

业绩整体符合预期，制剂业务稳健增长

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布三季报，前三季度实现收入 35.4 亿元，同比约+12.9%，实现归母净利润 7.1 亿元，同比约+7.6%，扣非后 7.1 亿元，同比约+5.6%；单三季度实现收入 8.8 亿元，同比约-12.6%，实现归母净利润 1.3 亿元，同比约+2%，扣非后 1 亿元，同比约-35%。业绩整体符合预期。
- **肝素制剂业务稳健增长，单季度原料药波动较大。** 公司前三季度肝素制剂累计销售额约为 9.3 亿元，同比约+29%，毛利率约为 45%；肝素原料药业务实现收入约 18 亿元，同比+6%，其中单三季度实现收入约 3.3 亿元，同比-23%，主要是因为公司主要客户三季度选择暂时降低库存，采购量有所减少导致。前三季度原料药业务毛利率约为 43%，奠定全年盈利质量上行基础。公司是肝素原料药龙头企业，坚持肝素产业链一体化战略，依诺肝素制剂获得欧洲市场广泛认可，2019 年市占率约为 18%。随着公司陆续突破欧盟市场、进入美国市场，未来有望凭借产品实力，持续提升规范市场的份额，顺利推进全球布局。
- **打造肝素产业链一体化，生物 CDMO 提质增长。** 公司通过赛湾生物和 SPL 双平台开展 CDMO 业务，专业及服务壁垒更高，前三季度共实现收入 5.8 亿元，同比+16%，其中单三季度实现收入约为 2 亿元，同比约+16%，增幅同比有所提升。赛湾生物新增 pDNA 生产设施，业务拓展至基因治疗领域，有望受益于基因治疗研究快速增长，生物 CDMO 将成为公司利润增长的重要驱动力。
- **布局全球 First-in-class 创新药，打开公司中长期成长空间。** 公司通过投资布局了涵盖肿瘤免疫、II 型糖尿病并发症、耐药菌等多个新型疗法需求较大的创新药研发领域，Oregovomab、RVX208、AR-301 等产品已进入关键临床阶段，公司拥有其大中华区商业化权利，未来有望打开公司中长期成长空间。
- **盈利预测与投资建议。** 微调公司盈利预测，2020-2022 年归母净利润分别为 10 亿元、12 亿元、15.5 亿元，考虑到股本变化对应 EPS 为 0.69、0.83、1.05 元，对应 PE 为 33、26、22 倍。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，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 依诺肝素制剂销售不及预期，创新药研发失败风险。

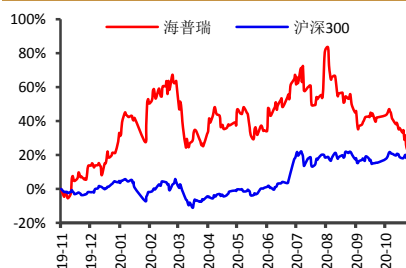
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4624.65	5287.76	6285.43	7533.93
增长率	-3.95%	14.34%	18.87%	19.86%
归属母公司净利润 (百万元)	1059.36	1012.93	1215.86	1545.46
增长率	71.92%	-4.38%	20.03%	27.11%
每股收益 EPS (元)	0.72	0.69	0.83	1.05
净资产收益率 ROE	13.97%	11.57%	12.45%	14.00%
PE	32	33	26	22
PB	4.55	4.01	3.55	3.13

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

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)	14.67
流通 A 股(亿股)	12.47
52 周内股价区间(元)	15.2-29.28
总市值(亿元)	294.34
总资产(亿元)	185.13
每股净资产(元)	7.67

相关研究

1. 海普瑞 (002399): 依诺肝素美国获批, 有望实现规范市场中的份额提升 (2020-09-22)
2. 海普瑞 (002399): 肝素产业链一体化优势明显, CDMO 业务提质增长 (2020-08-29)
3. 海普瑞 (002399): 业绩超预期, 肝素业务和 CDMO 业务保持较快增长 (2020-07-15)
4. 海普瑞 (002399): 业绩保持较快增长, 大分子 CDMO+创新药打开成长空间 (2020-05-01)
5. 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)

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
合计				
营业收入	4624.65	5287.76	6285.43	7533.93
yoy	-4.0%	14.3%	18.9%	19.9%
毛利率	37.3%	40.4%	40.7%	41.1%
肝素钠(原料药)				
收入	2273.99	2545.87	3564.22	4098.85
yoy	-17.4%	-16.0%	40.0%	15.0%
毛利率	35.7%	32.0%	35.0%	37.0%
肝素钠制剂				
收入	1230.84	1600.09	2080.12	2704.16
yoy	17.7%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	47.1%	48.0%	49.0%	50.0%
CDMO 业务				
收入	786.40	943.68	1151.29	1427.60
yoy	43.4%	20.0%	22.0%	24.0%
毛利率	30.6%	30.0%	31.5%	33.0%
胰酶 API				
收入	287.54	316.29	379.55	455.46
yoy	-25.4%	10.0%	20.0%	20.0%
毛利率	3.6%	15.0%	15.0%	15.0%
其他主营业务				
收入	33.34	40.01	48.01	57.61
yoy	-50.9%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	91.8%	84.0%	84.0%	84.0%

数据来源：wind，西南证券

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	5287.76	6285.43	7533.93	净利润	1043.55	970.99	1165.48	1483.49
营业成本	2899.18	3152.73	3729.41	4438.39	折旧与摊销	259.35	244.47	244.47	244.47
营业税金及附加	19.91	22.94	27.20	32.63	财务费用	200.59	261.49	274.11	283.46
销售费用	411.32	523.17	590.46	670.07	资产减值损失	-48.02	37.55	38.04	38.41
管理费用	352.94	456.43	479.69	574.98	经营营运资本变动	-2146.28	-78.33	-715.29	-936.19
财务费用	200.59	261.49	274.11	283.46	其他	463.21	-485.59	-428.69	-484.48
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	950.58	578.12	629.16
投资收益	611.24	400.00	364.19	417.30	资本支出	-423.36	-80.00	-84.00	-88.20
公允价值变动损益	121.22	30.00	30.00	30.00	其他	425.06	443.51	394.19	447.30
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	363.51	310.19	359.10
营业利润	1314.73	1157.69	1415.01	1792.62	短期借款	945.95	317.31	-112.31	-87.08
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	1163.01	1419.35	1796.60	股权融资	379.78	220.09	0.00	0.00
所得税	271.38	192.02	253.87	313.11	支付股利	-124.72	-211.87	-202.59	-243.17
净利润	1043.55	970.99	1165.48	1483.49	其他	-1639.47	-1331.06	-274.11	-283.46
少数股东损益	-15.80	-41.94	-50.38	-61.97	筹资活动现金流净额	-234.33	-1005.52	-589.01	-613.71
归属母公司股东净利润	1059.36	1012.93	1215.86	1545.46	现金流量净额	-449.56	308.56	299.30	374.55
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	1586.33	1885.63	2260.18	成长能力				
应收和预付款项	2135.20	2093.96	2516.28	3070.87	销售收入增长率	-3.95%	14.34%	18.87%	19.86%
存货	2374.36	2611.33	3105.73	3716.67	营业利润增长率	82.31%	-11.95%	22.23%	26.69%
其他流动资产	208.21	206.46	224.16	246.32	净利润增长率	76.22%	-6.95%	20.03%	27.29%
长期股权投资	1349.77	1349.77	1349.77	1349.77	EBITDA 增长率	71.19%	-6.26%	16.23%	20.01%
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	2451.17	2329.19	2209.83	毛利率	37.31%	40.38%	40.67%	41.09%
无形资产和开发支出	3037.90	3010.01	2983.62	2958.80	三费率	20.86%	23.47%	21.39%	20.29%
其他非流动资产	2283.36	2271.27	2259.17	2247.07	净利率	22.57%	18.36%	18.54%	19.69%
资产总计	15242.21	15580.30	16653.54	18059.51	ROE	13.97%	11.57%	12.45%	14.00%
短期借款	2927.45	3244.75	3132.44	3045.36	ROA	6.85%	6.23%	7.00%	8.21%
应付和预收款项	672.68	752.99	905.52	1072.04	ROIC	13.20%	11.49%	12.83%	14.49%
长期借款	1658.96	1658.96	1658.96	1658.96	EBITDA/销售收入	38.37%	31.46%	30.76%	30.80%
其他负债	2512.01	1528.39	1598.52	1684.74	营运能力				
负债合计	7771.10	7185.09	7295.44	7461.10	总资产周转率	0.32	0.34	0.39	0.43
股本	1247.20	1467.30	1467.30	1467.30	固定资产周转率	2.67	2.99	3.94	5.31
资本公积	2633.96	2633.96	2633.96	2633.96	应收账款周转率	3.89	3.95	4.14	4.14
留存收益	3410.73	4211.79	5225.06	6527.35	存货周转率	1.40	1.21	1.26	1.26
归属母公司股东权益	7347.01	8313.04	9326.32	10628.61	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	82.16	31.78	-30.19	资本结构				
股东权益合计	7471.11	8395.21	9358.10	10598.42	资产负债率	50.98%	46.12%	43.81%	41.31%
负债和股东权益合计	15242.21	15580.30	16653.54	18059.51	带息债务/总负债	67.97%	77.93%	75.21%	72.38%
					流动比率	1.21	1.48	1.72	2.00
					速动比率	0.73	0.89	1.03	1.20
					股利支付率	11.77%	20.92%	16.66%	15.73%
					每股指标				
					每股收益	0.72	0.69	0.83	1.05
					每股净资产	5.01	5.67	6.36	7.24
					每股经营现金	-0.16	0.65	0.39	0.43
					每股股利	0.08	0.14	0.14	0.17
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1774.68	1615.83	1950.88	2269.26					
PE	31.54	32.65	26.10	21.72					
PB	4.55	4.01	3.55	3.13					
PS	7.22	5.44	4.24	3.45					
EV/EBITDA	17.55	22.17	18.36	15.76					
股息率	0.37%	0.63%	0.61%	0.77%					

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
	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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn