

海正药业 (600267)

化学制药/医药生物

发布时间: 2019-04-25

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 首次覆盖

## 多因素拖累 2018 年业绩，研发创新助力长期成长

### 事件:

**海正药业发布 2018 年年报:** 实现营业收入 101.87 亿元, 同比下降 3.63%; 归母净利润-4.92 亿元, 同比下降 3730.15%; 扣非后归母净利润-6.12 亿元, 同比下降 332.50%; 基本每股收益-0.51 元。

**海正药业发布 2019 年一季报:** 实现营业收入 27.98 亿元, 同比增长 -0.86%; 归母净利润 0.32 亿元, 同比增长 194.06%; 扣非后归母净利润 0.25 亿元, 同比扭亏为盈; 基本每股收益 0.033 元。

### 点评:

**开发支出费用化、计提资产减值准备等拖累 2018 年业绩。** 2018 年公司收入端同比小幅下降, 主要因两票制推广, 瀚晖制药代理辉瑞产品业务模式转变导致收入减少, 加之省医药公司分销与原料药业务下降所致。利润端大幅亏损主要因为: 1、部分研发资本化项目确认中止或暂停开发, 费用化确认影响利润 1.37 亿元; 2、计提在建工程和商誉减值准备 0.69 亿元; 3、销售费用、管理费用和财务费用增长较快, 其中销售费用同比增长 57.22%, 主要因两票制推行, 公司加大市场推广力度所致; 4、2018 年第四季度无辉瑞产品补偿款收入, 减少收益 1.01 亿元。

**瀚晖制药业绩快速增长, 生物药安佰诺大幅放量。** 分业务版块来看, 公司瀚晖制药和生物药两个板块均实现较快增长, 原料药板块和以省医药公司为平台的医药商业板块业绩出现一定下滑。2018 年瀚晖制药实现归母净利润 5.29 亿元, 实现大幅增长, 其中特治星回归贡献较多业绩增量。高瓴资本进入后, 对瀚晖制药重新定位, 充分利用其完善的销售网络和学术推广体系, 引入诺华制药的马来酸茚达特罗吸入粉雾剂等 3 个 COPD 以及复旦张江的盐酸多柔比星脂质体注射液等优势

### 股票数据 2019/4/23 星期二

6 个月目标价 (元)	15.00
收盘价 (元)	11.54
12 个月股价区间 (元)	7.71 ~ 17.75
总市值 (百万元)	11,142
总股本 (百万股)	966
A 股 (百万股)	966
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	11

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	2%	41%	-23%
相对收益	-3%	13%	-30%

### 相关报告

《2019 年医药行业投资策略: 创新驱动, 引领药企成长》-20181129

### 证券分析师: 刘舒畅

执业证书编号: S0550516120002  
021-20361126 liusc@nesc.cn

### 研究助理: 马云涛

执业证书编号: S0550118080085  
021-20361120 mayt@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,572	10,187	11,571	13,057	14,659
(+/-)%	8.61%	-3.63%	13.58%	12.84%	12.27%
归属母公司净利润	14	-492	98	198	309
(+/-)%	114.37%	-3730.15%	119.98%	100.75%	56.32%
每股收益 (元)	0.01	-0.51	0.10	0.20	0.32
市盈率	1077.54	—	112.43	56.01	35.83
市净率	2.17	1.31	1.76	1.71	1.63
净资产收益率 (%)	0.20%	-7.96%	1.57%	3.05%	4.55%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	966	966	966	966	966

品种，打造 CSO 平台，瀚晖制药有望进入新一轮成长。生物药板块中，已经上市的安佰诺大线生产获批后，产能瓶颈解除，全年实现销售 33.4 万支，是公司核心业绩增长点。目前公司已经成立海正博锐生物制药，整合了生物药板块的研发、生产和销售，预计安佰诺的放量以及在研品种的逐步上市将有力推动公司业绩增长。

**研发创新进入收获阶段，生物药和创新药齐头并进。**2018 年公司研发投入 10.34 亿元，同比增长 22.47%，占营业收入比重达到 10.15%，其中费用化 5.03 亿元。公司打造了以海正生物和海晟制药为基础的生物药研发平台，和以杭州海正、导明医药等为基础的创新药和化学仿制药研发平台。生物药方面，安佰诺已经上市销售，第二个生物类似药阿达木单抗已经进入优先审评，英夫利昔单抗、门冬胰岛素等 5 个产品处于临床 III 期；创新药方面，海泽麦布已经进入优先审评，有望成为 10 亿大品种，还有多个产品处于二期和一期临床；仿制药方面，瑞舒伐他汀钙片和硫酸氨基葡萄糖胶囊已经通过一致性评价，注射用米卡芬净钠实现首仿，阿卡波糖片和紫杉醇（白蛋白结合型）等大品种处于审评审批阶段，仿制药研发管线日益丰富。完善的研发体系和强大的研发团队为公司的长期发展奠定坚实基础。

**首次覆盖，给予“买入”评级。**公司是国内领先的全产业链综合性医药健康企业集团，新管理层上任后，管理和销售有望逐步改善，公司归核化聚焦逐步加速，创新研发进入收获阶段，长期发展值得期待。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.10、0.20 和 0.32 元，对应 PE 分别为 112、56 和 36 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**研发进度不及预期风险，产品降价风险

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,895	2,000	2,200	2,400	净利润	-237	123	247	386
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	164	-95	0	0
应收款项	1,617	1,744	1,967	2,209	折旧及摊销	747	776	779	783
存货	2,015	2,466	2,703	2,961	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	561	627	659	693	财务费用	423	464	467	464
<b>流动资产合计</b>	<b>6,088</b>	<b>6,837</b>	<b>7,529</b>	<b>8,263</b>	投资损失	-53	-60	-70	-80
可供出售金融资产	20	20	20	20	运营资本变动	418	-174	-157	-169
长期投资净额	332	332	332	332	其他	-17	-5	-5	-5
固定资产	7,703	7,010	6,317	5,623	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>1,446</b>	<b>1,028</b>	<b>1,262</b>	<b>1,380</b>
无形资产	1,047	1,015	979	939	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-1,382</b>	<b>-637</b>	<b>-575</b>	<b>-565</b>
商誉	26	26	26	26	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-721</b>	<b>-286</b>	<b>-487</b>	<b>-615</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>15,766</b>	<b>15,692</b>	<b>15,563</b>	<b>15,430</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>-804</b>	<b>591</b>	<b>727</b>	<b>872</b>
<b>资产总计</b>	<b>21,854</b>	<b>22,529</b>	<b>23,092</b>	<b>23,693</b>					
短期借款	5,683	5,810	5,741	5,540	财务与估值指标				
应付款项	1,493	1,584	1,736	1,902		2018A	2019E	2020E	2021E
预收款项	226	255	287	322	<b>每股指标</b>				
一年内到期的非流动负债	897	897	897	897	每股收益 (元)	-0.51	0.10	0.20	0.32
<b>流动负债合计</b>	<b>9,557</b>	<b>10,058</b>	<b>10,324</b>	<b>10,489</b>	每股净资产 (元)	6.40	6.51	6.71	7.03
长期借款	2,518	2,518	2,518	2,518	每股经营性现金流量 (元)	1.50	1.07	1.31	1.43
其他长期负债	2,400	2,450	2,500	2,550	<b>成长性指标</b>				
<b>长期负债合计</b>	<b>4,918</b>	<b>4,968</b>	<b>5,018</b>	<b>5,068</b>	营业收入增长率	-3.63%	13.58%	12.84%	12.27%
<b>负债合计</b>	<b>14,475</b>	<b>15,027</b>	<b>15,342</b>	<b>15,558</b>	净利润增长率	-3730.15 <sub>oc</sub>	119.98%	100.75%	56.32%
归属于母公司股东权益合计	6,183	6,282	6,480	6,789	<b>盈利能力指标</b>				
少数股东权益	1,195	1,220	1,269	1,346	毛利率	41.78%	37.77%	39.56%	41.02%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21,854</b>	<b>22,529</b>	<b>23,092</b>	<b>23,693</b>	净利率	-4.83%	0.85%	1.51%	2.11%
					<b>运营效率指标</b>				
					应收账款周转率 (次)	55.23	55.00	55.00	55.00
					存货周转率 (次)	125.04	125.00	125.00	125.00
					<b>偿债能力指标</b>				
					资产负债率	66.24%	66.70%	66.44%	65.66%
					流动比率	0.64	0.68	0.73	0.79
					速动比率	0.41	0.42	0.45	0.48
					<b>费用率指标</b>				
					销售费用率	24.67%	22.50%	22.50%	22.80%
					管理费用率	7.16%	7.10%	7.10%	7.50%
					财务费用率	3.99%	4.01%	3.58%	3.17%
					<b>分红指标</b>				
					分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>估值指标</b>				
					P/E (倍)	—	112.43	56.01	35.83
					P/B (倍)	1.31	1.76	1.71	1.63
					P/S (倍)	1.09	0.96	0.85	0.75
					净资产收益率	-7.96%	1.57%	3.05%	4.55%

资料来源：东北证券

**分析师简介:**

**刘舒畅**，上海交通大学生物化学硕士，现任东北证券医药生物行业首席分析师，长期从事医药生物行业研究。

**马云涛**，上海交通大学生物医学工程硕士，2017年3月加入东北证券研究咨询分公司，覆盖医药流通、化学药领域。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qjian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn