

2019年08月04日

海辰药业（300584.SZ）

公司快报

仿制药持续高增长，NMS 助力创新转型

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2019 年半年度报告，实现营业收入 4.56 亿元，同比增长 33.51%；归母净利润 0.53 亿元，同比增长 29.68%；扣非净利润 0.51 亿元，同比增长 29.65%；经营性现金流 2553.53 万元，同比小幅下降 3.87%。

◆ **上半年重点产品全面开花：**公司 2019H1 营业收入的增长主要来自于已上市的几个核心产品，这些品种的销售额均保持了良好的增长势头。其中，托拉塞米销售额 1.86 亿元，同比增长 33.55%；抗生素类产品销售额合计 1.22 亿元，同比增长 39.51%；抗病毒药物中单磷酸阿糖腺苷和更昔洛韦销售额分别为 1573.10 万元和 1547.71 万元，同比增长 31.24%和 34.76%；消化类药物兰索拉唑由于配套注射用水厂商检修、临床使用监控等原因，销售额 2834.78 万元，同比下降 22.10%，待生产恢复以后有望回归正常的水平。从费用端来看，2019H1 公司销售费用达到 2.65 亿元，同比增长 26.99%，主要是公司持续加强重点产品的市场推广所致。销售费用率为 58.19%，比去年同期略有下降，但仍处于较高水平，存在进一步改善的空间，费用控制后有望增厚业绩。分季度来看，2019Q1 和 Q2 分别实现营业收入 2.11 亿元和 2.45 亿元，扣非净利润 0.21 亿元和 0.30 亿元，环比数据亦持续向上，发展势头良好。

◆ **核心产品稳健增长可期：**公司目前的收入主要来自于自有的产品，未来两三年内这些产品的销售情况仍是决定公司业绩增长的关键因素。（1）**托拉塞米：**托拉塞米是临床上使用最广泛的利尿药物，市场占有率常年维持在 50%以上。国内目前共有 9 家企业获得托拉塞米制剂的生产批件。根据样本医院的统计数据，2014-2017 年海辰药业的市场份额一直维持在 35%左右，仅次于南京优科。2018 年南京优科因工艺问题停产，公司借此契机迅速实现对南京优科的替代，市场份额快速提升至 45%左右，位列榜首，未来有望继续维持稳定的增长。（2）**抗生素类药物：**公司的抗生素类药物主要包括头孢替安、替加环素、头孢孟多酯钠和头孢甲肟。在“限抗令”的大背景下，抗生素行业整体上受到一定的影响，但我们认为抗生素类药品是临床治疗的刚性需求，未来市场规模仍会维持在低增长区间，而公司的市场份额还很小，随着市场推广的加强和新产品的上市，该业务板块存在较强的增长潜力。（3）**兰索拉唑：**兰索拉唑是一类新型质子泵抑制剂，主要用于消化道疾病的治疗。近年公司的市场份额逐步提高，达到 20%左右，市场竞争力在逐步增强，待生产恢复后有望重新步入增长区间。

◆ **收购 NMS，向创新药进军：**公司联合一村资本、东城投资等已于 2018 年完成对意大利 NMS 集团 90%股权的收购。NMS 集团是世界顶尖的致力于肿瘤治疗领域综合性研发集团，目前拥有药物研发、临床前、临床研究服务和药品定制研发与生产服务四大业务板块。近年来，NMS 集团与大型跨国药企和生物技术公司建立了长期稳定的合作关系，目前已有多个品种对外授权转让，其中 Encorafenib 和恩曲替尼已获批上市，公司可获得专利授权款、里程碑付款以及产品上市后的销售提成。此外，公司拥有丰富的在研产品储备，这些项目研发的稳步推进有望助力公司的业

医药 | 化学制剂 III

投资评级

增持-A(首次)

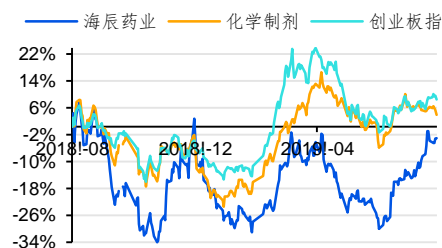
股价(2019-08-02)

30.05 元

交易数据

总市值（百万元）	3,606.00
流通市值（百万元）	1,442.73
总股本（百万股）	120.00
流通股本（百万股）	48.01
12 个月价格区间	20.20/34.48 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.3	24.69	-21.18
绝对收益	13.1	20.56	-14.33

分析师

周新明

SAC 执业证书编号：S0910519070001

zhouxinming@huajinsc.cn

021-20377037

报告联系人

李伟

liwei@huajinsc.cn

021-20377053

相关报告

绩再上一个台阶，正式实现由“仿制为主”向“仿创结合”战略转型。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年归母净利润分别为 1.09、1.45 和 1.71 亿元，同比增长 31.2%、33.0%和 18.0%，每股收益分别为 0.91、1.21 和 1.43 元，对应 2019 至 2021 年 PE 分别为 33.0 倍、24.8 倍和 21.0 倍。基于（1）核心仿制药品种的稳健增长（2）NMS 并购后带来的创新药研发的增量，给予增持-A 建议。

◆ **风险提示：**政策风险，研发风险，市场竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业收入(百万元)	455.0	711.9	899.7	1,122.9	1,330.3
同比增长(%)	62.0%	56.5%	26.4%	24.8%	18.5%
营业利润(百万元)	77.6	96.5	126.4	168.3	198.2
同比增长(%)	49.0%	24.4%	31.0%	33.1%	17.8%
净利润(百万元)	65.6	83.2	109.2	145.2	171.3
同比增长(%)	45.0%	26.9%	31.2%	33.0%	18.0%
每股收益(元)	0.55	0.69	0.91	1.21	1.43
PE	55.0	43.3	33.0	24.8	21.0
PB	7.0	6.2	6.4	5.3	4.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	455.0	711.9	899.7	1,122.9	1,330.3	年增长率					
减:营业成本	95.3	98.0	151.5	183.4	211.3	营业收入增长率	62.0%	56.5%	26.4%	24.8%	18.5%
营业税费	8.4	12.7	16.1	20.0	23.7	营业利润增长率	49.0%	24.4%	31.0%	33.1%	17.8%
销售费用	218.7	438.0	523.5	643.7	768.0	净利润增长率	45.0%	26.9%	31.2%	33.0%	18.0%
管理费用	53.9	26.6	76.5	102.4	126.4	EBITDA 增长率	33.5%	72.4%	-4.0%	31.3%	17.7%
财务费用	0.4	3.6	3.8	3.1	1.3	EBIT 增长率	38.8%	82.5%	-4.5%	31.5%	16.4%
资产减值损失	7.1	1.5	3.3	4.0	2.9	NOPLAT 增长率	44.5%	29.4%	30.2%	31.5%	16.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	72.6%	-7.6%	16.7%	16.5%	3.6%
投资和汇兑收益	3.0	1.2	1.4	1.9	1.5	净资产增长率	87.5%	12.2%	-2.3%	20.3%	20.2%
营业利润	77.6	96.5	126.4	168.3	198.2	盈利能力					
加:营业外净收支	-1.3	-0.5	-0.5	-0.8	-0.6	毛利率	79.1%	86.2%	83.2%	83.7%	84.1%
利润总额	76.3	96.0	126.0	167.5	197.6	营业利润率	17.0%	13.6%	14.1%	15.0%	14.9%
减:所得税	10.7	12.7	16.7	22.2	26.2	净利率	14.4%	11.7%	12.1%	12.9%	12.9%
净利润	65.6	83.2	109.2	145.2	171.3	EBITDA/营业收入	19.5%	21.5%	16.3%	17.2%	17.1%
						EBIT/营业收入	16.4%	19.2%	14.5%	15.3%	15.0%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	18.1%	26.9%	27.2%	23.7%	17.3%
货币资金	74.6	100.8	72.0	89.8	106.4	负债权益比	22.1%	36.7%	37.4%	31.0%	21.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.00	1.77	1.63	1.98	2.83
应收账款	69.6	80.2	114.9	135.4	176.3	速动比率	2.66	1.36	1.24	1.51	2.15
应收票据	5.9	4.0	6.6	6.2	7.7	利息保障倍数	191.13	38.34	34.04	55.52	155.96
预付账款	2.5	3.6	6.0	4.5	8.0	营运能力					
存货	36.1	65.4	77.8	96.0	110.3	固定资产周转天数	135	127	138	128	124
其他流动资产	126.4	28.7	52.7	69.3	50.2	流动营业资本周转天数	84	70	47	54	53
可供出售金融资产	0.8	130.3	43.7	58.3	77.4	流动资产周转天数	169	151	123	117	116
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	36	38	39	40	42
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	33	26	29	28	28
投资性房地产	-	11.6	11.6	11.6	11.6	总资产周转天数	397	361	315	268	255
固定资产	181.5	319.0	371.7	426.3	493.2	投资资本周转天数	294	229	188	176	163
在建工程	96.5	4.9	-15.2	-41.1	-87.0	费用率					
无形资产	23.6	22.5	21.2	19.8	18.3	销售费用率	48.1%	61.5%	58.2%	57.3%	57.7%
其他非流动资产	14.8	23.2	16.6	18.2	19.3	管理费用率	11.8%	3.7%	8.5%	9.1%	9.5%
资产总额	632.3	794.2	779.4	894.2	991.8	财务费用率	0.1%	0.5%	0.4%	0.3%	0.1%
短期债务	42.6	70.0	81.8	83.9	3.7	三费/营业收入	60.0%	65.7%	67.1%	66.7%	67.3%
应付账款	28.9	45.6	86.3	78.8	117.6	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	12.7%	14.3%	19.3%	21.3%	20.9%
其他流动负债	33.5	44.0	34.5	39.5	40.9	ROA	10.4%	10.5%	14.0%	16.2%	17.3%
长期借款	-	44.0	-	-	-	ROIC	24.6%	18.5%	26.0%	29.3%	29.3%
其他非流动负债	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	分红指标					
负债总额	114.6	213.3	212.1	211.8	171.9	DPS(元)	0.17	0.20	0.30	0.37	0.44
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	30.5%	28.8%	33.0%	30.8%	30.9%
股本	80.0	120.0	120.0	120.0	120.0	股息收益率	0.6%	0.7%	1.0%	1.2%	1.5%
留存收益	437.5	460.8	447.3	562.4	700.0						
股东权益	517.7	580.9	567.3	682.4	820.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	65.6	83.2	109.2	145.2	171.3	EPS(元)	0.55	0.69	0.91	1.21	1.43
加:折旧和摊销	14.1	16.8	16.7	21.6	27.7	BVPS(元)	4.31	4.84	4.73	5.69	6.83
资产减值准备	2.0	1.5	-	-	-	PE(X)	55.0	43.3	33.0	24.8	21.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.0	6.2	6.4	5.3	4.4
财务费用	1.1	4.1	3.8	3.1	1.3	P/FCF	-29.6	18.4	4,359.3	56.2	51.0
投资损失	-3.0	-1.2	-1.4	-1.9	-1.5	P/S	7.9	5.1	4.0	3.2	2.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	26.5	22.6	24.1	18.2	15.0
营运资金的变动	-144.6	63.9	-34.6	-58.1	-2.9	CAGR(%)	30.3%	27.2%	34.2%	30.3%	27.2%
经营活动产生现金流量	46.6	77.2	93.8	109.9	195.9	PEG	1.8	1.6	1.0	0.8	0.8
投资活动产生现金流量	-182.1	-103.8	40.0	-61.6	-64.9	ROIC/WACC	2.4	1.8	2.5	2.8	2.8
融资活动产生现金流量	185.6	52.7	-162.6	-30.5	-114.4						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周新明声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会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，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn