



东兴证券
DONGXING SECURITIES

肝素原料量价齐升，带动公司业绩快速增长

——健友股份（603707）三季度财报点评

2017 年 10 月 31 日

推荐/首次

健友股份

财报点评

张金洋

分析师

执业证书编号：S1480516080001

zhangjy@dxzq.net.cn

010-66554035

事件：

健友股份 2017 年三季报，2017 年公司前三季度实现营业收入，归母净利、归母扣非净利分别为 7.84 亿、2.24 亿、2.17 亿，同比增长 73.75%、9.16%、149.39%，实现 EPS 0.60 元；

公司 2017 年 Q3 实现营业收入，归母净利分别为 3.00 亿元、1.00 亿元，同比增长 109.37%、466.30%，实现 EPS 0.24 元。

观点：

1. 肝素原料量价齐升，带动公司业绩快速增长

公司 2017 年 Q3 实现营业收入，归母净利、归母扣非净利分别为 3.00 亿元、1.00 亿元，同比增长 109.37%、466.30%，公司业绩超预期。肝素原料业务预计同比增长 50%-60%，贡献较大。

财务指标方面：低分子肝素制剂的加速推广使得销售费用同比大幅上涨，同比增加 227.14%；去年同期收购健进制药确认营业外收入 1.07 亿元（健进制药可辨认净资产公允价值 1.1 亿元，健友收购对价 0.03 亿元），导致公司三季报营业外收入同比减少 98.29%；报告期内继续采购肝素粗品，同时库存肝素粗品涨价导致存货增加 53.72%。

2. 肝素原料涨价趋势确认，赛诺菲订单有望成为业绩新增长点

我国肝素原料出口占全球消耗量的 50%左右，全球肝素原料药需求年增长率约 8%，由于欧美主要市场的肝素原料产能受生猪屠宰量限制，未来国内肝素原料药出口将继续保持优势地位。根据我们的调研，目前肝素粗品价格维持在 25000 元/亿单位，受到猪存栏量不断减少的影响（生猪存栏量自 2013 年 11 月 4.69 亿快速下滑至目前 3.50 亿，为近 10 年来低点），猪小肠采购成本攀升。另外受人工、环保等成本不断升高的影响，叠加大量产能退出，肝素粗品及原料价格将持续上涨。目前肝素原料药出厂价格在 35000 元/亿单位以上。肝素原料收入占公司收入总额的 82%，在本轮肝素涨价趋势中受益明显，公司目前肝素库存充足（三季度末公司存货 10 亿元），足以满足未来公司肝素原料药生产所需。在目前肝素原料持续涨价的趋势下，未来公司业绩增速有保证。

公司已通过了美国 FDA 和欧盟 EDQM 认证，且为目前国内仅有的两家向美国肝素制剂企业出口肝素原料药的企业之一，2017 年公司肝素出口位居国内第一。公司作为 Pfizer 达肝素的原料供应商，2016 年该项业务占公司原料药业务的近 50%，另外 Sagent、Sandoz 等肝素仿制药企业也是公司的重要客户。Sanofi 为全球最大依诺肝素制剂厂商，2016 年 Sanofi 的依诺肝素全球销售额 16.36 亿欧元（同期 Pfizer 的达肝素销售额 3.18 亿美元），Sanofi 对肝素原料的需求远高于 Pfizer（2016 年 Sanofi 向海普瑞采购 9.74 亿元标准肝素

原料)。目前 Sanofi 已开始与公司展开合作, 2017 年上半年与公司签订了 1,920 万美元的肝素原料订单, 预计未来订单量将持续增长, 大客户 Sanofi 将推动公司原料药业务继续高速增长。

3. 制剂板块腾飞在即

国内打造肝素产业链一体化, 营销带动销售增长

根据南方所数据, 国内低分子肝素制剂 2016 年销售约 37 亿元, 同比增长 9.3%。公司自 2014 年开始陆续推进依诺肝素、达肝素和那屈肝素的国内市场销售, 截至 2016 年底, 公司与 129 家经销商建立业务关系, 覆盖终端医院 800 家, 2016 年销售额约 3,700 万元。根据 PDB 数据, 2017 上半年肝素制剂样本医院销售额 2,900 万元, 其中依诺肝素、达肝素、那屈肝素增速分别为 89%、696%和 337%, 肝素制剂板块 2017 全年销售额预计在 1 亿元以内。受产量较低导致生产成本较高的影响, 2016 年毛利率水平偏低 (40.65%), 未来随着产量的快速增长, 毛利率将逐渐上升至行业平均水平。

依诺肝素国际化步伐加速, 注射剂出口前景广阔

- ◆ 公司于 2014 年和 2015 年向美国 FDA 和欧盟 EDQM 提交依诺肝素注册申请, 有望 2018 年底获批上市。其中美国市场方面, 公司与合作伙伴 Sagent 签署协议, Sagent 自完成依诺肝素首次商业化销售后 3 周年起, 每年维持不低于 8% 的市场份额, 未来依诺肝素出口有望为公司制剂板块带来新增量。
- ◆ 公司目前具备 2 条符合 FDA 要求的 cGMP 要求的注射剂生产线, 其中 1 条由公司自建, 1 条自收购健进制药获得 (同时获得的还有 FDA 认证研发实验室), 2016 年公司实现向 Sagent 销售苯磺酸阿曲库胺注射液、氟尿嘧啶注射液、卡铂注射液共计收入 824.50 万元, 充分说明了公司注射剂出口高端市场的能力。2016 年公司与 Sagent 签署研发合同, 对注射用左旋亚叶酸钙、阿糖胞苷、吗替麦考酚酯等产品进行研发, 未来药品海外权益归属于 Sagent, 国内权益归属于健友股份, 公司高质量的研发和生产能力将加速公司制剂业务的扩张。
- ◆ 公司变更募集资金投资项目, 拟将肝素制剂和低分子肝素产能扩大项目结余约 6,500 万元用于投资健进制药的注射剂生产线技改, 建成后预计将达到年产 1300 万支注射剂的生产能力。健进制药在研注射剂产品众多, 根据招股说明书所列, 公司共拥有 7 个 ANDA 和 15 个在研产品, 现有生产线已无法满足新产品生产需求, 未来技改后将成为公司注射剂的扩大生产奠定基础。

结论:

我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 3.12、4.54、6.24 亿元, 同比增长 21.35%、45.54%、37.23%, EPS 分别为 0.74、1.07、1.47 元, 对应 PE 分别为 33x, 22x, 16x。受益于肝素原料市场行情持续升温、下游新客户开发带来的业绩增厚, 以及公司国内、国际制剂业务的迅速成长, 我们看好公司长期发展, 首次覆盖, 给与“推荐”评级。

风险提示:

肝素原料涨价不及预期, 肝素制剂增速不及预期

公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	966	1053	1349	1727	2227	营业收入	469	582	1001	1438	1932
货币资金	432	266	453	480	604	营业成本	340	337	494	688	889
应收账款	61	76	137	197	265	营业税金及附加	4	5	9	13	17
其他应收款	0	2	3	5	6	营业费用	5	10	50	86	135
预付款项	5	12	22	35	53	管理费用	50	85	120	173	232
存货	282	672	697	970	1255	财务费用	-4	0	0	0	0
其他流动资产	183	22	28	28	28	资产减值损失	-0.25	0.53	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	332	469	442	417	390	公允价值变动收益	-3.65	2.02	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3	3	3	3	3	投资净收益	28.40	15.30	0.00	0.00	0.00
固定资产	231	304	284	278	290	营业利润	99	161	327	479	659
无形资产	13	42	37	33	29	营业外收入	2.94	112.70	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	2	16	16	16	16	营业外支出	0.01	0.17	0.00	0.00	0.00
资产总计	1297	1523	1791	2144	2617	利润总额	102	274	332	484	664
流动负债合计	183	173	125	159	195	所得税	14	16	20	29	40
短期借款	101	120	0	0	0	净利润	88	257	313	455	624
应付账款	27	14	34	47	61	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	27	16	16	16	17	归属母公司净利润	88	257	312	454	623
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	125	240	351	504	686
非流动负债合计	22	36	56	56	56	BPS (元)	0.24	0.71	0.74	1.07	1.47
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	205	208	181	216	252	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	1	1	营业收入增长	12.64%	24.15%	71.98%	43.69%	34.36%
实收资本(或股本)	360	360	424	424	424	营业利润增长	66.33%	63.37%	103.29	46.17%	37.58%
资本公积	257	257	257	257	257	归属于母公司净利润	73.41%	193.81	21.35%	45.54%	37.23%
未分配利润	409	619	837	951	1107	获利能力					
归属母公司股东权	1093	1315	1596	1914	2350	毛利率(%)	27.44%	64.68%	50.62%	52.18%	53.98%
负债和所有者权	1297	1523	1777	2130	2603	净利率(%)	18.68%	44.21%	31.23%	31.62%	32.29%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	6.75%	16.89%	17.43%	21.19%	23.82%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	8.01%	19.57%	19.56%	23.74%	26.53%
经营活动现金流	137	-287	300	163	312	偿债能力					
净利润	88	257	313	455	624	资产负债率(%)	16%	14%	10%	10%	10%
折旧摊销	31	78	0	25	27	流动比率	5.27	6.10	10.83	10.85	11.40
财务费用	-4	0	0	0	0	速动比率	3.74	2.21	5.23	4.75	4.98
应收账款减少	0	0	-61	-60	-68	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.33	0.41	0.61	0.74	0.82
投资活动现金流	53	140	4	0	0	应收账款周转率	8	8	9	9	8
公允价值变动收益	-4	2	0	0	0	应付账款周转率	22.04	28.14	41.62	35.53	35.78
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	28	15	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.71	0.74	1.07	1.47
筹资活动现金流	-9	-19	-117	-136	-187	每股净现金流(最新	0.51	-0.46	0.44	0.06	0.29
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.04	3.65	3.77	4.52	5.55
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	64	0	0	P/E	100.38	33.93	32.68	22.46	16.36
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	7.94	6.60	6.39	5.33	4.34
现金净增加额	182	-166	187	27	125	EV/EBITDA	66.50	35.59	27.79	19.30	13.99

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师第一名，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药理学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。