

受益于肝素提价和制剂增长，2018 年业绩 213%高增长

2019.04.29

唐爱金(分析师) 冯俊曦(研究助理)

电话: 020-88836115 020-88836115

邮箱: tangaij@gzgzhs.com.cn Fengjx@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310516100001

事件:

2019 年 4 月 29 日，公司发布 2018 年度业绩报告，实现营收 48.15 亿元，同比增长 69.34%；归母净利润 6.16 亿元，同比增长 213.33%；扣非后归母净利润 4.21 亿元，同比增长 929.45%。

点评:

- **公司短期利润增速受制于肝素提价及制剂增长，2018 年净利润同比增长 11.93%:**

营收层面，2018 年实现营收 48.15 亿元，同比增长 69.34%。其中，原料药营收 30.31 亿元，同比增长 62.95%；制剂业务 10.30 亿元（，同比增长 21.39%；CDMO 营收 5.25 亿元，同比增长 10.90%。

利润层面，2018 年实现归母净利润 6.16 亿元，同比增长 213.33%，我们认为：肝素原料药提价、制剂业务快速增长是驱动利润提升主因。其中，2018 年肝素原料药销售量 80801.56 亿单位，同比增长 25.02%，毛利率提升 10.54 pct.；制剂业务，多普乐 2018-2020 年承诺业绩分别为 19060 万元、28680 万元、34080 万元。

- **公司整体毛利率 40.09%，同比提升 16.12pct，主要得益于原料药提价及高毛利率的制剂业务占比提升，公司期间费用率 19.65%，同比下降 1.50 pct:**

2018 年公司整体毛利率约为 40.09%，同比提升 16.12 个百分点。其中，原料药、制剂、CDMO 毛利率分别为 40.45%、55.81%、17.69%，分别提升 10.54 pct.、9.68 pct.、4.21 pct.。原料药提价是驱动公司整体毛利率提升的主因。

期间费用率 19.65%，同比下降 1.50 pct.。其中，销售费用率 6.03%，同比提升 3.65 pct.，主要是天道医药和欧洲子公司市场推广加快所致；管理费用率 7.91%，同比下降 3.45 pct.；财务费用率 1.83 pct.，同比下降 1.70 pct.。

- **“特色原料药+制剂+创新药”战略价值凸显，创新品种有望带来业绩弹性:**

原料药业务，寡头格局、环保、猪瘟催化等因素推动肝素价格回暖，肝素原料药价格有望持续提升；制剂业务，收购多普乐且获得欧盟、波兰、菲律宾等多国现在准入许可，海普瑞成为制剂出口的国际化玩家。按照业绩承诺，多普乐 2019-2020 年分别实现归母净利润 28680 万元、34080 万元；胰酶业务，有望通过受益于 CM-AT 的获批带动胰酶业务上量增长；CDMO 业务，收购赛湾生物切入生物大分子制药领域，2018 年扭亏为盈，预计 2019 年开始贡献利润；创新药研发，投资大量海外创新药项目，目前进度靠前的项目有 CM-AT、RVX-208、Oregovomab 等。

- **盈利预测与估值:**

以公司现有业务情况，我们测算公司 19-21 年扣非后归母净利润分别为 9.77 亿元、13.09 亿元、16.04 亿元，对应 32、24、19 倍 PE，维持“强烈推荐”评级。

- **风险提示: 原料药价格波动风险、环保管制风险、研发进度不达预期。**

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4814.97	6693.93	8247.46	9508.32
同比(%)	80.32%	39.02%	23.21%	15.29%
归属母公司净利润	616.19	1376.51	1309.22	1603.92
同比(%)	369.19%	123.39%	-4.89%	22.51%
每股收益(元)	0.49	1.10	1.05	1.29
P/E	50.14	22.44	23.60	19.26
P/B	5.18	4.28	3.66	3.11
EV/EBITDA	6.21	16.86	15.94	13.44

强烈推荐 (维持)

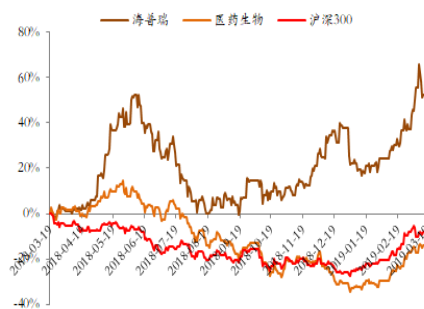
现价: 24.77

目标价: 33.11

股价空间: 34%

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
海普瑞	19.27	13.99	49.54
沪深 300	15.37	23.12	18.80
医药生物	20.15	23.40	9.14

基本资料

总市值(亿元)	318
总股本(亿股)	12.47
流通股比例	22.29%
资产负债率	56.28%

相关报告

广证恒生-海普瑞 (002399) -深度报告- “特色原料药+制剂+创新药” 战略价值凸显，创新品种有望带来业绩弹性-20190401

广证恒生-特色原料药行业专题报告-从印度 API 产业龙头 Dr.Reddy's 看国内特色原料药行业趋势与龙头的崛起-20190226



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5600.02	7649.64	8119.32	9143.76	营业收入	4814.97	6693.93	8247.46	9508.32
现金	2121.75	2808.65	2465.20	2636.93	营业成本	2884.72	3842.89	4691.30	5343.17
应收账款	1083.74	1706.25	1979.28	2352.75	营业税金及附加	21.21	47.18	48.09	54.78
其它应收款	208.08	265.56	341.81	385.64	营业费用	290.27	435.11	536.08	618.04
预付账款	209.07	380.77	402.42	493.88	管理费用	380.88	803.27	989.70	1141.00
存货	1529.98	1830.43	2361.34	2617.25	财务费用	88.09	123.84	152.58	175.90
其他	447.39	657.97	569.27	657.32	资产减值损失	118.29	129.14	168.13	203.62
非流动资产	8055.06	9258.04	10131.60	10706.38	公允价值变动收益	79.22	27.48	33.24	46.65
长期投资	467.29	544.37	505.83	525.10	投资净收益	-237.35	200.00	-200.00	-200.00
固定资产	1607.50	2602.85	3262.28	3657.89	营业利润	721.15	1539.99	1494.81	1818.46
无形资产	729.84	1040.17	1253.32	1430.26	营业外收入	10.26	22.32	16.10	16.23
其他	5250.42	5070.66	5110.18	5093.12	营业外支出	0.56	2.01	2.13	1.57
资产总计	13655.08	16907.68	18250.92	19850.14	利润总额	730.85	1560.30	1508.78	1833.12
流动负债	4504.47	6728.22	6915.38	7122.22	所得税	138.66	280.85	271.58	329.96
短期借款	1981.49	4057.08	3652.62	3611.92	净利润	592.18	1279.45	1237.20	1503.16
应付账款	0.00	131.88	80.50	137.53	少数股东损益	-24.01	-97.07	-72.01	-100.77
其他	2522.98	2539.25	3182.26	3372.77	归属母公司净利润	616.19	1376.51	1309.22	1603.92
非流动负债	2905.86	2888.97	2898.28	2895.06	EBITDA	1116.63	2057.28	2150.98	2538.05
长期借款	1454.83	1455.05	1455.28	1455.50	EPS（摊薄）	0.49	1.10	1.05	1.29
其他	1451.03	1433.93	1443.00	1439.56					
负债合计	7410.33	9617.19	9813.65	10017.28	主要财务比率				
少数股东权益	176.72	79.65	7.64	-93.13	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1247.20	1247.20	1247.20	1247.20	成长能力				
资本公积	2254.18	2254.18	2254.18	2254.18	营业收入增长率	80.32%	39.02%	23.21%	15.29%
留存收益	2457.66	3709.46	4928.25	6424.60	营业利润增长率	9843.16%	113.55%	-2.93%	21.65%
归属母公司股东权益	5959.04	7210.84	8429.63	9925.98	归属于母公司净利润增长率	369.19%	123.39%	-4.89%	22.51%
负债和股东权益	13655.08	16907.68	18250.92	19850.14	获利能力				
					毛利率	40.09%	42.59%	43.12%	43.81%
现金流量表					净利率	12.30%	19.11%	15.00%	15.81%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	8.85%	20.34%	16.65%	17.56%
经营活动现金流	547.63	-439.84	1839.44	1484.73	ROIC	7.29%	10.74%	10.30%	10.89%
净利润	592.18	1376.51	1309.22	1603.92	偿债能力				
折旧摊销	227.43	257.75	355.40	430.19	资产负债率	54.27%	56.88%	53.77%	50.46%
财务费用	88.09	123.84	152.58	175.90	净负债比率	52.92%	67.77%	59.64%	59.32%
投资损失	237.35	-200.00	200.00	200.00	流动比率	124.32%	113.69%	117.41%	128.38%
营运资金变动	-556.57	-1769.43	-70.51	-779.96	速动比率	90.36%	86.49%	83.26%	91.64%
其它	-40.87	-228.52	-107.24	-145.32	营运能力				
投资活动现金流	-544.30	-1217.28	-1277.27	-1118.25	总资产周转率	35.87%	43.80%	46.92%	49.91%
资本支出	-535.01	-1029.26	-807.32	-674.06	应收账款周转率	522.24%	479.85%	447.56%	438.98%
长期投资	94.69	-5.55	2.78	-1.39	应付账款周转率	4140.31%	5827.70%	4417.77%	4901.35%
其他	-103.98	-182.47	-472.72	-442.80	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-1616.11	2344.03	-905.63	-194.75	每股收益（最新摊薄）	49.41%	110.37%	104.97%	128.60%
短期借款	620.44	2075.59	-404.47	-40.70	每股经营现金流（最新摊薄）	43.91%	-35.27%	147.49%	119.04%
长期借款	628.26	0.21	0.23	0.22	每股净资产（最新摊薄）	477.79%	578.16%	675.88%	795.86%
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积金增加	-1962.39	0.00	0.00	0.00	P/E	50.14	22.44	23.60	19.26
其他	-902.42	268.23	-501.39	-154.28	P/B	5.18	4.28	3.66	3.11
现金净增加额	-1612.78	686.91	-343.45	171.73	EV/EBITDA	6.21	16.86	15.94	13.44

数据来源：港澳资讯、Wind、广证恒生



广证恒生医药团队介绍：

唐爱金：医药行业首席分析师。浙江大学化学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及市场营销推广，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验。五年证券分析从业经验，团队曾经获得“天眼”中国最佳分析师评选 2016 年医药行业第一名。

冯俊曦：美国 Syracuse University 金融硕士，拥有出色的海外研究能力和研究体系，专注于药品制剂、医药商业领域，2017 年加入广证恒生。

谭紫媚：英国 University of Bristol 会计与金融硕士、中南大学金融学学士，专注于医疗器械领域，2018 年加入广证恒生。

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。