

业绩增速符合预期，各项业务如期推进

——健友股份（603707）三季度深度跟踪

健友股份(603707.SH)

推荐 维持评级

核心观点：

1. 事件：

公司发布2018年三季度报。2018年1-9月公司实现营收13.04亿元，同比增长66.39%；实现归属上市公司股东净利润3.34亿元，同比增长49.54%；实现扣非归母净利润3.17亿元，同比增长45.86%。实现EPS 0.6059元。

其中，2018年第三季度，公司实现营收4.55亿元，同比增长51.47%；实现归母净利1.07亿元，同比增长6.93%；实现扣非归母净利1.02亿元，同比增长5.48%，实现EPS 0.1943元。

按业务拆分来看，1-9月标准肝素原料药营业收入同比增长38.39%，低分子肝素制剂同比增长330.43%。

财务方面，销售费用1.44亿元，同比增长524.30%，主要系内销市场成倍增长，同时扩大销售团队以布局销售市场所致；研发费用8493.83万元，同比增长94.29%，主要系加大研发投入、快速扩大建立研发平台所致；财务费用1303.92万元，同比增长1146.47%，主要系融资需求增加带来的利息支出增加，以及汇率变动汇兑损失增加所致；经营性现金流净额同比增长84.80%，主要系报告期内销售订单增加、回款周期缩短所致；期末存货18.04亿元，同比增长39.40%，主要系原材料价格上涨、采购数量增加所致；期末预付款项7856.69万元，同比增长507.21%，主要系报告期内采购主要原料增加所致。

2. 我们的分析与判断

前三季度业绩保持高速增长，符合预期。1-9月营收、归母净利和扣非归母净利增速分别为66.39%、49.54%和45.86%。Q3的对应增速分别为51.47%、6.93%和5.48%，我们认为公司Q3净利润增速放缓主要系去年同期基数高，且研发投入加大。收入端高增长与内销业务高开有关。1-9月毛利率48.58%，同比增加2.42pp。

肝素原料药业务维持量价齐升，收入+38.39%，我们判断收入超9亿元，其中销量超3万单位（+13-14%），价格涨幅约22%。

低分子肝素制剂内销业务维持爆发式增长，收入+330.43%。我们估计销量超过900万支，预计全年实现销量1400-1500万支。同时，终端数据显示公司产品市占率稳中有升。

注射剂出口业务推进进度符合预期。1-9月研发投入8493.8万元（+94.29%），Q3新获批2个ANDA（阿糖胞苷和吉西他滨），预计全年按计划获批5个ANDA，19年下半年起有望年化获批10个ANDA。

分析师

李平祝

☎：010-83574546

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

王晓琦

☎：010-66568589

✉：wangxiaoqi@chinastock.com.cn

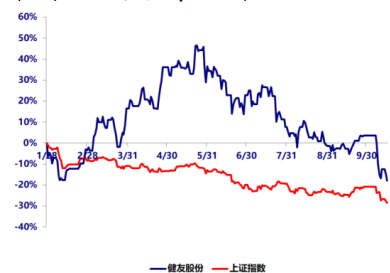
执业证书编号：S0130518080001

市场数据

2018-10-16

A股收盘价(元)	18.15
A股一年内最高价(元)	33.02
A股一年内最低价(元)	16.52
上证指数	2546.33
市盈率-TTM	23.59
总股本(万股)	55242.59
实际流通A股(万股)	28460.41
限售的流通A股(万股)	26782.18
流通A股市值(亿元)	51.66

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 2018-07-20 健友股份半年报跟踪：业绩符合预期，继续重点推荐
- 2018-04-17 健友股份一季报跟踪：业绩增速好于预期，继续看好
- 2018-01-30 健友股份年报点评：增长确定&空间广阔，继续强烈推荐

目 录

(一) 业绩保持高速增长，符合预期	2
(二) 肝素原料药业务继续量价齐升，看好未来维持高景气	2
1. 收入同比+38.39%，销量和价格均有增长	2
2. 毛利率维持较高水平，验证公司向下游的价格传导能力和议价能力	3
3. 看好未来维持高景气	3
(三) 国内低分子肝素制剂业务维持爆发式增长	4
1. 销量超 900 万支，市占率稳中有升	4
2. 看好成为业绩增长的新亮点	5
(四) 注射剂出口如期推进，未来有望显著增厚业绩	6
1. Q3 新获批 2 个 ANDA，进度符合预期	6
2. 规范市场注射剂行业壁垒高，公司发展潜力巨大	9
(五) 投资建议	10
(六) 风险提示	11

（一）业绩保持高速增长，符合预期

报告期内公司业绩保持高速增长。18年1-9月公司收入增速66.39%，归母净利和扣非归母净利增速分别为49.54%、45.86%，主要系公司的肝素原料药业务继续量价齐升，以及低分子肝素制剂内销业务持续爆发式增长，分别同比增长38.39%和330.43%。其中，18Q3公司收入增速为51.47%，归母净利和扣非归母净利增速分别为6.93%和5.48%。我们认为公司Q3净利润的绝对值大体符合我们的预期，增速放缓主要系去年同期基数较高（肝素原料药业务自17Q3量价齐升），同时研发投入的持续加大亦对利润有所影响（Q3研发投入约3400万元，1-9月合计8495万元，去年全年仅7718万元）。而收入端的高增长主要系低分子肝素制剂业务维持爆发式增长下的高开所致。同时，1-9月毛利率为48.58%，同比提升2.42pp，我们认为主要系一方面高毛利的低分子肝素制剂销售规模快速扩大，另一方面肝素原料药价格上涨所致。

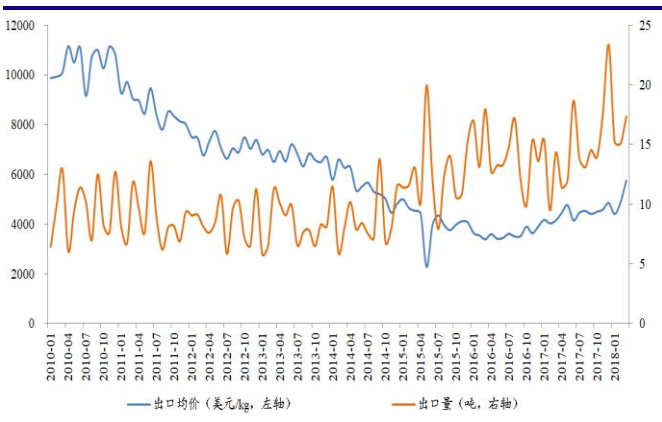
从费用端来看，销售费用率11.05%，同比增长8.11pp，主要系国内低分子肝素制剂内销规模增大，以及两票制下高开所致。管理费用率2.17%，同比降低8.10pp，主要系产能利用率提高所致。财务费用率1.00%，同比增加1.16pp，主要系利息支出增加、以及汇兑损失增加所致（2018年1-9月美元兑人民币即期汇率均值6.52，去年同期6.80）。

（二）肝素原料药业务继续量价齐升，看好未来维持高景气

1. 收入同比+38.39%，销量和价格均有增长

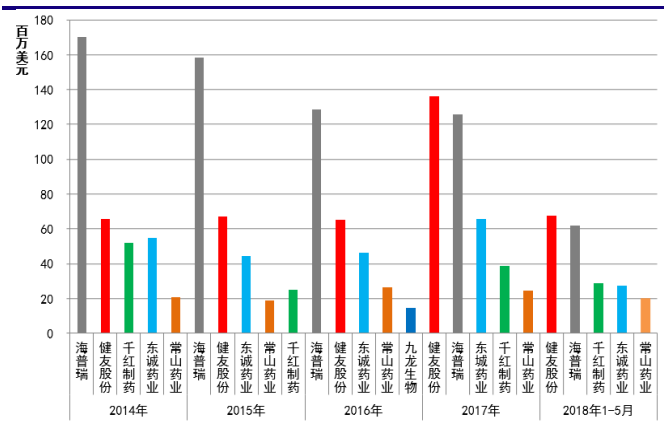
肝素原料药业务保持高速增长，收入同比增长38.39%。我们判断报告期内肝素原料药业务继续量价齐升，估计销量超过3万亿单位，同比增长13-14%，价格涨幅约22%。估计实现销售收入超过9亿元，同比增长38.39%。自17年以来公司已成为国内肝素原料药出口龙头，同时，海关数据显示18年前5月公司肝素原料药出口额继续维持行业第一。

图1：国内肝素出口量（吨）及出口均价（美元/kg）



资料来源：wind，海关总署，中国银河证券研究院

图2：2018年前5月肝素原料药出口情况

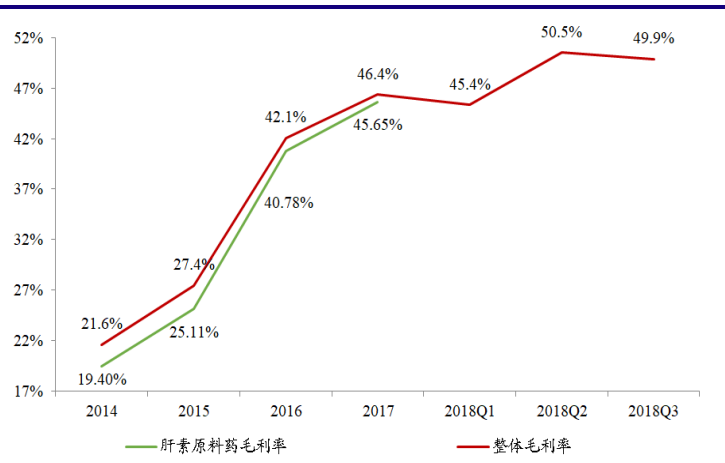


资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

2. 毛利率维持较高水平，验证公司向下游的价格传导能力和议价能力

在肝素粗品的涨价周期中，公司向下游制剂厂商的价格传导顺畅、议价能力强。一方面，考虑到公司收入以肝素 API 为绝对主导，因此我们用整体营收毛利率的变化情况反映肝素 API 的情况，如下图所示。可见 18 年前三季度公司整体毛利率维持在较高水平。另一方面，即使考虑到低分子肝素制剂内销业务因销售规模不断扩大和高开因素导致其对整体毛利率的影响增大，鉴于 17 年该业务毛利率为 67.7%，假设报告期内毛利率为 80%，我们测算 1-9 月公司肝素 API 的毛利率仍在 40% 以上。因此我们认为虽然肝素粗品价格持续上行，但公司凭借前瞻性的库存战略规划以及产品高品质特点，向下游制剂厂商的价格传导顺畅、议价能力较强。

图 3：公司整体毛利率和肝素原料药毛利率变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

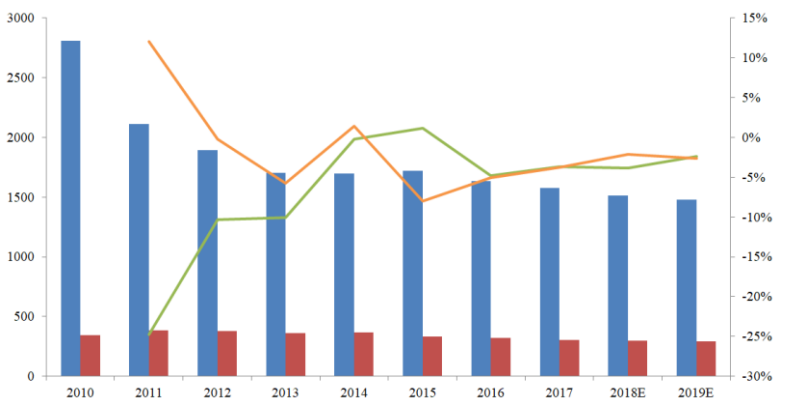
3. 看好未来维持高景气

我们认为公司肝素 API 业务不会受贸易战影响。首先，从医药行业整体来讲，中美医药的互补性较强，药品已被大幅剔除美国对华征税清单。其次，从公司的肝素 API 业务来看：（1）高品质原料药增长有限，不能满足制剂厂商需求，即使加税也需进口。肝素原料药供给受原材料资源限制，且高品质原料药受制于工艺技术门槛和严格的质量控制，增长相对有限。公司是国内唯二能进入美国规范市场并被下游客户认可的企业之一，即使加税也需进口。（2）公司卖给辉瑞和 Sagent 的肝素 API 均需经第三国，没有直接销往美国，即使征税也轮不到。（3）肝素处于涨价周期，为卖方市场，即使加税也能转移。（4）最坏的假设，即使 FDA 放开注册路径，下游客户新拓展欧洲供应商，也需 18-24 个月的时间差，其原有渠道必须维持，而上述情况几乎不可能发生。综合上述几方面原因，我们认为贸易战对公司肝素原料药业务无影响。

我们看好公司肝素 API 业务继续保持高速增长。从销量上来看：（1）持续加强与下游客户合作。公司已与全球最大的肝素 API 买家赛诺菲建立长期稳定合作关系，赛诺菲依诺肝素的销售额是辉瑞达肝素的约 6 倍。规范市场买家出于对监管要求、交易成本和产品质量的考虑，倾向于稳定合作，我们认为双方后续合作规模有望持续扩大，带动销

量提升。(2)辉瑞和赛诺菲的低分子肝素产品近年销售保持稳定。从价格上看,(1)当前价格远低于高点。18年3月肝素API出口均价5752.7美元/kg,虽环比提升18.2%,但仍低于2010年的10000~11000美元/kg;(2)下游制剂厂商在涨价周期中进入补库存阶段,公司主要客户的产品近年销售情况稳定;(3)环保新常态下肝素粗品供应将持续趋紧;(4)全球肝素需求量保持稳定增长,但国内生猪出栏数和定点屠宰量几乎未增长。

图4: 赛诺菲 Lovenox 与辉瑞 Fragmin 历年销售额及增速



资料来源: 公司年报, Bloomberg, 中国银河证券研究院

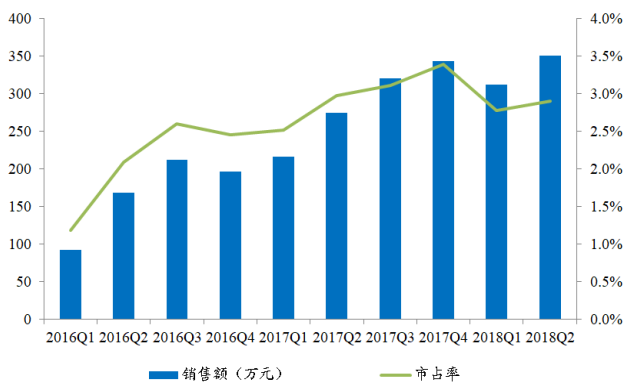
(三) 国内低分子肝素制剂业务维持爆发式增长

1. 销量超 900 万支，市占率稳中有升

低分子肝素制剂内销业务维持爆发式增长。报告期内,公司的国内低分子肝素制剂业务营业收入同比增长 330.43%,我们估计销量超过 900 万支(17 年全年为 700 多万支),预计全年实现销量 1400-1500 万支。我们判断原因如下:(1) **不断扩大市场开拓力度。**公司对国内市场网络建设步伐持续加大,通过开发大量的医院,并推进地级市、县级医院市场的开拓力度,逐步完善市场立体网络布局。(2) **增强临床代表学术推广能力。**运用互联网平台,在借助第三方临床代表快速覆盖市场的同时,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。

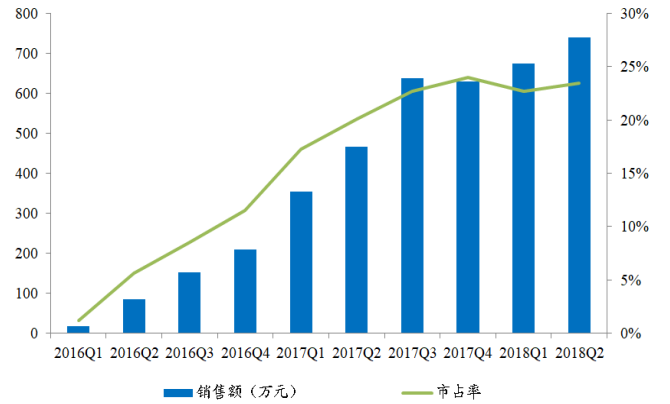
终端数据显示公司产品市占率稳中有升。公司是国内唯一同时拥有达肝素、依诺肝素、那屈肝素制剂批件的生产企业。样本医院数据显示,18H1 公司达肝素销售额 1415.3 万元(+72.4%),市占率 23.1%;依诺肝素销售额 662.7 万元(+35.0%),市占率 2.8%;那屈肝素销售额 1706.3 万元(+7.0%),市占率 10%。

图 6: 公司依诺肝素在样本医院销售额及市占率



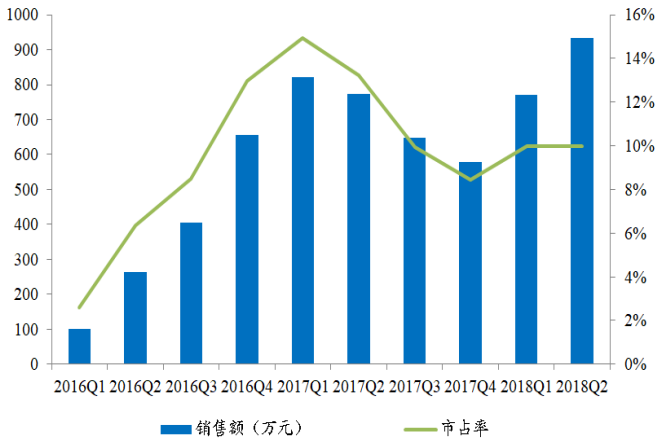
资料来源: PDB, 中国银河证券研究院

图 7: 公司达肝素在样本医院销售额及市占率



资料来源: PDB, 中国银河证券研究院

图 8: 公司那屈肝素在样本医院销售额及市占率

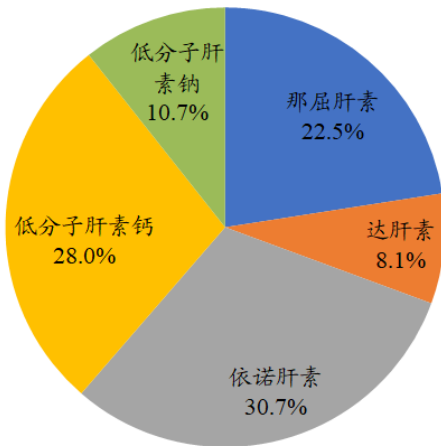


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2. 看好成为业绩增长的新亮点

看好公司低分子肝素制剂业务成为业绩增长的新亮点。一方面, 从行业整体来看, 国内低分子肝素市场扩容空间巨大: (1) 高质量产品对低质量产品的替代。样本医院数据显示, 2018 年上半年国内低分子肝素市场中接近 40% 为未分类低质量产品, 未来将被替代。(2) 产品自带学术营销特质。作为治疗性全科室用药, 在二级以上医院 80% 科室均有广泛应用, 且具备新增适应症的潜力, 如在肿瘤、生殖中心等科室具有新药特征。(3) 国内市场进口替代空间巨大。达肝素、依诺肝素和那屈肝素分别被辉瑞、赛诺菲和 GSK 主导, 样本医院数据显示, 2018H1 市占率分别达到 62%、73% 和 58%。(4) 国内人均用量远低于欧洲。目前我国低分子肝素用量为 1.6-1.7 亿只, 人均 0.12 只/人/年。欧洲 2016 年用量接近 8 亿只, 人均 1.2 只/人/年。另一方面, 公司自身市场布局完备: (1) 产品在全国约 25 个省份中标, 奠定放量基础。(2) 建立第三方临床代表的互联网管控服务平台, 在借助第三方代表快速扩大市场覆盖范围的同时, 提高其学术推广能力, 并通过分析医院规模、科室医生状态等信息, 给出明确推广建议, 以提升销量、增强黏性。

图 9: 2018H1 国内样本医院低分子肝素市场竞争格局



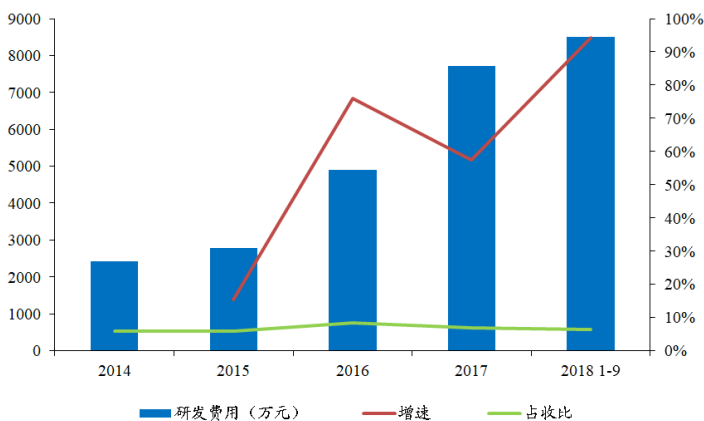
资料来源: PDB, 中国银河证券研究院

(四) 注射剂出口如期推进, 未来有望显著增厚业绩

1. Q3 新获批 2 个 ANDA, 进度符合预期

报告期内公司新获批 2 个 ANDA (阿糖胞苷注射液和注射用盐酸吉西他滨), 注射剂出口推进进度符合预期。公司的阿糖胞苷注射液和注射用盐酸吉西他滨分别于 7 月 17 日和 8 月 10 日获得 FDA 的上市许可, 标志着公司制剂出口业务布局的进一步扩张, 再次验证国际高端制剂市场对公司研发能力的认可。同时, 公司研发投入持续加大, 2018 年前三季度研发投入 8493.8 万元 (同比增长 94.29%, 17 年全年 7718.2 万元), 其中 Q3 研发投入约 3400 万元。经查询 FDA 橙皮书和公司公告, 目前公司 18 年已获批 3 个 ANDA (2 个持有+1 个技术转移), 进度符合预期, 预计全年可按计划获批 5 个 ANDA, 预计自 19 年下半年开始有望实现每年获批 10 个 ANDA, 重磅品种从 2020 年开始获批。

图 10: 公司历年研发投入情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

我们梳理了公司获批的 ANDA 情况，如下表所示：

表 1: 公司目前持有的注射剂 ANDA 文号 (以公司为持有人)

药品	ANDA 文号	剂型	规格	获批时间
盐酸吉西他滨*	A091365	注射剂	200mg, 1g	2018.8.10
阿糖胞苷	A205696	注射剂	100MG/ML	2018.7.17
硫酸博来霉素	A205030	注射剂	EQ 15/30 UNITS BASE/VIAL	2018.4.20
阿糖胞苷	A206190	注射剂	20MG/ML	2017.11.9
卡铂	A077096	注射剂	600MG/60ML	2013.6.3
盐酸托泊替康	A201166	注射剂	EQ 4MG BASE/VIAL	2012.8.8
苯磺酸阿曲库铵	A091488/A091489	注射剂	10MG/ML	2012.2.17
卡铂	A077096	注射剂	50MG/5ML、150MG/15ML、450MG/45ML	2005.6.14

资料来源：FDA，中国银河证券研究院

注：盐酸吉西他滨系通过技术转移获得，原持有人为 DR REDDYS

在我们前期的报告中，我们已经对除盐酸吉西他滨之外的品种的属性和美国市场销售情况进行了详细的介绍，在此补充对盐酸吉西他滨的介绍：

吉西他滨(Gemcitabine)属于抗代谢类抗癌药,主要用于治疗局部进展性或转移性非小细胞肺癌和不能手术的晚期或转移性胰腺癌。作为一种新的胞嘧啶核苷衍生物,进入人体内后由脱氧胞嘧啶激酶活化,由胞嘧啶核苷脱氨酶代谢。其主要代谢物在细胞内掺入 DNA,主要作用于 DNA 合成期,即 S 期,在一定的条件下可阻止 G1 期向 S 期进展。临床上,对多种实体肿瘤有效。适用于治疗不能手术的晚期或转移性胰腺癌及局部进展性或转移性非小细胞肺癌、中晚期非小细胞肺癌、胰腺癌、膀胱癌、乳腺癌及其他实体肿瘤。用于晚期胰腺癌患者在氟尿嘧啶类失败后作为二线用药,能改善患者的生活质量;对局部晚期(III期)和已经有转移(IV期)的非小细胞肺癌作为一线应用。具有抗瘤谱广、作用机制独特、毒性反应低、与其他化疗药物无交叉耐药且毒性反应无叠加等特点。1996 年吉西他滨在美国上市,并获得 FDA 批准用于胰腺癌的治疗,后在 1998 年获批准用于非小细胞肺癌的治疗。当前吉西他滨已在全球超过 90 个国家获批,是治疗非小细胞肺癌的一线药物和治疗胰腺癌的“金标准”。

美国市场仿制药注册情况: 根据 FDA 橙皮书,目前获批的 ANDA 并处于在售状态的共有 15 家,结果如下表所示。

表 2: 美国市场吉西他滨的原研及 ANDA 在售情况

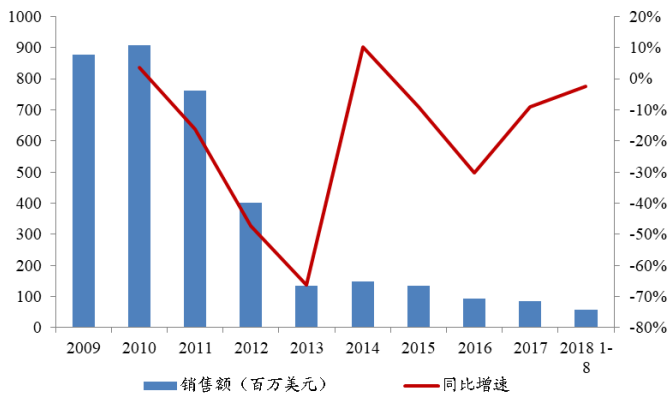
申请号	申请类型	获批时间	申请人	市场状态
N020509	NDA	1996/5/15	ELI LILLY AND CO	Prescription
A079183	ANDA	2010/11/15	HOSPIRA INC	Prescription
A077983	ANDA	2011/1/25	TEVA PHARMACEUTICALS USA	Prescription
A090242	ANDA	2011/5/16	FRESENIUS KABI USA LLC	Prescription
A091594	ANDA	2011/7/25	ACCORD HEALTHCARE INC	Prescription
A079160	ANDA	2011/7/25	ACTAVIS TOTOWA LLC	Prescription
A091365	ANDA	2011/7/25	DR REDDYS LABORATORIES LTD	Prescription
A200145	ANDA	2011/7/25	MYLAN LABORATORIES LTD	Prescription
A078433	ANDA	2011/7/25	SUN PHARMA GLOBAL INC	Prescription
N200795	NDA	2011/8/4	HOSPIRA INC	Prescription
A202063	ANDA	2012/9/11	EMCURE PHARMACEUTICALS LTD	Prescription
A202485	ANDA	2013/5/7	JIANGSU HANSOH PHARMACEUTICAL GROUP CO LTD	Prescription
A202031	ANDA	2013/5/7	LUITPOLD PHARMACEUTICALS INC	Prescription
A202997	ANDA	2013/5/7	DR REDDYS LABORATORIES LTD	Prescription
A204520	ANDA	2016/1/5	GLAND PHARMA LTD	Prescription
A204549	ANDA	2016/4/11	ACTAVIS INC	Prescription
A206776	ANDA	2017/5/23	APOTEX INC	Prescription
A078759	ANDA	2017/7/25	CIPLA LTD	Prescription
N209604	NDA	2017/8/3	ACCORD HEALTHCARE INC	Prescription
A205242	ANDA	2017/12/6	MYLAN LABORATORIES LTD	Prescription
N208313	NDA	2018/7/16	SUN PHARMACEUTICAL INDUSTRIES LTD	Prescription
A209077	ANDA	2018/7/20	SAGENT PHARMACEUTICALS INC	Prescription
A078339	ANDA	2011/7/25/	HOSPIRA WORLDWIDE, INC	Prescription
A090799	ANDA	2011/7/25	FRESENIUS KABI ONCOLOGY PLC	Prescription

资料来源: FDA, 中国银河证券研究院

美国市场销售情况: 根据 SHS 数据库统计的美国综合机构 (涵盖零售渠道和医疗机构渠道) 销售数据, 吉西他滨 2017 年实现销售额 8584.55 万美元, 同比降低 9.08%; 2018 年 1-8 月实现销售 5634.39 万元, 同比降低 2.52%。从市场竞争格局来看, 2017 年辉瑞、TEVA、SAGENT 分别占据 36.1%、32.1% 和 13.2% 的市场份额。

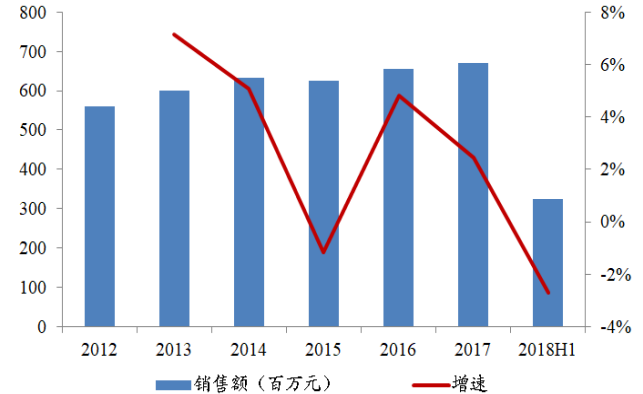
中国市场销售情况: 根据样本医院数据, 吉西他滨 2017 年实现销售额 6.70 亿元, 同比增长 2.45%; 2018H1 实现销售额 3.24 亿元, 同比降低 2.70%。从市场竞争格局来看, 2017 年豪森药业和礼来分别占据 62.0% 和 33.5% 的市场份额。

图 11: 美国综合机构的吉西他滨销售额及增速



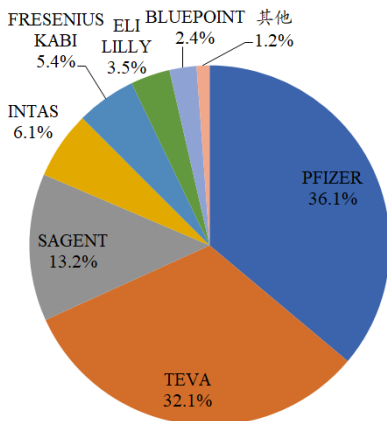
资料来源: Bloomberg, SHS, 中国银河证券研究院

图 12: 国内样本医院吉西他滨销售额 (百万元) 及增速



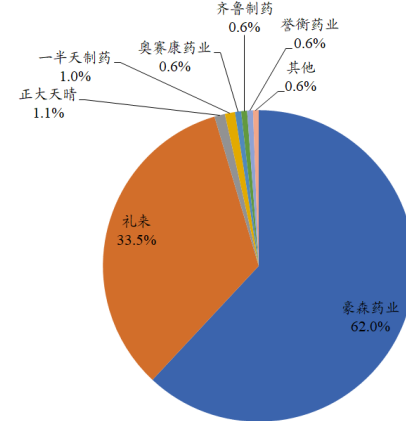
资料来源: PDB, 中国银河证券研究院

图 13: 2017 年美国综合机构的吉西他滨市场竞争格局



资料来源: Bloomberg, SHS, 中国银河证券研究院

图 14: 2017 年国内样本医院吉西他滨市场竞争格局



资料来源: PDB, 中国银河证券研究院

2. 规范市场注射剂行业壁垒高，公司发展潜力巨大

我们再次强调美国规范市场的注射剂行业壁垒极高，强烈看好公司注射剂出口业务的发展前景：

1). 注射剂行业壁垒高，美国市场药品安全警告和短缺药均以注射剂为主：（1）注射剂型具有不可替代性，且严格要求无菌无热源；（2）注射剂生产物料质量要求高、制备工艺复杂；（3）注射剂生产线建设成本高昂、周期长，核心壁垒是人和文化的建立；（4）美国药品安全警告中注射剂占比 35%，其中无菌和悬浊物是主要问题，占比超过 70%；（5）美国市场短缺药以注射剂型为主。

2). 公司注射剂出口业务发展潜力巨大，看好原因如下：

（1）公司有 3 条通过 FDA 认证的注射剂生产线（未来有望扩充至 6-7 条）和 1 个 FDA 认证的研发中心，具备直接向 FDA 申报药品注册生产的研发能力，且已有产品卖入

美国市场，建立了完整的美国市场销售渠道和运营经验。

(2) **重磅品种依诺肝素有望 2019 年欧美陆续获批**。欧洲市场有望 2019 年中旬获批，美国市场有望 2019 年下半年或 2020 年初获批。对于美国市场，预计上市 12 个月实现净利 1500 万美元，最终每年实现净利润 3000-4000 万美元；对于欧洲市场，预计上市 12 个月实现净利 1 亿元人民币，且业绩增速和最终规模有望大于美国市场。

(3) **注射剂品种布局以“基本品种走量+特色品种追求利润”，并最终实现“一揽子”系统性销售**。基本品种特点是风险低、进入速度快、利润率略低，其作用是帮助公司建立生产销售平台；特色品种特点是利润率高、愿意在研发、生产周期上大量投入，且通过一揽子整体打阵地战。其目标领域为肿瘤、麻醉和透析领域等，以肿瘤领域为例，目前 IMS 统计的一二线肿瘤注射剂产品约 50 个。

(3) **预计 ANDA 从 19 年下半年开始提速，年化获批 10 个 ANDA**。根据公司年报披露，公司现有约 40 个计划内的在研项目，预计 2018 年 5 个 ANDA 获批，预计从 2019 年下半年开始每年获批 10 个 ANDA，特色大品种有望 2020 年开始获批。

(4) **在研品种多数中美双报，市场竞争格局较好，且有望享受制剂出口反哺国内市场红利**。我们已在 2017 三季报和年报点评中详细梳理了公司目前已披露的部分已上市/申报/在研注射剂的美国市场销售情况，发现竞争格局较好，在此不做赘述。同时，国内注射剂仿制药一致性评价征求意见稿已出台，叠加双报优先审评的大背景，公司注射剂出口业务有望反哺国内市场：一方面可节约研发成本，另一方面可带动国内审批速度，推动公司快速建立多品种医药制造平台。

(5) **首期限限制性股票激励计划侧重研发，核心技术骨干占比 78%，彰显注射剂出口业务发展决心**。公司首期限限制性股票激励计划首批激励对象 100 人，其中核心技术骨干 78 人，且激励对象中约 1/3 来自健进制药。且对研发部门的考核以注射剂组织申报的资料个数和获批 ANDA 数目为主要目标，对个人的业绩考核指标则更加细化。我们认为本次激励覆盖对象范围广且激励充分，且从激励对象和绩效考核中体现出对研发的重视，彰显发展注射剂出口业务的决心。

(五) 投资建议

公司三季报业绩符合我们预期，且各项业务推进节奏亦符合我们的预期：注射剂出口今年大概率实现 5 个 ANDA 获批，且自 19 年下半年将加速；肝素原料药业务继续量价齐升；低分子肝素制剂内销业务维持爆发式增长。公司基本面优秀，我们持续强烈看好公司未来的发展前景。首先，我们强烈看好公司注射剂出口业务的发展前景，规范市场注射剂行业壁垒高，公司拥有 3 条 FDA 认证的注射剂生产线和 1 个 FDA 认证实验室。短期来看博来霉素和阿曲库铵有望下半年贡献业绩。中期来看重磅品种依诺肝素有望 2019 年欧美陆续获批，显著增厚业绩。长期来看未来每年有望获批 10 个 ANDA，特色大品种计划 2020 年开始获批。其次，我们看好公司肝素原料药业务保持高速增长。公司是国内唯二进入美国市场的企业之一，凭借前瞻性库存战略和产品高品质，价格向下游客户传导顺畅，毛利率维持较高水平，未来有望持续量价齐升。最后，公司在国内的低分子肝素制剂业务已进入爆发式增长阶段。我们看好公司未来业绩将保持高速增长，预测 2018-2020 年归母净利润为 4.53/6.33/8.96 亿元，对应 EPS 为 0.82/1.15/1.62 元，对应 PE 为 22/16/11 倍。维持“推荐”评级。

(六) 风险提示

肝素原料药涨价持续不及预期，肝素粗品价格上涨过快，研发不及预期。

附表 1. 主要财务指标

指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	468.73	581.91	1112.73	1618.46	2260.63	3201.20
营业收入增长率	12.64%	24.15%	91.22%	45.45%	39.68%	41.61%
净利润 (百万元)	87.55	257.24	314.22	453.17	632.98	896.34
净利润增长率	73.41%	193.81%	22.15%	44.22%	39.68%	41.61%
EPS (元)	0.158	0.466	0.569	0.820	1.146	1.623
P/E	114.52	38.98	31.91	22.13	15.84	11.19
P/B	9.18	7.63	4.89	4.00	3.19	2.49
EV/EBITDA	52.31	20.59	19.96	11.30	8.16	5.24

资料来源：中国银河证券研究院

附表 2: 公司财务报表 (百万元)

报表预测 (百万元)						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	468.73	581.91	1112.73	1618.46	2260.63	3201.20
减: 营业成本	340.09	337.01	596.68	867.49	1211.70	1715.84
营业税金及附加	3.69	5.42	3.82	5.55	7.75	10.98
营业费用	5.02	9.96	46.97	57.81	86.00	120.00
管理费用	50.01	84.83	122.97	153.32	226.01	327.67
财务费用	-3.67	0.41	-4.34	3.93	-12.26	-24.41
资产减值损失	-0.25	0.53	0.96	0.58	0.54	0.56
加: 投资收益	28.40	15.30	6.77	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-3.65	2.02	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	98.59	161.08	352.44	529.78	740.89	1050.56
加: 其他非经营损益	2.93	112.53	3.76	3.36	3.79	3.96
利润总额	101.52	273.61	356.20	533.14	744.68	1054.52
减: 所得税	13.97	16.37	41.98	79.97	111.70	158.18
净利润	87.55	257.24	314.22	453.17	632.98	896.34
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	87.55	257.24	314.22	453.17	632.98	896.34
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	405.47	227.48	13.84	399.18	690.20	1479.48
应收和预付款项	68.97	93.90	259.39	206.16	424.93	467.23

存货	281.72	672.13	1293.92	900.00	920.00	950.00
其他流动资产	182.59	21.67	564.96	564.96	564.96	564.96
长期股权投资	2.81	2.58	2.94	2.94	2.94	2.94
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	302.74	398.85	402.66	530.14	595.30	767.81
无形资产和开发支出	17.14	45.46	44.67	39.54	34.40	29.27
其他非流动资产	4.60	18.06	48.14	46.99	45.84	45.84
资产总计	1266.05	1480.12	2630.52	2689.89	3278.57	4307.52
短期借款	101.06	119.96	322.88	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	63.77	37.67	247.99	177.07	132.77	265.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	8.55	7.88	7.38	7.38	7.38	7.38
负债合计	173.37	165.51	578.26	184.46	140.16	272.77
股本	360.00	360.00	423.50	423.50	423.50	423.50
资本公积	256.51	256.51	616.76	616.76	616.76	616.76
留存收益	476.16	698.10	1012.00	1465.18	2098.15	2994.50
归属母公司股东权益	1092.68	1314.61	2052.26	2505.44	3138.41	4034.76
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1092.68	1314.61	2052.26	2505.44	3138.41	4034.76
负债和股东权益合计	1266.05	1480.12	2630.52	2689.89	3278.57	4307.52
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	133.59	-287.68	-242.66	940.51	463.18	1089.28
投资性现金净流量	53.24	139.54	-592.93	-228.37	-184.41	-324.41
筹资性现金净流量	-8.57	-19.04	623.65	-326.80	12.26	24.41
现金流量净额	182.43	-166.01	-203.81	385.34	291.02	789.28

资料来源：中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝、王晓琦，医药行业分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn