

原料价格波动影响利润，期待新业务布局

投资要点

- **事件：**公司发布 2019 半年报，实现营业收入 21 亿元，同比下降 3%；实现归母净利润 5.5 亿元，同比增长 144%；实现扣非归母净利润 6572 万元，同比下降 63 %。
- **原材料价格提升，毛利率略有下滑。**今年上半年，公司营收和归母净利润增速分别为-3%和 144%。19H1，分业务来看，1) 原料药业务：实现营收 12.6 亿元，同比减少 15.5%，毛利率为 34.2%，同比下降 6.4pct，主要系非洲猪瘟影响，使得原料价格上升，导致肝素原料药销量略有下滑所致；2) 制剂业务：实现营收 4.7 亿元，同比增长 19%，毛利率为 45.8%，同比下降 10.5pct，同样是受到上游原料涨价影响；3) CDMO 业务：实现营收 3.3 亿元，同比增长 68.6%，主要系赛湾生物的产能提升、订单交付量增加所致，赛湾生物是公司 CDMO 业务运营主体，主要提供大分子合同开发和生产服务。
- **转型创新研发，创新药+CDMO 将贡献更多业绩。**1) 创新药方面：公司投资的创新药研发公司 Resverlogix，其主要产品 RVX-208 国际多中心 III 期临床试验已完成了受试者最后一次随访，预计年内完成揭盲，公司拥有 RVX-208 在大中华区独家市场许可权和全球生产供应的优先权；参股创新药研发公司 Aridis，其主要产品 AR-301、AR-105 和 AR-101 均已进入 II 期或 III 期临床；其他布局的创新产品如深圳君圣泰的小分子创新药物、OncoQuest 公司的抗体产品（中国区权益）以及 Kymab 公司的全人源抗体等的研发和商业化工作正在稳步推进，创新药业务未来将成为公司重要增长点。2) CDMO 业务：受益中国创新研发浪潮，公司目前在手订单充足，我们预计 CDMO 业务下半年将保持稳定高速增长。
- **盈利预测与估值。**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.86 元、0.70 元和 0.84 元，对应估值分别约为 26 倍、32 倍和 27 倍，考虑公司为全球肝素钠原料药提供商，同时公司在 CDMO 和创新药领域的布局值得期待，维持“增持”评级。
- **风险提示：**研发失败的风险；原料价格持续上涨的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4814.97	5320.24	6226.66	7264.67
增长率	69.34%	10.49%	17.04%	16.67%
归属母公司净利润（百万元）	616.19	1071.35	873.71	1043.13
增长率	213.33%	73.87%	-18.45%	19.39%
每股收益 EPS（元）	0.49	0.86	0.70	0.84
净资产收益率 ROE	9.48%	14.62%	10.95%	11.80%
PE	45	26	32	27
PB	4.56	4.01	3.66	3.28

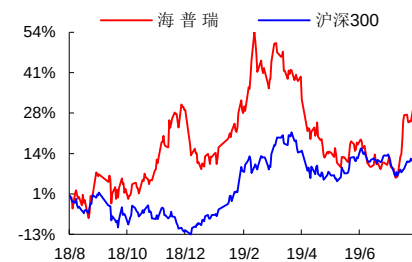
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
 执业证号：S1250513110001
 电话：021-58351962
 邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：陈铁林
 执业证号：S1250516100001
 电话：023-67909731
 邮箱：ctl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.47
流通 A 股(亿股)	12.47
52 周内股价区间(元)	16.59-27.68
总市值(亿元)	276.88
总资产(亿元)	140.12
每股净资产(元)	5.27

相关研究

1. 海普瑞 (002399)：传统业务快速增长，CDMO+创新药值得期待 (2019-05-05)

盈利预测

1) 原料药: 2018 年肝素原料药销售量为 80.8 千吨单位, 胰酶原料药销量为 105077 KG, 我们预计从 2019 年开始, 国际原料药需求将保持稳定, 同时价格整体较为平稳, 预计 2019-2021 年公司肝素原料药销量分为 80.8 千吨单位、88.9 千吨单位和 97.8 千吨单位; 胰酶原料药销量分为 105077 KG、115584 KG 和 127142KG。

2) 制剂: 2018 年销售 86.2 亿支, 我们预计 2019-2021 年公司销量分别增长 20%、18% 和 15%, 同时公司制剂主要为肝素钠制剂, 我们预计其价格与原料药一致维持相对稳定。

3) CDMO: 受益于全球范围内生物药创新研发的持续投入, 赛湾生物订单有望快速增长, 我们预计 2019-2021 年 CDMO 业务收入分别增长 50%、45% 和 40%。

4) 其他产品: 我们认为公司重点布局的创新药业务短期内还无法进入兑现期, 我们预计 2019-2021 年公司其他产品业务收入分别增长 10%、10% 和 10%。

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
原料药	收入	3,030.78	3030.78	3333.86	3667.24
	增速	57.6%	0.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	40.45%	40.5%	40.8%	41.0%
制剂	收入	1,029.95	1235.94	1458.41	1677.17
	增速	192.2%	20.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	55.81%	50.0%	50.0%	50.0%
CDMO 业务	收入	524.79	787.2	1141.4	1598.0
	增速	61.2%	50.0%	45.0%	40.0%
	毛利率	17.69%	18.0%	19.0%	19.5%
其他产品	收入	229.44	266.3	293.0	322.3
	增速	-5.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	15.95%	16.0%	16.0%	16.0%
合计	收入	4815.0	5320.2	6226.7	7264.7
	增速	69.3%	10.5%	17.0%	16.7%
	毛利率	40.1%	38.1%	37.8%	37.2%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 53.2 亿元、62.3 亿元和 72.6 亿元, 归母净利润分别为 10.7 亿元、8.7 亿元和 10.4 亿元。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4814.97	5320.24	6226.66	7264.67	净利润	592.18	1029.60	839.66	1002.49
营业成本	2884.72	3290.63	3873.63	4559.50	折旧与摊销	227.43	296.42	296.42	296.42
营业税金及附加	21.21	30.66	32.97	38.53	财务费用	88.09	296.80	211.03	205.96
销售费用	290.27	452.22	523.04	602.97	资产减值损失	118.29	0.00	0.00	0.00
管理费用	380.88	505.42	579.08	653.82	经营营运资本变动	901.90	-374.98	-286.06	-327.90
财务费用	88.09	296.80	211.03	205.96	其他	-1260.03	-548.57	-129.22	-4.72
资产减值损失	118.29	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	667.87	699.27	931.84	1172.24
投资收益	-237.35	500.00	0.00	0.00	资本支出	-828.13	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	79.22	38.98	44.73	48.56	其他	283.83	538.98	44.73	48.56
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-544.30	538.98	44.73	48.56
营业利润	721.15	1283.49	1051.63	1252.47	短期借款	620.44	-1813.94	-167.55	0.00
其他非经营损益	9.70	-12.80	-15.36	-15.24	长期借款	628.26	0.00	0.00	0.00
利润总额	730.85	1270.69	1036.28	1237.23	股权融资	-1962.39	0.00	0.00	0.00
所得税	138.66	241.09	196.61	234.74	支付股利	-56.12	-123.24	-214.27	-174.74
净利润	592.18	1029.60	839.66	1002.49	其他	-846.29	-890.79	-211.03	-205.96
少数股东损益	-24.01	-41.74	-34.04	-40.64	筹资活动现金流净额	-1616.11	-2827.97	-592.85	-380.70
归属母公司股东净利润	616.19	1071.35	873.71	1043.13	现金流量净额	-1473.11	-1589.72	383.72	840.11
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2121.75	532.02	915.74	1755.85	成长能力				
应收和预付款项	1433.27	1692.73	1984.05	2303.45	销售收入增长率	69.34%	10.49%	17.04%	16.67%
存货	1529.98	1768.37	2181.49	2524.25	营业利润增长率	9843.16%	77.98%	-18.06%	19.10%
其他流动资产	515.03	560.76	642.80	736.75	净利润增长率	401.05%	73.87%	-18.45%	19.39%
长期股权投资	467.29	467.29	467.29	467.29	EBITDA 增长率	311.85%	81.03%	-16.92%	12.56%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2351.28	2134.29	1917.29	1700.30	毛利率	40.09%	38.15%	37.79%	37.24%
无形资产和开发支出	3061.98	3003.84	2945.70	2887.55	三费率	15.77%	23.58%	21.09%	20.14%
其他非流动资产	2174.51	2153.22	2131.94	2110.65	净利率	12.30%	19.35%	13.48%	13.80%
资产总计	13655.08	12312.53	13186.30	14486.10	ROE	9.48%	14.62%	10.95%	11.80%
短期借款	1981.49	167.55	0.00	0.00	ROA	4.34%	8.36%	6.37%	6.92%
应付和预收款项	643.10	605.85	739.87	880.28	ROIC	9.50%	18.05%	14.08%	15.94%
长期借款	1454.83	1454.83	1454.83	1454.83	EBITDA/销售收入	21.53%	35.27%	25.04%	24.16%
其他负债	3330.91	3042.17	3324.07	3655.72	营运能力				
负债合计	7410.33	5270.40	5518.78	5990.83	总资产周转率	0.36	0.41	0.49	0.53
股本	1247.20	1247.20	1247.20	1247.20	固定资产周转率	3.94	3.55	4.86	6.82
资本公积	2254.18	2254.18	2254.18	2254.18	应收账款周转率	5.22	4.56	4.57	4.57
留存收益	2457.66	3405.77	4065.21	4933.60	存货周转率	2.25	1.89	1.92	1.92
归属母公司股东权益	6068.03	6907.15	7566.59	8434.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.76%	—	—	—
少数股东权益	176.72	134.98	100.93	60.29	资本结构				
股东权益合计	6244.75	7042.13	7667.52	8495.27	资产负债率	54.27%	42.81%	41.85%	41.36%
负债和股东权益合计	13655.08	12312.53	13186.30	14486.10	带息债务/总负债	59.79%	49.65%	44.38%	40.89%
					流动比率	1.24	1.93	2.19	2.37
					速动比率	0.90	1.18	1.36	1.55
					股利支付率	9.11%	11.50%	24.52%	16.75%
					每股指标				
					每股收益	0.49	0.86	0.70	0.84
					每股净资产	4.87	5.54	6.07	6.76
					每股经营现金	0.54	0.56	0.75	0.94
					每股股利	0.05	0.10	0.17	0.14
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1036.67	1876.71	1559.09	1754.84					
PE	44.93	25.84	31.69	26.54					
PB	4.56	4.01	3.66	3.28					
PS	5.75	5.20	4.45	3.81					
EV/EBITDA	27.44	14.78	17.43	15.01					
股息率	0.20%	0.45%	0.77%	0.63%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn