



2018-10-16

公司点评报告

买入/首次

海正药业(600267)

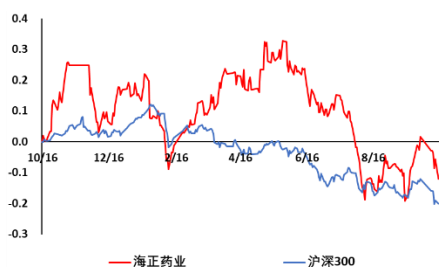
目标价: 21

昨收盘: 11.36

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

## 生物药估值初步彰显, CSO 平台价值开始体现

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	965.53/965.53
总市值/流通(百万元)	11000/11000
12个月最高/最低(元)	17.14/10.44

## 相关研究报告:

海正药业(600267.SH): 阿达木单抗报生产获受理, 生物药步入收获期-180918

## 证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-33329945

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

## 证券分析师: 王斌

电话: 010-88695263

E-MAIL: wangbin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190118050039

**事件一:** 公司公告, 控股子公司浙江海晟药业(胰岛素资产)拟通过引进社会资本的方式对其实施增资扩股及部分老股转让, 按照国资管理规定以公开挂牌形式进行。本次增资扩股以及老股转让以海晟药业投前估值不低 19 亿元为基准, 计划增资规模为不低于 8 亿元人民币, 老股转让不低于 6.85 亿元人民币。

**事件二:** 瀚晖制药与诺华制药签署三款成人慢性阻塞性肺疾病维持治疗药品的《独家推广服务协议》, 将有偿获得三款药品的中国区域的独家推广权益, 有效期为 10 年, 签约金 2 亿元。

## 事件一点评:

## 估值符合预期, 未来仍有望逐步提升

本次增资投前估值不低于 19 亿元, 符合我们前期判断的 20 亿元, 超市场预期, 初步彰显公司生物药研发估值。随着在研项目陆续完成临床试验&申报生产, 预计估值仍将稳步提升。交易完成后公司对海晟药业持股比例将降至 45%, 不再合并报表。通过本次交易, 海晟药业获得了 8 亿元资金, 可满足在研胰岛素后续临床试验&申报费用支出。通过转让持有的海晟药业 25.37%股权(按交易完成后持股比例计算)获取的 6.85 亿元资金可用于支付胰岛素项目未付款、补充流动资金和偿还银行贷款等, 同时实现了胰岛素项目前期研发投入回收, 将对公司业绩将产生积极影响。

## 市场化程度提升, 实现多方共赢

公司现有瀚晖制药、百盈医药和海坤医药三大营销平台, 其中瀚晖制药主导品种为抗肿瘤、抗感染、心血管疾病用药; 百盈医药专注于风湿免疫类生物药; 海坤医药为合作代理推广平台, 公司尚未组建胰岛素专业销售团队, 胰岛素的营销存在短板。在引入战略投资者后, 海晟药业市场化程度将更高, 借助战略投资者在行业运营、管理和学术营销方面的成熟经验, 有望快速完成销售体系的构建和渠道建设, 加快产品放量进程。未来上市公司可将有限的营销资源继续集中在现有优势领域。对于战略投资者, 以较低成本获得了 4 个在研胰岛素项目(其中 2 个已经进入临床 III 期)和生产基地。本次交易实现了多方共赢, 有助于海晟药业价值最大化。

### 在研项目进度领先, 临近收获期

甘精胰岛素和门冬胰岛素国内市场合计销售额近 90 亿元, 受益于糖尿病患病率&治疗率提升; 因疾病进展需使用胰岛素患者数量增加; 对二代胰岛素的替代, 预计未来甘精胰岛素和门冬胰岛素市场规模仍将持续增长。公司的甘精胰岛素和门冬胰岛素均已经进展到临床 III 期, 进度在国内同类产品均处于领先地位, 预计将分别于 2020 年 Q2、2020 年 Q1 获批上市; 德谷胰岛素也即将启动临床 I 期研究, 为国内首家。胰岛素业务已临近收获期。

### 事件二点评:

#### 签署推广服务协议, CSO 能力获国际医药巨头认可

本次获得中国区域的独家推广权益的 3 个产品为 (1) 马来酸茚达特罗吸入粉雾剂 (2) 茚达特罗格隆溴铵吸入粉雾剂用胶囊 (3) 格隆溴铵吸入粉雾剂用胶囊, 用于成人慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 患者的维持治疗, 均为诺华原研创新药品, 2017 年全球销售额分别为 1.12 亿美元、4.11 亿美元和 1.51 亿美元, 分别于 2012 年、2017 年和 2018 年在国内上市。目前瀚晖制药代理销售品种主要为辉瑞注入的特治星、甲强龙等过专利期原研药和海正自有产品, 本次新代理的 3 个产品均为国际医药巨头旗下的创新药, 一方面显示出公司已具备了创新药营销推广能力, 获得国际医药巨头认可; 在高瓴资本进入后, 不仅带来业绩持续改善 (中报利润增长 40% 已经体现), 更是带来了产品等资源。瀚晖制药作为稀缺的规范销售平台, CSO 平台价值开始体现, 预计未来陆续将有新产品代理。

#### 开拓呼吸领域用药市场, 产品线不断丰富

目前瀚晖制药的产品线包括抗肿瘤用药、抗感染用药、心血管疾病用药和激素等多个品种, 其中激素和抗生素产品线已在呼吸科室有较好覆盖, 此前公司也获得了安必生制药孟鲁司特钠咀嚼片国内总代理权, 负责其国内的市场推广和产品销售, 本次代理的诺华原研新一代的 LABA、LAMA、LAMA/LABA 复合制剂, 均为该领域指南推荐的一线用药, 公司将形成涵括不同机理的包括口服和吸入治疗 COPD 和哮喘的全病程、更高效的完整产品线, 从而成体系的进入哮喘和 COPD 领域, 进一步丰富公司产品线。马来酸茚达特罗于 17 年被纳入全国医保, 18 年 H1 销售额增长 172% (PDB 数据), 呈快速放量态势, 作为一线用药, 未来有较大的增长潜力, 诺华也将协助推动其余两个产品纳入医保, 国内 COPD 用药达百亿规模, 成长空间巨大, 呼吸用药有望成为瀚晖制药新的增长极。参考瀚晖制药之前代理产品净利率, 预计 3 款产品净利率在 10% 及以上。

### 估值与投资建议——昔日王者，历史拐点！

海晟制药计划引入战投标志着公司生物药临床研究和产业化能力得到产业资本认可，初步彰显公司生物药研发估值。除胰岛素外，单抗板块中阿达木单抗已经申报生产，英夫利昔单抗、利妥昔单抗、曲妥珠单抗均已经进入临床 III 期研究，即将步入收获期，估值 80 亿元左右。

**公司业务和管理均有望迎来历史性拐点:** 1) 高瓴资本进入后优化管理，瀚晖制药利润快速增长，2018H1 增长 40%以上，收入因为两票制确认方式改变基本无增长，实际增长 20%以上，后续将采用已成熟的 CSO 模式通过引进品种持续增长；2) 生物药板块价值严重低估。安佰诺扩产后开始快速增长，阿达木单抗报生产；3) 化学创新药海泽麦布 III 期临床数据良好；4) 仿制药 BE 数量多，没有存量，产能大，受益于国家集采政策，有望充分利用固定资产；5) 一旦定增完成，管理体系理顺，管理&激励将迎来历史拐点。

**若定增顺利完成，2019 年合理市值 250-300 亿元，考虑黑马属性，出于谨慎性原则，给予 20%折价，合理估值 200 亿以上。**其中 1) **瀚晖制药:** 预计 18/19 年净利润 6.85/8.56 亿元，增长 39%/25%，海正药业持有 51%股权，权益净利润 3.49/4.36 亿元，按 29 倍 PE 计算，对应估值 100 亿元；2) **生物药:** 参考复宏汉霖、信达生物同类企业估值，单抗部分估值 80 亿元左右；胰岛素板块估值 20 亿元，合计估值 100 亿元；3) **化学药:** 现有品种仍有较大增长潜力，创新药海泽麦布 III 期临床数据良好，多年研发投入成果开始显现，在研产品梯队不错，给予 50 亿元估值；4) **原料药:** 2017 年净利润 2000-3000 万元，在 FDA 解禁后逐步步入复苏通道，欧盟认证后续有望重新通过，FDA 和欧盟禁止前正常净利润 3 亿元以上，按 10 倍 PE 计算，估值 30 亿元；5) **医药商业:** 2018 年净利润 3100 万元，有望继续保持稳定增长，合理估值 5 亿元。预计公司 18/19/20 年分别实现归母净利润 1.25 亿元、3.54 亿元和 5.80 亿元。维持“买入”评级。

**风险提示:** 增资扩股未获得投资者摘牌而失败；代理品种销售额不及预期；管理未理顺；阿达木单抗未获批或进度缓慢；固定资产折旧过多。

图: 海正药业盈利预测

盈利拆分及预测 (百万元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>1、瀚晖制药</b>											
收入	4319	4951	2821	3529	3978	4376	4813	5295	5824	6407	7047
yoy		15%	-43%	25%	13%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
(1) 辉瑞注入产品	2950	3568	1733	1932	2318	2550	2805	2945	3092	3247	3409
其中: 特治星	723	1009	20	47	150	500	800	1000	1100	1200	1300
(2) 海正产品	1369	1383	1088	1597	1660	1776	1889	2100	2332	2560	2738
(3) 代理销售						50	120	250	400	600	900
净利润	445	511	252	351	489	685	856	1027	1181	1334	1495
yoy		15%	-51%	39%	39%	40%	25%	20%	15%	13%	12%
归母净利润	227	260	128	179	249	349	436	524	602	681	762
<b>2、海正生物</b>											
收入	19	75	8	30	35	120	250	400	600	900	1200
归母净利润	-89	-83	-112	-115	-138	-138	-68	0	100	200	300
<b>3、化学药</b>											
收入	142	254	379	425	510	611	734	880	1057	1268	1521
归母净利润	-156	-185	-163	-149	-162	-182	-162	-142	-122	-102	-82
<b>4、原料药</b>											
收入	1716	1768	1525	1288	1520	1620	1720	1820	1870	1920	1970
归母净利润	300	325	125	-100	25	75	125	175	225	275	350
<b>5、医药商业</b>											
收入	3188	3788	4180	4772	4772	5010	5261	5524	5800	6090	6395
yoy		19%	10%	14%	0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
归母净利润	29	34	50	65	29	31	32	34	35	37	39
yoy		20%	45%	31%	12%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
<b>6、其他 (内部抵消+营业外收支+财务费用)</b>											
收入	-779	-740	-145	-310	-243	-243	-243	-243	-243	-243	-243
归母净利润	-9	-45	-15	25	9	-10	-10	-10	-10	-10	-10
<b>合计</b>											
收入	8604	10097	8767	9733	10572	11495	12535	13677	14908	16342	17891
yoy		17%	-13%	11%	9%	9%	9%	9%	9%	10%	9%
归母净利润	302	308	14	-94	14	125	354	580	831	1081	1359
yoy		2%	-96%	-796%	-114%	821%	183%	64%	43%	30%	26%
EPS	0.36	0.35	0.01	-0.10	0.01	0.15	0.36	0.56	0.78	1.01	1.22

资料来源: 公司公告, 公司调研, 太平洋证券研究院

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

### 2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15% 以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间;

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。