



# 注射剂美中双报加速转型，肝素原料+制剂带动业绩快速增长

——健友股份（603707）2017 年年报点评

2018 年 01 月 31 日

强烈推荐/维持

健友股份

财报点评

张金洋

分析师

执业证书编号：S1480516080001

[zhangjy@dxzq.net.cn](mailto:zhangjy@dxzq.net.cn) 010-66554035

事件：

**健友股份披露 2017 年年报：**2017 年公司实现营业收入，归母净利、归母扣非净利分别为 11.13 亿、3.14 亿、3.06 亿，同比增长 91.22%、22.15%、130.07%，实现 EPS 0.81 元；

公司 2017 年 Q4 实现营业收入，归母净利分别为 3.29 亿元、0.91 亿元，同比增长 151.51%、72.99%，实现 EPS 0.21 元。

**2017 年度利润分配方案：**向全体股东每 10 股派发现金股利 1.5 元（含税），共计分配 6,352.50 万元，同时以公积金向全体股东每 10 股转增 3 股。

**限制性股票激励计划：**拟向副总吴桂萍以及中层管理人员、核心技术人员、骨干业务人员及关键岗位人员等共计 113 人授予不超过 203.50 万股，占公司股本总额的 0.4805%，其中首次授予限制性股票 162.80 万股，授予价格 14.20 元/股，限制性股票成本 1,961.60 万元；业绩考核目标为以 2017 年扣非净利润为基数，2018-2020 年扣非净利润增长率不低于 30%、60%、90%。

观点：

## 1. 公司业绩快速增长：肝素原料业务高景气+低分子肝素制剂业务爆发

公司 2017 年实现营业收入、归母净利、归母扣非净利分别为 11.13 亿、3.14 亿、3.06 亿，同比增长 91.22%、22.15%、130.07%，业绩符合预期（2016 年公司合并健进制药形成 1.07 亿元营业外收益，导致归母净利增速较低）；其中肝素原料业务同比增长 95.05%，国内低分子肝素制剂销售收入 1.1 亿元，同比增长 193.81%，2017 年全国销量为 700.99 万支，同比增长 120.5%。

**财务指标方面：**国内低分子肝素制剂的加速推广使得销售费用大幅上涨，同比增长 371.81%；公司对注射剂研发继续加大投入，报告期内共计投入 7718.52 万元，管理费用同比增长 44.95%；汇率变化导致约数百万元的汇兑损益，因此财务费用变化较大，同比变化-1,155.60%；随着募投项目的推进（南京肝素制剂、低分子肝素原料扩产、研发中心建设以及成都健进注射剂扩产等项目），报告期内公司投资活动现金流同比变化-524.92%。

## 2. 注射剂中美双报思路清晰，公司有望成为注射剂出口龙头企业

**2.1 健友股份：未来的注射剂出口龙头企业：**FDA 对注射剂生产线和产品的监管极为严格，美国 70% 的注射剂仿制药生产企业少于 3 家，产品短缺严重（据 GAO 统计，在 2011-2014 年间 FDA 所发布的药品短缺

报告中无菌注射剂占 73%，注射剂短缺的原因主要是生产质量问题，包括 API、辅料、包材污染以及生产设备监管不严等），**注射剂产品进入美国市场的难度极大**；而健友股份作为未来的注射剂出口龙头企业，已构建由**研发、生产、出口渠道**在内的完整产业链，实力雄厚。

- ◆ **研发实力强大**：成都健进研发中心于 2016 年零缺陷通过美国 FDA 认证检查，成为中国第一家通过美国 FDA 认证的无菌制剂研发机构；目前在研注射剂产品如瑞加德松、度骨化醇、苯达莫司汀、阿扎胞苷等目前国内尚未有相同产品上市。
- ◆ **生产能力有保证**：成都健进首批无菌注射剂于 2013 年出口美国，成为中国**第一个注射剂直接销往美国的企业**，并自 2013 年至今持续向美国市场出口如卡铂，苯磺酸阿曲库铵等注射剂产品；公司以高标准建设符合美欧市场 cGMP 质量要求的注射剂生产线，目前已有 3 条生产线通过 FDA 认证（南京健友 2 条、成都健进 1 条），国内通过 FDA 认证的注射剂生产企业较少，属于稀缺资源；根据公司公告的募投项目，未来还将至少有 2 条 FDA 认证注射剂生产线投产。
- ◆ **出口渠道保障**：健友在以美国为主的全球范围内铺设了制剂出口对接网络，如合作伙伴 Sagent 深耕美国注射剂药品市场，在注射剂品种选择及销售方面有强大实力（拥有注射剂产品 ANDA 共计 110 个）；同时，健友与欧洲、南美、日本等地多家药品经销商保持紧密的合作关系，未来将通过合资、代理等多种模式开展注射剂出口业务。

**2.2 注射剂出口产品梯队迅速壮大，2019年开始爆发**：报告期内，公司研发投入7,718.52万元，同比增长57.37%。截至2017年末，公司共有在研注射剂项目28个，主要研发产品包括抗感染、抗肿瘤、泌尿系统、抗凝血、麻醉药等领域中市场需求大、需求稳定的优质产品。目前公司已公告处于研发/ANDA申请阶段注射剂产品十余个（彭博终端数据显示美国市场容量超过50亿美元），自2018年起将陆续有ANDA获批。重磅产品依诺肝素注射剂预计2018年底欧盟获批（市场容量10亿欧元）、2019年初美国获批（市场容量20亿美元），公司注射剂出口龙头格局逐渐形成。

**表 1：公司部分已公告注射剂产品管线整理**

所属状态	注射剂产品	2016 年美国销售(百万美元)	在售企业	2016 国内预计销售(百万人民币)	在售企业
健友持有 ANDA	卡铂	77.6	4 家	445.6	2 家
	苯磺酸阿曲库铵	5.3	3 家	47.8	1 家
Sagent 持有 ANDA	亚叶酸钙	58.9	3 家	242.4	22 家
	罗库溴铵	86.8	4 家	577.1	3 家
	克林霉素	15.2	5 家	342.8	61 家
	氟尿嘧啶	41.4	3 家	620.4	5 家
	肝素钠	473.6	7 家	700.5	12 家
ANDA 自主申报中	依诺肝素	2102.2	4 家	1600.8	5 家
自主研发中	托拉塞米	73.7	3 家	946.7	4 家
	米力农	40.3	3 家	968.0	5 家
	鲑降钙素	111.7	2 家	252.6	8 家
	瑞加德松	554.4	1 家	N/A	N/A
	度骨化醇	238.6	4 家	N/A	N/A
	罗库溴铵	86.8	4 家	577.1	3 家

	苯达莫司汀	755.0	1 家	N/A	N/A
与 Sagent 合作研发中	左旋亚叶酸钙	181.4	6 家	N/A	N/A
	阿扎胞苷	323.2	5 家	N/A	N/A
	卡莫司汀	88.2	1 家	1.9	1 家
	吗替麦考酚酯	44.5	3 家	0.3	1 家
	苯磺顺阿曲库铵	79.6	3 家	3366.0	5 家

资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

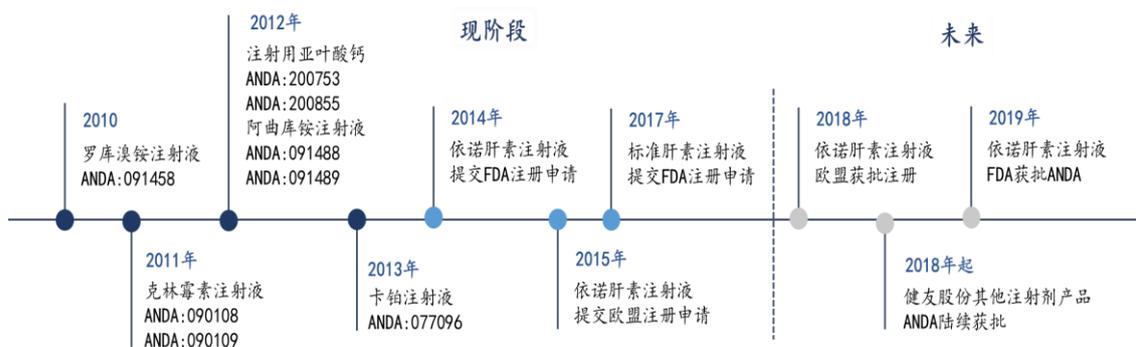
### 重磅注射剂产品: 依诺肝素

- 美国市场:** 公司于 2014 年向 FDA 提交了依诺肝素注射剂的 ANDA 申请资料, 有望于 2019 年上半年在美国获批上市; 公司与合作伙伴 Sagent 签署了非独家代理协议, Sagent 承诺自依诺肝素上市后首次商业化销售后 3 周年起, 每年维持不低于 8% 的市场份额。依诺肝素在美国售价较高, 以 40MG/0.4ML 规格为例, 美国市场售价约 20 美元/支, 依诺肝素 2016 年在美国销售金额约 20 亿美元。假设健友股份的依诺肝素美国上市后市场总体销售额 15 亿美金, 市占率 10%, 以净利率 30% 计算, 未来有望每年贡献 3 亿元左右利润。
- 欧洲市场:** 公司于 2015 年向欧盟提交了依诺肝素的注册申请, 预计 2018 年底获批上市。以海普瑞收购多普乐为参考 (多普乐持有天道医药 100% 股权, 天道医药主要业务为依诺肝素制剂及原料): 根据业绩承诺书, 多普乐 2018-2019 年扣非净利不低于 1.9 和 2.9 亿元, 其中欧洲市场依诺肝素注射剂收入约 8.6 亿、12.3 亿元, 毛利率超过 50%。我们预计健友股份的依诺肝素注射剂欧洲上市后每年可贡献 1.5-2 亿元左右利润。

### 重磅注射剂产品: 标准肝素

- 美国市场:** 公司于 2017 年向 FDA 提交标准肝素注射剂的 ANDA 申请资料, 预计 2019 年获批, 未来公司可以采取 CMO 或自主品牌销售的方式向美国市场出口标准肝素注射剂, 以市占率 10%、净利率 30% 计算, 预计每年可贡献 1 亿元左右利润。

图 1: 公司面向美欧市场注射剂产品管线丰富, 2019 年将迎来爆发



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

### 2.3 受益于优先审评+一致性评价, 健友注射剂中美双报开启更大市场空间

**政策利好:** 根据 CFDA 发布的有关优先审评审批的意见, 在中国境内用同一生产线生产并在美国、欧盟药品审批机构同步申请上市且通过了其现场检查的药品注册申请可纳入优先审评通道; 随着未来注射剂一致性评价未来落地, 在中国境内用同一生产线生产上市并在欧盟、美国和日本获准上市的药品, 视同通过一致性评价, 以上政策利好中美共同申请注册的注射剂产品。

**注射剂中美双报拓展市场空间:** 公司年报公告了 20 余个在研注射剂产品, 其中 5 个已进入美国和中国同时申报注册阶段, 未来 2-3 年健友股份将有数十个注射剂产品在美欧和中国市场共同上市, 公司注射剂出口龙头企业地位将逐渐形成。

**表 2: 公告注射剂产品研发/注册进度**

在研注射剂 编号	药品基本信息	研发(注册) 所属阶段	研发(注册)进展	已申报 厂家	已批准的国产仿 制厂家
CB004	化药 3 类; 抗癌用药	中、美已申报	资料审核中	14	0
CW009	化药 3 类; 影像诊断用药	中、美已申报	资料审核阶段	1	0
CL001	化药 4 类; 抗癌辅助用药	美国已申报、中国申报准 备阶段	FDA 资料审核中, 中国资料 整理阶段	9	5
CW017	化药 4 类; 抗凝血用药	美国已申报、中国申报准 备阶段	资料审核阶段	21	21
CW015	化药 4 类; 麻醉用药	中国已申报、美国申报准 备阶段	CFDA 资料审核中, 美国资料整理阶段	1 5	2
CW007	化药 3 类; 内分泌系统用药	申报准备中	展示批已完成, 整理资料	1	0
CM003	化药 4 类; 抗癌用药	申报准备阶段	展示批已完成, 整理资料	8	7
CW014	化药 4 类; 麻醉用药	稳定性考察阶段	持续研究中	2	1
CNM001	化药 4 类; 利尿药	稳定性考察阶段	持续研究中	21	7
CA005	化药 4 类; 抗癌用药	展示批生产阶段	持续研究中	9	0
CNF002	化药 3 类; 抗凝血药	展示批生产阶段	持续研究中	8	0
CW010	化药 3 类; 降血脂用药	研发阶段	持续研究中	3	0
CW001.01	化药 4 类; 抗凝 血药	研发阶段	持续研究中	12	7
CD008	未公告	未公告	未公告	未公告	未公告
CB003	未公告	未公告	未公告	未公告	未公告

CW007	未公告	未公告	未公告	未公告	未公告
CW014	未公告	未公告	未公告	未公告	未公告
CW0015	未公告	未公告	未公告	未公告	未公告
CW017	未公告	未公告	未公告	未公告	未公告
CC010	未公告	未公告	未公告	未公告	未公告
CW006	未公告	未公告	未公告	未公告	未公告

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

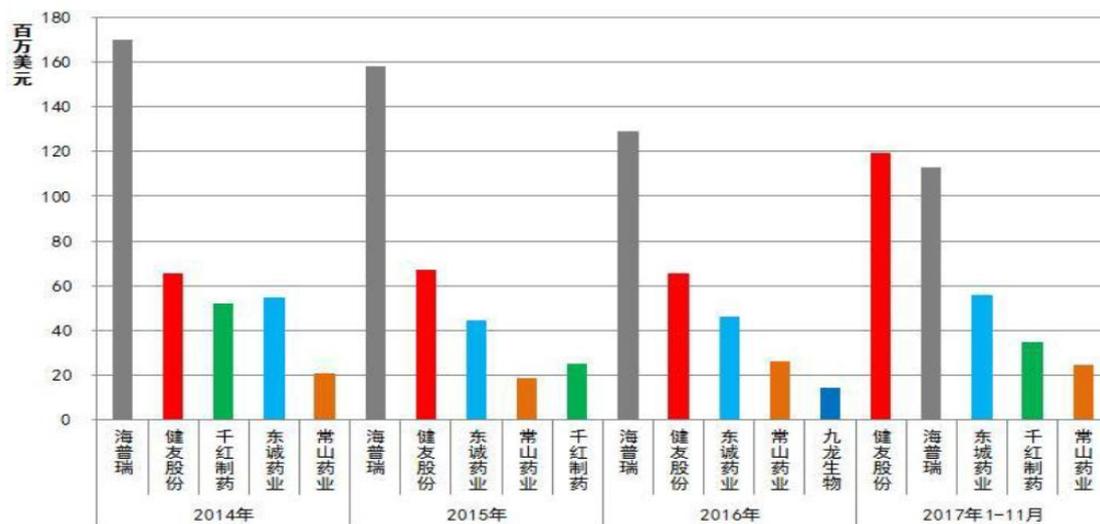
### 3. 肝素原料药业务高增长, 未来高景气状态有望持续

公司 2017 年标准肝素原料药业务营收 9.19 亿元, 同比增长 95.05%, 标准肝素原料药销售量 35,873.90 亿单位, 同比增长 36.73%, 我们预计来自赛诺菲的增量订单超过 2 亿元。目前市场肝素粗品价格由 2015 年底不足 1 万元/亿单位上涨至 2017 年底 2.5-2.7 万元/亿单位, 我们预计 2018 年肝素粗品及原料价格将略有上升。

**3.1 下游肝素原料需求稳定增长:** 2015 年全球肝素原料药需求预计达 44.30 万亿单位, 下游肝素制剂市场整体维持 8-10% 左右的需求量增速。欧洲和美国由于集中屠宰率高, 猪小肠资源已基本全部用于提取肝素粗品, 未来难以提供更多增量; 而中国作为肝素原料药的出口大国 (占据全球肝素原料药需求量近 50%), 肝素粗品资源较为丰富, 未来随着全球肝素原料需求的不断增长, 健友股份等企业的肝素原料出口业务将继续维持高景气状态。

**3.2 赛诺菲+辉瑞, 健友成为国内肝素原料出口龙头企业:** 根据海关数据, 2017 年 1-11 月公司肝素原料出口近 1.2 亿美元, 位列全国第一。辉瑞作为公司最主要的肝素原料客户, 60-70% 的标准肝素原料采购自健友股份; 赛诺菲作为原研 Lovenox (依诺肝素) 生产商, 产品巅峰期曾达到 30 亿欧元的销售额, 占据全球肝素制剂产品 70% 的市场份额, 2016 年赛诺菲 Lovenox 全球共计销售 16.36 亿欧元, 是辉瑞 Fragmin (达肝素) 同期销售金额的 6 倍。2017 年以来由于海普瑞肝素原料供应量的下滑, 赛诺菲逐渐将肝素原料订单转移至健友股份; 由于赛诺菲对于肝素原料的质量要求极高, 而国内仅健友和海普瑞拥有大规模生产符合 FDA 要求标准肝素原料药的能力, 预计未来赛诺菲将继续扩大与公司的合作规模。自 2015 年以来, 赛诺菲、辉瑞等主要低分子肝素制剂原研企业肝素原料库存普遍紧张, 原料需求缺口较大, 预计未来 2-3 年健友股份肝素原料订单量将继续提升, 可以保持较强议价能力并持续占领市场主导地位。

图 2: 2017 年 1-11 月 海关统计数据 displays 公司肝素原料出口金额位居国内第一

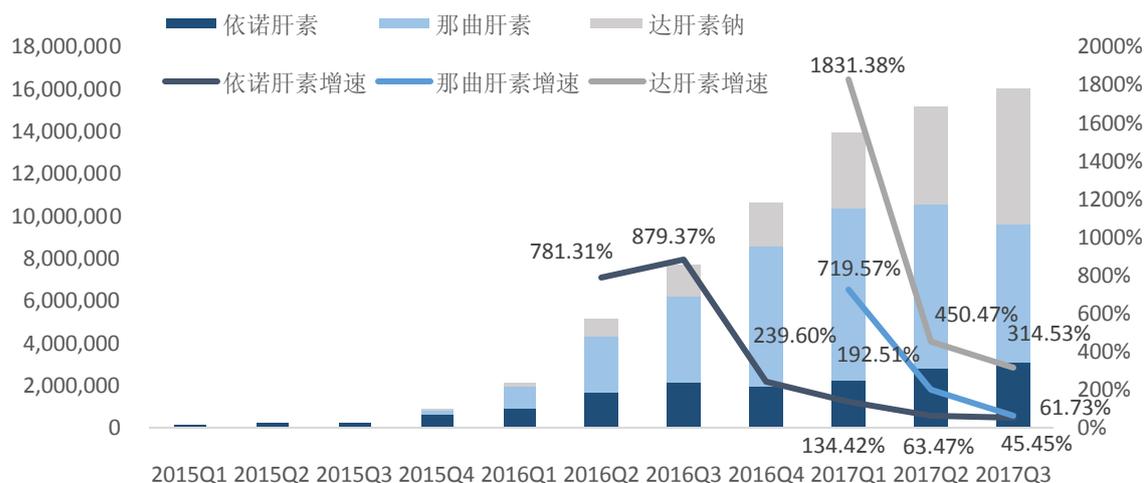


资料来源: 海关数据, 公司年报, 东兴证券研究所

#### 4. 国内低分子肝素注射剂业务爆发, 未来持续高增长可期

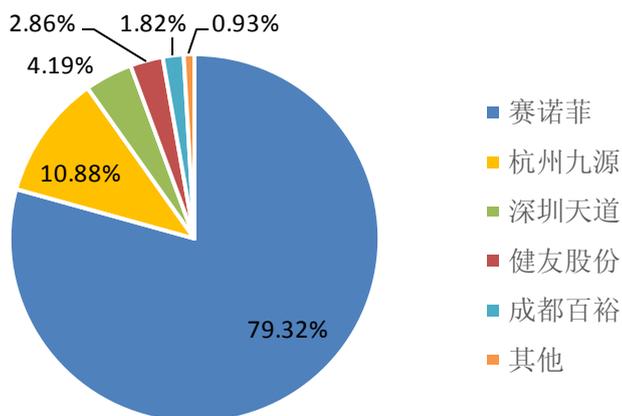
**4.1 低分子肝素注射剂业务爆发:** 公司国内低分子肝素制剂销售收入 1.1 亿元, 同比增长 193.81%, 2017 年全国销量为 700.99 万支, 同比增长 120.5% (2016 年全国销量 317.9 万支)。公司是国内唯一同时生产依诺肝素、那曲肝素和达肝素三种主流低分子肝素制剂的企业, 目前国内此三种主流低分子肝素制剂依然由原研生产厂家赛诺菲、GSK 和辉瑞占据主要市场份额, 进口替代空间极大。根据 PDB 样本医院数据显示, 2017 年前三季度依诺肝素、那屈肝素和达肝素销售增速分别为 69.22% (799.13 万元)、192.33% (2249.57 万元)、468.08% (1455.23 万元); 对比国内其他低分子肝素生产企业, 健友股份的低分子肝素产品增速较快, 目前达肝素在样本医院销售量已仅次于原研企业辉瑞。

图 3: 公司低分子肝素制剂样本医院销售高增长 (销售金额: 元)



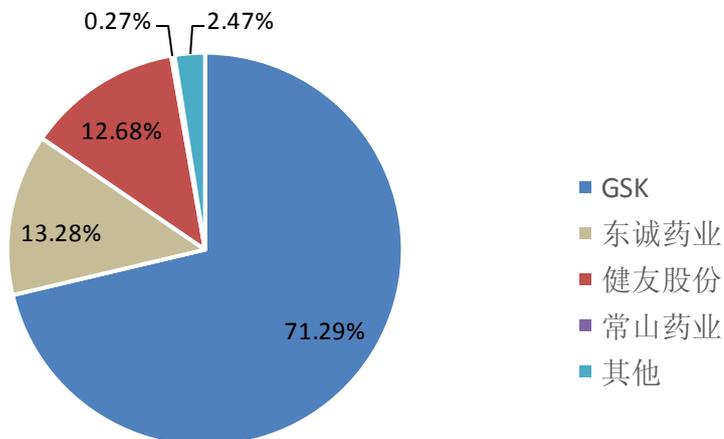
资料来源: PDB, 东兴证券研究所

图 4: 依诺肝素注射剂 样本医院市场占比 (2017 年前三季度)



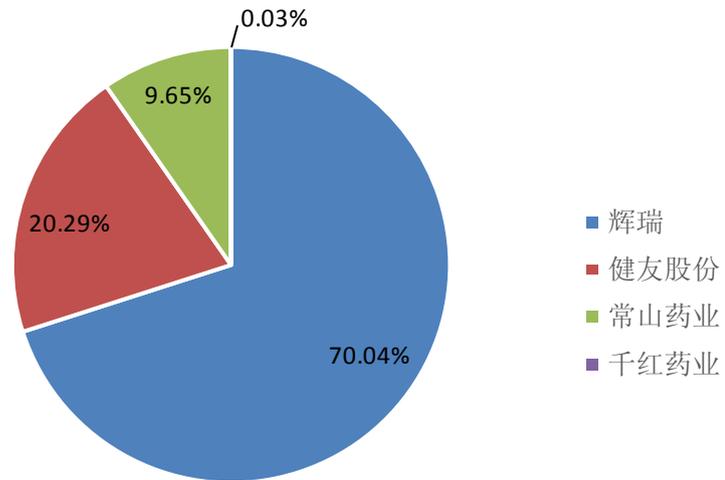
资料来源: PDB, 东兴证券研究所

图 5: 那曲肝素注射剂 样本医院市场占比 (2017 年前三季度)



资料来源: PDB, 东兴证券研究所

图 6: 达肝素注射剂 样本医院市场占比 (2017 年前三季度)



资料来源: PDB, 东兴证券研究所

#### 4.2 公司低分子肝素制剂业务将继续保持高增长态势:

- ◆ **低分子肝素应用领域拓宽, 国内市场潜在空间足够:** 对比欧洲低分子肝素制剂的人均使用量 (>1 支/年), 我国对于低分子肝素的人均使用量较少 (约 0.12 支/年); 低分子肝素在发达国家除应用于各传统抗凝领域外 (例如心脑血管疾病抗凝), 更广泛应用于如深静脉血栓预防 (例如骨科手术)、复发性流产、肿瘤科辅助治疗等领域。随着未来国内低分子肝素制剂适应症的不断拓展和医生教育的深入, 我国低分子肝素制剂市场有望持续扩容, 目前我国低分子肝素制剂市场约 50-60 亿元, 2012-2016 年 PDB 样本医院 CAGR > 13%, 未来有望超过 300 亿元。
- ◆ **精细化招商管理助力产品销售快速增长:** 公司围绕处方药招商模式打造了精细化管理平台, 将一线销售代表、招商经理、企业市场部紧密连接在了一起。通过对低分子肝素制剂广义/狭义竞品的市场分析 (包括目标科室同类产品销售数据、竞品优缺点以及销售策略等), 让一线代表充分了解所面对的市场情况, 借助管理平台的信息优势, 针对不同竞争产品的痛点进行目标科室产品推广; 紧密连接一线代表与医生之间关系, 针对不同科室和疾病种类, 有的放矢的进行产品营销, 在复发性流产、肿瘤科抗血栓等多个新兴抗凝领域开展学术推广工作, 有效提升公司低分子肝素制剂产品销售增速。
- ◆ **药典标准提升+一致性评价: 国内低分子肝素制剂市场洗牌在即:** 早期我国批准上市的低分子肝素制剂检测标准极低, 仅以“低分子肝素钠”或“低分子肝素钙”作为产品通用名的统称 (此类产品占全国低分子肝素制剂市场的 50%), 未按照依诺肝素、那曲肝素、达肝素等欧美药典所列低分子肝素标准进行区分, 存在用药风险。随着国家药监部门对低分子肝素产品药典标准的提升和未来一致性评价的落地, 现有未分类低分子肝素制剂产品将被已上市的依诺肝素、达肝素及那曲肝素制剂所取代; 未来公司国内低分子肝素制剂将极大受益于低分子肝素标准的规范升级, 借助健友强大的产品推广能力, 占领市场并快速替代为数众多的未分类低分子肝素产品。

## 5. 子公司健进制药注射剂业务 2019 年有望爆发

**成都健进业绩快速增长：**2017 年营业收入和净利润分别为 1.68 亿元、0.46 亿元，同比增长 89.29%、31.47%，主要来自于供应合作伙伴 Sagent 在美国市场卡铂、苯磺酸阿曲库铵等注射剂的生产，自有产品研发以及为辉瑞等客户提供研发批次产品的生产业务（CRO/CMO 业务）（未来此类产品获批后大概率继续委托健进进行商业化生产）。

**研发、生产能力强：**成都健进的注射剂生产线于 2012 年 7 月通过美国 FDA 认证检查。健进制药首个无菌注射剂产品于 2013 年出口美国，成为中国第一个无菌注射剂直接销往美国的企业；健进制药的研发中心于 2016 年 5 月零缺陷通过美国 FDA 认证检查，成为中国第一家通过美国 FDA 认证的无菌制剂研发机构。

**注射剂业务 2019 年迎来爆发：**公司于 2017 年三季报公告，将募投项目结余约 6,500 万元用于投资健进制药的注射剂生产线扩建，建成后拥有年产 1300 万支注射剂产能，预计 2019 年上旬投产。健进制药目前注射剂生产受到产能限制，2016-2017 年产能利用率均在 100%以上，未来新注射剂生产线产能是现有产能的 8 倍，将解决目前产能严重不足的问题，随着 2018-2019 年大量注射剂在美国和中国注册获批，健进制药注射剂业务将在 2019 年迎来爆发。

## 6. 员工激励快速落地，公司对未来发展充满信心

公司推出限制性股票激励计划：拟向副总经理吴桂萍以及中层管理人员、核心技术人员、骨干业务人员及关键岗位人员等共计 113 人授予不超过 203.50 万股，占公司股本总额的 0.4805%，其中首次授予限制性股票 162.80 万股，授予价格 14.20 元/股，限制性股票成本 1,961.60 万元；业绩考核目标为以 2017 年扣非净利润为基数，**2018-2020 年扣非净利润增长率不低于 30%、60%、90%**，考虑到考核目标一般会低于公司实际业绩增速，因此**2018 年扣非净利 30%的增速也十分可观**。除公司层面的业绩考核外，公司对个人还设置了严密的绩效考核体系，如公司整体达到业绩考核目标，将根据个人业务考核成绩确定最终激励比例。本次员工激励覆盖了南京健友和成都健进两地的核心员工，如成都健进作为主要的注射剂研发中心，我们推测类似注射剂完成注册申报的数量等具体指标将会纳入到考核成绩内，未来将充分调动公司骨干员工的工作积极性，实现公司未来发展战略和经营目标。

### 结论：

我们预计公司2018-2019年归母净利润分别为5.04、7.12 亿元，同比增长60.45%、41.17%，EPS分别为1.19、1.68元，对应PE分别为23x，16x；公司未来即将成为国内注射剂出口龙头企业，受益于注射剂出口业务的迅速成长、未来注射剂反哺国内红利的逐步兑现、肝素原料药业务高景气状态的持续、以及国内低分子肝素制剂销售的快速放量，我们看好公司长期发展，继续维持“强烈推荐”评级。

### 风险提示：

肝素原料订单不及预期，低分子肝素制剂增速不及预期，注射剂出口申报进度不及预期

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	1053	2192	3194	4818	6474	<b>营业收入</b>	582	1113	2128	3147	4326
货币资金	266	73	383	567	779	<b>营业成本</b>	337	597	1158	1756	2337
应收账款	76	230	291	431	593	营业税金及附加	5	4	19	28	39
其他应收款	2	15	28	41	57	营业费用	10	47	122	183	327
预付款项	12	13	36	71	118	管理费用	85	123	266	378	519
存货	672	1294	2410	3654	4865	财务费用	0	-4	-4	0	0
其他流动资产	22	565	28	28	28	资产减值损失	0.53	0.96	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	469	503	463	440	414	公允价值变动收益	2.02	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3	3	3	3	3	投资净收益	15.30	6.77	0.00	0.00	0.00
固定资产	304	274	257	253	266	<b>营业利润</b>	161	352	567	802	1104
无形资产	42	42	38	34	30	营业外收入	112.70	4.06	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	16	46	30	30	30	营业外支出	0.17	0.30	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	1523	2695	3657	5258	6888	<b>利润总额</b>	274	356	572	807	1109
<b>流动负债合计</b>	173	607	1195	2298	3243	所得税	16	42	67	95	131
短期借款	120	323	916	1913	2754	<b>净利润</b>	257	314	505	712	978
应付账款	14	90	79	120	160	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	16	20	20	20	21	归属母公司净利润	257	314	504	712	978
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	240	430	584	826	1130
<b>非流动负债合计</b>	36	36	56	56	56	<b>BPS (元)</b>	0.71	0.81	1.19	1.68	2.31
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	208	642	1252	2354	3300	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	1	1	营业收入增长	24.15%	91.22%	91.22%	47.92%	37.44%
实收资本(或股本)	360	424	424	424	424	营业利润增长	63.37%	118.81	60.88%	41.50%	37.62%
资本公积	257	617	617	617	617	归属于母公司净利润	193.81	22.15%	60.45%	41.17%	37.40%
未分配利润	619	906	1259	1436	1681	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	1315	2052	2405	2903	3587	毛利率(%)	42.09%	64.68%	45.59%	44.22%	45.97%
<b>负债和所有者权</b>	1523	2695	3657	5258	6888	净利率(%)	44.21%	28.24%	23.71%	22.63%	22.62%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	16.89%	11.66%	13.79%	13.54%	14.20%	
<b>经营活动现金流</b>	-287	-235	-149	-599	-336	<b>偿债能力</b>					
净利润	257	314	505	712	978	资产负债率(%)	14%	24%	34%	45%	48%
折旧摊销	78	82	0	23	25	流动比率	6.10	3.61	2.67	2.10	2.00
财务费用	0	-4	-4	0	0	速动比率	2.21	1.48	0.66	0.51	0.50
应收账款减少	0	0	-62	-140	-161	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	1	总资产周转率	0.41	0.53	0.67	0.71	0.71
<b>投资活动现金流</b>	140	-593	19	0	0	应收账款周转率	8	7	8	9	8
公允价值变动收益	2	0	0	0	0	应付账款周转率	28.14	21.35	25.14	31.55	30.86
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	15	7	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.71	0.81	1.19	1.68	2.31
<b>筹资活动现金流</b>	-19	624	440	782	548	每股净现金流(最新)	-0.46	-0.48	0.73	0.43	0.50
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.65	4.85	5.68	6.85	8.47
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	64	0	0	0	P/E	38.04	33.22	22.69	16.07	11.70
资本公积增加	0	360	0	0	0	P/B	7.40	5.57	4.76	3.94	3.19
<b>现金净增加额</b>	-166	-204	310	184	212	EV/EBITDA	39.98	27.16	20.49	15.48	11.88

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。