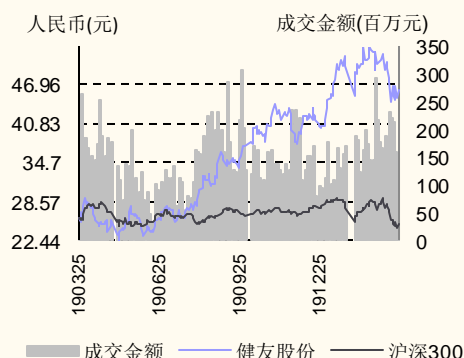


市场价格 (人民币): 46.07 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.18
已上市流通 A 股(亿股)	3.71
总市值(亿元)	331.00
年内股价最高最低(元)	51.89/44.22
沪深 300 指数	3625
上证指数	2722



硼替佐米获暂批，抗肿瘤重磅领域突破新起点

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.742	0.769	0.832	1.103	1.419
每股净资产(元)	4.85	4.38	3.90	4.56	5.41
每股经营性现金流(元)	-0.55	0.12	-0.18	0.16	0.61
市盈率(倍)	22.32	18.71	45.25	34.14	26.53
净利润增长率(%)	22.15%	35.11%	40.81%	32.56%	28.66%
净资产收益率(%)	15.31%	17.54%	21.33%	24.17%	26.21%
总股本(百万股)	423.50	552.43	718.47	718.47	718.47

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 健友股份于 2020 年 3 月 24 日发布公告, 公司子公司香港健友实业有限公司近日收到美国食品药品监督管理局 FDA 通知, 香港健友向美国 FDA 申报的注射用硼替佐米 ANDA 申请已获得暂时批准 (暂时批准的原因为美国 FDA 已经完成该药品的所有审评流程, 但存在相关专利未到期的情形, 相关专利将于 2022 年 7 月 25 日到期)。

点评

- **非肝素制剂重磅药领域突破兑现: 硼替佐米获 FDA 暂批, 标志公司主业再上新台阶, 进入肿瘤重磅领域。**
 - 硼替佐米是双肽基硼酸盐类似物, 是全球第一种人工合成的用于临床的新型蛋白酶体竞争性抑制剂, 用于多发性骨髓瘤和套细胞淋巴瘤的治疗。注射用硼替佐米由仟禧制药开发, 2003、2004、2005 年分别于美国、欧盟和中国上市。目前, 强生与武田的共同销售额依然过 20 亿美元; 并且硼替佐米在多药联用领域亦持续有进展。
 - 本品包括原研在内的同规格国内获批企业有六家, 包括: 齐鲁制药、江苏豪森、正大天晴、南京正大天晴、南京先声 (见下图)。经查 IMS 数据库, 2019 年注射用硼替佐米美国销售额约为 6.35 亿美元。
- **2020 年 3 大看点: 依诺肝素开启美国市场, 硼替佐米等非肝素类制剂的突破, 肝素原料药涨价将推动营收。** 考虑到目前全球肝素依然短缺, 而公司依诺肝素又是由美国肝素制剂销售龙头之一的 Sagent 代理销售, 6 个月后, 还将由 Sagent 与公司新并购的子公司 Meitheal 共同销售。因此, 公司将确定受益于依诺肝素市场的快速打开与后来收益。而硼替佐米因已过 FDA 审评, 大概率将快速登录中国市场 (该药 2019 年销售额 5.8 亿元, 竞争格局见下图)。

盈利预测

- 我们维持公司盈利预测: 2020/2021 的制剂出口营收 7.50/12.83 亿元, 公司 2020/2021 的净利润 7.92/10.2 亿元。

投资建议

- 我们认为, 公司在肝素原料药到制剂出口突破的基础上, 更上一层楼, 非肝素类、肿瘤领域重磅注射剂的突破, 成长性更强。维持“买入”评级。

风险

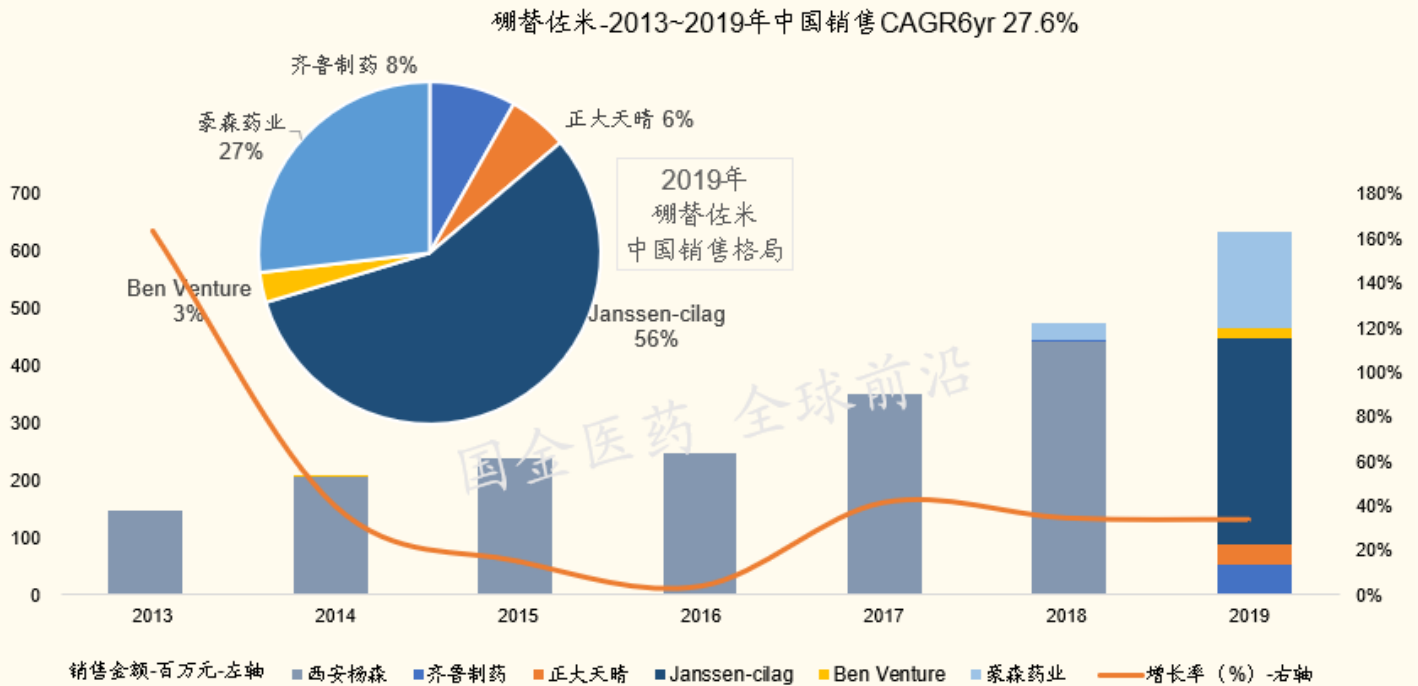
- 高货值库存与较长的库存周转时间的风险。
- 海外并购整合不达预期或制剂出口拓展不达预期的风险。

相关报告

1. 《依诺肝素在美上市近 30 年, 健友股份首次实现中国药企获批零突破...》, 2019.12.2
2. 《肝素制剂出口美国兑现, 多管线产能构建中-健友股份 3 季报点评》, 2019.10.29
3. 《落子美国, 健友欧美无菌注射剂之路再添看点-健友股份深度报告》, 2019.9.22

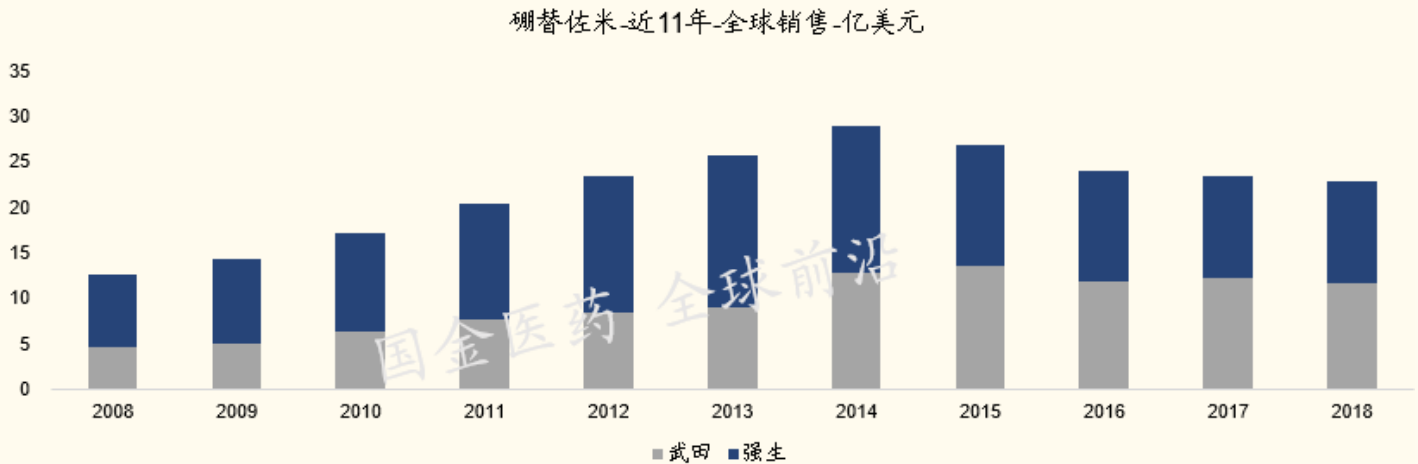
赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001
(8621)61038261
zhaohc@gjzq.com.cn

图表 1: 硼替佐米中国市场格局



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2: 硼替佐米近 11 年全球销售



来源: 强生与武田年报, Wind, 国金证券研究所

图表 3: 硼替佐米美国注射剂批件

Mkt.Status	Active Ingredient	Proprietary Name	Appl. No.	Product Number	Dosage Form	Route	Strength	Applicant/Approval Date
RX	BORTEZOMIB	VELCADE	N021602	001	INJECTABLE	INTRAVENOUS, SUBCUTANEOUS	3.5MG/VIAL	MILLENNIUM/May 13, 2003
DISCN	BORTEZOMIB	BORTEZOMIB	N209191	002	POWDER	INTRAVENOUS, SUBCUTANEOUS	1MG/VIAL	HOSPIR/Dec 28, 2018
DISCN	BORTEZOMIB	BORTEZOMIB	N209191	001	POWDER	INTRAVENOUS, SUBCUTANEOUS	2.5MG/VIAL	HOSPIR/Jul 12, 2018

来源: FDA, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	582	1,113	1,700	2,384	3,315	4,209	货币资金	266	73	435	440	605	763
增长率		91.2%	52.8%	40.2%	39.1%	27.0%	应收账款	82	247	257	406	565	717
主营业务成本	-337	-597	-859	-1,189	-1,621	-2,031	存货	672	1,294	1,952	2,639	3,464	4,230
%销售收入	57.9%	53.6%	50.5%	49.9%	48.9%	48.3%	其他流动资产	34	578	195	141	175	208
毛利	245	516	841	1,195	1,694	2,177	流动资产	1,053	2,192	2,838	3,626	4,810	5,919
%销售收入	42.1%	46.4%	49.5%	50.1%	51.1%	51.7%	%总资产	69.2%	81.3%	83.4%	85.3%	87.5%	88.9%
营业税金及附加	-5	-4	-4	-6	-8	-10	长期投资	3	3	4	4	5	5
%销售收入	0.9%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	399	403	471	539	599	650
销售费用	-10	-47	-248	-347	-483	-613	%总资产	26.2%	14.9%	13.9%	12.7%	10.9%	9.8%
%销售收入	1.7%	4.2%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	无形资产	48	47	76	83	84	85
管理费用	-85	-123	-37	-52	-73	-93	非流动资产	469	503	564	626	687	740
%销售收入	14.6%	11.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	%总资产	30.8%	18.7%	16.6%	14.7%	12.5%	11.1%
研发费用	0	0	-101	-152	-211	-268	资产总计	1,523	2,695	3,402	4,252	5,497	6,659
%销售收入	0.0%	0.0%	6.0%	6.4%	6.4%	6.4%	短期借款	120	323	320	763	1,294	1,615
息税前利润 (EBIT)	145	342	451	638	919	1,194	应付款项	38	250	589	603	825	1,035
%销售收入	24.9%	30.8%	26.5%	26.7%	27.7%	28.4%	其他流动负债	15	34	39	50	67	85
财务费用	0	4	0	-27	-57	-82	流动负债	173	607	947	1,416	2,185	2,735
%销售收入	0.1%	-0.4%	0.0%	1.1%	1.7%	1.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	-1	1	0	0	0	其他长期负债	36	36	34	34	34	34
公允价值变动收益	2	0	0	37	0	0	负债	208	642	981	1,450	2,219	2,769
投资收益	15	7	9	4	4	4	普通股股东权益	1,315	2,052	2,421	2,803	3,278	3,890
%税前利润	5.6%	1.9%	1.9%	0.6%	0.5%	0.4%	其中：股本	360	424	552	718	718	718
营业利润	161	352	460	652	866	1,116	未分配利润	619	906	1,241	1,600	2,075	2,687
营业利润率	27.7%	31.7%	27.1%	27.3%	26.1%	26.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	113	4	7	7	7	7	负债股东权益合计	1,523	2,695	3,402	4,252	5,497	6,659
税前利润	274	356	468	659	873	1,123	比率分析						
利润率	47.0%	32.0%	27.5%	27.6%	26.3%	26.7%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-16	-42	-43	-61	-81	-104	每股指标						
所得税率	6.0%	11.8%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	每股收益	0.715	0.742	0.769	0.832	1.103	1.419
净利润	257	314	425	598	792	1,020	每股净资产	3.652	4.846	4.383	3.901	4.562	5.414
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.797	-0.546	0.116	-0.176	0.163	0.611
归属于母公司的净利润	257	314	425	598	792	1,020	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.333	0.441	0.568
净利率	44.2%	28.2%	25.0%	25.1%	23.9%	24.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.57%	15.31%	17.54%	21.33%	24.17%	26.21%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	16.89%	11.66%	12.48%	14.06%	14.42%	15.31%
净利润	257	314	425	598	792	1,020	投入资本收益率	9.48%	12.71%	14.93%	16.23%	18.25%	19.69%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	38	42	40	40	49	57	主营业务收入增长率	24.15%	91.22%	52.81%	40.19%	39.07%	26.97%
非经营收益	-17	-11	-3	-8	57	85	EBIT增长率	106.94%	136.56%	31.70%	41.42%	44.16%	29.90%
营运资金变动	-565	-577	-397	-757	-781	-722	净利润增长率	193.81%	22.15%	35.11%	40.81%	32.56%	28.66%
经营活动现金净流	-287	-231	64	-127	117	439	总资产增长率	17.37%	76.97%	26.26%	24.98%	29.28%	21.13%
资本开支	-72	-81	-83	-99	-103	-103	资产管理能力						
投资	180	-520	278	37	0	0	应收账款周转天数	43.1	50.1	43.5	43.2	43.2	43.2
其他	32	8	9	4	4	4	存货周转天数	516.5	601.3	689.3	810.0	780.0	760.0
投资活动现金净流	140	-593	204	-59	-99	-99	应付账款周转天数	22.4	31.9	84.7	73.6	73.6	73.6
股权募资	0	458	20	23	0	0	固定资产周转天数	190.5	89.9	52.4	40.1	29.9	23.7
债权募资	19	203	-3	443	531	321	偿债能力						
其他	-37	-29	-66	-275	-385	-503	净负债/股东权益	-11.09%	12.17%	-4.74%	11.50%	21.01%	21.90%
筹资活动现金净流	-18	632	-49	191	147	-182	EBIT利息保障倍数	351.7	-78.8	-1,441.4	23.6	16.1	14.6
现金净流量	-165	-193	219	6	165	158	资产负债率	13.67%	23.84%	28.84%	34.09%	40.37%	41.58%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	6	15
增持	0	0	1	2	9
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.25	1.25	1.38

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-09-22	增持	34.60	38.63~38.63
2	2019-10-29	增持	40.50	N/A
3	2019-12-02	买入	37.65	44.12~44.12

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH