

2020年04月29日

证券研究报告·2019年报及2020一季报点评

海普瑞 (002399) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 22.21 元

目标价: 29.52 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩保持较快增长, 大分子 CDMO+创新药 打开成长空间

投资要点

- 业绩总结:** 公司 2019 营业收入 46.2 亿元, 同比下降 4%, 实现归母净利润 10.6 亿元, 同比增长 79.1%, 扣非归母净利润 4.5 亿元, 同比增长 6.6%。2020Q1 实现营业收入 14 亿元, 同比上升 37.1%, 归母净利润 2.6 亿元, 同比下降 49.7%, 扣非归母净利润 2.8 亿元, 同比增长 2539.6%, 系报告期内公司毛利水平提高及去年同期公司确认君圣泰投资收益 5.7 亿元导致归母净利润基数较大所致。
- 肝素毛利水平回升, 依诺制剂持续放量:** 2019 年, 公司肝素原料药销售 5.6 万吨, 同比下降 31.2%, 营收 22.7 亿元, 同比下降 17.4%, 系与主要客户调整定价过程中销量下滑所致; 肝素原料药毛利率 35.4%, 较 2019H1 提升 1.2pp, 系公司于第三季度与客户重新调整定价后毛利水平回升所致。制剂业务销量 9572.5 万支, 同比上升 11.1%, 营收 12.3 亿元, 同比上升 17.7%。我们认为, 随着公司销售渠道的拓展和处方溢出效应的凸显, 依诺肝素有望量价齐升。
- CDMO 业务表现亮眼, 进入快速发展期:** 2019 年, 公司 CDMO 业务营收 7.9 亿元, 同比上升 45.2%, 毛利率 30.6%, 同比上升 17.1pp, 实现营收与毛利双增长。公司透过赛湾生物和 SPL 双平台开展 CDMO。赛湾生物主营生物工程大分子药物的开发及生产, SPL 主营天然大分子药物提取。报告期内 CDMO 业务订单交付速度与运营能力得到提升优化, 服务于下游数十家药品开发企业, 包括五家全球前十大医药企业, 目前订单量充足, 布局合理。大分子 CDMO 前景广阔, 未来公司 CDMO 业务有望享受行业红利保持高增长态势。
- 在研项目资产交易补充研发费用, 推动创新药业务开展。** 公司联营企业 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相关的全部权益, 交易完成后美国海普瑞预计将直接分别持有 Dual 及 OncoQuest 全面摊薄后 17.84%、35.18% 股权, 同时海普瑞保留 Oregovomab 大中华区商业开发权。Dual 拟支付 7500 万美元用于支持 Oregovomab III 期临床试验费用, 公司披露预计 2020Q3 开启 Oregovomab III 期临床试验。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.82 元、1.03 元、1.23 元。公司肝素原料药和制剂一体化, 大分子 CDMO+创新药打开成长空间, 给予公司 2020 年 36 倍 PE, 对应目标价 29.52 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 肝素原料药价格下降风险, 依诺肝素销售不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	4624.65	6145.51	7883.81	9686.90
增长率	-3.95%	32.89%	28.29%	22.87%
归属母公司净利润 (亿元)	1059.36	1023.36	1280.11	1538.04
增长率	71.92%	-3.40%	25.09%	20.15%
每股收益 EPS (元)	0.85	0.82	1.03	1.23
净资产收益率 ROE	13.97%	11.99%	13.33%	14.16%
PE	26	27	22	18
PB	3.77	3.42	3.02	2.65

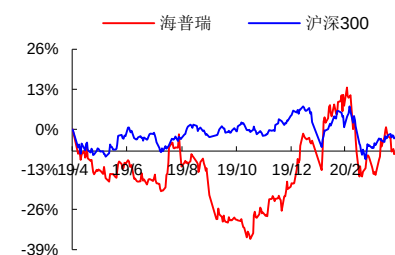
数据来源: Wind, 西南证券

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: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	12.47
流通 A 股(亿股)	0.00
52 周内股价区间(元)	15.2-26.9
总市值(亿元)	277.00
总资产(亿元)	158.46
每股净资产(元)	6.14

相关研究

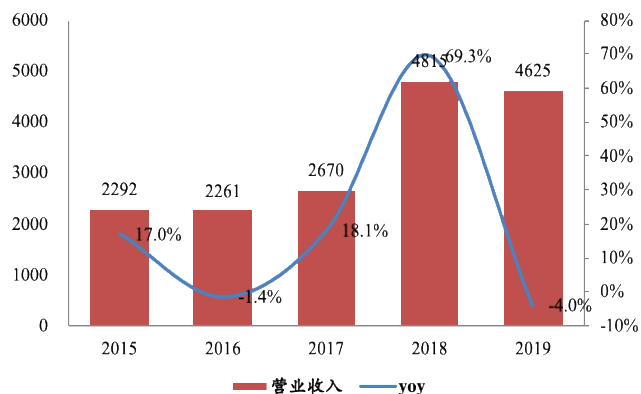
- 海普瑞 (002399): 拟交易资产并实现资产境外上市, 有利于创新药业务开展 (2020-04-22)
- 海普瑞 (002399): Q4 有望显著改善, 创新药布局依然值得期待 (2019-10-30)
- 海普瑞 (002399): 原料价格波动影响利润, 期待新业务布局 (2019-08-29)

1 海普瑞：肝素原料药制剂一体化龙头企业

1998 年海普瑞成立于深圳，2007 年改制为股份有限公司，2010 年 7 月首次公开发行股票，是国内肝素原料药及制剂一体化企业中的龙头企业。公司以肝素钠原料药及其制剂、胰酶的生产、加工、销售和 CDMO 服务为主营业务。公司拥有世界领先的肝素钠生产技术，独创了世界领先的肝素钠“杂质与组合分离技术”、“基因完整性保护和活性释放技术”等核心工艺技术体系。公司已建立符合我国药品 GMP 规范以及美国和欧盟 cGMP 药品规范和理念的全面质量管理体系，并已获得美国 FDA 及欧盟 CEP 药政批准，公司生产的肝素钠原料药出口全球，供应的下游企业包括多家世界知名药企，如 Sanofi-Aventis, Pfizer 等，客户集中度较高且多为直接销售。

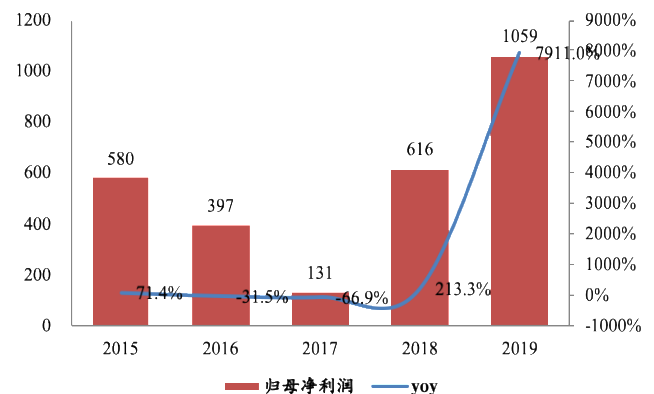
营收与净利润总体延续增长。2015 年以来，公司营业收入与净利润总体实现增长。2015-2019 期间，公司的营业收入由 22.9 亿元增长到 46.3 亿元，归母净利润由 5.8 亿元增长到 10.6 亿元。公司 2020Q1 业绩未受新冠疫情显著影响，实现营收 14 亿元，同比上升 37.1%，归母净利润 2.6 亿元，同比下降 49.7%，主要系去年同期公司对子公司君圣泰持股比例下降后不再纳入并表后确认投资收益 5.7 亿元，使 2019Q1 归母净利润基数较大引起；2020Q1 实现扣非归母净利润 2.8 亿元，同比增长 2539.6%，主要由于公司 2020Q1 同比盈利水平大幅提升及去年同期投资收益较高引起。总体来看，2018-2020Q1 公司业绩展现稳健增长态势。

图 1：2015-2019 公司营业总收入及增速（百万元）



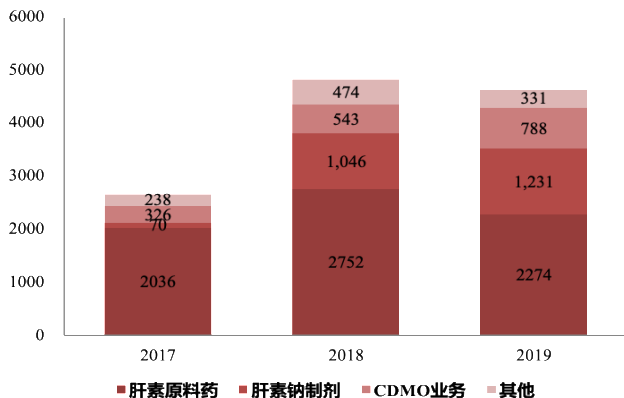
数据来源：wind，西南证券整理

图 2：2015-2019 公司归母净利润及增速（百万元）

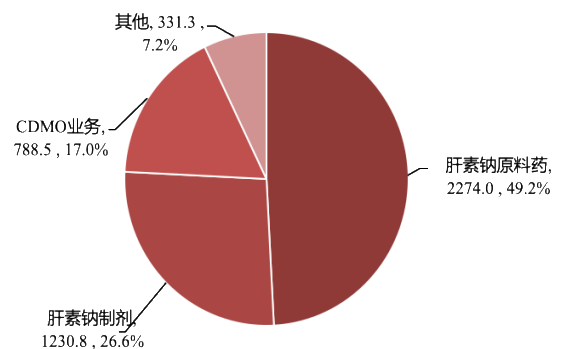


数据来源：wind，西南证券整理

公司的主营业务结构：从细分业务来看，公司的主营业务包括肝素原料药、肝素制剂、CDMO 及其他业务(其他业务包括胰酶原料药及营销服务、加工服务以及技术支持服务等业务)。

图 3：2017-2019 年公司主营业务收入情况(百万元)


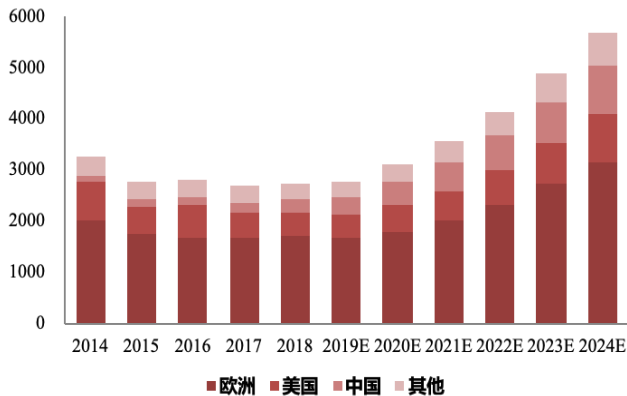
数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

图 4：2019 公司分业务收入情况（百万元）


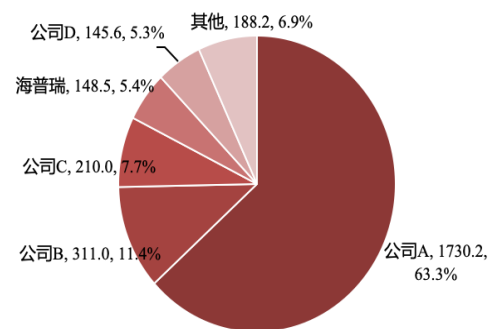
数据来源：公司公告，西南证券整理

肝素粗品成本上涨将完成下游传导，公司利润空间回升。肝素原料药是公司的主要营收与利润贡献业务，2019 年营收 22.7 亿元，同比下降 17.4%，系与主要客户协商定价过程减少销售所致。中国拥有较高的生猪出栏量，肝素产品原料资源的丰富使之成为全球最大的肝素原料药出口国。但 2018 年底爆发的非洲猪瘟使国内的生猪出栏量降低，猪小肠供给端紧缩，推动肝素粗品价格上涨。据弗若斯特沙利文报告，2019 年全球肝素粗品价格预计为 54.3 美元/mega，同比上升 65%，肝素 API 价格为 55.0 美元/mega，同比增速仅为 12.7%；预计 2020 年肝素粗品及肝素 API 价格将分别上升至 86.9、105 美元/mega，同比涨幅分别为 90.9%、60%，完成上游成本上升向下游的传导。据公司公告披露，公司于 2019 第三季度与主要的下游客户已重新商定供应价格应对肝素粗品成本上涨，该举措使得公司 2019Q4 及 2020Q1 分别实现扣非归母净利润 2.2 亿元、2.8 亿元，盈利水平显著提升。肝素原料药市场保持较高的景气度，上游原料供应链完善，下游客户粘性大，通过加强肝素粗品成本与肝素 API 售价的控制，公司肝素原料药业务的收入和毛利率有望恢复增长。

公司依诺制剂持续放量：2019 报告期，公司制剂（主要是依诺肝素）业务销量 9572.5 万支，同比上升 11.1%，营收 12.3 亿元，同比上升 17.7%。依诺肝素注射液是一种抗凝血、抗血栓药物，也是中风、心脏病、肺栓塞等疾病治疗中必须使用的临床药物，具有不可替代性。据弗若斯特沙利文报告，2018 年全球依诺肝素的市场规模为 27.3 亿美元，2021 年预计增长到 35.4 亿美元。欧洲是肝素的主要市场，公司依诺肝素已在意大利、波兰、德国等七个国家上市销售。据弗若斯特沙利文报告，2019 公司依诺肝素销量占欧洲 18.0% 的市场份额。公司依诺肝素制剂销售在欧盟市场有着相当大的增长潜力，随着公司销售渠道的拓展和处方溢出效应的凸显，依诺肝素有望量价齐升。

图 5：2014-2024 年依诺肝素制剂全球市场规模（百万美元）


数据来源：弗若斯特沙利文（2019-2024 为预测值），西南证券整理

图 6：2018 年依诺肝素全球竞争格局（百万美元，占有率）


数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

CDMO 业务进入营收和利润双收获期：2019 年，公司 CDMO 业务营收 7.9 亿元，同比上升 45.2%，毛利率 30.6%，同比上升 17.1pp，实现营收与毛利双增长。公司透过赛湾生物和 SPL 双平台开展 CDMO。赛湾生物主营生物工程大分子药物的开发及生产，SPL 主营天然大分子药物提取。报告期内 CDMO 业务订单交付速度与运营能力得到提升优化，业务服务于下游数十家药品开发企业，包括五家全球前十大医药企业。据公司 H 股招股书披露，公司目前共有 39 项正在进行的开发项目，其中商业生产化 3 项，临床试验阶段 24 项，临床前 12 项，总未结算订单金额达到 0.6 亿美元，订单充足，布局合理。公司 CDMO 业务增长呈现良好的势头，预计将成为公司业绩主要增长点。

表 1：公司储备 CDMO 项目

开发阶段		进行中项目数
IND 前期	药物发现	2
	临床前开发	10
临床试验	早期（I 期和 II 期）临床开发	20
	后期（III 期）临床开发	4
商业化生产		3
合计		39

数据来源：公司 H 股招股书，西南证券整理

2 盈利预测

关键假设：

假设 1：2019 年公司与主要客户调整定价模式导致肝素原料药收入与毛利下降，公司已初步完成定价调整，下游客户需求相对稳定，预计 2020-2022 年肝素原料药毛利率分别为 37.4%、39.4%、39.4%；

假设 2：公司已在欧洲多国建立销售网络，市场份额将进一步扩大；依诺肝素已提交国内一致性评价及美国 ANDA 审批，通过后将打开两国市场，预计 2020-2022 年肝素制剂销量增速分别为 20%、23%、23%。随着欧洲肝素制剂订单医院端向利润更高的药店端溢出，制剂业务毛利率有望提升，预计 2020-2022 年肝素制剂毛利率分别为 48.1%、50.1%、51.1%；

假设 3：公司 CDMO 业务主营特色 DNA 载体制备及大分子药物提取，市场高度景气，公司订单量饱满，发展迅速。预计 2020-2022 公司 CDMO 业务规模分别增长 40%、35%、33%，毛利率分别为 33.6%、35.6%、37.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
肝素原料药	收入	2274.0	3183.6	4138.7	4966.4
	增速	-17.4%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	35.4%	37.4%	39.4%	39.4%
肝素制剂	收入	1230.8	1477.0	1816.7	2234.6
	增速	17.7%	20.0%	23.0%	23.0%
	毛利率	47.1%	48.1%	50.1%	51.1%
CDMO 业务	收入	788.5	1103.9	1490.2	1982.0
	增速	45.2%	40.0%	35.0%	33.00%
	毛利率	30.6%	33.6%	35.6%	37.6%
其他	收入	331.3	381.0	438.2	503.9
	增速	-30.1%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%
总收入	收入	4624.7	6145.5	7883.8	9686.9
	增速	-4.0%	32.9%	28.3%	22.9%
	毛利率	37.3%	38.8%	40.6%	41.3%

数据来源：Wind，西南证券

3 相对估值

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.82 元、1.03 元、1.23 元。参考国内可比公司，2020-2022 年可比公司 PE 均值分别为 38 倍、26 倍和 20 倍。考虑到公司肝素原料药和制剂一体化，大分子 CDMO+创新药打开成长空间，我们给予公司 2020 年 36 倍 PE，对应目标价 29.52 元，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
000739.SZ	普洛药业	17.40	0.62	0.81	1.05	28.02	21.37	16.61
300630.SZ	普利制药	72.89	1.76	2.64	3.66	41.40	27.58	19.90
603456.SH	九洲药业	21.20	0.46	0.72	0.91	46.22	29.42	23.38
平均值						38.81	26.30	20.12

数据来源：Wind (预测时间为 2020 年 4 月 29 日)，西南证券整理

4 风险提示

肝素原料药价格下降的风险；依诺肝素销售不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4624.65	6145.51	7883.81	9686.90	净利润	1043.55	980.99	1227.06	1476.37
营业成本	2899.18	3758.33	4679.94	5690.59	折旧与摊销	259.35	172.15	172.15	172.15
营业税金及附加	19.91	26.66	34.12	41.95	财务费用	200.59	201.70	216.41	240.80
销售费用	411.32	608.04	780.82	988.46	资产减值损失	-48.02	37.55	38.04	38.41
管理费用	352.94	705.06	906.36	1133.02	经营营运资本变动	-2146.28	-758.82	-1177.89	-1331.59
财务费用	200.59	201.70	216.41	240.80	其他	463.21	-417.09	-296.38	-267.50
资产减值损失	-48.02	37.55	38.04	38.41	经营活动现金流净额	-227.60	216.48	179.39	328.64
投资收益	611.24	254.28	150.00	120.00	资本支出	-423.36	-80.00	-84.00	-88.20
公允价值变动损益	121.22	107.22	111.88	110.33	其他	425.06	375.01	261.88	230.33
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1.70	295.01	177.88	142.13
营业利润	1314.73	1169.67	1490.00	1783.99	短期借款	945.95	1537.53	585.30	566.99
其他非经营损益	0.20	5.32	4.34	3.98	长期借款	204.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	1314.94	1174.99	1494.35	1787.97	股权融资	379.78	0.00	0.00	0.00
所得税	271.38	194.00	267.28	311.60	支付股利	-224.50	-211.87	-204.67	-256.02
净利润	1043.55	980.99	1227.06	1476.37	其他	-1539.70	-1271.26	-216.41	-240.80
少数股东损益	-15.80	-42.37	-53.04	-61.67	筹资活动现金流净额	-234.33	54.40	164.22	70.16
归属母公司股东净利润	1059.36	1023.36	1280.11	1538.04	现金流量净额	-449.56	565.89	521.49	540.93
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1277.77	1843.65	2365.14	2906.07	成长能力				
应收和预付款项	2135.20	2445.08	3156.43	3946.37	销售收入增长率	-3.95%	32.89%	28.29%	22.87%
存货	2374.36	3134.24	3926.47	4797.89	营业利润增长率	82.31%	-11.03%	27.39%	19.73%
其他流动资产	208.21	221.68	252.52	284.51	净利润增长率	76.22%	-6.00%	25.08%	20.32%
长期股权投资	1349.77	1349.77	1349.77	1349.77	EBITDA 增长率	71.19%	-13.03%	21.71%	16.95%
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	2575.64	2508.14	2443.14	2380.77	毛利率	37.31%	38.84%	40.64%	41.25%
无形资产和开发支出	3037.90	3025.34	3014.29	3004.81	三费率	20.86%	24.65%	24.15%	24.39%
其他非流动资产	2283.36	2271.27	2259.17	2247.07	净利率	22.57%	15.96%	15.56%	15.24%
资产总计	15242.21	16799.18	18766.94	20917.26	ROE	13.97%	11.99%	13.33%	14.16%
短期借款	2927.45	4464.98	5050.28	5617.26	ROA	6.85%	5.84%	6.54%	7.06%
应付和预收款项	672.68	888.09	1136.09	1376.18	ROIC	13.20%	10.59%	11.48%	12.02%
长期借款	1658.96	1658.96	1658.96	1658.96	EBITDA/销售收入	38.37%	25.12%	23.83%	22.68%
其他负债	2512.01	1602.04	1714.11	1837.01	营运能力				
负债合计	7771.10	8614.06	9559.44	10489.41	总资产周转率	0.32	0.38	0.44	0.49
股本	1247.20	1247.20	1247.20	1247.20	固定资产周转率	2.67	3.42	4.70	6.20
资本公积	2633.96	2633.96	2633.96	2633.96	应收账款周转率	3.89	4.23	4.29	4.18
留存收益	3410.73	4222.23	5297.66	6579.68	存货周转率	1.40	1.31	1.28	1.27
归属母公司股东权益	7347.01	8103.39	9178.82	10460.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.69%	—	—	—
少数股东权益	124.10	81.73	28.69	-32.99	资本结构				
股东权益合计	7471.11	8185.12	9207.51	10427.85	资产负债率	50.98%	51.28%	50.94%	50.15%
负债和股东权益合计	15242.21	16799.18	18766.94	20917.26	带息债务/总负债	67.97%	79.17%	77.46%	76.00%
					流动比率	1.21	1.32	1.44	1.55
					速动比率	0.73	0.78	0.85	0.93
					股利支付率	21.19%	20.70%	15.99%	16.65%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	1774.68	1543.52	1878.57	2196.94	每股收益	0.85	0.82	1.03	1.23
PE	26.15	27.07	21.64	18.01	每股净资产	5.89	6.50	7.36	8.39
PB	3.77	3.42	3.02	2.65	每股经营现金	-0.18	0.17	0.14	0.26
PS	5.99	4.51	3.51	2.86	每股股利	0.18	0.17	0.16	0.21
EV/EBITDA	17.15	19.70	16.22	13.88					
股息率	0.81%	0.76%	0.74%	0.92%					

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
持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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
	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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn