

健友股份(603707)/化学制药

业绩持续靓丽, 看好注射剂出口前景

评级: 买入(维持)

市场价格: 30.75

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)	550.55
流通股本(百万股)	77.5479
市价(元)	26.6
市值(百万元)	14644.6300
流通市值(百万元)	2062.7732

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	658.60	806.15
增长率 yoy%	193.81%	22.15%	53.92%	36.18%	22.40%
每股收益(元)	0.47	0.57	0.88	1.20	1.46
每股现金流量	-0.52	-0.43	0.08	0.03	0.62
净资产收益率	19.57%	15.31%	19.56%	21.37%	21.15%
P/E	56.93	46.61	30.28	22.24	18.17
PEG	0.29	2.10	0.56	0.61	0.81
P/B	11.14	7.14	5.92	4.75	3.84

备注: 截止日期 2018.04.16

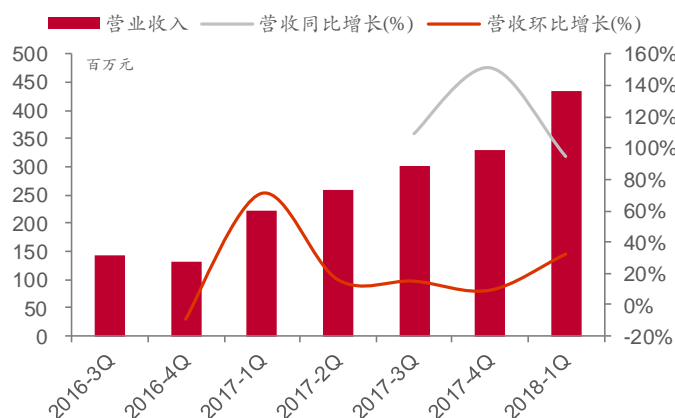
投资要点

- 事件: 公司发布 2018 年一季度报告, 2018 年 Q1 实现营业收入 4.36 亿元, 同比增长 94.80%, 归母净利润 1.22 亿元, 同比增长 116.87%, 扣非净利润 1.15 亿元, 同比增长 108.14%。**
- 点评:**
- 国内制剂内生高速增长, 原料药高景气继续保持。** 2018 年 Q1, 公司实现营业收入 4.36 亿元, 净利润 1.22 亿元, 收入利润均翻倍左右增长, 业绩持续表现靓丽。
分板块来看, 根据历年收入结构, 我们预计收入的约 80% 来自肝素原料药, 其余来自国内制剂以及健进的海外业务。我们预计 Q1 国内低分子肝素制剂内生增长 150% 以上, 势头强劲, 主要得益于公司优质产品力、学术营销能力以及市场推广能力。原料药板块, 公司与 Sanofi 的订单量继续增加, 带来可观收入贡献; 目前肝素价格保持上涨趋势, 公司粗品成本上浮不大, 原料药新价格持续执行, 整体原料药板块增速约 90%。
 我们认为: 1) 公司国内低分子肝素制剂仍处于快速放量的前期, 随着市场不断导入以及后续拓展适应症等学术营销活动, 未来有望继续保持高速增长。2) 原料药的高景气度有望继续保持 1-2 年; 而与 Sanofi 的订单量仍在不断攀升。
- 毛利率水平略有增长, 高开带来销售费用增长。** Q1 整体毛利率水平 45.35%, 较上年同期上升 0.29pp, 稳中略有增长。三项费用来看, 销售费用 3020 万, 相较于去年的 300 万大幅提升, 主要由于制剂市场推广以及部分低开转高开因素; 管理费用约 3500 万, 较去年增长 22.35%, 来自研发投入持续增长; 财务费用呈负值, 展现公司良好的套期保值能力。
- 看好注射剂出口发展前景, 重磅品种依诺肝素预计 2019 年初在美获批。** 我们看好公司注射剂出口的发展前景。美国注射剂市场具有一定壁垒, 生产厂家少, 竞争格局好, 甚至多数品种市场短缺, 能够带来业绩爆发性。健友目前已经成功搭建“研产销”的制剂出口体系, 等待产品陆续获批。
重磅品种依诺肝素有望于 2018 年底在欧盟获批, 2019 年初美国获批。 依诺肝素全球市场 30 亿美元, 美国市场约 10 亿美元, 预计在美稳定销售后贡献 1500-2000 万美元的利润。此外, 我们预计收购健进获得的少数 ANDA 通过变更厂商, 有望在二季度获批, 丰富出口品种。
- 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%。当前股价对应 2018 年 PE30 倍。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 35 倍 PE, 对应股价 30.75, 维持“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。**

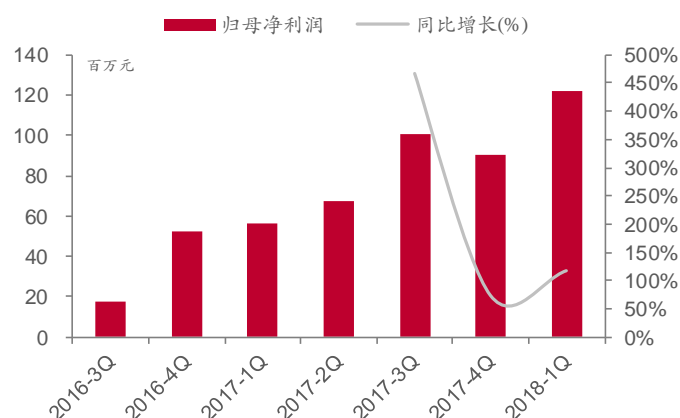
图表 1: 健友股份分季度财务数据 (百万元)

	2016-3Q	2016-4Q	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q
营业收入	143.34	130.73	223.64	260.18	300.11	328.80	435.64
营收同比增长					109.37%	151.51%	94.80%
营收环比增长		-8.80%	71.07%	16.34%	15.35%	9.56%	32.49%
营业成本	84.79	76.38	122.90	149.67	149.55	174.56	238.08
销售费用	2.33	2.90	3.16	4.26	15.68	23.87	30.20
管理费用	37.55	5.62	28.98	26.83	24.73	42.43	35.45
财务费用	-0.54	1.54	0.39	1.69	-3.33	-3.10	-1.29
营业利润	20.06	47.69	67.16	78.25	117.64	89.39	140.17
利润总额	22.07	49.42	67.62	78.92	118.21	91.46	140.64
所得税	4.34	-2.92	11.52	11.74	17.82	0.90	18.99
归母净利润	17.73	52.35	56.09	67.18	100.39	90.56	121.65
同比增长					466.30%	72.99%	116.87%
扣非归母净利润			55.41	65.33	96.60	88.27	115.32
同比增长							108.14%

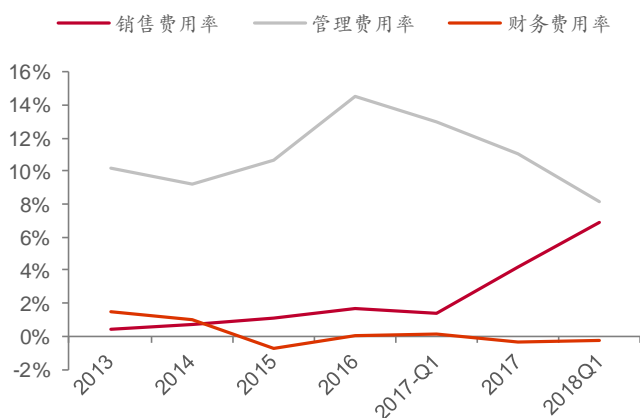
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 健友股份分季度营业收入


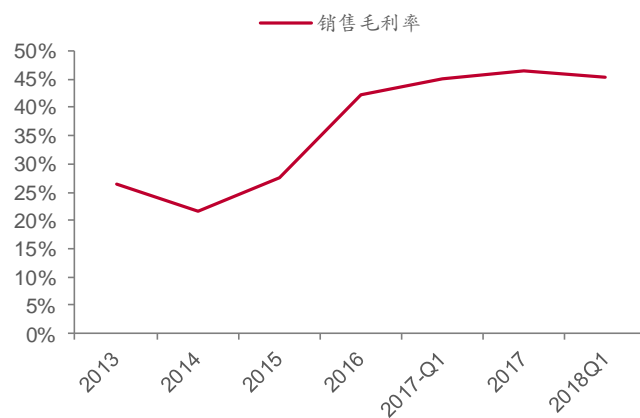
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 健友股份分季度净利润


来源: Wind, 中泰证券研究所

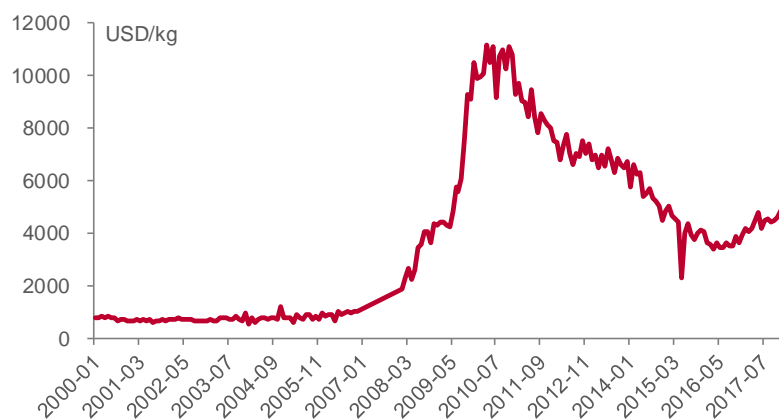
图表 4: 三项费用率


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 销售毛利率


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 肝素出口平均价格



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 7: 健友股份财务数据预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2192	2848	3581	4166	营业收入	1113	1809	2432	2982
现金	73	257	199	176	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	196	273	340
预付账款	13	22	30	35	管理费用	123	176	248	307
存货	1294	1676	2330	2818	财务费用	-4	15	19	15
其他流动资产	568	573	575	576	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	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	营业利润	352	537	723	898
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
资产总计	2695	3336	4071	4642	利润总额	356	540	727	901
流动负债	607	839	961	804	所得税	42	57	69	95
短期借款	323	569	597	350	净利润	314	484	659	806
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	归属母公司净利润	314	484	659	806
非流动负债	36	25	28	27	EBITDA	389	592	788	961
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	0.88	1.20	1.46
其他非流动负债	36	25	28	27					
负债合计	642	863	989	831					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
股本	424	551	551	551	成长能力				
资本公积	617	490	490	490	营业收入	91.2%	62.6%	34.4%	22.6%
留存收益	1012	1432	2042	2770	营业利润	118.8%	52.2%	34.8%	24.1%
归属母公司股东权益	2052	2472	3083	3811	归属于母公司净利润	22.2%	53.9%	36.2%	22.4%
负债和股东权益	2695	3336	4071	4642	获利能力				
					毛利率(%)	46.4%	50.9%	52.1%	52.5%
					净利率(%)	28.2%	26.7%	27.1%	27.0%
					ROE(%)	15.3%	19.6%	21.4%	21.2%
					ROIC(%)	14.8%	19.2%	20.6%	21.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	23.8%	25.9%	24.3%	17.9%
					净负债比率(%)	50.25%	65.93%	60.41%	42.11%
					流动比率	3.61	3.40	3.73	5.18
					速动比率	1.47	1.39	1.30	1.67
					营运能力				
					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
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.57	0.88	1.20	1.46
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.43	0.08	0.03	0.62
					每股净资产(最新摊薄)	3.73	4.49	5.60	6.92
					估值比率				
					P/E	46.61	30.28	22.24	18.17
					P/B	7.14	5.92	4.75	3.84
					EV/EBITDA	38	25	19	15

来源: Wind, 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。