

业绩超预期，继续重点推荐

——健友股份（603707）三季度点评

健友股份(603707.SH)

推荐 维持评级

核心观点：

1. 事件：

公司发布2017年三季报。2017年1-9月公司实现营收7.84亿元，同比增长73.75%；实现归属上市公司股东净利润2.24亿元，同比增长9.16%；实现扣非归母净利润2.17亿元，同比增长149.39%。实现EPS 0.5979元。前三季度归母净利增速较低主要系去年同期收购健进制药形成负商誉1.13亿元，导致去年同期非经常性损益较大。

2017年第三季度，公司实现营收3.00亿元，同比增长109.37%；实现归母净利1.00亿元，同比增长466.22%；实现扣非归母净利0.97亿元，同比增长419.27%，实现EPS 0.2555元。三季度业绩提速主要系肝素原料药量价齐升，及国内低分子肝素制剂业绩大幅增长所致。

财务方面，销售费用同比增加227.14%，主要系报告期内低分子肝素制剂等产品在国内市场业务量加大所致；营业外收入同比降低98.29%，主要系去年同期收购健进制药形成负商誉所致；应收账款较期初增加155.96%，主要系报告期内销售业绩大幅增加所致；存货较期初增加53.72%，主要系报告期内采购的粗品等主要原料价格、采购量上涨所致。

同时，公司公告变更部分募集资金投资项目。公司拟将原计划投入“肝素钠制剂产能扩大项目”中的4246万元募集资金和“低分子肝素钠产能扩大项目”中的2254万元募集资金用于投资建设健进制药“注射用药品生产线技改扩能项目”。项目建成后，将达到年产1300万支注射剂生产能力，预计年营业收入为2.23亿元（不含税），利润总额为4973.50万元。

2. 我们的分析与判断

（一）肝素原料药量价齐升提振业绩，未来有望进一步提速

肝素原料药量价齐升，业绩增长提速。根据海关总署数据，2017年8月肝素出口均价为4526美元/kg，同比环比均显著提升。我们判断前三季度公司肝素原料药利润端增速超过150%，主要系肝素原料药量价齐升所致。

分析师

李平祝

☎：010-83574546

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢

王晓琦 010-66568589

(wangxiaoqi@chinastock.com.cn)

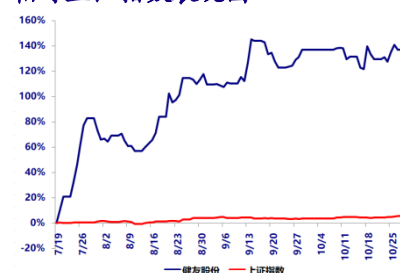
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2017-10-31

A股收盘价(元)	24.09
A股一年内最高价(元)	26.39
A股一年内最低价(元)	10.38
上证指数	3390.34
市盈率	33.40
总股本(万股)	42350.00
实际流通A股(万股)	6350.00
限售的流通A股(万股)	36000.00
流通A股市值(亿元)	15.30

相对上证指数表现图

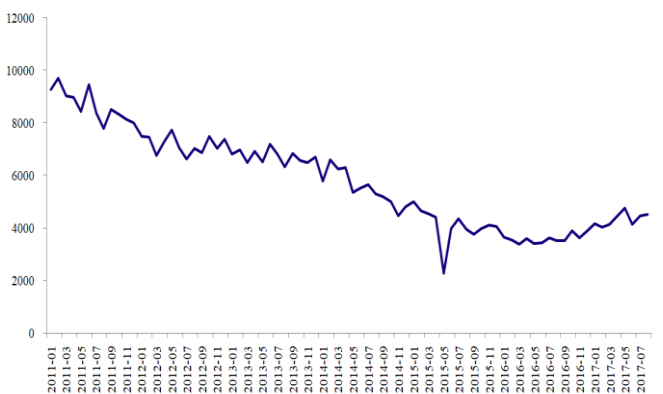


资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

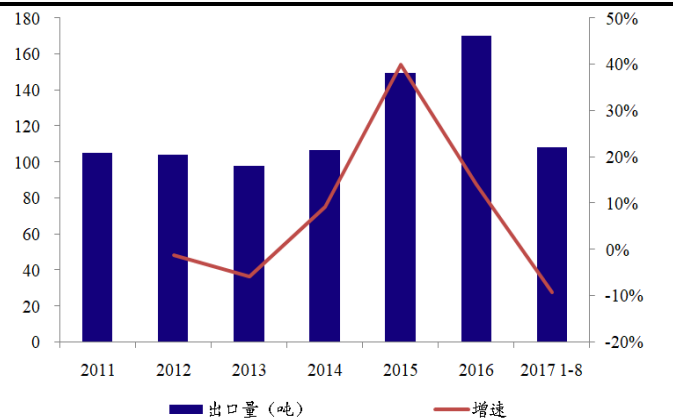
1. 2017-08-25 健友股份跟踪报告：潜力很大的肝素及制剂出口龙头

图 1: 2011-2017 年 8 月国内肝素出口均价 (美元/kg)



资料来源: wind, 海关总署, 中国银河证券研究部

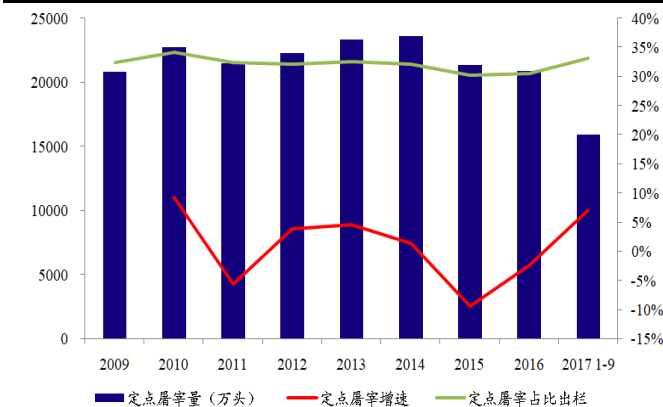
图 2: 2011-2017 年 8 月国内肝素出口量 (吨)



资料来源: wind, 海关总署, 中国银河证券研究部

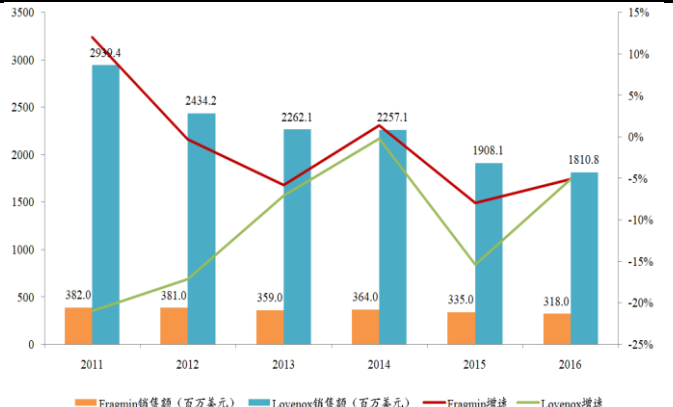
我们看好公司肝素原料药业务进一步提速。一方面, 公司肝素原料出口量有望大幅增长: 拓展全球最大肝素买家赛诺菲, 有望建立长期合作关系。公司已与全球最大肝素原料买家展开合作, 目前已接手其 1920 万美元小额订单, 后续有望建立长期合作关系。考虑到赛诺菲 Lovenox 销售额是辉瑞 Fragmin 的 6 倍左右, 与赛诺菲的合作对公司意义重大。另一方面, 肝素原料价格已进入上升周期: (1) 猪小肠供不应求, 价格重回上升渠道。根据我们对山东某屠宰场的调研, 2016 年猪小肠价格约 12-13 元/根, 今年 4 月起价格升至 30 元/根, 6 月至今维持在 28 元/根左右; (2) 环保趋严下肝素粗品供应趋紧, 价格大幅增长。前几年价格低迷导致部分肝素粗品生产企业持续亏损、停产或退出, 并且日益趋严的环保标准加大了停产企业恢复生产的难度, 肝素粗品供应趋紧。结合猪小肠涨价及 2016 年粗品采购均价约 11000 元/亿单位, 我们推测目前肝素粗品采购价格已超过 25000 元/亿单位; (3) 肝素原料药价格从 2010 年至 2016 年持续下跌, 跌幅达 70% 左右; (4) 前期下游制剂厂商原料库存规模较低, 现进入补库存阶段。下游制剂厂商在前期的下跌周期中持续降低库存, 目前库存水平非常低, 基于对未来肝素原料价格上涨行情的判断, 进入补库存阶段; (5) 国际市场肝素需求量保持稳定增长, 而作为全球最大供应商的中国, 定点生猪屠宰量几乎未增长。

图 3: 2009 年至今全国生猪定点屠宰企业屠宰量及增速



资料来源: 商务部, wind, 中国银河证券研究部

图 4: 赛诺菲 Lovenox 与辉瑞 Fragmin 历年销售额及增速



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

(二) 注射剂生产线扩产能彰显发展信心，制剂出口前景光明

变更募集资金用途用于注射剂生产线扩产能，彰显制剂出口业务发展决心。公司公告，经谨慎核算，“肝素钠制剂产能扩大项目”和“低分子肝素钠产能扩大项目”将分别结余 4246 万元和 2254 万元，无需继续投入。公司拟变更上述共计 6500 万元结余资金用途，用于投资建设健进制药（原赛进中国）“注射用药品生产线技改扩能项目”，主要生产抗肿瘤药品制剂及辅助药品制剂。项目建成后，将达到年产 1300 万支注射剂生产能力，预计年营业收入为 2.23 亿元（不含税），利润总额为 4973.50 万元。考虑到 Sagent 当时设立赛进（中国）时强调产品生产品种全，而非生产速度。而目前公司已有 6 个品种获批 FDA，并有 10 余个在研产品。我们认为公司扩大注射剂生产线产能彰显了制剂出口业务的发展决心。

公司拥有 2 条 FDA 认证注射剂生产线，在研产品梯队丰富，制剂出口潜力巨大。公司共有 2 条通过 FDA 认证的制剂产品线：母公司的无菌针剂生产线于 2015 年通过 FDA 认证；子公司健进制药针剂生产线于 2012 年 7 月通过 FDA 认证，同时研发中心亦通过 FDA 认证，具有较强的研发能力，目前已有 6 个品种获批 FDA，并有 10 余个在研产品。2016 年公司已向 Sagent 销售卡铂注射液、苯磺酸阿曲库铵注射液合计 824.50 万元，虽然规模不大，但是代表一种能力。我们看好公司制剂出口业务的发展前景：**(1) 依诺肝素有望 2018 年在欧美获批上市，将增厚业绩。**公司的依诺肝素分别于 2014 和 2015 年向美国 FDA 和欧洲 CEP 提交注册申请并获得受理，有望 2018 年获批上市。我们以海普瑞收购多普乐为参考（多普乐持有天道医药 100% 股权，天道主营业务为依诺肝素），天道的依诺肝素于 2016 年 9 月获批进入欧盟市场，现已通过 FDA 现场核查并提交 ANDA 申请。多普乐承诺 2017-2020 年扣非净利润不低于 0.1 亿、1.91 亿、2.87 亿和 3.41 亿元。因此我们认为依诺肝素获批将推动公司业绩迈上新台阶。**(2) 在研产品梯队丰富，且大多为中美双报。**公司在研产品均按照较高标准进行，多数品种采用进口原料药，国内原料药采购中也需经 FDA 认证，未来若成功上市将进一步丰富公司制剂出口产品线，提升竞争力。

我们梳理了公司已上市/申报/在研的针剂在美国市场的竞争格局，如下表所示：

表 1: 公司部分已上市/申报/在研注射剂的美国市场竞争格局

状态	药品名称	英文名	有效成分 ANDA 数	针剂 ANDA 数	2016 年		2017 年 1-8 月			
					总体销售额 (万美元)	增速	针剂 占比	总体销售额 (万美元)	增速	针剂 占比
已上市	卡铂	Carboplatin	22	22	6132.16	-3.84%	100%	4035.79	-3.12%	100%
	阿曲库铵	Atracurium Besylate	10	10	412	1.43%	100%	284	-0.90%	100%
上市持有 人为 sagent	亚叶酸钙	Calcium Folate	24	18	7931.58	8.26%	74.23%	5053.5	-6.82%	71.18%
	罗库溴铵	Rocuronium Bromide	9	9	6658.18	-3.38%	100%	4504.12	2.76%	100%
	克林霉素	Clindamycin	37	14	39001.68	2.96%	3.90%	25474.61	-1.88%	3.67%
	氟尿嘧啶	Fluorouracil	14	10	30596.89	-13.45%	13.52%	19166.67	-0.10%	15.64%
	标准肝素钠	Heparin	23	23	2395.60	18.16%	100%	1954.11	25.90%	100%
申报中	依诺肝素	Enoxaparin	6	6	210220.67	-16.52%	100%	121838.1	-14.32%	100%
自主研发	托拉塞米	Torseamide	9	0	7372	5.46%	0	5289	8.86%	0
	米力农	Milrinone	11	11	3536	9.35%	100%	2685	30.58%	100%

	鲑降钙素	Calcitonin Salmon	3	1	14920.99	19.84%	74.87%	10490.91	11.27%	79.31%
	瑞加德松	Regadenoson	0	0	55441.05	3.56%	100%	39330.22	4.37%	100%
	度骨化醇	Doxercalciferol	8	6	26755.51	-24.65%	89.17%	16230.11	-11.39%	92.14%
	罗库溴铵	Rocuronium Bromide	9	9	6658.18	-3.38%	100%	4504.12	2.76%	100%
	盐酸苯达莫司汀	Bendamustine HCL	5	5	75502.6	-5.37%	100%	51900.08	2.22%	100%
	左旋亚叶酸钙	Calcium Levofolinate	6	6	18142.23	-14.06	100%	11421.63	-4.89%	100%
	阿扎胞苷	Azacitidine	4	4	32321.24	2.70%	100%	21196.06	-1.50%	100%
	卡莫斯汀	Carmustine	0	0	8816.29	11.70%	100%	6133.55	5.10%	100%
合作研发		Mycophenolate								
	吗替麦考酚酯	Mofetil	24	4	94163.11	-2.63%	4.73%	62372.64	-0.78%	4.92%
		Cisatracurium								
	顺苯磺阿曲库胺	Besylate	7	7	7959.8	8.07%	100%	5360.06	-2.54%	100%

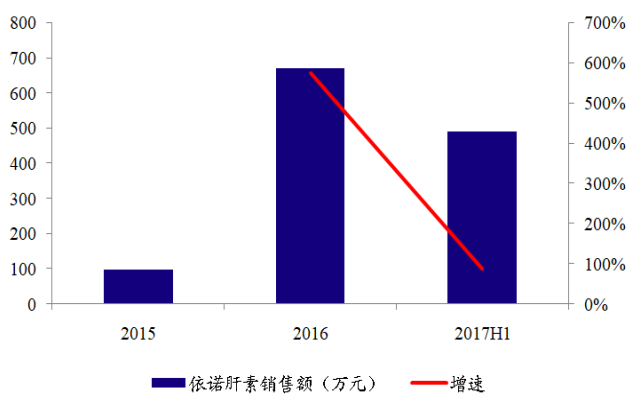
资料来源: SHS, FDA, 中国银河证券研究部

注: 文号数仅统计处于 prescription 状态

(三) 国内低分子肝素市场布局初步完备, 即将进入爆发增长阶段

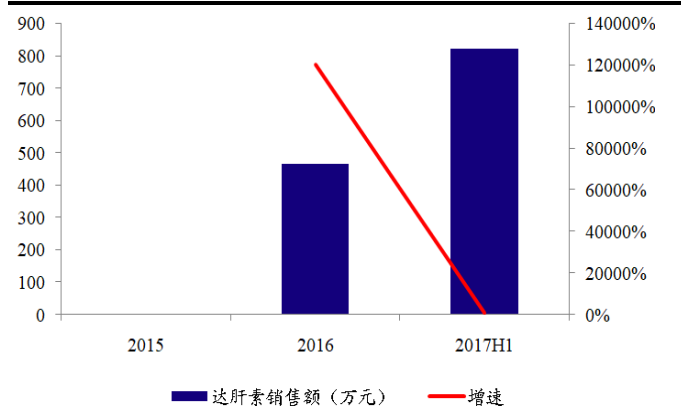
低分子肝素制剂布局初步完成, 业绩大幅提升。公司目前已有达肝素、依诺肝素、那屈肝素上市, 与 2013 年之前获批的低分子肝素制剂相比质量提升, 对前期上市产品可形成替代作用。2017 年上半年公司低分子肝素制剂销售额已与去年全年总额持平。据 PDB 统计, 2017 年上半年样本医院中公司依诺肝素销售额约 490.8 万元, 同比增长 88.6%; 达肝素销售额约 820.7 万元, 同比增长 696.0%; 那屈肝素销售额约 1594.8 万元, 同比增长 337.3%。我们预计前三季度公司低分子肝素制剂业务增速在 100% 以上。

图 5: 样本医院依诺肝素销售额及增速



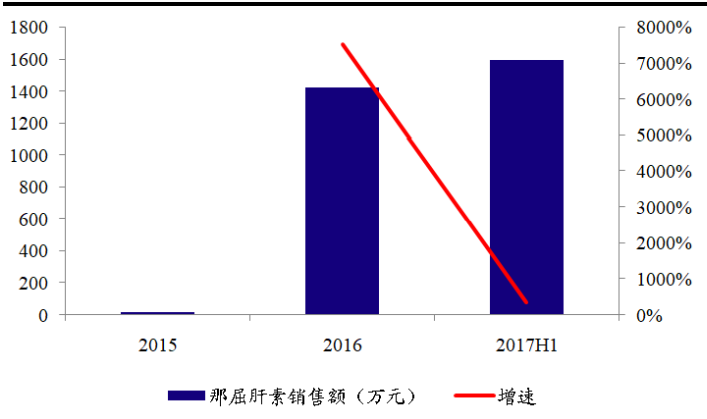
资料来源: PDB, 中国银河证券研究部

图 6: 样本医院达肝素销售额及增速



资料来源: PDB, 中国银河证券研究部

图 7: 样本医院那屈肝素销售额及增速



资料来源: PDB, 中国银河证券研究部

我们看好低分子肝素制剂业务继续提速。原因有三: (1) 国内人均用量远低于发达国家, 市场扩容空间巨大。目前低分子肝素制剂市场主要集中在美国、欧洲和日本等发达国家地区, 如美国市场低分子肝素制剂销售额占全球总额的 40%, 欧洲人均用量为 1.2 支/人/年。而国内人均用量仅 0.2 支/人/年。未来在适应症扩宽和学术推广下, 肝素制剂市场扩容空间巨大; (2) 公司产品招标工作有序推进。截至 8 月底, 公司产品已在全国 23 个省份中标; (3) 深耕销售渠道建设。公司目前拥有销售人员 50 余人, 主要采取经销的模式, 通过深度招商的形式深耕销售渠道。截至 2016 年底公司肝素制剂经销商共 129 家, 覆盖 13 个省市超过 800 家医院。我们预计随着招投标工作的推进和营销网络的持续建设, 明年低分子肝素制剂业务将进一步提速, 实现爆发式增长。

表 2: 公司低分子肝素制剂中标情况 (截至 8 月底)

	重 庆	江 西	湖 北	四 川	上 海	陕 西	西 藏	内 蒙	广 西	天 津	海 南	福 建	甘 肃	广 东	河 北	辽 宁	宁 夏	青 海	山 东	山 西	云 南	江 苏	河 南	
达肝素钠	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓									✓
依诺肝素钠	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
那屈肝素钙	✓	✓		✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓							✓		✓

资料来源: 药智网, 各省药械采购网, 中国银河证券研究部

3. 投资建议

公司是肝素原料药龙头及潜在的制剂出口龙头。首先, 我们看好公司肝素原料业务量价齐升, 公司是国内唯二进入美国市场的企业之一, 一方面肝素原料药价格已进入上涨周期, 另一方面公司业务开拓能力强, 现在新开拓全球肝素最大买方赛诺菲。其次, 我们看好公司向肝素/非肝素制剂领域的延伸和国际化布局。公司国内肝素制剂产品线布局基本完备, 随着各省招标推进, 将放量增长。制剂出口方面, 公司共有 2 条注射剂生产线通过 FDA 认证, 并已将卡铂和阿曲库铵注射液卖入美国市场。2018 年依诺肝素有望在欧美上

市，制剂出口业务将迈上新台阶。此外，公司全资孙公司健进制药研发中心亦通过 FDA 认证，在研产品梯队丰富，多款产品均为中美双报，未来制剂出口业务有望加速，并享受其反哺国内市场的红利。我们看好公司未来业绩将保持高速增长，预测 2017-2019 年归母净利润为 3.16/4.50/6.45 亿元，对应 EPS 为 0.75/1.06/1.52 元，对应 PE 为 32/23/16 倍。维持“推荐”评级。

4. 风险提示

汇兑损益，肝素原料药涨价周期持续性不及预期，新药研发进度不及预期

附表 1. 主要财务指标

指标	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	416.12	468.73	581.91	1014.25	1451.79	2080.22
营业收入增长率	-16.75%	12.64%	24.15%	74.30%	43.14%	43.29%
净利润（百万元）	50.49	87.55	257.24	316.06	450.06	644.87
净利润增长率	-28.20%	73.41%	193.81%	22.87%	42.40%	43.29%
EPS（元）	0.12	0.21	0.61	0.75	1.06	1.52
P/E	202.06	116.52	39.66	32.28	22.67	15.82
P/B	9.89	9.34	7.76	6.42	5.15	4.01
EV/EBITDA	108.44	70.24	27.44	18.91	13.50	9.40

资料来源：中国银河证券研究部

附表 2: 公司财务报表 (百万元)

报表预测 (百万元)						
利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	416.12	468.73	581.91	1014.25	1451.79	2080.22
减: 营业成本	326.23	340.09	337.01	537.55	769.45	1102.52
营业税金及附加	2.93	3.69	5.42	8.19	11.72	16.79
营业费用	2.97	5.02	9.96	14.00	19.00	28.00
管理费用	38.48	50.01	84.83	116.06	161.41	233.32
财务费用	4.11	-3.67	0.41	-0.63	-1.53	-14.35
资产减值损失	1.44	-0.25	0.53	0.25	0.26	0.27
加: 投资收益	17.67	28.40	15.30	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.64	-3.65	2.02	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	59.28	98.59	161.08	338.83	491.48	713.67
加: 其他非经营损益	1.73	2.93	112.53	33.00	38.00	45.00
利润总额	61.01	101.52	273.61	371.83	529.48	758.67
减: 所得税	10.55	13.97	16.37	55.77	79.42	113.80
净利润	50.46	87.55	257.24	316.06	450.06	644.87
减: 少数股东损益	-0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	50.49	87.55	257.24	316.06	450.06	644.87
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	557.35	405.47	227.48	201.79	498.63	900.30
应收和预付款项	59.15	68.97	93.90	214.12	223.34	398.33
存货	326.34	281.72	672.13	1000.00	1100.00	1200.00
其他流动资产	239.86	182.59	21.67	21.67	21.67	21.67
长期股权投资	3.53	2.81	2.58	2.58	2.58	2.58
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	271.80	302.74	398.85	322.81	246.77	170.71
无形资产和开发支出	16.08	17.14	45.46	40.35	35.25	30.14
其他非流动资产	25.06	4.60	18.06	16.86	15.67	15.67
资产总计	1499.16	1266.05	1480.12	1820.18	2143.89	2739.40
短期借款	392.80	101.06	119.96	89.96	49.96	-40.00
应付和预收款项	68.33	63.77	37.67	132.76	104.92	229.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	6.17	8.55	7.88	7.88	7.88	7.88
负债合计	467.30	173.37	165.51	230.60	162.76	197.23
股本	360.00	360.00	360.00	360.00	360.00	360.00
资本公积	256.51	256.51	256.51	256.51	256.51	256.51
留存收益	415.34	476.16	698.10	973.07	1364.62	1925.65
归属母公司股东权益	1031.86	1092.68	1314.61	1589.58	1981.13	2542.17
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

股东权益合计	1031.86	1092.68	1314.61	1589.58	1981.13	2542.17
负债和股东权益合计	1499.16	1266.05	1480.12	1820.18	2143.89	2739.40
现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	178.93	133.59	-287.68	16.72	361.52	522.88
投资性现金净流量	-220.36	53.24	139.54	28.05	32.30	38.25
筹资性现金净流量	-24.20	-8.57	-19.04	-70.46	-96.98	-159.45
现金流量净额	-65.45	182.43	-166.01	-25.69	296.84	401.68

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，医药行业分析师。 本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn