

# 海普瑞 (002399) \ 医药生物

## 成本改善、出口放量驱动业绩增长

### 投资要点:

#### 出口型肝素API和制剂龙头，业务拓展至CDMO和创新药

海普瑞为全球最大的肝素API供应商和前三大的依诺肝素制剂企业，目前已形成肝素原料药/制剂全球化销售为主，生物大分子CDMO为辅的多元化业务体系。公司2022H1实现收入37.6亿，肝素原料药/肝素制剂/CDMO业务收入占比分别为43%/43%/13%，未来23年3个创新药有望商业化。

#### 肝素制剂随手术量增长，上游产业集中于中国

肝素用于术中和术后的抗凝血、血栓治疗，随透析和相关手术量增长，其原料主要通过猪小肠提取，中国生猪养殖量大，国内前四大肝素原料药供应企业约占全球70%份额。根据弗若斯特沙利文数据，2021年全球肝素原料药市场规模为26亿美元，2021-2025年CAGR达6.2%。海普瑞是全球最大的肝素原料药企业，2018年约占全球供应的40%。2021年下游肝素制剂全球规模为51亿美元，2021-2025年CAGR达8.1%。主要品种依诺肝素50%市场份额仍为原研赛诺菲占据，仍有较大替代空间。

#### 原材料成本下降提升毛利，制剂出口战略持续兑现

公司21Q3-22Q2原料药毛利率分别为24.7%/29.1%/27.7%/32.4%，生猪出栏数量改善带动肝素上游采购价格下行，逐步传导至原料药、制剂。公司低分子肝素制剂销售中美欧市场持续推进，2021年欧洲市场销量市占率预计已达26%，逐步替代原研赛诺菲，有望3-5年达到40%-50%；美国市场和第二大仿制药企Sandoz合作，预计22年实现翻倍增长；国内市场市占率仅8%，有望借助后续的集采迅速提升份额。未来有望实现销量、毛利双提升。

#### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年收入分别为77.62/90.17/106.50亿，对应增速分别为21.95%/16.16%/18.12%，归母净利润分别为10.88/13.49/17.01亿，对应增速分别为351.68%/24.02%/26.08%，3年CAGR为91.86%，EPS分别为0.74/0.92/1.16元。DCF绝对估值法测得公司每股价值19.92元，相对估值法下按照分部估值，参考化药可比公司平均19倍PE、CDMO可比公司平均44倍PE，测得每股价值为20.68元。综合以上估值方法，给予2023年目标价19.92元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**原材料涨价风险；制剂产品跌价风险；CDMO订单不及预期；创新药开发不及预期；依诺肝素钠集采情况不及预期

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,332	6,365	7,762	9,017	10,650
增长率(%)	15.30%	19.38%	21.95%	16.16%	18.12%
EBITDA(百万元)	2,093	865	1,715	2,044	2,430
归母净利润(百万元)	1,024	241	1,088	1,349	1,701
增长率(%)	-3.32%	-76.49%	351.68%	24.02%	26.08%
EPS(元/股)	0.70	0.16	0.74	0.92	1.16
市盈率(P/E)	21	89	20	16	13
市净率(P/B)	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.2	29.3	12.8	10.3	8.5

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2022年10月10日收盘价

投资评级:

行业: 化学制药

投资建议: 买入/ (首次评级)

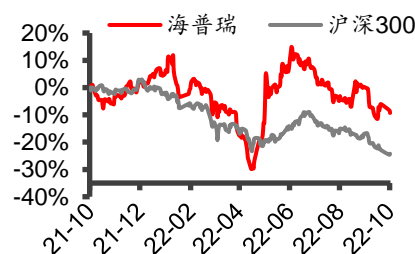
当前价格: 14.68元

目标价格: 19.92元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,467/1,467
流通A股市值(百万元)	18,306
每股净资产(元)	8.20
资产负债率(%)	43.14
一年内最高/最低(元)	18.89/10.81

### 股价相对走势



分析师: 夏禹

执业证书编号: S0590518070004

电话: 0510-82832787

邮箱: yuxia@glsc.com.cn

分析师: 郑薇

执业证书编号: S0590521070002

电话: 0510-82832787

邮箱: zhengwei@glsc.com.cn

### 相关报告

## 投资聚焦

### 核心逻辑

短期来看，由于生猪供应相对充裕，肝素上游原材料的价格下行，带动肝素原料药和制剂成本下降；公司低分子肝素制剂，欧洲市场依靠院内市场提升知名度，依靠院外市场增厚利润，销售已过亿支，有望抢占原研赛诺菲的份额；美国市场和 Sandoz 合作，依诺肝素制剂有望快速达峰；国内市场有望借助集采弯道超车，快速上量。

长期来看，公司一是培育了欧洲的制剂销售网络，未来或可搭载其他产品的欧洲市场推广；二是美国 CDMO 业务经过 8 年的培育，21 年收入体量已达 8 亿，在后续扩产后有望成为新的驱动力；三是通过投资海外企业股权、引进大中华区销售权益的方式做创新药开发，预计最早 2024-2025 年可以有首个创新药获批。

### 不同于市场的观点

肝素从猪小肠中提取分离，中美贸易摩擦背景下，受限于饮食习惯、生猪养殖和屠宰量，海外企业几乎无法完成肝素原料药产业链转移，肝素产业免疫中美贸易摩擦。

中国制剂出口迎来利好。俄乌冲突、全球新冠疫情的背景下，全球面临能源成本、运输、原材料供应时间延长的问题。更短的跨国商业流程预计受冲击更小。中国作为化学原料药出口大国，海外如欧洲和印度多采购中国的化学原料药再生产制剂。对于制剂生产国非使用国的地区而言，由中国直接生产制剂出口，会比制剂跨国生产再跨国运输，面临更小的运输、API 供应问题。中国制剂出口阶段性利好。对于美国市场，注射剂时常短缺的背景下，注射剂相比口服制剂出口，优势更加显著。

### 核心假设

1、肝素 API: 2021 年以及 2022 年上半年生猪出栏数量相比 2019 年大幅回升，以及从猪小肠中提取肝素的效率提升，肝素上游原材料短缺问题缓解，我们预计肝素 API 2022 年-2024 年毛利率分别为 32.35%、33.19%、33.19%；收入增速分别为 17.00%、11.15%、11.64%。

2、低分子肝素制剂：预计 22-24 年欧洲市场销售增速分别为 25.21%/25.31%/25.42%；美国市场借助山德士有望较快达峰，预计 2022-24 年销售额增速达到 100%/30%/18%。中国市场依诺肝素钠可能通过集采放量，预计 2022-24 年收入增速 15%/5.44%/50%。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2022-24 年收入分别为 77.62/90.17/106.50 亿，对应增速分别为 21.95%/16.16%/18.12%，归母净利分别为 10.88/13.49/17.01 亿，对应增速分别为 351.68%/24.02%/26.08%，3 年 CAGR 为 91.86%，EPS 分别为 0.74/0.92/1.16 元。DCF 绝对估值法测得公司每股价值 19.92 元，相对估值法下按照分部估值，参考化药可比公司平均 19 倍 PE、CDMO 可比公司平均 44 倍 PE，测得每股价值 20.68 元。综合以上估值方法，给予 2023 年目标价 19.92 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

正文目录

1.	以肝素 API 为基础，拓展制剂、CDMO、创新药 .....	5
1.1	业务涵盖肝素全产业、大分子生物药 CDMO 和创新药 .....	6
1.2	历史业绩：受肝素成本、创新药投资扰动，业绩波动 .....	7
2.	肝素产业：成本下行，需求增长 .....	8
2.1	依诺肝素为肝素制剂主要品种，替代空间大 .....	9
2.2	肝素原料药主要供应来自中国，海普瑞为行业龙头 .....	11
2.3	原材料价格下行，带动产业毛利率回升 .....	14
3.	肝素业务迎来多重改善，CDMO 和创新药成为新驱动力 .....	15
3.1	肝素产业：依诺肝素钠中美欧齐上量，原料药毛利提升 .....	15
3.2	生物药 CDMO：8 年经验积累，将会成为公司新的增长驱动力 .....	19
3.3	创新药：通过参股创新药企，引入区域权益 .....	20
4.	盈利预测、估值和投资建议 .....	25
5.	风险提示 .....	28

图表目录

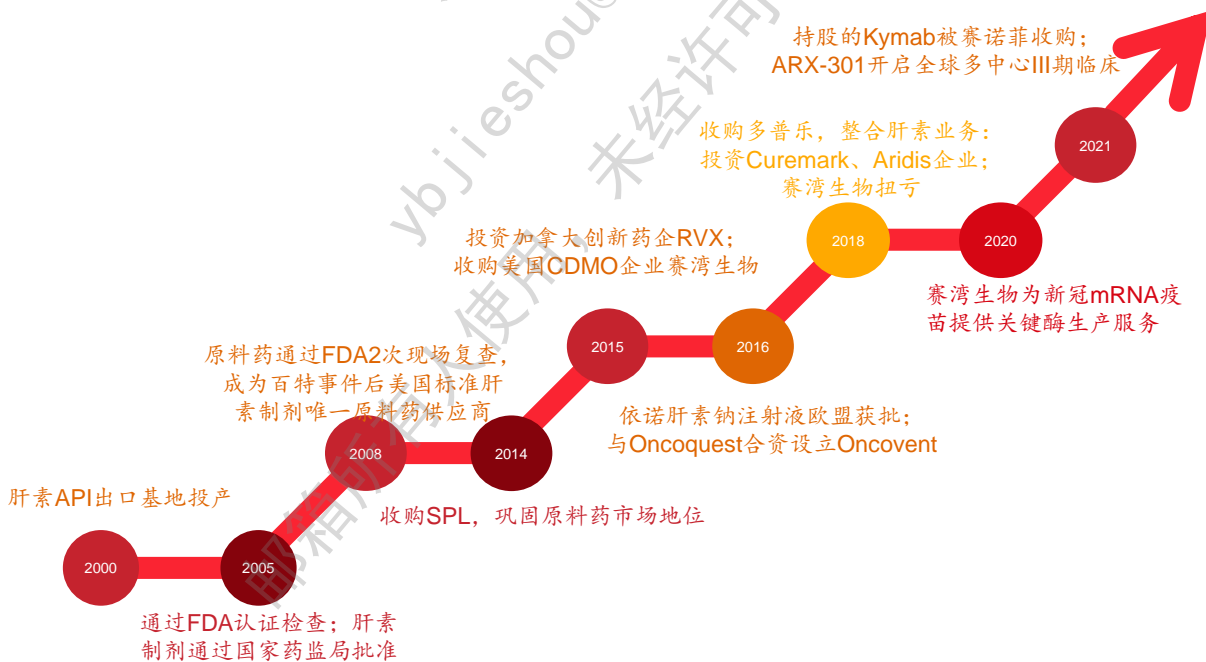
图表 1：海普瑞发展历程 .....	5
图表 2：海普瑞实际控制人为李铨李坦夫妻 .....	6
图表 3：海普瑞主营业务构成 .....	6
图表 4：海普瑞各项业务毛利率 .....	6
图表 5：海普瑞历史收入（百万元） .....	7
图表 6：海普瑞利润（百万元） .....	7
图表 7：历年归母净利润和非经常性损益变动主要原因 .....	7
图表 8：肝素的用途 .....	8
图表 9：标准肝素制剂和低分子肝素制剂介绍 .....	8
图表 10：肝素制剂市场（单位：百万美元） .....	9
图表 11：各个市场 2020 年各种低分子肝素制剂的销售额（单位：百万欧元） .....	10
图表 12：依诺肝素制剂各企业市场份额（2019） .....	10
图表 13：欧洲市场为全球主要的依诺肝素制剂市场 .....	11
图表 14：赛诺菲依诺肝素钠注射液分地区销售额（百万欧元） .....	11
图表 15：肝素产业链介绍 .....	12
图表 16：出厂口径全球原料药肝素 API 收入 .....	12
图表 17：我国猪肉产量占全球总产量比例（2017-2021） .....	13
图表 18：国内前五大肝素 API 企业销量（亿单位） .....	13
图表 19：国内前五大肝素 API 企业销售额（亿） .....	13
图表 20：生猪出栏数（亿头） .....	14
图表 21：21 年海普瑞原材料采购平均价格下降 .....	14
图表 22：海普瑞原料药分季度毛利率变化 .....	15
图表 23：以销量计海普瑞在欧洲部分国家的市场份额 .....	15
图表 24：依诺肝素制剂欧洲市场主要企业销售额（单位：百万欧元） .....	16
图表 25：美国仿制药销售的市场份额排名 .....	17

图表 26: 国内各类肝素制剂 PDB 样本医院数据销售额 (百万元)	17
图表 27: 依诺肝素制剂国内 PDB 样本医院销售额 (百万元)	18
图表 28: 2021 年海普瑞国内市场依诺肝素制剂份额	18
图表 29: 国内市场海普瑞依诺肝素制剂销量	18
图表 30: 原材料成本占原料药收入以及制剂收入的比例	19
图表 31: 肝素粗品价格下行带动企业原料药业务毛利率回升	19
图表 32: 海普瑞下属 CDMO 企业和能提供的服务	19
图表 33: 海普瑞 CDMO 业务持续增长	20
图表 34: 海普瑞参股的创新药企业	20
图表 35: 卵巢癌开发以 PARP 原理为主	21
图表 36: Oregovomab 使得患者在 PFS 指标获益	22
图表 37: 中国由金黄色葡萄球菌导致的 VAP 和 HAP 新发病例	23
图表 38: 不同浓度 AR-301 降低了呼吸机通气时间	23
图表 39: 细菌根除比例有差异但统计不显著	23
图表 40: Apabetalone 通过结合 BET 蛋白影响转录	24
图表 41: Apabetalone 对肾功能损伤的亚组效果好	24
图表 42: Apabetalone 和新一代降糖药协同潜力	24
图表 43: 海普瑞收入分拆和盈利预测	25
图表 44: 可比公司估值	26
图表 45: 绝对估值法主要参数	27
图表 46: FCFF 测算结果 (单位: 百万元)	27
图表 47: FCFF 模型敏感性测试 (股价: 元)	27

## 1. 以肝素 API 为基础，拓展制剂、CDMO、创新药

海普瑞成立于 1998 年，公司为全球最大的肝素原料药厂家，通过产业纵向和横向拓展，近 5 年已成为覆盖肝素原料药和下游制剂、大分子生物药 CDMO、创新药的领先跨国制药企业。公司 2010 年于深交所成功上市，2020 年于港交所主板上市，为 A+H 上市的制药企业。公司最初业务为肝素原料药，2000 年肝素 API 出口基地投产，2015 年开始，通过收购多普乐，肝素产业链由原料药拓展至下游低分子肝素制剂；并通过收购和合作，业务延伸至生物药 CDMO、创新药等高成长赛道。

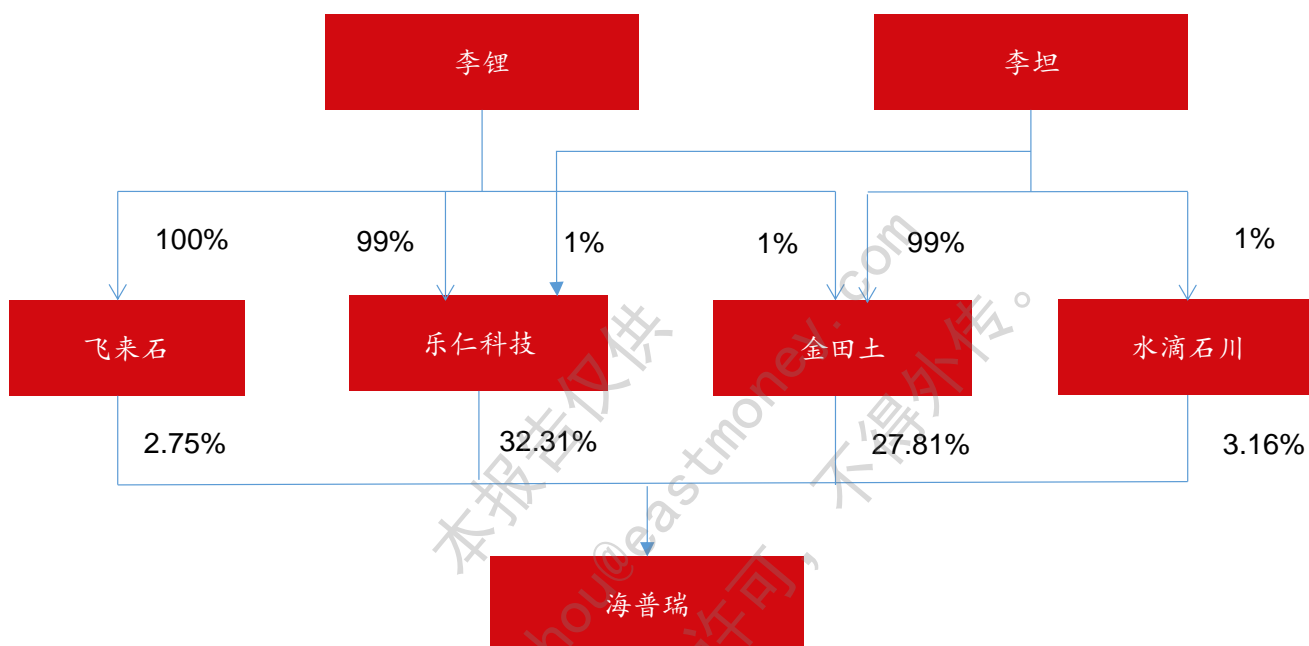
图表 1：海普瑞发展历程



来源：海普瑞网页整理，国联证券研究所

**公司控制权集中。**实际控制人为李锂、李坦夫妇，截至 2022 年 6 月 30 日，两人通过乌鲁木齐飞来石投资有限公司、深圳市乐仁科技有限公司、乌鲁木齐金田土股权投资合伙企业、乌鲁木齐水滴石穿股权投资合伙企业，合计间接持有海普瑞 62.9% 的股权。

图表 2：海普瑞股权结构

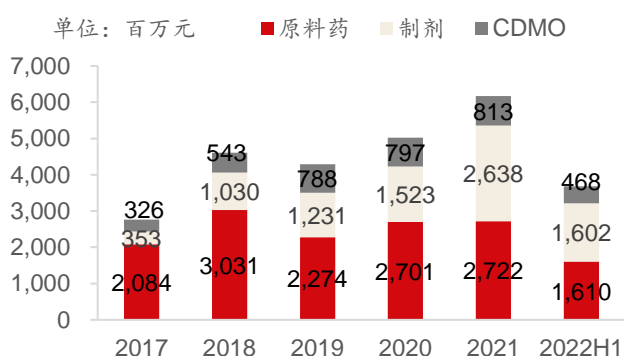


来源：海普瑞 2022 年跟踪评级报告，国联证券研究所（注：截至 2022 年 6 月底）

### 1.1 业务涵盖肝素全产业链、大分子生物药 CDMO 和创新药

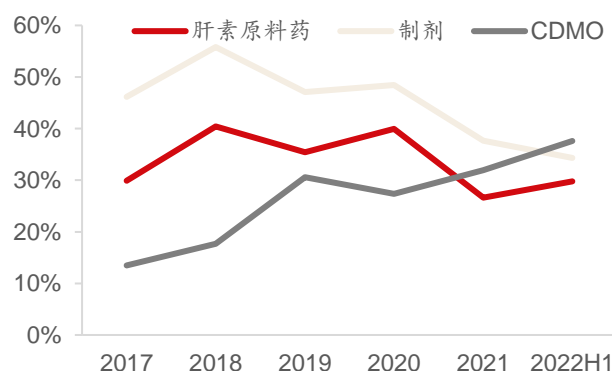
海普瑞主营业务涵盖肝素原料药、肝素制剂、CDMO 和创新药开发。肝素原料药为海普瑞传统主营，2017-2021 年肝素原料药业务贡献收入均在 20 亿以上，随着其他业务的发展，收入占比降低至 42%。制剂业务在收购多普乐后得到加强（多普乐 19 年收入 16 亿），制剂收入从 2017 年 3.5 亿增长至 2021 年 26 亿的规模，和原料药收入体量相当。CDMO 为公司 2014-2015 年战略布局的业务，21 年收入规模达到 8 亿元。创新药业务尚未实现盈利。

图表 3：海普瑞主营业务构成



来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：海普瑞各项业务毛利率



来源：Wind，国联证券研究所

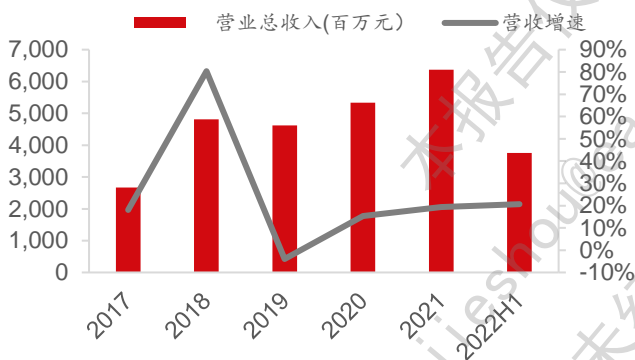
2017-2021 年公司肝素原料药业务毛利率在 29%-40% 范围波动，制剂业务毛利率在 37%-56% 的范围波动，主要是由于上游原材料采购成本波动、与客户的定价调整，以及制剂销售国家不同、渠道不同导致平均价格不同所致；CDMO 业务毛利率

则从 2017 年的 13% 逐步增长至 2021 年的 32%，一是由于订单价格提升，二是由于规模化生产后工艺改进，效率提升。

## 1.2 历史业绩：受肝素成本、创新药投资扰动，业绩波动

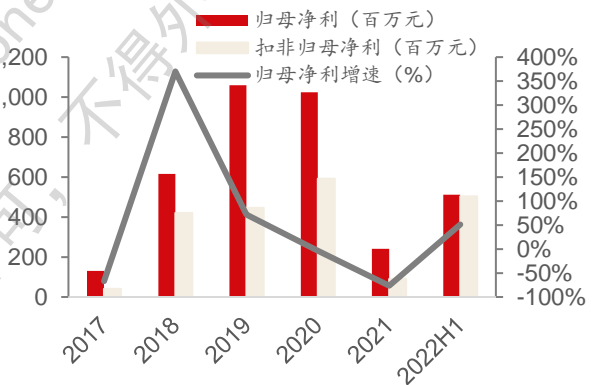
海普瑞 2021 年实现收入 63.65 亿，2017-2021 年收入复合增速为 22.99%；2021 年实现归母净利 2.41 亿，2017-2021 年复合增速为 16.46%，扣非归母净利 0.90 亿，2017-2021 年复合增速为 3.39%。

图表 5：海普瑞历史收入情况（百万元）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：海普瑞利润情况（百万元）



来源：Wind，国联证券研究所

2018 年利润增长主要是由于肝素产业量价齐升以及多普乐并表；2019 年利润增长主要是由于君圣泰持股比例下降，核算方法变更，确认一次性投资收益多，叠加制剂出口企业多普乐全年并表。2020 年扣非利润增长主要是 2019 年 Q3 调整肝素原料药价格后，2020 年肝素原料药收入增加。2021 年利润下滑，主要是由于肝素粗品采购成本上升/长期股权投资减值/研发企业亏损/汇兑损失等多重影响。剔除对外投资相关项目、以及税后结构性汇兑损益后，2021 年归母净利 5.57 亿，同比下降约 9.5%。

图表 7：历年归母利润和非经常性损益变动主要原因

	扣非净利变动正面因素	扣非净利变动负面因素	非经常性损益
2018	主业：肝素粗品价格上涨，肝素原料药量价齐升（销量+25%，毛利+6 个百分点）；多普乐并表（半年度，增加 4 亿收入，5 千万利润）；	投资收益亏损	
2019	多普乐全年并表（收入 16 亿，利润 1.7 亿）	(1) 原料药收入下降 17%，成本上涨导致原料药毛利率下降 5 个百分点，(2) 制剂业务毛利率下降 8 个百分点。三季度末调整定价情况好转	君圣泰成本法转权益法确认投资收益 6 亿
2020	原料药收入同比增 19%，制剂增 24%。毛利率均有小幅提升	人民币升值导致汇兑损失 2.5 亿	赛诺菲收购海普瑞持有的 Kymab 股权，海普瑞确认公允价值变动收益 3.69 亿

2021	制剂收入同比+73%，原料药收入略有增长	<p>(1) 肝素原料药成本上行导致肝素原料药、制剂毛利率同比分别降低13.31、10.81个百分点；(2) 人民币升值导致汇兑损失2.1亿；</p> <p>(3) 联营公司RVX和亚太健康带来的长期股权投资减值2.2亿；(4) RVX和君圣泰亏损，联营公司确认损失1.2亿</p>
------	----------------------	---

来源：Wind、海普瑞公告整理，国联证券研究所

## 2. 肝素产业：成本下行，需求增长

肝素一般作为抗凝剂或者抗血栓使用，主要驱动力来自于栓塞治疗和血液透析的增长。

图表 8：肝素的用途

编号	肝素用途
1	预防中高风险手术病人的静脉血栓栓塞性疾病，尤其是那些接受骨科或普外科手术（包括癌症手术）的患者
2	预防患有急性疾病、行动受限且静脉血栓栓塞风险增加的内科病人的静脉血栓栓塞性疾病
3	深静脉血栓形成 DVT 及肺栓塞的治疗，不包括可能需要进行溶栓治疗或者手术的肺栓塞
4	预防在血液透析的体外循环中形成血栓
5	治疗急性冠脉综合征，包括不稳定性心绞痛及若干类型的心肌梗死

来源：海普瑞公告，国联证券研究所

肝素制剂可分为低分子肝素和标准肝素制剂，低分子肝素制剂的分子量一般在 8,000 道尔顿以下，而标准肝素的分子量在 5,000~30,000 道尔顿的范围。低分子肝素制剂相比标准肝素制剂性能更好，主要由于标准肝素制剂使用时容易出现血小板减少或骨质疏松的副作用。

图表 9：标准肝素制剂和低分子肝素制剂介绍

	标准肝素制剂	低分子肝素制剂
简介	临床上最早应用的肝素称为标准肝素（Unfractionated Heparin,UFH），标准肝素也叫普通肝素或未分级肝素，其分子量分布一般在 5,000-30,000。	为减少标准肝素的副作用，二十世纪八十年代末欧洲首先研发出了低分子肝素（Low Molecular Weight Heparins, LMWH），其分子量分布一般在 8,000 以下。根据生产工艺的不同，英国药典收录了五种低分子肝素，分别为达肝素钠（Dalteparin sodium）、依诺肝素钠（Enoxaparin sodium）、那曲肝素钙（Nadroparin calcium）、帕肝素钠（Parnaparin sodium）、汀肝素钠（Tinzaparin sodium，又名汀扎肝素）
应用和功效	临床上主要用于抗凝血和抗血栓，治疗各种原因引起的弥漫性血管内凝血和血栓，以及血液透析、体外循环、导管术、微血管手术等操作中的抗凝血处理等，但标准肝素在临床应用中容易出现血小板减少或骨质疏松等副作用	经临床研究证实，低分子量肝素类产品因分子量较小，不易被第 IV 因子中和，抗凝效果和纤溶作用更强，具有更为广泛的医学用途，成为治疗急性静脉血栓和急性冠脉综合症（心绞痛、心肌梗塞等）等疾病的首选药物

来源：海普瑞公告，国联证券研究所

肝素制剂最早于 1935 年用于临床，20 世纪 80 年代低分子肝素作为优化的肝素

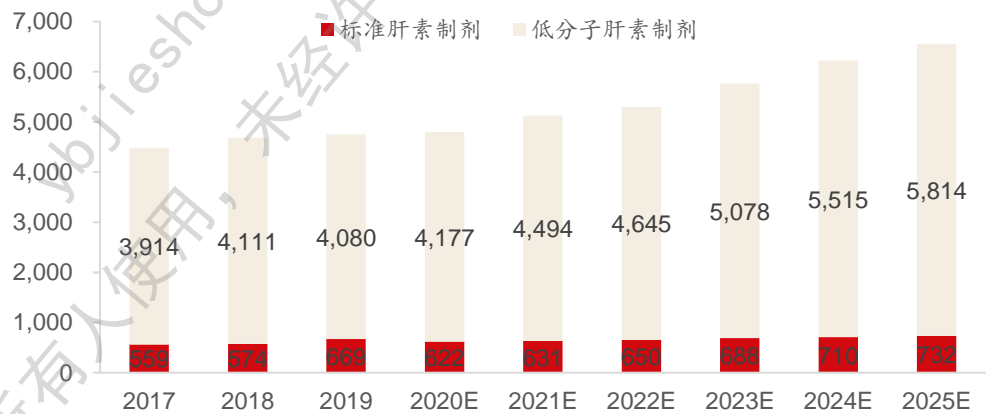


制剂推出。低分子肝素制剂相比标准肝素制剂，体现出的优势有：(1) 更长的半衰期；(2) 更低的血小板减少症发生率；(3) 更低的骨质疏松症发病率。基于此，低分子肝素制剂对标准肝素制剂进行了替代，但无法在所有场景进行替代，原因是(1) 标准肝素制剂的效果可以被鱼精蛋白逆转，而低分子肝素不行；(2) 低分子肝素首先在肾中清除，而标准肝素制剂在肝脏中清除，对于晚期肾病的患者，需要使用标准肝素制剂。

## 2.1 依诺肝素为肝素制剂主要品种，替代空间大

低分子肝素制剂 2019-2025 年复合增速 6.1%。根据弗若斯特沙利文的预计，全球肝素制剂市场将从 2019 年的 48 亿美元增长至 2025 年的 66 亿美元，年复合增速 5.5%。其中低分子肝素制剂 19-25 年增速预计为 6.1%，标准肝素制剂 19-25 年增速预计为 1.5%。

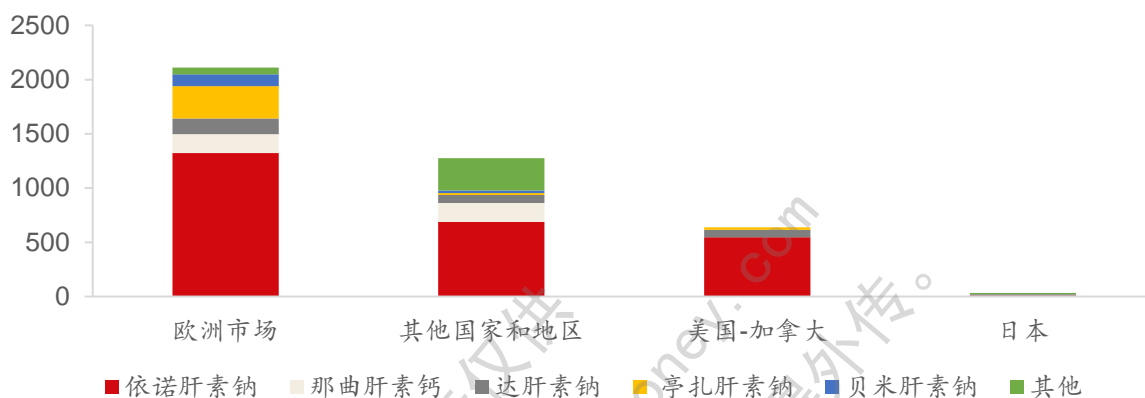
图表 10：全球肝素制剂市场（单位：百万美元）



来源：弗若斯特沙利文报告、海普瑞港股招股书，国联证券研究所

依诺肝素制剂占据低分子肝素制剂主要份额。低分子肝素包括依诺肝素制剂、那曲肝素制剂、达肝素制剂、亭扎肝素制剂和其他肝素制剂。根据 IQVIA2020 年的数据，依诺肝素制剂 2020 年占全部低分子肝素制剂的销售额比例的 63%。根据弗若斯特沙利文的数据，预计到 2025 年，依诺肝素制剂占据低分子肝素制剂市场的 83.7%。

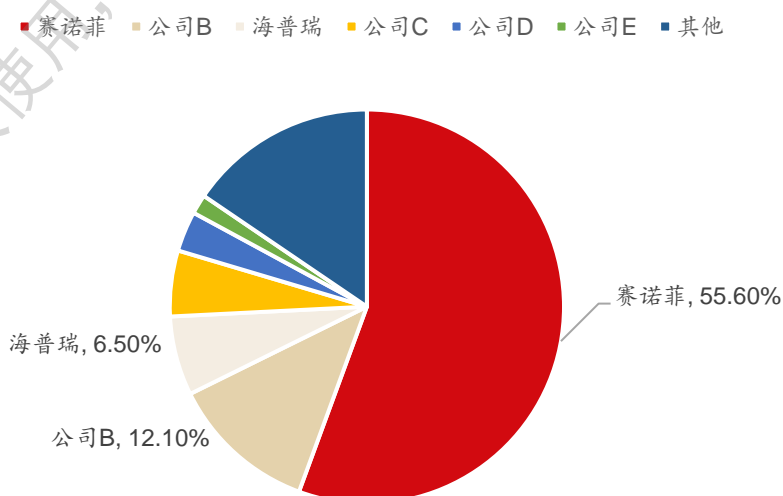
图表 11：全球各市场 2020 年底分子肝素制剂的销售额（单位：百万欧元）



来源：Rovi2021 年投资者交流材料、IQVIA Q1 2020，国联证券研究所

依诺肝素制剂专利到期后，主要份额仍为原研赛诺菲占据，海普瑞市场份额前三。根据海普瑞的招股书，2019 年依诺肝素制剂原研赛诺菲市场份额为 55.6%，海普瑞市场份额为 6.5%，替代空间大。

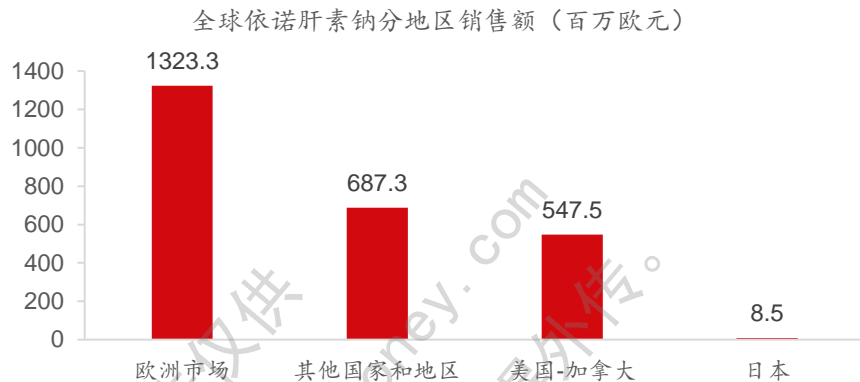
图表 12：依诺肝素制剂各企业市场份额（2019）



来源：海普瑞港股招股书，国联证券研究所

欧洲市场为依诺肝素的主要市场。根据 IQVIA 的数据，2020 年全球依诺肝素制剂销售额达到 25.67 亿欧元，其中欧洲市场为 13.23 亿欧元，美加市场为 5.48 亿欧元，日本市场为 850 万欧元，其他国家和地区为 6.87 亿欧元，欧洲市场占全球市场的比例达到 51.56%。销量上，根据弗若斯特沙利文的数据，2019 年全球依诺肝素销量为 7.82 亿支，其中欧洲市场销量 4.75 亿支。

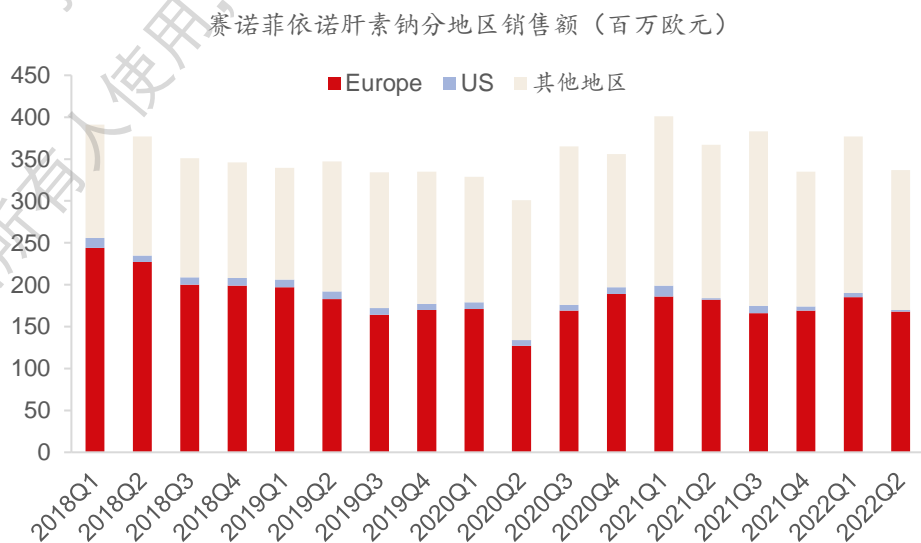
图表 13：欧洲市场为全球主要的依诺肝素制剂市场



来源：Rovi2021 年投资者交流材料、IQVIA Q1 2020，国联证券研究所

原研赛诺菲的依诺肝素制剂销售也集中在欧洲。2018-2022 年每个季度，赛诺菲依诺肝素钠注射液销售额约 3.5 亿欧元-4 亿欧元之间，欧洲市场销售额占比 42%-62%，2022 年前两个季度欧洲市场销售额占比为 49%。

图表 14：赛诺菲依诺肝素钠注射液分地区销售额（百万欧元）

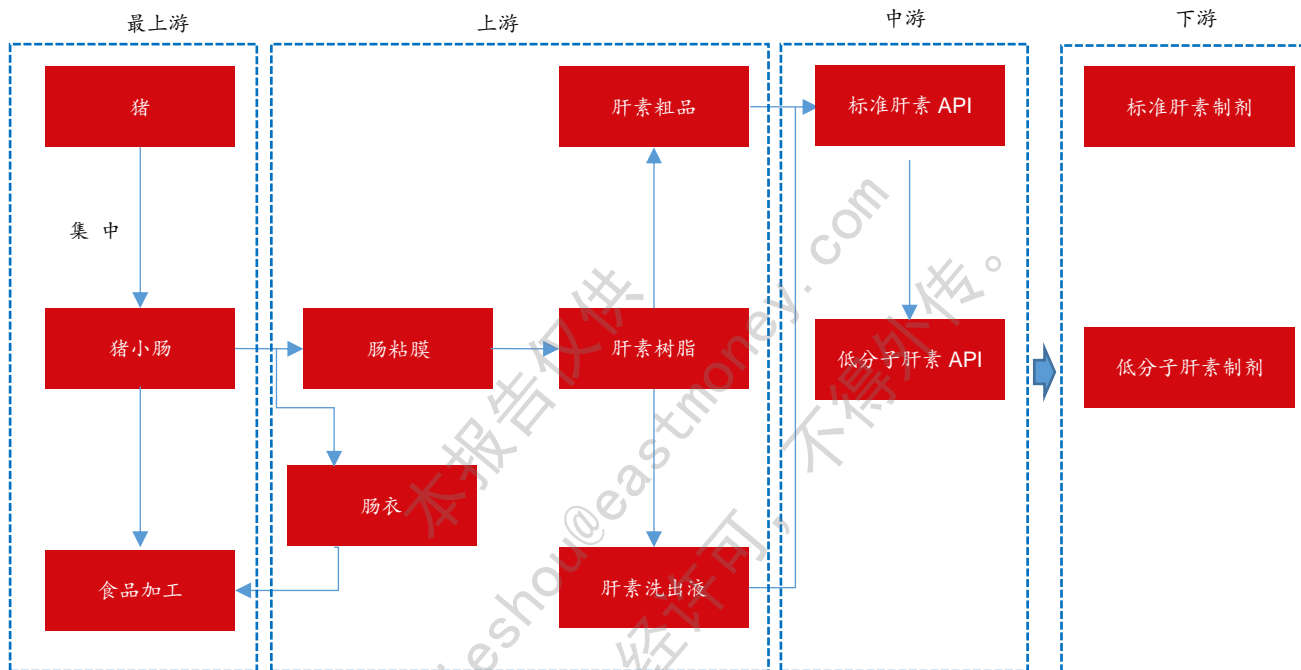


来源：赛诺菲历年财报整理，国联证券研究所

## 2.2 肝素原料药主要供应来自中国，海普瑞为行业龙头

肝素产业上游来自猪的屠宰。猪小肠外部的肠衣用于加工制成香肠，内部肠粘膜可以加工成肝素原料药。

图表 15：肝素产业链介绍



来源：海普瑞港股招股书，国联证券研究所

根据弗若斯特沙利文的数据，全球原料药肝素 API 的收入 2022 年预计达到 26.09 亿美元，2019-2025 年复合增速达到 17.5%，2020 年以后肝素 API 需求相对平稳。2019-2020 年原料药收入大幅增长的原因主要是由于新冠疫情全球流行，而肝素可用于重症病人肺栓塞的预防。根据 NIH 的新冠治疗指南，在新冠治疗中，标准肝素制剂和低分子肝素制剂优于其他口服抗凝药，因为其具备较低的半衰期，并且有比较少的药物相互作用。

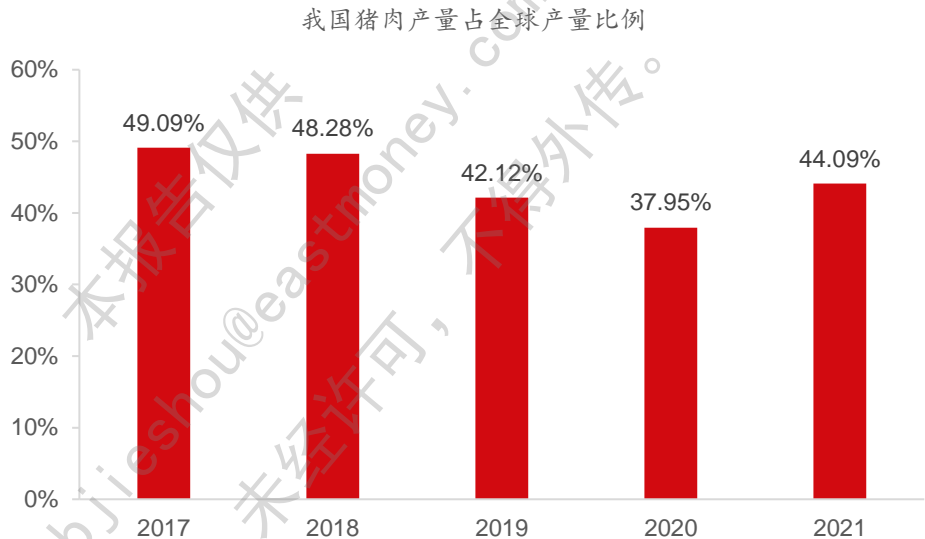
图表 16：出厂口径全球原料药肝素 API 收入



来源：海普瑞港股招股书、弗若斯特沙利文报告，国联证券研究所

中国为肝素原料药的主要供应国家。肝素来源于猪小肠，猪的数量和肝素产量直接相关。根据美国农业部的数据，2021年我国猪肉产量占全球比例为44.09%，处于世界第一；中国人均猪肉消费量约为世界人均猪肉消费量的2倍，中国为猪的主要养殖国家，因此也是肝素原料药的主要供应国家。

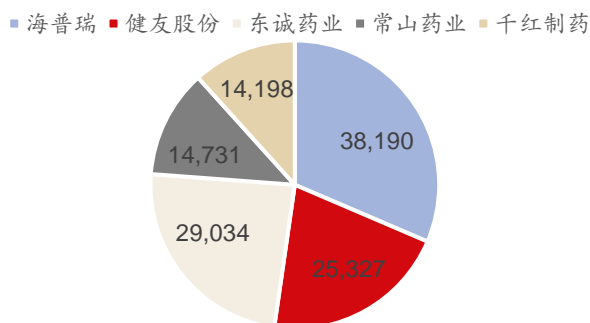
图表 17：我国猪肉产量占全球总产量比例（2017-2021）



来源：美国农业部，牧原股份2021年年报，国联证券研究所

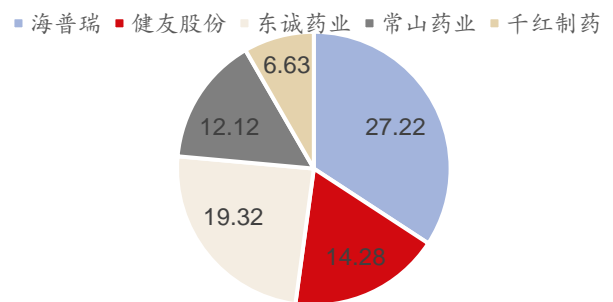
原料药产业高度集中，海普瑞为行业规模第一。根据中国海关的数据，2017年海普瑞、健友股份、千红制药、东诚药业、常山药业五家肝素企业出口量占全国肝素出口量的92.5%，占出口金额的93.9%。2021年前五大肝素原料药企业肝素API收入合计达到79.57亿元，海普瑞肝素API销售额达到27.22亿，占比达34%；2021年中国前五大肝素API企业销量合计12.15万亿单位，其中海普瑞销量为3.82万亿单位，占比达31%。

图表 18：国内前五大肝素API企业销量（亿单位）



来源：海普瑞/健友股份/东诚药业/常山药业/千红制药年报，国联证券研究所（注：常山药业的销量仅统计普通肝素钠原料药，千红制药的销量包含胰酶数据）

图表 19：国内前五大肝素API企业销售额（亿）

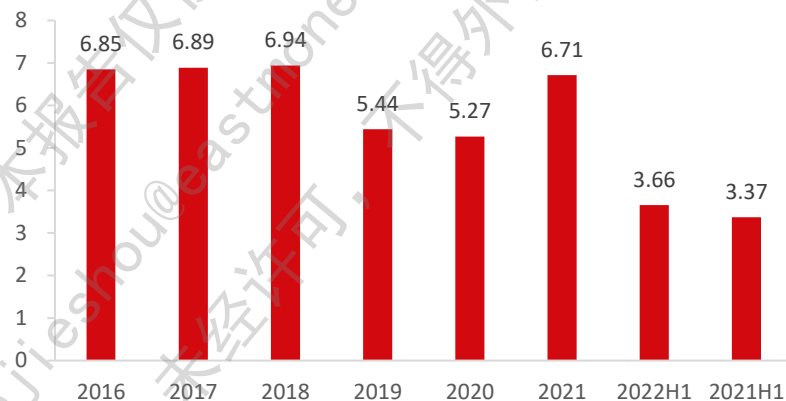


来源：海普瑞/健友股份/东诚药业/常山药业/千红制药年报，国联证券研究所（注：千红制药的销售额包含胰酶）

### 2.3 原材料价格下行，带动产业毛利率回升

生猪出栏数量提升。2016-2018 年生猪出栏接近 7 亿头，但 2018 年下半年的开始的非洲猪瘟使得生猪供应减少。生猪出栏数在 2019、2020 年连续两年在 5.0-5.5 亿头的水平，猪小肠相对紧缺。这一情况在 2021 年得到好转，2021 年全年生猪出栏 6.71 亿头，达到 2018 年的 97%。生猪出栏在 2022 年上半年进一步好转，2022 年上半年生猪出栏数量 3.66 亿头，同比增长 8.61%。

图表 20：生猪出栏数（亿头）



来源：Wind、国家统计局，国联证券研究所

根据海普瑞的跟踪评级报告，2021 年公司原材料采购价格下降。猪小肠采购价格同比下降约 24.53%，肝素粗品采购均价下降约 24.73%。2022 年一季度，猪小肠和肝素粗品采购均价进一步下降。

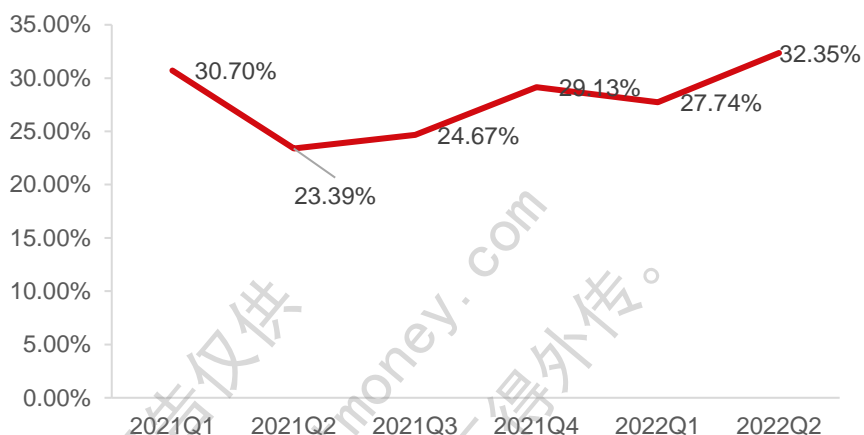
图表 21：21 年海普瑞原材料采购平均价格下降

	2020	2021
海普瑞猪小肠采购价格同比变动	+27.03%	-24.53%
海普瑞肝素粗品采购价格同比变动	+46.83%	-24.73%

来源：海普瑞跟踪评级报告整理，国联证券研究所

肝素原料药上游供应问题解决，肝素成本端迎来改善。肝素上游生猪出栏数回升至 6.7 亿头（接近 2018 年水平），以及集中化屠宰的比例预计小幅提升，可以应用于肝素生产的猪小肠供应增加，肝素粗品和猪小肠价格回落，带动海普瑞的原料药业务毛利率提升。公司肝素原料药业务 21 年 Q2-22 年 Q2 毛利率分别为 23.39%、24.67%、29.13%、27.74%、32.35%，基本呈现逐季回升的态势。

图表 22：海普瑞原料药分季度毛利率变化



来源：海普瑞公告整理，国联证券研究所

### 3. 肝素业务迎来多重改善，CDMO 和创新药成为新驱动力

公司近期由于肝素产业成本下行，带来毛利提升；中期依诺肝素制剂出口和内销贡献增量叠加肝素产业内生增长；远期 CDMO、创新药成为公司新的业绩驱动力。

#### 3.1 肝素产业：依诺肝素钠中美欧齐上量，原料药毛利提升

##### 欧洲市场：

海普瑞依托天道医药完成依诺肝素钠注射剂的出口。天道医药的依诺肝素钠制剂在 2016 年获得欧盟 EMA 批准，可以进入欧洲市场，海普瑞于 2018 年第三季度收购多普乐 100% 股权（主要资产为天道医药），获得依诺肝素制剂出口业务。原研赛诺菲的依诺肝素制剂销售 40% 以上均在欧洲，欧洲市场为依诺肝素的主要销售市场，基于此海普瑞的依诺肝素制剂以欧洲市场为主要开拓方向。2019 年，海普瑞于欧洲市场的销量市占率达到 17.8%。

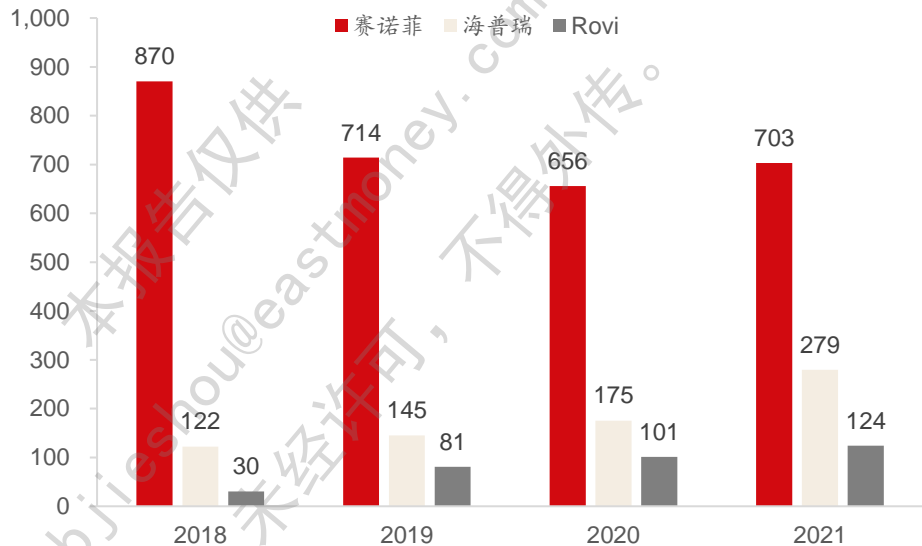
图表 23：以销量计海普瑞在欧洲部分国家的市场份额

	2019 年依诺肝素制剂市场销量（百万支）	该市场在欧盟市场占比	2019 年海普瑞依诺肝素制剂销量（百万支）	海普瑞的市场份额（以销量计）
意大利	79	16.6%	27.5	34.7%
德国	69.3	6.7%	6.7	9.7%
法国	54.9	11.6%	3.1	5.6%
西班牙	53.1	11.2%	4.1	7.8%
波兰	45	9.5%	23.7	52.6%
英国	27	5.7%	16.3	60.3%
奥地利	14.8	3.1%	2.8	19.1%
其他	132.2	27.7%	0.5	0.4%
欧盟合并	475.3	100.0%	84.6	17.8%

来源：海普瑞港股招股书，国联证券研究所

海普瑞在欧洲市场拓展迅速。现阶段欧洲市场领先的三家为赛诺菲、海普瑞、Rovi。在欧洲市场，2018年赛诺菲依诺肝素制剂销售8.70亿欧元，2021年降至7.03亿欧元；海普瑞的依诺肝素制剂2018年销售1.22亿欧元，2021年增长至2.79亿欧元，在欧洲市场销售持续增长。

图表 24：依诺肝素制剂欧洲市场主要企业销售额（单位：百万欧元）



来源：赛诺菲、海普瑞、Rovi 公告整理，国联证券研究所（注：海普瑞的欧洲市场销售额，汇率按照 1:6.6893 估算；Rovi 主要市场集中在西班牙，绝大部分销售均在欧洲市场，此处以总销售额替代其欧洲市场销售数据）

加大院外市场拓展力度，利润增速高于收入增速。销售价格方面，根据海普瑞港股招股书，依诺肝素制剂在英国、德国、波兰等欧洲国家药店的零售价格比医院高出 2-3 倍，在西班牙，价格差额可以达到 5 倍。此前海普瑞通过医院市场培养医生用药使用习惯，后续加大药店市场的推广，我们预测其利润增速有望高于收入增速。

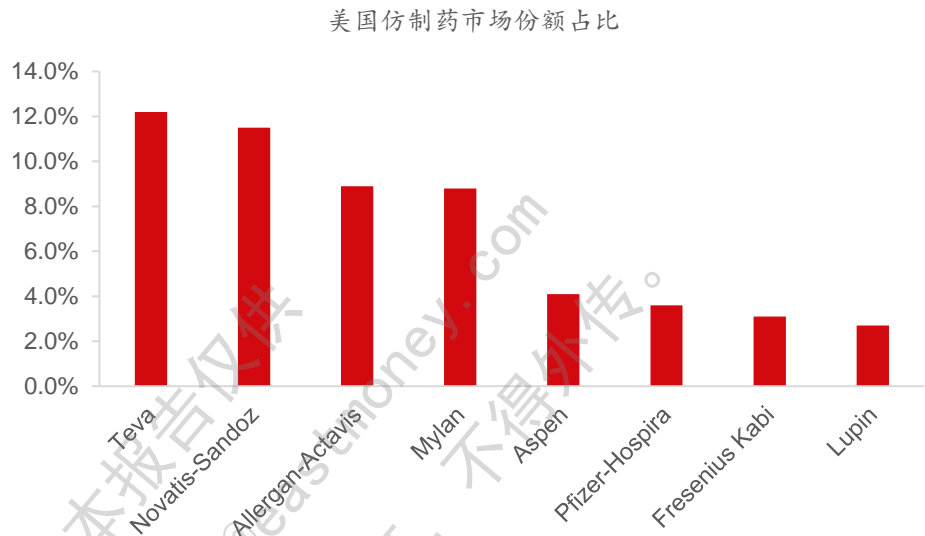
#### 美国市场：

海普瑞在美国市场销售的制剂有肝素钠注射液和依诺肝素钠注射液。2022 年 1 月公司子公司 Techdow USA 的肝素钠注射液正式于美国市场开始销售；依诺肝素钠注射液则采取外包营销方式进行销售。2020 年 9 月公司公告，美国合作伙伴为“2019 年销售收入近百亿美元的、在仿制药领域拥有广泛销售渠道和经验的企业”，我们判断合作伙伴为 Sandoz。

Sandoz 为美国仿制药第二大份额的企业。根据 FDA 的数据，美国仿制药市场，销售份额领先的企业为 Teva 和 Sandoz，占比均在 10% 以上，公司有望依托 Sandoz 快速占据美国市场。2021 年海普瑞依诺肝素制剂在美国市场销售 1300 万支，2022 年上半年在美国市场销量增速同比达到 184.91%。考虑到 Sandoz 在仿制药上的销售能力，预计海普瑞依诺肝素制剂在美国市场迅速达到峰值。



图表 25：美国仿制药销售的市场份额排名

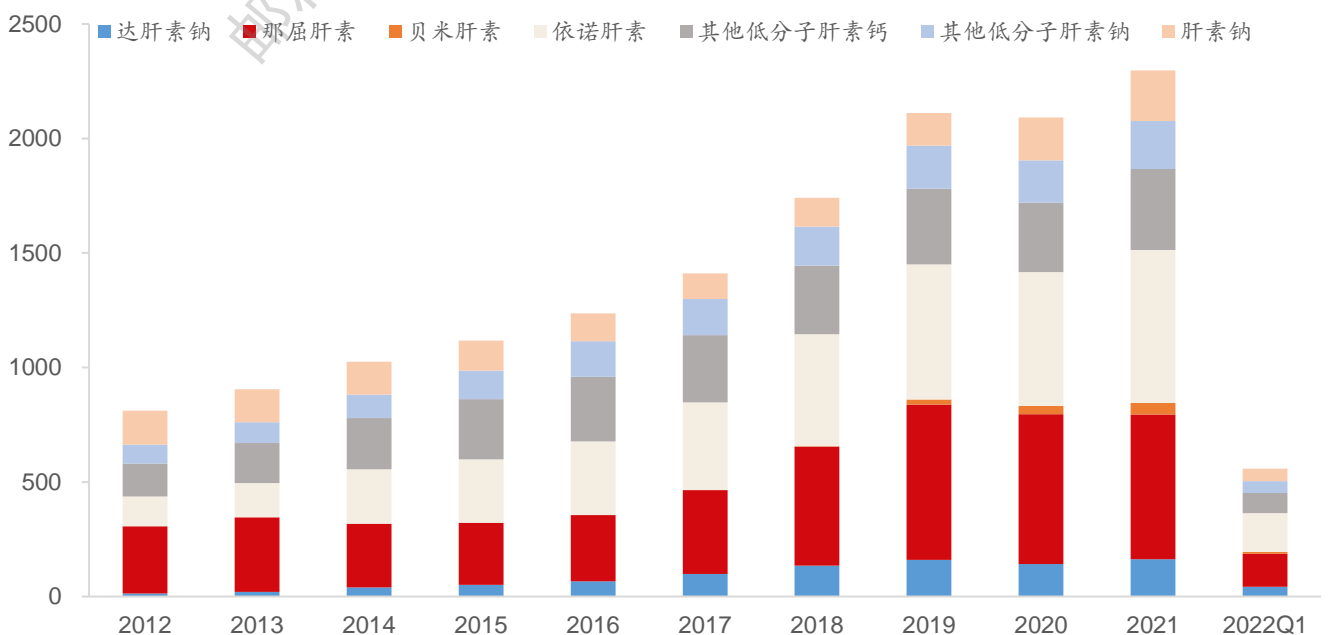


来源：FDA《understanding competition in Prescription Drug markets: Entry and Supply Chain Dynamics》，国联证券研究所

中国市场：

国内各类肝素制剂呈现增长态势。根据 PDB 数据库，国内各类低分子肝素制剂、标准肝素制剂呈现增长态势。市场份额较高的包括那屈肝素钙、依诺肝素钠、达肝素钠。相比海外市场依诺肝素制剂占据低分子肝素制剂 63% 的市场，2021 年我国依诺肝素制剂占低分子肝素制剂的比例为 32%，低分子肝素制剂使用增长，叠加依诺肝素制剂的占比提升，是依诺肝素制剂的主要增长驱动力。

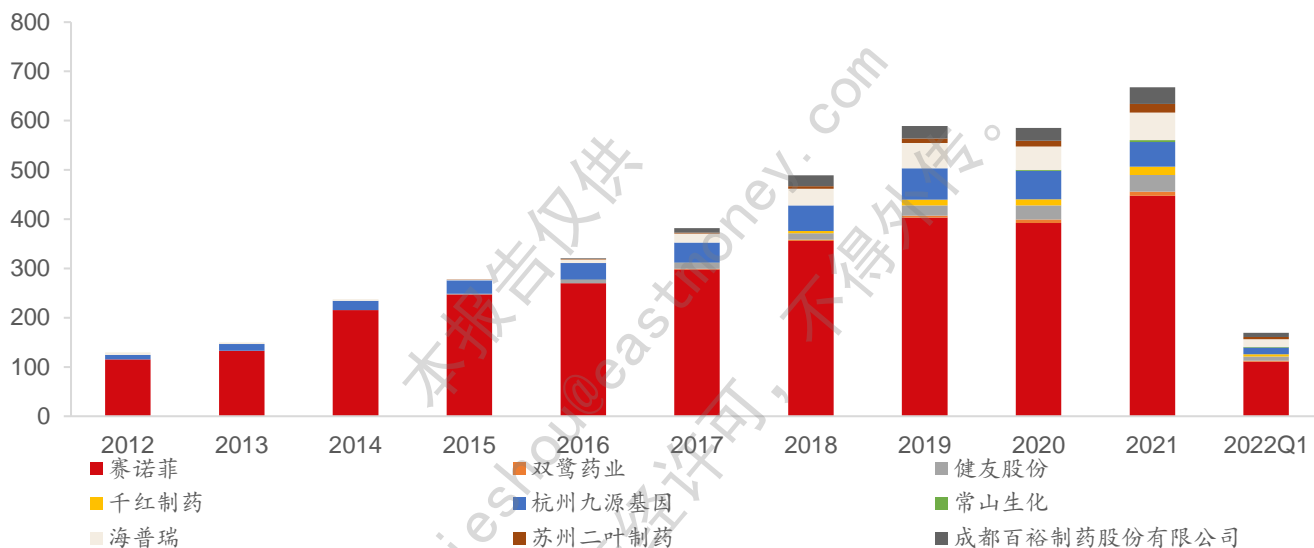
图表 26：国内各类肝素制剂 PDB 样本医院数据销售额（百万元）



来源：PDB 数据库，国联证券研究所

根据 PDB 数据库，国内依诺肝素制剂样本医院销售额由 2012 年的 1.30 亿元增长至 2021 年的 6.68 亿元，收入复合增速达到 19.97%。即便在专利到期以后，原研依诺肝素制剂仍呈现增长态势，表明依诺肝素制剂国内的市场尚未饱和。

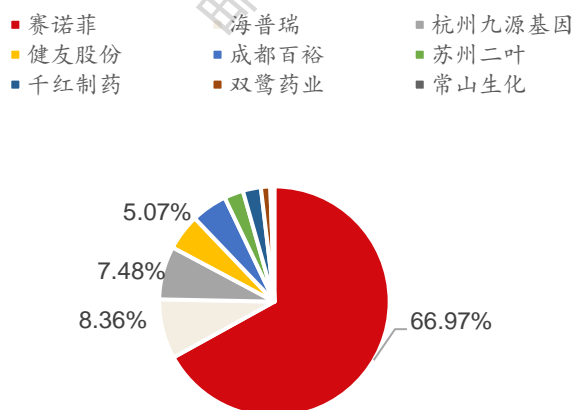
图表 27：依诺肝素制剂国内 PDB 样本医院销售额（百万元）



来源：PDB 数据库，国联证券研究所

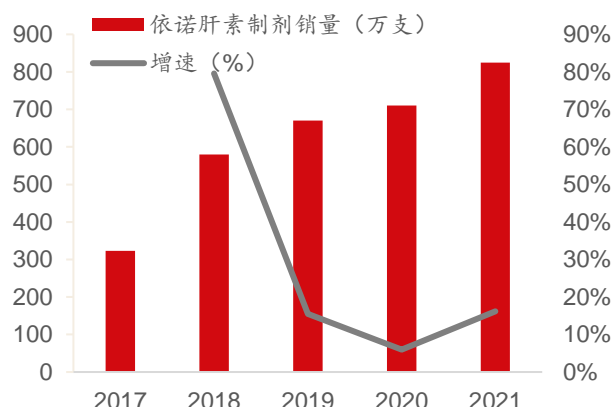
国内依诺肝素制剂市场主要为原研所占有。2021 年海普瑞国内市场依诺肝素制剂 PDB 样本医院销售额达到 0.56 亿元，占国内依诺肝素制剂市场的 8.4%，仅次于原研赛诺菲（67.0%），但市场份额仍然比较低。2021 年海普瑞国内市场销售量达到八百余万支，销量同比增长 16.16%。

图表 28：2021 年海普瑞国内市场依诺肝素制剂份额



来源：PDB 数据库，国联证券研究所

图表 29：国内市场海普瑞依诺肝素制剂销量



来源：海普瑞公告整理，国联证券研究所

原材料占原料药和制剂收入的比重高。根据海普瑞的年报，原材料采购成本占肝素原料药收入的比例逐年升高，从 2018 年的 48.83% 增长至 2021 年的 65.72%；原材料采购成本占制剂收入的比例，从 2018 年的 37.13% 增长至 2021 年的 59.28%。

原材料采购价格变动对海普瑞毛利改善作用大。

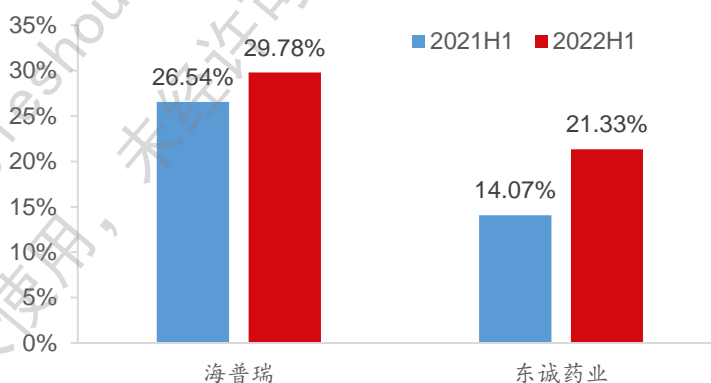
图表 30：原材料成本占原料药收入以及制剂收入的比例

	2018	2019	2020	2021
肝素原料药	48.83%	53.31%	53.81%	65.72%
肝素制剂	37.13%	45.55%	46.59%	59.28%

来源：海普瑞公告整理，国联证券研究所

近期肝素粗品采购价格下行，带动海普瑞毛利率回升。根据海普瑞的半年报，肝素产业原材料采购价格从 2021 年下半年开始下降，并逐步传导至销售环节。2022 年上半年海普瑞毛利率提升 3.24 个百分点，至 29.78%。按照采购成本的降幅，结合原材料成本占产品销售的比例，若维持现阶段的产品价格和采购价格，我们预计肝素原料药的毛利率可能提升 5-6 个百分点。

图表 31：肝素粗品价格下行带动企业原料药业务毛利率回升



来源：海普瑞、东诚药业 2022 年半年报整理，国联证券研究所

### 3.2 生物药 CDMO：8 年经验积累，将会成为公司新的增长驱动力

海普瑞的 CDMO 业务依托赛湾生物和 SPL2 个平台开展。2014 年海普瑞收购 SPL，2015 年收购赛湾生物。SPL 平台有肝素业务和胰酶业务，赛湾生物从事大分子生物药的开发，具备动物细胞培养和微生物发酵、细胞和基因治疗的开发能力。

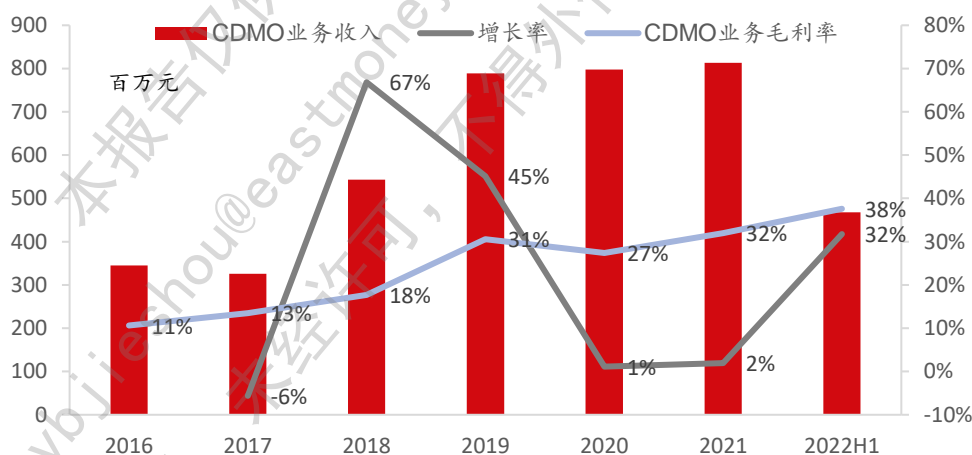
图表 32：海普瑞下属 CDMO 企业和能提供的服务

SPL (Scientific Protein Laboratories)	赛湾生物 (Cytovance Biologics)
发酵 (菌株分离选择、微生物细胞库构建、发酵规模扩大条件优化)	研究开发服务
自然产物提取纯化	分析服务
蛋白纯化	大规模制备
肝素衍生物	哺乳细胞培养
	微生物发酵
	质粒 DNA
	质粒 DNA 平台授权

来源：赛湾生物、SPL 网页整理，国联证券研究所

此前赛湾生物产能利用率低的阶段，低价提供服务，后续提高服务价格；2018、2019 年新增的 1000L 发酵罐和 2000L 发酵罐建成投产，扩大了产能；2019 年赛湾生物新增基因治疗业务。2020 年下半年由于美国疫情影响，订单收入确认延迟，收入个位数增长。2021 年，赛湾生物有新冠 mRNA 疫苗上游供应方面的收入，但部分业务同样受疫情影响。鉴于赛湾生物现阶段挖掘高毛利的业务，与 Avantor 合作提供符合美国标准的质粒产品，预计后续扩大产能后收入能有进一步增长。

图表 33：海普瑞 CDMO 业务持续增长（单位：百万元）



来源：海普瑞公告整理，国联证券研究所

海普瑞在手订单增加。2019 年 2 个 CDMO 子公司在手订单合计约 0.5 亿美元，2020 年、2021 年在手订单合计均超过 1 亿美元。2022 年上半年海普瑞 CDMO 业务实现收入 4.68 亿，同比增长 31.73%，其中赛湾生物收入同比增长 13.96%，同时 SPL 高速增长，我们预计其去年同期停产检修导致基数较低，叠加工艺改善带来提纯效率提升带动收入增长。

### 3.3 创新药：通过参股创新药企，引入区域权益

海普瑞通过持股创新药企业，参与创新药的投资。海普瑞创新药的战略投资包括 Aridis、Quest、Oncoquest、HighTide、Resverlogix、Curemark、Cantex、GT Biopharma、Rapid Micro Biosystems 等多家公司，并从前 4 家引入全球首创新药品种的权益。进入到 III 期临床阶段的有 3 个药物，为 Salvecin、Oregovomab、Apabetalone。

图表 34：海普瑞参股的创新药企业

产品	代码	合作开发公司	海普瑞持股比例	开发和商业化权利持有人 (地区)	适应症	临床进展	临床效
Salvecin	AR-301	Aridis (纳斯达克上市公司)	9.84%	深圳瑞迪 (海普瑞子公司, 海普瑞直接持有其 51% 股权, 大中华区)	金黄色葡萄球菌引发的呼吸机相关肺炎	国际多中心 III 期临床	

Oregovomab	-	Oncoquest	36.08%	昂瑞（海普瑞直接持有其 54% 权益，大中华区）	联合化疗一线治疗原发性卵巢癌	国际多中心 III 期临床	II 期, C PFS41. 月)
Apabetalone	RVX-208	RVX（多伦多交易所上市）	33.96%	海普瑞（大中华区）	II 型糖尿病并发冠心病	2020 年 6 月获批关键性 III 期临床方案	

来源：海普瑞港股招股书、海普瑞 22 年中报整理，国联证券研究所

### ► Oregovomab

用于联合化疗一线治疗原发性卵巢癌。Oregovomab 靶标为肿瘤相关抗原 CA125。CA125 为卵巢癌中最常见的肿瘤标志物，根据 CSCO 卵巢癌指南，CA125 在 80%-90% 的上皮癌中表达升高明显；CA125 在 95% 以上非粘液性 III/IV 期上皮性卵巢癌中表达，并在卵巢癌患者血清中升高。

卵巢癌治疗市场空间较大。根据百济神州的统计，2020 年中国卵巢癌新发数达到 5.5 万人，预计到 2025 年上升至 6.0 万人。卵巢癌治疗，手术和化疗是主要手段，靶向治疗（抗血管生成、多腺苷二磷酸核糖核酸聚合酶抑制剂（PARP）也加入到治疗指南中。免疫治疗在不经标志物筛选时，联合化疗对于患者并无改善，需要寻找合适的生物学标志物。根据海普瑞的招股书，BRCA 突变仅占卵巢癌发病人群的 10-15%，但其抑制剂药物 2020 年全球市场规模为 24 亿美元，中国市场规模为 14 亿人民币，其他突变尚缺乏合适的靶向药。

图表 35：卵巢癌开发以 PARP 原理为主

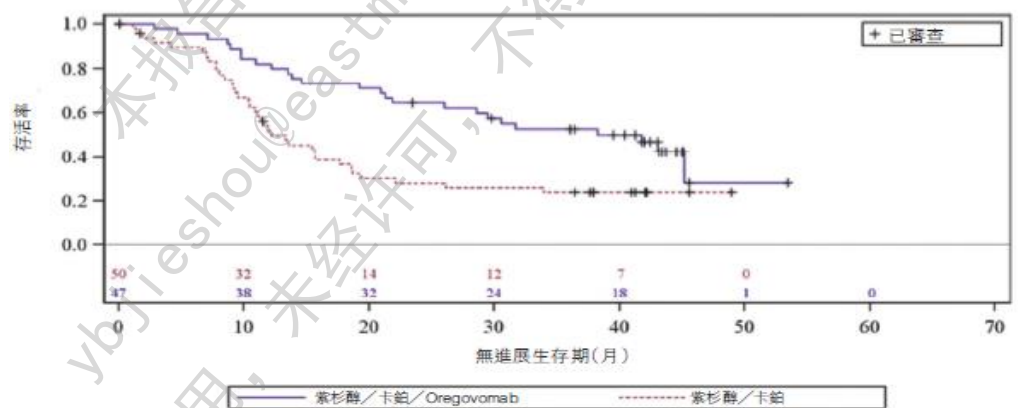
公司	产品名	适应症	原理	临床分期
Alkermes	nemvaleukin alfa (ALKS 4230)	卵巢癌	targeted IL-2 receptor activation	III
Corcept Therapeutics	relacorilant (CORT125134)	卵巢癌	selective cortisol modulator	III
Novartis	Piqray (alpelisib, BYL719)	卵巢癌	PI3K inhibitor	III
AstraZeneca / Merck	durvalumab (Imfinzi)/ olaparib (Lynparza)	卵巢癌	PD-L1 + PARP inhibitor	III
Roche	atezolizumab (Tecentriq, MPDL3280A, RG7446)	卵巢癌	PD-L1	III
Merck / AstraZeneca	pembrolizumab (Keytruda, MK-3475)/olaparib (Lynparza)	卵巢癌	PD-1 + PARP inhibitor	III
GlaxoSmithKline / Roche	niraparib (Zejula)/ atezolizumab (Tecentriq)	卵巢癌	PARP inhibitor + PD-L1	III
GlaxoSmithKline / AnaptysBio	niraparib (Zejula)/Jemperli (dostarlimab)	卵巢癌	PARP inhibitor + PD-1	III
BeiGene	pamiparib	卵巢癌	PARP inhibitor	III
Jiangsu Hengrui Medicine	fluzoparib	卵巢癌	PARP inhibitor	III
BeiGene	pamiparib	卵巢癌	PARP inhibitor	III
Clovis / Bristol-Myers Squibb	rucaparib (Rubraca)/ nivolumab (Opdivo)	卵巢癌	PARP 1/2/3 inhibitor + PD-1	III

ImmunoGen	IMGN853 (mirvetuximab soravtansine)	卵巢癌	folate receptor alpha	III
-----------	-------------------------------------	-----	-----------------------	-----

来源：彭博，国联证券研究所

Oregovomab 显示出治疗潜力。其 II 期临床数据显示，其联合化疗治疗晚期原发性卵巢癌患者，患者有 PFS 获益 (41.8 个月 VS 化疗组 12.2 个月)，相比对照组延长了近 30 个月的 PFS，且无额外毒性，该药物已获得 FDA 和 EMA 的罕见病用药资格。根据 Clinicaltrials 网站统计，其在美国的 III 期临床 2020 年 8 月开始，预计首要结果 (PFS 指标) 于 2024 年 6 月获得，我们预计其最早 2025 年开始上市销售。

图表 36: Oregovomab 使得患者在 PFS 指标获益



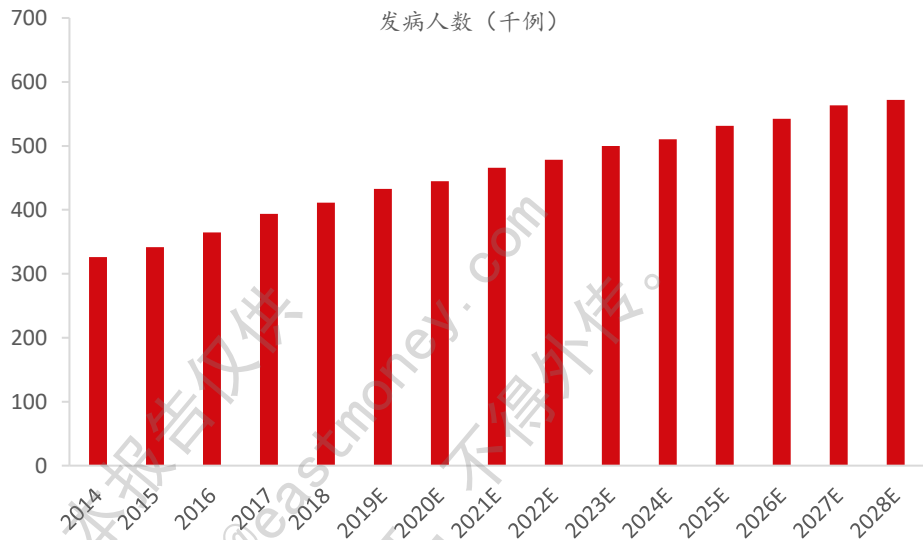
来源：海普瑞港股招股书，国联证券研究所

### ➤ AR-301 (Salvecin)

AR-301 在参股公司 Aridis 中研发，海普瑞 2016 年 1100 万美元投资该公司获得其 9.84% 的股权；并和 Aridis 合资设立瑞迪生物（海普瑞持股 51%），用以引进 Aridis 在研品种并进行后续市场推广，Aridis 2018 年于纳斯达克上市。

AR-301 为全人源 IgG1 抗体，开发适应症为金黄色葡萄球菌引起的严重呼吸机相关性肺炎或医院获得性肺炎患者。国内相关市场大。根据弗若斯特沙利文的数据，2018 年中国由金黄色葡萄球菌造成的 VAP（呼吸机相关性肺炎）和 HAP（医院获得性肺炎）人数达到 41 万人，预计到 2022 年上升至 48 万人，2018-2028 年复合增长率达到 3.4%。

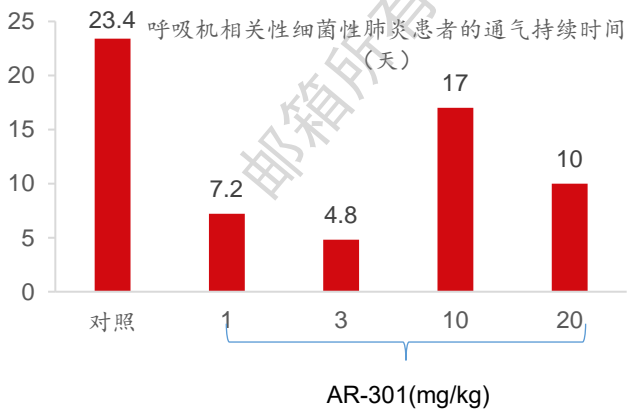
图表 37：中国由金黄色葡萄球菌导致的 VAP 和 HAP 新发病例



来源：弗若斯特沙利文报告、海普瑞港股招股书，国联证券研究所

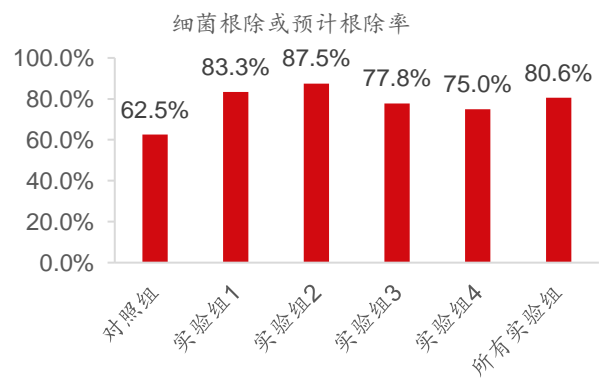
和对照相比，该药物降低了 ICU 中呼吸机相关性细菌性肺炎患者的通气持续时间，28 天细菌根除率上有差异，但差异不显著。该药物已启动全球多中心 III 期临床，国内的 III 期临床患者招募工作于 2020 年 Q4 开始。由于该类药物的观测指标所需时间较短，我们预计该药物有望于今年完成临床入组，最早有望于 2024 年上市。

图表 38：不同浓度 AR-301 降低了呼吸机通气时间



来源：《Safety and tolerability of a single administration of AR-301, a human monoclonal antibody, in ICU patients with severe pneumonia caused by Staphylococcus aureus: first-in-human trial》，国联证券研究所

图表 39：细菌根除比例有差异但统计不显著



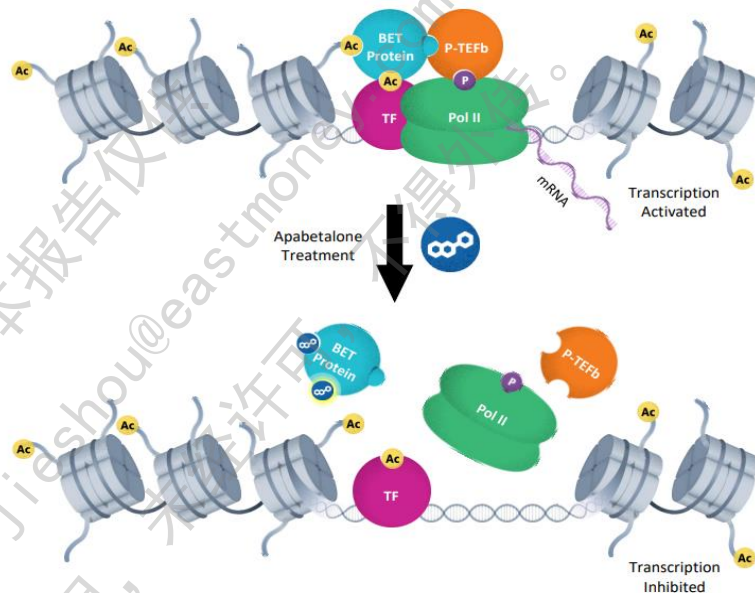
来源：《Safety and tolerability of a single administration of AR-301, a human monoclonal antibody, in ICU patients with severe pneumonia caused by Staphylococcus aureus: first-in-human trial》，国联证券研究所

### ➤ RVX-208

RVX-208 为 Resverlogix (海普瑞持股 33.96%) 的在研品种，RVX208 开展的适应症为联合他汀药物在内的标准疗法用于出现急性冠状动脉综合征的 II 型糖尿病患者的主要不良心血管事件的 II 级预防。

基因组蕴含的信息除了基因的序列外，还有本身的表现遗传修饰。BET（溴结构域和额外终端的结构域）蛋白，能够通过结合组蛋白末端的标记，解读表现遗传信号；BET 蛋白参与了疾病相关的表现遗传修饰的解读，导致产生了有害的蛋白。RVX-208 阻止了 BET 蛋白参与的有害蛋白的产生过程。

图表 40: Apabetalone 通过结合 BET 蛋白影响转录

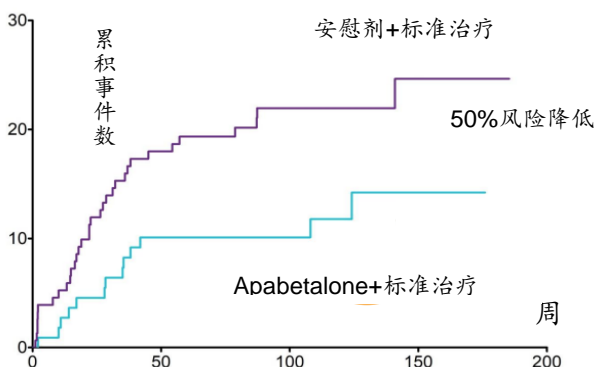


来源: Resverlogix 网站整理, 国联证券研究所

RVX-208 在 2015-2019 年间开展了一个 BETonMACE 的三期临床, 临床结果显示, 在 II 型糖尿病和低 HDL 胆固醇的、有急性冠状动脉综合征的患者中, 将 RVX-208 加入到标准治疗中, 对于主要心血管不良事件 (MACE) 有降低, 但差异不显著。

Resverlogix 网页显示, Apabetalone 在肾损伤的亚组中, 对比安慰剂+标准治疗, 能实现 50% 的心血管不良事件的风险降低, 差异显著; 并且和新一代降糖药 SGLT2 抑制剂联用时, 体现比 SGLT2 抑制剂单用, 更强的心血管不良事件下降的作用。结合现有亚组数据, Apabetalone 后续拟开展包括肾损伤患者在内的多个 III 期临床。

图表 41: Apabetalone 对肾功能损伤的亚组效果好



来源: Resverlogix 网站整理, 国联证券研究所

图表 42: Apabetalone 和新一代降糖药协同潜力

治疗方式	试验名字	MACE 影响
RVX-208	BETonMACE	-18%
RVX-208+SGLT2i	BETonMACE	-60%
DPP-4 抑制剂	CAROLINA	无影响
胰岛素	ORIGIN	无影响
SGLT2i	CANVAS	-14%
PCSK9i	ODYSSEY OUTCOMES	-15%
GLP-1 受体激动剂	REWIND	-12%~-26%

来源: Resverlogix 网站整理, 国联证券研究所



## 4. 盈利预测、估值和投资建议

### 4.1 盈利预测

核心假设：

1、肝素原料药：公司肝素原料药的毛利率从 21Q3 至 22Q2 逐步好转。结合生猪出栏数量增加、集中化屠宰比例小幅提升，可用于肝素生产的猪小肠数量供给充足，以及从猪小肠中提取肝素工艺的得率的提升，预计 2022-2024 年毛利率分别为 32.35%、33.19%、33.19%。标准肝素原料药受益赛诺菲的采购，今年增速加快，带动肝素原料药板块增速，预计收入增速分别 2022-2024 年为 17.00%、11.15%、11.64%。

2、低分子肝素制剂：预计 2022-2024 年欧洲市场销售增速分别为 25.21%、25.31%、25.42%；美国市场借助合作伙伴销售体系，较快达到峰值，预计 22-24 年销售额增速达到 100%、30%、18%。中国市场，作为低分子肝素制剂销售额最大的品类之一，依诺肝素钠可能集采，参考 PDB 数据库中今年上半年增速情况，预计收入增速达到 15%、5.44%、50%。

3、CDMO 业务短期产能相对紧缺，预计 2022-2024 年增速分别为 15.11%、13%、13%，若未来有新产能投产，增速将进一步提升。

4、创新药短期内贡献较少，暂不纳入收入预计中。

图表 43：海普瑞收入分拆和盈利预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入合计	4,625	5,332	6,365	7,762	9,016	10,650
收入增速	-3.93%	15.29%	19.37%	21.95%	16.16%	18.12%
毛利率	37.31%	39.16%	31.94%	36.54%	38.54%	39.39%
原料药业务	2,274	2,701	2,722	3,185	3,540	3,952
毛利率	35.42%	39.93%	26.62%	32.35%	33.19%	33.19%
原料药业务增速	-17.85%	18.79%	0.77%	17.00%	11.15%	11.64%
制剂业务收入(百万元)	1,231	1,523	2,638	3,450	4,227	5,311
制剂业务增速	19.50%	23.75%	73.20%	30.76%	22.53%	25.64%
制剂业务毛利率	47.11%	48.47%	37.67%	40.57%	43.46%	44.34%
制剂销售分区域(百万元)						
欧洲市场销售额合计	969	1,174	1,869	2,341	2,933	3,679
欧洲市场增速		21%	59%	25.21%	25.31%	25.42%
美国市场销售额		23	209	418	543	643
美国市场增速				100%	30%	18%
中国市场销售额	233	249	244	280	295	443
中国市场增速		6.48%	-2.01%	15.00%	5.44%	50.00%
其他市场销售额	28	78	316	380	455	547

其他市场增速		177%	304%	20%	20%	20%
CDMO 业务收入 (百万元)	788	797	813	936	1,058	1,195
CDMO 业务增速	45.15%	1.13%	1.97%	15.11%	13.00%	13.00%
CDMO 业务毛利率	30.59%	27.36%	31.95%	37.60%	38.60%	39.60%
其他	332	310	192	192	192	192
其他业务毛利率	29.88%	17.08%	28.58%	28.58%	28.58%	28.58%

来源: Wind, 国联证券研究所测算 (注: 部分数据为估算值)

预计 2022-2024 年归母净利润分别为 10.88、13.49、17.01 亿, 同比分别增长 351.68%、24.02%、26.08%, 对应 10 月 10 日收盘价, PE 分别为 20、16、13 倍。

## 4.2 估值与投资建议

### 相对估值法:

按照分部估值法, 海普瑞原料药和制剂业务可比公司 2023 年平均估值为 19 倍, CDMO 业务可比公司 2023 年平均估值为 44 倍。按照 1.65 亿为 CDMO 业务利润、11.84 亿为化药利润估算, 给予化学原料药和制剂业务 19 倍 PE, CDMO 业务 44 倍 PE, 2023 年合理价值为 303 亿, 对应价格为 20.68 元。

图表 44: 可比公司估值

证券代码	证券简称	PE			归母净利润 (亿)			总市值 (亿)	
		2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E		2024E
600521.SH	华海药业	27	21	16	4.88	10.02	13.14	16.64	273
688166.SH	博瑞医药	25	19	15	2.44	2.92	3.77	5.01	73
002675.SZ	东诚药业	28	22	18	1.52	3.88	4.90	6.13	109
603707.SH	健友股份	20	15	12	10.59	13.08	16.70	21.11	258
化药平均			19	15					
688238.SH	和元生物	121	77	49	0.54	0.80	1.25	1.95	96
688131.SH	皓元医药	46	30	21	1.91	2.60	3.93	5.72	120
603456.SH	九洲药业	35	26	20	6.34	9.12	12.37	16.31	319
CDMO 平均			44	30					
002399.SZ	海普瑞	20	16	13	2.41	10.88	13.49	17.01	215

来源: Wind, 国联证券研究所 (注: 股价为 2022 年 10 月 10 日收盘价)

### 绝对估值法:

我们采用绝对估值法对公司进行估值。无风险利率采用十年期国债收益率 2.65%; 市场预期收益率  $R_m$  采用近 10 年上证综指平均收益率 6.93%。2022-24 年收入增速分别为 24.38%、16.76%、16.88%。后续随着 CDMO 业务产能增加和创新药上市, 预计 2025-2030 年增速为 16%, 后续年度保持 3% 永续增长。

**图表 45：绝对估值法主要参数**

估值假设	数值	注释
无风险利率 Rf	2.65%	2022 年 9 月 18 日十年期国债收益率
市场预期收益率 Rm	6.93%	2012 年 9 月 18 日-2022 年 9 月 18 日上证综指平均收益率
$\beta$ 值	0.8362	
Rc	2.00%	大部分公司取值 2%-3%
Ke	8.23%	
Kd	3.91%	
所得税率	18.92%	上半年海普瑞实际所得税率
Wacc	6.88%	
第二阶段年数	6	
第二阶段增长率	16.00%	
永续增长率	3.00%	

来源：国联证券研究所

根据绝对估值法的估值结果，在以上假设下，公司每股价值为 19.92 元。

**图表 46：FCFF 测算结果（单位：百万元）**

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	1,508	4.85%
第二阶段	4,648	14.93%
第三阶段（终值）	24,972	80.22%
企业价值 AEV	31,128	
加：非核心资产	2,453	7.88%
减：带息债务(账面价值)	4,241	13.62%
减：少数股东权益	112	0.36%
股权价值	29,228	93.90%
除：总股本(股)	1,467,296,204	
每股价值(元)	19.92	

来源：Iifind，国联证券研究所

**图表 47：FCFF 模型敏感性测试（股价：元）**

WACC	永续增长率				
	2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%
5.69%	25.61	27.55	30.10	33.58	38.57
6.25%	21.29	22.62	24.32	26.54	29.58
6.88%	17.83	18.76	19.92	21.40	23.34
7.57%	15.02	15.68	16.48	17.49	18.77
8.32%	12.70	13.17	13.74	14.44	15.31

来源：Iifind，国联证券研究所

绝对估值法测算每股价值 19.92 元，相对估值法测算下按照分部估值，测算每股价值为 20.68 元。结合两种估值方法，公司 2023 年合理目标价为 19.92 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**原材料涨价风险。**肝素产业上游为猪小肠，若后续生猪供应快速下降，或者肝素企业采取大量增加库存的策略，肝素上游原材料存在涨价风险。

**制剂产品跌价风险。**全球各地均存在降低医疗负担的趋势。若依诺肝素钠制剂价格降价超预期，可能会影响到企业的利润增长。

**CDMO 订单或产能建设不及预期。**国内 CDMO 业务产能扩张态势明显。若竞争对手产能增长过快，或者美国经济萧条影响企业研发投入，公司大分子生物药 CDMO 业务可能存在订单不及预期的风险。赛湾生物目前产能利用率高，若后续产能建设不及预期，可能影响收入增长。

**创新药开发不及预期。**海普瑞通过参股的方式投资创新药企，并引进产品的国内权益。若参股创新药企融资不及预期，或创新药开发不及预期，后续海普瑞存在增速放缓的风险。

**依诺肝素钠集采情况不及预期。**依诺肝素钠，和那曲肝素钙为国内终端销售额最大的两个低分子肝素制剂品种，其或将纳入集采。若其集采价格降幅超预期，或者海普瑞未中选，其业绩存在不及预期的可能。

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,712.42	2,944.26	1,552.49	1,803.34	2,130.08	<b>营业收入</b>	<b>5,332.07</b>	<b>6,365.18</b>	<b>7,762.43</b>	<b>9,016.68</b>	<b>10,650.41</b>
应收账款+票据	1,694.13	1,543.45	1,903.89	2,211.52	2,612.22	营业成本	3,244.27	4,332.14	4,925.90	5,541.59	6,455.49
预付账款	257.78	198.23	453.73	527.04	622.53	营业税金及附加	26.07	20.96	25.56	29.69	35.07
存货	3,168.25	4,707.55	4,723.47	4,554.73	4,899.10	营业费用	408.90	430.49	524.74	609.53	719.97
其他	1,296.13	1,376.17	1,632.36	1,737.58	1,874.64	管理费用	572.75	641.29	782.06	908.30	1,073.03
<b>流动资产合计</b>	<b>9,128.71</b>	<b>10,769.65</b>	<b>10,265.93</b>	<b>10,834.21</b>	<b>12,138.57</b>	财务费用	487.77	367.89	97.03	75.40	50.78
长期股权投资	1,631.18	1,146.46	1,026.14	905.81	785.48	资产减值损失	-55.88	-258.01	-81.51	-94.68	-111.83
固定资产	2,207.08	2,111.81	2,549.68	2,939.31	3,435.01	公允价值变动收益	494.45	63.88	0.00	0.00	0.00
在建工程	364.39	425.35	396.99	368.63	340.28	投资净收益	267.14	-67.61	-67.61	-67.61	-67.61
无形资产	615.95	546.87	461.25	374.53	286.70	其他	31.93	-83.20	85.74	-22.21	-32.57
其他非流动资产	5,078.58	4,108.03	4,042.57	3,977.48	3,970.85	<b>营业利润</b>	<b>1,329.96</b>	<b>227.47</b>	<b>1,343.77</b>	<b>1,667.68</b>	<b>2,104.07</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,897.19</b>	<b>8,338.52</b>	<b>8,476.63</b>	<b>8,565.77</b>	<b>8,818.32</b>	营业外净收益	-2.12	-5.21	-2.38	-2.38	-2.38
<b>资产总计</b>	<b>19,025.89</b>	<b>19,108.18</b>	<b>18,742.56</b>	<b>19,399.98</b>	<b>20,956.89</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,327.84</b>	<b>222.26</b>	<b>1,341.39</b>	<b>1,665.30</b>	<b>2,101.69</b>
短期借款	1,859.76	1,886.28	790.30	345.33	289.14	所得税	306.20	-11.12	253.79	315.07	397.64
应付账款+票据	239.22	385.79	396.80	446.39	520.01	<b>净利润</b>	<b>1,021.63</b>	<b>233.38</b>	<b>1,087.60</b>	<b>1,350.23</b>	<b>1,704.05</b>
其他	1,513.85	2,519.40	2,726.81	3,093.09	3,616.40	少数股东损益	-2.58	-7.40	0.00	1.35	3.41
<b>流动负债合计</b>	<b>3,612.83</b>	<b>4,791.47</b>	<b>3,913.91</b>	<b>3,884.82</b>	<b>4,425.54</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,024.21</b>	<b>240.79</b>	<b>1,087.60</b>	<b>1,348.88</b>	<b>1,700.64</b>
长期带息负债	3,137.50	2,354.27	1,975.79	1,556.60	1,177.05						
长期应付款	0.24	0.30	0.30	0.30	0.30						
其他	586.33	438.82	438.82	438.82	438.82						
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,724.07</b>	<b>2,793.39</b>	<b>2,414.91</b>	<b>1,995.72</b>	<b>1,616.17</b>						
<b>负债合计</b>	<b>7,336.90</b>	<b>7,584.86</b>	<b>6,328.82</b>	<b>5,880.54</b>	<b>6,041.71</b>	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	119.60	111.96	111.96	113.31	116.72						
股本	1,467.30	1,467.30	1,467.30	1,467.30	1,467.30	<b>成长能力</b>					
资本公积	6,035.48	5,943.65	5,943.65	5,943.65	5,943.65	营业收入	15.30%	19.38%	21.95%	16.16%	18.12%
留存收益	4,066.61	4,000.40	4,890.84	5,995.18	7,387.51	EBIT	19.80%	-67.50%	143.74%	21.01%	23.66%
<b>股东权益合计</b>	<b>11,688.99</b>	<b>11,523.32</b>	<b>12,413.75</b>	<b>13,519.44</b>	<b>14,915.18</b>	EBITDA	17.91%	-58.68%	98.32%	19.17%	18.90%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19,025.89</b>	<b>19,108.18</b>	<b>18,742.56</b>	<b>19,399.98</b>	<b>20,956.89</b>	归属于母公司净利润	-3.32%	-76.49%	351.68%	24.02%	26.08%
						<b>获利能力</b>					
						毛利率	39.16%	31.94%	36.54%	38.54%	39.39%
						净利率	19.16%	3.67%	14.01%	14.97%	16.00%
						ROE	8.85%	2.11%	8.84%	10.06%	11.49%
						ROIC	9.83%	4.76%	10.05%	11.11%	13.48%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	38.56%	39.69%	33.77%	30.31%	28.83%
						流动比率	2.5	2.2	2.6	2.8	2.7
						速动比率	1.5	1.2	1.2	1.4	1.4
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	3.2	4.2	4.2	4.2	4.2
						存货周转率	1.0	0.9	1.0	1.2	1.3
						总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.7	0.2	0.7	0.9	1.2
						每股经营现金流	0.0	(0.0)	0.6	1.3	1.2
						每股净资产	7.9	7.8	8.4	9.1	10.1
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	21.0	89.5	19.8	16.0	12.7
						市净率	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5
						EV/EBITDA	12.2	29.3	12.8	10.3	8.5
						EV/EBIT	14.1	42.9	15.3	12.1	9.6

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2022 年 10 月 10 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695