

2018年04月20日

健友股份 (603707.SH)

动态分析

肝素原料、制剂双轮驱动，推进 2018Q1 业绩继续高速增长

医药 | 化学原料药 III

投资评级

买入-B(首次)

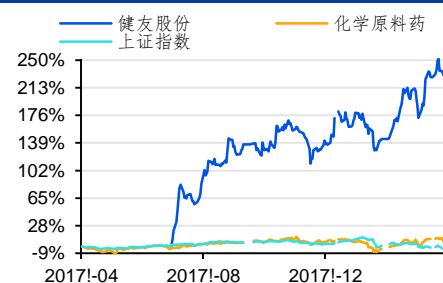
股价(2018-04-19)

26.52 元

交易数据

总市值 (百万元)	14,600.59
流通市值 (百万元)	2,189.23
总股本 (百万股)	550.55
流通股本 (百万股)	82.55
12 个月价格区间	10.38/35.49 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.7	29.98	1.68
绝对收益	7.77	19.36	

分析师

王冯

SAC 执业证书编号: S0910516120001

wangfeng@huajinsec.cn

021-20377089

报告联系人

李伟

liwei@huajinsec.cn

021-20377053

相关报告

投资要点

◆ **业务结构转型，业绩高速增长：**公司发布 2018 年第一季度业绩报告，实现营业收入 4.4 亿元，同比增长 94.80%；归母净利润 1.2 亿元，同比增长 116.87%。公司聚焦于肝素产业链进行业务拓展，肝素产品是公司 90% 以上的利润来源。公司此前主要从事肝素原料药的生产与销售，2014 年起正式进入肝素制剂领域。此后，肝素制剂在公司业务结构中的比重快速上升，至 2017 年已达到 14.42%，未来还有继续上升的空间，但中短期内肝素原料药仍是最大的业务板块。近年来，国内收入的比重在逐年上升，公司“出口转内销”的发展战略在其中起到了关键的作用。从费用端看，近两年公司对管理费用控制得比较好，管理费用率大幅下降，再加上毛利率的提高，净利润的增速比收入更快；与业务转型的时点相对应，公司进入肝素制剂领域以后，加大了销售推广的力度，销售费用率迅速攀升，但也成功地公司的肝素制剂产品在打开了国内市场。

◆ **肝素原料药量价齐升：**受到近期环保政策的影响，污染较严重的小型肝素粗品生产企业停产，造成产业链上游肝素粗品的供应收缩，从而导致肝素钠原料药价格一路上行。我们认为今后环保监管趋严是政策的大方向，因此肝素钠原料药的价格仍有上升空间。针对产业链下游，公司一方面调整战略性库存规模，在满足下游客户增量需求的同时，进一步提升了公司的议价能力；另一方面通过优化与下游大型国际医药巨头深度合作，在保证与辉瑞良好合作的基础上，进一步加强了与赛诺菲、山德士等国际大型制药企业的合作，丰富了公司的优质客户资源，提升了公司在业内的竞争力。在国内肝素原料药市场上，近年来公司市场份额有所增长（2017 部分公司的数据还未披露）但还不是特别高。受益于产品涨价和下游客户的拓展，公司肝素原料药业务呈现量价齐升的良好局面，市场竞争力不断增强，增长潜力还非常大。我们认为近期中美贸易摩擦的不断升级可能会对公司肝素原料药出口业务带来一些不确定性，但肝素原料药尚不在“301 制裁目录”名单中，影响有限。

◆ **肝素制剂精准营销打开国内市场，中美双报布局海外：**由于公司进入肝素制剂的时间比较晚，因此目前国内肝素制剂的市场份额还不高，2017 年仅 4.67%。然而，在产品销售上公司采取了独特的销售策略，通过互联网平台在利用第三方临床代表快速覆盖市场能力的同时，以学术分享、学术支持为突破口提高其深度开发市场所需的学术能力，产生“1+1>2”的效果。这种销售策略比常规医药代表推广的方式覆盖的医院范围更广，比直销进入医院更快，从而在两三年时间里快速提升了公司制剂产品的市场份额，未来有望进一步增长。另一方面，公司也积极布局海外市场。目前，公司已有卡铂注射液、阿曲库铵注射液等产品在美国市场销售。通过现有品种在美国市场的销售，公司建立了完整的美国市场销售渠道和运营经验，未来随着在申报和在研品种（包括标准肝素钠注射液、依诺肝素钠注射液）等在美国不断上市，海外市场制剂的销售将成为公司重要的利润增长点。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.89、1.19 和 1.53 元。基于（1）短期：肝素原料药量价齐升（2）中期：肝素制剂强力开拓国内市场（3）长期：肝素制剂海外市场布局不断完善，给予公司买入-B 评级。

◆ **风险提示：**市场竞争加剧、研发风险、政策风险

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	581.9	1,112.7	1,723.5	2,326.4	3,035.9
同比增长(%)	24.1%	91.2%	54.9%	35.0%	30.5%
营业利润(百万元)	161.1	352.4	518.1	690.5	921.8
同比增长(%)	63.4%	118.8%	47.0%	33.3%	33.5%
净利润(百万元)	257.2	314.2	492.1	655.0	841.3
同比增长(%)	193.8%	22.2%	56.6%	33.1%	28.4%
每股收益(元)	0.47	0.57	0.89	1.19	1.53
PE	56.8	46.5	29.7	22.3	17.4
PB	11.1	7.1	6.0	4.9	3.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、业务结构转型，业绩高速增长.....	4
二、肝素原料药量价齐升.....	5
三、肝素制剂精准营销打开国内市场，中美双报布局海外.....	7
四、盈利预测.....	8
五、风险提示.....	9

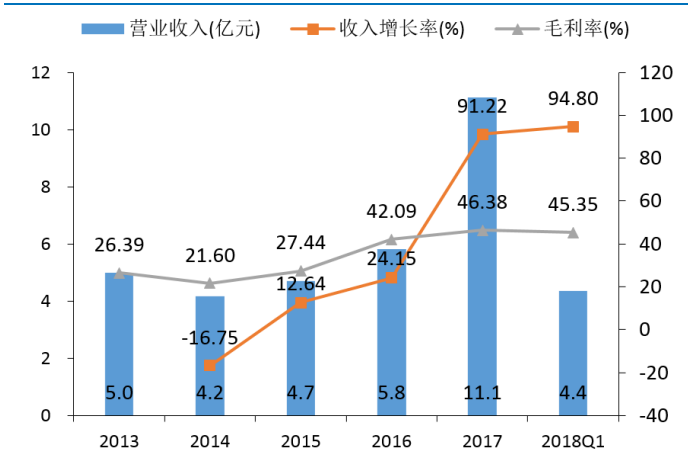
图表目录

图 1：2013-2018Q1 公司营业收入和毛利率.....	4
图 2：2013-2018Q1 公司（扣非）归母净利润.....	4
图 3：2013-2017 年公司各业务毛利占比.....	4
图 4：2013-2017 年公司各地区毛利占比.....	4
图 5：2013-2018Q1 公司“三费”情况.....	5
图 6：肝素行业的产业链.....	5
图 7：2016.1-2018.2 年肝素出口单价及数量.....	6
图 8：2014-2016 年国内肝素钠原料药市场格局.....	7
图 9：2012-2017 年国内肝素制剂市场格局.....	7
图 10：2012-2017 年国内低分子肝素制剂市场增长.....	7
图 11：2015-2017 年国内低分子肝素制剂市场格局.....	8
表 1：2018-2020 年公司主营业务收入预测.....	8

一、业务结构转型，业绩高速增长

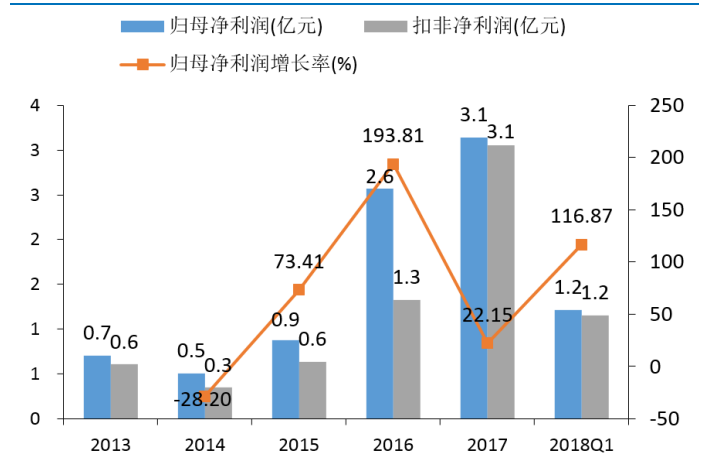
公司发布 2018 年第一季度业绩报告，实现营业收入 4.4 亿元，同比增长 94.80%；归母净利润 1.2 亿元，同比增长 116.87%。毛利率水平快速提高，产品涨价和业务转型是两个重要因素。虽然近年公司的归母净利润增速有所波动，但从扣非净利润看，自 2015 年起每年的增速均在 80% 以上，一直保持超高速增长，2018Q1 也实现了 108.14% 的增幅，表明公司经营稳定，业务发展非常迅猛。

图 1：2013-2018Q1 公司营业收入和毛利率



资料来源：公司年报、一季报，华金证券研究所

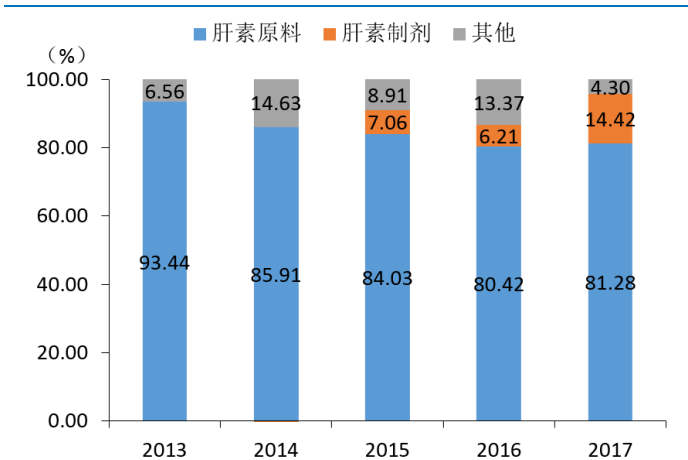
图 2：2013-2018Q1 公司（扣非）归母净利润



资料来源：公司年报、一季报，华金证券研究所

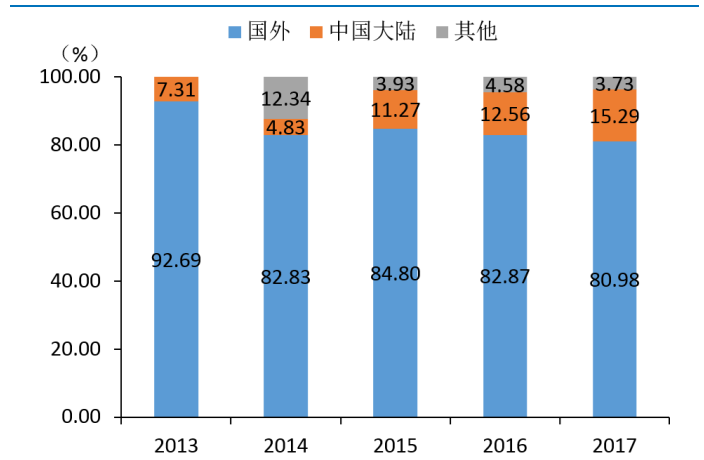
一直以来，公司聚焦于肝素产业链进行业务拓展，肝素产品是公司 90% 以上的利润来源。公司此前主要从事肝素原料药的生产和销售，2014 年起正式进入肝素制剂领域。此后，肝素制剂在公司业务结构中的比重快速上升，至 2017 年已达到 14.42%，未来还有继续上升的空间，但中短期内肝素原料药仍是最大的业务板块。从区域来看，公司的产品，尤其是肝素原料药主要出口至美国、欧洲等国家，海外收入占据了绝对优势。近年来，国内收入的比重在逐年上升，公司“出口转内销”的发展战略在其中起到了关键的作用。

图 3：2013-2017 年公司各业务毛利占比



资料来源：公司年报，华金证券研究所

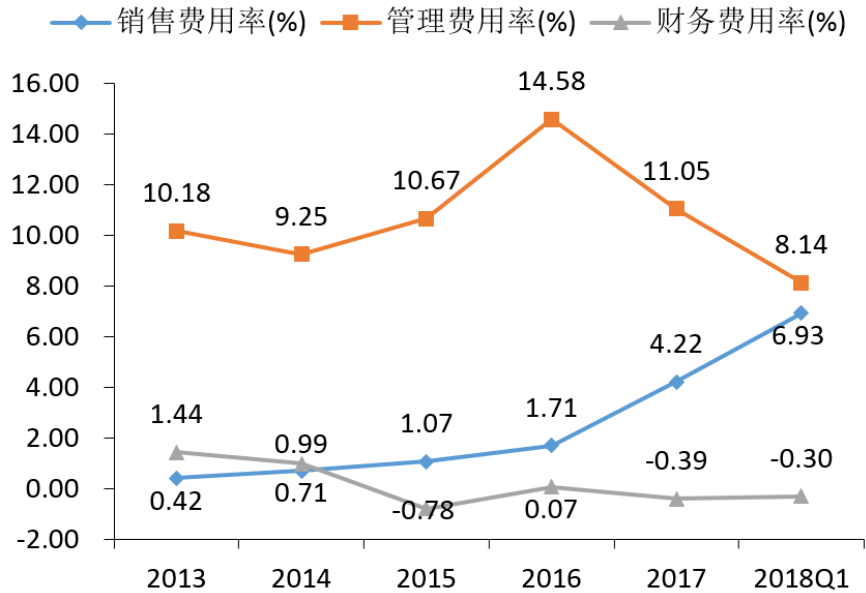
图 4：2013-2017 年公司各地区毛利占比



资料来源：公司年报，华金证券研究所

从费用端看，近两年公司对管理费用控制得比较好，管理费用率大幅下降，再加上毛利率的提高，净利润的增速比收入更快；与业务转型的时点相对应，公司进入肝素制剂领域以后，加大了销售推广的力度，销售费用率迅速攀升，但也成功地为公司的肝素制剂产品在打开了国内市场。

图 5: 2013-2018Q1 公司“三费”情况

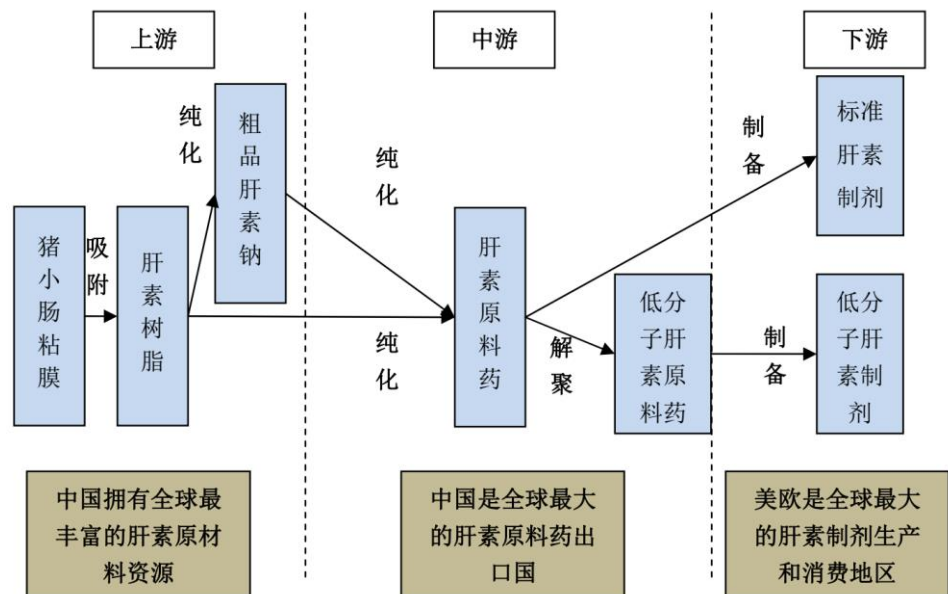


资料来源：公司年报、一季报，华金证券研究所

二、肝素原料药量价齐升

肝素是一类抗凝血药物。肝素粗品主要从猪的小肠粘膜中提取，再加工成肝素原料药，最后制成肝素制剂产品。公司的肝素原料药位于产业链中游。

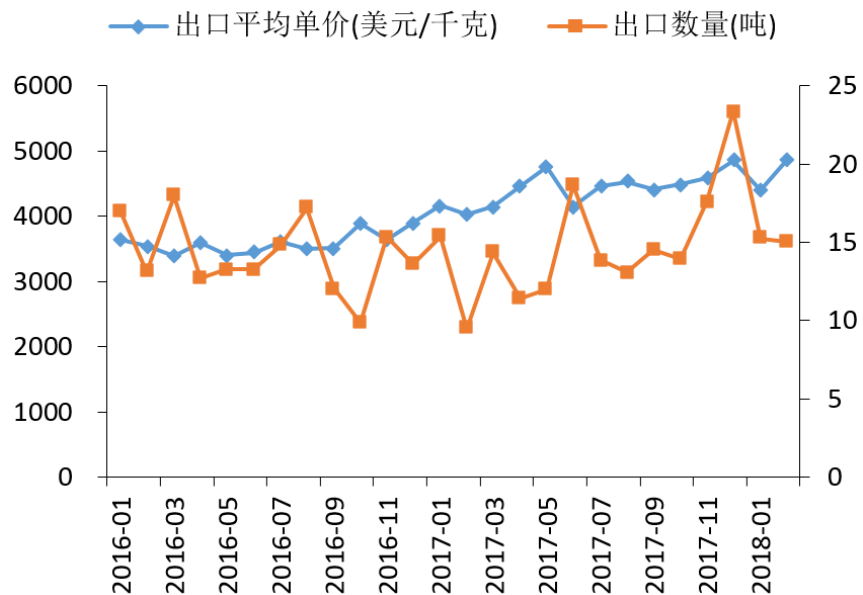
图 6: 肝素行业的产业链



资料来源：健友股份招股书，华金证券研究所

受到近期环保政策的影响，污染较严重的小型肝素粗品生产企业停产，造成产业链上游肝素粗品的供应收缩，从而导致肝素钠原料药价格一路上行，由2016年6月的3400美元/千克上涨到目前的4900美元/千克。我们认为今后环保监管趋严是政策的大方向，因此肝素钠原料药的价格仍有上升空间。

图7：2016.1-2018.2年肝素出口单价及数量

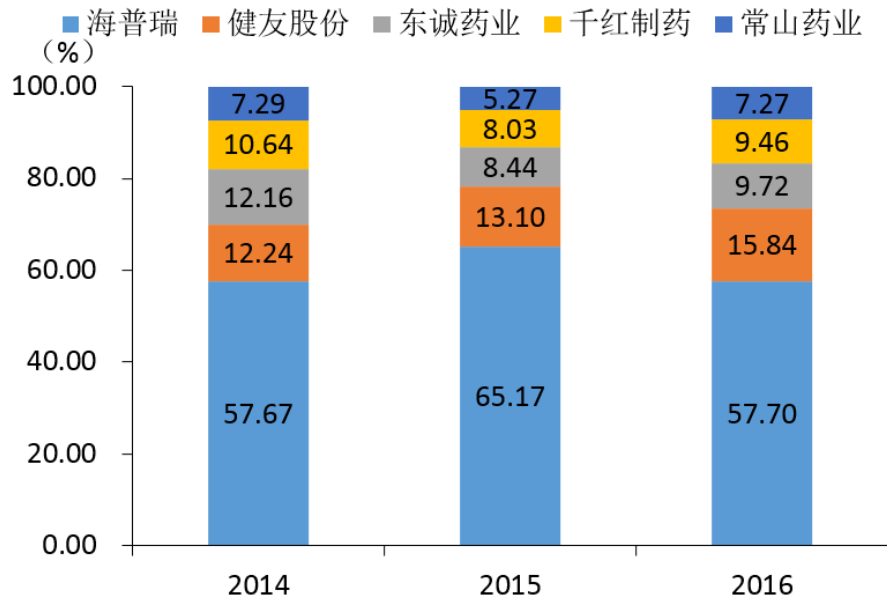


资料来源：Wind，华金证券研究所

针对产业链下游，公司一方面调整战略性库存规模，在满足下游客户增量需求的同时，进一步提升了公司的议价能力；另一方面通过优化与下游大型国际医药巨头深度合作，在保证与辉瑞良好合作的基础上，进一步加强了与赛诺菲、山德士等国际大型制药企业的合作，丰富了公司的优质客户资源，提升了公司在业内的竞争力。

在国内肝素原料药市场上，近年来公司市场份额有所增长（2017部分公司的数据还未披露）但还不是特别高。受益于产品涨价和下游客户的拓展，公司肝素原料药业务呈现量价齐升的良好局面，市场竞争力不断增强，增长潜力还非常大。

图 8：2014-2016 年国内肝素钠原料药市场格局



资料来源：公司公告，华金证券研究所

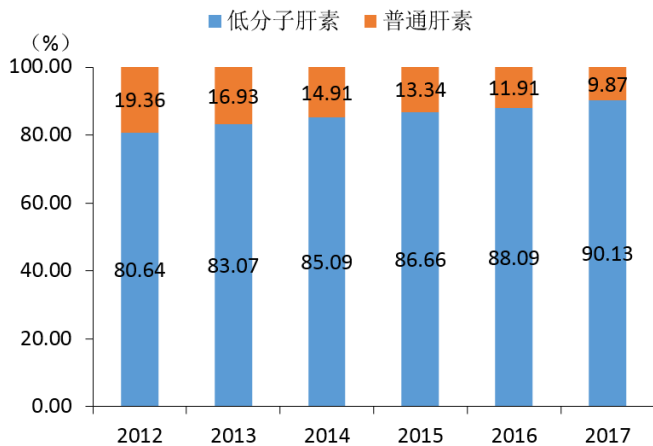
我们认为近期中美贸易摩擦的不断升级可能会对公司肝素原料药出口业务带来一些不确定性，但肝素原料药尚不在“301 制裁目录”名单中，影响有限。

三、肝素制剂精准营销打开国内市场，中美双报布局海外

肝素制剂根据产品分子量的不同可分为普通肝素和低分子肝素两大类。经临床研究证实，低分子量肝素类产品因分子量较小，不易被凝血 IV 因子中和，抗凝效果和纤溶作用更强，具有更为广泛的医学用途，成为治疗急性静脉血栓和急性冠脉综合症等疾病的首选药物。因此，公司的肝素制剂产品也集中于低分子肝素，包括依诺肝素、达肝素钠、那曲肝素等。

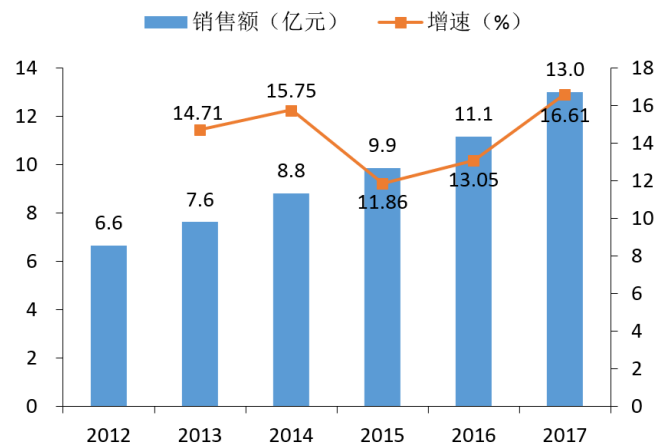
目前临床上低分子肝素正在逐步替代普通肝素，根据样本医院的数据，2017 年低分子肝素的份额已经达到 90%，市场规模也稳定增长。

图 9：2012-2017 年国内肝素制剂市场格局



资料来源：PDB，华金证券研究所

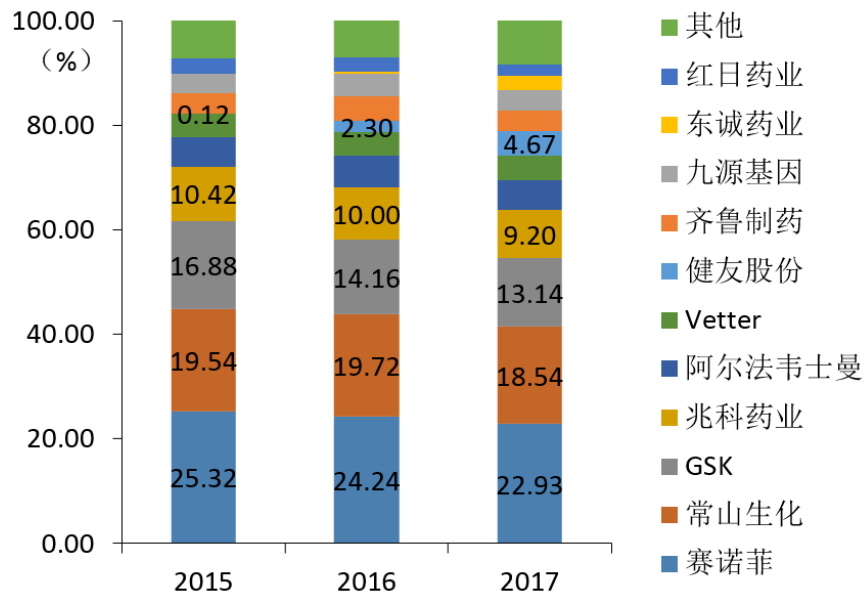
图 10：2012-2017 年国内低分子肝素制剂市场增长



资料来源：PDB，华金证券研究所

由于公司进入肝素制剂的时间比较晚，因此目前国内肝素制剂的市场份额还不高，2017 年仅 4.67%。然而，在产品销售上公司采取了独特的销售策略，通过互联网平台在利用第三方临床代表快速覆盖市场能力的同时，以学术分享、学术支持为突破口提高其深度开发市场所需的学术能力，产生“1+1>2”的效果。这种销售策略比常规医药代表推广的方式覆盖的医院范围更广，比直销进入医院更快，从而在两三年时间里快速提升了公司制剂产品的市场份额，未来有望进一步增长。

图 11: 2015-2017 年国内低分子肝素制剂市场格局



资料来源: PDB, 华金证券研究所

另一方面，公司也积极布局海外市场。公司目前共拥有三条通过美国 FDA 审核的无菌注射剂生产线，同时健进制药研发中心于 2016 年零缺陷通过美国 FDA 认证检查，成为中国第一批通过美国 FDA 认证的无菌制剂研发机构。目前，公司已有卡铂注射液、阿曲库铵注射液等产品在美国市场销售。通过现有品种在美国市场的销售，公司建立了完整的美国市场销售渠道和运营经验，未来随着在申报和在研品种（包括标准肝素钠注射液、依诺肝素钠注射液）等在美国不断上市，海外市场制剂的销售将成为公司重要的利润增长点。

四、盈利预测

我们预测近年公司肝素原料药价格将保持上涨趋势，下游客户对肝素原料药的需求继续扩大，公司原料药业务收入高增长，毛利率也有所提高；肝素制剂不断深化国内市场的拓展，市场份额将快速增长，同时加强海外市场的布局，海外制剂收入在公司业务结构中的占比有所提高。

表 1: 2018-2020 年公司主营业务收入预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入						
收入(百万)	468.7	581.9	1112.7	1723.5	2326.4	3035.9
增速		24.15%	91.22%	54.89%	34.98%	30.50%
毛利率	27.44%	42.09%	46.38%	48.64%	49.87%	51.23%

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
肝素原料						
收入 (百万)	422.1	478.7	918.8	1457.3	1978.9	2598.2
增速		13.42%	91.94%	58.60%	35.80%	31.29%
毛利率	25.61%	41.14%	45.65%	46.30%	45.97%	47.23%
肝素制剂						
收入 (百万)	29.4	37.4	109.9	176.2	248.6	324.3
增速		27.17%	193.81%	60.30%	41.10%	30.42%
毛利率	30.85%	40.65%	67.69%	72.40%	75.30%	78.67%
其他						
收入 (百万)	17.3	65.8	84.0	90.0	98.8	113.5
增速		281.27%	27.65%	7.22%	9.73%	14.88%
毛利率	66.43%	49.77%	26.42%	40.01%	63.89%	64.40%

资料来源：华金证券研究所

我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.89、1.19 和 1.53 元。基于（1）短期：肝素原料药量价齐升（2）中期：肝素制剂强力开拓国内市场（3）长期：肝素制剂海外市场布局不断完善，给予公司买入-B 评级。

五、风险提示

市场竞争加剧、研发风险、政策风险

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com