

## 健友股份 (603707)

## 重磅品种依诺肝素英国获批，受益于肝素原料药景气提升

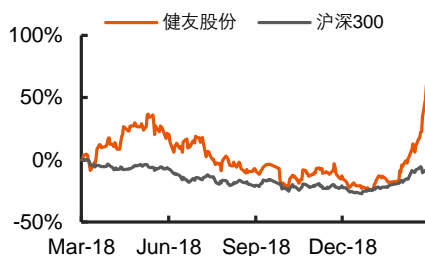
## 推荐 (维持)

现价: 35.30 元

## 主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.nkf-pharma.com
大股东/持股	谢菊华/28.26%
实际控制人	谢菊华
总股本(百万股)	552
流通 A 股(百万股)	285
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	195.01
流通 A 股市值(亿元)	100.47
每股净资产(元)	4.2
资产负债率(%)	27.1

## 行情走势图



## 相关研究报告

《健友股份\*603707\*低分子肝素制剂持续亮眼，关注 ANDA 获批节奏》 2018-10-16  
 《健友股份\*603707\*中报业绩如期高增长，低分子肝素制剂销售超预期》 2018-07-19  
 《健友股份\*603707\*业绩延续靓丽表现，国内制剂翻倍可期》 2018-04-16

## 证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
021-22662299  
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

## 研究助理

韩盟盟 一般从业资格编号  
S1060117050129  
021-20600641  
HANMENGMEING005@PINGAN.CO  
M.CN

## 投资要点

## 事项:

公司公告，依诺肝素近日在英国获批。

## 平安观点:

- **依诺肝素是重磅抗凝药物，欧洲市场空间大：**依诺肝素是国内外应用最为广泛的低分子肝素，也是唯一获得美、欧、中三大 UA/NSTEMI 指南推荐用于治疗 UA/NSTEMI 的低分子肝素。原研是赛诺菲的 LOVENOX，2009 年销售额达到巅峰的 30.4 亿欧元，受专利到期仿制药上市影响，此后销售额逐年下降，2018 全球销售额 14.65 亿欧元，仍是规模最大的低分子肝素品种。其中 2018 年 LOVENOX 在欧洲的销售额为 8.7 亿欧元，占比约 60%。根据 IMS 数据，2016 年欧洲市场依诺肝素销售量达 4.34 亿支，占全球销售量的 60%以上，市场空间广阔。
- **欧洲申请采取 DCP 流程，可快速在其他国家上市：**本次公司依诺肝素在欧洲的申请采取 DCP (DeCentralized Procedure) 流程，目前技术审评已结束，进入各国的上市许可 (MA) 发放流程。除本次获批的英国外，德国、西班牙、瑞典三国有望在几周内获批。后续公司会逐渐向其他欧盟国家提出互认上市许可申请，DCP 流程中后期申请国家可以重复使用技术审评结论，从申请到批准一般周期为 90 天。公司计划 2019 年下半年开始在欧洲市场销售。根据天道医药 2018-2020 年扣非净利润分别不低于 1.91 亿、2.87 亿、3.41 亿元的业绩承诺，我们认为公司依诺肝素欧洲市场每年贡献净利润在 1-2 亿元。
- **非洲猪瘟致肝素原料药景气延续，公司望显著受益：**2016 年下半年肝素原料药进入新一轮景气周期，原因包括环保趋严淘汰部分产能，国际肝素需求量稳步增长，下游制剂厂商进入补库存周期等。目前随着非洲猪瘟的蔓延，肝素原料药景气度将进一步加强。猪小肠是肝素类产品的唯一原材料来源，生猪出栏量的大幅下滑将导致猪小肠供应紧缩，从而推升肝素

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	582	1,113	1,775	2,353	2,863
YoY(%)	24.1	91.2	59.5	32.6	21.7
净利润(百万元)	257	314.2	455.2	579.1	711.7
YoY(%)	193.8	22.2	44.9	27.2	22.9
毛利率(%)	42.1	46.4	48.4	49.1	49.4
净利率(%)	44.2	28.2	25.6	24.6	24.9
ROE(%)	19.6	15.3	18.6	19.4	19.5
EPS(摊薄/元)	0.47	0.57	0.82	1.05	1.29
P/E(倍)	75.8	62.1	42.8	33.7	27.4
P/B(倍)	14.8	9.5	8.0	6.5	5.3

原料药价格。基于对肝素原材料价格走势的判断，公司不断加大粗品存货，2018Q3 公司库存 18.04 亿元，较 2018H1 进一步提升。凭借成本和规模优势，公司将显著受益于肝素原料药的量价齐升。

- **投资建议与盈利预测：**我们认为公司将继续受益肝素原料药量价齐升和制剂的快速放量，业绩望保持快速增长。同时公司积极布局制剂出口，在研品种丰富，且多为中美双报，望受益于优先审评和注射剂一致性评价。我们暂维持公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.82 元、1.05 元、1.29 元预测，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 原料药涨价风险：肝素粗品是公司产品的主要成本构成，其价格波动对公司生产成本影响较大。尽管公司能够通过提高销售价格的形式向上游转嫁涨价影响，但仍然存在价格上涨到一定程度无法完全对外转嫁的风险，进而对公司经营业绩产生影响。2) 制剂销售不及预期：肝素原料药企业向下游制剂转型是行业趋势，随着低分子肝素制剂产品获批增多，其他企业加大市场开拓力度，公司主打品种竞争格局日趋恶劣，存在销售不及预期的可能。3) 研发进度不及预期：公司在研品种较多，且多为中美双报，申报难度更高，在研品种受多种因素影响，存在研发进度不及预期的可能。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	2192	4879	6264	7264
现金	73	2287	3031	3688
应收账款	230	258	388	398
其他应收款	15	12	23	19
预付账款	13	27	26	38
存货	1294	1723	2225	2544
其他流动资产	568	573	571	576
<b>非流动资产</b>	503	841	1119	1327
长期投资	3	3	3	3
固定资产	274	523	753	936
无形资产	45	52	59	66
其他非流动资产	181	262	305	321
<b>资产总计</b>	2695	5720	7384	8591
<b>流动负债</b>	607	3239	4368	4909
短期借款	323	3012	3949	4564
应付账款	90	70	139	114
其他流动负债	194	156	280	232
<b>非流动负债</b>	36	36	36	36
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	36	36	36	36
<b>负债合计</b>	642	3274	4404	4945
少数股东权益	0	0	0	0
股本	424	552	552	552
资本公积	617	490	490	490
留存收益	1012	1376	1839	2408
<b>归属母公司股东权益</b>	2052	2446	2980	3646
<b>负债和股东权益</b>	2695	5720	7384	8591

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	-235	20	311	529
净利润	314.2	455	579	712
折旧摊销	41	39	65	90
财务费用	-4	75	131	157
投资损失	-7	-17	-17	-14
营运资金变动	-577	-531	-448	-416
其他经营现金流	-2	0	0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-593	-360	-327	-284
资本支出	81	338	278	207
长期投资	-520	-0	-0	-0
其他投资现金流	-1032	-22	-49	-77
<b>筹资活动现金流</b>	624	-136	-176	-203
短期借款	203	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	64	129	0	0
资本公积增加	360	-127	0	0
其他筹资现金流	-3	-138	-176	-203
<b>现金净增加额</b>	-196	-476	-192	42

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	1113	1775	2353	2863
营业成本	597	916	1198	1447
营业税金及附加	4	4	8	8
营业费用	47	160	212	258
管理费用	123	124	165	200
财务费用	-4	75	131	157
资产减值损失	1	1	2	2
公允价值变动收益	0	0	-0	0
投资净收益	7	17	17	14
<b>营业利润</b>	352	513	654	804
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	356	516	656	807
所得税	42	61	77	95
<b>净利润</b>	314	455	579	712
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	314	455	579	712
EBITDA	415	620	852	1054
EPS (元)	0.57	0.82	1.05	1.29

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	91.2	59.5	32.6	21.7
营业利润(%)	118.8	45.7	27.3	23.0
归属于母公司净利润(%)	22.2	44.9	27.2	22.9
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	46.4	48.4	49.1	49.4
净利率(%)	28.2	25.6	24.6	24.9
ROE(%)	15.3	18.6	19.4	19.5
ROIC(%)	13.7	9.3	10.0	10.3
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	23.8	57.2	59.6	57.6
净负债比率(%)	12.2	29.7	30.8	24.0
流动比率	3.6	1.5	1.4	1.5
速动比率	1.5	1.0	0.9	1.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	7.3	7.3	7.3	7.3
应付账款周转率	11.4	11.4	11.4	11.4
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.82	1.05	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.37	0.04	0.56	0.96
每股净资产(最新摊薄)	3.72	4.43	5.39	6.60
<b>估值比率</b>				
P/E	62.06	42.84	33.68	27.40
P/B	9.50	7.97	6.54	5.35
EV/EBITDA	47.7	32.7	24.0	19.4

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033