

2021年05月13日

证券研究报告·2020 年年报及 21 年一季报点评

海普瑞 (002399) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 16.25 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩整体符合预期，期待原料药业务拐点

投资要点

- 业绩总结:** 公司 2020 年全年实现收入约 53.3 亿元 (+15.3%)，归母净利润约 10 亿元 (-3.3%)，扣非归母净利润 5.9 亿元 (-1.9%)。其中第四季度实现收入约 18 亿元 (+20%)，实现归母净利润 3.2 亿元 (-19%)；21Q1 公司实现收入 12.7 亿元 (-9.6%)、归母净利润 1.43 亿元 (-44%)。业绩整体符合预期。其中 2020 年扣非归母净利润主要因为公司美国业务占比较高产生汇兑损益约 2.5 亿元，同时确认了参股公司 Kymab 股权的公允价值变动损益 3.69 亿元，参考公司港股公告，Non GAAP 口径下公司实现净利润 8.5 亿元，同比+96%。
- 打造肝素全产业链，制剂占比提升未来可期。** 分业务来看，2020 年公司原料药/制剂/CDMO 分别实现收入 27、15、8 亿元，同比增长 18.8%/23.7%/1.1%，制剂占比提升 2pp 至 29%，肝素原料药业务全年毛利率+4.25%，带动公司整体毛利率提升 1.85pp。1) 21Q1 原料药业务持续受客户采购节奏影响，实现收入约 6.6 亿元，同比下滑约 13%。主要由于肝素原料药粗品价格较维持高位，毛利率亦有所下滑，收入和毛利因素将有望于 21Q2 后期开始改善，带来短期业绩拐点。2) 制剂业务量价齐升逻辑持续兑现，公司 2020 年制剂销量、价格分别提升约 13%、10%。未来有望不断提高在规范市场中份额，在非规范市场和国内市场实现较快增速。整体来看，公司坚持做深肝素全产业链业务，制剂占比有望持续提升。
- 生物 CDMO 短期受疫情影响，不改长期提质增长趋势。** 2020 年公司 CDMO 双平台赛湾生物和 SPL 双平台在美国新冠疫情的不利环境下仍实现增长，CDMO 业务部分略低于预期，主要因为疫情影响器械调换维修进展，对 20Q4 和 21Q1 订单造成一定延误所致，预计将于 21Q2 重新恢复生产。赛湾生物去年新增 pDNA 生产能力，业务拓展至基因治疗领域，未来受益于基因治疗研究市场快速增长，生物 CDMO 仍是公司未来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 RVX208 和 Oregovomab 的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。** 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 11.6 亿元、14.6 亿元、19 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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5332.07	5978.32	7210.27	8536.14
增长率	15.30%	12.12%	20.61%	18.39%
归属母公司净利润 (百万元)	1024.21	1156.43	1462.39	1905.30
增长率	-3.32%	12.91%	26.46%	30.29%
每股收益 EPS (元)	0.72	0.69	0.83	1.05
净资产收益率 ROE	8.74%	8.81%	10.22%	12.01%
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: 聚源数据

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)	16.08-29.28
总市值(亿元)	238.44
总资产(亿元)	193.91
每股净资产(元)	7.99

相关研究

- 海普瑞 (002399): 业绩整体符合预期，制剂业务稳健增长 (2020-11-08)
- 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)
- 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)
- 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)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5332.07	5978.32	7210.27	8536.14	净利润	1021.63	1123.10	1424.76	1864.39
营业成本	3244.27	3708.82	4375.55	5075.75	折旧与摊销	277.21	269.85	269.85	269.85
营业税金及附加	26.07	28.07	34.32	40.44	财务费用	487.77	297.72	341.87	318.45
销售费用	408.90	449.79	494.77	544.25	资产减值损失	-55.88	19.35	15.99	9.95
管理费用	412.75	380.00	418.00	459.80	经营营运资本变动	-840.80	-892.26	-1100.61	-1067.75
财务费用	487.77	297.72	341.87	318.45	其他	-852.64	-454.83	-434.17	-413.72
资产减值损失	-55.88	19.35	15.99	9.95	经营活动现金流净额	37.28	362.93	517.68	981.16
投资收益	267.14	400.00	390.92	373.32	资本支出	224.06	-80.00	-84.00	-88.20
公允价值变动损益	494.45	30.00	30.00	30.00	其他	-2397.82	504.21	420.92	403.32
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2173.76	424.21	336.92	315.12
营业利润	1329.96	1344.58	1752.70	2273.02	短期借款	-1067.68	-700.79	88.14	-287.59
其他非经营损益	-2.12	0.62	-0.36	-0.33	长期借款	-125.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	1327.84	1345.20	1752.34	2272.70	股权融资	3621.62	0.00	0.00	0.00
所得税	306.20	222.10	327.58	408.31	支付股利	-224.50	-204.84	-231.29	-292.48
净利润	1021.63	1123.10	1424.76	1864.39	其他	302.36	-800.44	-341.87	-318.45
少数股东损益	-2.58	-33.33	-37.63	-40.91	筹资活动现金流净额	2506.46	-1706.07	-485.02	-898.51
归属母公司股东净利润	1024.21	1156.43	1462.39	1905.30	现金流量净额	253.71	-918.93	369.58	397.76
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2712.42	1793.50	2163.08	2560.84	成长能力				
应收和预付款项	2115.59	2414.58	2957.47	3449.85	销售收入增长率	15.30%	12.12%	20.61%	18.39%
存货	3168.25	3645.86	4320.73	5032.81	营业利润增长率	1.16%	1.10%	30.35%	29.69%
其他流动资产	1132.44	1063.16	1111.57	1163.68	净利润增长率	-2.10%	9.93%	26.86%	30.86%
长期股权投资	1631.18	1631.18	1631.18	1631.18	EBITDA 增长率	18.05%	-8.73%	23.65%	21.02%
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	2503.94	2353.22	2205.00	2059.41	毛利率	39.16%	37.96%	39.32%	40.54%
无形资产和开发支出	2833.59	2806.41	2780.74	2756.63	三费率	24.56%	18.86%	17.40%	15.49%
其他非流动资产	2928.48	2916.52	2904.57	2892.62	净利率	19.16%	18.79%	19.76%	21.84%
资产总计	19025.89	18624.43	20074.34	21547.03	ROE	8.74%	8.81%	10.22%	12.01%
短期借款	1859.76	1158.98	1247.12	959.53	ROA	5.37%	6.03%	7.10%	8.65%
应付和预收款项	502.56	603.03	701.94	817.43	ROIC	13.28%	12.15%	13.75%	15.54%
长期借款	1533.62	1533.62	1533.62	1533.62	EBITDA/销售收入	39.29%	31.98%	32.79%	33.52%
其他负债	3440.96	2576.45	2645.85	2718.72	营运能力				
负债合计	7336.90	5872.09	6128.52	6029.31	总资产周转率	0.31	0.32	0.37	0.41
股本	1467.30	1467.30	1467.30	1467.30	固定资产周转率	2.67	2.93	3.92	5.21
资本公积	6035.48	6035.48	6035.48	6035.48	应收账款周转率	3.64	3.58	3.79	3.72
留存收益	4211.71	5163.30	6394.40	8007.22	存货周转率	1.12	1.05	1.07	1.06
归属母公司股东权益	11569.39	12666.08	13897.18	15510.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.47%	—	—	—
少数股东权益	119.60	86.27	48.64	7.73	资本结构				
股东权益合计	11688.99	12752.35	13945.82	15517.73	资产负债率	38.56%	31.53%	30.53%	27.98%
负债和股东权益合计	19025.89	18624.43	20074.34	21547.03	带息债务/总负债	67.41%	72.29%	70.70%	67.10%
					流动比率	2.53	4.15	4.39	5.30
					速动比率	1.65	2.45	2.59	3.11
					股利支付率	21.92%	17.71%	15.82%	15.35%
					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	2020A	2021E	2022E	2023E					
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
	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
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn