



2020-02-21

公司深度报告

买入

海普瑞 (002399)

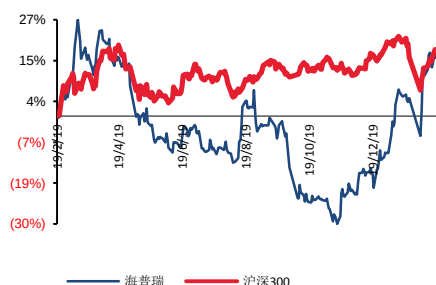
目标价: 40

昨收盘: 24.85

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

## 立足中国，全球运营的国际制药企业

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 1,247/1,247   |
| 总市值/流通(百万元)   | 31,479/31,479 |
| 12 个月最高/最低(元) | 27.68/15.20   |

### 相关研究报告:

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 苑建

电话: 010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519080005

### 报告摘要

**海普瑞战略性布局肝素全产业链，有望颠覆全球肝素制剂市场格局。**从原料的供应、原料药的生产到依诺肝素制剂的销售，公司拥有涵盖肝素产业价值链的全面整合业务模式，凭借独特的业务模式，以及最先进的供应链管理、专有生产技术、严格的质量控制和标准以及大规模生产能力，奠定了公司在全球依诺肝素市场处于领先地位。

**肝素原料药资源属性，海普瑞全球范围布局上游粗品，规模最大，具备强有力的定价权，中长期盈利能力有望持续提升。**公司缩短肝素原料药出口定价周期到1个月（原来6个月或一年），上游粗品提价可及时向下游传导，预计从19年四季度原料药业务毛利率有望提升，预计20年肝素原料药9万亿单位（18年8万多亿单位），价格随行就市后预计贡献8亿净利润。肝素原料药受制于猪小肠，属于资源品，且公司在上游猪小肠全球布局最强，奠定全球龙头地位，下游肝素制剂需求旺盛，肝素原料药业务中长期有望持续稳定增长。

**肝素制剂量价齐升，凭借质量和成本优势有望颠覆全球市场格局。**公司依诺肝素经过欧洲进院推广后，凭借产品质量和成本优势，正处于量价齐升阶段：**1) 量：**目前仅次于赛诺菲全球第二，预计未来三年复合增速40%以上，20年预期销量1.5亿支，长期销售目标10亿支，全球占比2/3；**2) 价格：**成本推动终端价格上涨+药店占比提升（药店价格是医院的1.5倍，目前药店销量占比30%，未来70%），依诺肝素盈利有望大幅提升。

**生物药 CDMO 爆发性增长。**受益全球生物制药行业的发展，赛湾生物快速发展，18年实现扭亏为盈，预计19年净利润1000万美金，20年有望实现翻倍增长。赛湾下游客户包括全球化大型药厂等，生产线已通过FDA，可以商业化生产，目前处于临床3期项目6-7个，未来产品上市销售后的商业化生产大概由赛湾负责，可持续为公司提供利润。未来赛湾将承接海普瑞创新药生产。

**创新药前瞻性全球化布局，定位 first in class，创新程度高，市场预期差大。**公司全球战略性布局多个创新药，不少二期数据优异，未来若有1-2个上市，也将贡献可观净利润。创新药历史上投资超过20

亿，按照 NPV 给处于临床 3 期和即将开展 3 期临床的重要品种估值，20 年合并估值 134 亿元。昂瑞生物的一线治疗性疫苗 Oregovomab 国际多中心 IIb 期临床试验组 PFS 41.8 个月，是对照组（12.2 个月）近 3.5 倍，是目前一线治疗原发卵巢癌疗效最好品种。III 期关键性临床方案已经确定，IQVIA 将担任全球 Clinical CRO，在全球 18 个国家或地区开展 III 期临床试验。此外 Oregovomab 在胰腺癌 2 期临床数据也非常靓丽；RVX-208 近期获得美国 FDA 的突破性疗法认定，有利于商业开发和公司创新药业务的发展和布局。

**盈利预测与估值。**公司作为全球肝素原料药绝对龙头，全球份额 40%，同时肝素制剂未来也将是全球龙头（目前依诺肝素欧洲份额 20%，美国今年和山德士合作开始供货），生物药 CDMO 爆发性增长中，创新药布局前瞻。预计 19-21 年净利润分别为 8.2/10.6/13.6 亿元，同比增速 33%/29%/28%，分部估值 20 年合理估值 500 亿元，对应 PE 47 倍，“买入”评级。

风险提示：产品销售不及预期；创新药研发低预期；肝素粗品采购低预期等。

■ 盈利预测和财务指标：

|           | 2018   | 2019E  | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4,815  | 4,118  | 5,840 | 6,786 |
| (+/-%)    | 80.3%  | -14.5% | 41.8% | 16.2% |
| 净利润(百万元)  | 616    | 821    | 1,060 | 1,358 |
| (+/-%)    | 369.2% | 33.2%  | 29.1% | 28.1% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.49   | 0.66   | 0.85  | 1.09  |
| 市盈率(PE)   | 49     | 37     | 28    | 22    |

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 1、 战略性运营肝素产业，有望颠覆全球依诺肝素市场格局 .....        | 5  |
| 1.1 海普瑞为全球最大的肝素原料药供应商 .....              | 5  |
| 1.2 依诺肝素制剂：公司有望颠覆全球市场格局 .....            | 8  |
| 2、 CDMO 业务已成规模，赛湾生物快速发展 .....            | 12 |
| 2.1 全球生物 CDMO 市场增长强劲，并供不应求 .....         | 12 |
| 2.2 赛湾生物订单饱满，CDMO 业务战略价值凸显 .....         | 12 |
| 3、 战略性布局最前沿创新药，管线价值存预期差 .....            | 13 |
| 3.1 创新管线丰富，存较大预期差 .....                  | 13 |
| 3.2 OREGOVOMAB：卵巢癌一线用药 .....             | 14 |
| 3.3 RVX-208：获美国 FDA 突破性疗法认证，未来前景可期 ..... | 16 |
| 3.4 创新管线估值： .....                        | 17 |
| 4、 盈利预测与估值 .....                         | 19 |

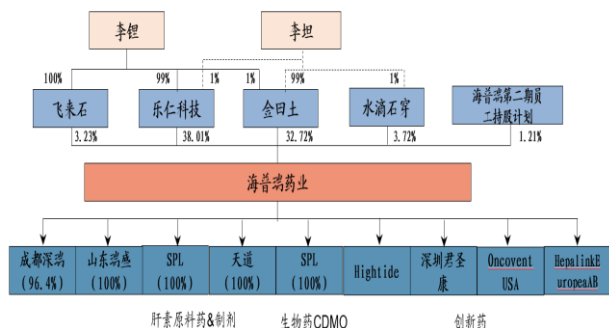
## 图表目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图表 1: 海普瑞股权结构和子公司情况 .....                | 5  |
| 图表 2: 海普瑞发展历程 .....                      | 5  |
| 图表 3: 全球肝素 API 销售收入（出厂口径） .....          | 6  |
| 图表 4: 海普瑞为全球肝素 API 龙头（百万美金） .....        | 6  |
| 图表 5: 世界主要猪肉生产国猪肉产量情况（千吨） .....          | 6  |
| 图表 6: 近年来中国肉猪出栏量及预测 .....                | 6  |
| 图表 7: 近年来海普瑞原料药业务毛利润和毛利率趋势 .....         | 7  |
| 图表 8: 国内主要肝素原料药企业销售量（亿单位） .....          | 8  |
| 图表 9: 肝素原料药出口价格（美元/KG） .....             | 8  |
| 图表 10: 依诺肝素将逐步取代其他低分子肝素 .....            | 8  |
| 图表 11: 肝素制剂中依诺肝素国内获批适应症最广 .....          | 8  |
| 图表 12: 全球各区域依诺肝素制剂销量及预测（百万支） .....       | 9  |
| 图表 13: 天道依诺肝素制剂在欧盟市场顺利拓展 .....           | 10 |
| 图表 14: 海普瑞正成为欧洲依诺肝素市场的领导者 .....          | 10 |
| 图表 15: 全球生物制品 CDMO 市场规模预测（十亿美金） .....    | 12 |
| 图表 16: 公司 CMDO 业务订单饱满 .....              | 13 |
| 图表 17: 公司创新药研发管线主要品种 .....               | 14 |
| 图表 18: OREGOVOMAB 肿瘤治疗机理 .....           | 15 |
| 图表 19: OREGOVOMAB 临床 2B 期试验方案 .....      | 15 |
| 图表 20: OREGOVOMAB 临床 2B 试验组与对照组对比 .....  | 15 |
| 图表 21: OREGOVOMAB 临床不良反应数据 .....         | 15 |
| 图表 22: OREGOVOMAB 2 期临床数据与竞品临床数据对比 ..... | 16 |
| 图表 23: RVX-208 三期临床试验有效性数据 .....         | 16 |
| 图表 24: 创新药估值条件假设 .....                   | 17 |
| 图表 25: 创新药估值方法 .....                     | 18 |
| 图表 26: 公司处于临床二期/三期重磅品种估值 .....           | 18 |

## 1、 战略性运营肝素产业，有望颠覆全球依诺肝素市场格局

公司成立于 1998 年，于 2010 年登陆深交所，李锂、李坦夫妇为公司实际控制人，合计持有上市公司股权 73.96%。公司以肝素原料药业务起家，14 年收购 SPL，进一步完善和强化肝素原料药领域布局，2018 年海收购多普乐（天道母公司），向产业链下游肝素制剂延伸，打通肝素全产业链。公司已形成以肝素原料药和制剂为核心主业，同时深度布局医药创新（CDMO、创新药），打开中长期发展天花板。

图表 1：海普瑞股权结构和子公司情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 2：海普瑞发展历程

| 时间    | 事件                            | 时间    | 事件                                          |
|-------|-------------------------------|-------|---------------------------------------------|
| 1998年 | 海普瑞深圳成立                       | 2013年 | 肝素原料药产能翻倍；天道通过欧盟GMP认证；成立海外全资子公司Hepalink USA |
| 2003年 | 获得肝素钠原料药GMP证书                 | 2014年 | 全资收购SPL                                     |
| 2004年 | 天道成立                          | 2015年 | 收购赛湾生物                                      |
| 2005年 | 首次通过美国FDA现场检查                 | 2016年 | 天道依诺肝素欧盟获批                                  |
| 2008年 | 百特事件后零缺陷通过美国FDA现场复查、获得欧盟CEP证书 | 2017年 | 赛湾生物通过FDA现场检查                               |
| 2010年 | 深交所上市                         | 2018年 | 全资收购多普乐（天道医药）                               |

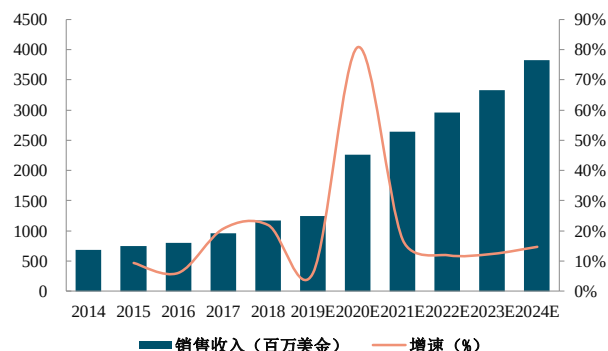
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司从原料的供应、原料药的生产到依诺肝素制剂的销售，公司拥有涵盖肝素产业价值链的全面整合业务模式，凭借独特的业务模式，以及最先进的供应链管理、专有生产技术、严格的质量控制和标准以及大规模生产能力，奠定了公司在全球依诺肝素市场处于领先地位。

### 1.1 海普瑞为全球最大的肝素原料药供应商

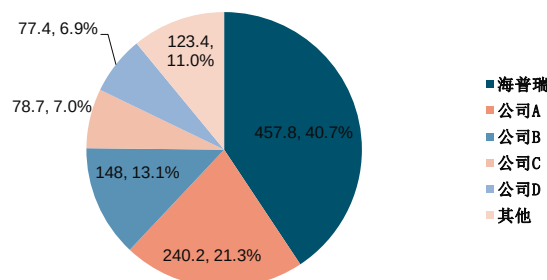
肝素原料药用于生产肝素制剂，其来源于猪小肠，属于资源型特色原料药。全球原料药需求稳定增长，18 年全球肝素原料药需求约 40 万亿单位，其中约 24 万亿单位（约 60%）制剂企业需外购，而供应端高度集中且主要在中国。2018 年前五大肝素原料药企业合计市场份额达 89%，其中四家位于中国，约占 68% 市场份额，其中海普瑞 18 年外销约 8 万亿单位，约占 40.7%，为全球最大的肝素原料药供应商，且公司参与修订了美欧药典，是全球肝素产业链上游原料药供应链中最具话语权的企业。

图表 3：全球肝素 API 销售收入（出厂口径）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 4：海普瑞为全球肝素 API 龙头（百万美金）

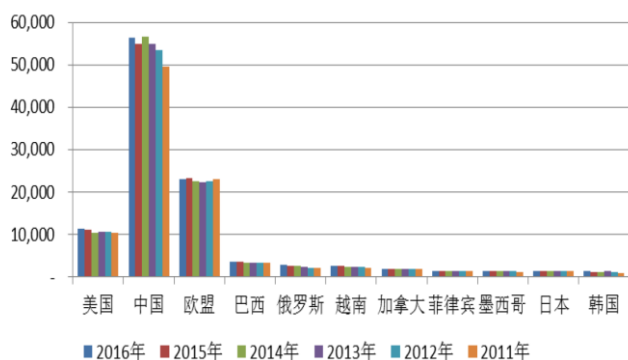


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

我国生猪养殖和屠宰量占全球 50%以上，拥有全球最丰富的猪小肠资源，因此也是肝素原料药最大出口国。正常年份我国生猪出栏量约 7 亿头，肝素提取大多来自集中屠宰的生猪，我国大概有 3.6 亿头猪小肠用于生产肝素粗品。受猪瘟影响，19 年国内生猪出栏量大幅下滑，国家统计局数据显示，2019 年猪肉产量 4255 万吨，下降 21.3%，生猪存栏 3.1 亿头，同比下跌 27.5%；生猪出栏 5.4 亿头，同比下跌 21.6%。我们预计 20-22 年生猪出栏量分别为 4.3 亿、4.7 亿和 6.1 亿头，中长期稳定在 6 亿头左右，而随着生猪养殖集中度大幅提升，中国大部分生猪将集中屠宰，可用于生产肝素粗品的猪小肠有望增加，预计国内 19-22 年集中屠宰用于生产肝素粗品的量为 3 亿头、3 亿头、3.5 亿头、5 亿头。

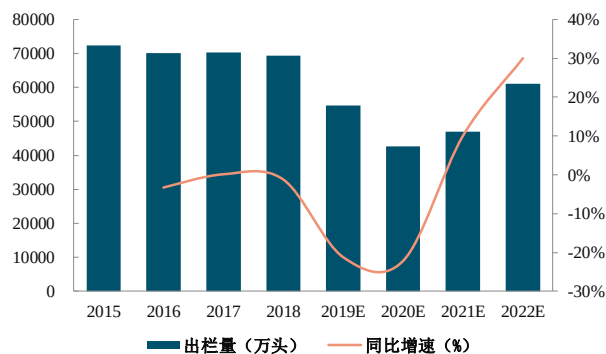
欧美生猪集中屠宰，90%以上猪小肠用于生产肝素粗品，整体利用率稳定，我们粗测北美肉猪出栏量约 1.3 亿头，欧盟 2.3 亿头，欧美养猪行业没有受到猪瘟影响，受全球猪肉需求影响，预计 2020 年欧美生猪出栏量稳中有增。

图表 5：世界主要猪肉生产国猪肉产量情况（千吨）



资料来源：美国农业部，太平洋证券整理

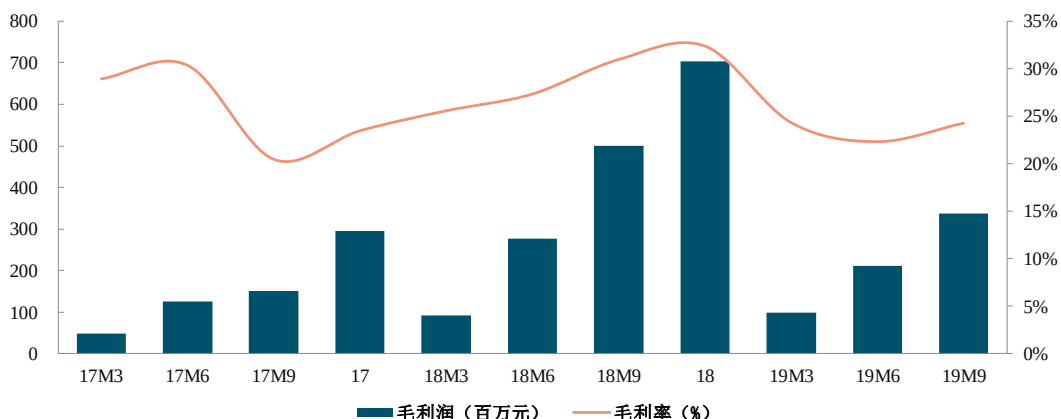
图表 6：近年来中国肉猪出栏量及预测



资料来源：wind，太平洋证券整理

肝素原料药出口价格随行就市大幅提价，原料药盈利水平 19Q4 开始逐季提升。2018 年开始毛利率稳步提升，全年毛利润率 32.4%，全年毛利润突破 7 亿元。受到非洲猪瘟影响，19 年前三季度粗品价格上涨，但原料药出口订单以半年和一年的长单为主，价格无法顺利传导，导致 19 年前三季度毛利润和毛利润率下降。公司及时改变以前半年或者一年的模式，现在改为 1-2 个月定价模式，上游粗品提价可及时向下游传导，预计从 19 年四季度原料药业务毛利率有望提升，20 年原料药业绩有望高速增长。

图表 7：近年来海普瑞原料药业务毛利润和毛利率趋势

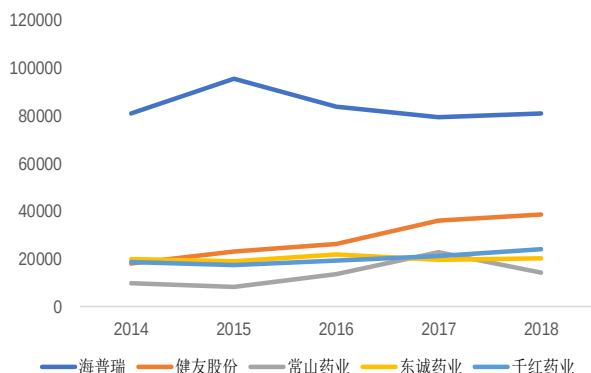


资料来源：wind，太平洋证券整理

**引领行业变革国内上游粗品供应链，海外肝素原料药粗品资源持续拓展。**公司领先行业变革国内上游粗品供应链：1) 自建粗品加工企业，提供统一、规范和领先的粗品提取工艺；2) 17 年底粗品采购改为 OEM 模式，公司对 OEM 厂设有驻点员，对猪小肠采购、生产过程和投产量等深度跟踪，极大提高了对上游粗品的管理。我们认为上游粗品供应链变革可从源头确保原料药品质和产量，另外统一提取工艺，极大提高上游企业生产效率。此外，公司积极完善海外粗品产品链布局，欧美不受猪瘟影响，SPL 和母公司同时开拓海外原料药粗品资源，海外肝素粗品来源有望持续增加。

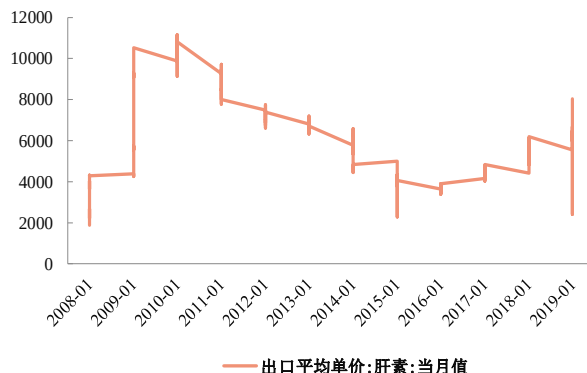
近年来公司原料药销量（对外+SPL）8-9 亿单位，龙头地位稳固。19 年预计销量超 8 亿单位，较 18 年减少约 2 亿单位，主要原因是国内生猪出栏量减少，其中对外销量约 6 亿单位，内销给天道 2-3 亿单位。综合考虑母公司和 SPL 原料药业务，我们判断未来三年肝素原料药销量维持稳定增长，预计 20-22 年销量分别为 8.9、10.3 和 12.1 亿单位。

图表 8：国内主要肝素原料药企业销售量（亿单位）



资料来源：美国农业部，太平洋证券整理

图表 9：肝素原料药出口价格（美元/kg）

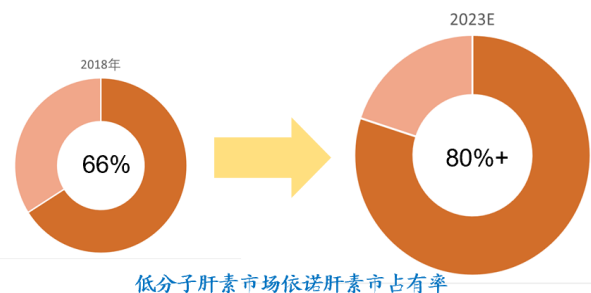


资料来源：wind，太平洋证券整理

## 1.2 依诺肝素制剂：公司有望颠覆全球市场格局

依诺肝素钠是第一个获批上市的低分子肝素制剂，1993 年上市销售后凭借广泛适应症和良好的抗凝血、抗血栓疗效被广泛用于临床，目前已经在全球 100 多个国家投入使用。与市场上其他主要的低分子肝素制剂（达肝素钠和那曲肝素钙）相比，依诺肝素钠具有出色的药理和化学特性，包括更长的半衰期、更优的生物利用度和更高的抗 Xa/IIa 活性比。此外，依诺肝素钠通过  $\beta$ -消除作用产生的，因此不承担亚硝酸盐杂质的风险。此外依诺肝素还具有更大范围的获批适应症和更好的临场表现。因此，依诺肝素制剂有望在全球范围内替代其他低分子肝素制剂。

图表 10：依诺肝素将逐步取代其他低分子肝素



资料来源：公开资料，太平洋证券整理

图表 11：肝素制剂中依诺肝素国内获批适应症最广

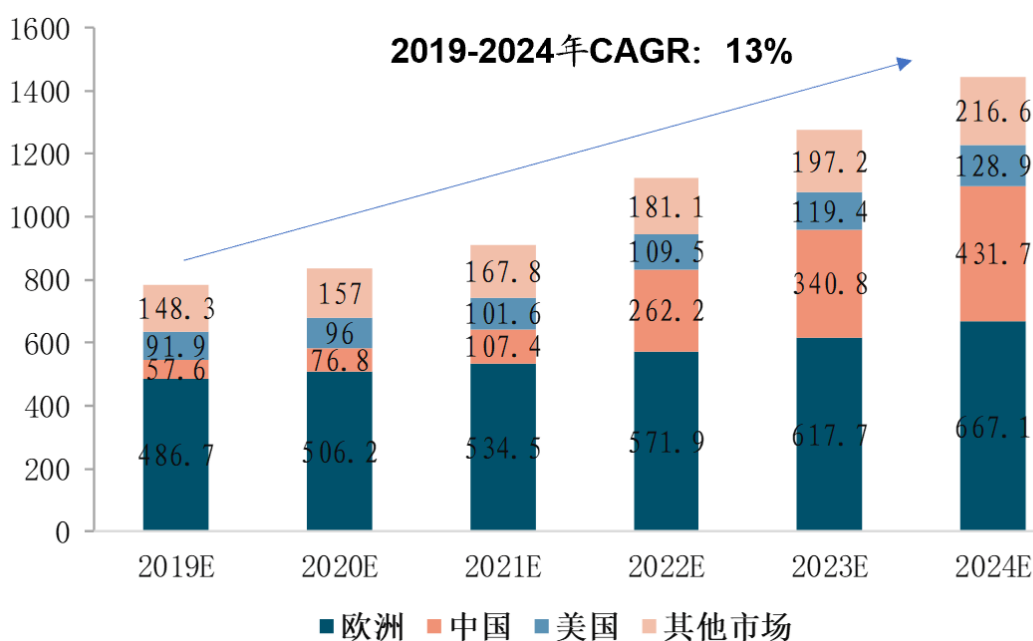
| 中国LMWH适应症                |    | 依诺肝素钠 | 达肝素钠 | 那曲肝素钙 |
|--------------------------|----|-------|------|-------|
| 腹部手术后预防深静脉血栓形成           | 外科 | √     | √    | √     |
|                          | 内科 | √     | ×    | ×     |
| 治疗深静脉血栓并发肺栓塞或深静脉血栓       |    | √     | √    | √     |
| 治疗不稳定型心绞痛及非Q波心肌梗死中的缺血并发症 |    | √     | √    | √     |
| 血液透析体外循环以防止血栓症           |    | √     | √    | √     |
| 治疗急性ST段抬高型心肌梗死           |    | √     | ×    | ×     |

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

2016 年全球销量接近 7 亿支，销售额约 31 亿美金，为全球销量最大的抗血栓药物之一，预

计 2024 年将超过 14 亿支，市场规模达 56.7 亿美金。其中欧洲市场是全球最主要肝素药物消费市场，全球市场份额 60%左右，19 年欧洲市场销量预计 4.9 亿支，预计 2024 年达 6.7 亿支，期间复合增速 6.5%；中国市场依诺肝素渗透率低，是全球增长最快的市场，19 年销量约 5800 万支，预计 2024 年可达 4.3 亿支，期间复合增速 50%，未来中国市场将成为全球依诺肝素增长的主要动力；美国市场为重要的依诺肝素制剂市场，19 年销量约 9200 万支，预计 2024 年可达 1.2 亿支，期间复合增速约 7%。

图表 12：全球各区域依诺肝素制剂销量及预测（百万支）



资料来源：公开资料，太平洋证券整理

海普瑞子公司天道医药是全球第二大肝素制剂企业，仅次于赛诺菲。2016 年天道依诺肝素钠制剂获得欧盟 EMA 批准，首仿进入波兰、欧盟市场。相比较原研，公司产品具备明显价格优势，同时天道医药在欧盟自建销售团队、注重药品学术推广的方式和策略，市场开拓顺利，销量快速增长。2019 年天道依诺肝素在欧洲市场份额 18%（以销量计），其中英国和波兰的市场份额分别为 70.9%和 52.5%，市场占比第一；意大利及奥地利市场份额分别为 33.1%和 19.1%，处于市场领先地位。此外天道依诺肝素制剂已经在意大利、德国、法国、西班牙、波兰、英国及奥地利等国家实现销售。

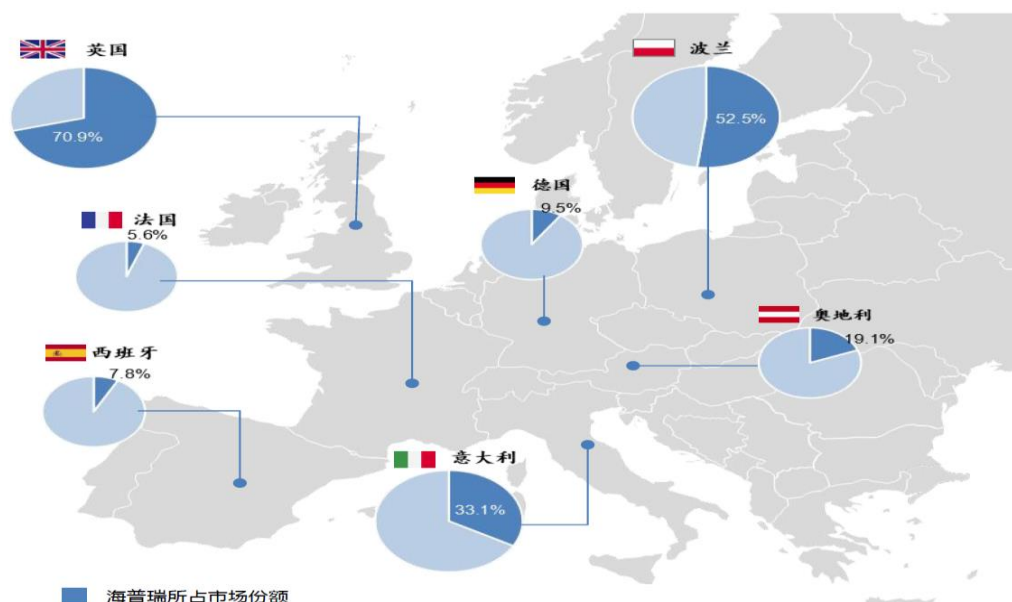
图表 13：天道依诺肝素制剂在欧盟市场顺利拓展

|      | 2019年依诺肝素制剂市场销量（百万支） | 2019年天道依诺肝素制剂销量（百万支） | 天道市场份额（以销量计） |
|------|----------------------|----------------------|--------------|
| 意大利  | 79（16.6%）            | 26.2                 | 33.10%       |
| 德国   | 69.3（14.6%）          | 6.6                  | 9.50%        |
| 法国   | 54.9（11.6%）          | 3.1                  | 5.60%        |
| 西班牙  | 53.1（11.2%）          | 4.1                  | 7.80%        |
| 波兰   | 45（9.5%）             | 23.6                 | 52.50%       |
| 英国   | 27（5.7%）             | 19.2                 | 70.90%       |
| 奥地利  | 14.8（3.1%）           | 2.8                  | 19.10%       |
| 其他   | 132.2（27.7%）         | /                    | /            |
| 欧盟合计 | 475.3（100%）          | 85.5                 | 18%          |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**海普瑞正成为欧洲依诺肝素制剂市场的领导者。**天道依诺肝素 2016 年欧盟获批，已经进入欧洲前 7 大市场，2019 年销量占到欧洲市场份额 18%，并已经成为英国、波兰等欧洲国家的市场领导者，主要原因：1) 原料可溯源：独家获得中国 50%，以及北美超 60%的可追溯肝素原料，确保药品质量安全、可靠，2019 年公司依诺肝素产品不良反应事件市场占比远低于销量占比，深受医生与患者信赖；2) 规模化生产：国内肝素钠 API 产能为 1000 万 mega，美国 SPL 产能 300 万 mega；3) 经验丰富的销售团队及代理构建的强大销售网络，欧洲累积销售超 1 亿支。

图表 14：海普瑞正成为欧洲依诺肝素市场的领导者



资料来源：公开资料，太平洋证券整理

欧洲依诺肝素主流市场在零售，约占七成，医院占三成，且医院价格一般低于零售价格。我们判断天道依诺肝素进入量价齐升，业绩快速增长阶段：**1) 量：**公司基本完成了医院准入工作，零售端放量天道依诺肝素销量进入快速增长阶段。2018 年全球依诺肝素销量约 8 亿支，欧洲超过 5 亿支，海普瑞欧洲份额 18%，其中波兰市占率第一（天道份额约 70%，赛诺菲约 30%），我们预计 20-22 年销量复合增速 40% 以上；**2) 价格：**价格提升主要体现在两方面，一方面肝素原料药提价向下游制剂端传导，依诺肝素从 2019 年三季度开始提价，当前价格较去年同期提高 80%-90%，竞争对手赛诺菲产品价格已经突破国家挂牌价；另一方面，零售端价格比医院渠道价格高 35-55%，20 年溢出效应更加明显，零售端占比将提升，单只净利润有望持续提升。目前零售销量占比 30%，未来提升至 70%。

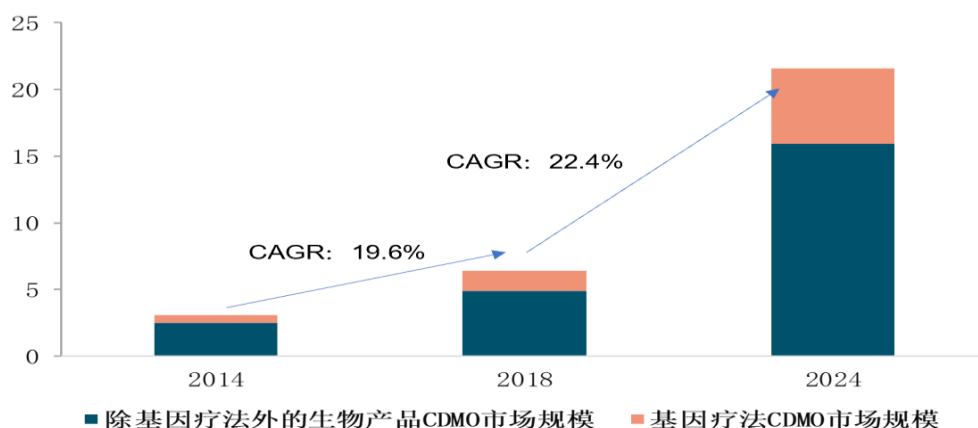
中国市场，天道医药的依诺肝素钠制剂一致性评价国内进度前三，并已经完成技术审评，若获批，将快速放量，属于公司的增量。美国市场，两条腿走路：1) 美国报产 FDA 审批中，零售渠道与美国最大渠道商 McKesson Corp 合作；2) GPO 渠道：凭借成本和质量优势，与美国首仿企业山德士合作代工，预计代工批文 20 年上半年获批。

## 2、CDMO 业务已成规模，赛湾生物快速发展

### 2.1 全球生物 CDMO 市场增长强劲，并供不应求

根据 frost & sullivan 的资料,全球 CDMO 市场以 10.7% 的年复合增长率快速增长,从 2014 年的 178 亿美金增至 2018 年的 268 亿美金。随着大量中小型生物制药公司的出现,全球生物 CDMO 市场规模 2018 年-2014 年以 22.4% 的 CAGR 增长,预计在 2024 年将达到 216 亿美金,作为新一代疗法,基因疗法 CDMO 市场增长潜力巨大,2018-2024 年市场规模以 24.9% 的 CAGR 增长,预计 2024 年达到 57 亿美金。

图表 15: 全球生物 CDMO 市场规模预测 (十亿美金)



资料来源: 公开资料, 太平洋证券整理

海普瑞打通肝素产业链同时, 主动积极转型创新, 通过自主研发、股权投资和技术引进等方式布局创新产业链。公司拥有多个 first-in-class 临床新药管线布局品种, 同时通过收购美国赛湾生物, 实现大分子生物药 CDMO 布局。

### 2.2 赛湾生物订单饱满, CDMO 业务战略价值凸显

赛湾生物是一家专业提供哺乳动物细胞培养和微生物发酵来源的治疗蛋白药物和抗体药物合同开发和生产(CDMO)的企业, 主要为客户提供单抗、细胞因子、融合蛋白和抗体药物耦合化合物等生物大分子药物的合同开发和生产服务。海普瑞 15 年收购赛湾生物, 构建了完整的生物大分子制药产业链, 为全球创新药企业和海普瑞创新药研发提供生物大分子 CDMO 服务。

受益全球生物制药行业的发展, 公司取得快速发展。18 年赛湾生物扭亏为盈, 预计 19 年净利润接近 1000 万美金, 20 年有望实现翻倍增长。目前下游客户主要有礼来、BMS、诺华、安斯泰来等, 其负责项目均处于临床阶段, 其中礼来品种处于 3 期临床。赛湾已通过 FDA, 可以商业

化生产，目前在手处于临床 3 期项目 6-7 个，未来产品上市销售后的商业化生产大概由赛湾负责，可持续为公司提供利润。

图表 16：公司 CDMO 业务订单饱满

| CDMO生物制药开发阶段 |               | 项目数量 |
|--------------|---------------|------|
| IND前期        |               |      |
|              | 药物发现          | 2    |
|              | 临床前开发         | 10   |
| 临床试验         |               |      |
|              | 早期（1期、2期）临床开发 | 20   |
|              | 后期（3期）临床开发    | 4    |
| 商业化生产        |               | 3    |
| 合计           |               | 39   |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### 3、 战略性布局最前沿创新药，管线价值存预期差

#### 3.1 创新管线丰富，存较大预期差

公司通过投资 Hide Tide、OncoQuest、Resverlogix 等海外创新药企业实现了创新药布局，未来公司通过国内开发商业化权益、品种全球权益投资收益、优先/独家供应原料药等方式分享新药上市红利。创新药投资领域主要集中在心血管、NASH 和肿瘤，大部分品种为 first-in-class，多个品种 2 期临床数据优异，未来若有 1-2 个获批上市将贡献可观的利润，风险和市场潜力并存。RVX208、HTD1801 和 Oregovomab 是三个主要品种，其中 RVX208、和 Oregovomab 的大中华开发和商业权益由海普瑞或控股子公司独家拥有。

图表 17：公司创新药研发管线主要品种

| 药物名称       | 靶点/作用机制          | 适应症                                   | 合作企业        | 持股比例   | 开发及商业化权利持有人 | IND | 一期 | 二期 | 三期 |
|------------|------------------|---------------------------------------|-------------|--------|-------------|-----|----|----|----|
| Oregovomab | 与CA125抗原结合后的免疫刺激 | 原发性晚期卵巢癌                              | OncoQuest   | 38.74% | 昂瑞（大中华区）    |     |    |    |    |
|            |                  | 复发性晚期卵巢癌（Oregovomab+Hiltonol）         |             |        |             |     |    |    |    |
|            |                  | 复发性晚期卵巢癌（Oregovomab+PD-1抑制剂nivolumab） |             |        |             |     |    |    |    |
|            |                  | 复发性晚期卵巢癌（Oregovomab+PARP抑制剂Niraparib） |             |        |             |     |    |    |    |
| mAb-AR20.5 | 与MUC1抗原结合后的免疫刺激  | 胰腺癌                                   | Aridis      | 9.86%  | 深圳瑞迪（大中华区）  |     |    |    |    |
| AR-301     | 革兰氏阳性绿脓杆菌释放的α-毒素 | 绿脓杆菌肺炎                                |             |        |             |     |    |    |    |
| AR-101     | 革兰氏阴性绿脓杆菌O11血清   | 绿脓杆菌肺炎                                |             |        |             |     |    |    |    |
| RVX-208    | BET家族成员的BD2结构域   | 2型糖尿病并发冠心病                            | Resverlogix | 38.80% | 海普瑞（大中华区）   |     |    |    |    |
|            |                  | 慢性肾脏病                                 |             |        |             |     |    |    |    |
|            |                  | 新适应症                                  |             |        |             |     |    |    |    |
| H1710      | 肝素酶（HPA）         | 胰腺癌                                   | 海普瑞自研       | 100%   | 海普瑞（全球）     |     |    |    |    |
| HTD1801    | 调节脂代谢和免疫反应       | 高血脂症                                  | 君圣泰         | 48.22% | 君圣泰（全球）     |     |    |    |    |
|            |                  | 原发性硬化胆管炎                              |             |        |             |     |    |    |    |
|            |                  | 非酒精性脂肪肝（NASH）                         |             |        |             |     |    |    |    |

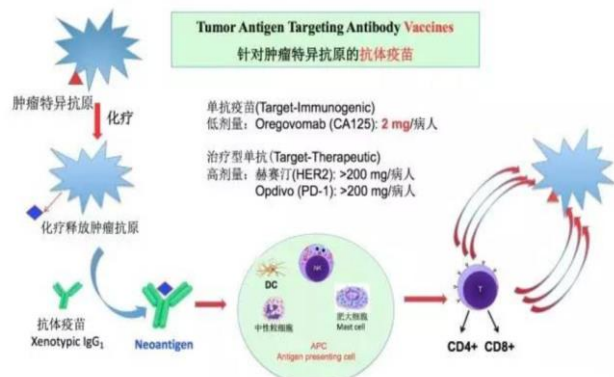
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 3.2 Oregovomab：卵巢癌一线用药

Oregovomab 是一种高亲和力的鼠源性单克隆抗体，能够与卵巢癌抗原 CA-125 相结合，启动针对该抗体的系列免疫反应，临床上拟用于卵巢癌，其作用机制：CA-125 是在卵巢癌患者癌细胞膜上特有的一种糖蛋白，多被用于卵巢癌的预后指标检测，Oregovomab 与 CA125 结合，形成抗原-抗体复合物（Neoantigen），具有更佳的免疫原性，从而激活免疫系统。由于 Oregovomab 是鼠源抗体，注入体内后会产生“人抗鼠”免疫反应，能够迅速激活人体免疫系统，鼠源抗体的外源性起到一种类似免疫佐剂的作用。

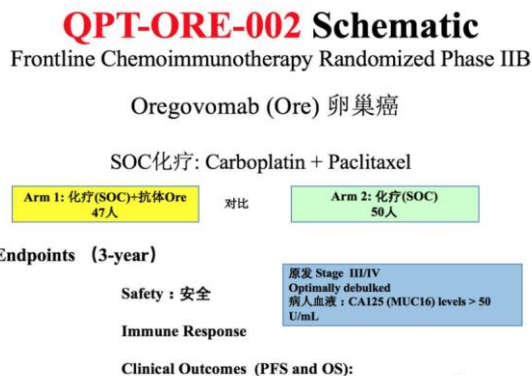
昂瑞生物和 OncoQuest INC. 已经完成了 Oregovomab 的 IIb 期临床试验，47 人试验组（SOC+Oregovomab）和 50 人对照组（SOC）。试验组分别在化疗的第 1、3、5 个疗程与化疗同时给 Oregobomab 抗体药，每次给药 2mg/患者，最后一个疗程结束后再给药一次，总共 8mg/病人，然后观察 36 个月，在此期间不再给药。

图表 18: Oregovomab 肿瘤治疗机理



资料来源: 昂瑞官网, 太平洋证券整理

图表 19: Oregovomab 临床 2b 期试验方案



资料来源: 昂瑞官网, 太平洋证券整理

IIB 临床结果表明联合用药可以提升化疗效果, 并且无其他毒性: 1) 有效性, 实验组 PFS 达 41.8 个月, 较对照组 12.2 个月多出近 30 个月, 接受化学免疫疗法治疗组的 OS 有显著改善, 且实验组死亡人数 10 例, 远低于对照组的 22 例死亡病例; 2) 不良反应: 实验组与对照组基本一致。

图表 20: Oregovomab 临床 2b 试验组与对照组对比

| Top Line Date (42个月)            |            |                              |             |            |
|---------------------------------|------------|------------------------------|-------------|------------|
| 病人分组                            | Median PFS | TTP<br>(Time to Progression) | Median OS   | OS<br>死亡人数 |
| SOC<br>(Carboplatin+Paclitaxel) | 12.2 M     | 13.6 M                       | 43.2 M      | 22         |
| SOC + Oregovomab                | 41.8 M     | 43.1 M                       | Not reached | 10         |

资料来源: 昂瑞官网, 太平洋证券整理

图表 21: Oregovomab 临床不良反应数据

|                   | Oregovomab+化疗<br>(N=46) | 化疗<br>(n=49) |
|-------------------|-------------------------|--------------|
| 至少一起治疗突发不良事件      | 38 (82.6%)              | 40 (81.6%)   |
| 至少一起关联TEAE        | 8 (17.4%)               | 9(18.4%)     |
| 至少要一起≥3级TEAE      | 10(21.7%)               | 8(16.3%)     |
| 至少一起≥3级关联TEAE     | 0 (0%)                  | 0 (0%)       |
| 至少一起严重TEAE        | 24(52.2%)               | 28(57.1%)    |
| 至少一起关联严重TEAE      | 2(4.4%)                 | 4(8.2%)      |
| 至少一起TEAE导致研究遭撤回关联 | 3(6.5%)                 | 1(2.0%)      |
| 至少一起TEAE导致死亡      | 1(2.2%)                 | 1(2.0%)      |

资料来源: 昂瑞官网, 太平洋证券整理

有望成为卵巢癌一线用药中最好的临床治疗方案。PARP 抑制剂奥拉帕可延长 BRCA 突变患者 PFS 至 41.9 个月, 2018 年获美国 FDA 批准用于治疗携带遗传性 BRCA 突变的晚期乳腺癌, 18 年 8 月国内获批用于铂敏感复发性卵巢癌患者的维持治疗, 并纳入 19 版国家医保目录, 19 年 12 月国内获批 BRCA 突变晚期卵巢癌患者的一线维持治疗。但是超过 80% 的非 BRCA 突变卵巢癌患者中, PARP 抑制剂效果不佳。相比奥拉帕利, Oregovomab 药效方面 PFS 与其相近, 且对 BRCA 是否突变疗效无区别。

图表 22: Oregovomab 2 期临床数据与竞品临床数据对比

| Avastin (Roche)                                                                                                                     | Ovarian Cancer Treatment Landscape (AZ)                                                               | Oregovomab (OncoQuest/OncoVent)                                                                                                           |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>连续给药22个周期</li> <li>15mg/kg</li> </ul>                                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>600mg/day</li> <li>连续治疗2年</li> </ul>                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>2mg/dose, 与化疗同时给药</li> <li>整个疗程: 4针, 共8mg</li> <li>与化疗同时结束: 治疗性疫苗</li> </ul>                       |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>Avastin + 化疗 (卡铂 + 紫杉醇): 化疗 PFS: 18.2个月 vs. 13 个月</li> <li>No change on OS 没有生存受益</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>一线化疗: PFS 13.8个月</li> <li>Olaparib (化疗后) PFS: 41.9月</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Oregovomab + 化疗 PFS: 41.8 个月</li> <li>一线化疗 PFS: 12.2个月</li> <li>Oregovomab + 化疗有生存优势 OS</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>严重毒性(包括肠穿孔和恶性高血压)</li> <li>不会被推荐为原发卵巢癌的SOC</li> </ul>                                        | <p>伴BRCA突变的III-IV期卵巢癌(10-13%)</p> <p>患者需要对铂化疗有完全或部分反应, 不是一线治疗</p> <p>PARP 对造血系统的不良反应</p>              | <ul style="list-style-type: none"> <li>可能成为一线治疗的SOC</li> <li>与一线化疗相似, 没有增加额外毒副作用</li> </ul> <p>OncoVent</p>                               |

资料来源: 昂瑞官网, 太平洋证券整理

此外, 三项 Oregovomab 在复发性卵巢癌治疗的临床研究正在开展中, 包括联合免疫增强剂 (II 期)、PD-1 (Ib)、PARP (II 期)。

### 3.3 RVX-208: 获美国 FDA 突破性疗法认证, 未来前景可期

RVX208 是海普瑞参股子公司 Resverlogix 开发的的新型小分子 BET 抑制剂, 海普瑞拥有 RVX208 大中华区独家商业授权和全球生产供应的优先权。RVX-208 通过胆固醇逆向转运消除动脉粥样硬化斑块, 主要治疗 II 型糖尿病患者所发生的重大心脑血管不良事件症状 (Major Adverse Cardiovascular Events, MACE)。从临床数据看, 实验组对于由心梗、中风、心源性死亡的预防效果在 18%左右, 但没有达到预设指标 25%, 主要是中风保护率低, 未达到临床终点。

图表 23: RVX-208 三期临床试验有效性数据

| 临床指标   | RVX-208 (n=1212) | 对照组 (n=1206) | HR (95%, CI)     | Log-rank p值 |
|--------|------------------|--------------|------------------|-------------|
| 狭义MACE | 125              | 149          | 0.82 (0.65,1.04) | 0.11        |
| 心梗     | 77               | 94           | 0.80 (0.59,1.08) | 0.15        |
| 中风     | 17               | 17           | 1.01 (0.52,1.98) | 0.99        |
| 心源死亡   | 45               | 55           | 0.81 (0.54,1.19) | 0.29        |

资料来源: 昂瑞官网, 太平洋证券整理

但基于三期数据，RVX-208 联合包括高强度他汀类药物在内的标准疗法用于近期出现急性冠状动脉综合征的 2 型糖尿病患者主要不良心脏事件的二级预防 20 年 2 月获得美国 FDA 的突破性疗法认定。我们认为获批突破性疗法的主要原因在于除中风外的其他适应症比如心梗、心源性死亡方面预防疗效不错。RVX-208 获美国 FDA 授予的突破性疗法认定，有利于商业开发和公司创新药业务的发展和布局。

### 3.4 创新管线估值：

**创新药估值方法：现金流贴现。**

案例：me too 类创新药处在三期临床后期 or 报生产，明年开始上市销售，净利率 45%(已上市，后续无研发费用)，上市第 6 年达到峰值销售 10 亿元，上市到专利到期 13.5 年。贴现率 8%。创新药后续资本开支低，近似以净利润代替现金流。

图表 24：创新药估值条件假设

| 核心变量     | 解析                                                                                                                                                                                     |
|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 净利率      | 45%：me too 类创新药毛利率 95%（参考埃克替尼进医保降价之前毛利率 95%，降价一半之后毛利率 95%），扣减销售费用率（35-40%）+管理费用率（小几个点）合计 40%，产品已经上市不用考虑研发投入，15%的所得税后，税后净利率 46.75%。me better、me best 毛利率更高，费用率更低，净利率会更高，预计在 50%、60% 左右。 |
| 贴现率      | 1.08：如果从 1.08 上调到 1.1，影响估值 15-20%。                                                                                                                                                     |
| 达到销售峰值时间 | 美国的统计数据：上市第 6 年达到峰值销售，上市到专利到期 13.5 年。中国随着创新药上市后进入医保谈判目录，达到峰值的时间会逐步向美国靠拢。                                                                                                               |
| 销售曲线     | 参考美国的统计数据，S 型。上市第 6 年达到峰值，假设峰值销售维持 4 年，第 10 年开始每年收入降幅 5%；由于专利到期后仿制药上市，第 15 年起每年收入下降 30%，药品生命周期 30 年。                                                                                   |
| 销售峰值测算   | 测算某一靶点适应症目前患病人数（肿瘤用每年新增患者，慢性病用存量患者）+药品费用参考同类外资产品在国内价格降价 50%以上进医保+渗透率计算行业空间，乘以该产品能占到的市场份额（综合考虑病种、疗效、上市时间等）得出销售峰值。                                                                       |
| 其他因素     | 1) 中国处在老龄化阶段，患病人数每年是增加的，会低估根据目前患病人数得出的销售峰值。<br>2) 从三期临床后期到上市有一个概率，理论上，三期到获批的概率在 50-60% 之间，但对于 me better me best 品种，前期的临床试验证明综合性能好，其获批的概率在 80% 及以上。                                     |
|          | 总结：me too 类，PS 要打点折扣，me better、me best 产品，上述两个因素可相互抵消。                                                                                                                                 |

资料来源：太平洋证券整理

结论：3 期临床后期/申报生产的创新药，给予 2-5 倍峰值销售 PS 比较合理，me too 给 2-3 倍（国内创新药主要针对成熟靶点，同质化程度高，未来市场竞争激烈，估值可以给低些），me better 给 4 倍，me best/first-in-class 给 5 倍 PS（获批概率更高、生命周期/峰值持续时间更长，净利率更高（定价高），定价高产品好导致销售费用率更低）。如果处在临床 2 期，可以乘以 30.8% 的统计概率（未考虑从 2 期到 3 期的时间成本）。

VS：全球最专业的药物市场预测公司——EvaluatePharma 采取净现值法（NPV）对在研创新药进行估值，平均下来，3 期临床阶段新药（best in class、first in class）按预期未来峰值收入水平给予

5 倍 PS 进行 NPV 估值。

图表 25：创新药估值方法

| 上市年份   | 0 | 1    | 2    | 3    | 4    | 5    | 6    | 7    | 8    | 9    | 10   | 11   | 12   | 13   | 14   | 15   |
|--------|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 收入     |   | 1.1  | 3.1  | 5.8  | 7.6  | 8.9  | 10   | 10   | 10   | 10   | 9.5  | 9.0  | 8.6  | 8.1  | 7.7  | 5.4  |
| 净利润    |   | 0.5  | 1.4  | 2.6  | 3.4  | 4.0  | 4.5  | 4.5  | 4.5  | 4.5  | 4.3  | 4.1  | 3.9  | 3.7  | 3.5  | 2.4  |
| 贴现比例   |   | 1.1  | 1.2  | 1.3  | 1.4  | 1.5  | 1.6  | 1.7  | 1.9  | 2.0  | 2.2  | 2.3  | 2.5  | 2.7  | 2.9  | 3.2  |
| 贴现后净利润 |   | 0.46 | 1.20 | 2.07 | 2.51 | 2.73 | 2.84 | 2.63 | 2.43 | 2.25 | 1.98 | 1.74 | 1.53 | 1.35 | 1.19 | 0.77 |

| 上市年份(续) | 16   | 17   | 18   | 19   | 20   | 21   | 22   | 23   | 24   | 25   | 26   | 27   | 28   | 29   | 30   |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 收入      | 3.8  | 2.7  | 1.9  | 1.3  | 0.9  | 0.6  | 0.4  | 0.3  | 0.2  | 0.2  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.0  | 0.0  |
| 净利润     | 1.7  | 1.2  | 0.8  | 0.6  | 0.4  | 0.3  | 0.2  | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  |
| 贴现比例    | 3.4  | 3.7  | 4.0  | 4.3  | 4.7  | 5.0  | 5.4  | 5.9  | 6.3  | 6.8  | 7.4  | 8.0  | 8.6  | 9.3  | 10.1 |
| 贴现后净利润  | 0.50 | 0.32 | 0.21 | 0.14 | 0.09 | 0.06 | 0.04 | 0.02 | 0.02 | 0.01 | 0.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

|       |     |                                   |        |           |         |
|-------|-----|-----------------------------------|--------|-----------|---------|
| 创新药估值 | 29  | 三期临床后期/报生产不同类型创新药估值/PS<br>调整后近似PS | me too | me better | me best |
| 相当于PS | 2.9 |                                   | 2.9    | 3.8       | 4.6     |
|       |     |                                   | 3.0    | 4         | 5       |

资料来源：太平洋证券整理

我们对公司处于临床后期阶段的重要品种采用 NPV 估值,并加总,合计 2020 年估值 134 亿元。同时随着临床进度往前推进,产品线逐步丰富,估值水平将不断上移。

图表 26：公司处于临床二期/三期重磅品种估值

| 药品名称       | 适应症                    | 临床进度             | 权益                                      | 权益估值                                                                                                                                                         |
|------------|------------------------|------------------|-----------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Oregovomab | 原发性晚期卵巢癌               | 已完成临床2期，即将开展3期临床 | 全球38.74%权益，大中华区54%权益                    | 中国卵巢癌患者每年5.2万人，美国有1.6万人、欧洲4万人，18年奥拉帕利销售金额6.5亿美金，考虑到Oregovomab使用人群数量更大且疗效与奥拉帕利接近，预计海外市场有望达10亿美金，中国市场预计20亿元，first in class 给予5倍PS，考虑到临床2期，30.8%的统计概率，权益估值约58亿。 |
| RVX-208    | II型糖尿病并发冠              | 临床3期             | 海外持股<br>Resverlogix<br>38.8%，大中华区100%权益 | 全球糖尿病患者约4.25亿，中国、欧洲和美国分别为1.15亿、0.58亿和0.3亿，糖尿病患者75%死于心血管疾病，安进同类竞品Repatha18年销售额5.5亿美元，约39亿元。预期RVX208海外市场15亿，国内市场5亿，first in class给予5倍PS，权益估值54亿元。              |
| AR-301     | 革兰氏阳性金黄色葡萄球菌引发的ICU肺部感染 | 临床3期             | 海外持股<br>9.86%，大中华区51%权益                 | 发达国家和中低收入国家医院感染患病率分别为8.5%和15.5%，中国、美国和欧洲住院患者人数240万、120万和60万人，按照人均2万元，欧美30%渗透率，中国10%渗透率计算，中国市场7亿元，欧美市场9亿元，first in class给予5倍PS，权益估值22亿元。                      |
| 合计         |                        |                  |                                         | 134亿元                                                                                                                                                        |

资料来源：太平洋证券整理

#### 4、 盈利预测与估值

**肝素原料药：**预计 19-21 年销量 8.2、8.9、10.3 万亿单位，20 年价格随行就市后预计贡献 8 亿净利润。肝素原料药受制于猪小肠，属于资源品，下游肝素制剂需求旺盛，属于成长性行业，且公司在中国、北美和欧洲等地均有猪小肠资源布局，全球肝素原料药龙头地位稳固，估值不应该低。保守给予 20 倍 PE，20 年原料药 160 亿市值。

**肝素制剂：**量价齐升。量：未来三年增速 40-50% 增长，20 年依诺肝素预期销量 1.5 亿支，长期销售目标 10 亿支，占全球 2/3；价：成本推动终端价格上涨+药店占比提升（药店价格是医院的 4 倍）。预计 19-21 年贡献净利润 1.8 亿、3 亿和 4.6 亿元，给予 50 倍 PE，20 年制剂 150 亿市值。

**CDMO 业务：**CDMO 爆发性增长。订单充足，多个品种处在三期临床，预计 19 年贡献 7000 万元净利润，预期 20 年 1.4 亿元净利润。给予 50 倍 PE，70 亿市值。

**创新药：**创新药前瞻布局，多个品种二期数据优异，未来若有 1-2 个上市，将贡献可观净利润。创新药历史上投资超过 20 亿。我们对公司处于临床后期阶段的重要品种采用 NPV 估值，并加总，合计 2020 年估值 134 亿元。同时随着临床进度往前推进，产品线逐步丰富，估值水平将不断上移。

**合计：500 亿市值。**

公司作为全球肝素原料药绝对龙头，市场份额 40%，同时肝素制剂未来也将是全球龙头之一（目前依诺肝素欧洲份额 18%，美国今年和山德士合作开始供货），生物药 CDMO 爆发性增长中，创新药布局前瞻。预计 19-21 年净利润分别为 8.2/10.6/13.6 亿元，同比增速 33%/29%/28%，分部估值 20 年合理估值 500 亿元，对应 PE 47X，“买入”评级。

图表：海普瑞盈利预测与业绩拆分

| 单位：百万元                        | 2015   | 2016   | 2017   | 2018    | 2019E  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-------------------------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>1、原料药业务（母公司+SPL 收入-胰酶）</b> |        |        |        |         |        |        |        |        |
| 收入                            | 2215   | 1859   | 2074   | 3553    | 2652   | 3686   | 3564   | 3385   |
| 增速                            |        | -16%   | 12%    | 71%     | -25%   | 39%    | -3%    | -5%    |
| 毛利率                           | 41%    | 40%    | 30%    | 40%     | 28%    | 25%    | 27%    | 30%    |
| 净利润                           | 375    | 295    | 276    | 880     | 420    | 800    | 880    | 970    |
| 贡献母公司净利润                      | 375    | 295    | 276    | 880     | 420    | 800    | 880    | 970    |
| 1.1 肝素钠原料药                    | 2174   | 1808   | 2026   | 3471    | 2537   | 3531   | 3363   | 3083   |
| 增速                            |        | -16.8% | 12.1%  | 71.3%   | -26.9% | 39.2%  | -4.8%  | -8.3%  |
| 销量（万亿单位）                      | 9.6    | 8.4    | 8.3    | 10.1    | 8.2    | 8.9    | 10.3   | 12.1   |
| 单价（万/亿单位）                     | 2.27   | 2.15   | 2.43   | 3.44    | 4.3    | 6.3    | 6.0    | 5.5    |
| 1.2 胰酶原料药                     | 41     | 51     | 48     | 82      | 115    | 155    | 201    | 302    |
| 增速                            |        | 23.6%  | -5.4%  | 69.5%   | 40.0%  | 35.0%  | 30.0%  | 50.0%  |
| 销量（kg）                        | 44,631 | 64,317 | 62,254 | 105,078 | 147109 | 198597 | 258175 | 387263 |
| 单价（元/kg）                      | 927    | 795    | 777    | 780     | 780    | 780    | 780    | 780    |
| <b>2、肝素钠制剂</b>                |        |        |        |         |        |        |        |        |
| 收入                            | 44     | 46     | 70     | 1,030   | 1,109  | 1,901  | 2,927  | 4,508  |
| 增速                            |        | 5%     | 54%    | 1371%   | 8%     | 71%    | 54%    | 54%    |
| 净利润                           |        |        | 10     | 205     | 180    | 300    | 462    | 711    |
| 增速                            |        |        |        | 1954%   | -12%   | 67%    | 54%    | 54%    |
| 贡献母公司净利润                      |        | 1      | 10     | 205     | 180    | 300    | 462    | 711    |
| <b>3、CDMO 业务</b>              |        |        |        |         |        |        |        |        |
| 收入                            |        | 346    | 326    | 525     | 700    | 910    | 1,183  | 1,538  |
| 增速（%）                         |        |        | -6%    | 61%     | 35%    | 30%    | 30%    | 30%    |
| 净利润                           | -11    | -56    | 1      | 8       | 70     | 140    | 196    | 274    |
| 贡献母公司净利润                      | -11    | -56    | 1      | 8       | 70     | 140    | 196    | 274    |
| <b>4、其他业务(内部抵消)</b>           |        |        |        |         |        |        |        |        |
| 收入                            | 33     | 11     | 200    | -293    | -343   | -657   | -888   | -1,169 |
| 贡献母公司净利润                      | 93     | 33     | 73     | 32      | 35     | 35     | 35     | 35     |
| <b>5、费用及其他</b>                |        |        |        |         |        |        |        |        |
| 财务费用                          | -121   | -79    | 94     | 88      | 180    | 200    | 200    | 200    |
| 贡献母公司净利润                      | 103    | 67     | -80    | -75     | -153   | -170   | -170   | -170   |
| 研发费用                          | 97     | 62     | 80     | 187     | 180    | 180    | 180    | 180    |
| 贡献母公司净利润                      | -82    | -53    | -68    | -159    | -153   | -153   | -153   | -153   |
| 减值损失                          | 35     | 36     | 46     | 118     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 贡献母公司净利润                      | -30    | -31    | -39    | -101    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动净收益                     | -4     | 10     | -7     | 79      | -50    | 20     | 20     | 20     |
| 贡献母公司净利润                      | -3     | 9      | -6     | 67      | -43    | 17     | 17     | 17     |
| 投资净收益                         | 112    | 117    | -51    | -237    | 550    | 100    | 100    | 100    |
| 其中：对联营和合营企业的投资收益              |        | -4     | -19    | -324    | -80    | -20    | -20    | -20    |
| 贡献母公司净利润                      | 95     | 98     | -46    | -250    | 456    | 82     | 82     | 82     |

|          |       |        |        |        |        |       |       |       |
|----------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业外收支    | 47    | 39     | 12     | 10     | 10     | 10    | 10    | 10    |
| 贡献母公司净利润 | 40    | 33     | 10     | 8      | 9      | 9     | 9     | 9     |
| 6、合计：    |       |        |        |        |        |       |       |       |
| 营业收入     | 2,292 | 2,261  | 2,670  | 4,815  | 4,118  | 5,840 | 6,786 | 8,261 |
| 增速       |       | -1.4%  | 18.1%  | 80.3%  | -14.5% | 41.8% | 16.2% | 21.7% |
| 净利润      | 568   | 386    | 118    | 592    | 821    | 1,060 | 1,358 | 1,775 |
| 增速       |       | -32.0% | -69.4% | 401.0% | 38.6%  | 29.1% | 28.1% | 30.8% |
| 归母净利润    | 580   | 397    | 131    | 616    | 821    | 1,060 | 1,358 | 1,775 |
| 增速       |       | 31.5%  | 66.9%  | 369.2% | 33.2%  | 29.1% | 28.1% | 30.8% |
| EPS      | 0.46  | 0.32   | 0.11   | 0.49   | 0.66   | 0.85  | 1.09  | 1.42  |
| PE       | 52    | 76     | 230    | 49     | 37     | 28    | 22    | 17    |

资料来源：wind，太平洋证券预测

## 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       |
| 华北销售    | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com      |
| 华北销售    | 韦洪涛 | 13269328776 | weiht@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    | 杨晶  | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com  |
| 华东销售    | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com      |
| 华东销售    | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com       |
| 华南销售总监  | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com    |
| 华南销售    | 查方龙 | 18520786811 | zhafll@tpyzq.com     |
| 华南销售    | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@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。