



2019-08-20

公司点评报告

买入/维持

海正药业 (600267)

目标价: 17.6

昨收盘: 10.20

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

海正药业 (600267): 扣非后利润扭亏为盈, 业绩拐点明确

■ 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)	9848/9848
12个月最高/最低(元)	13.30/7.79

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 2019 年半年报, 实现营业收入 56.66 亿元, 同比增长 6.27%; 归母净利润 0.53 亿元, 同比增长 254.51%; 扣非后归母净利润 546 万元, 同比增加 6809 万元, **扣非后实现扭亏为盈。**

收入略有增长, 生物药快速放量

分业务板块来看, 医药商业子公司收入 22.25 亿元 (-3.6%), 净利润 2387.20 万元 (+22.35%)。公司营业收入增长主要由制剂业务贡献, 上半年公司整体毛利率为 46.07%, 与去年同期相比增加 7.71Pct, 主要是受益于高毛利制剂收入占比提升, 包括瀚晖制药和海坤医药销售平台所负责推广的海正药业自产制剂, 以及瀚晖制药在过渡期内推广销售的辉瑞产品、新引进制剂产品的销售增长。生物药方面, 安佰诺上半年销售突破 24 万支, 同比增长 162%, 新患者数也继续保持稳定增长, 预计销售额过亿元。瀚晖制药收入 22.09 亿元 (+8.6%), 净利润 3.4 亿元 (-12.8%), 推测利润同比下降主要是由于: 1) 去年同期有约 8000 万政府补贴, 本期无此项收入; 2) 一致性评价费用增加; 3) 18 年新增多个代理品种, 初期销售费用增加。自有制剂产品推广平台海坤医药组建了完善的管理体系和绩效考核制度, 通过梳理渠道, 理顺业务, 提升营销效率, 实现了产品销量大幅增长, 其中喜美欣针剂和片剂分别同比增长 10% 和 38%, 伊索佳同比增长 14%, 环丝氨酸胶囊同比增长 29%。原料药子公司海正南通实现营业收入 7731.12 万元 (+125%), 亏损 4557.02 万元, 与去年同期相比有所扩大, 推测主要是由于固定自产转固后折旧增加以及息支出转费用化核算。

销售、财务费用增长较快, 有息负债规模略有下降

2018 年销售费用为 14.41 亿元 (+27.50%), 分项目来看主要是由于市场推广业务费增加。管理费用 3.56 亿元 (+13.49%), 财务费用 2.37 亿元 (+55.02%), 主要是由于在建工程推进及转固部分利息支出转费用化核算, 以及 16 海正债融资成本上升所致。有息负债 (短期借款+长期借款+应付债券) 规模为 94 亿元, 与年初相比下降约 4 亿元, 与去年同期相比下降约 6 亿元。由于进行大规模固定资产投资, 公司有息负债余额持续增长, 目前固定资产投资逐步进入尾声, 借款需求也相应减少, 新任管理层也提出了“聚焦、瘦身、优化”的战略, 随着经营的不断改善, 预计公司有息负债规模后续将逐步下降。

生物药进入收获期, 研发效率有所提升

研发费用 1.93 亿元, 与去年同期基本持平, 但公司重点项目进展顺利, 反映出公司对研发管线进行梳理之后, 研发效率有所提升。目前阿达木单抗完成临床现场核查和资料审评, 相关上市前准备工作已启动; 门冬胰岛素临床 III 期研究已经完成, 目前处于报产资料的准备中; 完成英夫利西单抗和甘精胰岛素临床 III 期的入组工作; 启动了 HS636 (抗 PD-L1 单抗)、HS632 (奥马珠单抗) 和 HS630 (ADC) 的临床 I 期研究工作。国内仿制药方面, 有 2 个品种 5 个品规通过国家仿制药一致性评价, 7 个品种完成申报; 共 2 个品种按新注册分类 4 获得了生产批件, 公司仿制药品种不断丰富, 同时公司实现原料药-制剂全产业链布局, 成本控制能力强, 在集采中具有较大优势。国际仿制药方面, 6 个制剂品种在美国获批, 其中 3 个注射剂; 两个原料药获准进入美国。泰拉菌素原料药在 30 个国家递交申请, 进入审评阶段; 米卡芬净原料药在 18 个国家递交注册文件, 进入审评阶段。在研发的 4 个原料药完成验证。

估值与投资建议——昔日王者, 历史拐点!

公司今年以来加快非核心资产出让工作, 包括房产转让、非核心研发子公司引入战投 (导明医药) 和减资 (海正宣泰)、仿制药文号出让 (海正宣泰) 等工作, 聚焦生物药、原料药和制剂 3 大主业。

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, 19H1 扣非后实现盈利, 标志着公司业务和管理均有望迎来历史性拐点:

1) 高瓴资本进入瀚晖后优化管理, 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稳健增长; 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, 若能抓住国家集采政策, 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) 未来公司将继续减少不必要的建设项目和提高研发效率, 处置闲置资产/非核心项目和引入战投回收现金, 突出生物药、制剂和原料药等主业, 加强内部管控体系建设, 生产/管理成本将不断降低。单抗子公司海正博锐老股转让和增资扩股工作也在稳步推进, 转让完成后预计公司后续负债率&财务费用预计会逐步下降, 利润将逐步释放。

海正药业 19 年合理估值 170 亿元 (瀚晖 70 亿+生物药 75 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 75 亿: 海正博锐估值 56 亿元+海晟药业估值 19 亿元, 均按照一级市场价格给予估值。

3) 化学药-10 亿: 化学药资产保守估值 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。FDA 和欧盟禁止前正常净利润 3 亿元以上, 美国市场已经于 17 年 6 月解禁, 销售逐步恢复, 公司目前正在开拓积极开拓日本市场, 高毛利规范药政市场收入增加将带动盈利能力提升。公司同时正加大开拓国内市场开发和承接 CMO 业务, 将成为新的增长点。按 10 倍 PE 计算, 估值 30 亿元。

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。

由于公司 19 年仍可能计提资产减值、暂停研发项目等一次性费用, 会减少 19 年利润, 但解决历史遗留问题有利于公司长期发展和利润释放。预计 20 年真实业绩将开始充分体现, 拐点确立。假设海正博锐老股转让/增资于年内完成并确认投资收益, 预计公司 19/20/21 年分别实现归母净利润 10.22 亿元、3.09 亿元和 5.25 亿元, EPS 分别为 1.06 元、0.32 元和 0.54 元。公司迎来管理&经营双重历史拐点, 目前市值不到 100 亿元, 低估, 19 年合理估值 170 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
1、瀚晖制药											
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	661	794	937	1086	1239
yoy		15%	-51%	39%	39%	8%	25%	20%	18%	16%	14%
归母净利润	227	260	128	179	249	270	337	405	478	554	632
2、海正博瑞 (单抗资产)											
收入	19	75	8	30	35	150	300	550	920	1400	1900
安佰诺						150	300	500	750	1000	1200
阿达木单抗								50	150	300	500
其他品种									20	100	200
净利润	-89	-83	-112	-115	-138	-200	-100	0	100	250	350
归母净利润	-89	-83	-112	-115	-138	-200	-100	0	42	105	147
3、海正化学药											
收入	142	254	379	425	510	611	734	880	1057	1268	1521
归母净利润	-156	-185	-163	-149	-162	-200	-180	-100	-50	0	50
4、海正原料药											
收入	1716	1768	1525	1288	1520	1508	1608	1708	1808	1908	2008
归母净利润	300	325	125	-100	25	-100	-120	-30	20	70	120
5、医药商业											
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%
6、其他 (内部抵消、减值等)											
收入	-779	-740	-145	-310	-243	0	0	0	0	0	0
资产转让贡献利润	0	0	43	34	7	15	2052	0	0	0	0
利润 (减值+暂停研发项目等一次性费用)	-9	-45	-58	-9	2	-308	-1000	0	0	0	0
归母净利润	-9	-45	-15	25	9	-293	1052	0	0	0	0
合计											
收入	8604	10097	8767	9733	10572	10187	11528	12378	13618	14947	16365
yoy		17%	-13%	11%	9%	-4%	13%	7%	10%	10%	9%
归母净利润	302	308	14	-94	14	-492	1022	309	525	766	988
yoy		2%	-96%	-796%	-114%	-3730%	-307%	-70%	70%	46%	29%
EPS	0.31	0.32	0.01	-0.10	0.01	-0.51	1.06	0.32	0.54	0.79	1.02

资料来源: 公司公告, 公司调研, 太平洋证券研究院 (1. 海正博瑞的持股比例自 2020 年起变为 42%; 2. 财务费用减少体现在原料药、化学药板块)

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。