

原料药提价端倪已现，注射剂出口锋芒初露

——健友股份（603707）半年报点评

健友股份(603707.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件:

公司发布 2019 年半年报。19H1 公司实现营业收入 11.77 亿元，同比上升 38.44%，实现归属净利润 2.89 亿元，同比上升 27.34%（其中非经常损益 0.09 亿元，主要为政府补助）；实现扣非归属净利润 2.80 亿元，同比增长 30.13%（还原研发费用后的增速为 33.35%）。EPS 为 0.52 元。

其中，2019 年第二季度公司实现实现营业收入 5.67 亿元，同比上升 36.78%，实现归属净利润 1.40 亿元，同比上升 33.05%；实现扣非归属净利润 1.35 亿元，同比增长 35.74%。EPS 为 0.25 元。

同时公司公告拟获得 Meitheal Pharmaceuticals, Inc 83.33% 的股权，合计交易金额为 9,500 万美元。Meitheal 是一家开发、制造、采购、销售注射类药品的专业制药公司，拥有覆盖抗感染、溶瘤和重症护理适应症的广泛产品，且拥有单剂量及多剂量小瓶、即用型预充式注射器及预混袋等多种呈现形式。

2. 我们的分析与判断

（一）主要业务收入高速增长，毛利率显著提升

公司主要业务仍保持高速增长。分业务看：

- 标准肝素原料药报告期内收入增长 31.12%，估测收入在 8.2~8.3 亿元，我们判断其中价格上涨贡献近 20%，量的增长贡献 10%+。
- 低分子肝素制剂报告期内收入增长 59.17%，估测收入在 2.5 亿元，估计销量约在 800w 支（去年同期 500w 支左右）。

财务指标方面，公司 19H1 毛利率为 50.08%，较去年同期增加 2.21 个百分点，估计是同时受益于制剂业务快速扩张和原料药业务提价所致。销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 14.31%（同比+4.53pp）、1.43%（同比-0.94pp）和 0.11%（同比-0.66pp），其中销售费用率上升主要是由于制剂销售迅速扩大导致差旅推广费用增加。

报告期内公司经营活动现金流量净额为-3.45 亿元，主要由于公司报告期内增加存货采购，导致购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加。

分析师

余宇

☎: 010-83571335

✉: sheyu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519010003

市场数据

2019-07-31

A 股收盘价(元)	28.22
A 股一年内最高价(元)	39.47
A 股一年内最低价(元)	17.77
沪深 300 指数	3835.36
市盈率 (TTM)	44.88
总股本 (万股)	71847.43
实际流通 A 股(万股)	37083.25
限售的流通 A 股(万股)	34764.18
流通 A 股市值(亿元)	104.65

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

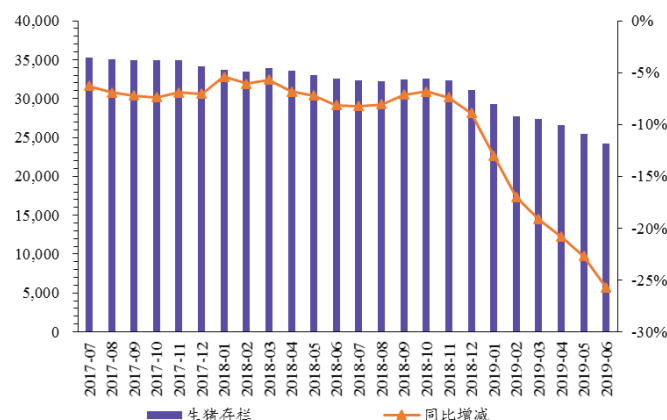
相关研究

健友股份（603707）年报及一季报跟踪：业绩略低于预期，持续看好长期高成长性
健友股份（603707）事件跟踪：重磅品种依诺肝素英国获批，注射剂出口龙头锋芒初露

(二) 猪瘟致原料药提价端倪已现，景气度大幅提升预计自 Q3 始

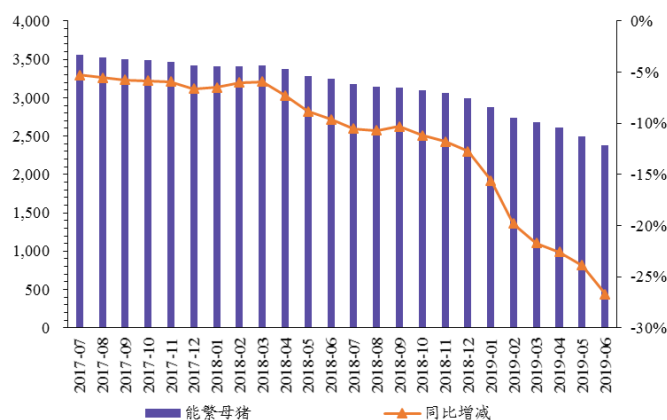
非洲猪瘟导致生猪存栏量及能繁母猪量日趋紧缩，影响肝素上游粗品供给。自去年 8 月起我国发生非洲猪瘟疫情并自北向南传播，导致生猪出栏数大幅减少，粗品供应趋紧。根据农业部数据，19 年 6 月全国生猪存栏数 2.42 亿头，同比下降 25%；能繁母猪 2376 万头，同比减少 27%；当前 22 省市平均生猪价格已达到 16 年中以来高点，且向上趋势陡峭。

图 1: 生猪存栏量 (万头) 及同比增减



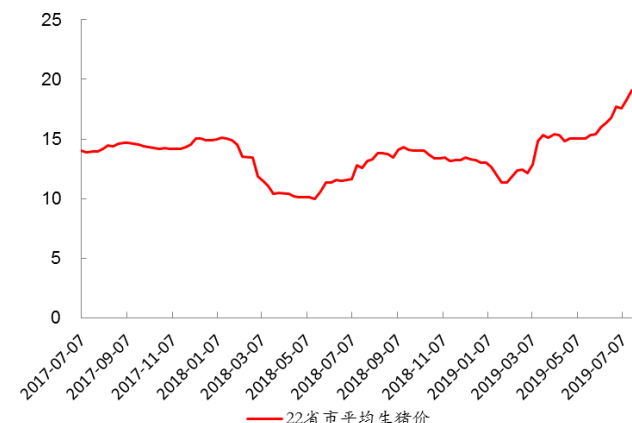
资料来源: 中国政府网, 中国银河证券研究院

图 2: 能繁母猪量 (万头) 及同比增减



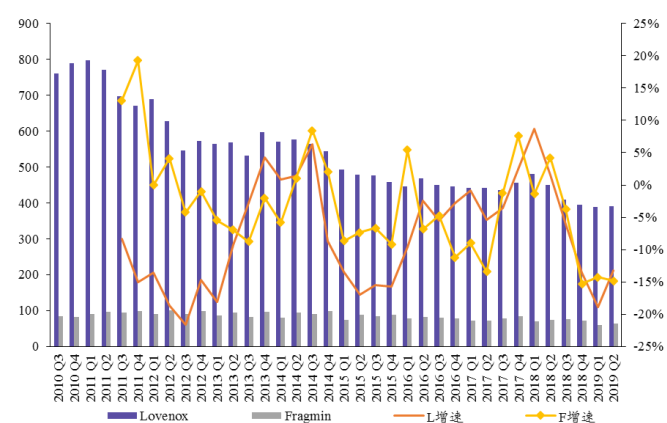
资料来源: 中国政府网, 中国银河证券研究院

图 3: 22 省市平均生猪价 (元/kg)



资料来源: 中国畜牧业信息网, 中国银河证券研究院

图 4: 赛诺菲 Lovenox 和辉瑞 Fragmin 销售收入

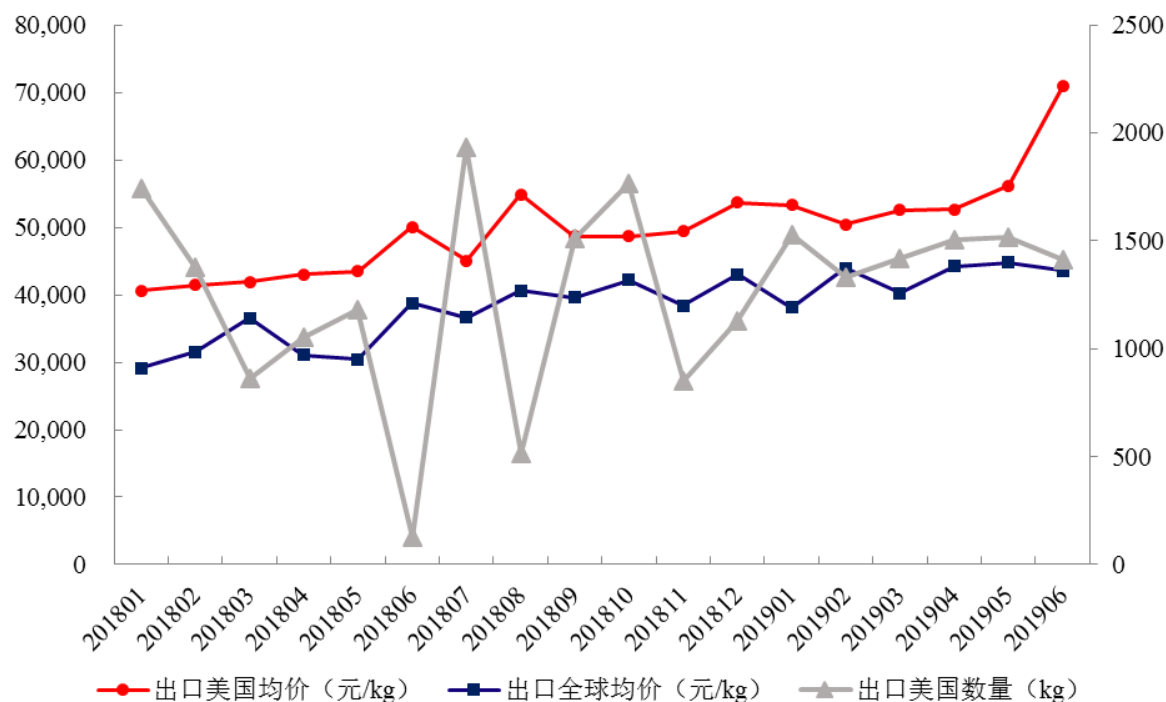


资料来源: 公司公告, Bloomberg, 中国银河证券研究院

下游制剂生产企业肝素原料药需求仍然坚挺，致使我国出口美国肝素原料药价格连续数月上涨，6 月均价较去年同期上涨 41%。下游需求以公司下游重要客户辉瑞 Fragmin 和赛诺菲的 Lovenox 为例，肝素制剂销售情况稳定，且公司与下游赛诺菲合作规模持续扩大。因上游提价+下游需求稳定之故，当前我国肝素原料药出口价格已经有所反应，出口至全球的肝素原料药均价缓慢提升，其中出口至美国的价格大幅提升，19 年 6 月均价已经达到 70000 元/千克，较去年同期上涨 41%。我们认为公司肝素原料药超过一半是出口至美国，原料药受猪瘟影响提价端倪已现。考虑到猪瘟刚发生时的突击屠宰导致粗品厂仍有一定库存，我们认为当前的

价格并不反应原料药供给特别紧缺时的状态，预计真正大规模提价可能自今年 Q3 晚些起，具体供给紧张延续多久主要取决于非洲猪瘟疫情结束的速度。

图 5：我国肝素原料药出口均价、出口美国均价及数量



资料来源：中国海关，中国银河证券研究院

公司掌握大量肝素粗品库存，有望显著受益于未来肝素原料药提价。截至报告期末，公司账面有存货原材料余额 17.9 亿元，较期初的 12.4 亿元上升 40% 以上，公司存货按照成本与可变现净值孰低计量，发出时以加权平均法核算，因此我们分析这一涨幅既包含量的增长也包含新购入存货成本的上升。我们认为，公司对下游议价能力显著高于公司上游粗品厂对公司议价能力，这可以从公司应收账款周转天数远低于应付账款周转天数，且二者差距还在逐步拉大看出来，因此，一旦未来肝素粗品持续大幅涨价，公司有能力强提价转嫁给下游，再加上公司所具备大量粗品库存，未来将显著受益于涨价。

（三）国内低分子肝素制剂业务维持高速增长

低分子肝素制剂内销业务维持高速增长。公司是国内唯一同时拥有达肝素、依诺肝素、那曲肝素制剂批件的生产企业。报告期内，低分子肝素制剂收入增长 59.17%。我们估计实现销售 800 万支，同比增长接近 60%。我们高速增长的原因如下：（1）不断扩大市场开拓力度。公司对国内市场网络建设步伐持续加大，通过开发大量的医院，并推进地级市、县级医院市场的开拓力度，逐步完善市场立体网络布局。（2）增强临床代表学术推广能力。运用互联网平台，在借助第三方临床代表快速覆盖市场的同时，以学术分享、学术支持为突破口，提高其深度开发市场所需的学术能力。

我们看好公司低分子肝素制剂业务成为业绩增长的新亮点。一方面，从行业整体来看，

国内低分子肝素市场扩容空间巨大:(1)高质量产品对低质量产品的替代。样本医院数据显示,2018年国内低分子肝素市场中接近40%为未分类低质量产品,未来将被替代。(2)产品自带学术营销特质。作为治疗性全科室用药,在二级以上医院80%科室均有广泛应用,且具备新增适应症潜力,如在肿瘤、生殖中心等科室具有新药特征。(3)国内市场进口替代空间巨大。达肝素、依诺肝素和那曲肝素分别被辉瑞、赛诺菲和GSK主导,样本医院数据显示,2018年其市占率分别为56%、73%和54%。(4)国内人均用量远低于欧洲。目前我国低分子肝素用量为1.6-1.7亿只,人均0.12只/人/年。欧洲2016年用量接近8亿只,人均1.2只/人/年。另一方面,公司自身市场布局完备:(1)产品在全国约25个省份中标,奠定放量基础。(2)建立第三方临床代表的互联网管控服务平台,在借助第三方代表快速扩大市场覆盖范围的同时,提高其学术推广能力,并通过分析医院规模、科室医生状态等信息,给出明确推广建议,以提升销量、增强黏性。

(四) 获批重要品种 ANDA, 注射剂出口再下一城

报告期内公司再获重要品种 ANDA, 制剂出口业务布局进一步扩张。公司于19年4月、5月分别获FDA批准苯磺顺阿曲库铵注射液 USP 和肝素钠注射液 USP 的两个 ANDA。其中,苯磺顺阿曲库铵注射液 USP 是新一代肌松剂, 获批3个规格; 肝素钠注射液 USP 获批7个规格, 加上过去获批的已经可以包涵所有美国上市的主流规格。公司在研注射剂项目在美陆续获批标志着公司制剂出口业务布局的进一步扩张, 再次验证国际高端制剂市场对公司研发能力的认可, 同时未来也将有效增厚公司利润。预计自19年下半年开始有望实现每年获批10个 ANDA, 重磅品种从2020年开始获批。

表1: 公司目前持有的 ANDA 文号 (以公司名称检索)

品种名	ANDA 文号	剂型	规格	获批时间
苯磺顺阿曲库铵	A211669	注射剂	EQ 2MG BASE/ML	Apr 25, 2019
苯磺顺阿曲库铵	A211668	注射剂	EQ 10MG、2MG BASE/ML	Apr 25, 2019
肝素钠注射液	A211007	注射剂	1000、5000、10,000 UNITS/ML	May 28, 2019
肝素钠注射液	A211005	注射剂	1,000 UNITS/ML	Dec 14, 2018
阿糖胞苷	A206190	注射剂	20MG/ML	Nov 9, 2017
阿糖胞苷	A205696	注射剂	100MG/ML	Jul 17, 2018
硫酸博来霉素	A205030	注射剂	EQ 30 UNITS BASE/VIAL、EQ 15 UNITS BASE/VIAL	Apr 20, 2018
盐酸托泊替康	A201166	注射剂	EQ 4MG BASE/VIAL	Aug 8, 2012
苯磺酸阿曲库铵	A091489	注射剂	10MG/ML	Feb 17, 2012
苯磺酸阿曲库铵	A091488	注射剂	10MG/ML	Feb 17, 2012
卡铂	A077096	注射剂	50MG/5ML、150MG/15ML、450MG/45ML	Jun 14, 2005
卡铂	A077096	注射剂	600MG/60ML (10MG/ML)	Jun 3, 2013

资料来源: FDA, 中国银河证券研究院

我们再次强调美国规范市场的注射剂行业壁垒极高, 强烈看好公司注射剂出口业务的发展前景:

1. 注射剂行业壁垒高, 美国市场药品安全警告和短缺药均以注射剂为主: (1) 注射剂具有不可替代性, 且严格要求无菌无热源; (2) 注射剂生产物料质量要求高、制备工艺复杂;

(3) 注射剂生产线建设成本高昂、周期长，核心壁垒是人和文化的建立；(4) 美国药品安全警告中注射剂占比 35%，其中无菌和悬浊物是主要问题，占比超过 70%；(5) 美国市场短缺药以注射剂型为主。

2). 公司注射剂出口业务发展潜力巨大，看好原因如下：

(1) 公司有 3 条通过 FDA 认证的注射剂生产线（未来有望扩充至 6-7 条）和 1 个 FDA 认证的研发中心，具备直接向 FDA 申报药品注册生产的研发能力，且已有产品卖入美国市场，建立了完整的美国市场销售渠道和运营经验。

(2) 重磅品种依诺肝素将于 19 年下半年启动欧洲销售，同时有望 19 年底或 20 年初在美国获批。对于美国市场，预计上市 12 个月实现净利 1500 万美元，最终每年实现净利润 3000-4000 万美元；对于欧洲市场，预计上市 12 个月实现净利 1 亿元人民币，且业绩增速和最终规模有望大于美国市场。

(3) 注射剂品种布局以“基本品种走量+特色品种追求利润”，并最终实现“一揽子”系统性销售。基本品种特点是风险低、进入速度快、利润率略低，其作用是帮助公司建立生产销售平台；特色品种特点是利润率高、愿意在研发、生产周期上大量投入，且通过一揽子整体打阵地战。其目标领域为肿瘤、麻醉和透析领域等，以肿瘤领域为例，目前 IMS 统计的一二线肿瘤注射剂产品约 50 个。

(3) 预计 ANDA 从 19 年下半年开始提速，年化获批 10 个 ANDA。根据公司年报披露，公司共有在研项目 51 项，其中已申报项目 14 项，预计从 2019 年下半年开始每年获批 10 个 ANDA，特色大品种有望 2020 年开始获批。

(4) 在研品种多数市场竞争格局较好，且有望享受制剂出口反哺国内市场红利。我们已在 2017 三季报和年报点评中详细梳理了公司目前已披露的部分已上市/申报/在研注射剂的美国市场销售情况，发现竞争格局较好，在此不做赘述。对于国内市场，随着一致性评价和双优优先审评政策的落地，公司符合欧美标准的生产研发平台，一方面可节约研发成本，另一方面可通过国外批件的审核带动国内审批速度，提高研发效率，成为公司快速建立多品种医药制造平台重要支撑。

（五）拟收购美国公司 Meitheal，促进制剂在美研发落地

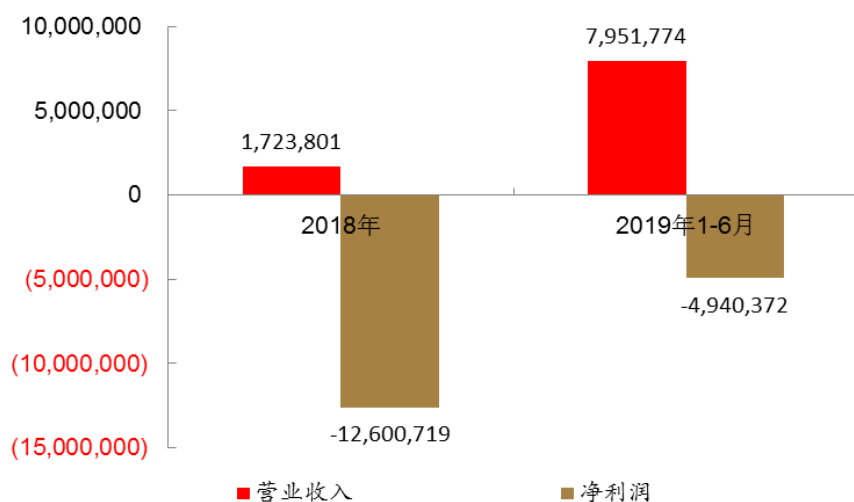
公司拟收购美国注射剂仿制药企 Meitheal 股权。8 月 1 日，公司公告拟收购美国专业制药公司 Meitheal Pharmaceuticals, Inc.83.33% 股权，合计交易金额为 9,500 万美元，折合公司整体估值 11400 万美元。Meitheal 成立于 2016 年 12 月，主要专注于仿制药注射剂，药品主要销往北美各地。Meitheal 拥有覆盖抗感染、溶瘤和重症护理适应症的广泛产品，且拥有单剂量及多剂量小瓶、即用型预充式注射器及预混袋等多种呈现形式。公司成立时间较短，尚未实现盈利，但是去年至今营业收入已大幅增长，净利润亏损范围缩小。

公司收购美国公司，有助于牢固支撑在美制剂业务，加快公司国际化战略实施，完善市场布局。Meitheal 在美国拥有专业的销售团队和渠道，熟悉当地市场、法规的本土团队，本次收购 Meitheal 后，公司将在美国拥有研发、销售、质量、注册团队，有利于公司更加贴近美国市场，提升公司产品选择的有效性，强化美国产品申报注册能力，减少潜在的美国对华不利

政策的风险，对公司以美国市场为核心拓展全球医药产品业务的战略起到极大的支撑作用。

公司收购美国公司，有助于增加协同效应，提升公司盈利能力。收购 Meitheal 系公司主营业务的外延扩展，Meitheal 的优势在于其成熟的美国医药市场运作能力和优质的客户资源，而健友股份在产业化生产能力和资本实力等方面优势明显。因此，公司收购 Meitheal 后，可在以下方面与之产生协同效应：1.研发业务全生命周期协同；2.提升公司盈利能力：公司研发产品能够在研发阶段提前开展市场推广和订单获取工作，使公司产品能够更加快速的完成上市销售的前期准备工作，扩大盈利期间和空间；且将美国市场销售中应与合作伙伴分享的销售分成留在了公司合并范围内，从而有望提高产品整体毛利率。

图 6: Meitheal 公司最近一年一期营收及净利润情况 (单位: 美元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

3. 投资建议：

我们看好公司未来发展前景。公司前瞻性大规模储备肝素粗品价值凸显，话语权将明显增强，肝素原料药业务的景气度有望持续提升。同时，公司注射剂出口业务逻辑不断兑现，业绩爆发在即。18 年获批 4 个 ANDA，后续有望每年获批 10 个 ANDA，特色大品种有望于 2020 年开始获批。并且重磅品种依诺肝素已于欧洲国家获批并将在 19 年下半年启动销售，后续亦将在美国获批。此外，公司在国内的低分子肝素制剂业务已进入爆发式增长阶段。我们看好公司未来业绩将保持高速增长，预测 2019-2021 年归母净利润为 6.04/8.55/11.16 亿元，对应 EPS 为 1.09/1.55/2.02 元，对应 PE 为 25/18/14 倍。维持“推荐”评级。

4. 风险提示：

肝素原料药涨价持续不及预期，肝素粗品价格上涨过快，注射剂出口业务发展不及预期，研发不及预期的风险。

报表预测 (百万元)

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	581.91	1112.73	1700.33	2397.03	3351.50	4358.55
减: 营业成本	337.01	596.68	859.24	1198.52	1675.75	2179.28
营业税金及附加	5.42	3.82	4.01	12.07	16.87	21.94
营业费用	9.96	46.97	247.68	333.99	425.00	560.87
管理费用	84.83	122.97	138.60	186.15	268.69	338.88
财务费用	0.41	-4.34	-0.31	-3.40	0.68	-14.17
资产减值损失	0.53	0.96	-0.57	0.31	0.31	0.31
加: 投资收益	15.30	6.77	8.95	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-101.18	0.00	0.00	0.00
营业利润	161.08	352.44	359.45	669.40	964.20	1271.45
加: 其他非经营损益	112.53	3.76	7.29	41.25	41.25	41.25
利润总额	273.61	356.20	366.74	710.65	1005.45	1312.70
减: 所得税	16.37	41.98	43.21	106.60	150.82	196.90
净利润	257.24	314.22	323.53	604.05	854.63	1115.79
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	257.24	314.22	424.55	604.05	854.63	1115.79
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	227.48	13.84	376.02	593.10	685.12	1156.55
应收和预付款项	93.90	259.39	305.58	394.81	584.46	689.06
存货	672.13	1293.92	1951.51	2310.00	2910.00	3500.00
其他流动资产	21.67	564.96	144.33	144.33	144.33	144.33
长期股权投资	2.58	2.94	3.83	3.83	3.83	3.83
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	398.85	402.66	471.23	448.20	425.17	402.15
无形资产和开发支出	45.46	44.67	73.64	71.08	68.52	65.96
其他非流动资产	18.06	48.14	10.99	9.97	8.95	8.95
资产总计	1480.12	2630.52	3337.13	3975.32	4830.38	5970.81
短期借款	119.96	322.88	319.95	259.95	199.95	139.95
应付和预收款项	37.67	247.99	587.78	710.10	810.40	947.09
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	7.88	7.38	8.29	8.29	8.29	8.29
负债合计	165.51	578.26	916.01	978.33	1018.63	1095.32
股本	360.00	423.50	552.43	552.43	552.43	552.43
资本公积	256.51	616.76	492.45	492.45	492.45	492.45
留存收益	698.10	1012.00	1376.23	1952.11	2766.87	3830.61
归属母公司股东权益	1314.61	2052.26	2421.11	2996.99	3811.75	4875.49
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1314.61	2052.26	2421.11	2996.99	3811.75	4875.49

负债和股东权益合计	1480.12	2630.52	3337.13	3975.32	4830.38	5970.81
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	-287.68	-242.66	59.59	270.71	161.42	538.16
投资性现金净流量	139.54	-592.93	204.25	35.06	35.06	35.06
筹资性现金净流量	-19.04	623.65	-55.82	-88.69	-104.46	-101.80
现金流量净额	-166.01	-203.81	214.92	217.08	92.02	471.43

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

余宇，医药行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中州大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn