

## 健友股份(603707)/化学制药

## 重磅品种依诺肝素注射液美国获批, 增量可期

**评级: 买入(维持)**

市场价格:

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

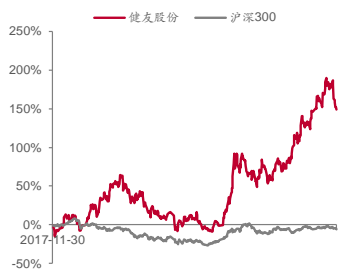
分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

Email: zhujq@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	718.47
流通股本(百万股)	173.02
市价(元)	37.65
市值(百万元)	27050.56
流通市值(百万元)	6514.38

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 健友股份(603707.SH)-2019年三季报点评: 业绩符合预期, 肝素全产业链价格上涨, 制剂放量在即-买入-(中泰证券\_江琦\_祝嘉琦)-20191029

2 健友股份(603707.SH)-公司点评: 左亚叶酸钙 ANDA 获批, 注射剂出口加速推进-买入-(中泰证券\_江琦\_祝嘉琦)-20190820

3 健友股份(603707.SH)-2019年中报点评: 业绩符合预期, 注射国际化加速布局-买入-(中泰证券\_江琦\_祝嘉琦)-20190731

**公司盈利预测及估值**

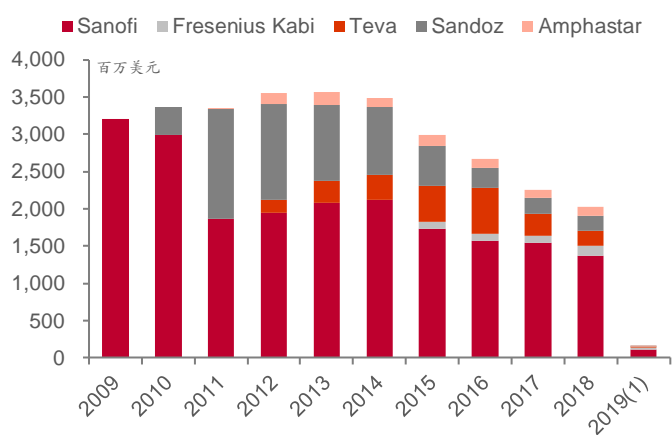
指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1112.73	1700.33	2402.93	3379.48	4106.45
增长率 yoy%	91.22%	52.81%	41.32%	40.64%	21.51%
净利润	314.22	424.55	602.42	822.69	1077.68
增长率 yoy%	22.15%	35.11%	41.90%	36.56%	30.99%
每股收益(元)	0.44	0.59	0.84	1.15	1.50
每股现金流量	-0.33	0.31	1.63	1.55	2.18
净资产收益率	15.31%	17.54%	20.36%	22.34%	23.37%
P/E	86.05	63.69	44.88	32.87	25.09
PEG	3.88	1.81	1.07	0.90	0.81
P/B	13.17	11.17	9.14	7.34	5.86

备注: 截至日期 2019.12.01

**投资要点**

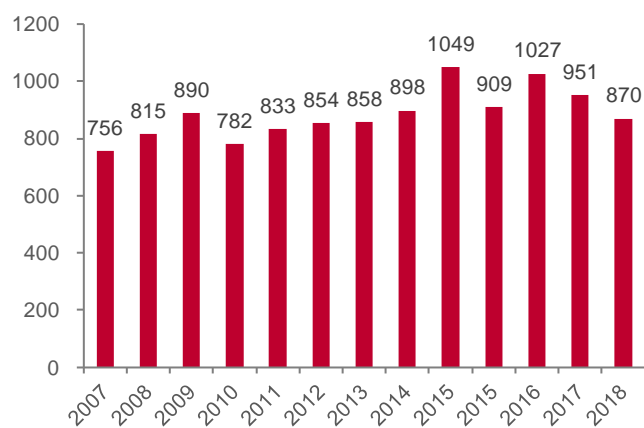
- **事件: 依诺肝素钠注射液 USP ANDA 批美国 FDA 批准。**
- **重磅品种依诺肝素注射液美国获批, 制剂出口发力在即, 增量可期。**公司于 2014 年 5 月 30 日首次向 FDA 提交了依诺肝素注射液 7 个品规的上市申请, 并于 2014 年 12 月获得受理, 2019 年 11 月 29 日获得最终批准, 市场期待的重磅品种终获批准。依诺肝素注射液全球市场规模约 80 亿美元, 其中美国市场规模超过 10 亿美元, 原研 Sanofi 仍占据主要市场份额 (50%+), 其余厂家主要有 Teva、Sandoz、Amphastar、Apotex。考虑美国仿制药市场特点, 公司产品有望在 6-12 月快速放量。此外, 公司依诺肝素注射剂已于年初 3 月份获得欧盟批准; 8 月获得巴西批准。自此, 全球重点市场的批文已囊括公司掌中。不考虑欧美终端制剂涨价的因素, 我们预计初步稳态后, 公司有希望占到 10-20% 的美国市场份额, 增厚 1500-2000 万美元利润。
- **2019 年重磅品种陆续获批, 品种+产能+渠道, 注射剂出口发力在即。**公司已公告收购 Meitheal 的 83.33% 的股权, 布局美国市场销售渠道。同时发行可转债募集 5 亿元, 建设 2 条高端注射剂生产线, 丰富后续产能。公司研发平台已搭建完成, 产品陆续获批。2019 年来, 重磅品种依诺肝素注射液已于美国、欧盟、巴西等全球核心市场获批, 苯磺顺阿曲库铵、左亚叶酸钙获美国 ANDA 获批, 标准肝素全规格在美获批。预计未来 2-3 年每年 5-10 个产品获批, 持续加速。公司研产销布局完备, 注射剂出口发力值得期待。
- **猪瘟带来的供给收缩真正显现, 大量粗品库存显著受益。**随着猪瘟影响的传导, 猪瘟带来的供给收缩正式显现。目前公司与下游主要客户的谈判完成, API 订单价格上涨明显。此外, 由于海外制剂市场化定价, 上游的短缺有望带动终端价格的上涨, 从而完成全产业链的价格传导。公司凭借大量粗品库存, 以及海外制剂全布局, 有望在盈利能力及市场地位提升等方面显著受益。
- **盈利预测与估值讨论:** 我们预计 2019-2021 年营业收入为 24.03、33.79 和 41.06 亿元, 同比增长 41.32%、40.64% 和 21.51%。归母净利润 6.02、8.23 和 10.78 亿元, 同比增长 41.90%、36.56% 和 30.99%。考虑公司作为国内注射剂出口领先企业, 出口逻辑不断强化, 且猪瘟持续强化肝素行业景气周期, 带来盈利快速提升, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件:** 原材料与原料药价格缺口缩小的风险; 销售客户集中的风险; ANDA 获批或销售不达预期的风险; 披露预测方法及结果的局限性。

图表 1: 依诺肝素注射液美国市场规模



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

图表 2: Sanofi 历年销售收入 (百万欧元)



来源: Sanofi 财报, 中泰证券研究所

**图表 3: 财务数据预测**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2,838.01	3,636.38	4,702.17	5,348.39	<b>营业收入</b>	1,700.33	2,402.93	3,379.48	4,106.45
现金	434.80	286.06	300.15	317.90	营业成本	859.24	1,195.74	1,567.96	1,806.00
应收账款	176.05	342.13	473.45	553.35	营业税金及附加	4.01	9.31	11.13	13.68
其他应收款	66.45	58.63	92.13	115.95	营业费用	247.68	341.22	503.54	620.07
预付账款	50.72	50.95	69.93	83.69	管理费用	37.42	48.06	74.35	90.34
存货	1,951.51	2,619.78	3,471.35	4,001.73	财务费用	-0.31	14.41	28.51	20.25
其他流动资产	158.48	278.82	295.17	275.78	资产减值损失	-0.57	0.13	0.04	-0.03
<b>非流动资产</b>	564.31	771.31	762.85	737.53	公允价值变动收益	0.00	0.34	0.17	0.20
长期投资	3.83	3.33	3.43	3.46	投资净收益	8.95	9.29	8.76	8.97
固定资产	244.05	537.09	567.37	562.89	<b>营业利润</b>	460.43	658.59	917.76	1,205.18
无形资产	48.02	54.61	59.26	64.49	营业外收入	7.29	23.78	15.00	16.64
其他非流动资产	268.41	176.28	132.79	106.69	营业外支出	0.00	0.13	0.11	0.10
<b>资产总计</b>	3,402.32	4,407.69	5,465.02	6,085.92	<b>利润总额</b>	467.72	682.24	932.65	1,221.72
<b>流动负债</b>	947.41	1,413.72	1,747.61	1,439.77	所得税	43.17	79.82	109.96	144.04
短期借款	319.95	798.44	882.95	439.00	<b>净利润</b>	424.55	602.42	822.69	1,077.68
应付账款	308.72	283.37	413.00	488.66	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	318.74	331.92	451.67	512.12	<b>归属母公司净利润</b>	424.55	602.42	822.69	1,077.68
<b>非流动负债</b>	33.80	35.06	34.91	34.59	EBITDA	500.30	715.24	996.83	1,281.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.77	0.84	1.15	1.50
其他非流动负债	33.80	35.06	34.91	34.59					
<b>负债合计</b>	981.21	1,448.78	1,782.52	1,474.36					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>				
股本	552.43	718.15	718.15	718.15	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
资本公积	512.73	347.00	347.00	347.00	<b>成长能力</b>				
留存收益	1,372.53	1,892.08	2,615.39	3,543.96	营业收入	52.8%	41.3%	40.6%	21.5%
归属母公司股东权益	2,421.11	2,958.91	3,682.50	4,611.56	营业利润	30.6%	43.0%	39.4%	31.3%
<b>负债和股东权益</b>	3,402.32	4,407.69	5,465.02	6,085.92	归属于母公司净利润	35.1%	41.9%	36.6%	31.0%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	49.5%	50.2%	53.6%	56.0%
					净利率(%)	25.0%	25.1%	24.3%	26.2%
					ROE(%)	17.5%	20.4%	22.3%	23.4%
					ROIC(%)	19.8%	17.1%	19.6%	22.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	28.8%	32.9%	32.6%	24.2%
					净负债比率(%)	32.61%	55.11%	49.53%	29.78%
					流动比率	3.00	2.57	2.69	3.71
					速动比率	0.93	0.71	0.70	0.93
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.56	0.62	0.68	0.71
					应收账款周转率	8	9	8	8
					应付账款周转率	4.31	4.04	4.50	4.01
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.59	0.84	1.15	1.50
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	-0.73	0.13	0.91
					每股净资产(最新摊薄)	3.37	4.12	5.13	6.42
					<b>估值比率</b>				
					P/E	63.69	44.88	32.87	25.09
					P/B	11.17	9.14	7.34	5.86
					EV/EBITDA	54	38	27	21

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。