原料药提价势头初起，制剂有望受益一致性评价

——健友股份（603707）三季报点评

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2019 年三季报。前三季度公司共实现营业收入 18.28 亿元，同比上升 40.14%，实现归属净利润 4.49 亿元，同比上升 34.11%（其中非经常损益 0.12 亿元，主要为政府补助）；实现扣非归属净利润 4.37 亿元，同比增长 37.85%（还原研发费用后的增速为 39%）。EPS 为 0.62 元。

其中，2019Q3 单季度公司实现营业收入 6.51 亿元，同比上升 43.31%，实现归属净利润 1.59 亿元，同比上升 48.43%；实现扣非归属净利润 1.57 亿元，同比增长 54.15%。EPS 为 0.22 元。

2. 我们的分析与判断

（一）主要业务收入快速增长，毛利率同比提升

公司主要业务仍保持高速增长。分业务看：

- **标准肝素原料药**报告期内收入增长约 30%，估测收入在 12 亿元左右，我们判断其中价格上涨贡献近 20%以上增速，量的增长贡献 10%左右。
- **国内低分子肝素制剂**报告期内收入增长 55%，估计销量约在 1300w 支（去年同期 900w 余支）。我们估计全年销量在 1800w 支以上。

公司前三季度**毛利率**为 50.82%，较去年同期增加 2.24 个百分点，估计是同时受益于制剂业务快速扩张和原料药业务提价所致。其中 Q3 单季度毛利率为 52.15%，较去年同期增加 2.26 个百分点，体现盈利能力持续提升。

前三季度**销售费用率、管理费用率及财务费用率**分别为 14.66%（同比+3.61pp）、1.42%（同比-0.75pp）和 0.32%（同比-0.68pp），其中销售费用率上升主要是由于主要系报告期内内销市场成倍数增长，同时为布局销售市场，迅速扩大销售团队，增加市场所致。

报告期内公司**经营活动现金流量净额**为-6.42 亿元，主要由于公司报告期内主要系报告期内原料采购数量增加、采购价格上涨所致。粗略比较公司自 18 年末至今经营活动现金流量净额变化，与公司同期

健友股份(603707.SH)

推荐维持评级

分析师

余宇

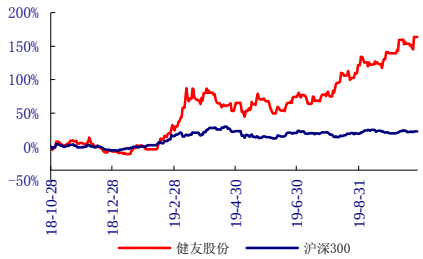
☎：010-83571335

✉：sheyu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519010003

市场数据	2019-10-28
A 股收盘价(元)	40.87
A 股一年内最高价(元)	41.70
A 股一年内最低价(元)	17.77
沪深 300 指数	3896.79
市盈率（TTM）	60.0
总股本（万股）	71847.43
实际流通 A 股(万股)	37083.25
限售的流通 A 股(万股)	34764.18
流通 A 股市值(亿元)	151.56

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

健友股份（603707）半年报点评：原料药提价端倪已现，注射剂出口锋芒初露

健友股份（603707）年报及一季报跟踪：业绩略低于预期，持续看好长期高成长性

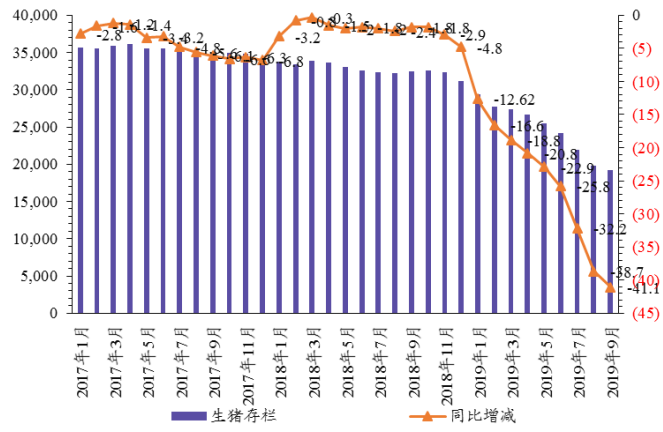
健友股份（603707）事件跟踪：重磅品种依诺肝素英国获批，注射剂出口龙头锋芒初露

存货额度变化基本相匹配。

（二）猪瘟影响持续，原料药提价势头初起，景气料将持续

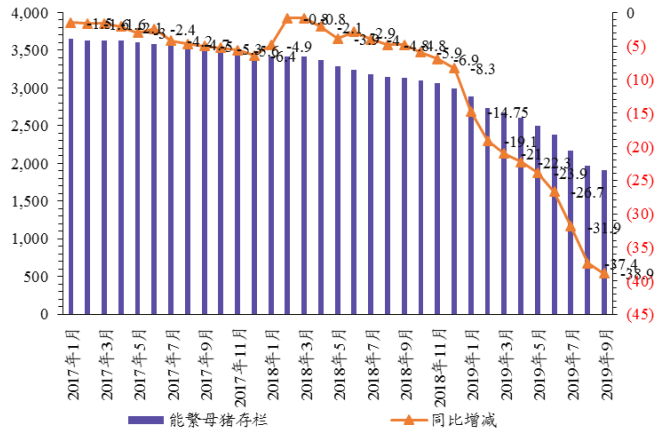
非洲猪瘟所致的生猪存栏、能繁母猪存栏量下降趋势仍未见底，肝素粗品价格已见抬升。自去年 8 月起我国发生非洲猪瘟疫情并自北向南传播，导致生猪出栏数大幅减少，粗品供应趋紧。根据农业部数据，19 年 9 月全国生猪存栏数 1.92 亿头，同比下降 41%；能繁母猪 1913 万头，同比减少 39%；且二者的下降幅度仍在不断加深过程中。当前 22 省市平均生猪价格已达到十年以来的绝对高点，且向上趋势陡峭，进入 9 月以来向上趋势加速。肝素粗品采购单价也在不断上升，当前价格已经超过 3.5 万元/亿单位。我们认为猪价上涨传导到肝素粗品价格上涨需要 6-8 个月，而猪价上涨势头自 9 月以来真正加速，说明粗品价格抬升未来可能还有很长的过程。

图 1：生猪存栏量（万头）及同比增减（%）



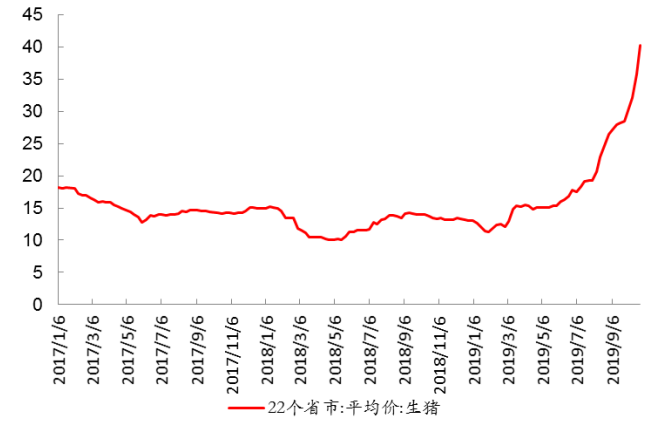
资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

图 2：能繁母猪量（万头）及同比增减（%）



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

图 3：22 省市平均生猪价（元/kg）



资料来源：中国畜牧业信息网，中国银河证券研究院

图 4：近年来肝素粗品采购单价（元/亿单位）

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司掌握大量肝素粗品库存，有望显著受益于未来肝素原料药提价。截至 19H1，公司账面有存货原材料余额 17.9 亿元，较期初的 12.4 亿元上升 40%以上，公司存货按照成本与可变

现净值孰低计量，发出时以加权平均法核算，因此我们分析这一涨幅既包含量的增长也包含新购入存货成本的上升。我们认为，公司对下游议价能力显著高于公司上游粗品厂对公司议价能力，这可以从公司应收账款周转天数远低于应付账款周转天数，且二者差距还在逐步拉大看出来，**因此，一旦未来肝素粗品持续大幅涨价，公司有能力将提价转嫁给下游，再加上公司所具备大量粗品库存，未来将显著受益于涨价。**

（三）注射剂出口持续开疆拓土，未来有望受益于一致性评价

注射剂持续获批 ANDA，，制剂出口业务布局进一步扩张。公司于 19 年 4 月、5 月分别获 FDA 批准苯磺顺阿曲库铵注射液 USP 和肝素钠注射液 USP 的两个 ANDA；于 19 年 8 月又陆续获得左亚叶酸钙注射液的两个 ANDA。左亚叶酸钙主要用于大剂量甲氨蝶呤治疗骨肉瘤后的抢救，减少或抵消无意中因过量服用叶酸拮抗剂而带来的毒性或受损，与氟尿嘧啶联合化疗，用于晚期转移性结直肠癌的姑息性治疗。此外，8 月份公司收到巴西卫生监督局签发的巴西依诺肝素钠注射液 USP 批准通知，获批 8 个规格，预计 11 月左右启动销售。

美国规范市场的注射剂行业壁垒极高，获批既有利于增厚公司收入及利润，在注射剂一致性评价正式重启的背景下也有利于反哺国内，在美上市品种转报回国可缩短上市所需时间、降低研发成本。公司在研注射剂项目在美陆续获批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，同时未来也将有效增厚公司利润。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。

表 1：公司目前持有的 ANDA 文号（以公司名称检索）

品种名	ANDA 文号	剂型	规格	获批时间
苯磺顺阿曲库铵	A211669	注射剂	EQ 2MG BASE/ML	25-Apr-19
苯磺顺阿曲库铵	A211668	注射剂	EQ 10MG、2MG BASE/ML	25-Apr-19
肝素钠注射液	A211007	注射剂	1000、5000、10,000 UNITS/ML	28-May-19
肝素钠注射液	A211005	注射剂	1,000 UNITS/ML	14-Dec-18
阿糖胞苷	A206190	注射剂	20MG/ML	9-Nov-17
阿糖胞苷	A205696	注射剂	100MG/ML	17-Jul-18
硫酸博来霉素	A205030	注射剂	EQ 30 UNITS BASE/VIAL、EQ 15 UNITS BASE/VIAL	20-Apr-18
盐酸托泊替康	A201166	注射剂	EQ 4MG BASE/VIAL	8-Aug-12
苯磺酸阿曲库铵	A091489	注射剂	10MG/ML	17-Feb-12
苯磺酸阿曲库铵	A091488	注射剂	10MG/ML	17-Feb-12
卡铂	A077096	注射剂	50MG/5ML、150MG/15ML、450MG/45ML	14-Jun-05
卡铂	A077096	注射剂	600MG/60ML (10MG/ML)	3-Jun-13
左亚叶酸钙	A211002	注射剂	175mg/17.5mL(10mg/ml)、250mg/25ml(10mg/ml)	16-Aug-19
注射用左亚叶酸钙	A211003	冻干粉针	50 mg	29-Aug-19

资料来源：FDA，中国银河证券研究院

3. 投资建议：

我们看好公司未来发展前景。公司前瞻性大规模储备肝素粗品价值凸显，话语权将明显增强，肝素原料药业务的景气度有望持续提升。同时，公司注射剂出口业务逻辑不断兑现，业绩

爆发在即。18 年获批 4 个 ANDA，后续有望每年获批 10 个 ANDA，特色大品种有望于 2020 年开始获批。并且重磅品种依诺肝素已于欧洲国家获批并将在 19 年下半年启动销售，后续亦有望明年在美获批。此外，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 2019-2021 年归母净利润为 6.04/8.55/11.16 亿元，对应 EPS 为 0.84/1.19/1.55 元，对应 PE48/34/26 为倍。维持“推荐”评级。

4. 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，注射剂出口业务发展不及预期，研发不及预期的风险。

报表预测（百万元）

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	581.91	1112.73	1700.33	2397.03	3351.50	4358.55
减：营业成本	337.01	596.68	859.24	1198.52	1675.75	2179.28
营业税金及附加	5.42	3.82	4.01	12.07	16.87	21.94
营业费用	9.96	46.97	247.68	333.99	425.00	560.87
管理费用	84.83	122.97	138.60	186.15	268.69	338.88
财务费用	0.41	-4.34	-0.31	-3.40	0.68	-14.17
资产减值损失	0.53	0.96	-0.57	0.31	0.31	0.31
加：投资收益	15.30	6.77	8.95	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-101.18	0.00	0.00	0.00
营业利润	161.08	352.44	359.45	669.40	964.20	1271.45
加：其他非经营损益	112.53	3.76	7.29	41.25	41.25	41.25
利润总额	273.61	356.20	366.74	710.65	1005.45	1312.70
减：所得税	16.37	41.98	43.21	106.60	150.82	196.90
净利润	257.24	314.22	323.53	604.05	854.63	1115.79
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	257.24	314.22	424.55	604.05	854.63	1115.79
资产负债表	**2016A**	**2017A**	**2018A**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
货币资金	227.48	13.84	376.02	593.10	685.12	1156.55
应收和预付款项	93.90	259.39	305.58	394.81	584.46	689.06
存货	672.13	1293.92	1951.51	2310.00	2910.00	3500.00
其他流动资产	21.67	564.96	144.33	144.33	144.33	144.33
长期股权投资	2.58	2.94	3.83	3.83	3.83	3.83
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	398.85	402.66	471.23	448.20	425.17	402.15
无形资产和开发支出	45.46	44.67	73.64	71.08	68.52	65.96
其他非流动资产	18.06	48.14	10.99	9.97	8.95	8.95
资产总计	1480.12	2630.52	3337.13	3975.32	4830.38	5970.81
短期借款	119.96	322.88	319.95	259.95	199.95	139.95
应付和预收款项	37.67	247.99	587.78	710.10	810.40	947.09
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	7.88	7.38	8.29	8.29	8.29	8.29
负债合计	165.51	578.26	916.01	978.33	1018.63	1095.32
股本	360.00	423.50	552.43	552.43	552.43	552.43
资本公积	256.51	616.76	492.45	492.45	492.45	492.45
留存收益	698.10	1012.00	1376.23	1952.11	2766.87	3830.61
归属母公司股东权益	1314.61	2052.26	2421.11	2996.99	3811.75	4875.49
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1314.61	2052.26	2421.11	2996.99	3811.75	4875.49

负债和股东权益合计	1480.12	2630.52	3337.13	3975.32	4830.38	5970.81
现金流量表	**2016A**	**2017A**	**2018A**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
经营性现金净流量	-287.68	-242.66	59.59	270.71	161.42	538.16
投资性现金净流量	139.54	-592.93	204.25	35.06	35.06	35.06
筹资性现金净流量	-19.04	623.65	-55.82	-88.69	-104.46	-101.80
现金流量净额	-166.01	-203.81	214.92	217.08	92.02	471.43

资料来源：公司公告，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。

余宇，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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 wangting@chinastock.com.cn