



603707.SH

增持

市场价格：人民币 35.99

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	91.4	5.8	(4.8)	32.7
相对上证指数	67.9	0.8	(0.9)	25.7

发行股数(百万)	553
流通股(%)	52
总市值(人民币 百万)	19,891
3个月日均交易额(人民币 百万)	108
净负债比率(%) (2019E)	7
主要股东(%)	
谢菊华	28

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年7月1日收市价为标准

相关研究报告

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

高睿婷

(8621)20328514

ruitng.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

健友股份

肝素原料药下半年继续向好，注射剂出口进入收获期

公司是国内肝素原料药主要供应厂商及国内注射剂国际化先锋企业，2019年国内肝素市场延续高景气度，受猪瘟及上游供给收缩影响行业供求格局持续偏紧，肝素价格有望继续提升。同时公司很早开始布局注射剂出口业务，目前已获批11个注射剂ANDA，逐步打造肝素+高端注射剂的出口产品线，近期公司肝素钠注射剂已在美国获批，依诺肝素也已在欧洲获批，注射剂出口业务开始进入放量期，打开更大发展空间。看好公司长期成长潜力，给予增持评级，重点推荐。

支撑评级的要点

- **注射剂出口进入收获期，产品线逐步完善：**公司是国内较早开始布局注射剂国际化的企业之一，拥有三条FDA审核的无菌注射剂生产线，目前已有11个注射剂ANDA产品获批，卡铂、阿曲库铵等产品已在美销售，同时有近30个在研和在申报品种，预计每年可新增获批约10个，形成覆盖肝素、抗癌、心脑血管、麻醉等领域的全科产品线。目前已有肝素钠注射剂在美上市，且重磅产品依诺肝素在欧洲获批，19年上市销售将带来业绩爆发式增长，后续报批产品将贡献源源不断的动力，有望成为国内注射剂出口领军企业。
- **肝素原料制剂一体化持续向好：**肝素原料供给持续偏紧，中国作为增量市场受猪瘟影响存栏量达历史低点，供需缺口持续扩大，景气度高企。公司拥有赛诺菲、辉瑞、Sandoz、Sagent等下游肝素制剂大客户，且前期储备了较多粗品库存，有望享受低成本库存带来的利润空间，并在供给紧缩时凭借自身供应能力获得更大市场份额。

估值

- 公司享受肝素景气度上升利好，同时注射剂国际化开始逐步放量，预期将带来较大业绩弹性。预计2019-2021年公司实现净利润分别为5.81、8.37、11.37亿元，对应EPS分别为1.05、1.52、2.01元。给予增持评级，推荐重点关注。

评级面临的主要风险

- 肝素行业景气度下降的风险；制剂产品销售不达预期的风险。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,113	1,700	2,406	3,511	4,607
变动(%)	91	53	42	46	31
净利润(人民币 百万)	314	425	581	837	1,137
全面摊薄每股收益(人民币)	0.742	0.769	1.052	1.516	2.058
变动(%)	3.8	3.6	36.9	44.1	35.8
全面摊薄市盈率(倍)	48.5	46.8	34.2	23.7	17.5
价格/每股现金流量(倍)	(65.0)	318.8	(118.1)	(824.5)	22.4
每股现金流量(人民币)	(0.55)	0.11	(0.30)	(0.04)	1.61
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.7	40.3	28.7	20.2	14.7
每股股息(人民币)	0.150	0.150	0.210	0.303	0.412
股息率(%)	0.4	0.4	0.6	0.8	1.1

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,113	1,700	2,406	3,511	4,607
销售成本	(600)	(863)	(1,198)	(1,759)	(2,291)
经营费用	(130)	(346)	(508)	(743)	(972)
息税折旧前利润	382	491	701	1,008	1,344
折旧及摊销	(41)	(40)	(47)	(51)	(55)
经营利润 (息税前利润)	341	451	654	958	1,289
净利息收入/(费用)	4	0	(31)	(42)	(37)
其他收益/(损失)	11	16	30	25	25
税前利润	356	468	653	941	1,277
所得税	(42)	(43)	(72)	(103)	(141)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	314	425	581	837	1,137
核心净利润	315	425	583	839	1,139
每股收益 (人民币)	0.742	0.769	1.052	1.516	2.058
核心每股收益 (人民币)	0.743	0.770	1.056	1.518	2.061
每股股息 (人民币)	0.150	0.150	0.210	0.303	0.412
收入增长(%)	91	53	42	46	31
息税前利润增长(%)	137	32	45	46	35
息税折旧前利润增长(%)	111	29	43	44	33
每股收益增长(%)	4	4	37	44	36
核心每股收益增长(%)	1	4	37	44	36

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	356	468	653	941	1,277
折旧与摊销	41	40	47	51	55
净利息费用	(4)	(0)	31	42	37
运营资本变动	42	255	37	765	312
税金	(42)	(43)	(72)	(103)	(141)
其他经营现金流	(627)	(657)	(865)	(1,719)	(653)
经营活动产生的现金流	(235)	62	(168)	(24)	887
购买固定资产净值	(1)	29	40	45	45
投资减少/增加	6	8	10	10	10
其他投资现金流	(599)	167	(80)	(90)	(90)
投资活动产生的现金流	(593)	204	(30)	(35)	(35)
净增权益	(64)	(83)	(116)	(167)	(227)
净增债务	203	(3)	183	401	(457)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	484	3	(67)	(145)	(258)
融资活动产生的现金流	624	(56)	52	192	(721)
现金变动	(204)	211	(146)	133	132
期初现金	266	73	435	289	421
公司自由现金流	(828)	267	(198)	(59)	852
权益自由现金流	(629)	263	16	384	432

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	639	581	533	740	789
应收帐款	246	255	461	601	822
库存	1,294	1,952	2,685	4,323	5,054
其他流动资产	13	51	16	84	58
流动资产总计	2,192	2,838	3,695	5,748	6,723
固定资产	403	471	457	443	426
无形资产	45	74	82	89	97
其他长期资产	53	17	32	34	28
长期资产总计	501	562	570	567	551
总资产	2,695	3,402	4,267	6,317	7,274
应付帐款	210	512	746	1,639	2,163
短期债务	323	320	477	782	447
其他流动负债	74	115	80	167	148
流动负债总计	607	947	1,303	2,587	2,758
长期借款	0	0	26	122	0
其他长期负债	36	34	35	35	35
股本	424	552	552	552	552
储备	1,628	1,885	2,350	3,020	3,929
股东权益	2,052	2,438	2,903	3,572	4,482
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,695	3,402	4,267	6,317	7,274
每股帐面价值 (人民币)	4.84	4.41	5.25	6.47	8.11
每股有形资产 (人民币)	4.74	4.28	5.11	6.31	7.94
每股净负债/(现金)(人民币)	0.59	(0.21)	0.39	0.87	(0.19)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	34.4	28.9	29.1	28.7	29.2
息税前利润率(%)	30.7	26.5	27.2	27.3	28.0
税前利润率(%)	32.0	27.5	27.1	26.8	27.7
净利率(%)	28.2	25.0	24.2	23.8	24.7
流动性					
流动比率(倍)	3.6	3.0	2.8	2.2	2.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	21.0	22.9	35.2
净权益负债率(%)	12.2	净现金	7.4	13.5	净现金
速动比率(倍)	1.5	0.9	0.8	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	48.5	46.8	34.2	23.7	17.5
核心业务市盈率(倍)	48.4	46.7	34.1	23.7	17.5
市净率(倍)	7.4	8.2	6.9	5.6	4.4
价格/现金流(倍)	(65.0)	318.8	(118.1)	(824.5)	22.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	52.7	40.3	28.7	20.2	14.7
周转率					
存货周转天数	597.5	686.1	706.6	726.9	747.1
应收帐款周转天数	53.9	53.8	54.3	55.2	56.3
应付帐款周转天数	36.7	77.5	95.5	124.0	150.6
回报率					
股息支付率(%)	20.2	19.5	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	18.7	18.9	21.8	25.9	28.2
资产收益率(%)	14.3	13.4	15.2	16.1	16.9
已运用资本收益率(%)	4.1	4.1	4.7	5.3	6.0

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测