

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年11月03日
市场数据

目前股价	19.9
总市值(亿元)	291.99
流通市值(亿元)	248.19
总股本(万股)	146,730
流通股本(万股)	124,720
12个月最高/最低	30.69/14.76

分析师

分析师：赵浩然 S1070515110002

☎ 0755-83511405

✉ zhaohaoran@cgws.com

联系人（研究助理）：谢欣迦

S1070118090028

☎ 0755-83660814

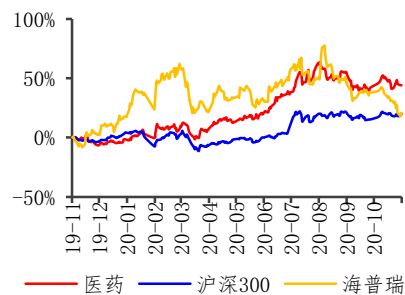
✉ xiexinru@cgws.com

联系人（研究助理）：谭竞杰

S1070118070038

☎ 0755-83516207

✉ tanjingjie@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<依诺肝素钠 FDA 获准，推动全球化布局加速>> 2020-09-22

<<盈利大幅提升，向上趋势不变>>

2020-08-31

<<肝素全产业链优势呈现，创新药预期逐步兑现>> 2020-07-15

制剂全球化布局推进，全产业链价值凸显

——海普瑞（002399）公司三季度报点评
盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4815	4625	5914	6789	7718
(+/-%)	80.3%	-4.0%	27.9%	14.8%	13.7%
净利润(百万元)	591	1059	1072	1322	1589
(+/-%)	350.4%	79.1%	1.2%	23.3%	20.2%
摊薄 EPS	0.40	0.72	0.73	0.90	1.08
PE	49	28	27	22	18

资料来源：长城证券研究所

核心观点
■ 事件：

近日，公司发布 2020 年三季度报：2020 年前三季度公司实现营业收入 35.42 亿元，同比增长 12.85%；归母净利润 7.09 亿元，同比增长 5.56%；扣非后归母净利润 6.06 亿元，同比增长 173.00%。

■ 要点 1：客户采购节奏调整影响当期业绩，长期全产业链竞争优势凸显

2020 年第三季度公司实现营业收入 8.83 亿元，归母净利润 1.28 亿元，扣非归母净利润 1.01 亿元，分别同比减少 12.5%、增长 2.1%、减少 35.0%。

我们认为，三季度肝素 API 价格持续高位运营、客户采购节奏调整等造成原料药业务短期波动明显，叠加外币贬值等因素的影响，一定程度上拖累公司 Q3 业绩，净利润环比出现较大幅度的下滑。

分业务来看，API 业务，前三季度公司原料药业务收入为 17.97 亿元，同比增长 6.0%，毛利率同比提升 8.3 个百分点至 43.6%，伴随海外疫情缓解，客户的需求将会恢复至正常化采购。

制剂业务，公司不断优化销售渠道结构，制剂业务量价齐升，依诺肝素钠制剂业务收入和毛利率进一步增长，报告期内公司制剂业务收入为 9.28 亿元，同比增长 28.7%；毛利率为 45.0%，增长 1.8 个百分点。

CDMO 业务，报告期内实现收入 5.79 亿元，同比增长 16.0%；毛利率提升 1.7 个百分点至 26.5%。

长期来看，公司逐步实现从肝素全产业链的闭环打造，并依托于此，开拓海内外市场，市场份额持续提升，进一步彰显其核心竞争优势，盈利能力有望持续稳步提升，同时伴随制剂业务占比提升，收入结构调整也将会降低原料药波动对其业绩的影响。

■ 要点 2: 成为美国依诺肝素钠制剂供应商, 国内首家通过依诺肝素钠注射液一致性评价药企

公司持续推动制剂全球化布局, 9 月公司发布公告, 宣布美国 FDA 已批准全资孙公司天道医药注册成为美国一家依诺肝素钠制剂上市许可持有人的药品及原料药供应商。

在 10 月, 天道医药收到国家药监局签发的《药品补充申请批准通知书》, 其在国内销售的全部 5 个规格依诺肝素钠注射液通过一致性评价, 成为国内首家申请并通过一致性评价的药企。

依诺肝素是“金标准”抗凝血及抗血栓药物, 2019 年全球销售超 27 亿美元, 公司已合共在 35 个国家获批并在 21 个国家实现销售, 本次获得 FDA 批准, 将有助于公司打开美国市场, 加速国际化布局。同时国内通过一致性评价, 提升公司市场竞争力, 进而提高国内市场份额, 推动制剂业务持续快速增长。

■ 要点 3: CDMO 业务快速发展, 边际效应改善, 创新转型预期明确

公司通过赛湾生物和 SPL 两大平台推进 CDMO 业务, 前三季度实现收入 5.79 亿元, 毛利率 26.5%, CDMO 业务快速发展, 运营能力、客户结构不断优化, 毛利边际效应改善明显。

公司聚焦心血管和肿瘤领域, 拥有多个全球首创的研发管线, 其中用于晚期原发性卵巢癌治疗的 Oregovomab、用于金黄色葡萄球菌肺炎的 AR-301、降低 II 型糖尿病人严重心血管事件发生率等的 RVX-208, 均处于全球 III 期临床研究评估阶段, 未来创新转型预期明显。

■ 投资建议:

公司三季度受原料药客户采购节奏调整及汇率波动的影响, 单季度业绩环比波动明显, 但是长期来看, 公司肝素全产业链竞争优势逐步显现, 获 FDA 批准成为美国依诺肝素钠制剂供应商、国内首家申请并通过依诺肝素钠注射液一致性评价, 均将带动其制剂业务快速放量, 改善利润结构及提升盈利能力, 我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 59.14 亿元、67.89 亿元和 77.18 亿元, 同比增速为 27.9%、14.8%和 13.7%, 归母净利润分别为 10.72 亿元、13.22 亿元和 15.89 亿元, 同比增速为 1.2%、23.3%和 20.2%, 预测 EPS 分别为 0.73/0.90/1.08 元, 对应 11 月 3 日收盘价, PE 分别为 27X、22X、18X, 维持“强烈推荐”评级。

■ 风险提示: 新药研发不及预期、肝素粗品价格波动、海外市场拓展不及预期、制剂销售不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4815	4625	5914	6789	7718	成长性					
营业成本	2892	2899	3611	4018	4404	营业收入增长	80.3%	-4.0%	27.9%	14.8%	13.7%
销售费用	372	411	632	820	952	营业成本增长	42.5%	0.2%	24.5%	11.3%	9.6%
管理费用	295	353	489	551	609	营业利润增长	9455.9%	89.9%	-2.0%	22.6%	21.8%
研发费用	187	149	207	280	340	利润总额增长	15487.8%	87.3%	-2.0%	22.6%	21.8%
财务费用	87	201	190	157	120	净利润增长	350.4%	79.1%	1.2%	23.3%	20.2%
其他收益	34	36	35	35	36	盈利能力					
投资净收益	-219	611	450	530	490	毛利率	39.9%	37.3%	38.9%	40.8%	42.9%
营业利润	692	1315	1288	1580	1925	销售净利率	11.8%	22.6%	17.3%	18.5%	19.8%
营业外收支	10	0	0	0	0	ROE	9.2%	14.0%	12.4%	13.4%	14.3%
利润总额	702	1315	1288	1580	1925	ROIC	11.1%	13.8%	13.7%	15.0%	18.3%
所得税	134	271	266	326	397	营运效率					
少数股东损益	-23	-16	-50	-68	-61	销售费用/营业收入	7.7%	8.9%	10.7%	12.1%	12.3%
净利润	591	1059	1072	1322	1589	管理费用/营业收入	6.1%	7.6%	8.3%	8.1%	7.9%
资产负债表						研发费用/营业收入	3.9%	3.2%	3.5%	4.1%	4.4%
					(百万)	财务费用/营业收入	1.8%	4.3%	3.2%	2.3%	1.6%
流动资产	5599	5996	6079	8150	8419	投资收益/营业利润	-31.6%	46.5%	34.9%	33.6%	25.5%
货币资金	1994	1278	1327	1494	2451	所得税/利润总额	19.1%	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%
应收票据及应收账款合计	1085	1316	1341	2080	1814	应收账款周转率	5.36	3.85	4.45	3.97	3.96
其他应收款	208	376	371	486	488	存货周转率	1.91	1.44	1.50	1.40	1.40
存货	1659	2374	2440	3300	2991	流动资产周转率	0.82	0.80	0.98	0.95	0.93
非流动资产	8003	9247	9306	9648	9739	总资产周转率	0.35	0.32	0.39	0.41	0.43
固定资产	1694	1855	2489	2841	3122	偿债能力					
资产总计	13602	15242	15385	17798	18159	资产负债率	54.7%	51.0%	44.8%	46.1%	39.8%
流动负债	4663	4967	4738	6493	6095	流动比率	1.20	1.21	1.28	1.26	1.38
短期借款	1981	2927	2000	2181	2000	速动比率	0.78	0.62	0.66	0.64	0.80
应付款项	205	229	253	365	515	每股指标 (元)					
非流动负债	2773	2804	2157	1721	1141	EPS	0.40	0.72	0.73	0.90	1.08
长期借款	2449	2355	1799	1337	744	每股净资产	4.08	5.01	5.59	6.38	7.33
负债合计	7436	7771	6896	8214	7236	每股经营现金流	1.60	-1.12	1.42	0.58	1.33
股东权益	6167	7471	8269	9364	10702	每股经营现金/EPS	3.96	-1.55	1.94	0.64	1.23
股本	1247	1247	1467	1467	1467	估值					
留存收益	2394	3411	4144	5102	6258	PE	49.37	27.56	27.23	22.09	18.38
少数股东权益	177	124	74	7	-54	PEG	5581.41	0.70	0.26	0.73	1.36
负债和权益总计	13602	15242	15385	17798	18159	PB	4.87	3.97	3.56	3.12	2.71
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	28.80	18.82	19.03	15.73	12.53
经营活动现金流	636	-228	2079	846	1959	EV/SALES	6.66	7.43	5.45	4.67	3.88
其中营运资本减少	1303	-2514	1196	-333	471	EV/IC	2.91	2.49	2.56	2.35	2.12
投资活动现金流	1836	2	191	-85	82	ROIC/WACC	1.32	1.64	1.63	1.73	2.01
其中资本支出	535	362	717	203	152	REP	2.20	1.52	1.57	1.36	1.05
融资活动现金流	-1696	-234	-2221	-776	-903						
净现金总变化	796	-450	50	-14	1138						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>