

## 健友股份 (603707)

公司研究/简评报告

# 原料药制剂双轮驱动，业绩有望加速发展

## — 健友股份 2017 年年报点评

简评报告/医药

2018 年 01 月 29 日

### 一、事件概述

1 月 26 日，公司发布年报：2017 年营收、归母净利润、扣非净利润分别为 11.13 亿、3.14 亿、3.06 亿，同比增长 91.22%、22.15%、130.07%，EPS 为 0.81 元，符合市场预期。同时公司金向全体股东每 10 股转增 3 股，方案实施后总股本将由 42350 万股变更为 55055 万股。

### 二、分析与判断

#### ➤ 肝素原料药量价齐升，低分子肝素制剂推广顺利

营收高增速源于两大业务标准肝素原料药和低分子肝素制剂的销售大幅增长。标准肝素原料药 17 年营收、毛利分别为 9.19 亿、4.19 亿，同比增长 95.05%、118.34%，毛利率 45.65%，提高 4.87pp，主因原料药量价齐升：1) 价格方面，由于环保对上游的影响和下游需求的增长，肝素原料药进入涨价周期，17 年前 11 个月出口均价 4377 美元/千克，比 16 年同期增长 23.28%；2) 销量方面，公司在继续保有辉瑞等大客户的情况下，切入全球最大的低分子肝素制剂制造商赛诺菲供应链，公司全年原料药销量 3.59 万吨单位，同比增长 36.72%。肝素制剂 17 年营收、毛利分别为 1.1 亿、0.74 亿，同比增长 193.81%、389.34%，毛利率 67.69%，提高 27.05pp，主因国内进院数量的快速扩大。公司归母净利润增速低于营收，主要因为 16 年收购健进制药形成负商誉 1.07 亿。

#### ➤ 销售规模扩张托高销售费用，研发投入持续扩大

公司销售、管理、财务费用分别为 0.47 亿、1.23 亿、-434 万，同比增长 371.81%、44.95%、-1155.60%，销售和管理费用率分别为 4.22%、11.05%，比 16 年提高 2.51pp、-3.53pp。销售费用显著增长，主因制剂销售规模扩张；管理费用增长源于研发投入的增加，17 年费用化研发投入 0.77 亿，同比增长 57.37%；财务费用的降低主要来自汇兑收益。

#### ➤ 看好肝素原料药加速放量，制剂保持高增速，股权激励彰显信心

公司通过对上游原材料的质量把控提高肝素原料药品质，成功与全球第一大肝素制剂生产商赛诺菲达成合作关系，原料药销量有望进一步提升，预计未来收入增速超过 30%。肝素制剂国内针对二级以上医院，借助互联网学术推广平台，对前期未分类低分子肝素形成替代，同时在维护骨科、透析、心内等传统科室的同时开拓妇产等新科室，发展空间广阔。海外领域，公司及健进制药拥有 3 条 FDA 过审的生产线，卡铂和阿曲库铵已美国上市，依诺肝素有望 18 年上市，享海外高毛利率红利。研发方面，公司在抗肿瘤、麻醉、降血脂等热门领域均有布局。此外，公司推出限制性股票激励计划，业绩考核目标 18-20 年净利润增速不低于 30%、23%、18.75%，显示了公司对未来业绩发展的信心。

### 三、盈利预测与投资建议

公司肝素原料药与赛诺菲形成合作，量价齐升驱动业绩；肝素制剂国内布局顺利，未来有望跨越式发展。暂不考虑赠股，预计 18-20 年 EPS 1.07、1.38、1.73 元；对应 PE 为 27X、21X 和 17X，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

### 四、风险提示：

肝素原料药价格下降；肝素制剂推广进程不及预期。

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 1,113 | 1,541 | 2,113 | 2,821 |
| 增长率 (%)          | 91.2% | 38.5% | 37.1% | 33.5% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 314   | 453   | 584   | 733   |
| 增长率 (%)          | 22.2% | 44.3% | 28.8% | 25.4% |
| 每股收益 (元)         | 0.81  | 1.07  | 1.38  | 1.73  |
| PE (现价)          | 35.5  | 26.9  | 20.9  | 16.7  |
| PB               | 6.0   | 5.0   | 4.1   | 3.4   |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

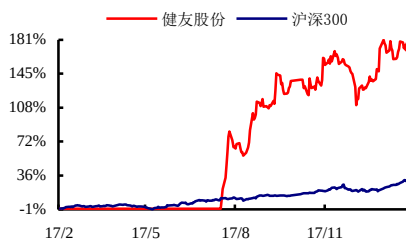
**谨慎推荐** 首次评级

当前价格 (元)：28.85 元

#### 交易数据 2018-1-26

|              |             |
|--------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低 | 29.19/10.38 |
| 总股本 (百万股)    | 424         |
| 流通股本 (百万股)   | 64          |
| 流通股比例 (%)    | 14.99       |
| 总市值 (亿元)     | 122         |
| 流通市值 (亿元)    | 18          |

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

#### 分析师：肖汉山

执业证号：S0100517080005

电话：021-60876722

邮箱：xiaohanshan@mszq.com

#### 研究助理：袁中平

执业证号：S0100117120030

电话：021-60876703

邮箱：yuanzhongping@mszq.com

#### 相关研究

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 1,113 | 1,541 | 2,113 | 2,821 |
| 营业成本      | 597   | 773   | 1,052 | 1,391 |
| 营业税金及附加   | 4     | 5     | 7     | 10    |
| 销售费用      | 47    | 78    | 136   | 201   |
| 管理费用      | 123   | 185   | 276   | 398   |
| EBIT      | 342   | 500   | 641   | 820   |
| 财务费用      | (4)   | 9     | 3     | 10    |
| 资产减值损失    | 1     | 6     | 8     | 12    |
| 投资收益      | 7     | 10    | 9     | 9     |
| 营业利润      | 352   | 495   | 639   | 807   |
| 营业外收支     | 4     | 10    | 10    | 10    |
| 利润总额      | 356   | 505   | 649   | 817   |
| 所得税       | 42    | 51    | 65    | 85    |
| 净利润       | 314   | 453   | 584   | 733   |
| 归属于母公司净利润 | 314   | 453   | 584   | 733   |
| EBITDA    | 383   | 541   | 687   | 868   |

| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 73   | 230   | 315   | 545   |
| 应收账款及票据     | 232  | 207   | 291   | 403   |
| 预付款项        | 13   | 19    | 28    | 34    |
| 存货          | 1294 | 1324  | 1874  | 2478  |
| 其他流动资产      | 565  | 565   | 565   | 565   |
| 流动资产合计      | 2192 | 2355  | 3089  | 4042  |
| 长期股权投资      | 3    | 3     | 3     | 3     |
| 固定资产        | 274  | 304   | 319   | 334   |
| 无形资产        | 42   | 46    | 47    | 48    |
| 非流动资产合计     | 503  | 573   | 619   | 662   |
| 资产合计        | 2695 | 2928  | 3708  | 4704  |
| 短期借款        | 323  | 69    | 204   | 384   |
| 应付账款及票据     | 210  | 229   | 326   | 431   |
| 其他流动负债      | 3    | 3     | 3     | 3     |
| 流动负债合计      | 607  | 450   | 710   | 1036  |
| 长期借款        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 36   | 36    | 36    | 36    |
| 非流动负债合计     | 36   | 36    | 36    | 36    |
| 负债合计        | 642  | 486   | 745   | 1072  |
| 股本          | 424  | 424   | 424   | 424   |
| 少数股东权益      | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益合计      | 2052 | 2442  | 2963  | 3632  |
| 负债和股东权益合计   | 2695 | 2928  | 3708  | 4704  |

| 主要财务指标     | 2017   | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力       |        |       |       |       |
| 营业收入增长率    | 91.2%  | 38.5% | 37.1% | 33.5% |
| EBIT 增长率   | 136.6% | 46.0% | 28.3% | 27.9% |
| 净利润增长率     | 22.2%  | 44.3% | 28.8% | 25.4% |
| 盈利能力       |        |       |       |       |
| 毛利率        | 46.4%  | 49.8% | 50.2% | 50.7% |
| 净利润率       | 28.2%  | 29.4% | 27.6% | 26.0% |
| 总资产收益率 ROA | 11.7%  | 15.5% | 15.7% | 15.6% |
| 净资产收益率 ROE | 15.3%  | 18.6% | 19.7% | 20.2% |
| 偿债能力       |        |       |       |       |
| 流动比率       | 3.6    | 5.2   | 4.4   | 3.9   |
| 速动比率       | 1.5    | 2.3   | 1.7   | 1.5   |
| 现金比率       | 0.1    | 0.5   | 0.4   | 0.5   |
| 资产负债率      | 0.2    | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| 经营效率       |        |       |       |       |
| 应收账款周转天数   | 50.1   | 45.9  | 46.4  | 47.5  |
| 存货周转天数     | 601.3  | 625.0 | 650.0 | 650.0 |
| 总资产周转率     | 0.5    | 0.5   | 0.6   | 0.7   |
| 每股指标 (元)   |        |       |       |       |
| 每股收益       | 0.8    | 1.1   | 1.4   | 1.7   |
| 每股净资产      | 4.8    | 5.8   | 7.0   | 8.6   |
| 每股经营现金流    | (0.6)  | 1.2   | 0.2   | 0.5   |
| 每股股利       | 0.2    | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| 估值分析       |        |       |       |       |
| PE         | 35.5   | 26.9  | 20.9  | 16.7  |
| PB         | 6.0    | 5.0   | 4.1   | 3.4   |
| EV/EBITDA  | 32.5   | 22.3  | 17.6  | 13.9  |
| 股息收益率      | 0.5%   | 0.5%  | 0.5%  | 0.5%  |

| 现金流量表 (百万元) | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 314   | 453   | 584   | 733   |
| 折旧和摊销       | 39    | 47    | 53    | 60    |
| 营运资金变动      | (577) | 21    | (532) | (588) |
| 经营活动现金流     | (235) | 512   | 93    | 201   |
| 资本开支        | 81    | 101   | 81    | 81    |
| 投资          | (520) | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | (593) | (92)  | (73)  | (72)  |
| 股权募资        | 458   | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | 203   | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | 624   | (264) | 65    | 102   |
| 现金净流量       | (204) | 157   | 85    | 231   |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 分析师与研究助理简介

肖汉山，分析师，毕业于中国科学院遗传与发育生物学研究所，先后就职于华泰证券、天风证券，2017年7月加入民生证券。

袁中平，研究助理，香港理工大学化学学士，新加坡国立大学化学硕士，新加坡管理大学金融硕士，2017年11月加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                                       | 投资评级 | 说明                        |
|----------------------------------------------|------|---------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上       |
|                                              | 谨慎推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间 |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 10%以上       |
| 行业评级标准                                       |      |                           |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深 300 指数涨幅 5%以上        |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间   |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上        |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。