

健友股份(603707)

报告日期: 2023年06月29日

国际化生物药企再进一步

——健友股份许可协议公告点评

投资要点

□ 在公司制剂出口平台品种梯队丰富、国际化合作加速落地的窗口期，我们持续坚定看好公司从医药高端制造药企向综合制剂出口平台、国际化生物药企前进，孤儿药 XTMA B-16 合作落地有望构成公司中期新增长曲线。

□ 事件：孤儿药合作落地，制剂国际化平台再验证

2023年6月28日，公司公告与 Xentria 签署许可协议暨关联交易，协议主要内容为“Xentria 授予被许可方在许可区域开发和商业化 XTMA B 的独占许可，并向被许可方/被许可方代表转让与 XTMA B 相关的专利、技术和专有知识”。公告重点内容包括：

①项目基本情况：XTMA B-16 是一种靶向肿瘤坏死因子 α 的嵌合人-鼠单克隆 IgG1-kappa 抗体，适应症看“目前已经证明 XTMA B-16 对肺结节病患者有治疗作用，将更好地阻止纤维化的进展”，“根据美国国家医药图书馆收录的研究报告，美国每 10 万人中约有 60 人患有结节病，患病率约 0.06%”；临床阶段看，“XTMA B 于 2020 年 11 月获得美国 FDA 的孤儿药资格认定，相关研究已进入临床二期”。

②合作支付费用：根据公司公告，支付条款包括预付许可费（500 万美元）、开发里程碑费用（以临床阶段、申报情况等为里程碑，总金额 7500 万美元）。

③收益分成：XTMA B 销售收益的 25%，直到孤儿药独占期届满且收益分成支付金额累计达到 6 亿美元；在此之后，销售分成为 5%。

④项目评估：根据公告中沃克森（北京）国际资产评估有限公司对 XTMA B-16 项目的评估，预计“截至评估基准日 2023 年 4 月 30 日，XTMA B-16 在研项目的市场价值为 36,871.05 万美元”。

□ 观点：从医药高端制造到国际化生物药企的关键一步

①从制剂国际化的增长曲线看，公司已处于品种梯队初成、加速成长期：2023 年以来，公司正式获批 5 个 ANDA，其中大产品包括注射用盐酸苯达莫司汀（2022 年美国销售额约为 4 亿美元）、盐酸布比卡因注射液（2022 年美国市场销售额约 6 亿美元）。②从创新升级的新增长动能看，公司生物药 CDMO 项目合作持续推进，我们认为 2023 年 6 月正式合作的 XTMA B-16 有望成为公司的欧美高端制剂国际化、生物制剂探索的重要开端，合作对公司制剂出口的意义更多体现在推进公司从医药高端制造向综合制剂出口平台、国际化生物药企前进，更好的发挥“桥头堡”作用。在公司制剂出口加速期，我们持续看好公司的品种合作、国际化平台价值兑现。

□ 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等因素，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 12.8、16.3、20.5 亿元，2023 年 6 月 29 日收盘价对应 2023 年 16.6 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。

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	¥ 13.11
总市值(百万元)	21,194.26
总股本(百万股)	1,616.65

股票走势图



相关报告

- 《制剂升级新起点》
2023.05.06
- 《健友股份 2022 年三季度报点评：疫情扰动短期，2023 年新起点》
2022.10.30
- 《健友股份 2022H1 点评报告：制剂接力、现金流改善》
2022.08.30

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3713	4906	6063	7378
(+/-) (%)	0.71%	32.13%	23.59%	21.68%
归母净利润	1091	1280	1628	2046
(+/-) (%)	2.98%	17.36%	27.17%	25.66%
每股收益(元)	0.67	0.79	1.01	1.27
P/E	19.43	16.56	13.02	10.36

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
流动资产	8294	9371	10828	12925
现金	1389	1675	2115	2938
交易性金融资产	1	1	1	1
应收账款	974	1160	1357	1562
其它应收款	217	221	273	332
预付账款	25	36	45	55
存货	5616	6237	7001	7995
其他	73	41	36	42
非流动资产	1716	2057	2389	2693
金融资产类	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
资产总计	10010	11428	13218	15618
流动负债	2705	2866	3009	3350
短期借款	1957	1887	1805	1883
应付款项	505	696	864	1054
预收账款	4	20	24	30
其他	238	264	316	384
非流动负债	1138	1079	1094	1104
长期借款	500	500	500	500
其他	638	579	594	604
负债合计	3843	3946	4103	4454
少数股东权益	(3)	(1)	2	6
归属母公司股东权益	6171	7484	9112	11158
负债和股东权益	10010	11428	13218	15618

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	595	808	951	1158
净利润	1087	1283	1631	2050
折旧摊销	140	84	109	132
财务费用	(128)	59	15	8
投资损失	(27)	(18)	(20)	(22)
营运资金变动	(81)	2	(40)	(39)
其它	(394)	(602)	(744)	(972)
投资活动现金流	(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
筹资活动现金流	(311)	(100)	(97)	70
短期借款	386	(70)	(82)	78
长期借款	500	0	0	0
其他	(1197)	(30)	(15)	(8)
现金净增加额	(116)	287	440	823

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3713	4906	6063	7378
营业成本	1768	2399	2979	3634
营业税金及附加	31	25	30	37
营业费用	452	530	637	738
管理费用	166	196	243	258
研发费用	264	314	394	480
财务费用	(128)	59	15	8
资产减值损失	10	12	15	18
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)
营业利润	1174	1383	1765	2221
营业外收支	12	17	14	16
利润总额	1185	1399	1780	2236
所得税	99	117	148	187
净利润	1087	1283	1631	2050
少数股东损益	(4)	3	3	4
归属母公司净利润	1091	1280	1628	2046
EBITDA	1309	1488	1883	2347
EPS (最新摊薄)	0.67	0.79	1.01	1.27

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	0.71%	32.13%	23.59%	21.68%
营业利润	-0.71%	17.82%	27.69%	25.79%
归属母公司净利润	2.98%	17.36%	27.17%	25.66%
获利能力				
毛利率	52.38%	51.10%	50.86%	50.74%
净利率	29.26%	26.15%	26.91%	27.79%
ROE	18.86%	18.76%	19.62%	20.18%
ROIC	12.39%	13.02%	14.23%	14.97%
偿债能力				
资产负债率	38.39%	34.52%	31.04%	28.52%
净负债比率	63.94%	60.49%	56.17%	53.51%
流动比率	3.07	3.27	3.60	3.86
速动比率	0.99	1.09	1.27	1.47
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.46	0.49	0.51
应收账款周转率	4.15	4.61	4.71	4.89
应付账款周转率	3.77	4.17	4.10	4.07
每股指标(元)				
每股收益	0.67	0.79	1.01	1.27
每股经营现金	0.37	0.50	0.59	0.72
每股净资产	3.82	4.63	5.63	6.90
估值比率				
P/E	19.43	16.56	13.02	10.36
P/B	3.44	2.83	2.33	1.90
EV/EBITDA	23.12	14.73	11.37	8.81

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>