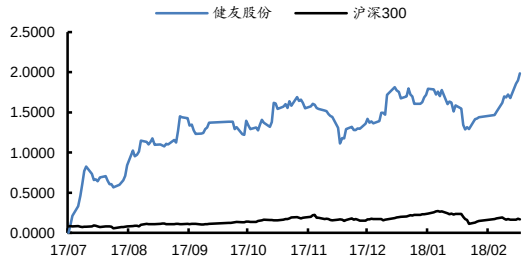
制剂、肝素原料药双轮驱动，创新研发、国际化收获期即将来临

——健友股份（603707）调研简报

研究所
证券分析师：　胡博新　S0350517060001
hubx@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
健友股份	27.4	37.0	198.7
沪深 300	-0.3	1.7	16.9

市场数据	2018-03-07
当前价格（元）	31.00
52 周价格区间（元）	10.38 - 32.50
总市值（百万）	13128.50
流通市值（百万）	1968.50
总股本（万股）	42350.00
流通股（万股）	6350.00
日均成交额（百万）	112.31
近一月换手（%）	56.23

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

公司近日举行 2017 年度股东大会及投资者交流会，我们与公司高管对公司核心业务进行了调研交流。

投资要点：

■ **一、肝素原料药量价齐升周期有望延续较长时间，公司原料药出口龙头地位与业绩弹性有望持续显现。**肝素类药物作为临床应用最广泛和最有效的抗凝血、抗血栓药物之一，长期以来市场需求一直处于稳定增长趋势，肝素类药品需求的迅速增加带动了国际市场对肝素原料药的需求增长。肝素因自肝脏发现而得名，产业链由肝素粗品、肝素原料药、肝素制剂组成，其中肝素粗品提取自猪小肠粘膜，因此公司的主要产品肝素原料药处于肝素产业链中游，一方面受到上游猪小肠与肝素粗品供应的影响，另一方面也受到下游肝素制剂需求的影响。肝素粗品价格自 2011 年处于下降通道，徘徊在 9500 元/亿单位左右，2016 年 4 月份肝素粗品价格开始上涨，截止 2017 年 12 月已涨至 28000 元/亿单位左右，涨幅达约 190%；肝素原料药受原材料肝素粗品价格上涨传导出口均价亦出现大幅度上涨，根据海关数据统计，肝素原料药 2017 年出口均价较 2016 年全年均价上涨约 40%。

此轮肝素原料药价格上涨预计仍将持续较长时间，主要源于上游粗品供给收缩、行业低库存、下游制剂需求稳定增长。1)供给收缩，粗品价格自 2011 年起不断下降，曾一度跌至 8000 元/亿单位，粗品厂基本处于亏损状态，以及环保监管趋严已成常态化，大量被强制关闭小厂复产难度大，粗品供给有望持续紧张；2)赛诺菲等巨头在山德士仿制药上市前后大量收购的肝素原料药库存已基本消化完毕，行业进入新一轮采购周期。3）全球肝素需求量保持稳定增长，根据医药经济报统计，2006 年全球肝素制剂总体市场规模（包括低分子肝素制剂和标准肝素制剂）约 49.15 亿美元，2015 年达到约 125.8 亿美元，复合增速达 11%。

公司较早布局粗品，供应链优势助力公司成为此轮肝素原料药涨价最大受益者。1）公司在此次肝素粗品涨价前进行了大量采购储备，2017 年粗品库存比例处在全行业最高水平，主要竞争对手均不同程

度因上游肝素粗品紧张出现供应链紧张状况，公司成为全市场供货最稳定原料药供应商；2）2017 年公司与下游全球低分子肝素制剂巨头赛诺菲建立了长期原料药供货合作关系，新增的下游长期客户为公司原料药业务拓展了新的增长空间。根据海关数据统计，2017 全年公司肝素原料药出口额达 1.31 亿美元，首次超过海普瑞，成为全国肝素原料药出口龙头。根据 2017 年报统计，2017 年公司标准肝素原料药营业收入 9.19 亿元，同比增长 95.1%，毛利率提升 4.87 个百分点，肝素原料药涨价业绩弹性开始显现。

■ **二、国内低分子肝素制剂销售收入进入高速增长期，核心驱动因素为行业扩容+高品质对低品质的替代+进口替代。**公司 2014 年开始陆续取得依诺肝素钠、那屈肝素钙、达肝素钠制剂的生产批件，成为国内唯一一家拥有 3 个全品种低分子肝素的生产企业，近三年公司国内低分子肝素制剂销售呈快速增长趋势，2017 年健友股份三种低分子肝素制剂产品市占率在国内市场均已处于行业前列。

根据 2017 年报统计，2017 年公司低分子肝素制剂业务营业收入达 1.10 亿元，同比增长 193.81%，进入高速增长期，预计未来三年仍可高增速，主要源于三方面因素。

（1）国内低分子肝素制剂行业持续扩容：中国低分子量肝素总用量在 1.6-1.7 亿支，平均用量 0.2 支/人/年，欧洲 2016 年人均用量 1.2 支/人/年，相比国际用量水平，中国低分子肝素制剂提升空间还很大。此外，公司正在拓展恶性肿瘤患者和复发性流产患者等新的适应症，肝素制剂更广阔的的应用正在有序推动。

（2）高品质对低品质肝素制剂的替代：在 2016 年的全国总用量 1.7 亿支中，国内仍有 55%是未分类的低分子肝素制剂，质量层次低，在一致性评价和药品监管日益严格的大趋势下，公司的高质量产品有望进一步替代这些未分类的低分子肝素产品。

（3）一致性评价推动进口替代加速进行：目前我国低分子肝素制剂市场仍是进口厂商占据最大市场份额的局面。根据 PDB 重点城市样本医院数据库统计，2017 年前三季度，我国依诺肝素注射剂、那曲肝素注射剂、达肝素注射剂市场份额第一的厂家分别为赛诺菲、GSK、Vetter，分别占据 79%、71%、63%的市场份额，随着一致性评价的推进，公司高品质的肝素制剂有望凭借招标和价格优势加速对原研进口品种的替代，进口替代空间较大。

■ **三、深度布局注射剂制剂出口，研发即将进入收获期——依诺肝素预计今年或明年在欧美获批，今年预计有 5 个 ANDA 获批，预计 2020 年开始有非肝素类大品种获批。**公司希望通过五年左右时间，开发新的注射剂产品，使得非肝素类产品能够成为公司的主要业务。公司产品布局采用专注于注射剂的“基础品种 + 特色品种”的搭配策略，先开发一些审评速度较快、能快速形成收入的基础品种产品，形成产品集群，快速建立销售和生产平台，同时逐渐布局需要较大

投入的特色重磅品种。截止 2017 年末公司已经公告了在研注射剂项目约 20 个，涉及抗感染、抗肿瘤、泌尿系统、抗凝血、麻醉药等多个领域的疗效确切的一二线用药，大部分为中美双报，预计 2018 年将有 5 个 ANDA 获批。依诺肝素为近期公司重点推进的重磅品种，预计将于 2018 年底或 2019 年初在美获批，美国市场容量约 20 亿美元，欧洲市场容量约 20 亿欧元，按照代理销售 10%的销售目标来测算，公司依诺肝素海外销售收入有望达到约 14 亿人民币（销售分成按 50%测算），考虑到 2017 年公司营业收入约为 11 亿元，则未来依诺肝素的海外上市即有望带来收入端的再造效应。

当前国际注射剂产能处于相对短缺状态，无菌生产线平均 6-8 年的筹建周期构成较高竞争壁垒。注射剂无菌生产体系建设周期较长，从生产体系开始建立到有产品获批至少需要 6 年的时间。全球范围内无菌制剂缺口大，但是口服制剂生产线供给较多，主要由于口服制剂的建设周期不会超过 4 年，并且产量容易快速上升；而无菌制剂生产规模是逐渐上升的，同时还有产能在不断被淘汰。公司生产线具备规范性优势，2016 年子公司成都健进零缺陷通过美国 FDA 认证。公司今年计划在成都扩建一条生产线，以抗肿瘤药为主，年产能 1300 万支，计划 2019 年底前完成；同时在南京也扩产，以非抗肿瘤药为主，年产能 1 亿支，则公司有望凭借国际注射剂产能短缺期的时间窗口占据制剂出口的战略优势地位。

- **盈利预测及评级：**公司目前收入主要来自肝素原料药出口和肝素制剂的国内销售，其中肝素原料药业务处于量价齐升的阶段，并有望持续较长时间，公司肝素原料药业务业绩弹性开始显现。公司低分子肝素制剂业务处于高速增长期，一方面国内市场有望凭借高品质抢占更多市场份额，另一方面依诺肝素预计今年或明年在欧美上市将开拓海外增量空间。因此我们预计未来两年公司业绩有望保持 40%以上复合增速，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.13、1.50、2.17 元，对应当前股价 PE 分别为 27.54、20.63、14.27 倍，**首次覆盖**，给予**“买入”评级**。

- **风险提示：**肝素原料药涨价不达预期风险，核心品种销售不达预期风险，在研品种研发不及预期，海外申报注册不达预期，公司海外销售不及预期，公司未来业绩的不确定性。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	1113	1559	2008	2817
增长率(%)	91%	40%	29%	40%
净利润（百万元）	314	477	636	920
增长率(%)	22%	52%	33%	45%
摊薄每股收益（元）	0.74	1.13	1.50	2.17
ROE(%)	15.31%	18.88%	20.17%	22.63%

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

表 1：健友股份盈利预测表

证券代码:	603707.SH		股价:	31.00	投资评级:	买入		日期:	2018-03-07
财务指标	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	**每股指标与估值**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	15%	19%	20%	23%	EPS	0.74	1.13	1.50	2.17
毛利率	46%	52%	53%	55%	BVPS	4.85	5.96	7.45	9.60
期间费率	15%	18%	18%	18%	**估值**				
销售净利率	28%	31%	32%	33%	P/E	41.78	27.54	20.63	14.27
成长能力					P/B	6.40	5.20	4.16	3.23
收入增长率	91%	40%	29%	40%	P/S	11.80	8.42	6.54	4.66
利润增长率	22%	52%	33%	45%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
总资产周转率	0.41	0.47	0.47	0.50	**营业收入**	**1113**	**1559**	**2008**	**2817**
应收账款周转率	4.51	4.51	4.51	4.51	营业成本	597	752	935	1272
存货周转率	0.46	0.46	0.46	0.46	营业税金及附加	4	5	7	10
偿债能力					销售费用	47	66	84	118
资产负债率	24%	24%	25%	27%	管理费用	123	173	223	313
流动比	3.61	3.68	3.58	3.44	财务费用	(4)	33	48	72
速动比	1.48	1.55	1.62	1.56	其他费用/（-收入）	6	7	7	7
					营业利润	**352**	**536**	**717**	**1039**
资产负债表（百万元）	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**	营业外净收支	4	4	4	4
现金及现金等价物	73	38	206	212	**利润总额**	**356**	**540**	**721**	**1043**
应收款项	246	345	445	624	所得税费用	42	64	85	123
存货净额	1294	1642	2043	2780	**净利润**	314	477	636	920
其他流动资产	578	810	1044	1464	少数股东损益	0	0	0	0
流动资产合计	**2192**	**2836**	**3738**	**5081**	**归属于母公司净利润**	**314**	**477**	**636**	**920**
固定资产	274	267	260	254					
在建工程	128	128	128	128	**现金流量表（百万元）**	**2017**	**2018E**	**2019E**	**2020E**
无形资产及其他	42	42	50	58	**经营活动现金流**	**(235)**	**(94)**	**19**	**(241)**
长期股权投资	3	3	3	3	净利润	314	477	636	920
资产总计	**2695**	**3331**	**4234**	**5579**	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	323	423	623	923	折旧摊销	41	44	44	43
应付款项	210	266	331	450	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	20	27	35	49	营运资金变动	(590)	(743)	(806)	(1471)
其他流动负债	55	55	55	55	**投资活动现金流**	**(593)**	**7**	**7**	**6**
流动负债合计	**607**	**771**	**1044**	**1477**	资本支出	(4)	7	7	6
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(0)	0	0	0
其他长期负债	36	36	36	36	其他	(589)	0	0	0
长期负债合计	**36**	**36**	**36**	**36**	**筹资活动现金流**	**792**	**95**	**194**	**291**
负债合计	**642**	**807**	**1079**	**1513**	债务融资	203	100	200	300
股本	424	424	424	424	权益融资	458	0	0	0
股东权益	2052	2524	3155	4066	其它	132	(5)	(6)	(9)
负债和股东权益总计	**2694**	**3331**	**4234**	**5579**	**现金净增加额**	**(35)**	**9**	**220**	**57**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【分析师承诺】

胡博新，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：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;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。