

# 健友股份 (603707) \

## ——业绩符合预期 原料药+制剂双轮驱动

投资建议: **谨慎推荐**  
 上次建议: **谨慎推荐**  
 当前价格: 33.39元  
 目标价格: 元

### 事件:

公司发布2018年年报: 实现收入17.00亿元, 同比增长52.81%; 归母净利润为4.25亿元, 同比增长35.11%; 每股EPS为0.77元。公司拟每10股派发现金红利1.5元(含税), 同时每10股转增3股。

同时公布2019年一季报: 实现收入6.10亿元, 同比增长40.02%; 归母净利润为1.49亿元, 同比增长22.38%; 每股EPS为0.27元。

### 投资要点:

#### ➤ 肝素原料药量价齐升, 低分子肝素制剂增长228.72%。

2018年Q4实现收入3.96亿元, 同比增长20.42%, 相较于Q1 (94.80%)、Q2 (59.19%) 和Q3 (51.47%) 来看, 增速有所下滑, 我们认为可能一方面与去年同期基数有关, 另一方面也与公司对原料药销售有所控制有关。全年分产品来看, 2018年肝素原料药收入11.84亿元, 同比增长28.83%, 其中肝素原料药销量为38395.66亿单位, 同比增长7.03%, 推算出2018年肝素钠平均单价提高20.37%。考虑到目前国内生猪养殖情况, 我们认为肝素钠粗品成本仍有望保持上涨态势, 因此肝素原料药价格仍处在高景气, 相应地公司为战略储备增加了生产量和库存量, 尤其是库存量为23669.85%, 同比增长20.9%。另外国内低分子肝素制剂方面, 2018年收入3.58亿元, 同比增长228.72%, 这与公司开发了大量医院有关, 进一步加强铺货网络有关。

#### ➤ 毛利率有所提升, 销售费用率大幅提高。

2018年公司综合毛利率为49.47%, 同比和环比分别提高3.09和0.89个百分点, 主要与国内低分子肝素制剂毛利率同比提高13.81个百分点有关, 而肝素原料药由于肝素粗品上涨使得毛利率同比下降5.10个百分点。期间费用率方面, 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为14.57%、8.15%和(-0.02), 同比提高10.35、(-2.9)和0.14个百分点, 其中销售费用大幅增长主要与2.37亿市场推广费有关, 而管理费用同比下降18.26%, 主要是公司加强了办公费用管理使得差旅费和办公费出现下滑所致。研发方面, 2018年投入1.24亿元, 同比增长61.27%, 占收入7.32%, 其中费用化1.01亿元, 同比增长31.09%。截至2018年末, 公司共有在研项目51项, 其中已申报项目14项。另外成都健进的注射用博来霉素和公司研发的肝素钠注射液USP2018年均通过FDA审核, 为公司进入国际高端制剂市场再添砖瓦。

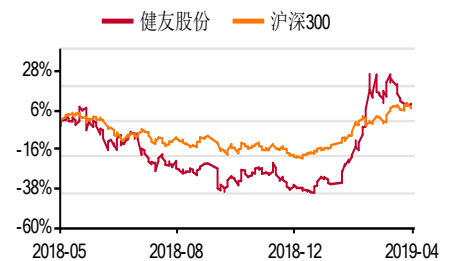
#### ➤ 2019年Q1收入快速增长, 期间费用率环比下降。

2019年Q1收入同比增长40.02%, 我们认为肝素钠原料药价格继续上涨是主要贡献点, 再加上国内低分子制剂在目前基数水平下仍保持快速增长所

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	552/285
流通A股市值 (百万元)	9,372
每股净资产 (元)	4.65
资产负债率 (%)	28.05
一年内最高/最低 (元)	39.47/17.11

### 一年内股价相对走势



周静 分析师  
 执业证书编号: S0590516030001  
 电话: 025-84578368  
 邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《健友股份 (603707) 三季报点评》  
 《收入快速增长 业绩符合预期》

致。2019年Q1毛利率为47.50%，同比提高2.15个百分点，而期间费用率为18.63%，同比提高3.85个百分点，不过环比下降了4.07个百分点，主要是销售费用率环比下降3.27个百分点。

➤ **维持“谨慎推荐”评级。**

我们预计公司2019-2020年EPS分别为1.01元、1.37元和1.78元，PE为33倍、24倍和19倍，考虑到公司在肝素钠原料药的竞争力和低分子肝素制剂增长空间，再加上公司在高端注射制剂的国际布局，我们长期看好公司发展，短期考虑到估值水平，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**

销售费用率上涨过快；研发不达预期；肝素钠原料药价格下行等。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1112.73	1700.33	2295.11	3001.24	3728.79
增长率（%）	91.22%	52.81%	34.98%	30.77%	24.24%
EBITDA（百万元）	401.11	510.56	689.14	934.24	1203.39
净利润（百万元）	314.22	424.55	559.10	757.19	984.13
增长率（%）	22.15%	35.11%	31.69%	35.43%	29.97%
EPS（元/股）	0.74	0.77	1.01	1.37	1.78
市盈率（P/E）	45.12	43.40	32.99	24.36	18.74
市净率（P/B）	8.99	7.62	6.31	5.12	4.11
EV/EBITDA	36.06	36.35	27.60	20.44	15.85

数据来源：公司公告，国联证券研究所

**图表 1: 财务预测摘要**

<b>资产负债表</b>						<b>利润表</b>					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	13.84	376.02	229.51	300.12	372.88	<b>营业收入</b>	<b>1,112.73</b>	<b>1,700.33</b>	<b>2,295.11</b>	<b>3,001.24</b>	<b>3,728.79</b>
应收账款+票据	246.46	254.85	288.24	339.89	395.79	营业成本	596.68	859.24	1,143.66	1,474.30	1,790.41
预付账款	12.94	50.72	65.94	79.13	93.37	营业税金及附加	3.82	4.01	5.05	6.60	8.20
存货	1,293.92	1,951.51	2,536.96	3,044.35	3,653.22	营业费用	46.97	247.68	339.68	435.18	533.22
其他	564.96	144.33	150.00	100.00	50.00	管理费用	122.97	37.42	172.13	222.09	272.20
<b>流动资产合计</b>	<b>2,132.11</b>	<b>2,777.43</b>	<b>3,270.65</b>	<b>3,863.49</b>	<b>4,565.26</b>	财务费用	-4.34	-0.31	13.37	21.74	31.28
长期股权投资	2.94	3.83	3.83	3.83	3.83	资产减值损失	0.96	-0.57	0.00	0.00	0.00
固定资产	274.12	244.05	425.88	639.53	878.39	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	128.54	227.18	272.62	313.51	344.86	投资净收益	0.53	0.73	0.00	0.00	0.00
无形资产	42.34	48.02	65.47	84.29	98.32	其他	0.00	-101.18	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	50.47	36.61	33.02	29.00	26.00	<b>营业利润</b>	<b>346.20</b>	<b>460.43</b>	<b>621.22</b>	<b>841.32</b>	<b>1,093.48</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>498.41</b>	<b>559.70</b>	<b>800.83</b>	<b>1,070.16</b>	<b>1,351.40</b>	营业外净收益	10.01	7.29	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>2,630.52</b>	<b>3,337.13</b>	<b>4,071.48</b>	<b>4,933.65</b>	<b>5,916.66</b>	<b>利润总额</b>	<b>356.20</b>	<b>467.72</b>	<b>621.22</b>	<b>841.32</b>	<b>1,093.48</b>
短期借款	322.88	319.95	577.17	653.88	628.36	所得税	41.98	43.21	62.12	84.13	109.35
应付账款+票据	209.63	512.44	520.00	624.00	748.80	<b>净利润</b>	<b>314.22</b>	<b>424.55</b>	<b>559.10</b>	<b>757.19</b>	<b>984.13</b>
其他	39.58	77.45	50.00	50.00	48.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>572.09</b>	<b>909.84</b>	<b>1,147.17</b>	<b>1,327.88</b>	<b>1,425.16</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>314.22</b>	<b>424.55</b>	<b>559.10</b>	<b>757.19</b>	<b>984.13</b>
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期应付款	<b>6.17</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						
其他	<b>0.00</b>	<b>6.17</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						
<b>非流动负债合计</b>	<b>6.17</b>	<b>6.17</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>578.26</b>	<b>916.01</b>	<b>1,147.17</b>	<b>1,327.88</b>	<b>1,425.16</b>						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
股本	423.50	552.43	552.43	552.43	552.43						
资本公积	616.76	492.45	492.45	492.45	492.45						
留存收益	1,012.00	1,376.23	1,879.43	2,560.90	3,446.62						
<b>股东权益合计</b>	<b>2,052.26</b>	<b>2,421.11</b>	<b>2,924.30</b>	<b>3,605.78</b>	<b>4,491.50</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,630.52</b>	<b>3,337.13</b>	<b>4,071.48</b>	<b>4,933.65</b>	<b>5,916.66</b>						

<b>现金流量表</b>					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	307.74	415.80	559.10	757.19	984.13
折旧摊销	41.17	40.18	54.54	71.17	88.62
财务费用	-3.99	5.64	13.37	21.74	21.28
存货减少	-618.77	-655.31	-585.45	-507.39	-608.87
营运资金变动	41.64	254.92	-74.18	89.16	102.66
其它	<b>-10.46</b>	<b>-1.64</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>-242.66</b>	<b>59.59</b>	<b>-32.61</b>	<b>431.88</b>	<b>587.82</b>
资本支出	81.14	82.76	302.62	341.51	369.86
长期投资	2,117.50	2,661.58	0.00	0.00	0.00
其他	<b>1,605.71</b>	<b>2,948.59</b>	<b>6.95</b>	<b>1.00</b>	<b>0.00</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-592.93</b>	<b>204.25</b>	<b>-295.67</b>	<b>-340.51</b>	<b>-369.86</b>
债权融资	202.91	-2.93	257.23	76.71	-25.52
股权融资	457.84	20.28	0.00	0.00	0.00
其他	-37.09	-73.17	-75.45	-97.46	-119.69
<b>筹资活动现金流</b>	<b>623.65</b>	<b>-55.82</b>	<b>181.77</b>	<b>-20.75</b>	<b>-145.21</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-203.81</b>	<b>214.92</b>	<b>-146.51</b>	<b>70.61</b>	<b>72.76</b>

<b>主要财务比率</b>					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	91.22%	52.81%	34.98%	30.77%	24.24%
EBIT	30.93%	30.69%	11.37%	36.00%	29.16%
EBITDA	28.41%	27.29%	34.98%	35.57%	28.81%
归属于母公司净利润	22.15%	35.11%	31.69%	35.43%	29.97%
<b>获利能力</b>					
毛利率	46.38%	49.47%	50.17%	50.88%	51.98%
净利率	28.24%	24.98%	24.36%	25.23%	26.39%
ROE	15.31%	17.54%	19.12%	21.00%	21.91%
ROIC	24.83%	17.68%	22.53%	22.18%	23.55%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	21.98%	27.45%	28.18%	26.91%	24.09%
流动比率	3.73	3.05	2.85	2.91	3.20
速动比率	0.48	0.75	0.51	0.54	0.60
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.80	8.94	10.06	10.96	11.54
存货周转率	0.46	0.44	0.45	0.48	0.49
总资产周转率	0.42	0.51	0.56	0.61	0.63
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.74	0.77	1.01	1.37	1.78
每股经营现金流	-0.44	0.11	-0.06	0.78	1.06
每股净资产	3.72	4.38	5.29	6.53	8.13
<b>估值比率</b>					
市盈率	45.12	43.40	32.99	24.36	18.74
市净率	8.99	7.62	6.31	5.12	4.11
EV/EBITDA	36.06	36.35	27.60	20.44	15.85
EV/EBIT	40.18	39.46	29.98	22.13	17.11

数据来源:公司公告,国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810