



2020-04-22

公司点评报告

买入/维持

海普瑞 (002399)

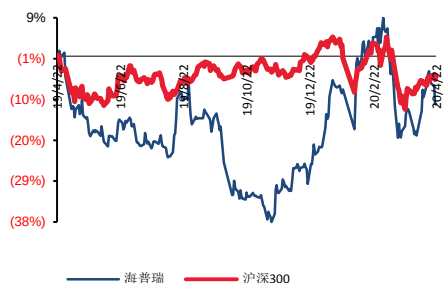
目标价: 40

昨收盘: 21.95

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

参股子公司境外上市，在研项目有望加速推进

■ 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)	27,376/27,376
12 个月最高/最低(元)	26.90/15.20

相关研究报告:

海普瑞 (002399)《立足中国，全球运营的国际制药企业》
——2020/02/21

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

事件: 全资子公司境外参股子公司 OncoQuest 拟借壳韩国 Dual 实现境外上市，研发项目获得资金支持同时公司投资项目实现资产升值。

点评:

OncoQuest 海外借壳上市，研发获雄厚资金支持。 全资子公司美国海普瑞参股公司 OncoQuest，拟向韩国上市公司 Dual 出售其拥有的与免疫治疗在研药品 Oregovomab 相关的全部权益（不包括 OncoQuest 持有的深圳昂瑞股权，大中华权益仍在控股子公司深圳昂瑞）。**OncoQuest 通过 Dual 借壳上市，交易方案:** 估值 3 亿美金，Dual 向 OncoQuest 发行股份及可转债 1.12 亿股，发行后 OncoQuest 持股比例 50.7%，为第一大股东，美国海普瑞将直接持股 17.85%，同时通过 Quest Pharma Tech 持股 3.1%；此外，Dual 拟使用自有资金 6500 万美金用于支持 Oregovomab III 期临床试验费用。我们认为 Oncoquest 海外上市主要意义：1）获得大量现金投入研发，Oregovomab III 期临床研究项目有望在三季度启动，2 年左右完成三期临床，有望加速推进研发进程；2）此次交易中海普瑞预计产能超 1 亿美金的一次性投资收益，投资项目实现资产升值。

原料药持续高景气，依诺肝素制剂销售海外销售势头强劲。 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。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，销售势头强劲，疫情影响不大，20 年有望量价齐升：**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。

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 20-22 年净利润分别为 10.7/13.7/18.1 亿元，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：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	4625	6618	7967	10008
(+/-%)	-4.0%	43.1%	20.4%	25.6%
净利润(百万元)	1080	1068	1366	1814
(+/-%)	75.2%	-1.1%	27.9%	32.8%
摊薄每股收益	0.87	0.86	1.10	1.45
市盈率(PE)	25	26	20	15

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

附表：人福医药业绩拆分与盈利预测

单位：百万元

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
1、原料药业务（母公司+SPL 收入-胰酶）								
收入	2140	1794	2085	3112	2424	3646	3693	3793
增速		-16%	16%	49%	-22%	50%	1%	3%
毛利率	41%	40%	30%	40%	28%	25%	27%	30%
净利润	375	295	276	880	420	800	880	1000
贡献母公司净利润	375	295	276	880	420	800	880	1000
2、肝素钠制剂								
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
3、CDMO 业务								
收入		346	326	525	708	921	1,197	1,557
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
4、其他业务(内部抵消)								
收入	108	75	190	148	383	150	150	150
贡献母公司净利润	93	33	73	32	35	35	35	35
5、费用及其他								
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	30	30	30	30
贡献母公司净利润	-3	9	-6	67	26	26	26	26
投资净收益	112	117	-51	-237	650	100	100	100
其中：对联营和合营企业的投资收益		-4	-19	-324	-20	-20	-20	-20
贡献母公司净利润	95	98	-46	-250	550	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	4,625	6,618	7,967	10,008
增速		-1.4%	18.1%	80.3%	-4.0%	43.1%	20.4%	25.6%
净利润	568	386	118	592	983	1,068	1,366	1,814
增速		-32.0%	-69.4%	401.0%	65.9%	8.7%	27.9%	32.8%
归母净利润	580	397	131	616	1,080	1,068	1,366	1,814
增速		-31.5%	-66.9%	369.2%	75.2%	-1.1%	27.9%	32.8%
EPS	0.46	0.32	0.11	0.49	0.87	0.86	1.10	1.45
PE	47	69	208	44	25	26	20	15

资料来源：wind，太平洋证券研究院

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	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



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。