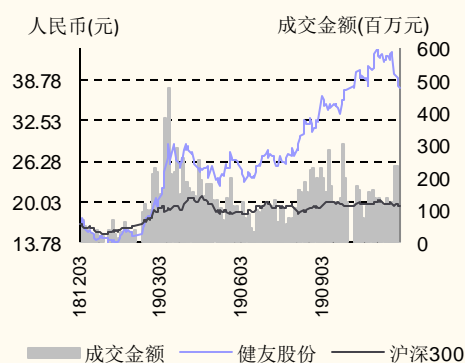


市场价格 (人民币): 37.65 元

目标价格 (人民币): 44.12 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)	270.51
年内股价最高最低(元)	43.72/37.65
沪深 300 指数	3829
上证指数	2872



相关报告

- 1.《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》, 2019.10.20
- 2.《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

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

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 2019 年 12 月 1 日晚间发布公告, 公司于 2019 年 11 月 29 日收到美国食药监局(FDA)签发的依诺肝素钠注射液 USP ANDA 批准通知。

点评

- **依诺肝素上市获批丰收, 英国、巴西、美国全兑现, 制剂实力再确认。**
 - 公司此次获批的依诺肝素钠是低分子肝素注射剂, 主要用于防血栓等, FDA 常年出现合格供货的短缺。自 1993 年赛诺菲原研在美国上市以来, 仅山德士、Amphastar、梯瓦、Gland (复星医药子公司, 2018 年通过加拿大 Apotex) 四家获批, 从申请到获批最少 10 年; 公司是迄今唯一获批中国药企, 耗时 5 年, 研发与注册实力可见一斑。
 - 公司已稳步实现从肝素原料药到肝素制剂生产商的跨越。2019~21 年, 国内制剂收入或实现 2 年翻 5 倍; 海外市场, 公司陆续拿到上市批件, 我们预计 2019~2021 年, 出口制剂收入将实现亿元到 10 亿元的突破。(销售预测中 2020 年的制剂出口由 7 亿上调为 7.5 亿, 详见附录)
- **Sagent 协议在手, 销售绑定, 业绩高增长再添确定性。**根据公司与美国肝素制剂销售龙头之一的 Sagent 协议约定, 依诺肝素上市后的前 6 个月, 将有后者独家代理销售; 我们预计, 之后将由 Sagent 与公司新并购的子公司 Meitheal 共同销售。因此, 公司将确定受益于市场的快速打开与后来收益。
- **依诺肝素获批效率或在非肝素类制剂重现, 抗肿瘤等多管线值得期待。**公司抗肿瘤等其他制剂管线研发与产能都在快速推进中, 包括硼替佐米、吉西他滨等都在中美注册申报中, 或有望再现依诺获批的快速。

盈利调整

- 根据依诺肝素提前获批, 我们调整公司盈利预测: 将公司 2020/21 的制剂出口营收由 7/12 亿上调 7%至 7.50/12.83 亿元, 公司 2020/2021 的净利润由 7.82/10.03 亿元上调 1.3%/1.7%到 7.92/10.2 亿元。

投资建议

- 我们认为, 公司注射剂出口突破确定性增强; 给予公司未来 6-12 个月 44.12 元目标价位, 相当于 40x20PE; 上调至“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。

图表 1: 销售预测

项 目	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
出口肝素原料						
销售收入 (百万元)	471.07	918.84	1,183.74	1,609.89	1,738.68	1,877.77
增长率 (YOY)	13.21%	0.95	28.83%	36.0%	8.0%	8.0%
毛利率	40.78%	0.46	40.55%	41.00%	41.00%	41.00%
销售成本 (百万元)	278.97	499.39	703.73	949.83	1,025.82	1,107.89
增长率 (YOY)	805.03%	0.79	40.92%	34.97%	8.00%	8.00%
毛利 (百万元)	192.10	419.45	480.01	660.05	712.86	769.89
增长率 (YOY)	83.86%	1.18	14.44%	37.51%	8.00%	8.00%
国内肝素制剂						
销售收入 (百万元)	37.41	108.76	357.51	500.51	675.69	878.40
增长率 (YOY)		1.91	228.71%	40.00%	35.00%	30.00%
毛利率	40.65%	0.68	81.69%	80.00%	79.00%	78.00%
销售成本 (百万元)	22.20	34.94	65.47	100.10	141.90	193.25
增长率 (YOY)		0.57	87.39%	52.91%	41.75%	36.19%
毛利 (百万元)	15.21	73.82	292.04	400.41	533.80	685.15
增长率 (YOY)		3.85	295.59%	37.11%	33.31%	28.35%
出口制剂						
销售收入 (百万元)		35.58	40.91	140.00	750.00	1,282.50
增长率 (YOY)			14.98%	242.21%	435.71%	71.00%
毛利率			31.56%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本 (百万元)		38.92	28.00	70.00	375.00	641.25
增长率 (YOY)			-28.07%	150.01%	435.71%	71.00%
毛利 (百万元)		-3.34	12.91	70.00	375.00	641.25
增长率 (YOY)			486.20%	442.17%	435.71%	71.00%
CDMO						
销售收入 (百万元)	33.30	35.26	92.11	105.93	121.82	140.09
增长率 (YOY)		5.89%	161.23%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	44.00%	54.11%	41.82%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本 (百万元)	18.65	16.18	53.59	58.26	67.00	77.05
增长率 (YOY)		-13.22%	231.16%	8.71%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	14.65	19.08	38.52	47.67	54.82	63.04
增长率 (YOY)		30.20%	101.91%	23.74%	15.00%	15.00%
其他业务						
销售收入 (百万元)	40.13	14.29	26.06	27.36	28.73	30.17
增长率 (YOY)		-64.39%	82.37%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	57.19%	49.22%	67.56%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本 (百万元)	17.18	7.26	8.45	10.95	11.49	12.07
增长率 (YOY)		-57.76%	16.48%	29.49%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	22.95	7.03	17.61	16.42	17.24	18.10
增长率 (YOY)		-69.35%	150.34%	-6.75%	5.00%	5.00%
销售总收入 (百万元)	581.91	1,112.73	1,700.33	2,383.69	3,314.92	4,208.93
销售总成本 (百万元)	337.00	596.69	859.24	1,189.14	1,621.21	2,031.50
毛利 (百万元)	244.91	516.04	841.09	1,194.55	1,693.71	2,177.43
平均毛利率	42.09%	46.38%	49.47%	50.11%	51.09%	51.73%

来源: 公司公告, 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)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	582	1,113	1,700	2,384	3,315	4,209
增长率		91.2%	52.8%	40.2%	39.1%	27.0%
主营业务成本	-337	-597	-859	-1,189	-1,621	-2,031
%销售收入	57.9%	53.6%	50.5%	49.9%	48.9%	48.3%
毛利	245	516	841	1,195	1,694	2,177
%销售收入	42.1%	46.4%	49.5%	50.1%	51.1%	51.7%
营业税金及附加	-5	-4	-4	-6	-8	-10
%销售收入	0.9%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-10	-47	-248	-347	-483	-613
%销售收入	1.7%	4.2%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
管理费用	-85	-123	-37	-52	-73	-93
%销售收入	14.6%	11.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
研发费用	0	0	-101	-152	-211	-268
%销售收入	0.0%	0.0%	6.0%	6.4%	6.4%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	145	342	451	638	919	1,194
%销售收入	24.9%	30.8%	26.5%	26.7%	27.7%	28.4%
财务费用	0	4	0	-27	-57	-82
%销售收入	0.1%	-0.4%	0.0%	1.1%	1.7%	1.9%
资产减值损失	-1	-1	1	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	37	0	0
投资收益	15	7	9	4	4	4
%税前利润	5.6%	1.9%	1.9%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	161	352	460	652	866	1,116
营业利润率	27.7%	31.7%	27.1%	27.3%	26.1%	26.5%
营业外收支	113	4	7	7	7	7
税前利润	274	356	468	659	873	1,123
利润率	47.0%	32.0%	27.5%	27.6%	26.3%	26.7%
所得税	-16	-42	-43	-61	-81	-104
所得税率	6.0%	11.8%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
净利润	257	314	425	598	792	1,020
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	257	314	425	598	792	1,020
净利率	44.2%	28.2%	25.0%	25.1%	23.9%	24.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	257	314	425	598	792	1,020
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	38	42	40	40	49	57
非经营收益	-17	-11	-3	-8	57	85
营运资金变动	-565	-577	-397	-757	-781	-722
经营活动现金净流	-287	-231	64	-127	117	439
资本开支	-72	-81	-83	-99	-103	-103
投资	180	-520	278	37	0	0
其他	32	8	9	4	4	4
投资活动现金净流	140	-593	204	-59	-99	-99
股权募资	0	458	20	23	0	0
债权募资	19	203	-3	443	531	321
其他	-37	-29	-66	-275	-385	-503
筹资活动现金净流	-18	632	-49	191	147	-182
现金净流量	-165	-193	219	6	165	158

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	266	73	435	440	605	763
应收账款	82	247	257	406	565	717
存货	672	1,294	1,952	2,639	3,464	4,230
其他流动资产	34	578	195	141	175	208
流动资产	1,053	2,192	2,838	3,626	4,810	5,919
%总资产	69.2%	81.3%	83.4%	85.3%	87.5%	88.9%
长期投资	3	3	4	4	5	5
固定资产	399	403	471	539	599	650
%总资产	26.2%	14.9%	13.9%	12.7%	10.9%	9.8%
无形资产	48	47	76	83	84	85
非流动资产	469	503	564	626	687	740
%总资产	30.8%	18.7%	16.6%	14.7%	12.5%	11.1%
资产总计	1,523	2,695	3,402	4,252	5,497	6,659
短期借款	120	323	320	763	1,294	1,615
应付款项	38	250	589	603	825	1,035
其他流动负债	15	34	39	50	67	85
流动负债	173	607	947	1,416	2,185	2,735
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	36	36	34	34	34	34
负债	208	642	981	1,450	2,219	2,769
普通股股东权益	1,315	2,052	2,421	2,803	3,278	3,890
其中：股本	360	424	552	718	718	718
未分配利润	619	906	1,241	1,600	2,075	2,687
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,523	2,695	3,402	4,252	5,497	6,659

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.715	0.742	0.769	0.832	1.103	1.419
每股净资产	3.652	4.846	4.383	3.901	4.562	5.414
每股经营现金净流	-0.797	-0.546	0.116	-0.176	0.163	0.611
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.333	0.441	0.568
回报率						
净资产收益率	19.57%	15.31%	17.54%	21.33%	24.17%	26.21%
总资产收益率	16.89%	11.66%	12.48%	14.06%	14.42%	15.31%
投入资本收益率	9.48%	12.71%	14.93%	16.23%	18.25%	19.69%
增长率						
主营业务收入增长率	24.15%	91.22%	52.81%	40.19%	39.07%	26.97%
EBIT 增长率	106.94%	136.56%	31.70%	41.42%	44.16%	29.90%
净利润增长率	193.81%	22.15%	35.11%	40.81%	32.56%	28.66%
总资产增长率	17.37%	76.97%	26.26%	24.98%	29.28%	21.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.1	50.1	43.5	43.2	43.2	43.2
存货周转天数	516.5	601.3	689.3	810.0	780.0	760.0
应付账款周转天数	22.4	31.9	84.7	73.6	73.6	73.6
固定资产周转天数	190.5	89.9	52.4	40.1	29.9	23.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.09%	12.17%	-4.74%	11.50%	21.01%	21.90%
EBIT 利息保障倍数	351.7	-78.8	-1,441.4	23.6	16.1	14.6
资产负债率	13.67%	23.84%	28.84%	34.09%	40.37%	41.58%

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	4	5	14
增持	0	0	4	5	10
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.50	1.59

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

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