

肝素全产业链布局，注射剂龙头指日可待

——健友股份（603707）半年报点评

分析师：张冬明

SAC NO: S1150115110007

2018年07月19日

医药——化学制药

证券分析师

张冬明

022-28451857

zhangdm@bhq.com

助理分析师

甘英健

SAC No: S1150118020008

ganyingjian@bhq.com

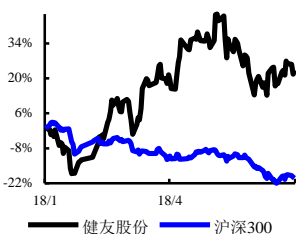
评级：增持

上次评级：

目标价格：

最新收盘价：27.98

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 二季度业绩符合预期，持续高增长

公司18年上半年营收8.50亿元，同比增长75.65%；归属于母公司股东的净利润2.27亿元，同比增长84.24%；扣非后归母净利润2.15亿元，同比增长78.18%；经营性现金流189.11万元，由负转正，较去年同期有大幅改善。

● 肝素龙头，全产业链布局

公司是国内肝素龙头，产业链覆盖始终。公司由于17年与肝素制剂龙头Sanofi建立合作关系，肝素原料药以超过30%的出口市占率位列国内首位，随着肝素原料药价格景气度提升，预计公司18年肝素原料出口量价均大幅提升；公司是国内唯一同时拥有依诺肝素、那屈肝素、达肝素三种低分子肝素制剂生产批件的企业，公司依诺肝素、那屈肝素、达肝素国内市占率分别为2.86%、11.41%、21.28%，市占率还有较大的提升空间（原研占比均在70%以上）。

● 品质接轨国际，注射剂龙头指日可待

公司是国内少数同时通过美国FDA和欧盟EDQM认证的企业之一，子公司健进首个无菌制剂产品于2013年出口美国，是中国第一批无菌注射剂直接销往美国的企业；健进制药研发中心于2016年零缺陷通过美国FDA认证检查，成为中国第一批通过美国FDA认证的无菌制剂研发机构。目前，公司已有卡铂注射液、阿曲库铵注射液等产品在美国市场销售。未来随着在申报和在研品种（包括标准肝素钠注射液、依诺肝素钠注射液）等在美国不断上市，美国无菌注射液销售会成为公司业务的重要增长点。

● 临床推广+互联网思维，未来国内市场销售规模扩大可期

公司国内低分子肝素制剂业务主要通过第三方临床代表学术推广的模式，直接实现对医院终端的对接，成本费用低，市场覆盖范围广，同时借助互联网思维，建立临床代表的管控和服务平台，有效提升第三方临床代表的业务黏性，实现已有市场销售规模的快速扩大。

● 盈利预测与投资评级

公司为肝素全产业链龙头，17年开始肝素原料出口稳居国内第一；制剂方面，公司为国内唯一同时拥有依诺肝素、那屈肝素、达肝素三种低分子肝素制剂生产批件的企业，且市占率还有较大的提升空间，我们看好公司的长期发展。我们预计2018-2020年公司归母净利润分别为4.87亿元、6.34亿元、8.40亿元，同比增速分别为55.1%、30.1%、32.5%，EPS分别为0.88元、1.15元、1.52元，当前股价对应PE分别为32X、24X、18X。我们认为公司成长性高，估值不高，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示： 美国 ANDA 获批速度低于预期的风险；肝素原料药出口价格下行的风险；国内制剂招标价格下行的风险。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营业收入	582	1,113	1,552	2,057	2,811
(+/-)%	24.15%	91.22%	39.48%	32.54%	36.67%
经营利润 (EBIT)	274	352	566	729	956
(+/-)%	180.0%	28.4%	60.8%	28.8%	31.1%
净利润	257	314	487	634	840
(+/-)%	193.8%	22.2%	55.1%	30.1%	32.5%
每股收益 (元)	0.71	0.74	0.88	1.15	1.52

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	266	73	155	247	394	营业收入	582	1113	1552	2057	2811
应收票据	4	2	8	10	14	营业成本	337	597	753	1005	1328
应收账款	76	230	320	425	580	营业税金及附加	5	4	11	14	19
预付款项	12	13	21	31	45	销售费用	10	47	73	107	226
其他应收款	2	15	9	12	16	管理费用	85	123	171	226	309
存货	672	1294	1444	1514	1638	财务费用	0	-4	13	10	3
其他流动资产	22	565	565	565	565	资产减值损失	1	1	1	1	1
长期股权投资	3	3	3	3	3	投资收益	15	7	17	20	23
固定资产	304	274	358	429	490	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	95	128	114	107	104	营业利润	161	352	548	715	948
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	113	4	4	4	4
无形资产	42	42	41	39	37	税前利润	274	356	552	719	952
长期待摊费用	2	2	2	2	2	减：所得税	16	42	65	85	112
资产总计	1523	2695	3095	3439	3944	净利润	257	314	487	634	840
短期借款	120	323	341	217	112	归属于母公司的净利润	257	314	487	634	840
应付票据	0	120	62	69	73	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	14	90	112	121	124	基本每股收益	0.71	0.74	0.88	1.15	1.52
预收款项	16	20	24	30	39	稀释每股收益	0.71	0.74	0.88	1.15	1.52
应付职工薪酬	10	12	12	12	12	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
应交税费	3	21	24	28	32	成长性					
其他应付款	7	19	24	24	24	营收增长率	24.1%	91.2%	39.5%	32.5%	36.7%
其他流动负债	2	1	1	1	1	EBIT 增长率	180.0%	28.4%	60.8%	28.8%	31.1%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	193.8%	22.2%	55.1%	30.1%	32.5%
负债合计	208	642	641	546	465	盈利性					
股东权益合计	1315	2052	2454	2893	3480	销售毛利率	42.1%	46.4%	51.5%	51.2%	52.7%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率	44.2%	28.2%	31.4%	30.8%	29.9%
净利润	257	314	487	634	840	ROE	19.6%	15.3%	19.9%	21.9%	24.1%
折旧与摊销	37	41	29	35	42	ROIC	17.88%	13.03%	17.81%	20.63%	23.43%
经营活动现金流	-287	-235	246	501	585	估值倍数					
投资活动现金流	140	-593	-86	-83	-80	PE	39.2	37.7	31.7	24.4	18.4
融资活动现金流	-19	624	-78	-326	-358	P/S	17.3	10.6	10.0	7.5	5.5
现金净变动	-166	-204	82	92	147	P/B	7.66	5.77	6.30	5.34	4.44
期初现金余额	432	266	73	155	247	股息收益率	0.7%	0.8%	0.9%	1.3%	1.6%
期末现金余额	266	62	155	247	394	EV/EBITDA	31.9	30.8	26.3	20.2	15.2

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所
副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

 张继袖
 +86 22 2845 1845

副所长

 谢富华
 +86 22 2845 1985

计算机行业研究小组

 王洪磊 (部门副经理)
 +86 22 2845 1975
 朱晟君
 +86 22 2386 1319
 王磊

汽车行业研究小组

 郑连声
 +86 22 2845 1904
 张冬明
 +86 22 2845 1857

环保行业研究

 张敬华
 +86 10 6810 4651
 刘蕾
 +86 10 6810 4662

电力设备与新能源行业研究

 刘瑀
 +86 22 2386 1670
 刘秀峰
 +86 10 6810 4658

医药行业研究小组

 张冬明
 +86 22 2845 1857
 赵波
 +86 22 2845 1632
 甘英健

通信 & 电子行业研究小组

 徐勇
 +86 10 6810 4602

餐饮旅游行业研究

 刘瑀
 +86 22 2386 1670
 杨旭
 +86 22 2845 1879

证券行业研究

 张继袖
 +86 22 2845 1845
 洪程程
 +86 10 6810 4609

金融工程研究 & 部门经理

 崔健
 +86 22 2845 1618

权益类量化研究

 李莘泰
 +86 22 2387 3122
 宋旻
 +86 22 2845 1131

衍生品类研究

 祝涛
 +86 22 2845 1653
 李元玮
 +86 22 2387 3121
 郝惊
 +86 22 2386 1600

债券研究

 王琛皞
 +86 22 2845 1802
 冯振
 +86 22 2845 1605
 夏捷
 +86 22 2386 1355

基金研究

 刘洋
 +86 22 2386 1563

流动性、战略研究 & 部门经理

 周喜
 +86 22 2845 1972

策略研究

 宋亦威
 +86 22 2386 1608
 杜乃璇
 +86 22 2845 1945

宏观研究

张扬

博士后工作站

 朱林宁 资产配置
 +86 22 2387 3123

综合质控 & 部门经理

 齐艳莉
 +86 22 2845 1625

机构销售 & 投资顾问

 朱艳君
 +86 22 2845 1995

风控专员

 白骐玮
 +86 22 2845 1659

合规专员

 任宪功
 +86 10 6810 4615

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn