



2019-04-24

公司点评报告

买入/维持

海正药业 (600267)

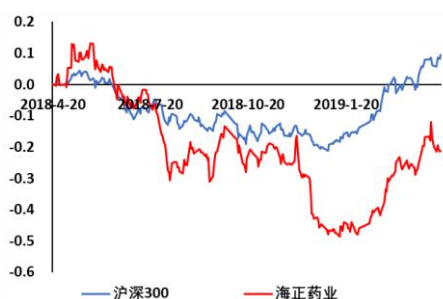
目标价: 21

昨收盘: 11.54

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

海正药业 (600267): 低点已过, 拐点将临

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	966/966
总市值/流通(百万元)	11100/11100
12个月最高/最低(元)	17.14/7.79

## 相关研究报告:

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:** 公司发布 2018 年年报, 实现营业收入 101.87 亿元(-3.63%), 归母净利润-4.92 亿元(-3730.15%), 扣非后实现归母净利润-6.12 亿元。同时发布 2019 年 1 季报, 实现营业收入 27.98 亿元(-0.86%), 归母净利润 3173.14 万元(194.06%), 扣非后实现归母净利润 2542.41 万元, **实现扭亏为盈**。

## 收入略有下降, 生物药放量明显

公司实现营业收入 101.87 亿元(-3.63%), 主要是因两票制全面推广后, 瀚晖制药原瑞海采购辉瑞的产品再销售业务变为辉瑞直发销售, 收入确认方式改变, 部分辉瑞注入产品转为收取推广服务费, 收入规模变小, 体现为报表收入减少及省医药公司分销与原料业务下降。18 年亏损 4.92 亿元, 主要是由于: 1) 原料药欧盟尚未解禁, 客户变更供应商的压力加大, 药政市场销售明显下降; 2) 18 年 Q4 计提资产减值, 包括部分研发资本化项目确认中止或暂停开发, 本期进行费用化确认; 停止个别与市场需求不符的生产线后续建设, 本期计提相关长期资产的减值准备等, 合计减少净利润 1.64 亿元; 3) 管理费用和研发费用显著上升; 4) 与 17 年相比, 18 年无辉瑞产品补偿款收入, 此项减少收益 1.01 亿元; 5) 随着在建工程进度推进及结转固定资产, 贷款利息大幅增加。

分业务板块来看, 瀚晖制药收入 38.19 亿元(-4%), 净利润 5.29 亿元(+8.2%), 其中特治星实际销售 499.17 万支(+46.84%), 其他主力品种注射用甲泼尼龙琥珀酸钠、甲泼尼龙片、多达一和西罗莫司片销量分别增长 11%、15%、43%和 19%。18 年瀚晖制药从诺华获得 3 款吸入剂中国市场独家推广权益、代理安必生制药的孟鲁斯特钠、获得复旦张江多柔比星脂质体代理权, 公司产品线迅速丰富, 作为稀缺、规范的 CSO 平台, 价值逐步将逐步体现。

其他业务方面, 安佰诺大线获批后快速放量, 销售 33.4 万支(+417%), 百盈医药收入 1.07 亿元。原料药业务销售收入 15.08 亿元(-0.79%), 毛利 2.85 亿元(-33.64%), 毛利降幅高于收入预计主要是由于产品在高毛利的规范药政市场收入下降, 其中海正南通亏损 7802.80 万元, 比 17 年多亏损 5948.10 万元。医药商业子公司收入 40.98 亿元(-20%), 净利润 3067.56 万元(+5%)。

### 管理、研发费用小幅增长, 销售费用受两票制影响增加明显。

2018 年销售费用为 25.14 亿元 (+57.22%), 主要是由于两票制全面推行, 制剂销售业务收入增加, 相应的销售推广费用增加; 销售费用率为 24.67%, 增加 9.55pct。管理费用为 7.29 亿元 (+17.83%), 管理费用率为 7.16%, 增加 1.31pct, 主要是由于折旧摊销等固定性费用增加、经营性管理费用及人员薪酬费用等增加。研发费用 6.40 亿元 (+45.53%), 主要由于项目梳理后, 部分暂停或终止的项目因前期资本化转费用化费用增加。财务费用为 4.07 亿元 (+31.18%), 主要是随着在建工程推进及转固, 部分利息支出转费用化核算所致。

### 生物药、小分子创新药进入收获期

2018 年累计投入研发费用 10.34 亿元, 占销售收入的 10.15%, 较去年同期增长 22.47%。生物药方面, 阿达木单抗提交上市申请并被纳入优先审评, 有望于年内获批; 英夫利昔单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、甘精胰岛素和门冬胰岛素均进入临床 III 期, 已经临近收获期。小分子创新药方面, 海泽麦布提交上市申请并被纳入优先审评, ;AD-35 已在中国和美国完成一期临床试验, 美国二期小规模临床开始招募病人; GCK 项目完成一期临床研究, 并启动二期临床研究; HPPH 项目进入临床二期。仿制药方面, 共有 2 个品种 5 个品规通过国家仿制药一致性评价, 9 个产品完成申报; 4 个品种 7 个品规获生产批件。未来公司将更加注重研发体系整合和立项把关, 研发效率和产出将逐步提升。

### 19Q1 扣非实现盈利, 拐点降至

19Q1 实现营业收入 27.98 亿元 (-0.86%), 归母净利润 3173.14 万元 (194.06%), 扣非后实现归母净利润 2542.41 万元, **实现扭亏为盈**。分拆来看, 19Q1 毛利为 12.14 亿元 (+25%), 增速超过收入, 推测主要是由于瀚晖制药、生物药等高毛利业务快速增长, 收入占比提升。各项费用控制良好, 销售费用、管理费用、研发费用和财务费用增速分别为 22.59%、6.15%、3.18%和 3.79%, 均低于毛利增速。**公司新任管理层上任以来着重加强内部管理体系, 目前已初见成效, 扣非后实现盈利, 标志着公司业绩拐点的来临。**

### 估值与投资建议——昔日王者, 历史拐点!

**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, 采用已成熟的 CSO 模式通过引进品种持续增长, 预计后续瀚晖制药利润将快速增长; 2) 生物药板块价值严重低估。安佰诺扩产后开始快速增长, 阿达木单抗已经报生产, 有望于 19 年 Q4 获批, 多个生物药进入临床 III 期, 临近收获期; 3) 化学创新药海泽麦布 III 期临床数据良好, 已经申报生产并被纳入优先审评; 4) 仿制药批文数量多, 且没有存量, 产能大, 受益于国家集采政策, 可充分发挥自身原

料药制剂一体化的优势, 有望充分利用固定资产, 覆盖折旧支出; 5) 未来公司将减少不必要的建设项目和提高研发效率, 处置闲置资产和非核心项目, 突出生物药、制剂和原料药等主业, 同时加强内部管控体系建设, 预计公司后续负债率&财务费用预计会逐步下降, 生产/管理成本不断降低, 利润将逐步释放。**19年1季度公司扣非后实现盈利, 标志着公司业绩拐点的来临。**

**海正药业 19 年合理估值 200 亿元** (瀚晖 70 亿+生物药 100 亿+化学药-10 亿+原料药 30 亿+商业 5 亿)。其中:

1) 瀚晖制药 70 亿: 预计 19/20 年净利润 6.61/8.07 亿元, 增长 25%/22%, 海正药业持有 51% 股权, 权益净利润 3.37/4.12 亿元, 按 19 年 20 倍 PE 计算, 对应估值 70 亿元。

2) 生物药 100 亿: 参考复宏汉霖、信达生物同类企业估值, 海正生物(100%股权) 将是国内自身免疫性疾病(类风湿等) 生物药领军企业, 产品线齐全, 在研品种进度领先, 拥有专业化销售推广团队, 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) 化学药保守估值 50 亿(产品线估值+以固定资产为主的资产估值), 扣除负债 60 亿(固定资产投入导致), -10 亿估值: 现有品种仍有较大增长潜力 18 年 2 亿净利润, 仿制药品种多报生产超过 50 个, 覆盖大品种, 受益国家集采, 创新药在研发 15 个, 其中海泽麦布 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(仿制药、创新药) 不错, 加上固定资产投入 50 亿, 合计保守给予 50 亿元估值; 化学药负债估计 60 亿, 扣除后, -10 亿估值。正在做减法: 卖批文、卖固定资产。

4) 原料药 30 亿: 2017 年净利润 2000-3000 万元, 欧盟认证后续有望重新通过, 高毛利规范药政市场收入回升带动盈利能力增加。FDA 和欧盟禁止前正常净利润 3 亿元以上。公司正加大开拓国内市场开发和承接 CMO 业务, 并着手出售部分产能。按 10 倍 PE 计算, 估值 30 亿元; 正在做减法: 卖固定资产。

5) 医药商业 5 亿: 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。

18 年是业绩调整之年, 19 年开始有望开始释放业绩, 预计公司 19/20/21 年分别实现归母净利润 1.03 亿元、3.72 亿元和 6.72 亿元, EPS 分别为 0.11 元、0.39 元和 0.70 元。公司迎来管理&经营双重历史拐点, 目前市值严重低估, 19 年合理估值 200 亿元, 维持“买入”

评级。

**风险提示:** 国家集采快速且全面推广的风险; 管理未理顺; 固定资产折旧 & 财务费用过多影响业绩等。

图: 海正药业盈利预测

盈利拆分及预测 (百万元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>1、海正辉瑞</b>											
收入	4319	4951	2821	3529	3978	3819	4583	5271	6009	6790	7604
yoy		15%	-43%	25%	13%	-4%	20%	15%	14%	13%	12%
(1) 辉瑞产品	2950	3568	1733	1932	2318	2202	2532	2786	3036	3279	3509
其中: 特治星	723	1009	20	47	300	441	500	600	700	800	900
(2) 海正产品	1369	1383	1088	1597	1660	1597	1551	1585	1672	1810	1996
(3) 代理销售						20	500	900	1300	1700	2100
净利润	445	511	252	351	489	529	688	860	1032	1218	1400
yoy		15%	-51%	39%	39%	8%	30%	25%	20%	18%	15%
归母净利润	227	260	128	179	249	270	351	439	526	621	714
<b>2、海正生物</b>											
收入	19	75	8	30	35	150	300	550	900	1300	1700
安佰诺						150	300	500	750	1000	1200
阿达木单抗								50	150	300	500
归母净利润	-89	-83	-112	-115	-138	-200	-100	0	100	250	350
<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	-200	-150	-120	-90	-60	-30
<b>4、原料药</b>											
收入	1716	1768	1525	1288	1520	1508	1608	1708	1808	1908	2008
归母净利润	300	325	125	-100	25	-100	-50	0	80	200	350
<b>5、医药商业</b>											
收入	3188	3788	4180	4772	4772	4098	4303	4518	4744	4981	5230
yoy		19%	10%	14%	0%	-14%	5%	5%	5%	5%	5%
归母净利润	29	34	50	65	29	31	32	34	36	37	39
yoy		20%	45%	31%	12%	-14%	5%	5%	5%	5%	5%
<b>6、其他 (内部抵消、减值等)</b>											
收入	-779	-740	-145	-310	-243	0	0	0	0	0	0
归母净利润	-9	-45	-15	25	9	-293	20	20	20	20	20
<b>合计</b>											
收入	8604	10097	8767	9733	10572	10187	11528	12928	14518	16247	18065
yoy		17%	-13%	11%	9%	-4%	13%	12%	12%	12%	11%
归母净利润	302	308	14	-94	14	-492	103	372	672	1068	1443

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	liyw@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	zhafll@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。