

## 增长确定&空间广阔，继续强烈看好

### ——健友股份（603707）年报点评

#### 核心观点：

#### 1. 事件：

公司发布 2017 年报。2017 年公司实现营收 11.13 亿元，同比增长 91.22%；实现归属上市公司股东净利润 3.14 亿元，同比增长 22.15%；实现扣非归母净利润 3.06 亿元，同比增长 130.07%。实现 EPS 0.81 元。全年归母净利增速较低主要系去年收购健进制药形成负商誉 1.13 亿元，导致去年同期非经常性损益较大。10 派 1.5 转 3。

其中，2017 年第四季度公司实现营收 3.29 亿元，同比增长 151.51%；实现归母净利 0.91 亿元，同比增长 72.99%；实现扣非归母净利 0.88 亿元，同比增长 93.21%，实现 EPS 0.21 元。

财务方面，销售费用同比增加 371.81%，主要系报告期内制剂销售逐步扩大，各项费用增加所致；管理费用同比增加 44.95%，主要系研发投入增加所致；财务费用同比降低 1155.60%，主要系汇率变动导致；经营性现金流净额-2.35 亿元，同比增加 18.2%，主要系公司为维持原材料战略储备，加大肝素粗品采购量所致；投资性现金流净额同比降低 524.92%，主要系募投项目持续投入及增加理财投入所致；筹资性现金流净额同比增加 3375.48%，主要系上市筹集募集资金所致。

**公司推出限制性股票激励计划。**本次激励计划拟授予限制性股票总数不超过 203.62 万股，占公司股本总额的 0.4808%。其中，首次授予 162.896 万股，预留 40.824 万股。首次授予的激励对象为包含副总经理吴桂萍在内的高层管理人员、核心管理/技术/业务骨干共计 113 人，授予价格为 14.2 元/股，解锁条件以 2017 年扣非归母净利为基数，2018-2020 年增速分别不低于 30%、60%和 90%，解除限售比例分别为 40%、30%和 30%。

健友股份(603707.SH)

**推荐**维持评级

#### 分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

王晓琦 010-66568589

(wangxiaoqi@chinastock.com.cn)

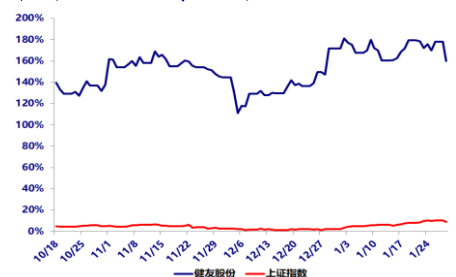
对本报告的编制提供信息。

#### 市场数据

2018-1-29

A 股收盘价(元)	27.01
A 股一年内最高价(元)	30.88
A 股一年内最低价(元)	10.38
上证指数	3523.00
市盈率	36.40
总股本(万股)	42350.00
实际流通 A 股(万股)	6350.00
限售的流通 A 股(万股)	36000.00
流通 A 股市值(亿元)	17.15

#### 相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

#### 相关研究

1. 2017-10-31 健友股份三季报点评：业绩超预期，继续重点推荐
2. 2017-08-25 健友股份跟踪报告：潜力很大的肝素及制剂出口龙头

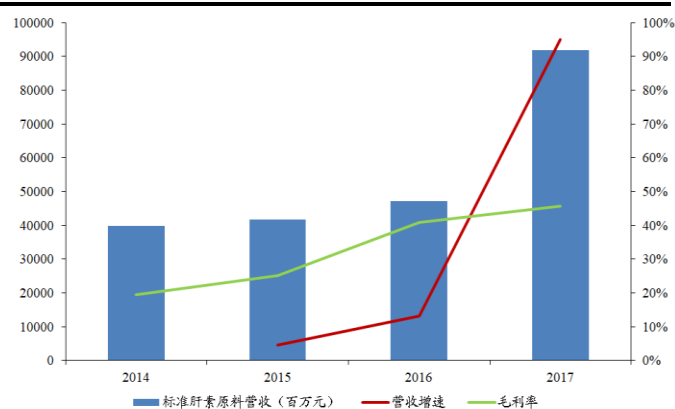
## 2. 我们的分析与判断

### (一) 肝素原料药业绩大幅提速，量价齐升态势有望持续

肝素原料药量价齐升，推动业绩增长大幅提速略超预期。2017 年公司标准肝素原料药实现营收 9.19 亿元，同比增长 95.05%，毛利率提升 4.87pp，业绩增速略超我们的预期。我们认为主要系肝素原料药业务量价齐升所致：一方面由于环保压力和前期价格持续下跌等原因，肝素原料价格进入上升周期：（1）肝素粗品采购价格大幅上涨，2016 年均价约 11000 元/亿单位，2017 年 8 月已突破 25000 元/亿单位；（2）根据海关总署数据，2017 年 1-11 月肝素出口均价约 4377 美元/kg，同比增长 23.2%。我们测算 2017 年公司肝素原料药价格涨幅约 43%。另一方面由于公司肝素原料药销量大幅提升，2017 年出口额全国第一：（1）下游客户在前期原料价格下跌周期中持续降库存，现已进入采购周期。（2）新拓展全球最大肝素买家赛诺菲，报告期内双方已展开合作。海关数据显示，2017 年 1-11 月公司已成为全国最大的肝素原料药出口企业。2017 年公司肝素原料药销量同比增长 36.7%。

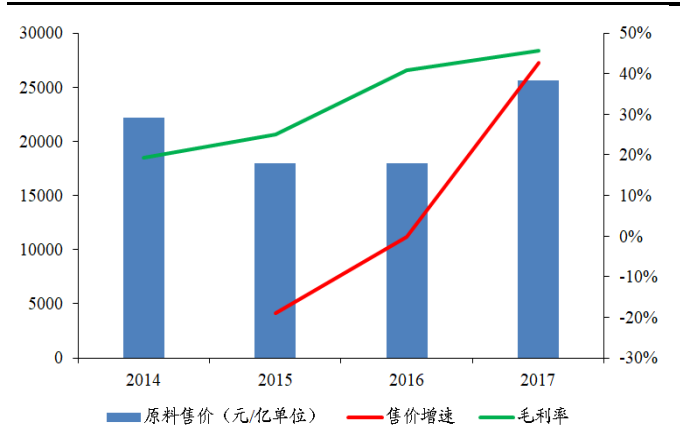
期末公司粗品存货增速较快。此外，2017 年末公司原材料存货为 9.27 亿元，较期初增长 121.6%，主要系加大肝素粗品储备，预计现有库存可维持 13.5-17 个月的供货量。

图 1: 公司标准肝素原料药营收（百万元）、增速及毛利率



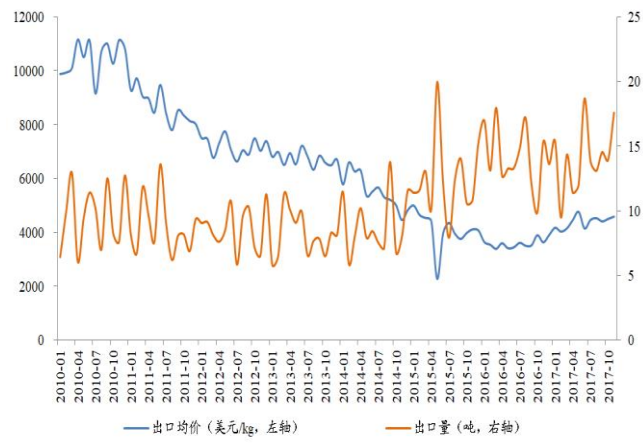
资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

图 2: 公司标准肝素原料药售价、增速及毛利率



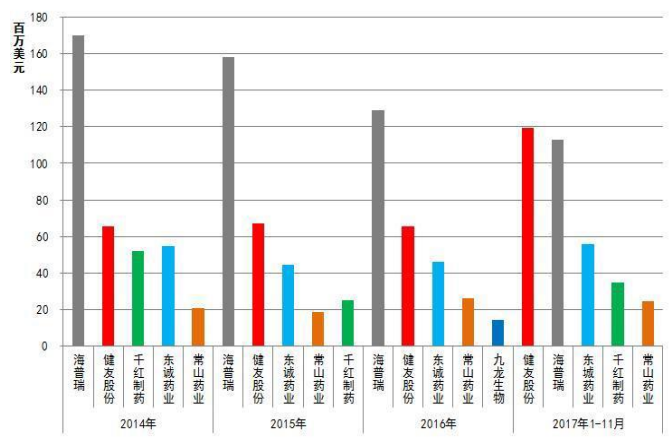
资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

图 3: 国内肝素出口量 (吨) 及出口均价 (美元/kg)



资料来源: wind, 海关总署, 中国银河证券研究部

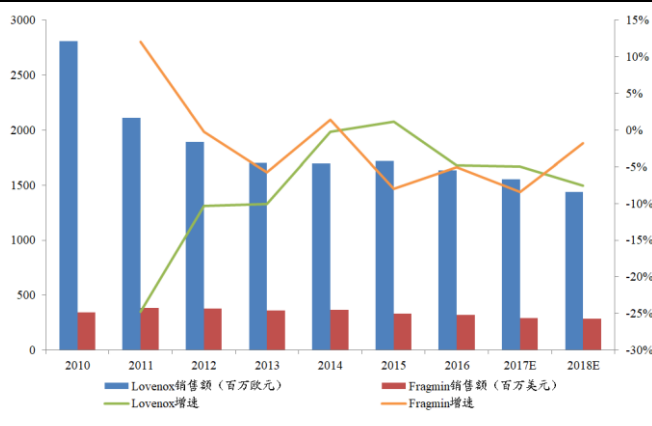
图 4: 我国肝素原料药出口前 5 大企业出口情况



资料来源: 海关总署, 公司年报, 中国银河证券研究部

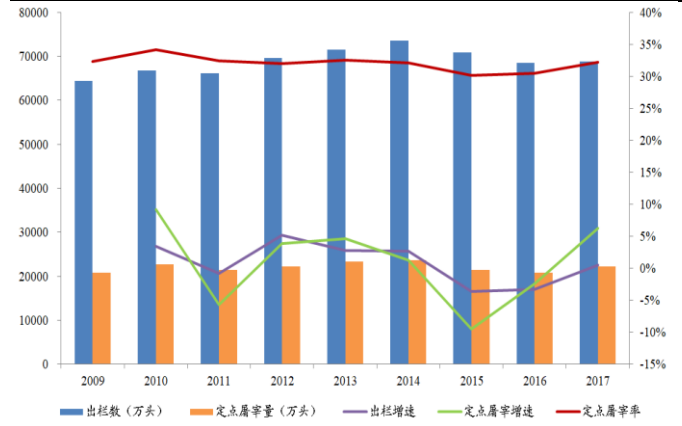
因新开拓客户赛诺菲、肝素原料药价格仍显著低于前期价格等原因, 公司肝素原料药业务有望维持较高增速。一方面, 公司已与全球最大肝素原料买家赛诺菲建立长期稳定的合作关系, 后续合作规模有望持续扩大。赛诺菲的 Lovenox 巅峰期销售额超过 30 亿欧元, 近年来维持在 16 亿欧元左右, 是辉瑞 Fragmin 销售额的约 6 倍。报告期内公司在肝素原料药供应紧张时期恢复向 Sanofi 销售, 考虑到赛诺菲对海普瑞订单额的减少以及欧美原料市场资源接近饱和, 我们认为后续双方合作规模将进一步扩大。另一方面, 肝素原料药价格上涨有望维持: (1) 肝素原料药价格自 2010 至 2016 年累计跌幅达 70%, 目前仍远低于高点价格; (2) 环保新常态下肝素粗品供应将持续趋紧。我们认为高标准严要求将成为环保新常态, 无疑增加了停产企业的复产难度, 肝素粗品供应将持续趋紧。(3) 前期下游制剂厂商原料库存规模较低, 现进入补库存阶段; (4) 全球肝素需求量保持稳定增长, 但国内生猪出栏数和定点屠宰量几乎未增长, 定点屠宰率始终维持在 30% 左右。

图 5: 赛诺菲 Lovenox 与辉瑞 Fragmin 历年销售额及增速



资料来源: 公司年报, Bloomberg, 中国银河证券研究部

图 6: 我国生猪定点屠宰数及出栏数

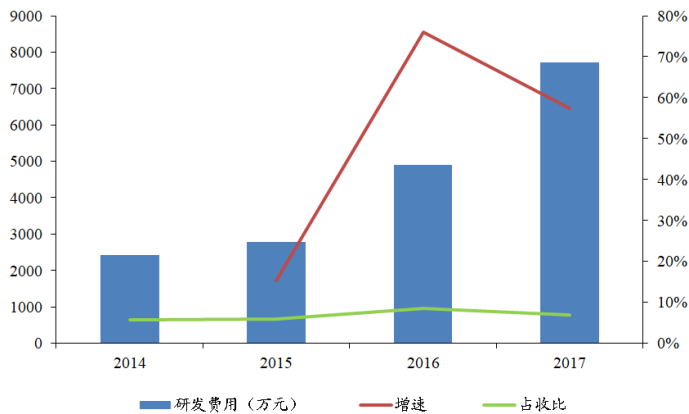


资料来源: 商务部, 国家统计局, 中国银河证券研究部

## (二) 加速布局注射剂出口业务，发展潜力巨大

研发投入持续加大，且健进制药注射剂生产线扩产能项目计划于2019Q3完成验证并释放产能。报告期内公司研发投入7718.2万元，同比增长57.4%，占比营收的6.94%。同时，公司变更募投资金用于健进制药“注射用药品生产线技改扩产能项目”已于2017年4季度启动，工程累计投入占比预算0.98%，项目计划于2019Q3完成验证并释放产能。

图7：公司历年研发投入情况



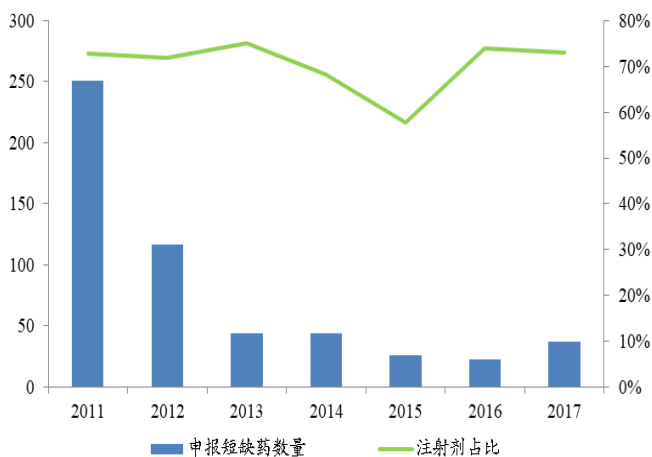
资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

我们强烈看好公司注射剂出口业务的发展潜力：

### (1) 美国市场短缺药以注射剂型为主，且亚叶酸钙和罗库溴铵注射液仍处于短缺名单。

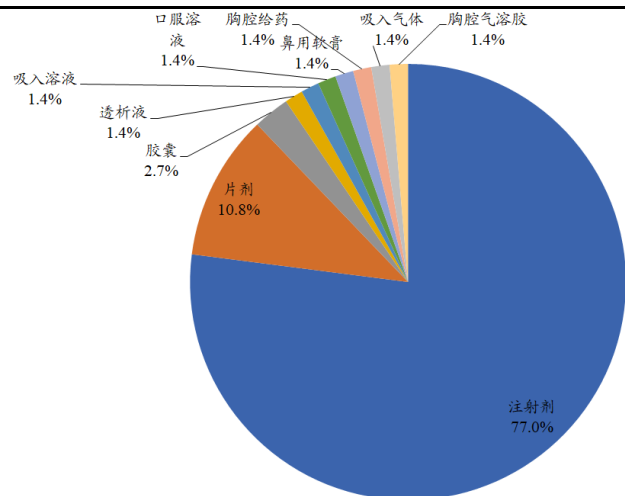
我们分析历年美国市场的短缺药均以注射剂型为主，随着原有短缺药的解决和新短缺药的不断出现，截至2017年12月31日美国市场仍有74种药物处于短缺状态，其中注射剂型有57个，占比77%。对这57种注射剂的短缺原因进行分析，发现诱因为“市场需求增长”的数量为34个，占比59.6%。同时，我们发现目前仍处于短缺状态的药品中，亚叶酸钙注射液和罗库溴铵注射液均为“公司及下属子公司经过FDA批准可以作为生产者进行生产的药品”，其中亚叶酸钙注射液已进行过商业化生产，市场前景乐观。

图8：FDA公布的短缺药数量及注射剂型占比



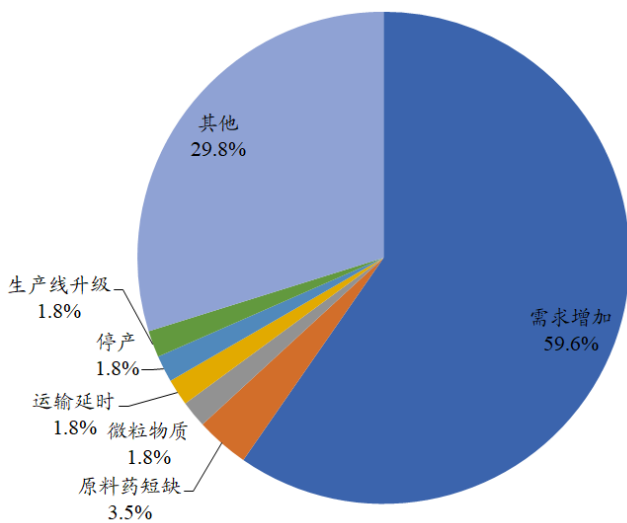
资料来源：FDA，中国银河证券研究部

图9：处于短缺状态的药品剂型分布（截至2017.12.31）



资料来源：FDA，中国银河证券研究部

图 10: 美国短缺注射剂的短缺原因分析



资料来源: FDA, 中国银河证券研究部

**(2) 公司具备直接向 FDA 申报药品注册的生产研发能力, 并已将产品卖入美国市场, 建立了完整的美国市场销售渠道和运营经验。**

公司共有 3 条通过 FDA 认证的注射剂生产线 (预计后续将继续增加) 和 1 个 FDA 认证的研发中心, 考虑到 Sagent 当初设立赛进 (中国) 时强调生产品种的全面性, 我们认为公司具备直接向 FDA 申报药品注册的生产研发能力。同时, 公司已建立了完整的美国市场销售渠道: 自 2008 年与 Sagent 展开合作, 已建立了良好的互动关系, 且除 Sagent 外美国市场前 5 大渠道商都将承接公司产品销售。此外, 公司自 2013 年已将注射剂产品卖入美国市场, 虽然规模不大, 但借此增长了美国市场运营经验。随着更多在研品种陆续在美国获批上市, 制剂出口业务有望贡献业绩弹性。

**(3) 重磅品种依诺肝素最快 2018 年底获批进入欧美市场, 将显著增厚业绩。**

公司已分别于 2014、2015 年向美国 FDA 和欧洲 CEP 提交依诺肝素注册申请并获受理, 其中欧洲地区系同时展开包括德国在内的 4 国注册申请。目前欧洲注册进度相对领先, 处于资料增补阶段, 美国地区处于与 FDA 的第一轮回顾沟通之中, 产品有望 2018 年底或 2019 年初获批。

**对于美国市场, 预计上市 12 个月实现净利 1500 万美元, 并最终实现净利 3000-4000 万美元/年:** 目前美国市场依诺肝素销量约 1 亿只/年, 我们预计公司产品获批后有望借助 Sagent 的渠道优势迅速放量, 预计上市后 12 个月可实现约 1500 万美元净利润, 上市 24-36 个月内有有望维持 20-50% 的业绩增速, 最终市占率有望达到 15%, 对应净利润 3000-4000 万美元/年。

**对于欧洲市场, 预计上市 12 个月实现净利 1 亿元人民币, 且业绩增速和最终市场规模有望大于美国市场:** 根据 IMS 数据, 目前包括德国、英国、意大利等 9 个欧盟国家的依诺肝素销量约 3.3 亿只/年, 预计整个欧洲市场的销量约 5-6 亿只/年, 平均售价约 3.8 欧元/只。我们以海普瑞收购多普乐为参考 (多普乐持有天道医药 100% 股权, 天道主营业务为依诺肝素), 天道的依诺肝素于 2016 年 9 月获批进入欧盟市场, 并已向 FDA 提交 ANDA 申请。多普乐预测 2018-2020 年在欧洲市场主要国家的依诺肝素销售收入为 7.09



亿、10.44 亿和 12.54 亿元，同时承诺扣非净利润不低于 1.91 亿、2.87 亿和 3.41 亿元（不含潜在美国市场业绩）。参照天道的销售预计，我们认为公司依诺肝素获批后 12 个月，可在欧洲市场实现 1 亿元净利润，同时考虑到欧洲相对于美国市场更大的体量，预计欧洲市场业绩增速和规模将好于美国市场。

#### （4）制剂出口反哺国内市场逻辑验证。

根据 CFDA 发布《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》，“申请人在美国、欧盟同步申请并获准开展药物临床试验的新药临床试验申请；在中国境内用同一生产线生产并在美国、欧盟药品审批机构同步申请上市且通过了其现场检查的药品注册申请。”可以纳入优先审评通道的政策。我们认为在当前我国一致性评价和双报优先审评的政策大背景下，公司制剂出口业务有望反哺国内市场：一方面可节约研发成本，另一方面可带动国内审批速度，推动公司快速建立多品种医药制造平台。

#### （5）在研产品梯队丰富，多数为中美双报，市场竞争格局较好。

公司现有计划在研产品约 40 个，大多为中美双报，2018 年有望获批 5 个 ANDA，其余大部分在 2019 和 2020 年获批，预计每个 ANDA 可贡献利润 200 万美元/年。截至报告期末公司共有在研项目 28 项，其中已申报项目 4 项，多数为中美双报，涉及抗感染、抗肿瘤、泌尿系统、抗凝血、麻醉等领域。同时，公司计划在 2018 年启动多个抗癌领域研发项目。总的来看，公司现有约 40 个计划内的在研项目，预计 2018 年有 5 个 ANDA 获批，其余大部分在 2019、2020 年获批，预计平均每个 ANDA 可贡献净利润 200 万美元/年，部分在研/计划研发产品信息见表 1、2。

公司在研注射剂市场竞争格局较好。同时，我们梳理了公司目前已披露的部分已上市/申报/在研注射剂的美国市场销售情况，发现竞争格局较好，具体见表 3 所示。

表 1：公司主要研发项目基本情况

研发项目	产品基本信息	所处研发阶段	进展情况	累计研发投入（万元）	已申报厂家数	已批准国产仿制厂家数
CB004	化药 3 类；抗癌用药	中、美已申报	审评中	992.54	14	0
CM003	化药 4 类；抗癌用药	申报准备阶	展示批已完成， 整理资料	717.85	8	7
CL001	化药 4 类；抗癌辅助用药	美国已申报、中国 申报准备阶段	审评中	594.94	9	5
CA005	化药 4 类；抗癌用药	展示批生产阶段	持续研究中	636.17	9	0
CW007	化药 3 类；内分泌系统用药	申报准备中	展示批已完成， 整理资料	739.23	1	0
CW009	化药 3 类；影像诊断用药	中、美已申报	审评中	627	1	0
CW010	化药 3 类；降血脂用药	研发阶段	持续研究中	345.41	3	0
CW014	ANDA、化药 4 类；麻醉用药	稳定性考察阶段	持续研究中	607.3	2	1
CW015	ANDA、化药 4 类；麻醉用药	中国已申报、美国 申报准备阶段	展示批已完成， 整理资料	534.09	15	2
CW017	ANDA；抗凝血用药	美国已申报	审评中	1152.28	21	21

CNM001	ANDA、化药 4 类；利尿药	稳定性考察阶段	持续研究中	832.73	21	7
CNF002	ANDA、化药 4 类；抗凝血药	展示批生产阶段	持续研究中	679.56	8	0
CW001.01	化药 4 类；抗凝血用药	研发阶段	持续研究中	2466.06	12	7

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

表 2：2018 年公司计划开展的重要研发项目

研发项目	产品基本信息	2018 年度工作
CD008	化药 4 类，抗癌用药	研发启动
CC010	化药 3 类，抗癌用药	研发启动
CNS005(Y)	化药 4 类，神经肌肉阻断逆转剂	研发启动
CB005	化药 4 类，抗癌用药	研发启动
CM009	化药 3 类，抗癌用药	研发启动
CT010	化药 4 类，抗癌用药	研发启动
CC009	化药 3 类，抗癌用药	研发启动

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

表 3：公司部分已上市/申报/在研注射剂的美国市场竞争格局

状态	药品名称	英文名	有效成分 ANDA 数	针剂 ANDA 数	2016 年		2017 年 1-8 月			
					总体销售额 (万美元)	增速	针剂 占比	总体销售额 (万美元)	增速	针剂 占比
已上市	卡铂	Carboplatin	22	22	6132.16	-3.84%	100%	4035.79	-3.12%	100%
	阿曲库铵	Atracurium Besylate	10	10	412	1.43%	100%	284	-0.90%	100%
上市持有 人为 sagent	亚叶酸钙	Calcium Folate	24	18	7931.58	8.26%	74.23%	5053.5	-6.82%	71.18%
	罗库溴铵	Rocuronium Bromide	9	9	6658.18	-3.38%	100%	4504.12	2.76%	100%
	克林霉素	Clindamycin	37	14	39001.68	2.96%	3.90%	25474.61	-1.88%	3.67%
	氟尿嘧啶	Fluorouracil	14	10	30596.89	-13.45%	13.52%	19166.67	-0.10%	15.64%
	标准肝素钠	Heparin	23	23	2395.60	18.16%	100%	1954.11	25.90%	100%
申报中	依诺肝素	Enoxaparin	6	6	210220.67	-16.52%	100%	121838.1	-14.32%	100%
自主研发	托拉塞米	Torsemide	9	0	7372	5.46%	0	5289	8.86%	0
	米力农	Milrinone	11	11	3536	9.35%	100%	2685	30.58%	100%
	鲑降钙素	Calcitonin Salmon	3	1	14920.99	19.84%	74.87%	10490.91	11.27%	79.31%
	瑞加德松	Regadenoson	0	0	55441.05	3.56%	100%	39330.22	4.37%	100%
	度骨化醇	Doxercalciferol	8	6	26755.51	-24.65%	89.17%	16230.11	-11.39%	92.14%
	罗库溴铵	Rocuronium Bromide	9	9	6658.18	-3.38%	100%	4504.12	2.76%	100%
	盐酸苯达莫司汀	Bendamustine HCL	5	5	75502.6	-5.37%	100%	51900.08	2.22%	100%
	左旋亚叶酸钙	Calcium Levofolinate	6	6	18142.23	-14.06	100%	11421.63	-4.89%	100%
合作研发	阿扎胞苷	Azacitidine	4	4	32321.24	2.70%	100%	21196.06	-1.50%	100%
	卡莫斯汀	Carmustine	0	0	8816.29	11.70%	100%	6133.55	5.10%	100%
	吗替麦考酚酯	Mycophenolate Mofetil	24	4	94163.11	-2.63%	4.73%	62372.64	-0.78%	4.92%

顺苯磺阿曲库胺	Cisatracurium	7	7	7959.8	8.07%	100%	5360.06	-2.54%	100%
	Besylate								

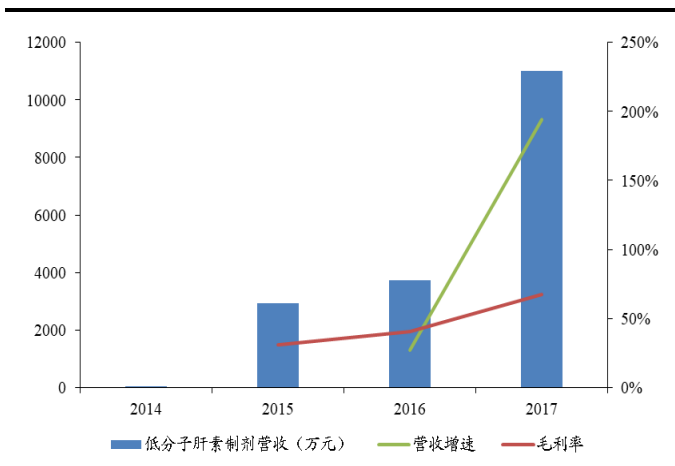
资料来源: SHS, FDA, 中国银河证券研究部

注: 文号数仅统计处于 prescription 状态

### (三) 国内低分子肝素制剂业务布局完备, 即将开启高速增长模式

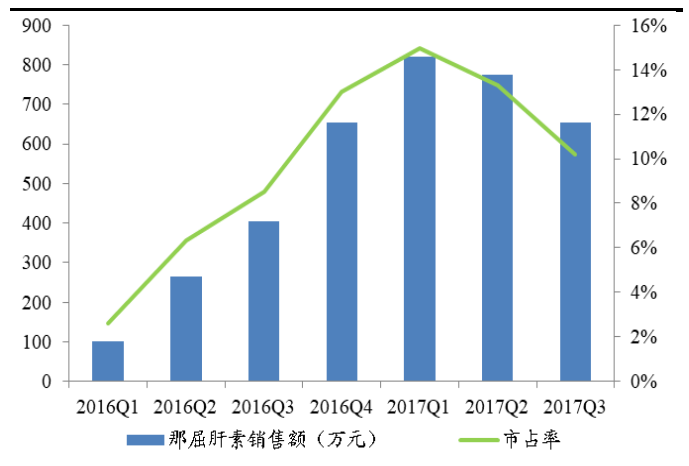
低分子肝素制剂布局初步完成, 业绩大幅提升。2017 年公司低分子肝素制剂业务实现营收 1.10 亿元, 同比增长 193.81% (扣除高开后约 135%), 毛利率提升 27.05pp。公司是国内唯一同时拥有达肝素、依诺肝素、那屈肝素制剂批件的生产企业, 2017 年医疗机构合计采购量分别为 189.58、313.43 和 197.98 万支, 总采购量突破 700 万支, 同比增长约 120.5%, 实现翻倍增长。我们认为业绩大幅提升一方面系由于前期基数较低, 另一方面系公司在国内市场的布局初步完备。同时, 公司低分子肝素制剂业务市占率不断升高。样本医院数据显示, 2017 年前三季度公司依诺肝素销售额约 799.1 万元 (+69.2%), 市占率为 2.86%; 达肝素销售额约 1455.2 万元 (+468.1%), 市占率为 20.29%; 那屈肝素销售额约 2249.6 万元 (+192.3%), 市占率为 12.68%。

图 11: 公司低分子肝素制剂营收 (百万元) 及增速



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

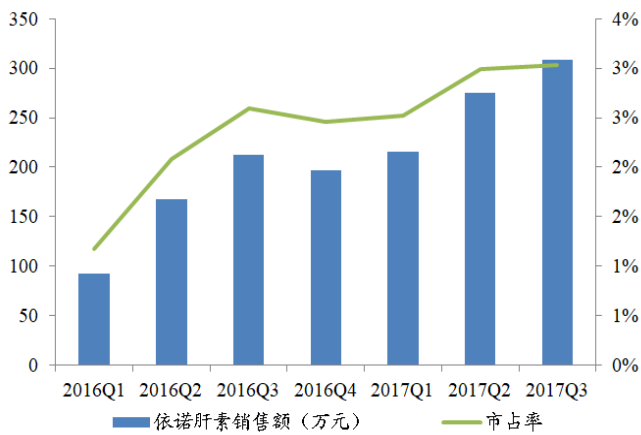
图 12: 样本医院公司那屈肝素销售额及市占率



资料来源: PDB, 中国银河证券研究部

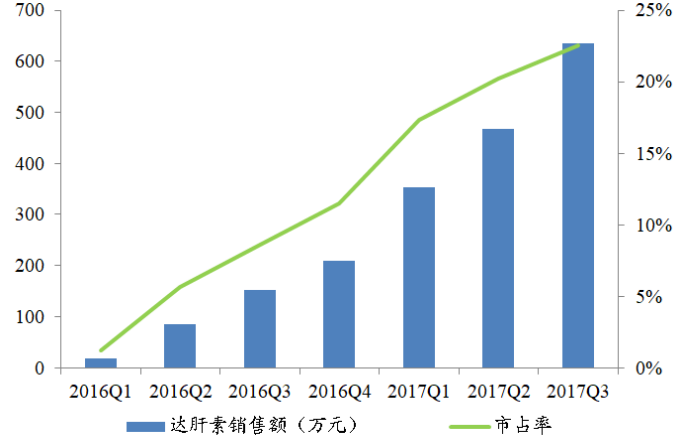


图 13: 样本医院公司依诺肝素销售额及市占率



资料来源: PDB, 中国银河证券研究部

图 14: 样本医院公司达肝素销售额及市占率



资料来源: PDB, 中国银河证券研究部

表 4: 公司低分子肝素制剂中标情况 (截至 2017.8)

公司产品	中标省份 (截至 2017.8)	中标价格区间	医疗机构合计采购量 (万支)
达肝素钠注射液	14	34.49-70	189.58
依诺肝素钠注射液	20	33.49-65	313.43
那屈肝素钙注射液	14	51.65-99	197.98

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

我们看好公司国内低分子肝素制剂业务进入爆发式增长阶段。原因如下: (1) 国内市场布局初步完备。一方面, 公司产品已在全国约 25 个省份中标。另一方面, 公司建立了第三方临床代表的管控和服务平台, 在借助外部资源低成本快速地扩大市场覆盖范围的同时, 为第三方代表提供公司产品的学术分享推广平台, 可有效提升其业务黏性和快速扩大销售规模的能力。(2) 2013 年后上市的肝素制剂对前期产品具有替代作用, 随着原有未分类产品的退出, 市场份额将被依诺肝素、达肝素和那屈肝素等产品替代。(3) 国内市场进口替代空间巨大。样本医院数据显示, 目前国内达肝素、依诺肝素和那屈肝素分别被辉瑞、赛诺菲和 GSK 主导, 市占率分别达到 70%、80% 和 70%。(4) 国内低分子肝素制剂市场扩容空间巨大。一方面国内低分子肝素制剂人均用量远低于欧美发达国家, 美国市场低分子肝素销售额占全球总额的 40%, 欧洲人均用量为 1.2 支/人/年。而国内人均用量仅 0.2 支/人/年。另一方面适应症有望拓宽, 陆续研究发现其在心内科、肾内科、神经内科、骨科等多个临床学科疾病治疗中均发挥较好作用。综上所述, 我们认为公司的低分子肝素制剂业务将进入高速增长阶段。

表 5: 公司低分子肝素制剂中标情况 (截至 2017.8)

	重 庆	江 西	湖 北	四 川	上 海	陕 西	西 藏	内 蒙 古	广 西	天 津	海 南	福 建	甘 肃	广 东	河 北	辽 宁	宁 夏	青 海	山 东	山 西	云 南	江 苏	河 南	
达肝素钠	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓		✓		✓	✓							✓
依诺肝素钠	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
那屈肝素钙	✓	✓		✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓						✓		✓	✓

资料来源: 药智网, 各省药械采购网, 中国银河证券研究部

#### (四) 子公司健进制药业绩提速明显, 发展前景广阔

健进制药业绩提速明显, 看好其研发能力和制剂出口潜力。报告期内子公司健进制药实现营收 1.68 亿元, 同比增长 89.3%, 实现净利润 4611.2 万元, 同比增长 31.5%。我们认为业绩提速一方面系自 2016 年被收购后的全面整合效果明显, 另一方面系积极拓展承接 CRO、CMO 等业务, 加大产品出口销售所致。健进制药于 2012 年 7 月整体通过美国 FDA 认证检查, 首个无菌制剂产品于 2013 年出口美国, 是中国第一批无菌针剂直销美国的企业。同时健进制药的研发中心于 2016 年 5 月零缺陷通过 FDA 认证, 成为中国第一批通过 FDA 认证的无菌针剂研发机构。此外, 2017 年 10 月, 公司变更募集资金用途, 用于投资健进制药的“注射用药品生产线技改扩能项目”, 主要生产抗肿瘤药品制剂及辅助药品制剂。项目建成后, 将达到年产 1300 万支注射剂生产能力, 预计年营业收入为 2.23 亿元 (不含税), 利润总额为 4973.50 万元。结合公司的主要在研项目和计划开展的重要在研项目, 我们认为健进制药的研发能力对公司意义重大。同时考虑到 Sagent 当时设立赛进 (中国) 时强调产品生产品种全, 而非生产速度, 我们认为健进制药未来制剂出口的潜力巨大。

#### (五) 推出限制性股票激励计划, 业绩考核目标可观

激励计划侧重研发, 解锁条件可观, 彰显未来发展信心。公司推出限制性股票激励计划, 拟授予限制性股票总量不超过 203.62 万股, 占公司总股本的 0.4808%。包括首次授予 162.896 万股和预留授予 40.824 万股, 分别占授予权益总额的 80% 和 20%。其中, 首次授予采取定向增发的形式, 激励对象包括高管、核心管理骨干、核心技术骨干和核心业务骨干共计 113 人, 其中约 1/3 对象来自健进制药, 授予价格为 14.2 元/股。各期解锁条件分别为 2018-2020 年公司扣非归母净利 3.97、4.89 和 5.81 亿元, 同比增速 30%、23.1% 和 18.8%, 达到解限条件后, 根据绩效考核确定最终解限额度, 其中研发部门的考核以注射剂组织申报的资料个数和获批 ANDA 数目为主要目标, 对个人的业绩考核指标则更加细化。我们认为本次激励覆盖对象范围广且激励充分, 且从激励对象和绩效考核中体现出对研发的重视。同时, 虽然解锁考核目标低于我们的盈利预测, 但从公司长期稳健发展的角度考虑, 为保证激励计划顺利实施, 通常考核目标会低于实际业绩增速, 由此可见 2018 年 30% 业绩增速的解锁条件已非常可观。

**表 6: 公司限制性股票解除条件及安排**

解除限售期		业绩考核目标	对应当年扣非归母净利 (万元)	同比增速	解限安排	
首次授予	预留部分				首次授予	预留部分
第一个解限期		以 2017 年净利润为基数, 公司 2018 年净利润增长率不低于 30%	39728.37	30.0%	40%	
第二个解限期	第一个解限期	以 2017 年净利润为基数, 公司 2019 年净利润增长率不低于 60%	48896.45	23.1%	30%	50%
第三个解限期	第二个解限期	以 2017 年净利润为基数, 公司 2020 年净利润增长率不低于 90%	58064.54	18.8%	30%	50%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**表 7: 公司授予的限制性股票的分配情况**

姓名	职务	获授股票数量 (万股)	占比授予总数例 (%)	占比总股本 (%)
吴桂萍	副总经理	3	1.4733	0.007
中层管理人员、核心技术人员、骨干业务人员及关键岗位人员等 (共计 112 人)		159.896, 人均 1.4276	78.5267	0.3776
	预留部分	40.724	20	0.0962
	合计	203.62	100	0.4808

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

### 3. 投资建议

公司是肝素原料药龙头及潜在的制剂出口龙头。首先, 我们看好公司肝素原料业务量价齐升, 公司是国内唯二进入美国市场的企业之一, 一方面公司已拓展全球最大肝素买家赛诺菲并建立稳定合作关系, 另一方面肝素原料药价格上涨有望维持。其次, 我们看好公司制剂出口业务的发展前景, 公司拥有 3 条 FDA 认证的注射剂生产线和 1 个 FDA 认证的实验室, 在研产品梯队丰富, 大多为中美双报, 并具有将产品卖入美国市场的成功经验, 而且有望享受制剂出口反哺国内市场的红利。同时依诺肝素有望 2018 年底欧美获批, 将显著增厚业绩。最后, 公司在国内的低分子肝素制剂市场的布局已初步完备, 即将进入爆发式增长阶段。我们看好公司未来业绩将保持高速增长, 预测 2018-2020 年归母净利润为 4.53/6.33/8.96 亿元, 对应 EPS 为 1.07/1.49/2.12 元, 对应 PE 为 25/18/13 倍。维持“推荐”评级。

### 4. 风险提示

肝素原料药涨价持续不及预期, 肝素粗品价格上涨风险, 新药研发不及预期

**附表 1. 主要财务指标**

指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	468.73	581.91	1112.73	1618.46	2260.63	3201.20
营业收入增长率	12.64%	24.15%	91.22%	45.45%	39.68%	41.61%
净利润 (百万元)	87.55	257.24	314.22	453.17	632.98	896.34
净利润增长率	73.41%	193.81%	22.15%	44.22%	39.68%	41.61%
EPS (元)	0.21	0.61	0.74	1.07	1.49	2.12
P/E	130.65	44.47	36.40	25.24	18.07	12.76
P/B	10.47	8.70	5.57	4.57	3.64	2.84
EV/EBITDA	79.06	30.80	29.32	17.10	12.52	8.40

资料来源: 中国银河证券研究部

**附表 2: 公司财务报表 (百万元)**

报表预测 (百万元)						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	468.73	581.91	1112.73	1618.46	2260.63	3201.20
减: 营业成本	340.09	337.01	596.68	867.49	1211.70	1715.84
营业税金及附加	3.69	5.42	3.82	5.55	7.75	10.98
营业费用	5.02	9.96	46.97	57.81	86.00	120.00
管理费用	50.01	84.83	122.97	153.32	226.01	327.67
财务费用	-3.67	0.41	-4.34	3.93	-12.26	-24.41
资产减值损失	-0.25	0.53	0.96	0.58	0.54	0.56
加: 投资收益	28.40	15.30	6.77	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-3.65	2.02	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	98.59	161.08	352.44	529.78	740.89	1050.56
加: 其他非经营损益	2.93	112.53	3.76	3.36	3.79	3.96
利润总额	101.52	273.61	356.20	533.14	744.68	1054.52
减: 所得税	13.97	16.37	41.98	79.97	111.70	158.18
净利润	87.55	257.24	314.22	453.17	632.98	896.34
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	87.55	257.24	314.22	453.17	632.98	896.34
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	405.47	227.48	13.84	399.18	690.20	1479.48
应收和预付款项	68.97	93.90	259.39	206.16	424.93	467.23
存货	281.72	672.13	1293.92	900.00	920.00	950.00
其他流动资产	182.59	21.67	564.96	564.96	564.96	564.96
长期股权投资	2.81	2.58	2.94	2.94	2.94	2.94
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

固定资产和在建工程	302.74	398.85	402.66	530.14	595.30	767.81
无形资产和开发支出	17.14	45.46	44.67	39.54	34.40	29.27
其他非流动资产	4.60	18.06	48.14	46.99	45.84	45.84
资产总计	1266.05	1480.12	2630.52	2689.89	3278.57	4307.52
短期借款	101.06	119.96	322.88	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	63.77	37.67	247.99	177.07	132.77	265.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	8.55	7.88	7.38	7.38	7.38	7.38
负债合计	173.37	165.51	578.26	184.46	140.16	272.77
股本	360.00	360.00	423.50	423.50	423.50	423.50
资本公积	256.51	256.51	616.76	616.76	616.76	616.76
留存收益	476.16	698.10	1012.00	1465.18	2098.15	2994.50
归属母公司股东权益	1092.68	1314.61	2052.26	2505.44	3138.41	4034.76
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1092.68	1314.61	2052.26	2505.44	3138.41	4034.76
负债和股东权益合计	1266.05	1480.12	2630.52	2689.89	3278.57	4307.52
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
经营性现金净流量	133.59	-287.68	-242.66	940.51	463.18	1089.28
投资性现金净流量	53.24	139.54	-592.93	-228.37	-184.41	-324.41
筹资性现金净流量	-8.57	-19.04	623.65	-326.80	12.26	24.41
现金流量净额	182.43	-166.01	-203.81	385.34	291.02	789.28

资料来源：中国银河证券研究部



## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**李平祝，医药行业分析师。** 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn