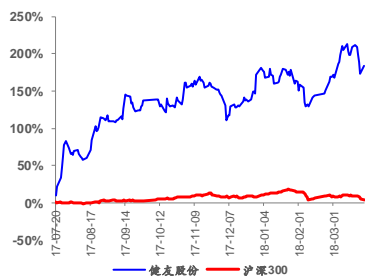


**健友股份(603707)/化学制药**
**扬帆起航的注射剂出口新秀**
**评级: 买入(首次)**
**市场价格: 34.26-39.97**
**分析师: 江琦**
**执业证书编号: S0740517010002**
**电话: 021-20315150**
**Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn**
**联系人: 祝嘉琦**
**Email: zhujq@r.qlzq.com.cn**
**基本状况**

总股本(百万股)	424
流通股本(百万股)	60
市价(元)	30
市值(百万元)	12705
流通市值(百万元)	1790

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	581.91	1112.73	1809.06	2431.77	2982.13
增长率 yoy%	24.15%	91.22%	62.58%	34.42%	22.63%
净利润	257.24	314.22	483.64	629.42	772.81
增长率 yoy%	193.81%	22.15%	53.92%	30.14%	22.78%
每股收益(元)	0.61	0.74	1.14	1.49	1.82
每股现金流量	-0.68	-0.55	0.10	-0.04	0.71
净资产收益率	19.57%	15.31%	19.07%	19.88%	19.62%
P/E	49.39	40.43	26.27	20.19	16.44
PEG	0.25	1.83	0.49	0.67	0.72
P/B	9.66	6.19	5.01	4.01	3.23

备注:

**投资要点**

- 肝素领域龙头企业, 注射剂出口将成看点**  
 健友股份是国内肝素原料药制剂一体化企业, 深耕肝素领域多年, 原料药竞争力突出, 并率先高起点地布局注射剂出口业务。公司战略规划清晰, 从原料药向制剂延伸; 从肝素领域向其他用药领域拓宽; 专注注射剂出口, 并“转报”国内, 实现国内国外双线发展。基于对未来的信心, 公司上市不久即发布限制性股票激励计划, 行权条件可观, 彰显公司对于未来发展的信心。
- 注射剂出口实力国内领先, 具有强稀缺性。**  
 公司是国内注射剂出口领先企业, 目前拥有 3 条通过美国 FDA 认证的注射剂生产线, 以及一支强实力的研发团队, 生产工艺、研发实力突出。叠加目逐步完善的海外销售布局, 注射剂出口体系已成功搭建。公司首个 ANDA 申请(依诺肝素)已于 2014 年提交, 目前进展顺利, 我们预计有望于 2018 年底在欧盟获批, 2019 年初美国获批。美国市场依诺肝素为超 10 亿美元的大品种, 假设健友的仿制药上市后抢占 10% 的市场份额, 定价 80%, 30-40% 的毛利率以及渠道的五五分成, 我们预计初步稳定销售后能带来 1500-2000 万美元利润贡献。公司持续加大研发投入, 后续产品布局丰富, 已披露的在研、以及 ANDA 申报阶段产品十余个, 涵盖心脑血管、麻醉肌松、癌症肿瘤等大领域。
- 现有国内制剂成长性好, “双报”实现国内外双线发展**  
 公司是国内专科领域的高品质仿制药企业, 高标准、高品质的三大低分子肝素已在国内上市, 正在进入快速放量期。2016 年国内制剂整体销售规模约 3741 万元, 随着招标推进和持续销售工作开展, 公司产品有望实现对早期“未分类”低分子肝素制剂和进口产品的替代。公司后续多数出口产品采用国内国外“双报”模式, 充分享受一致性评价的政策红利, 实现高端制剂国内外双线布局。
- 原料药业务短期弹性大: 高端客户开拓叠加产品涨价**  
 肝素行业市场空间可观, 长期有望保持有序竞争态势。公司作为肝素龙头企业, 上游把控力强, 质量管控水平高, 是国内仅有的两家进军美国市场的肝素原料药厂商之一, 与 Pfizer、Sagent 等客户保持长期合作关系。当前, 公司原料药业务正处于快速上升轨道: 1) 2016 年, 公司成功开拓全球最大的肝素原料药采购商——Sanofi, 订单量持续增加。2) 肝素价格自 2016 年进入上升通道, 公司根据长期经验, 前瞻性扩大了粗品的采购备货。充足的库存使公司在涨价中持续获益, 盈利能力不断提升。
- 盈利预测与估值讨论:** 我们预计公司 2018-2020 年营业收入为 18.09、24.32 和 29.82 亿元, 同比增长 62.58%、34.42% 和 22.63%。归母净利润 4.84、6.59 和 8.06 亿元, 同比增长 53.92%、36.18% 和 22.40%。考虑公司作为国内注射剂出口领先企业, 具有强稀缺性; 且国内高品质仿制药正进入快速放量期, 原料药业务处于快速上升轨道, 我们给予公司 2018 年 30-35 倍 PE, 对应股价 34.26-39.97, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示事件:** 原材料与原料药价格缺口缩小的风险; 销售客户集中的风险; ANDA 获批不达预期的风险; 披露预测方法及结果的局限性。

## 内容目录

肝素原料药制剂一体化企业，注射剂出口将成看点.....	- 4 -
健友股份肝素原料药竞争力突出，注射剂出口持续布局中 .....	- 4 -
管理层年轻活力，限制性股票激励彰显信心 .....	- 5 -
注射剂出口成长期看点，实力国内领先 .....	- 6 -
注射剂出口实力国内领先，首个 ANDA 有望 2018 年获批 .....	- 6 -
研发持续投入，后续产品管线丰富 .....	- 8 -
现有国内制剂成长性良好，“双报”实现国内外双线发展.....	- 10 -
探索国内制剂销售渠道，精细化管控提升销售效率 .....	- 10 -
三大低分子肝素高标准、高质量，有望实现用药升级和进口替代 .....	- 10 -
后续品种多数采用“双报”模式，实现国内国外双线发展 .....	- 13 -
原料药短期弹性大：高端客户开拓叠加产品涨价.....	- 13 -
肝素行业市场空间可观，长期有望保持有序竞争态势.....	- 13 -
健友股份的肝素原料药竞争力突出 .....	- 16 -
1、成功开拓全球肝素原料药最大采购商 Sanofi，高端客户更进一步.....	- 17 -
2、肝素价格进入上升通道，前瞻性的备货策略在涨价中受益.....	- 18 -
盈利预测与估值讨论 .....	- 19 -
盈利预测 .....	- 19 -
估值讨论 .....	- 20 -
风险提示.....	- 21 -

## 图表目录

图表 1: 健友股份历年营业收入.....	- 4 -
图表 2: 健友股份历年扣非净利润.....	- 4 -
图表 3: 健友股份历年收入构成.....	- 5 -
图表 4: 健友股份历年毛利率.....	- 5 -
图表 5: 健友股份股权结构图.....	- 5 -
图表 6: 健友主要高管简历 .....	- 5 -
图表 7: 首次授予的限制性股票解除限售各年度业绩考核目标 .....	- 6 -
图表 8: 子公司健进制药 2016 年盈利情况 (万元) .....	- 7 -
图表 9: 健进获 FDA 批准可以作为生产者进行生产的药品.....	- 7 -
图表 10: 全球依诺肝素市场格局.....	- 8 -
图表 11: 各类肝素制剂药代动力学比较.....	- 8 -
图表 12: FDA 批准的低分子肝素制剂 .....	- 8 -
图表 13: 健友股份历年研发费用情况.....	- 9 -

图表 14: 健友股份后续 pipeline 分析.....	- 9 -
图表 15: 公司在研产品整理.....	- 10 -
图表 16: 国内按照新的低分子肝素审评要求的生产企业.....	- 11 -
图表 17: 全国低分子肝素制剂市场规模 (放大版样本医院).....	- 11 -
图表 18: 健友股份三大低分子肝素制剂批文及销售情况.....	- 12 -
图表 19: 国内医院终端低分子肝素市场格局.....	- 12 -
图表 20: 健友股份三种低分子肝素制剂中标情况.....	- 12 -
图表 21: 一致性评价对于“欧美日上市”品种的政策优惠.....	- 13 -
图表 22: 全球肝素原料药需求量.....	- 14 -
图表 23: 全球肝素类药物市场规模及增速.....	- 14 -
图表 24: 肝素产业链上下游图解.....	- 14 -
图表 25: 肝素领域竞争格局.....	- 15 -
图表 26: 肝素原料药行业的波特五力模型.....	- 16 -
图表 27: 健友股份原料药认证情况.....	- 17 -
图表 28: 健友股份前 5 大客户销售情况.....	- 17 -
图表 29: 健友股份未完成订单情况 (截止 7 月).....	- 18 -
图表 30: Sanofi 和 Pfizer 全球肝素制剂销售额对比.....	- 18 -
图表 31: 肝素原料药月平均出口价格 (美元/千克).....	- 18 -
图表 32: 标准肝素原料 vs 肝素粗品采购价格 (元/亿单位).....	- 18 -
图表 33: 原材料备货策略.....	- 19 -
图表 34: 健友股份肝素粗品采购价格 (元/亿单位).....	- 19 -
图表 35: 存货分析.....	- 19 -
图表 36: 健友股份收入毛利预测 (百万元).....	- 20 -
图表 37: 可比公司估值 (百万元).....	- 21 -
图表 38: 健友股份财务数据.....	- 22 -

## 肝素原料药制剂一体化企业，注射剂出口将成看点

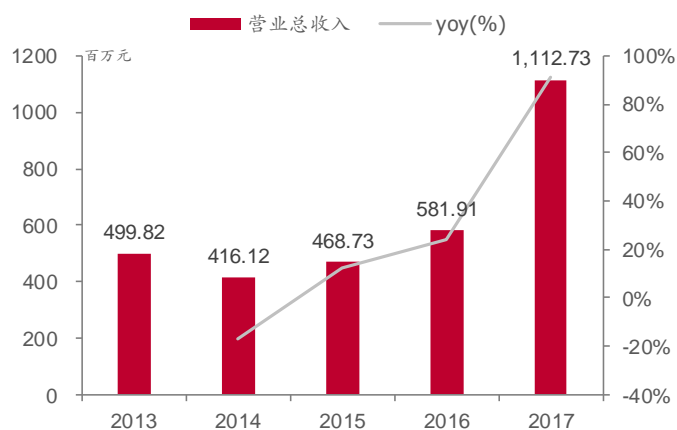
### 健友股份肝素原料药竞争力突出，注射剂出口持续布局中

#### ■ 肝素原料药技术能力突出，产品、客户双重升级

健友股份深耕肝素领域多年，形成良好的上下游把控能力，竞争优势明显。随着技术水平的优化、质量管控体系的完善，公司成功进军美国等高端肝素市场，成为全球大型肝素制剂厂家的供货商。此外，公司自 2015 年开拓了标准肝素升级版——低分子肝素原料药及制剂业务，产品持续升级，盈利能力进一步提升。

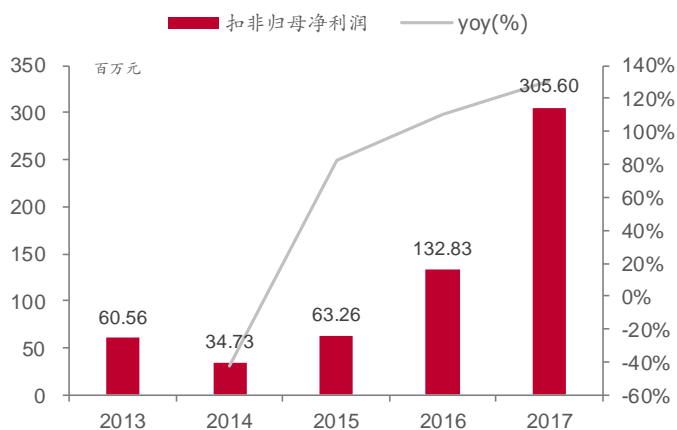
高端市场开拓以及产品升级带动公司整体业务规模扩大，同时高毛利产品占比不断上升，整体盈利能力提升。2015 年以来，公司营业收入持续增长，增速扩大；净利润水平连续三年翻倍左右增长。2017 年，随着肝素粗品及原料药持续涨价，以及国内低分子肝素制剂市场推广扩大，公司收入利润继续爆发式增长，全年实现营业收入 11.13 亿元，同比增长 91.22%，扣非归母净利润 3.06 亿元，同比增长 130.07%。

图表 1: 健友股份历年营业收入



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2: 健友股份历年扣非净利润

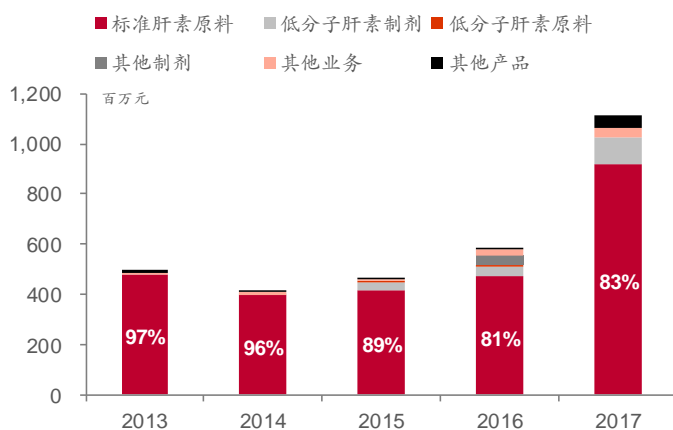


来源：公司公告，中泰证券研究所

#### ■ 原料药向制剂延伸，国内国外注射剂同步布局

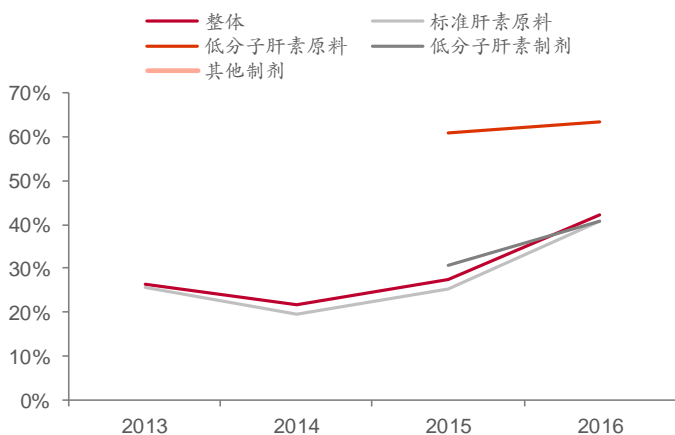
公司战略规划清晰，从原料药向制剂延伸；从肝素领域向其他用药领域拓宽；国内国外双线布局。目前公司原料药已经具备较为坚实的基础，下一步将积极布局制剂业务。由于以肝素制剂作为突破口，公司在注射剂领域具备优势，未来将继续专注注射剂领域，不断丰富制剂产品。公司的三大低分子肝素注射剂已成功在中国上市，经过 2-3 年的市场导入，逐步迎来高速增长期，2017 年实现近 200% 增长。依诺肝素注射液的 ANDA 申请已于 2014 年提交并受理。公司后续研发管线产品丰富，且大多采取美国和中国“双报”模式，牢牢把握一致性评价政策下的行业机会，实现注射剂国内国外同步布局。

图表 3: 健友股份历年收入构成



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 健友股份历年毛利率

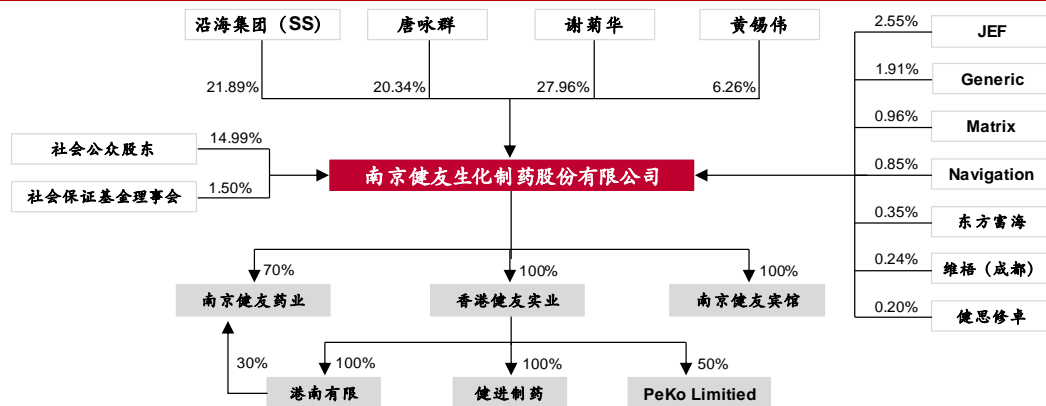


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 管理层年轻活力, 限制性股票激励彰显信心

- 健友股份成立于 2000 年, 经过多轮股权转让, 目前公司董事长唐咏群和董事谢菊华合计持有 48.30% 的公司股权, 为公司的控股股东和实际控制人, 并签订了一致行动协议; 董秘兼常务总经理黄锡伟持有 6.26% 股权。公司管理层较为年轻, 且多具有海外留学及就业背景, 能够为公司带来创新及活力, 引入国际化的理念; 同时具备较高的知识水平和管理能力, 从各方面推动公司稳定快速发展。

图表 5: 健友股份股权结构图



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

\*SS 为 State-owned shareholder 的缩写, 表示国有股股东。

图表 6: 健友主要高管简历

人员	职位	简历
唐咏群	董事长、总经理	1975 年出生, 美国国籍, 1996 年毕业于美国 Stevens Institute of Technology (史蒂文斯理工学院), 硕士学历; 1996 年至 2004 年在美国富士通、朗讯和阿尔卡特公司担任工程师、高级工程师、项目经理等职务; 2004 年回国担任公司副总经理, 负责公司科研、生产和国际市场开拓。
黄锡伟	董事、常务副总经理、董事会秘书、财务负责人	1970 年出生, 中国国籍, 博士学历, 教授级高级经济师; 2010 年 7 月起任亚信联创集团股份有限公司 (美国纳斯达克上市) 首席运营官、董事。

来源: 招股说明书, 中泰证券研究所



- 公司发布 2018 年限制性股票激励计划，拟向激励对象授予总量不超过 203.50 万股限制性股票，占总股本的 0.48%；其中首次授予限制性股票 162.80 万股，占本次授予权益总额的 80%。本次激励计划的首次激励对象人数为 113 人，范围涵盖公司及各子公司任职的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员、骨干业务人员、关键岗位人员等。限制性股票激励计划发布彰显公司管理层对于未来发展的信心，同时为公司业绩提供较好的安全垫。

**图表 7：首次授予的限制性股票解除限售各年度业绩考核目标**

解除限售期	业绩考核目标	对应净利润（百万元）	yoy
第一个解除限售期	以2017年净利润为基数，公司2018年净利润增长率不低于30%	397.28	30%
第二个解除限售期	以2017年净利润为基数，公司2019年净利润增长率不低于60%	488.96	23%
第三个解除限售期	以2017年净利润为基数，公司2020年净利润增长率不低于90%	580.65	19%

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 注射剂出口成长期看点，实力国内领先

### 注射剂出口实力国内领先，首个 ANDA 有望 2018 年获批

- **高起点领先布局注射剂出口，研产销体系已成功搭建**  
 公司战略规划清晰，定位制剂出口，率先并高起点地建设了符合 cGMP 标准的无菌注射剂生产线，并于 2015 年通过美国 FDA 认证。该生产线产能领先、并较为少有地配备了隔离器，高效且高端，被认为代表国内行业高端水平。  
 此外，公司于 2016 年收购的健进制药，在技术设备和研发实力两方面提升制剂业务水平。健进制药原为美国 Sagent 制药在中国的子公司，主要从事药品研发、以及承接 Sagent 的卡铂及阿曲库铵的生产等业务。作为外企的子公司，健进在质量管控、研发能力等方面均符合欧美高端市场的高标准。通过收购健进，公司获得：**1) 生产线的补充：**健进拥有国内第一条通过 FDA 审核的高标准注射剂生产线；**2) 研发实力的提升：**健进拥有国内第一家通过美国 FDA 认证的无菌制剂研发机构。公司收购健进后，通过积极拓展临床前服务业务，快速使其扭亏为盈，后续有望进一步发挥协同效应。**3) 有望获得数个 ANDA 文号，丰富出口品种。**健进作为 Sagent 的代工厂商，已经获得 7 个 ANDA 产品的生产权限，其文号持有人为 Sagent。公司在收购健进后，通过持有人变更程序，于 2016 年 10 月获得阿曲库铵和卡铂注射液的 ANDA 文号。其余品种的变更申请也已提交，公司有望在短期内获得剩余 5 个产品的 ANDA 文号，进一步丰富美国出口品种。  
 收购健进后，结合自身布局，公司具备强力研发、生产能力，叠加目前的海外销售布局，注射剂出口体系搭建完成，未来有望实现产品陆续在美上市，带动公司发展走上新台阶。

**图表 8: 子公司健进制药 2016 年盈利情况 (万元)**

项目	2016年1-4月	2016年4-12月	2016年度
营业收入	509.37	8855.71	9365.08
营业利润	-1824.4	3354.96	1530.56
净利润	-1816.44	3406.42	1589.98

来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

**图表 9: 健进获 FDA 批准可以作为生产者进行生产的药品**

药品注册号	药品名称	是否进行过商业化生产	持有人
ANDA091488	阿曲库铵注射液	是	健友股份
ANDA091489			
ANDA077096	卡铂注射液	是	
ANDA200753	注射用亚叶酸钙	是	
ANDA200855			
ANDA091458	罗库溴铵注射液	否	Sagent
ANDA090108	克林霉素注射液	否	
ANDA090109			
ANDA203609	氟尿嘧啶注射液	是	
ANDA090808	标准肝素钠注射液	否	

来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

注: ANDA 091488、ANDA 091489、ANDA 077096 的持有人已于 2016 年 10 月获 FDA 的批准由 Sagent 变更为健友股份。

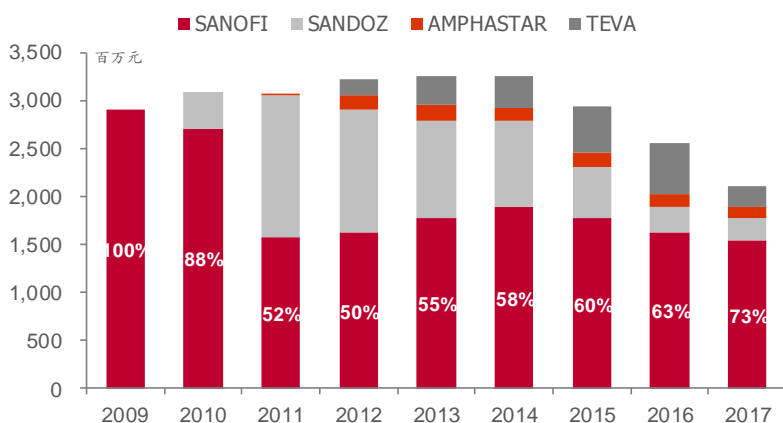
#### ■ 首个 ANDA—依诺肝素钠已进入审评周期, 2018 年有望获批

2014 年 5 月, 公司向 FDA 提交了依诺肝素钠注射液的 ANDA 申请, 并于 2014 年底获得正式受理; 随后 2015 年, 继续向欧盟提交了上市申请。此为首个国外产品的上市申请, 标志着公司正式走上制剂出口的道路。肝素产品具有一定特殊性, 初期依诺肝素审评周期为 6-7 年, 随着仿制药陆续上市后审评经验积累, 以及加速审评政策等, 目前周期缩短至 4-5 年。健友的依诺肝素审评进展顺利, 我们预计有望于 2018 年底在欧盟获批, 2019 年初美国获批。

依诺肝素属于低分子肝素, 由 Sanofi 研发, 并于 1993 年在美国上市。相比于其他肝素药物, 依诺肝素具有抗凝血作用强, 出血危险性小, 起效快并作用时间长等优点, 临床使用量大, 占据肝素药物主要市场份额。

**依诺肝素市场空间可观, 当前竞争格局良好。**根据 Bloomberg 数据, 2016 年全球依诺肝素钠注射剂规模近 30 亿美元, 其中美国超过 10 亿美元, 欧洲近 20 亿。目前, 除了 Sanofi 的原研产品, 美国已有 3 款仿制药获批上市, 分别由 Sandoz、Amphastar 和 Teva 生产; 欧盟于 2016 年 9 月批准了天道医药的首款依诺肝素仿制药, 率先实现在波兰上市; Rovi 的仿制药于 2017 年在德国、英国等国家获批。

**销售渠道方面,**公司与 Sagent 签订供应协议, Sagent 将享受依诺肝素美国上市后 6 个月内的独家销售权; 此外, 公司已积极布局另一条销售渠道, 以实现依诺肝素后续大规模商业化销售。结合美国仿制药市场规律, 我们预计公司产品获批后有望抢占约 10% 的市场份额, 定价 80%, 假设毛利率水平在 30-40%, 扣除销售渠道 50% 利润分成, 利润贡献有望达到 1500-2000 万美元。

**图表 10: 全球依诺肝素市场格局**


来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

**图表 11: 各类肝素制剂药代动力学比较**

	那屈肝素	达肝素	标准肝素	依诺肝素	结论
抗Xa/lia比率	3.5	2.6	1.0	4.1	抗Xa/lia最高: 抗凝效果好, 而出血风险小。
[sc] 抗Xa活性达峰时间 (h)	3.6h	2.6h		2.35h	达峰时间最短: 抗凝起效快。
[sc] 抗Xa半衰期 (h)	3.78h	4.40h		4.42h	半衰期最长: 抗凝作用持续时间长
生物利用度 (%)	89%	87%	10-30%	91%	生物利用度最高: 抗凝作用强

来源: 公开资料, 中泰证券研究所

**图表 12: FDA 批准的低分子肝素制剂**

通用名	规格	生产厂家	获批日期	生产厂家	获批日期	生产厂家	获批日期	生产厂家	获批日期
依诺肝素钠	30MG/0.3ML (100MG/ML)	SANOFI AVENTIS (原研)	1993/5/29	SANDOZ (首仿)	2010/7/23	AMPHASTAR	2011/9/19	TEVA	2014/6/23
	40MG/0.4ML (100MG/ML)		1998/6/30		2010/7/24		2011/9/20		2014/6/24
	60MG/0.6ML (100MG/ML)		1998/3/27		2010/7/25		2011/9/21		2014/6/25
	80MG/0.8ML (100MG/ML)		1998/3/28		2010/7/26		2011/9/22		2014/6/26
	100MG/ML (100MG/ML)		1998/3/29		2010/7/27		2011/9/23		2014/6/27
	120MG/0.8ML (150MG/ML)		2000/6/2		2010/7/28		2011/9/24		2014/6/28
	150MG/ML (150MG/ML)		2000/6/3		2010/7/29		2011/9/25		2014/6/29
	300MG/3ML (100MG/ML)		2003/1/23		2011/11/28				
达肝素钠	2,500IU/0.2ML (12,500IU/ML)	PFIZER (原研)	1994/12/22						
	5,000IU/0.2ML (25,000IU/ML)		1996/3/18						
	7,500IU/0.3ML (25,000IU/ML)		2002/4/4						
	10,000IU/ML (10,000IU/ML)		1998/1/30						
	12,500IU/0.5ML (25,000IU/ML)		2007/5/1						
	15,000IU/0.6ML (25,000IU/ML)		2007/5/2						
	18,000IU/0.72ML (25,000IU/ML)		2007/5/3						
	95,000IU/3.8ML (25,000IU/ML)		2002/4/4						
7,500 IU/0.75ML	2002/4/5								

来源: FDA, 中泰证券研究所

### 研发持续投入, 后续产品管线丰富

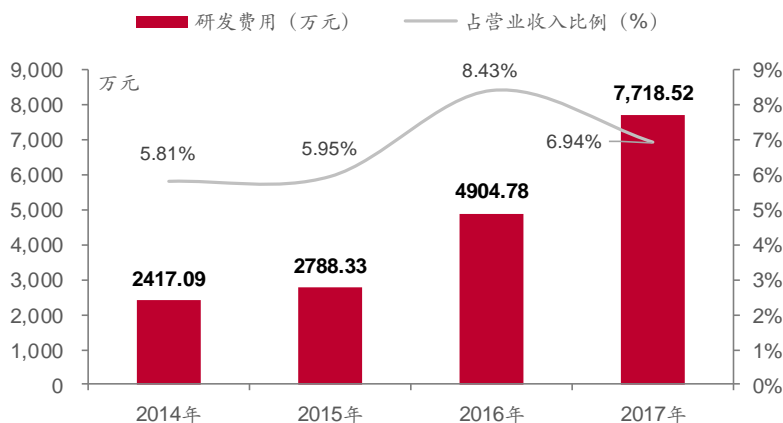
- 公司研发投入快速增长, 在研产品线丰富。公司已经披露的在研、以及 ANDA 申报阶段产品十余个, 涵盖心脑血管、麻醉肌松、癌症肿瘤等大



领域。根据招股说明书披露的品种，国内国外市场竞争格局良好，市场规模可观。

- 另外，公司非常重视研发，研发投入占比较高，且逐年提升；叠加健进带来的研发实力提升，公司有望不断丰富管线中的产品，并逐步向更高技术、更高附加值的产品升级。

图表 13: 健友股份历年研发费用情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14: 健友股份后续 pipeline 分析

研发项目	研发方式	主要治疗领域	2016年国内市场 (百万元) (厂家数量)	2016年国际市场 (百万美元) (厂家数量)
托拉塞米注射液	自主研发	利尿剂	600.31 (4)	73.70 (3)
米力农注射液		急、慢性顽固性充血性心力衰竭	581.53 (6)	40.30 (3)
鲑降钙素注射液		骨质疏松症	178.38 (10)	111.7 (2)
瑞加德松注射液		心血管影像剂	N/A	554.4 (1)
度骨化醇注射液		降低进行性慢性肾透析的继发性甲状旁腺功能亢进患者的甲状旁腺激素水平	N/A	238.6 (4)
罗库溴铵注射液		全身麻醉辅助用药，用于常规诱导麻醉期间气管插管，以及维持手术中骨骼肌松弛	359.11 (3)	86.8 (4)
苯磺酸阿曲库铵注射液		气管内插管的肌肉松弛和胸腹部手术所需的肌肉松弛	37.74 (1)	
盐酸苯达莫司汀注射液		治疗慢性淋巴细胞性白血病、惰性B细胞非霍奇金淋巴瘤	N/A	755 (1)
项目名称	合作方	主要治疗领域	2016年国内市场 (百万元) (厂家数量)	2016年国际市场 (百万美元) (厂家数量)
左旋亚叶酸钙注射液	中国境内归健友股份所有，其他地区归Sagent所有	胃癌和结直肠癌		181.4 (6)
注射用左旋亚叶酸钙		胃癌和结直肠癌	217.27 (5)	
注射用阿扎胞苷		骨髓增生异常综合症 (MDS)，急性非淋巴细胞性白血病。用于乳腺癌、肠癌、黑色素瘤等有一定疗效	2017.5刚上市	323.2 (5)
注射用卡莫斯汀		脑瘤、脑转移瘤和脑膜白血病；恶性淋巴瘤、多发性骨髓瘤，与其他药物何用于治疗恶性黑色素瘤等	0.41 (3)	88.2 (1)
注射用吗替麦考酚酯		接受同种异体肾脏，心脏或肝脏移植的病人，作为器官排斥反应的预防用药。	3.54 (7)	44.5 (3)
顺苯磺阿曲库铵注射液		全麻的辅助用药或在重症监护病房 (ICU) 起镇静作用，可以松弛骨骼肌，使气管插管和机械通气易于进行。	2115.97 (3)	79.6 (3)

来源：招股说明书，Bloomberg，米内网，中泰证券研究所

**图表 15: 公司在研产品整理**

研发项目	药(产)品基本信息	研发(注册)所处阶段	进展情况	研发投入	已申报	已批准
CB004	化药3类; 抗癌用药	中、美已申报	审评中	992.54	14	—
CW009	化药3类; 影像诊断用药	中、美已申报	审评中	627	1	—
CW017	ANDA; 抗凝血用药	美国已申报	审评中	1,152.28	21	21
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
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
CM003	化药4类; 抗癌用药	申报准备阶段	展示批已完成, 整理资料	717.85	8	7
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	—
CA005	化药4类; 抗癌用药	展示批生产阶段	持续研究中	636.17	9	—
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
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	—
CW010	化药3类; 降血脂用药	研发阶段	持续研究中	345.41	3	—
CW001.01	化药4类; 抗凝血用药	研发阶段	持续研究中	2,466.06	12	7

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 现有国内制剂成长性良好, “双报”实现国内外双线发展

### 探索国内制剂销售渠道, 精细化管控提升销售效率

- **精细化管控提升销售效率, 不断完善制剂销售模式。**原料药和制剂的销售存在较大差异, 从原料药转型制剂的企业多数面临销售体系构建的问题。目前, 公司三大低分子肝素制剂已上市, 初探国内制剂市场。公司现有销售模式以代理为主, 以互联网方式实现精细化管理, 加强信息回笼, 提高终端掌控; 并更加有效地培训、使用临床代表, 实现深度代理, 提升销售效率。伴随国内制剂销售的不断深入, 公司有望逐步构建一套适合自身产品和企业品牌的销售模式, 为后续出口转报国内的品种上市销售做准备。

### 三大低分子肝素高标准、高质量, 有望实现用药升级和进口替代

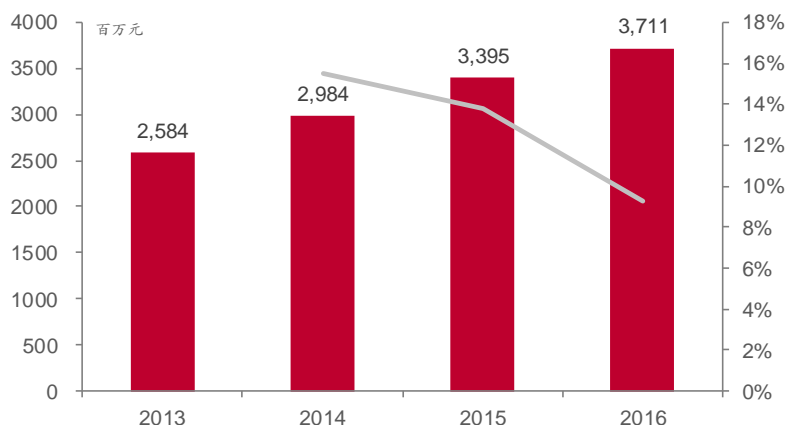
- **公司产品高标准、高质量, 有望替代国产早期低分子肝素和进口产品。**国内早期低分子肝素制剂的审评标准较低, 并未根据生产工艺、分子量及分布等细分标准进行区分; 获批产品以“低分子肝素钠”、“低分子肝素钙”等命名, 此通用名为中国特有, 并无国际范例。2013年, CDE发布《关于仿制的低分子肝素类产品新增技术要求的意见》, 对低分子肝素仿制药首次提出了“五个一致性”要求, 包括: “肝素原料来源和解聚方式等同”、“理化性质等同”、“二糖结构单元、片段图和低聚糖类序列等同”、“生物学和生化检测等同”、“人体药效学等效研究”, 大幅提高国内低分子肝素制剂的审评标准, 逐步与国际接轨。目前国内按照新标准获批的生产企业共10家, 其中仅有公司同时拥有依诺肝素、达肝素和那曲肝素三个主要品种的批文。公司产品于2013年后获批, 符合国家更为严格的审批标准; 加之公司原料药、制剂生产线等均按照欧美标准生产建造, 产品质量层次较高, 有望替代国产早期产品实现用药升级以及进口高价产品。

**图表 16: 国内按照新的低分子肝素审评要求的生产企业**

药品名称	获批时间	生产单位	类型
依诺肝素钠注射液		(Sanofi-aventis France)	进口
达肝素钠注射液		(Pfizer S.A.)	进口
那曲肝素钙注射液		(Laboratoire GlaxoSmithKline)	进口
贝米肝素钠注射液		(Laboratorios Farmacéuticos ROVI,S.A.)	进口
依诺肝素钠注射液	2016	北京双鹭药业股份有限公司	国产
依诺肝素钠注射液	2015	常州千红生化制药股份有限公司	国产
达肝素钠注射液	2015	常州千红生化制药股份有限公司	国产
注射用依诺肝素钠	2015	成都百裕制药股份有限公司	国产
依诺肝素钠注射液	2006	杭州九源基因工程有限公司	国产
达肝素钠注射液	2014	河北常山生化药业股份有限公司	国产
那屈肝素钙注射液	2016	河北常山生化药业股份有限公司	国产
依诺肝素钠注射液	2014	南京健友生化制药股份有限公司	国产
达肝素钠注射液	2015	南京健友生化制药股份有限公司	国产
那屈肝素钙注射液	2015	南京健友生化制药股份有限公司	国产
依诺肝素钠注射液	2005	深圳市天道医药有限公司	国产
注射用依诺肝素钠	2014	苏州二叶制药有限公司	国产
那屈肝素钙注射液	2016	天津生物化学制药有限公司	国产
注射用那屈肝素钙	2015	烟台东诚北方制药有限公司	国产

来源: CFDA, 中泰证券研究所

- 国内低分子肝素制剂近 40 亿, 半数以上由“未分类低分子肝素”占据。国内低分子肝素制剂规模近 40 亿元, 目前共有 22 家生产企业。除了原研企业 Sanofi、GSK 的品种, 市场主要由国产企业常山药业、兆科药业等“未分类”肝素占据。根据 PDB 数据, 2016 年样本医院的低分子肝素制剂中, “未分类”产品份额超过 50%。公司已拥有分类的三大低分子肝素制剂批准文号, 2016 年整体销售额约为 3741 万元, 由于公司产品均于 2013 年以后获批, 中标省份有限且中标时间较短, 销售工作开展有限, 制剂成长空间大。

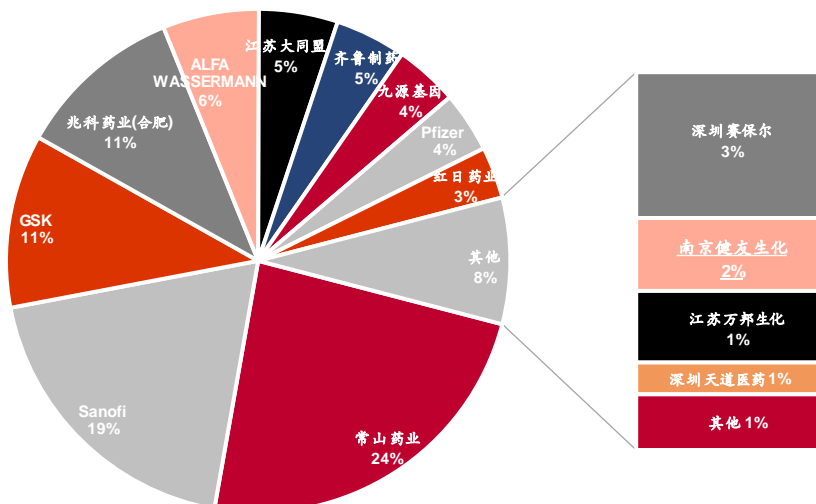
**图表 17: 全国低分子肝素制剂市场规模 (放大版样本医院)**


来源: 米内网, 中泰证券研究所

**图表 18: 健友股份三大低分子肝素制剂批文及销售情况**

药品名称	批准文号	上市时间	制剂	规格	销售收入 (百万元)
依诺肝素钠注射液	国药准字H20143003	2014	注射剂	0.4ml: 40mg(4000IU)	37.41 (2016)
依诺肝素钠注射液	国药准字H20163484	2016	注射剂	0.6ml:60mg (6000IU)	29.42 (2015)
达肝素钠注射液	国药准字H20153024	2015	注射剂	0.2ml: 5000IU	0.39 (2014)
那屈肝素钙注射液	国药准字H20153092	2105	注射剂	0.4ml: 4100IU	

来源: CFDA, 中泰证券研究所

**图表 19: 国内医院终端低分子肝素市场格局**


来源: 米内网, 中泰证券研究所

- 新一轮招标进展顺利, 价格体系稳定, 推动产品加速替代。**2016 年, 公司新增中标省份 7 个, 2017 年新开拓江西、四川等地区, 中标价格维护较好。此外, 公司通过扩大代理商覆盖区域、开展一对一临床代表培训, 加强学术推广力度, 以提升医院的覆盖率以及临床医生的用药比率。随着招标推进, 以及销售活动的不断开展, 公司三大低分子肝素制剂有望快速增长。

**图表 20: 健友股份三种低分子肝素制剂中标情况**

依诺肝素 [0.4ml:40mg(4000IU)/支]					达肝素 [0.2ml:5000IU/支]				那曲肝素 [0.4ml:4100IU/支]		
单位 (元)	2014	2015	2016	2017	单位 (元)	2015	2016	2017	单位 (元)	2016	2017
福建				57.10**	福建	35.27		66.90	福建		48.21
江西				47.83	江西			50.43	江西		76.52
重庆				39.76	重庆			37.69	重庆		52.34
四川		38.46		33.49	四川			34.60	四川		51.70
上海		45.54	37.79	36.16	陕西			42.10	江苏		51.65
湖北	33.49	33.49	33.49	33.49	辽宁			38.51	广西	79.66	
内蒙古			47.82		山西	35.29		35.29	海南	52.57	
西藏			47.00		广东		34.00	34.45	上海	52.57	
陕西			39.10		海南		45.05		天津	52.57	
海南			38.98		内蒙古		40.10		内蒙古	51.65	
广西			38.27		西藏		35.50		广东	45.90	
天津			33.49		上海		35.20				
云南		44.48			广西		33.67				
甘肃	39.80	39.80			山东	35.20					
山东	44.48										

来源: 各省药械招标网, 中泰证券研究所

\*\*为 0.6ml:60mg (6000IU) 规格中标价格, 该省份仅此规格中标

后续品种多数采用“双报”模式，实现国内国外双线发展

- 后续品种多数采用国内外“双报”模式，把握一致性评价政策机遇。在当前一致性评价政策环境下，制剂出口企业充分享受政策红利。转报品种能够进入优先审评，实现产品快速上市；同时，产品获批后视同通过一致性评价，在招标中享受单独质量层次。公司看准当前政策机遇，在布局注射剂出口的同时，做好国内“转报”的准备，以实现国内国外双线发展。

图表 21：一致性评价对于“欧美日上市”品种的政策优惠

**已在中国上市（欧美日上市）：同一生产线同一处方工艺**

提交境外上市申报的生物等效性研究、药学研究数据等技术资料，由CFDA审评通过后，视同通过一致性评价。

**已在中国上市（欧美日上市）：不同生产线或处方工艺不一致**

需按一致性评价的要求，以境外上市申报的处方工艺和生物等效性研究、药学研究数据等技术资料向CFDA递交变更申请，审评通过后，批准变更处方工艺，视同通过一致性评价。

**未在中国上市（欧美日上市）：临床研究证实无种族差异**

可使用境外上市申报的生物等效性研究、药学研究数据等技术资料向CFDA提出上市申请；可能存在种族差异的，应开展相应的临床试验。审评通过的视同通过一致性评价。

来源：CFDA，中泰证券研究所

## 原料药短期弹性大：高端客户开拓叠加产品涨价

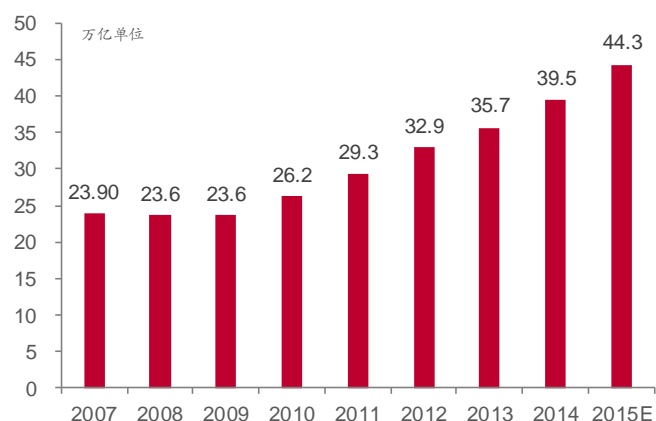
肝素行业市场空间可观，长期有望保持有序竞争态势

- 全球肝素市场规模大，需求稳定增长。

肝素（Heparin）因首先发现于肝脏而得名，具有体内外抗凝作用，临床主要用于抗凝血和抗血栓。由于分子量的不同，肝素被分为标准肝素（分子量一般在 5,000-30,000）以及低分子肝素（8,000 以下）；其中低分子肝素副作用较小，且抗凝效果和纤溶作用更强，具有更广泛的临床用途，是治疗急性静脉血栓和急性冠脉综合症（心绞痛、心肌梗塞等）等疾病的首选药物。目前低分子肝素制剂占据肝素类药品的主导地位，但其在血液保存、心脏手术、肾透析等传统抗凝应用上无法完全替代标准肝素。全球范围肝素市场规模大，2015 年肝素类药物规模达到 125.8 亿美元，2006-2015 年 CAGR 约为 11%。考虑相对稳定增长的临床需求、口服抗凝药物的有限替代等因素，我们预计未来几年肝素行业整体将继续保持 8-12% 的增速水平。全球肝素原料药需求较大，2014 年达到 39.5 亿单位。可以看到，2008 年“百特”事件影响过去后，肝素原料药需求量维持 10% 左右的增速。

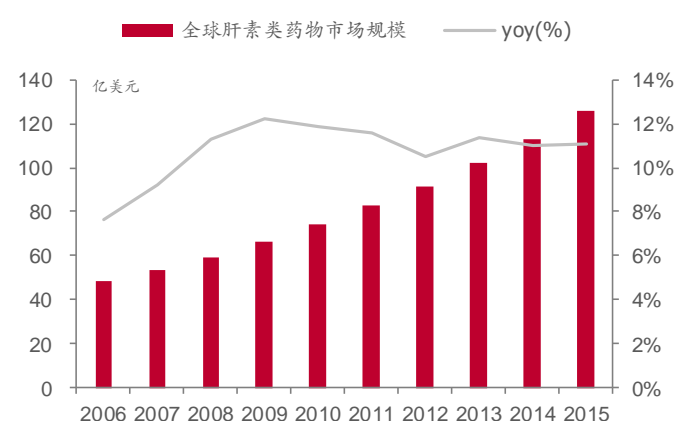


图表 22: 全球肝素原料药需求量



来源: 慧聪制药工业网, 中泰证券研究所

图表 23: 全球肝素类药物市场规模及增速



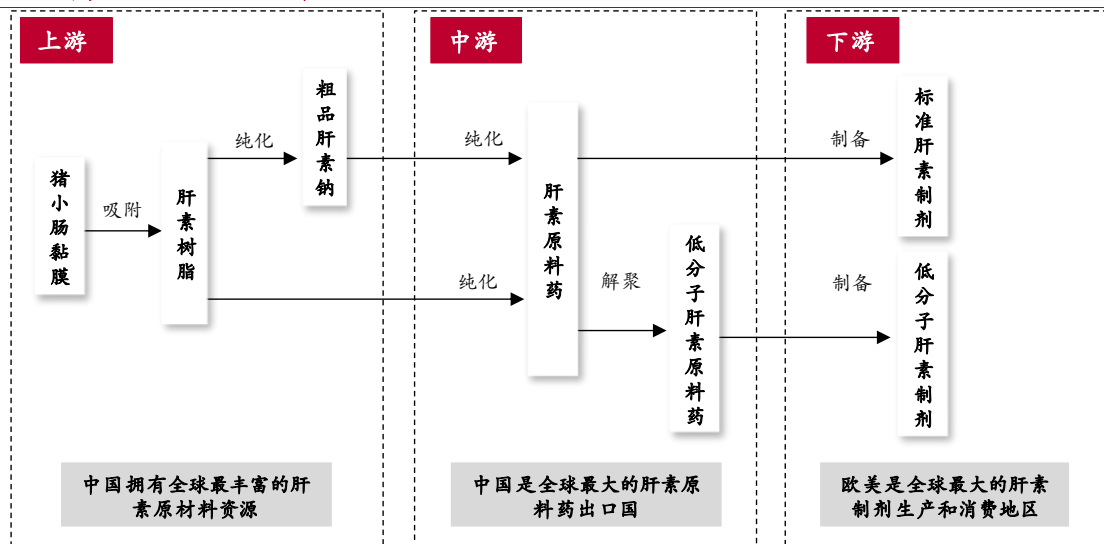
来源: 《医药经济报》, 中泰证券研究所

注: 肝素原料药的主要质量指标为效价, 含义为每毫克 (mg) 肝素原料药中的肝素活性单位 (IU) 的数量。每毫克肝素原料药含有的活性单位越多, 表示其品质越好、抗凝血的生物活性越强。

■ 肝素行业规范市场进入壁垒高, 竞争格局良好

肝素是迄今已知的分子结构最为复杂的化合物, 目前仍无法人工合成, 只能从新鲜健康的猪小肠黏膜中提取并制成粗品, 进而加工纯化得到标准肝素, 低分子肝素则由标准肝素进一步加工制得。肝素产业历经 70 余年发展, 已形成完整和成熟的产业链, 由于肝素产品的特殊性, 肝素产业链生产工艺复杂, 质量控制要求高, 形成较高的技术壁垒, 行业由少数企业主导, 竞争格局良好。

图表 24: 肝素产业链上下游图解



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

**终端制剂层面**，全球标准肝素市场主要由 Hospira、APP、Pfizer、B.Braun 等少数企业占据；低分子肝素制剂则主要掌握在各自原研手中。**原料药供给来看**，欧美各原研厂商的肝素原料药主要供应于自有制剂的生产，少量甚至没有对外销售；由于中国是全球最大的生猪养殖和屠宰国家，拥有世界上最丰富的肝素原材料资源，全球肝素原料药的竞争主要在国内外各家原料药企业中展开。

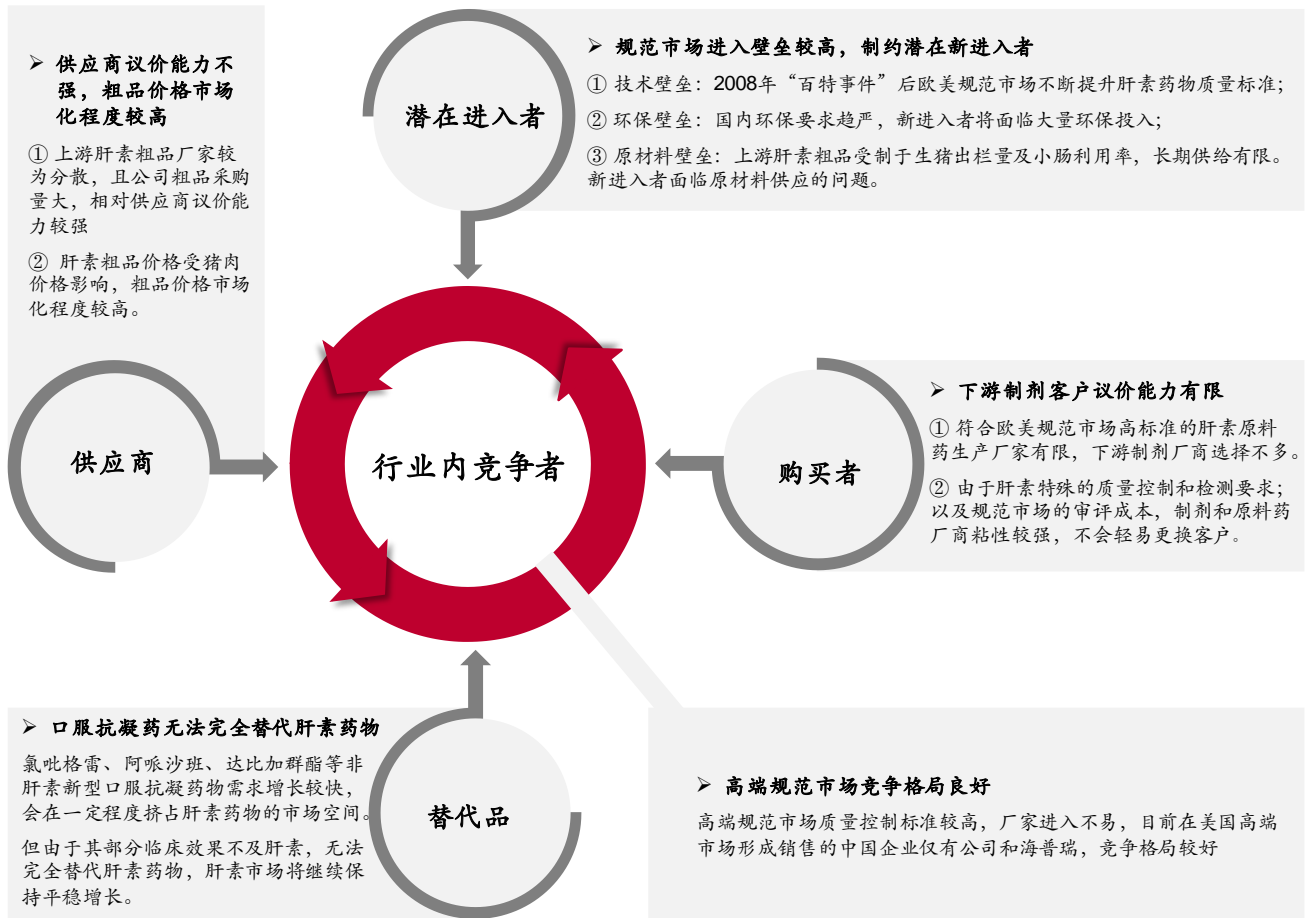
图表 25：肝素领域竞争格局

		公司名称	业务描述
原料药	美国	Pfizer	原料药主要供应自有制剂生产，少量外售
		SPL	原料药主要供应自有制剂生产
	欧洲	Sanofi	原料药主要供应自有制剂生产
		Leo	
		Bioiberica	
	中国 (主要供货区域)	海普瑞	原料药主要外售，是欧洲最大的肝素原料药供应商
		健友股份	60%原料药出口给Sanofi、APP等原研及美国地区客户
		常山药业	
		东诚药业	原料药主要出口欧洲等其他市场
		千红制药	
制剂 (低分子肝素， 主导肝素制剂市场)	原研	Sanofi	主要销售依诺肝素钠注射液
		Pfizer	主要销售达肝素钠注射液
		GSK	主要销售那屈肝素钙注射液
	仿制	Sandoz	实现依诺肝素的仿制
		Amphastar	
		TEVA	
制剂 (标准肝素)	美国	APP	标准肝素美国市场主导地位
		Hospira	
		Sagent	全球标准肝素主要生产企业
		Pfizer	
	欧洲	Rationpharm	全球标准肝素主要生产企业
		B.Braun	

来源：招股说明书，中泰证券研究所

长期来看，肝素原料药行业有望继续保持有序竞争态势。作出以上判断主要基于三个原因：**1) 技术壁垒**：“百特事件”以后，欧美等国，包括中国，陆续修改了肝素质量控制方法，提高质量标准，进一步强化行业的技术壁垒。**2) 原材料壁垒**：目前肝素产品主要从猪小肠中提取加工，由于猪小肠受限于生猪出栏量及小肠利用率水平，肝素粗品无法实现大规模工业化生产，供应有限。现有肝素原料药企业与上游粗品供应商保有长期良好合作关系，肝素粗品供应相对稳定；而新进入者则面临可追溯的原材料供应问题。**3) 环保壁垒**：近年来国内环保持续趋严，现有规模化的肝素生产厂家已经逐渐度过环保投入期，环保水平达到国家严格要求，新进入者环保压力较大。基于上述各方面因素，肝素原料药行业有望持续保持有序竞争态势。

图表 26: 肝素原料药行业的波特五力模型



来源：招股说明书，中泰证券研究所

### 健友股份的肝素原料药竞争力突出

- 独创的集中洗脱采购模式能够提升生产效益、增强上游把控力，同时从源头保障产品质量，大大加强了公司在肝素原料药领域的竞争实力。公司专注肝素领域长达 20 多年，在肝素领域具有丰富的经验。公司与上游主要供应商保持良好的合作关系，在常年与国际大型医药企业合作的基础上，借鉴国外先进经验，公司独创了“集中洗脱”的采购模式。在该模式下，公司将粗品生产中的前 4 道工序留在上游肠衣厂，后续的洗脱环节则统一在公司自行处理；公司对于肠衣厂的前 4 道工序有明确的技术指令，同时委派专门质管人员监督，得到的前端粗品专供公司生产使用。该模式是肝素原料药领域的一大创新：**1) 提升产品质量管控能力**：将洗脱环节收拢至公司，有利于保障后续生产工艺的稳定，控制产品中杂质的含量，保障产品质量；**2) 强化与上游供应商的合作关系**：公司与上游供应商类似定制的合作模式能够稳定合作关系，有利于确保可追溯性强的粗品的稳定供应，并极大程度地优化了公司供应链的管理。

## 1、成功开拓全球肝素原料药最大采购商 Sanofi，高端客户更进一步

### ■ 健友已成功进军美国等高端市场，下游客户关系稳定

凭借在长期积累形成的高水平质量管控，公司实现肝素原料药产品先后通过国内 GMP、欧盟 CEP、日本 PMDA 认证、美国 FDA，为其产品质量背书，并向高端市场进军。

公司与 Pfizer、Sandoz、Gland (Sagent) 均有合作，其中 Pfizer 为公司最主要客户之一，双方长期保持良好合作关系。公司是 Pfizer 主要的标准肝素供货商，随着 Pfizer 采购策略调整的影响过去，公司对其供货逐步恢复，2016 年供货收入占比达到 48.32%。肝素产品具有特殊的质量控制和检测要求；且规范市场的审评成本高昂，制剂和原料药厂商粘性较强，不会轻易更换供应商，公司下游客户关系较为稳定。

图表 27：健友股份原料药认证情况

适用范围	认证主体	药品名称	认证内容
国际	美国 FDA	肝素钠	DMF 文件
	欧盟 EDQM	肝素钠	CEP 认证
	日本 PMDA	达肝素钠（低分子）	进口许可
国内	CFDA	肝素钠	国药准字 H32024293
	CFDA	依诺肝素钠（低分子）	国药准字 H20143002
	CFDA	那屈肝素钙（低分子）	国药准字 H20153091
	CFDA	达肝素钠（低分子）	国药准字 H20150008

来源：招股说明书，CFDA，中泰证券研究所

图表 28：健友股份前 5 大客户销售情况

客户名称	销售类型	2016		2015		2014	
		销售金额	营收占比	销售金额	营收占比	销售金额	营收占比
Pfizer	直销	281.10	48.31%	178.69	38.12%	59.67	14.34%
Gland	直销	75.25	12.93%	104.26	22.24%	80.97	19.46%
Sagent	直销	31.44	5.40%				
Sandoz	直销			31.93	6.81%	59.66	14.34%
Hepartex	经销（全球）	38.85	6.68%	42.05	8.97%	71.76	17.24%
Gencor	经销（巴西）	31.44	5.40%	32.81	7.00%	81.95	19.69%
合计		458.08	78.72%	389.74	83.14%	354.02	85.07%

来源：招股说明书，中泰证券研究所

### ■ 成为 Sanofi 的供应商，有望长期保持合作关系并提升供货比例

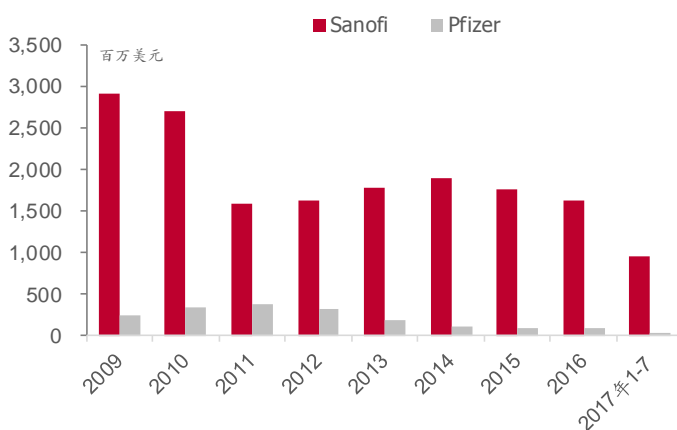
从 2017 年已签署但未完成订单来看，公司成功成为 Sanofi 的肝素原料药供应厂商，进一步开拓高端客户。根据 Bloomberg 数据，Sanofi 的肝素制剂主要销售欧美地区，且销量远超 Pfizer，是全球最大的肝素原料药需求方。截止 2017 年 7 月，公司与 Sanofi 签署的订单金额已经有 1920 万美元，随着合作关系的深入，公司有望提升对 Sanofi 的供货比例，带来持续业绩贡献。

图表 29: 健友股份未完成订单情况 (截止 7 月)

客户名称	备注	订单金额 (万美元)
Sanofi	新增客户	1,920.00
Pfizer	原有大客户	750.75
Hepartex	原有法国经销商	420.35
合计		3,091.10

来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

图表 30: Sanofi 和 Pfizer 全球肝素制剂销售额对比

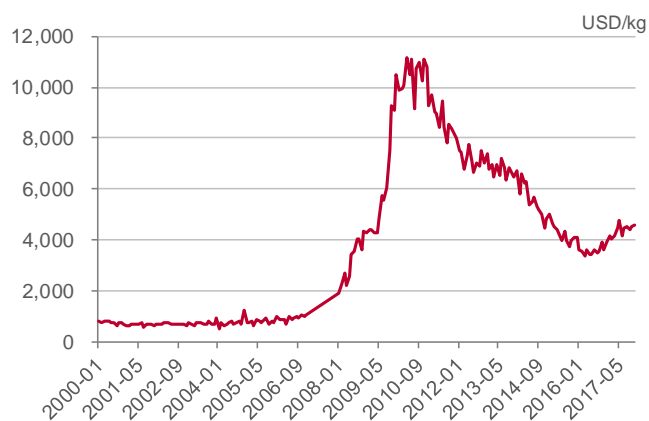


来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

## 2、肝素价格进入上升通道，前瞻性的备货策略在涨价中受益

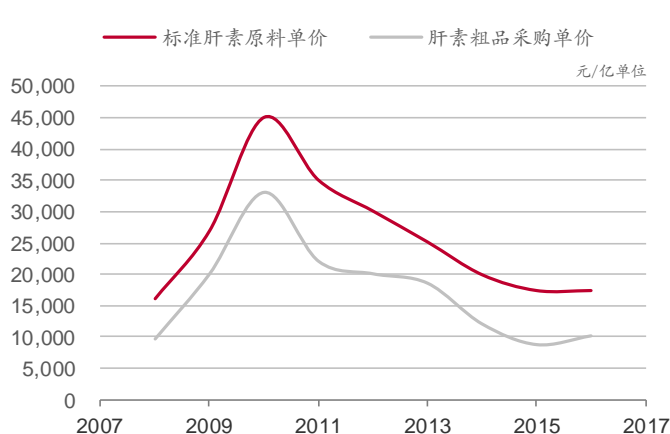
- 价格持续低迷和环保趋严使得行业出清，下游厂家采购策略重新调整带来供需紧张，价格回暖。回顾肝素原料药及粗品价格走势，其大体可以分为上涨、下跌两个阶段。**上涨阶段(2008-2011年)**: 2008“百特事件”后，许多厂家销毁其原料药，导致供需失衡，价格上涨。而2010年Sandoz的依诺肝素首仿获批又带来一次行业波动。原研厂家Sanofi为防止Sandoz降价抢占其市场份额，高价购买大量原料药，导致市场价格大幅上升，并增加了大量原料药库存。**下跌阶段(2011-2016年初)**: 随着库存不断增加，制剂厂家纷纷调整期采购策略和备货周期，使得原料药需求快速下滑，并传导至粗品，两者价格持续下跌。**自2016年下半年以来，肝素粗品及原料药价格重新回到上升通道。**2011年至2015年长时间的价格低迷，使得行业部分小企业持续亏损；同时，近年来国家对于环保的要求不断提升，没有足够环保投入的小企业很难继续生存，双重原因导致行业逐渐出清。而由于长期处于低位的原料药库存以及较短的备货周期，许多制剂厂家重新调整采购策略，提高采购备货量，导致需求逐渐上升，供需出现紧张，价格逐步回暖。

图表 31: 肝素原料药月平均出口价格 (美元/千克)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 32: 标准肝素原料 vs 肝素粗品采购价格 (元/亿单位)



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所



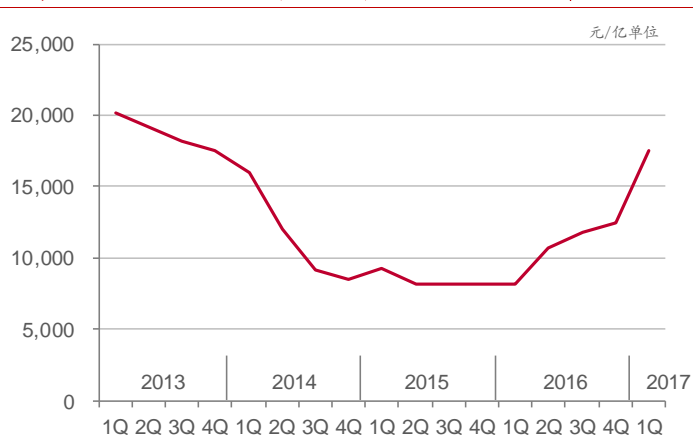
- 公司具有前瞻性的肝素粗品备货策略，在次轮涨价中受益。公司对于上下游产品价格信息具有较强的把控力，凭借多年肝素行业从事经验，能够较为准确的判断价格走势。基于对价格的判断以及订单情况的评估，公司灵活调节上游肝素粗品的备货策略，以充分享受涨价带来的红利。肝素粗品市场价格经过长时间下行后，于 2016 年二季度开始反弹，公司准确判断肝素粗品将由于供应趋紧而出现价格上涨趋势，并扩大采购。截止 2017 年年报，公司库存超过 13 亿元，主要为与肝素相关产品，而 2015 年的肝素粗品存仅为 1.10 亿元。充足的库存将使得公司在涨价中持续获益，盈利能力不断提升。

图表 33: 原材料备货策略

市场供求关系预期	价格所处位置	备货策略
预计趋紧	低位	提高安全库存
	高位	保持高安全库存
预计宽松	低位	保持低安全库存
	高位	降低安全库存

来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 34: 健友股份肝素粗品采购价格 (元/亿单位)



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 35: 存货分析

百万元	2017		2016		2015		2014	
存货:	<b>1300.24</b>		<b>672.13</b>		<b>281.72</b>		<b>326.34</b>	
原材料	927.25	71.31%	418.38	62.25%	120.89	42.91%	60.01	18.39%
库存商品	342.69	26.36%	198.15	29.48%	126.81	45.01%	250.85	76.87%
在产品	30.30	2.33%	55.60	8.27%	34.02	12.08%	15.48	4.74%

来源：中泰证券研究所

## 盈利预测与估值讨论

### 盈利预测

- 我们预计公司 2018-2020 年营业收入为 18.09、24.32 和 29.82 亿元，同比增长 62.58%、34.42%和 22.63%。归母净利润 4.84、6.59 和 8.06 亿元，同比增长 53.92%、36.18%和 22.40%

**图表 36: 健友股份收入毛利预测 (百万元)**

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	416.12	468.73	581.91	1112.73	1809.06	2431.77	2982.13
yoy	-16.75%	12.64%	24.15%	91.22%	62.58%	34.42%	22.63%
毛利率	21.72%	27.44%	42.09%	46.38%	50.92%	52.08%	52.52%
其他业务收入	12.97	6.76	25.62	37.49	37.49	37.49	37.49
毛利率	85.52%	74.80%	43.76%	51.39%	51.39%	51.39%	51.39%
主营业务收入	403.15	461.96	556.29	1075.24	1771.57	2394.28	2944.65
yoy	-18.93%	14.59%	20.42%	93.29%	64.76%	35.15%	22.99%
毛利率	19.67%	26.75%	42.01%	46.20%	50.91%	52.10%	52.53%
★肝素原料药	398.16	422.05	478.71	918.82	1377.71	1670.52	1797.71
yoy	-17.49%	6.00%	13.42%	91.94%	49.94%	21.25%	7.61%
毛利率	19.40%	25.61%	41.14%	45.65%	44.71%	42.42%	41.64%
★肝素制剂	0.39	29.42	37.41	109.93	347.37	677.27	1100.45
yoy		7366.78%	27.17%	193.81%	216.00%	94.97%	62.48%
毛利率		30.85%	40.65%	67.69%	81.47%	79.09%	72.28%
★其他制剂			36.31				
yoy							
毛利率			53.80%				
★其他产品	4.59	10.49	3.85	46.49	46.49	46.49	46.49
yoy		128.52%	-63.27%	1106.60%			
毛利率	44.88%	61.03%	51.72%	6.29%	6.29%	6.29%	6.29%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 估值讨论

- 公司业务可以分为注射剂出口、国内制剂和肝素原料药业务: 1) 公司作为国内注射剂出口领先企业, 生产工艺、研发实力强劲, 首个重磅品种依诺肝素钠注射 ANDA 获批在望, 后续产品管线丰富, 注射剂出口业务具强稀缺性, 且当前“出口转内销”路径明确, 公司有望持续国内国外双线发展, 该项业务估值可参考国内同类企业普利制药、恒瑞医药等。2) 公司是国内专科领域的高品质仿制药企业, 国内三大低分子肝素制剂高标准、高质量, 随着一致性评价工作推进以及公司持续的销售推广, 公司高品质低分子肝素仿制药有望实现对国产早期“未分类”产品和进口产品的替代, 当前正处于快速放量期。3) 此外, 传统肝素原料药业务处于上升轨道, 一方面, 公司成功开拓了全球最大肝素采购商 Sanofi, 双方订单量持续增长, 肝素产品正进入涨价通道, 公司前瞻性的备货策略在涨价中受益, 量价齐升趋势明显。由于公司在高端客户开拓的实力、以前瞻性的备价格判断, 我们认为公司的传统肝素原料药业务可以享受较其他同类企业略高的估值。
- 综合来看, 参考可比公司, 我们给予公司 2018 年整体 30-35 倍 PE, 对应股价 34.26-39.97, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 37: 可比公司估值 (百万元)

股票代码	公司名称	营收 (2015)	近3年营收 CAGR(%)	净利润 (2016)	近3年净利润 CAGR(%)	净利率	PE(2018)	PE(2019)	总市值 (亿元)
300255.SZ	常山药业	1,118.41	17.41	178.32	15.07	15.9%	19.8	16.4	59.9
002550.SZ	千红制药	776.39	-2.37	224.68	6.27	28.9%	27.5	22.3	76.8
300630.SZ	普利制药	248.01	22.76	69.78	41.19	28.1%	66.1	39.2	95.6
600276.SH	恒瑞医药	11,093.72	22.01	2,634.19	27.88	23.7%	61.6	49.5	2,358.2
平均值							43.7	31.9	647.6
603707.SH	健友股份	581.91	18.25	257.24	54.09	44.21%	26.3	20.2	127.1

来源: Wind (一致性预期, 截止时间 2018 年 3 月 26 日), 中泰证券研究所

## 风险提示

### ■ 原材料与原料药价格缺口缩小的风险

目前, 肝素原料药以及肝素粗品价格均呈现上涨趋势, 公司由于拥有足够库存, 在涨价中获益。如果肝素原料药与肝素粗品价格缺口缩小, 公司可能面临盈利能力下降的风险。

### ■ 销售客户集中的风险

公司前5大客户销售金额的收入占比约80%, 第一大客户占比将近50%, 客户较为集中, 单客户依赖程度较高。公司存在主要客户采购量变动, 导致盈利水平波动的风险。

### ■ ANDA 获批不达预期的风险

公司第一个ANDA品种已经进入审评周期, 由于公司初次接触美国市场, 经验不足, 加之审评审批存在不确定性, 可能出现ANDA获批不达预期的风险。

### ■ 披露预测方法及结果的局限性

图表 38: 健友股份财务数据

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	2192	2848	3581	4181	<b>营业收入</b>	1113	1809	2432	2982
现金	73	257	199	191	营业成本	597	888	1165	1416
应收账款	230	306	426	532	营业税金及附加	4	11	14	16
其他应收款	15	15	22	28	营业费用	47	197	309	367
预付账款	13	22	30	35	管理费用	123	176	248	322
存货	1294	1676	2330	2818	财务费用	-4	13	16	11
其他流动资产	568	573	575	576	资产减值损失	1	1	1	1
<b>非流动资产</b>	503	487	490	476	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	0	0	0	投资净收益	7	13	11	11
固定资产	274	314	324	284	<b>营业利润</b>	352	537	691	860
无形资产	42	51	60	68	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	183	122	106	124	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	2695	3336	4071	4657	<b>利润总额</b>	356	540	695	864
<b>流动负债</b>	607	775	877	691	所得税	42	57	66	91
短期借款	323	506	514	237	<b>净利润</b>	314	484	629	773
应付账款	90	91	127	161	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	194	178	237	292	<b>归属母公司净利润</b>	314	484	629	773
<b>非流动负债</b>	36	25	28	27	EBITDA	389	591	753	919
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	1.14	1.49	1.82
其他非流动负债	36	25	28	27					
<b>负债合计</b>	642	800	905	718					
少数股东权益	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	424	424	424	424	<b>成长能力</b>				
资本公积	617	617	617	617	营业收入	91.2%	62.6%	34.4%	22.6%
留存收益	1012	1496	2125	2898	营业利润	118.8%	52.2%	28.8%	24.5%
归属母公司股东权益	2052	2536	3166	3939	归属于母公司净利润	22.2%	53.9%	30.1%	22.8%
<b>负债和股东权益</b>	2695	3336	4071	4657	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	46.4%	50.9%	52.1%	52.5%
					净利率(%)	28.2%	26.7%	25.9%	25.9%
					ROE(%)	15.3%	19.1%	19.9%	19.6%
					ROIC(%)	14.8%	19.1%	19.6%	20.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	23.8%	24.0%	22.2%	15.4%
					净负债比率(%)	50.25%	63.23%	56.77%	33.04%
					流动比率	3.61	3.68	4.08	6.05
					速动比率	1.47	1.51	1.42	1.96
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.53	0.60	0.66	0.68
					应收账款周转率	7	7	7	6
					应付账款周转率	11.45	9.80	10.69	9.84
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.74	1.14	1.49	1.82
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.55	0.10	-0.04	0.71
					每股净资产(最新摊薄)	4.85	5.99	7.48	9.30
					<b>估值比率</b>				
					P/E	40.43	26.27	20.19	16.44
					P/B	6.19	5.01	4.01	3.23
					EV/EBITDA	33	22	17	14

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。