

## 红日药业 (300026) \ 医药生物

### 业绩符合预期，配方颗粒业务有望强复苏

#### 事件：

公司发布2022年年度报告，2022年实现收入66.50亿 (yoy-13.30%)，归母净利润6.24亿元 (yoy-9.19%)，扣非归母净利润为5.71亿元 (yoy-15.85%)，其中2022Q4实现收入17.50亿元 (yoy-19.88%)，归母净利润1.54亿元 (yoy+205.96%)。

#### ➤ 配方颗粒业务有望强复苏

公司主营配方颗粒业务，2022年营收贡献超过50%；由于2022年中药配方颗粒行业进入标准切换期，受标准数量不足与临床终端需求短期下行，公司配方颗粒业务下滑。在国标与省标持续公布下，截至2023年3月30日，公司旗下北京康仁堂配方颗粒销售备案数超过300个的省份达22个，其中北京、河北等4个省市销售备案数量超过400个，同时2023年门诊量恢复下终端需求上涨、标准切换后产品提价与增量渠道开发，公司2023年配方颗粒业务有望实现强复苏。

#### ➤ 成药与医疗器械业务或将稳健增长

成品药与医疗器械领域在2022年占公司营收约39%；成药领域中血必净注射液自2019年降价48%进入全国医保目录后，终端医院覆盖率或将持续提升，同时产品已被纳入23项诊疗指南和专家共识中，临床用药证据丰富；医疗器械板块中，公司以指夹式血氧仪等产品拓展国际市场，在报告期内有5个产品获得NMPA注册证书、3个产品获得FDA注册证书，成品药与医疗器械板块业绩有望稳健增长。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年收入分别为85.49/105.71/130.90亿元（原预测2023-2024年收入为97.95/132.17亿元），对应增速分别为28.6%/23.6%/23.8%，调整2023-2024年归母净利润至9.0/11.56亿元（调整前9.36/13.56亿元），新增2025年归母净利润为15.76亿元，对应增速分别为44.3%/28.4%/36.3%，3年CAGR为36.2%；EPS分别为0.30/0.38/0.52元/股。鉴于中药配方颗粒有望高景气发展，公司为配方颗粒龙头企业，参照可比公司估值，我们给予公司2023年25倍PE，目标价7.49元。维持“买入”评级。

**风险提示：**盈利能力下滑风险、集采风险、原材料供应风险、行业竞争加剧风险等

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7,670.53	6,650.02	8,549.65	10,570.61	13,089.70
增长率 (%)	18.22%	-13.30%	28.57%	23.64%	23.83%
EBITDA (百万元)	1,156.97	1,049.87	1,461.77	1,779.76	2,256.85
净利润 (百万元)	687.32	624.18	900.47	1,155.91	1,575.61
增长率 (%)	19.87%	-9.19%	44.26%	28.37%	36.31%
EPS (元/股)	0.23	0.21	0.30	0.38	0.52
市盈率 (P/E)	25.35	27.92	19.35	15.07	11.06
市净率 (P/B)	2.24	2.10	1.92	1.73	1.52
EV/EBITDA	21.84	17.78	13.05	10.66	8.31

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年03月30日收盘价

投资评级：

行业： 中药

投资建议： 买入/ (维持评级)

当前价格： 5.80元

目标价格： 7.49元

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	3,004/2704
流通A股市值 (百万元)	15,681
每股净资产 (元)	2.76
资产负债率 (%)	30.33
一年内最高/最低 (元)	6.80/5.66

#### 股价相对走势



分析师：郑薇

执业证书编号：S0590521070002

邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

#### 相关报告

**财务预测摘要**
**资产负债表**

单位:百万元	2021	2022	2023	2024	2025
货币资金	1316	1206	1710	2114	2618
应收账款+票据	3694	3546	4247	4962	5785
预付账款	282	209	328	434	574
存货	1305	2214	1522	1824	2191
其他	210	210	248	307	380
<b>流动资产合计</b>	<b>6806</b>	<b>7385</b>	<b>8055</b>	<b>9642</b>	<b>11549</b>
长期股权投资	24	25	25	25	25
固定资产	2668	2861	2751	2701	2680
在建工程	233	461	434	382	331
无形资产	314	353	330	300	263
其他非流动资产	1562	1546	1480	1415	1381
<b>非流动资产合计</b>	<b>4801</b>	<b>5246</b>	<b>5020</b>	<b>4823</b>	<b>4680</b>
<b>资产总计</b>	<b>11607</b>	<b>12631</b>	<b>13076</b>	<b>14464</b>	<b>16228</b>
短期借款	294	231	642	886	1005
应付账款+票据	605	885	685	878	1123
其他	1159	1562	1383	1675	2030
<b>流动负债合计</b>	<b>2058</b>	<b>2678</b>	<b>2710</b>	<b>3439</b>	<b>4157</b>
长期带息负债	1525	1423	1067	740	439
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	72	66	66	66	66
<b>非流动负债合计</b>	<b>1597</b>	<b>1490</b>	<b>1134</b>	<b>806</b>	<b>506</b>
<b>负债合计</b>	<b>3655</b>	<b>4168</b>	<b>3843</b>	<b>4245</b>	<b>4663</b>
少数股东权益	179	173	157	136	108
股本	3004	3004	3004	3004	3004
资本公积	589	589	589	589	589
留存收益	4179	4697	5482	6490	7863
<b>股东权益合计</b>	<b>7952</b>	<b>8463</b>	<b>9232</b>	<b>10219</b>	<b>11565</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>11607</b>	<b>12631</b>	<b>13076</b>	<b>14464</b>	<b>16228</b>

**现金流量表**

单位:百万元	2021	2022	2023	2024	2025
净利润	671	621	884	1135	1548
折旧摊销	246	280	335	358	353
财务费用	56	54	74	70	61
存货减少	113	-909	692	-303	-367
营运资金变动	-837	-360	-545	-697	-803
其它	95	1003	-704	310	375
<b>经营活动现金流</b>	<b>344</b>	<b>688</b>	<b>737</b>	<b>874</b>	<b>1167</b>
资本支出	-692	-775	-100	-150	-200
长期投资	15	35	0	0	0
其他	35	12	3	-18	-18
<b>投资活动现金流</b>	<b>-642</b>	<b>-728</b>	<b>-97</b>	<b>-168</b>	<b>-218</b>
债权融资	664	-164	54	-84	-182
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-199	14	-190	-218	-263
<b>筹资活动现金流</b>	<b>465</b>	<b>-151</b>	<b>-136</b>	<b>-302</b>	<b>-445</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>161</b>	<b>-168</b>	<b>504</b>	<b>404</b>	<b>504</b>

**利润表**

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>					
营业成本	7671	6650	8550	10571	13090
税金及附加	3227	2811	3471	4162	4999
营业费用	76	62	73	102	126
管理费用	2616	2320	2950	3700	4581
财务费用	654	672	846	1078	1374
资产减值损失	56	54	74	70	61
公允价值变动收益	-88	-5	-52	-64	-80
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	-23	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>-55</b>	<b>-18</b>	<b>-34</b>	<b>-39</b>	<b>-27</b>
营业外净收益	875	713	1049	1356	1841
<b>利润总额</b>	<b>-21</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>-4</b>	<b>2</b>
所得税	854	716	1053	1352	1842
<b>净利润</b>	<b>183</b>	<b>95</b>	<b>168</b>	<b>216</b>	<b>295</b>
少数股东损益	671	621	884	1135	1548
<b>归属于母公司净利</b>	<b>-16</b>	<b>-3</b>	<b>-16</b>	<b>-21</b>	<b>-28</b>

**财务比率**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	18.22	-	28.57	23.64	23.83
EBIT	22.61	-	46.42	26.15	33.89
EBITDA	20.55	-9.26%	39.23	21.75	26.81
归母净利润	19.87	-9.19%	44.26	28.37	36.31
<b>获利能力</b>					
毛利率	57.93	57.73%	59.40	60.63	61.81
净利率	8.75%	9.34%	10.35	10.74	11.82%
ROE	8.84%	7.53%	9.92%	11.46%	13.75
ROIC	8.91%	6.97%	9.53%	11.18%	13.74
<b>偿债能力</b>					
资产负债	31.49	33.00%	29.39	29.35	28.73
流动比率	3.31	2.76	2.97	2.80	2.78
速动比率	2.46	1.79	2.22	2.08	2.05
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.08	1.91	2.03	2.15	2.28
存货周转率	2.47	1.27	2.28	2.28	2.28
总资产周转率	0.66	0.53	0.65	0.73	0.81
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.23	0.21	0.30	0.38	0.52
每股经营现金流	0.11	0.23	0.25	0.29	0.39
每股净资产	2.59	2.76	3.02	3.36	3.81
<b>估值比率</b>					
市盈率	25.35	27.92	19.35	15.07	11.06
市净率	2.24	2.10	1.92	1.73	1.52
EV/EBITDA	21.84	17.78	13.05	10.66	8.31
EV/EBIT	27.75	24.25	16.92	13.34	9.85

数据来源: 公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 03 月 30 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695