

海普瑞 (002399) \ 医药生物

制剂出口持续增长，原料药业务受海外扰动

事件：

海普瑞发布2022年三季报，前三季度实现收入53.95亿，同比增长16.49%，实现归母净利6.52亿，同比增长41.33%，实现扣非归母净利6.27亿，同比增长53.72%。第三季度公司实现收入16.37亿，同比增长7.83%，实现归母净利1.41亿，同比增长14.41%，业绩略低于预期。

➤ 制剂出口持续增长，原料药业务受海外扰动

前三季度制剂出口持续发力，依诺肝素制剂在欧洲市场销量同比增长26.2%；美国市场销量同比增长144.6%；国内市场销量增长77.5%；非欧美市场销售与去年接近，由于去年Q3采购较多，今年Q3去库存，导致单季度的销量下滑。Q3制剂收入同比增长约12%。原料药端，单季度实现收入同比下降7%，我们预计主要是由于SPL销售的肝素原料药下降，同时美国区域采购的肝素粗品价格较高导致本期毛利率改善有限。

➤ 继续看好制剂出口，以及肝素行业国内成本下行带来的改善

海普瑞的依诺肝素制剂在美国、欧洲均保持高速增长，在其他区域去库存后，整体增速有望加快；今年上半年肝素粗品采购价格相比去年同期下降，改善有望传导至原料药和制剂。Q3由于对子公司的债务转为股权，所得税增加约0.5亿，导致本期利润增速略低于预期。海普瑞肝素全产业链提供短期业绩支撑，生物药CDMO+创新药项目引进，有望给公司带来新的业绩驱动力。

➤ 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23倍PE、CDMO可比公司平均47倍PE，测得每股价值为23.59元。综合以上估值方法，给予2023年目标价19.92元，维持“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

投资评级：

行业：

投资建议：

当前价格：

目标价格：

化学制药

买入（维持评级）

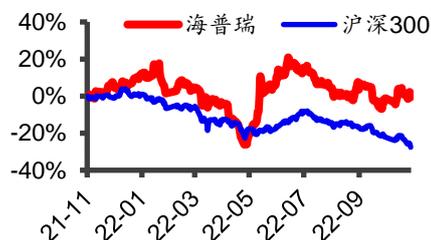
15.13元

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）	18,870
每股净资产（元）	8.42
资产负债率（%）	41.91
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

1、《海普瑞 (002399)\医药生物行业成本改善、出口放量驱动业绩增长》2022.10.11

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）	22	92	20	16	13
市净率（P/B）	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.2	29.3	13.2	10.6	8.8

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28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/或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/或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外大街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