

# 健友股份 (603707) \

## ——毛利率提高明显 销售费用大幅增长

投资建议：**谨慎推荐**  
 上次建议：**谨慎推荐**  
 当前价格：28.22元  
 目标价格：元

### 事件：

公司发布2019年半年报：2019年上半年实现收入11.77亿元，同比增长38.44%；归母净利润为2.89亿元，同比增长27.34%；每股EPS为0.52元。另外公司公告发行可转债预案（修订稿），发行总额不超过人民币50,319万元，用于投资高端制剂预灌封生产线项目和抗肿瘤产品技改扩能项目以及补充流动资金。

### 投资要点：

#### ➤ 2019年H1收入持续快速增长，低分子肝素制剂增长59.17%。

2019年Q2实现收入5.67亿元，同比增长36.78%，相较Q1增速（40.02%）略有下滑，不过仍然保持了较快增长。分类别来看，2019年H1肝素原料药收入同比增长31.12%，预计规模8亿左右，主要受益于肝素原料药量价齐升的高景气度。根据海关总署的数据，2019年6月份我国肝素出口均价为6,156美元/千克，同比增长20.34%，2019年上半年累计出口额达617.38百万美元，同比增长8%。2019年上半年存货为24.40亿元，原材料17.92亿元，可以看出公司备货充足，有望充分受益肝素原料药高景气度。2019年上半年低分子肝素制剂收入增长59.17%，预计收入规模在3亿左右，我们认为这与公司低分子肝素制剂品种齐全和经销商模式市场覆盖面广泛有关。

#### ➤ 毛利率进一步提高，销售费用大幅增长影响业绩表现。

2019年H1公司综合毛利率为50.08%，同比和环比分别提高2.21和2.58个百分点，一方面受益于高毛利的制剂业务占比提升，另一方面也与肝素钠原料药毛利率随着价格持续上涨，毛利率进一步提高有关。2019年H1归母净利润同比增长27.34%，扣非后同比增长30.13%，低于收入增速，主要是期间费用大幅增长所致，另外2019年H1增加的939万元的信用损失和投资净收益减少也拉低了一部分业绩表现。2019年H1期间费用率为22.22%，同比提高3.29个百分点，主要与销售费用率提高有关，而管理费用率和财务费用率均有所下降。2019年H1销售费用为1.68亿元，同比增长102.40%，主要与制剂收入增长相应市场推广费大幅增长有关。

#### ➤ 注射剂出口有望进入收获期，募集资金夯实基础。

2019年3月公司的依诺肝素钠注射液获得英国上市许可，4月苯磺顺阿曲库铵注射液USP获得美国FDA批准，5月肝素钠注射液USP的7个规格的ANDA申请获得美国FDA批准。截止到2019年上半年，公司已经有11个注射剂ANDA产品获批，近期还有望拿到依诺肝素的德国、西班牙和瑞典市场批文，另外健进制药计划每年在美国地区申报12个品种，获批10个品种。因此我们认为经过多年布局，公司注射剂出口业务有望进入收获期。而公

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	718/371
流通A股市值（百万元）	10,383
每股净资产（元）	4.77
资产负债率（%）	39.03
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）年报点评》  
《业绩符合预期 原料药+制剂双轮驱动》
- 2、《健友股份（603707）三季报点评》  
《收入快速增长 业绩符合预期》

司公布的发行可转债预案中的募集资金则正是用于这些制剂出口项目，有利于推进研发产品产业化生产和上市销售的进程，顺利推进海外制剂产品的经营发展战略。

➤ **维持“谨慎推荐”评级。**

按转增后股本计算，我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.78 元、1.05 元和 1.34 元，考虑到公司在肝素钠原料药的竞争力和制剂业务的发展空间，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	704.53	967.97	1241.32
净利润(百万元)	314.22	424.55	561.67	752.25	963.67
增长率(%)	22.15%	35.11%	32.30%	33.93%	28.10%
EPS(元/股)	0.74	0.77	0.78	1.05	1.34
市盈率(P/E)	38.14	36.68	36.10	26.95	21.04
市净率(P/B)	9.88	8.37	6.93	5.63	4.53
EV/EBITDA	30.60	30.76	30.39	22.85	18.06

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>1,112.7</b>	<b>1,700.3</b>	<b>2,295.1</b>	<b>3,001.2</b>	<b>3,728.7</b>
应收账款+票据	246.46	254.85	307.26	362.71	422.72	营业成本	596.68	859.24	1,128.2	1,437.5	1,745.0
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	1,293.9	1,951.5	2,927.2	3,805.4	4,566.5	营业费用	46.97	247.68	339.68	438.18	540.68
其他	564.96	144.33	300.00	500.00	600.00	管理费用	122.97	37.42	172.13	222.09	272.20
<b>流动资产合计</b>	<b>2,132.1</b>	<b>2,777.4</b>	<b>3,829.9</b>	<b>5,047.4</b>	<b>6,055.5</b>	财务费用	-4.34	-0.31	25.91	60.96	91.96
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	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>624.08</b>	<b>835.84</b>	<b>1,070.7</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>498.41</b>	<b>559.70</b>	<b>800.83</b>	<b>1,070.1</b>	<b>1,351.4</b>	营业外净收益	10.01	7.29	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>2,630.5</b>	<b>3,337.1</b>	<b>4,630.8</b>	<b>6,117.5</b>	<b>7,406.8</b>	<b>利润总额</b>	<b>356.20</b>	<b>467.72</b>	<b>624.08</b>	<b>835.84</b>	<b>1,070.7</b>
短期借款	322.88	319.95	1,134.1	1,839.9	2,139.1	所得税	41.98	43.21	62.41	83.58	107.07
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>561.67</b>	<b>752.25</b>	<b>963.67</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>1,704.1</b>	<b>2,513.9</b>	<b>2,935.9</b>	<b>归属于母公司净</b>	<b>314.22</b>	<b>424.55</b>	<b>561.67</b>	<b>752.25</b>	<b>963.67</b>
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	6.17	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
其他	0.00	6.17	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</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>	营业收入	91.22%	52.81%	34.98%	30.77%	24.24%
<b>负债合计</b>	<b>578.26</b>	<b>916.01</b>	<b>1,704.1</b>	<b>2,513.9</b>	<b>2,935.9</b>	EBIT	30.93%	30.69%	11.37%	37.97%	28.54%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	28.41%	27.29%	37.99%	37.39%	28.24%
股本	423.50	552.43	718.47	718.47	718.47	归属于母公司净	22.15%	35.11%	32.30%	33.93%	28.10%
资本公积	616.76	492.45	326.41	326.41	326.41	<b>获利能力</b>					
留存收益	1,012.0	1,376.2	1,881.7	2,558.7	3,426.0	毛利率	46.38%	49.47%	50.84%	52.10%	53.20%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,052.2</b>	<b>2,421.1</b>	<b>2,926.6</b>	<b>3,603.6</b>	<b>4,470.9</b>	净利率	28.24%	24.98%	24.47%	25.06%	25.84%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,630.5</b>	<b>3,337.1</b>	<b>4,630.8</b>	<b>6,117.5</b>	<b>7,406.8</b>	ROE	15.31%	17.54%	19.19%	20.87%	21.55%
<b>现金流量表</b>						ROIC	24.83%	17.71%	23.08%	19.88%	19.06%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>偿债能力</b>					
净利润	307.74	415.80	561.67	752.25	963.67	资产负债	21.98%	27.45%	36.80%	41.09%	39.64%
折旧摊销	41.17	40.18	54.54	71.17	88.62	流动比率	3.73	3.05	2.25	2.01	2.06
财务费用	-3.99	5.64	25.91	60.96	81.96	速动比率	0.48	0.75	0.35	0.30	0.30
存货减少	-618.77	-655.31	-975.75	-878.18	-761.09	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	41.64	254.92	-243.20	-164.64	-51.45	应收账款周转率	4.80	8.94	9.28	10.12	10.65
其它	-10.46	-1.64	0.00	0.00	0.00	存货周转率	0.46	0.44	0.39	0.38	0.38
<b>经营活动现金流</b>	<b>-242.66</b>	<b>59.59</b>	<b>-576.83</b>	<b>-158.43</b>	<b>321.71</b>	总资产周转率	0.42	0.51	0.50	0.49	0.50
资本支出	81.14	82.76	302.62	341.51	369.86	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	2,117.5	2,661.5	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.74	0.77	0.78	1.05	1.34
其他	1,605.7	2,948.5	6.95	1.00	0.00	每股经营现金流	-0.34	0.08	-0.80	-0.22	0.45
<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>	每股净资产	2.86	3.37	4.07	5.02	6.22
债权融资	202.91	-2.93	814.23	705.74	299.23	<b>估值比率</b>					
股权融资	457.84	20.28	0.00	0.00	0.00	市盈率	38.14	36.68	36.10	26.95	21.04
其他	-37.09	-73.17	-88.24	-136.18	-178.32	市净率	9.88	8.37	6.93	5.63	4.53
<b>筹资活动现金流</b>	<b>623.65</b>	<b>-55.82</b>	<b>725.99</b>	<b>569.55</b>	<b>120.90</b>	EV/EBITDA	30.60	30.76	30.39	22.85	18.06
<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>	EV/EBIT	34.10	33.38	32.94	24.66	19.45

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门、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：0510-85603281

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元  
 电话：021-61649996

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210