

健友股份(603707)

报告日期: 2023年05月05日

## 制剂升级新起点

### ——健友股份 2022 年报及 2023 年一季报点评

#### 投资要点

□ 2022 年发货延迟、存货成本滚动上涨等因素影响利润增速，2023Q1 收入单季度新高、制剂出口收入占比持续提升，体现出公司在市场化、国际化、前向一体化竞争中持续突破。展望 2023 年，我们预计经营利润有望恢复稳健增长，逐渐成为全球医药制造领先平台。

#### □ 财务表现: Q1 单季度收入新高，产业升级持续

公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年收入 37.1 亿元，同比增长 0.7%；归母净利润 10.9 亿元，同比增长 3%；销售净利率 29.3%，同比提升 0.4pct。单季度看，2023 年一季度收入 13.1 亿元，同比增长 11.1%；归母净利润 3.3 亿元，同比增长 0.7%；销售净利率 25.4%，同比下降 2.7pct。2023 年一季度公司收入达到了上市以来单季度最高值，我们认为体现出公司肝素原料药前向一体化、制剂国际化战略卓有成效。

#### □ 成长能力: 预计 2023 年肝素原料药销量增长、制剂出口增长提速

收入结构: 根据公司年报，2022 年公司标准肝素原料药收入 11.1 亿元、同比下降 22.3%、收入占比 29.9%；制剂收入 24.6 亿元、同比增长 15.4%、收入占比 66.2%；CDMO 及其他产品收入 1.4 亿元、同比增长 13.7%、收入占比 3.8%。从收入结构变化看，2017 年以来公司制剂收入占比持续提升，其中 Meitheal（美国子公司）收入占比提升更快。分板块看公司的成长性：

① **肝素原料药: 2022 年销量下降、销价平稳，预计 2023 年销量恢复增长。**2022 年公司标准肝素原料药收入有所下降，具体看销售量&销售价，2022 年健友股份标准肝素原料药销售量同比下降 23.3%、销售单价同比增长 1.4%。我们认为，2022 年公司肝素原料药业务销售量下降可能源于新冠疫情期间全球肝素制剂需求波动（依诺肝素制剂可用于新冠重症治疗，疫情既增加了新冠相关用药需求，同时也抑制了择期手术用量），及美元升值、2018 年以来肝素原料药涨价下全球肝素原料药渠道库存调整。展望 2023 年，我们预计随着全球择期手术逐渐恢复、主要供应商渠道库存调整，全球肝素制剂和原料药需求有望恢复温和增长，但考虑到主要肝素原料药供应商前向一体化和国际化推进较快，不同肝素制剂厂商的原料药需求可能明显分化，从健友股份的肝素原料药客户结构看，我们预计 2023 年公司肝素原料药销售量同比有所增长。

② **国内制剂: 预计肝素制剂利润正增长，非肝素制剂占比持续提升。**根据公司年报，2022 年公司国内制剂主要由肝素制剂（依诺肝素注射液、那屈肝素钙注射液、达肝素钠注射液）和非肝素注射剂（多为集采中标的增量产品）构成，我们根据中标量和中标价下限估算 2022 年公司国内制剂收入中肝素制剂占比 80-85%、非肝素制剂占比 15-20%。

**国内肝素制剂市占率:** 根据 Wind 医药库样本医院数据库统计，2022 年健友股份依诺肝素制剂销售额市占率 7.1%（注：此处以分子名统计的制剂销售额作为市占率计算的分子，下同）、那屈肝素制剂市占率 10.3%、达肝素制剂市占率 36.6%，我们认为公司的依诺肝素和那屈肝素制剂仍有市占率提升空间。

**国内肝素制剂集采: 预计制剂利润有正增长。**在第八批集采中，公司依诺肝素注射剂中标量 484.13 万支、那屈肝素注射剂中标量 1008.47 万支，2022 年年报公告公司 2022 年依诺肝素注射剂和那屈肝素注射剂销售量分别为 1329 万支和 1092 万支，考虑到中标外市场开拓、未分类肝素份额下降、公司出厂价降幅等因素，我们预计此次集采中公司两个中标制剂对利润影响不大，源于：① **从量的角度看**，根据 Wind 医药库样本医院数据库统计，2022 年依诺肝素制剂销售量 1836 万支、

#### 投资评级: 买入(维持)

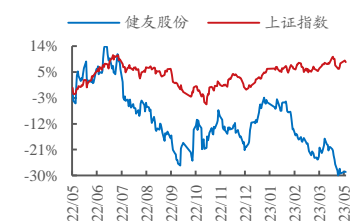
分析师: 孙建  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

分析师: 毛雅婷  
 执业证书号: S1230522090002  
 maoyating@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 14.60
总市值(百万元)	23,609.29
总股本(百万股)	1,617.07

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《健友股份 2022 年三季报点评: 疫情扰动短期, 2023 年新起点》2022.10.30
- 2 《健友股份 2022H1 点评报告: 制剂接力、现金流改善》2022.08.30
- 3 《健友股份 2021 年报及 2022 年一季报点评: 产业升级、动能切换》2022.04.30

那屈肝素制剂销售量 1290 万支、达肝素制剂销售量 633 万支、未分类肝素制剂（包含低分子量肝素钠注射液、低分子量肝素钙注射液、低分子量肝素钙注射液等）销售量 1787 万支，总销售量约 5546 万支，其中未分类肝素制剂销售量占比 32.2%、原研（赛诺菲+辉瑞+GSK）销售量占比 30%，假设样本医院销售量放大 4 倍，对应总肝素制剂（不含标准肝素制剂）销售量约 2.2 亿支，我们预计未分类肝素用量下降、原研占比下降有望带来额外量增空间。②从价的角度看，我们以公司在 2023 年 3 月 30 日公告的集采中标公告中披露的 2022 年 1-9 月依诺肝素制剂和那屈肝素制剂的销售额估算，2022 年公司两个产品的平均销售价格略高于集采中标价，考虑到集采后销售费用的节约，我们预计两个产品的综合利润率变动不大。综合看，我们预计达肝素制剂销售利润增加、集采中标两个产品销售利润基本持平，2023 年公司肝素制剂利润仍有正增长。

**国内非肝素制剂：**根据公司年报披露的中标量和中标价数据，我们估算 2022 年公司国内非肝素制剂收入实现高增长，主要由苯磺顺阿曲库铵注射液、注射用盐酸苯达莫司汀等贡献。考虑到集采新中标增量、医院诊疗需求恢复，我们预计 2023-2024 年公司国内非肝素制剂有望较快速增长。

**③制剂出口：预计 2023 年品种梯队丰富、非肝素制剂销售额增长提速。**根据公司年报，美国收入看，2022 年 Meitheal 收入 11.8 亿元、同比增长 13.7%、占公司总收入约 31.9%；美国以外收入看，“报告期内欧洲销售收入较 2021 年增长超过 100%，巴西销售收入较 2021 年增长超过 200%”。针对非肝素制剂，从品种获批看，2022 年公司获批 11 个 ANDA，其中注射用培美曲塞二钠、注射用盐酸万古霉素、注射用硼替佐米（2020 年 3 月已临时获批，2022 年 7 月随着专利到期而正式获批）等品种市场销售额相对较大，我们预计 2023-2024 年随着产品顺利发货、美国市占率提升，2023Q2 起非肝素制剂出口收入有望明显提速。针对肝素制剂，考虑到 2022 年年报中提及“公司依诺肝素在美国市场占有率近 30%”，我们预计公司的美国依诺肝素制剂市占率提升空间相对有限，美国肝素制剂收入增速可能有所放缓；而从全球看，欧洲、南美等地肝素制剂市占率仍有较大的提升空间，我们预计非美国肝素制剂收入占比有望逐渐提升。

#### □ 盈利能力：预计 2023-2025 年净利率先降后升

**毛利率：预计 2023-2025 年综合毛利率略有下降。**2022 年综合毛利率 52.4%，同比下降 4.33pct；从不同产品的毛利率看，肝素原料药毛利率 40.5%、同比下降 11.8pct，制剂毛利率 58.6%、同比下降 1.3pct，CDMO 及其他产品毛利率 38.6%、同比下降 14.9pct。原料药毛利率看，我们认为肝素原料药毛利率下降主要来自于存货成本滚动上涨，我们根据销售量、销售价、成本结构等估算 2022 年公司的肝素原料药单位粗品成本同比上涨 26.4%，而肝素原料药的售价基本稳定。我们预计 2023 年肝素原料药售价基本稳定、销量有所增长，我们估算公司原料药的存货成本仍低于市场平均价格，预计 2023 年肝素原料药毛利率可能仍有所下降但降幅明显收窄。制剂毛利率看，我们认为毛利率下降可能部分来自于肝素原料药成本上涨后提升了肝素制剂的原材料成本，也可能来自于国内肝素制剂地方集采、非肝素制剂集采收入占比提升后，制剂毛利率有所下降。展望 2023 年，我们预计①制剂出口销售品种增加、运费等成本下降，带来制剂出口毛利率提升；②国内肝素制剂集采后毛利率有所下降；③原料药毛利率有所下降，但收入占比进一步下降。综合看我们预计在收入结构变化、不同业务板块毛利率调整后，2023-2024 年综合毛利率略有下降。

**净利率：预计 2023-2025 年净利率先降后升。**2022 年公司净利率 29.3%，同比提升 0.4pct。从费用率看，2022 年销售费用率下降 0.95pct、管理费用率提升 1.15pct、研发费用率提升 1.11pct、财务费用率下降 5.43pct。展望 2023-2025 年，我们预计国内制剂集采收入占比提升、美国制剂可销售品种丰富后制剂销售费用率有所下降，管理费用率和研发费用率略有下降、基本稳定，美元汇率波动下财务费用率有所提升，在这样的影响下，2023 年净利率有所下降，2024-2025 年有所提升。

### □ 营运效率：发货节奏拖累存货周转率，预计 2023 年有所改善

**存货：**估算肝素粗品存货量进一步下降，预计 2023 年周转率有所提升。公司 2022 年存货周转率与 2021 年相比基本持平，从存货结构看，2022 年期末存货中原材料 24.4 亿元、存货占比 43.5%，原材料余额同比期初下降 13.3%，我们以估算的单位粗品成本代表存货平均成本，估算 2022 年期末存货库存量同比有所下降，我们认为体现出公司肝素粗品战略收储已部分转化为原料药和制剂而有所消耗。2022 年存货余额增加主要由库存商品（同比增加 6.95 亿元）、在产品（同比增加 4 亿元）构成，与年报中体现的制剂库存量同比增加 113.2%、标准肝素原料药库存量同比增加 23.5%一致，我们认为库存商品和在产品的增加主要与 2022 年货运受阻、制剂备货等因素有关。展望 2023 年，我们预计随着制剂出口产品陆续发货，公司存货周转率有望提升。

**现金流：**2022 年经营性应收项目拖累现金流净额。2022 年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增加 2%，购买商品、接受劳务支付的现金同比下降 1.7%，经营活动产生的现金流量净额同比下降 12.9%，经营活动现金流净额下降来自于支付给职工的现金和各项税费的同比增长有关，从补充资料看，经营性应收项目的减少是经营性现金流的主要同比拖累项。我们预计随着公司制剂发货、回款加速，2023 年经营活动现金流有望进一步改善。

### □ 盈利预测与估值

考虑到国内制剂集采、制剂出口收入确认节奏、2023 年拟新发行转债（可能影响财务费用等估算）等因素，我们略下调了 2023-2024 年的盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 12.8、16.4、20.6 亿元（预测的 2023-2024 年归母净利润前值为 14.6、17.8 亿元），2023 年 5 月 5 日收盘价对应 2023 年 18.4 倍 PE。我们认为，2023-2025 年将是公司在肝素产业链前向一体化深入的窗口期，同时也是公司国际化竞争力持续加强的窗口期，从肝素原料药出发，我们预计公司将成为具有国际化竞争力的制剂出口平台，基于公司在质控体系、研发能力等建设的基础，我们持续看好公司利润增长、商业模式延展再上台阶、2023 年制剂出口平台价值兑现，维持“买入”评级。

### □ 风险提示

国内外物流运输环境变化影响生产风险；重磅品种集采流标风险；ANDA 品种获批速度低于预期风险；生产质量事故风险。

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3713	4906	6133	7538
(+/-) (%)	0.71%	32.13%	25.03%	22.91%
归母净利润	1091	1280	1635	2058
(+/-) (%)	2.98%	17.36%	27.74%	25.87%
每股收益(元)	0.67	0.79	1.01	1.27
P/E	21.64	18.44	14.44	11.47

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	8294	9371	10853	12985
现金	1389	1675	2012	2714
交易性金融资产	1	1	1	1
应收账款	974	1160	1373	1597
其它应收款	217	221	276	339
预付账款	25	36	45	56
存货	5616	6237	7109	8236
其他	73	41	36	42
<b>非流动资产</b>	1716	2057	2389	2693
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	931	1325	1687	2022
无形资产	119	107	86	59
在建工程	251	267	245	230
其他	416	358	371	382
<b>资产总计</b>	10010	11428	13242	15678
<b>流动负债</b>	2705	2866	3027	3391
短期借款	1957	1887	1805	1883
应付款项	505	696	877	1086
预收账款	4	20	25	30
其他	238	264	320	392
<b>非流动负债</b>	1138	1079	1094	1104
长期借款	500	500	500	500
其他	638	579	594	604
<b>负债合计</b>	3843	3946	4121	4494
少数股东权益	-3	-1	2	6
归属母公司股东权	6171	7484	9119	11177
<b>负债和股东权益</b>	10010	11428	13242	15678

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	595	808	849	1042
净利润	1087	1283	1639	2063
折旧摊销	140	84	109	132
财务费用	(128)	59	16	12
投资损失	(27)	(18)	(20)	(22)
营运资金变动	(81)	2	(43)	(39)
其它	(394)	(602)	(851)	(1104)
<b>投资活动现金流</b>	(400)	(421)	(415)	(405)
资本支出	(354)	(469)	(419)	(419)
长期投资	7	0	0	0
其他	(54)	48	4	14
<b>筹资活动现金流</b>	(311)	(100)	(98)	66
短期借款	386	(70)	(82)	78
长期借款	500	0	0	0
其他	(1197)	(30)	(16)	(12)
<b>现金净增加额</b>	(116)	287	337	703

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3713	4906	6133	7538
营业成本	1768	2399	3025	3744
营业税金及附加	31	25	31	38
营业费用	452	530	644	754
管理费用	166	196	245	264
研发费用	264	314	399	490
财务费用	(128)	59	16	12
资产减值损失	10	12	15	19
公允价值变动损益	(5)	(5)	(5)	(5)
投资净收益	27	18	20	22
其他经营收益	0	(0)	(0)	(0)
<b>营业利润</b>	1174	1383	1773	2235
营业外收支	12	17	14	16
<b>利润总额</b>	1185	1399	1788	2250
所得税	99	117	149	188
<b>净利润</b>	1087	1283	1639	2063
少数股东损益	(4)	3	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	1091	1280	1635	2058
EBITDA	1309	1488	1892	2365
EPS (最新摊薄)	0.67	0.79	1.01	1.27

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	0.71%	32.13%	25.03%	22.91%
营业利润	-0.71%	17.82%	28.26%	26.01%
归属母公司净利润	2.98%	17.36%	27.74%	25.87%
<b>获利能力</b>				
毛利率	52.38%	51.10%	50.68%	50.34%
净利率	29.26%	26.15%	26.72%	27.36%
ROE	18.86%	18.76%	19.70%	20.27%
ROIC	12.39%	13.02%	14.29%	15.07%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	38.39%	34.52%	31.12%	28.67%
净负债比率	63.94%	60.49%	55.94%	53.02%
流动比率	3.07	3.27	3.59	3.83
速动比率	0.99	1.09	1.24	1.40
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.41	0.46	0.50	0.52
应收账款周转率	4.15	4.61	4.74	4.91
应付账款周转率	3.77	4.17	4.13	4.10
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.67	0.79	1.01	1.27
每股经营现金	0.37	0.50	0.53	0.64
每股净资产	3.82	4.63	5.64	6.91
<b>估值比率</b>				
P/E	21.64	18.44	14.44	11.47
P/B	3.83	3.15	2.59	2.11
EV/EBITDA	23.12	16.35	12.64	9.85

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>