

健友股份 (603707) \

——依诺肝素 FDA 获批 竞争优势持续巩固

投资建议: **谨慎推荐**
 上次建议: **谨慎推荐**
 当前价格: 37.65 元
 目标价格: 元

事件:

公司发布FDA签发的依诺肝素钠注射液USP ANDA 批准通知 (ANDA号206834), 本次获批的规格一共7个, 投入研发费用1.23亿元, 历时近5年时间该产品获批在美国销售。

投资要点:

➤ 依诺肝素重磅品种获批进一步推进公司注射剂国际化战略。

相比较其他低分子肝素来讲, 依诺肝素采取的是比较先进的苜醇裂解的方式, 通过“β-消除降解法”将普通肝素长链的多糖分子裂解成短链, 再加上同等国际单位剂量注射下, 依诺肝素的抗血栓能力更强, 因此依诺肝素是全球应用最广泛、性价比最高、适应症最全面、循证医学最充分的低分子肝素类抗凝药, 一直占据低分子肝素龙头的优势地位。2018年美国依诺肝素销售额约15.5亿美元, 此次获批体现了公司产品的质量优势, 另外也有望依靠原料药一体化优势进军美国市场, 进一步推进国际化战略。

➤ 公司作为肝素原料+制剂优势龙头企业, 充分受益高景气度。

在非洲猪瘟的影响下, 汇丰银行预计今明两年国内生猪产量持续下降, 价格上涨, 由此带来肝素粗品成品上升, 肝素原料药价格有望维持高景气度。而公司作为龙头企业, 在价格走势方面预判正确, 近年来陆续囤积粗品库存, 有望享受高价带来的业绩弹性。另外低分子肝素制剂受益国内持续稳定需求, 在质量和品牌优势下持续高增长态势, 成为公司又一利润增长点。

➤ 维持“谨慎推荐”评级。

我们预计2019-2021年EPS分别为0.78元、1.05元和1.34元, 考虑到公司肝素龙头优势和注射剂国际化战略, 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。

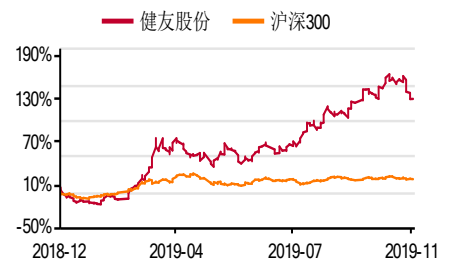
➤ 风险提示:

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

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)	13,962
每股净资产 (元)	3.90
资产负债率 (%)	38.19
一年内最高/最低 (元)	44.38/17.77

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

- 《健友股份 (603707)\医药生物》
《毛利率提高明显 销售费用大幅增长》
- 《健友股份 (603707) 年报点评》
《业绩符合预期 原料药+制剂双轮驱动》
- 《健友股份 (603707) 三季报点评》
《收入快速增长 业绩符合预期》

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,112.73	1,700.33	2,295.11	3,001.24	3,728.79
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	1,241.32
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)	50.88	48.93	48.16	35.96	28.07
市净率 (P/B)	13.18	11.17	9.24	7.51	6.05
EV/EBITDA	40.56	40.96	40.00	29.85	23.51

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
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	营业收入	1,112.73	1,700.33	2,295.11	3,001.24	3,728.79
应收账款+票据	246.46	254.85	307.26	362.71	422.72	营业成本	596.68	859.24	1,128.27	1,437.57	1,745.01
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	2,927.26	3,805.44	4,566.52	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
流动资产合计	2,132.11	2,777.43	3,829.97	5,047.40	6,055.50	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	营业利润	346.20	460.43	624.08	835.84	1,070.74
非流动资产合计	498.41	559.70	800.83	1,070.16	1,351.40	营业外净收益	10.01	7.29	0.00	0.00	0.00
资产总计	2,630.52	3,337.13	4,630.80	6,117.56	7,406.89	利润总额	356.20	467.72	624.08	835.84	1,070.74
短期借款	322.88	319.95	1,134.18	1,839.92	2,139.15	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	净利润	314.22	424.55	561.67	752.25	963.67
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
流动负债合计	572.09	909.84	1,704.18	2,513.92	2,935.95	归属于母公司净利润	314.22	424.55	561.67	752.25	963.67
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期应付款	6.17	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	6.17	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	6.17	6.17	0.00	0.00	0.00						
负债合计	578.26	916.01	1,704.18	2,513.92	2,935.95						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
股本	423.50	552.43	718.47	718.47	718.47						
资本公积	616.76	492.45	326.41	326.41	326.41						
留存收益	1,012.00	1,376.23	1,881.74	2,558.77	3,426.07						
股东权益合计	2,052.26	2,421.11	2,926.62	3,603.65	4,470.95						
负债和股东权益总计	2,630.52	3,337.13	4,630.80	6,117.56	7,406.89						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	307.74	415.80	561.67	752.25	963.67
折旧摊销	41.17	40.18	54.54	71.17	88.62
财务费用	-3.99	5.64	25.91	60.96	81.96
存货减少	-618.77	-655.31	-975.75	-878.18	-761.09
营运资金变动	41.64	254.92	-243.20	-164.64	-51.45
其它	-10.46	-1.64	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	-242.66	59.59	-576.83	-158.43	321.71
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	1,605.71	2,948.59	6.95	1.00	0.00
投资活动现金流	-592.93	204.25	-295.67	-340.51	-369.86
债权融资	202.91	-2.93	814.23	705.74	299.23
股权融资	457.84	20.28	0.00	0.00	0.00
其他	-37.09	-73.17	-88.24	-136.18	-178.32
筹资活动现金流	623.65	-55.82	725.99	569.55	120.90
现金净增加额	-203.81	214.92	-146.51	70.61	72.76

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	91.22%	52.81%	34.98%	30.77%	24.24%
EBIT	30.93%	30.69%	11.37%	37.97%	28.54%
EBITDA	28.41%	27.29%	37.99%	37.39%	28.24%
归属于母公司净利润	22.15%	35.11%	32.30%	33.93%	28.10%
获利能力					
毛利率	46.38%	49.47%	50.84%	52.10%	53.20%
净利率	28.24%	24.98%	24.47%	25.06%	25.84%
ROE	15.31%	17.54%	19.19%	20.87%	21.55%
ROIC	24.83%	17.71%	23.08%	19.88%	19.06%
偿债能力					
资产负债	21.98%	27.45%	36.80%	41.09%	39.64%
流动比率	3.73	3.05	2.25	2.01	2.06
速动比率	0.48	0.75	0.35	0.30	0.30
营运能力					
应收账款周转率	4.80	8.94	9.28	10.12	10.65
存货周转率	0.46	0.44	0.39	0.38	0.38
总资产周转率	0.42	0.51	0.50	0.49	0.50
每股指标(元)					
每股收益	0.74	0.77	0.78	1.05	1.34
每股经营现金流	-0.34	0.08	-0.80	-0.22	0.45
每股净资产	2.86	3.37	4.07	5.02	6.22
估值比率					
市盈率	50.88	48.93	48.16	35.96	28.07
市净率	13.18	11.17	9.24	7.51	6.05
EV/EBITDA	40.56	40.96	40.00	29.85	23.51
EV/EBIT	45.20	44.46	43.36	32.21	25.32

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
 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	张媛	15810039831
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856