



东兴证券
DONGXING SECURITIES

注射剂出口业务即将爆发，业绩快速增长符合预期

——健友股份（603707）2018年三季度报点评

2018年10月18日

强烈推荐/维持

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 2018年三季度报：2018年公司前三季度实现营业收入、归母净利润、归母扣非净利分别为13.14亿、3.34亿、3.17亿，同比增长66.39%、49.54%、45.86%，实现EPS 0.61元。

2018年第三季度实现营业收入、归母净利润、归母扣非净利分别为4.55亿、1.07亿、1.02亿，同比增长51.47%、6.93%、5.48%，实现EPS 0.19元。

观点：

1. 业绩快速增长符合预期：

公司前三季度实现营业收入、归母净利润、归母扣非净利分别为13.14亿、3.34亿、3.17亿，同比增长66.39%、49.54%、45.86%，预计肝素原料营收9亿元左右，同比增长38.39%，国内低分子肝素制剂销售量900万支左右，同比增长超过200%；

公司第三季度实现营业收入、归母净利润、归母扣非净利分别为4.55亿、1.07亿、1.02亿，同比增长51.47%、6.93%、5.48%，去年同期利润受新增的赛诺菲肝素原料订单影响基数较高，今年三季度受国内制剂低开转高开（销售费用同比增加1.21亿元）以及大幅投入注射剂研发（全年预计研发投入1-1.2亿元）等因素所影响，利润增速低于收入增速，整体业绩符合预期。

财务指标方面：销售费用率11.05%，国内低分子肝素制剂的加速推广和两票制的落地使得销售费用同比大幅上涨524.30%；扣除研发费用的管理费用率2.17%，同比减少23.02%，报告期内成都和南京注射剂产线产能利用率均有所提升；公司继续加大注射剂出口和国内转报的研发投入，前三季度研发投入8,493万元，同比增长94.29%；财务费用率1.00%，同比上升1.16pp，报告期内利息费用增加，上半年汇兑收益371.65万元。

2. 多个注射剂获批ANDA，注射剂出口逻辑不断强化

注射剂出口产品梯队迅速壮大：目前公司拥有注射剂ANDA超过10个（包括合作产品），报告期内阿糖胞苷注射液（ANDA号：205696）以及注射用盐酸吉西他滨（ANDA号：091365）获得FDA批准，预计标准肝素注射剂也将于2018年底获批，此外苯磺酸阿曲库铵注射液的ANDA从成都健成功转移至南京健友生产线，2018年下半年实现生产。ANDA的不断获批以及成功转产充分证明了公司在注射剂研发生产方面的实力。截至2017年末，公司共有在研注射剂ANDA项目28个，主要研发产品包括抗肿瘤、抗凝血、麻醉等领域中美国市场规模较大或竞争格局好的优质产品。目前已公告处于研发/ANDA申请阶段注射剂产品十余个（彭博终端数据显示美国市场容量超过50亿美元），公司预计2019年将有5-7个ANDA获批，至2020年将会有20多个注射剂ANDA获批。

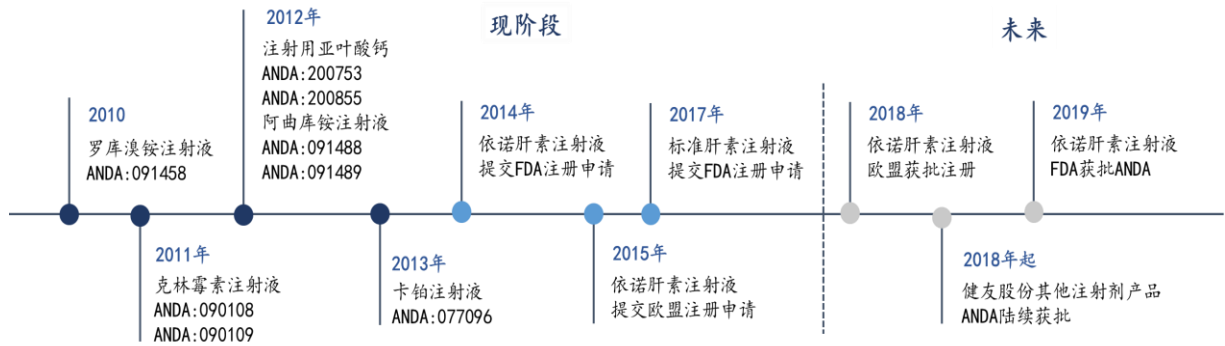
中美双报注射剂开启想象空间: 公司2017年报告了20余个在研注射剂产品, 其中5个已进入美国和中国同时申报注册阶段, 预计2019年将有10个品种左右进入国内转报流程, 其中3个品种以上在2019年国内上市, 未来2-3年健友股份将有数十个注射剂产品在美欧和中国市场同时上市, 公司注射剂出口龙头企业地位逐渐形成。

注射剂龙头企业指日可待: 健友股份作为国内少有的高端FDA标准注射剂生产企业, 对注射剂出口布局早(南京健友、成都健进分别于2010年、2006年开始推进注射剂出口美国项目)、高管及业务人员能力超群(领导层均为海归背景, 研发及生产负责人此前均在美国负责注射剂业务), 逐步打造核心产品依诺肝素+小分子抗肿瘤注射剂+其他重磅注射剂的高端注射剂出口全产品链, 未来将受益于高毛利美国市场(国际), 以及一致性评价带来的注射剂市场洗牌(国内)双重优势, 成为中国高端注射剂生产龙头企业。

表 1: 公司部分已公告注射剂产品管线整理

所属状态	注射剂产品	2017年美国销售(百万美元)	美国在售企业	
健友持有 ANDA	卡铂	64.84	4家	
	苯磺酸阿曲库铵	4.13	3家	
	博来霉素	7.51	4家	
	阿糖胞苷	46.35	4家	
Sagent 持有 ANDA	亚叶酸钙	53.99	3家	
	罗库溴铵	73.95	4家	
	克林霉素	13.09	5家	
	氟尿嘧啶	44.96	3家	
Dr.Reddy's 合作产品	肝素钠	440.97	7家	
	吉西他滨	85.85	10家	
ANDA 自主申报中 自主研发中	依诺肝素	1739.06	4家	
	米力农	43.85	3家	
	鲑降钙素	130.15	2家	
	瑞加德松	599.52	1家	
	度骨化醇	224.46	4家	
	罗库溴铵	73.95	4家	
	苯达莫司汀	785.63	1家	
	与 Sagent 合作研发中	左旋亚叶酸钙	152.38	6家
		阿扎胞苷	307.12	5家
		卡莫司汀	91.92	1家
吗替麦考酚酯		45.11	3家	
	苯磺顺阿曲库铵	80.05	3家	

资料来源: 公司招股说明书, Bloomberg, 东兴证券研究所

图 1：公司面向美欧市场注射剂产品管线丰富，2019 年将迎来爆发


资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

表 2：公告注射剂产品研发/注册进度

在研注射剂编号	药品基本信息	研发（注册）所属阶段	研发（注册）进展	已申报厂家	已批准的国产仿制厂家
CB004	化药 3 类； 抗癌用药	中、美已申报	资料审核中	14	0
CW009	化药 3 类； 影像诊断用药	中、美已申报	资料审核阶段	1	0
CL001	化药 4 类； 抗癌辅助用药	美国已申报、中国申报准备阶段	FDA 资料审核中,中国资料整理阶段	9	5
CW017	化药 4 类； 抗凝血用药	美国已申报、中国申报准备阶段	资料审核阶段	21	21
CW015	化药 4 类； 麻醉用药	中国已申报、美国申报准备阶段	CFDA 资料审核中,美国资料整理阶段	15	2
CW007	化药 3 类； 分泌系统用药	申报准备中	展示批已完成，整理资料	1	0
CM003	化药 4 类； 抗癌用药	申报准备阶段	展示批已完成，整理资料	8	7
CW014	化药 4 类； 麻醉用药	稳定性考察阶段	持续研究中	2	1
CNM001	化药 4 类； 利尿药	稳定性考察阶段	持续研究中	21	7
CA005	化药 4 类； 抗癌用药	展示批生产阶段	持续研究中	9	0
CNF002	化药 3 类； 抗凝血药	展示批生产阶段	持续研究中	8	0
CW010	化药 3 类； 降血脂用药	研发阶段	持续研究中	3	0
CW001.01	化药 4 类；抗凝	研发阶段	持续研究中	12	7

血药					
CD008	未公告	未公告	未公告	未公告	未公告
CB003	未公告	未公告	未公告	未公告	未公告
CW007	未公告	未公告	未公告	未公告	未公告
CW014	未公告	未公告	未公告	未公告	未公告
CW0015	未公告	未公告	未公告	未公告	未公告
CW017	未公告	未公告	未公告	未公告	未公告
CC010	未公告	未公告	未公告	未公告	未公告
CW006	未公告	未公告	未公告	未公告	未公告

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

3. 肝素原料业务继续快速增长，未来持续看好

预计公司 2018 年前三度肝素原料销售收入 9 亿左右，同比增长 38.39%，未来我们持续看好公司肝素原料业务：

销量的逻辑：2017 年全球第一大肝素原料客户赛诺菲（用量占全球一半，10+ 万亿单位肝素原料年采购量）主动恢复与健友的合作。赛诺菲此前 60% 的肝素原料自中国采购，由于 2011 年后对口服抗凝新药上市的错误判断而降低肝素原料库存，导致目前库存缺口巨大（5 万亿单位以上的肝素原料供应缺口，未来 2-3 年之内逐渐恢复）。健友拥有全球低分子肝素制剂最大客户（赛诺菲+辉瑞），而目前现在均有强烈补库存的需求（辉瑞肝素原料库存也属于较低状态）。

价格的逻辑：自 2011 年价格达到顶峰开始，肝素原料药一直处于下游去库存的降价周期中，2016 年肝素原料价格接近底部，2017 年开始不断回暖，影响因素有环保的不断趋严，也有上游屠宰/肝素粗品企业对价格上涨的一致预期。对于肝素原料产业链的上游（屠宰、肠衣、肝素粗品厂）和中游（健友等肝素原料生产企业），缓慢涨价可以保证利润，并且将涨价顺利传导至下游肝素制剂企业；下游如赛诺菲、辉瑞等肝素制剂原研企业对肝素原料价格不敏感，主要追求高质量、充足且稳定的肝素原料供应。未来肝素原料价格依然会处于长期缓慢上涨通道中。

4. 国内低分子肝素注射剂业务快速增长：

销量继续爆发，未来持续高增长可期：公司前三季度低分子肝素制剂销售量 900 万支左右，同比增长超过 200%。公司是为国内唯一同时生产依诺肝素、那曲肝素和达肝素三种分类低分子肝素制剂的企业，目前国内此三种主流低分子肝素制剂依然由原研生产厂家赛诺菲、GSK 和辉瑞占据主要市场份额，进口替代空间极大。根据 PDB 样本医院数据显示，2017 年依诺肝素、那屈肝素和达肝素销量增速分别为 74%、99%、298%；对比国内其他低分子肝素生产企业，健友股份的低分子肝素产品增速较快，目前达肝素在样本医院销售量已仅次于原研企业辉瑞。

精细化招商管理助力产品销售快速增长：公司围绕处方药招商模式打造了精细化管理平台，将一线销售代表、招商经理、企业市场部紧密连接在了一起。通过对低分子肝素制剂广义/狭义竞品的市场分析（包括目标科室同类产品销售数据、竞品优缺点以及销售策略等），让一线代表充分了解所面对的市场情况，借助管理平台的信息优势，针对不同竞争产品的痛点进行目标科室产品推广；紧密连接一线代表与医生之间关系，针对不同科室和疾病种类，有的放矢的进行产品营销。

适应症拓展和旧换新：国内低分子肝素市场约 60 亿元（2 亿支/年），市场高速扩容（年均增速>15%），源于国内对低分子肝素产品抗凝适应症的不断理解和开发（中国人均用量仅欧洲十分之一，国内仅透析和心血管疾病大量使用低分子肝素，对于骨科手术、妇产科复发性流产、肿瘤科等需要抗凝抗栓的治疗领域使用严重不足），国内三甲医院已经开始重视对静脉血栓的防治，未来低分子肝素市场将长期保持高速增长状态；而对于目前国内的低分子肝素制剂市场，一半左右的产品是 2010 年以前获批的低分子肝素钠/钙，质量与原研产品（依诺/那曲/达肝素）有差距，随着临床医生教育的不断深入和一致性评价的落地（低分子肝素钠/钙无参比制剂，无法通过一致性评价），未来 30 亿元的市场将由健友等拥有原研同等品质低分子肝素产品的厂家所分享。

结论：

我们预计公司2018-2020年归母净利润分别为4.53、6.37、9.17亿元，同比增长44.30%、40.54%、43.83%，EPS分别为0.82、1.15、1.66元，对应PE分别为23x、16x、11x；公司即将成为注射剂出口龙头企业，受益于注射剂出口业务的迅速成长、未来注射剂反哺国内红利的逐步兑现、国内低分子肝素制剂销售的快速放量，以及肝素原料药业务稳定贡献现金流，我们看好公司长期发展，继续维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

肝素原料订单不及预期，低分子肝素制剂增速不及预期，注射剂出口申报进度不及预期

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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1053	2192	2825	3477	4139	营业收入	582	1113	1885	2649	3519
货币资金	266	73	339	477	633	营业成本	337	597	972	1338	1696
应收账款	76	230	361	290	289	营业税金及附加	5	4	17	24	32
其他应收款	2	15	25	35	46	营业费用	10	47	207	278	369
预付款项	12	13	32	59	93	管理费用	85	123	179	291	387
存货	672	1294	2023	2566	3020	财务费用	0	-4	0	0	0
其他流动资产	22	565	28	28	28	资产减值损失	0.53	0.96	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	469	503	463	440	414	公允价值变动收益	2.02	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3	3	3	3	3	投资净收益	15.30	6.77	0.00	0.00	0.00
固定资产	304	274	257	253	266	营业利润	161	352	509	718	1034
无形资产	42	42	38	34	30	营业外收入	112.70	4.06	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	16	46	30	30	30	营业外支出	0.17	0.30	0.00	0.00	0.00
资产总计	1523	2695	3288	3916	4553	利润总额	274	356	514	723	1039
流动负债合计	173	607	733	915	910	所得税	16	42	61	85	123
短期借款	120	323	488	605	535	净利润	257	314	454	638	917
应付账款	14	90	67	92	116	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	16	20	20	20	21	归属母公司净利润	257	314	453	637	917
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	240	430	531	741	1060
非流动负债合计	36	36	56	56	56	EPS (元)	0.71	0.81	0.82	1.15	1.66
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	208	642	789	971	966	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	1	1	营业收入增长	24.15%	91.22%	69.40%	40.54%	32.82%
实收资本(或股本)	360	424	552	552	552	营业利润增长	63.37%	118.81%	44.56%	40.90%	44.10%
资本公积	257	617	617	617	617	归属于母公司净利润	193.81%	22.15%	44.30%	40.54%	43.83%
未分配利润	619	906	1223	1382	1611	获利能力					
归属母公司股东权	1315	2052	2498	2944	3586	毛利率(%)	42.09%	64.68%	48.43%	49.50%	51.80%
负债和所有者权益	1523	2695	3288	3916	4553	净利率(%)	44.21%	28.24%	24.08%	24.07%	26.06%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	19.57%	15.31%	18.15%	21.64%	25.56%
经营活动现金流	-287	-235	97	212	501	偿债能力					
净利润	257	314	454	638	917	资产负债率(%)	14%	24%	24%	25%	21%
折旧摊销	78	82	0	23	25	流动比率	6.10	3.61	3.85	3.80	4.55
财务费用	0	-4	0	0	0	速动比率	2.21	1.48	1.09	1.00	1.23
应收账款减少	0	0	-132	71	1	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.41	0.53	0.63	0.74	0.83
投资活动现金流	140	-593	19	0	0	应收账款周转率	8	7	6	8	12
公允价值变动收益	2	0	0	0	0	应付账款周转率	28.14	21.35	24.07	33.49	33.87
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	15	7	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.71	0.81	0.82	1.15	1.66
筹资活动现金流	-19	624	151	-75	-344	每股净现金流(最新)	-0.46	-0.48	0.48	0.25	0.28
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.65	4.85	4.52	5.33	6.49
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	64	129	0	0	P/E	26.37	23.02	22.81	16.23	11.28
资本公积增加	0	360	0	0	0	P/B	5.13	3.86	4.14	3.51	2.88
现金净增加额	-166	-204	266	138	157	EV/EBITDA	27.52	19.00	19.75	14.12	9.66

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。北京大学药剂学硕士、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

邓云龙

医药生物行业分析师，首都医科大学药剂学硕士，曾就职于中国医药集团，2017年8月加盟东兴证券研究所。

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。