来市场空间广阔，业绩增长确定性较强，给予较高估值；成品药业务中血必净市场空间广阔，对业绩有较好支撑，给予17-20倍估值；医疗器械业务后续新品储备丰富，给予17-20倍估值；原辅料业务增速较稳定，客户粘性较强，给予14-17倍估值；药械智慧供应链业务利润较低，给予较低估值。合理估值区间为202-221亿元，对应股价区间6.73-7.36元。

表：红日药业估值分析（以2023年净利润为基准）

业务	净利润（亿元）			估值倍数 (2023)	估值区间	备注
	2022E	2023E	2024E			
中药配方颗粒及饮片	2.89	4.20	5.80	35~37	147~155	配方颗粒国标品种充足后迎来市场扩容黄金期
净利率	9.00%	9.40%	10.00%			
成品药	1.61	1.81	2.02	17~20	31~36	血必净具有良好市场空间；新药逐步上市
净利率	12.50%	12.50%	12.50%			
医疗器械产品	0.95	1.03	1.11	17~20	17~21	指甲式血氧仪在国际市场具备一定地位，并不断推出新品
净利率	14.00%	14.00%	14.00%			
药械智慧供应链	-0.30	0.07	0.07	6~14	0.4~1.0	配送行业较稳定，利润率低，短期容易受集采政策影响
净利率	-4.53%	1.00%	1.00%			
原辅料	0.45	0.49	0.53	14~17	7~8	原辅料行业增长较稳定，客户粘性较强
净利率	7.00%	7.00%	7.00%			
其他	-0.07	-0.46	-0.15	0	0	
合计	5.53	7.13	9.39	22~24	202~221	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

# 投资建议：维持“增持”评级

- **产品线丰富，全产业链布局。**公司以研发精药、生产良药为己任，专注重症领域、肿瘤及免疫、心脑血管、呼吸系统、神经退行性疾病领域的研究与创新，业务横跨成品药、中药配方颗粒及饮片、原辅料、医疗器械、医疗健康服务、药械智慧供应链等六大领域。随着业务领域拓展，公司从优秀中药产品制造商向卓越大健康产业服务提供商不断转型。
- **中药配方颗粒长期前景广阔，公司为行业龙头企业之一。**2021年11月试点结束后，配方颗粒的使用终端将由二级及其以上中医院拓展至所有具备中医执业资格的各级医疗机构，使用范围大大拓宽，叠加医保覆盖等支付端利好，行业有望迎来数倍增长空间。目前行业虽受限于品种数量短期受挫，但长期前景广阔。作为中药现代化的重要一步，配方颗粒标准化势不可挡，随着后续更多国标品种的颁布实施，配方颗粒行业将逐步恢复，有望于2023年迎来拐点，进入市场扩容的机遇期。公司作为中药配方颗粒行业龙头企业之一，有望持续受益。
- **成品药和医疗器械板块增长空间充足。**成品药方面，公司坚持自主创新为主、仿创结合的总体思路，持续加强创新及临床能力建设，具有独立知识产权的血必净注射液在脓毒症、重症新冠肺炎救治中具有明确疗效，且成功续约国谈，仍具有充足市场空间等待开拓，为业绩增长提供支撑；在研项目众多，新药上市有望进一步促进成品药业务发展。医疗器械方面，血氧系列产品在新冠疫情国际业务拓展顺利，在研产品储备丰富，国际渠道顺畅+后续新品上市，促进业务持续增长。综上，我们认为成品药和医疗器械板块仍具备充足增长空间。
- **原辅料、药械智慧供应链：业务发展稳定。**原辅料方面，俄乌战争对出口的影响有望逐渐减弱，客户粘性较强，预计原辅料业务未来将维持平稳增长。药械智慧供应链方面，短期受到高值耗材集采影响，公司通过积极调整业务发展方向，后续有望逐步趋于稳定。原辅料和药械智慧供应链板块合计占公司收入比重约为1-2成，业务有望维持稳定。
- **风险提示：疫情反复；配方颗粒推进及新品推出不及预期；商誉减值风险；竞争加剧风险**
- **投资建议：国标颁布势在必行，配方颗粒有望迎来恢复，维持“增持”评级。**2022年公司因配方颗粒品种数目不足业绩有所承压，从中长期维度来看，配方颗粒是中药现代化进程的重要一步，随着2023年国标的陆续出台，业务有望迎来同比拐点，迎来强势恢复。维持盈利预测，预计公司2022-2024年整体收入65.66/81.33/98.02亿元，同比增速-14.40%/23.87%/20.52%，归母净利润5.53/7.13/9.39亿元，同比增速-19.50%/+28.86%/+31.66%，当前股价对应PE=32/25/19x。综合绝对估值和相对估值，公司合理估值为6.74-7.30元，相较于当前股价有15.2%-24.7%溢价空间。公司是配方颗粒领先企业，业务横跨成品药、医疗器械、原辅料、药械智慧供应链等六大领域，增长稳健，随着配方颗粒业务恢复，带动业绩增长，维持“增持”评级。

表：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 23/01/06	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E	
300026.SZ	红日药业	5.85	176	0.23	0.18	0.24	0.31	34.22	31.76	24.65	18.72	8.84%	2.90	增持
002603.SZ	以岭药业	29.28	489	0.80	0.97	1.15	1.36	24.37	30.10	25.42	21.51	14.82%	1.44	买入
000999.SZ	华润三九	47.15	466	2.09	2.40	2.78	3.21	16.38	19.64	16.94	14.68	13.39%	1.25	买入
0570.HK	中国中药	3.81	192	0.38	0.19	0.32	0.43	8.4	17.1	10.0	7.5	10.2%	4.5	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理注：以岭药业盈利预测为wind一致预期，中国中药股价、市值单位为港元

## ■ 估值风险

我们结合相对估值与绝对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，假设具有一定主观性，因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符，可能导致估值区间和实际结果不符。

## ■ 盈利预测的风险

包含但不限于：1) 配方颗粒标准出台、备案和产能跟进不及预期；2) 新品推出不及预期。

## ■ 经营风险

**行业竞争加剧的风险：**公司是最先试点生产配方颗粒的六家企业之一，随着2021年国家宣布配方颗粒试点结束，公司面临着更多企业入局的挑战，若公司未来不能持续维持竞争优势，提高自身竞争力，在更加激烈的市场竞争中，公司将面临市场份额下降的风险。

**原材料价格波动风险：**中药材价格一直受到宏观经济、行业政策、自然灾害、种植端与需求端市场信息不对称等多种因素影响，容易出现较大幅度的波动，从而对中药企业的生产成本产生影响。

## ■ 政策风险

**药品集中带量采购等政策影响：**国家组织的药品带量采购已常态化开展，并鼓励各地研究并探索对未过评品种、中成药、生物制品、耗材、医疗器械等开展集中带量采购工作。可能对公司成品药、药械智慧供应链板块收入及盈利能力造成一定影响。

## ■ 其它风险

**创新研发风险：**药品研发周期长、投入大、失败率高，从新药开发到上市期间受政策法规、市场竞争格局等不确定性因素影响较多，随着公司研发投入不断加大，将面临一定的新产品开发失败的风险。

**疫情风险：**新冠疫情反复可能会影响公司学术推广活动和配方颗粒、成品药的销售情况，使公司医疗端业务面临挑战。

**地缘政治风险：**公司原辅料和医疗器械板块中均含有出口业务，容易受到地缘政治影响。

# 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1126	1316	2167	1820	2001	营业收入	6488	7671	6566	8133	9802
应收款项	2714	3567	2849	3571	4372	营业成本	2820	3227	3020	3601	4233
存货净额	1417	1305	1414	1614	1855	营业税金及附加	57	76	66	81	98
其他流动资产	457	618	485	610	750	销售费用	2213	2616	2200	2773	3342
<b>流动资产合计</b>	<b>5714</b>	<b>6806</b>	<b>6915</b>	<b>7614</b>	<b>8978</b>	管理费用	451	451	400	517	620
固定资产	2556	2783	3064	3324	3561	研发费用	180	203	220	264	312
无形资产及其他	232	314	301	289	276	财务费用	59	56	53	65	78
投资性房地产	1656	1680	1680	1680	1680	投资收益	2	(23)	(1)	(7)	(11)
长期股权投资	21	24	27	26	28	资产减值及公允价值变动	40	88	(4)	(4)	(4)
<b>资产总计</b>	<b>10180</b>	<b>11607</b>	<b>11987</b>	<b>12933</b>	<b>14523</b>	其他收入	(276)	(434)	(170)	(208)	(260)
短期借款及交易性金融负债	797	440	521	586	1132	营业利润	654	875	653	876	1156
应付款项	822	605	760	857	952	营业外净收支	29	(21)	0	0	0
其他流动负债	721	1014	721	957	1168	<b>利润总额</b>	<b>683</b>	<b>854</b>	<b>653</b>	<b>876</b>	<b>1156</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2340</b>	<b>2058</b>	<b>2001</b>	<b>2400</b>	<b>3252</b>	所得税费用	124	183	108	171	225
长期借款及应付债券	362	1458	1458	1458	1458	少数股东损益	(14)	(16)	(8)	(8)	(8)
其他长期负债	86	139	161	189	223	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>573</b>	<b>687</b>	<b>553</b>	<b>713</b>	<b>939</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>448</b>	<b>1597</b>	<b>1619</b>	<b>1647</b>	<b>1681</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2788</b>	<b>3655</b>	<b>3620</b>	<b>4047</b>	<b>4933</b>	净利润	573	687	553	713	939
少数股东权益	198	179	173	167	161	资产减值准备	(70)	65	28	14	15
股东权益	7194	7773	8193	8719	9428	折旧摊销	190	214	310	353	392
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10180</b>	<b>11607</b>	<b>11987</b>	<b>12933</b>	<b>14523</b>	公允价值变动损失	(40)	(88)	4	4	4
						财务费用	59	56	53	65	78
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	(805)	(732)	655	(672)	(827)
每股收益	0.19	0.23	0.18	0.24	0.31	其它	60	(78)	(34)	(20)	(21)
每股红利	0.06	0.05	0.04	0.06	0.08	<b>经营活动现金流</b>	<b>(90)</b>	<b>69</b>	<b>1516</b>	<b>392</b>	<b>501</b>
每股净资产	2.39	2.59	2.73	2.90	3.14	资本开支	0	(567)	(611)	(617)	(635)
ROIC	7.53%	9.14%	5%	7%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	7.97%	8.84%	7%	8%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>7</b>	<b>(570)</b>	<b>(613)</b>	<b>(617)</b>	<b>(637)</b>
毛利率	57%	58%	54%	56%	57%	权益性融资	(18)	3	0	0	0
EBIT Margin	12%	14%	10%	11%	12%	负债净变化	317	491	0	0	0
EBITDA Margin	15%	17%	15%	16%	16%	支付股利、利息	(182)	(158)	(133)	(187)	(229)
收入增长	30%	18%	-14%	24%	21%	其它融资现金流	(31)	22	81	65	547
净利润增长率	42%	20%	-19%	29%	32%	<b>融资活动现金流</b>	<b>221</b>	<b>692</b>	<b>(52)</b>	<b>(122)</b>	<b>317</b>
资产负债率	29%	33%	32%	33%	35%	<b>现金净变动</b>	<b>138</b>	<b>190</b>	<b>851</b>	<b>(347)</b>	<b>182</b>
股息率	1.0%	0.9%	0.8%	1.1%	1.3%	货币资金的期初余额	988	1126	1316	2167	1820
P/E	30.6	25.6	31.8	24.6	18.7	货币资金的期末余额	1126	1316	2167	1820	2001
P/B	2.4	2.3	2.1	2.0	1.9	企业自由现金流	0	(223)	916	(205)	(97)
EV/EBITDA	21.3	16.2	21.6	17.1	14.1	权益自由现金流	0	290	960	(173)	404

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032