

## 肝素制剂稳健增长，整体业绩符合预期

### 投资要点

- **事件:** 1) 公司发布2021年年报, 全年收入63.7亿元(+19.4%), 归母净利润2.4亿元(-76.5%), 归母扣非净利润0.9亿元(-84.8%)。2) 公司发布2022年一季报, 2022Q1收入19.1亿元(+50.7%), 归母净利润2.4亿元(+63.7%); 归母扣非净利润1.7亿元(+44.8%), 业绩整体符合预期。
- **营业收入增长稳健, 投资收益与公允价值变动影响利润增速。** 2021年公司营收稳健增长, 利润端波动主要由投资收益与公允价值变动所致。**分季度看, 21Q1/Q2/Q3/Q4 收入 12.7/18.5/15.2/17.3 亿元** (-9.6%/+46.8%/+71.8%/-3.1%), 得益于依诺肝素制剂及API销售发力、CDMO业务稳定增长; **归母净利润 1.4/2/1.2/-2.2 亿元** (-43.8%/-40.2%/-3.3%/-169.9%), 利润端波动主要由公司投资收益、所持Kymab股权公允价值变动、投资项目资产减值所致, 剔除投资项目2021年归母净利润5.6亿元(-9.5%), 同比高基数下仍有下滑。2022Q1营收19.1亿元(+50.7%), 增长势头强劲; 归母净利润2.4亿元(+64.9%), 利润端反弹明显。**盈利能力:** 2021、2022Q1毛利率分别为31.9%(-7.2ppt)、30.3%(-2.6ppt), 毛利率下行主要由肝素粗品原材料价格上涨、采购价传导销售成本核算滞后等所致;**费用率:** 2021年公司管理费率/销售费率/研发费率/财务费率分别为6.6%/6.8%/3.5%/5.8%, 同比-1.1ppt/-0.9ppt/+0.5ppt/-3.4ppt, 销售、管理费率较为稳定, 财务费率变动主要为利息支出及汇兑损益所致。
- **肝素制剂业务增长强劲, 依诺API有望成为新增长点。** 2021年公司肝素产业链收入53.6亿元(+26.89%), 其中制剂业务收入26.4亿元(+73.2%), 全球销量逾1.8亿支(+72.6%)。**海外:** 2021年依诺肝素钠制剂欧洲、美国销量分别超1.3亿支(+49.26%)、1300万支; 非欧美海外市场销量同比增长超300%; **国内:** 依诺肝素钠制剂陆续中标山东、广西等省级集采, 中国市场销量同比增长16.2%。肝素API受原材料价格及疫情影响短期承压, 2021年公司依诺API收入同比增长48.8%, 销量同比增长31.2%, 有望成为新增长点。
- **CDMO业务稳中有升, 多项首创新药进展顺利。** 2021年公司CDMO收入8.1亿元, 其中子公司赛湾生物收入6.9亿元(+17.3%), 在手订单超1亿美元, 利于公司大分子CDMO业务拓展及资源整合。公司首创新药管线逐步完善, 持有20余个First-in-class新药权益, 覆盖适应症超30种。小分子药RVX-208(Apabetalone)关键III期临床2020年6月获FDA批准, 未来或将提交NDA上市申请; 鼠源单抗Oregovomab于2021年底在中国完成第二次pre-IND申请;  $\alpha$ -毒素全人源单抗AR-301(Salvecin)获批FDA快速通道及EMA孤儿药资格, III期临床中国首例患者入组; 新型肝素衍生物H1710处于IND申报阶段。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年归母净利润分别为5.4亿元、5.8亿元、7.2亿元, 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。

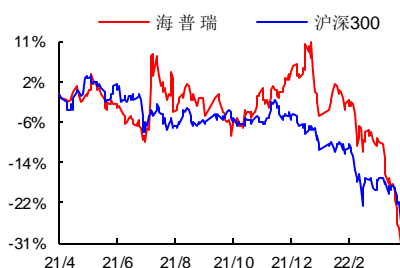
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6365.18	8115.43	11072.02	15994.11
增长率	19.38%	27.50%	36.43%	44.46%
归属母公司净利润(百万元)	240.79	537.26	577.61	715.79
增长率	-76.49%	123.13%	7.51%	23.92%
每股收益EPS(元)	0.72	0.69	0.83	1.05
净资产收益率ROE	2.03%	4.29%	4.47%	5.29%
PE	32	33	26	22
PB	4.55	4.01	3.55	3.13

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)	11.26-17.95
总市值(亿元)	172.55
总资产(亿元)	191.08
每股净资产(元)	7.78

### 相关研究

1. 海普瑞(002399): 业绩整体符合预期, 期待原料药业务拐点 (2021-05-13)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6365.18	8115.43	11072.02	15994.11	净利润	233.38	523.09	564.78	700.05
营业成本	4332.14	5509.59	7403.42	10489.45	折旧与摊销	274.55	270.16	270.16	270.16
营业税金及附加	20.96	31.04	40.38	59.28	财务费用	367.89	754.20	1029.37	1451.97
销售费用	430.49	548.87	775.04	1151.58	资产减值损失	-258.01	-39.49	-56.62	-91.60
管理费用	420.19	892.70	1217.92	1759.35	经营营运资本变动	-971.47	-2434.50	-2628.77	-4441.65
财务费用	367.89	754.20	1029.37	1451.97	其他	347.03	-450.52	-323.38	-86.73
资产减值损失	-258.01	-39.49	-56.62	-91.60	<b>经营活动现金流净额</b>	-6.63	-1377.06	-1144.45	-2197.80
投资收益	-67.61	450.00	350.00	150.00	资本支出	129.82	-80.00	-84.00	-88.20
公允价值变动损益	63.88	30.00	30.00	30.00	其他	590.11	480.00	380.00	180.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	719.93	400.00	296.00	91.80
<b>营业利润</b>	227.47	614.48	654.98	794.29	短期借款	26.52	2500.07	2872.26	5150.12
其他非经营损益	-5.21	-3.28	-3.73	-3.83	长期借款	-145.59	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	222.26	611.20	651.25	790.46	股权融资	-91.83	0.00	0.00	0.00
所得税	-11.12	88.12	86.47	90.41	支付股利	-220.09	-48.16	-107.45	-115.52
净利润	233.38	523.09	564.78	700.05	其他	-70.09	-1984.48	-1029.37	-1451.97
少数股东损益	-7.40	-14.17	-12.83	-15.74	<b>筹资活动现金流净额</b>	-501.08	467.43	1735.43	3582.63
归属母公司股东净利润	240.79	537.26	577.61	715.79	<b>现金流量净额</b>	149.39	-509.63	886.98	1476.63
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2944.26	2434.63	3321.61	4798.23	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1970.50	2961.48	3888.25	5560.15	销售收入增长率	19.38%	27.50%	36.43%	44.46%
存货	4707.55	6032.09	8146.41	11590.06	营业利润增长率	-82.90%	170.13%	6.59%	21.27%
其他流动资产	1147.35	1173.93	1244.17	1361.09	净利润增长率	-77.16%	124.13%	7.97%	23.95%
长期股权投资	1146.46	1146.46	1146.46	1146.46	EBITDA 增长率	-58.48%	88.39%	19.26%	28.75%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2411.00	2258.40	2108.29	1960.80	毛利率	31.94%	32.11%	33.13%	34.42%
无形资产和开发支出	2738.87	2713.01	2688.65	2665.87	三费率	19.14%	27.06%	27.30%	27.28%
其他非流动资产	2042.18	2030.49	2018.80	2007.11	净利率	3.67%	6.45%	5.10%	4.38%
<b>资产总计</b>	19108.18	20750.50	24562.64	31089.78	ROE	2.03%	4.29%	4.47%	5.29%
短期借款	1886.28	4386.35	7258.61	12408.73	ROA	1.22%	2.52%	2.30%	2.25%
应付和预收款项	700.77	871.55	1176.19	1678.75	ROIC	5.48%	8.75%	8.88%	9.48%
长期借款	1388.04	1388.04	1388.04	1388.04	EBITDA/销售收入	13.67%	20.19%	17.65%	15.73%
其他负债	3609.77	1922.96	2100.88	2390.80	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	7584.86	8568.90	11923.72	17866.32	总资产周转率	0.33	0.41	0.49	0.57
股本	1467.30	1467.30	1467.30	1467.30	固定资产周转率	3.09	4.31	6.58	10.81
资本公积	5943.65	5943.65	5943.65	5943.65	应收账款周转率	4.03	4.39	4.33	4.49
留存收益	4183.76	4672.86	5143.02	5743.29	存货周转率	1.07	1.00	1.03	1.05
归属母公司股东权益	11411.35	12083.81	12553.97	13154.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.01%	—	—	—
少数股东权益	111.96	97.79	84.96	69.21	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	11523.32	12181.60	12638.93	13223.45	资产负债率	39.69%	41.29%	48.54%	57.47%
负债和股东权益合计	19108.18	20750.50	24562.64	31089.78	带息债务/总负债	54.54%	77.45%	79.75%	82.05%
					流动比率	2.25	2.18	1.82	1.55
					速动比率	1.27	1.14	0.93	0.78
					股利支付率	91.41%	8.96%	18.60%	16.14%
					<b>每股指标</b>				
					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	2021A	2022E	2023E	2024E					
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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn