

2018年01月28日

健友股份 (603707.SH)

健友股份：业绩略超预期，注射剂海外出口有序推进

■事件：公司发布2017年业绩报告，2017年公司实现销售收入11.13亿元，较去年同期增长91.22%；实现归属母公司净利润3.14亿元，较去年同期增长22.15%；实现扣非归母净利润3.06亿元，较去年同期增长130.07%；实现EPS 0.81元，业绩略超预期。

公司发布2017年利润分配方案，2017年以公司总股本4.235亿股为基数，向全体股东每10股派发现金红利1.5元（含税），同时以公积金向全体股东每10股转增3股。

■全年各项经营指标优秀，公司业绩略超预期：2017年公司整体业绩略超预期，公司综合毛利率达到46.38%，较去年同期提升4.29pct；扣非净利润率27.46%，较去年同期提升4.64pct，从利润率提升来看2017年公司在提前库存下充分享受了价格上涨带来的经营指标的提升。从单季度数据来看，公司2017Q4单季度实现收入3.29亿元，较去年同期增长151.51%（较Q3单季度增长环比提升42.14pct）；从毛利率端看，2017Q4公司单季度综合毛利率46.91%，较去年同期Q4提升了5.33pct，但环比却下降了3.26pct（Q3单季度毛利率高达50.17%），整体而言，Q4单季度收入增长较快且综合毛利率仍保持在较高位置。

■肝素原料药量价齐升，国内低分子肝素制剂放量增长：分产品结构来看，2017年公司肝素原料药实现销售收入9.19亿元，较去年同期增长了95.05%，毛利率45.65%，较去年同期提升了4.87pct，肝素原料药销售量3.59万亿单位，较去年同期提升36.72%，出口均价2.56亿元/万亿单位，较去年同期价格上涨42.66%，肝素原料药量价齐升；国内低分子肝素制剂实现销售收入1.10亿元，较去年同期大幅提升193.81%，毛利率67.69%，较去年同期大幅提升27.05pct，国内低分子肝素放量明显。

■加大国内制剂销售推广投入降低管理成本，整体费用控制良好：2017年全年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为4.22%、11.05%、-0.39%；销售费用率提升2.51pct，预计国内制剂销售投入加强所致；管理费用率下降明显，降低3.53pct，期间三项费用合计14.88%，较去年同期降低1.48%pct，整体费用控制较为良好。

■加大研发投入，制剂中美双报有序推进：2017年公司研发投入7718.52万元，营收占比达到6.94%。截至2017年末，公司共有在研项目28项，

公司快报

证券研究报告

化学原料药

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**35.40元**
股价(2018-01-26) **28.85元**

交易数据

总市值(百万元)	12,217.98
流通市值(百万元)	1,831.98
总股本(百万股)	423.50
流通股本(百万股)	63.50
12个月价格区间	10.38/29.19元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.81	11.22	-12.63
绝对收益	11.43	15.35	

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006
cuiwl@essence.com.cn
010-83321412

梁静静

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517120003
liangjj@essence.com.cn

相关报告

- 健友股份：受益肝素提价 Q3 净利润环比大幅改善，三季度扣非净利润增速 147%-159%超预期/崔文亮 2017-10-18
- 健友股份：原料迎来量价齐升，制剂开启中美双报/崔文亮 2017-09-08

其中已经申报 4 项，其中抗癌药 CB004、影像诊断用药 CW009 已经提交中美双报审评中，抗癌辅助药 CL001、抗凝血药 CW017 美国已申报审评中，麻醉用药 CW015 中国已申报，研发产品包括麻醉、抗感染、抗肿瘤、抗凝血、泌尿系统等多个领域。

■ **推出限制性股权激励草案，激发团队积极性提高经营效率：**公司拟向包括吴桂萍在内的核心董事、高管、中层管理人员、核心技术人员等激励对象 113 人授予限制性股票总量不超过 203.50 万股，首次授予 162.80 万，预留 40.70 万，授予价格不低于 14.20 元/股；解除限售业绩考核目标为以 2018-2019 年净利润增长分别为 30.00%、23.08%、18.75%；按照三次解除限售，授予完成之日起 12-24、24-36、36-48 个月解除限售比例分别为 40%、30%、30%。预留部分按照授予完成之日起 12-24、24-36 个月解除限售比例分别为 50%、50%。2018-2021 年预计摊销成本分别为 269.07、788.83、834.18、69.52 万元。限制性股权激励的推出，有利于激发公司管理团队积极性、提高经营效率，对于公司的发展带来积极影响。

■ **投资建议：**维持买入-A 投资评级，6 个月目标价 35.40 元。我们预计公司 2018 年-2020 年的收入增速分别为 57.28%、29.22%、16.59%，净利润分别为 5.01、6.70、8.01 亿元，增速分别为 59.55%、33.97%、19.48%，EPS 分别为 1.18、1.58、1.89 元，对应 PE 分别为 24、18、15 倍，成长性突出；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 35.40 元，相当于 2018 年 30.00 倍的动态市盈率。

■ **风险提示：**肝素原料药价格下跌；肝素粗品价格大幅提升成本压力变大；依诺肝素钠海外获批不及预期

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	581.9	1,112.7	1,749.0	2,260.0	2,635.4
净利润	257.2	314.2	500.7	670.4	800.5
每股收益(元)	0.61	0.74	1.18	1.58	1.89
每股净资产(元)	3.10	4.85	6.03	7.61	9.50

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	47.5	38.9	24.4	18.2	15.3
市净率(倍)	9.3	6.0	4.8	3.8	3.0
净利润率	44.2%	28.2%	28.6%	29.7%	30.4%
净资产收益率	19.6%	15.3%	19.6%	20.8%	19.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	20.2%	26.8%	22.2%	35.8%	29.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	581.9	1,112.7	1,749.0	2,260.0	2,635.4	成长性					
减:营业成本	337.0	596.7	924.5	1,191.7	1,359.6	营业收入增长率	24.1%	91.2%	57.2%	29.2%	16.6%
营业税费	5.4	3.8	5.6	9.0	13.4	营业利润增长率	63.4%	118.8%	58.1%	32.4%	21.0%
销售费用	10.0	47.0	70.0	79.1	88.0	净利润增长率	193.8%	22.2%	59.3%	33.9%	19.4%
管理费用	84.8	123.0	192.0	247.5	288.3	EBITDA 增长率	76.7%	95.8%	54.7%	29.3%	19.7%
财务费用	0.4	-4.3	1.7	-2.3	-4.1	EBIT 增长率	70.1%	115.6%	60.5%	31.6%	20.9%
资产减值损失	0.5	1.0	2.0	1.5	1.5	NOPLAT 增长率	85.5%	102.3%	62.9%	33.2%	19.3%
加:公允价值变动收益	2.0	-	-	-	-	投资资本增长率	52.4%	96.2%	-17.2%	46.3%	-9.8%
投资和汇兑收益	15.3	6.8	4.0	4.0	4.0	净资产增长率	20.3%	56.1%	24.4%	26.3%	24.8%
营业利润	161.1	352.4	557.1	737.5	892.7	利润率					
加:营业外净收支	112.5	3.8	2.3	2.6	2.4	毛利率	42.1%	46.4%	47.1%	47.3%	48.4%
利润总额	273.6	356.2	559.5	740.2	895.1	营业利润率	27.7%	31.7%	31.9%	32.6%	33.9%
减:所得税	16.4	42.0	58.8	69.8	94.6	净利润率	44.2%	28.2%	28.6%	29.7%	30.4%
净利润	257.2	314.2	500.7	670.4	800.5	EBITDA/营业收入	34.1%	35.0%	34.4%	34.4%	35.3%
						EBIT/营业收入	27.8%	31.3%	32.0%	32.5%	33.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	165	93	52	34	23
						流动资产周转天数	367	416	342	309	312
						流动资产周转天数	625	525	468	432	482
						应收帐款周转天数	43	52	48	48	48
						存货周转天数	295	318	275	267	258
						总资产周转天数	872	682	564	498	533
						投资资本周转天数	587	549	423	365	354
						投资回报率					
						ROE	19.6%	15.3%	19.6%	20.8%	19.9%
						ROA	16.9%	11.7%	18.0%	19.3%	18.4%
						ROIC	20.2%	26.8%	22.2%	35.8%	29.2%
						费用率					
						销售费用率	1.7%	4.2%	4.0%	3.5%	3.3%
						管理费用率	14.6%	11.1%	11.0%	11.0%	10.9%
						财务费用率	0.1%	-0.4%	0.1%	-0.1%	-0.2%
						三费/营业收入	16.4%	14.9%	15.1%	14.3%	14.1%
						偿债能力					
						资产负债率	13.7%	23.8%	8.4%	7.1%	7.3%
						负债权益比	15.8%	31.3%	9.2%	7.6%	7.9%
						流动比率	6.10	3.61	11.58	14.49	14.03
						速动比率	2.21	1.48	4.81	5.14	7.70
						利息保障倍数	392.55	-80.16	327.94	-314.02	-214.66
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	257.2	314.2	500.7	670.4	800.5	EPS(元)	0.61	0.74	1.18	1.58	1.89
加:折旧和摊销	37.5	41.2	43.0	43.0	43.0	BVPS(元)	3.10	4.85	6.03	7.61	9.50
资产减值准备	0.5	-2.3	-	-	-	PE(X)	47.5	38.9	24.4	18.2	15.3
公允价值变动损失	-2.0	-	-	-	-	PB(X)	9.3	6.0	4.8	3.8	3.0
财务费用	0.2	-4.0	1.7	-2.3	-4.1	P/FCF	-103.5	-20.9	21.6	-63.8	11.4
投资损失	-15.3	-6.8	-4.0	-4.0	-4.0	P/S	21.0	11.0	7.0	5.4	4.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	31.2	19.2	15.1	11.4
营运资金的变动	-298.2	-1,130.0	369.4	-911.2	220.4	CAGR(%)	37.6%	36.6%	78.8%	37.6%	36.6%
经营活动产生现金流量	-286.8	-234.6	910.7	-204.1	1,055.7	PEG	1.3	1.1	0.3	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	139.5	-592.9	4.0	4.0	4.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-19.0	623.7	-325.1	2.3	4.1	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮、梁静静声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	? 0755-82558183?	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034