



# 健友股份 (603707.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 注射剂占比持续提升，美国收入增五成

### 事件

2023年8月28日，公司发布半年报，2023年上半年营业收入23亿元，同比增加16.63%；归母/扣非净利润6.25/6.11亿元，同比增长1.70%/-0.62%。业绩符合预期。

### 点评

注射剂出口高增长，国内制剂受集采降价影响，盈利持平。(1)公司上半年营收23亿中，海外收入16.84亿，占公司总营收73%。海外收入中超过8亿为Meitheal的制剂收入，同比高增49.7%。

(2)公司美国地区控股子公司Meitheal已建立完善的销售渠道和运营渠道，部分产品在美国市场拥有了相对稳定的市场占有率。公司凭借无菌注射剂领域清晰的市场地位以及产品质量和营销能力持续巩固竞争壁垒，保障制剂销售业绩稳定增长。(3)受益中美双报政策，公司仿制药产品在国外审批上市后可进入“优先审批”通道，审批速度加快：1H23，公司产品注射用盐酸吉西他滨获得国家药品监督管理局药品注册批件，目前公司无菌注射剂除肝素类制剂外，在中国已有十多个覆盖不同治疗领域的产品获批，且均通过或视同通过一致性评价，国内注射剂产品管线不断丰富。

(4)2023年3月，公司依诺肝素钠注射液、那曲肝素钙注射液在第八批全国药品集中采购中标，在集采的增量加持下，公司基础肝素制剂产品市场份额持续扩大，国内制剂收入保持增长。

产能、研发与BD并举，中美制剂批件数快速上升，全球化布局厚积薄发在即。(1)目前公司已有6条通过美国食药监局(FDA)批准的产线，上半年研发投入1.6亿，同比增长24%，研发团队超500人。公司子公司与Xentria签约合作开发的肺结节病新药XTMAB-16已进入临床二期。(2)截止2023年上半年，公司及子公司共拥有86项境外药品注册批件，26项中国药品注册批件。(3)Meitheal作为美国本土专业的采购、制药与注射剂销售一体化的成熟团队，能够直接面对GPO、IDN/PN以及美国三大批发商，并保持长期稳定的合作，为公司在美国制剂销售的快速增长奠定了基础。

### 盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计2023/24/25年公司营收45/55/69亿元，同比增长21%/22%/25%；归母净利润12.24/16.05/21.36亿元，同比增长12%/31%/33%。维持“买入”评级。

### 风险提示

集采等药品采购政策、市场竞争、地缘政治影响海外销售等风险。

### 医药组

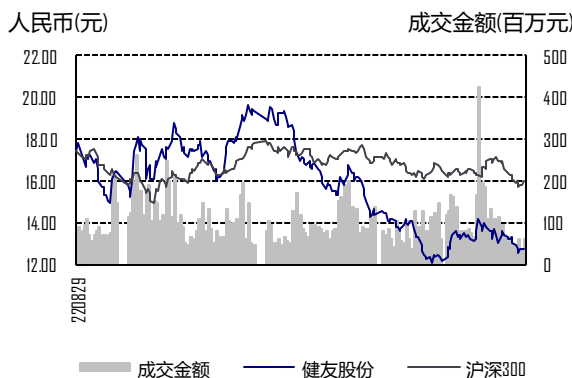
分析师：赵海春 (执业S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.72元

### 相关报告：

- 《健友股份三季度点评-原料药下降，制剂上升，物流影响季度滞后》，2022.10.30
- 《健友股份点评-2#线获FDA批准，依诺肝素注射剂产能翻倍》，2022.10.16
- 《健友股份点评-Meitheal实力再升级，助力白紫美国商业化》，2022.9.27



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,687	3,713	4,500	5,490	6,863
营业收入增长率	26.48%	0.71%	21.20%	22.00%	25.00%
归母净利润(百万元)	1,059	1,091	1,224	1,605	2,136
归母净利润增长率	31.41%	2.98%	12.22%	31.11%	33.11%
摊薄每股收益(元)	0.852	0.675	0.757	0.993	1.321
每股经营性现金流净额	0.55	0.37	1.10	0.41	0.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.70%	17.68%	17.16%	18.89%	20.56%
P/E	49.31	26.74	16.80	12.81	9.63
P/B	9.71	4.73	2.88	2.42	1.98

来源：公司年报、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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,915	3,687	3,713	4,500	5,490	6,863
增长率	26.5%	0.7%	21.2%	22.0%	25.0%	
主营业务成本	-1,196	-1,596	-1,768	-2,025	-2,416	-2,985
%销售收入	41.0%	43.3%	47.6%	45.0%	44.0%	43.5%
毛利	1,719	2,091	1,945	2,475	3,074	3,877
%销售收入	59.0%	56.7%	52.4%	55.0%	56.0%	56.5%
营业税金及附加	-5	-22	-31	-38	-46	-57
%销售收入	0.2%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-446	-484	-452	-518	-549	-618
%销售收入	15.3%	13.1%	12.2%	11.5%	10.0%	9.0%
管理费用	-104	-122	-166	-149	-165	-192
%销售收入	3.6%	3.3%	4.5%	3.3%	3.0%	2.8%
研发费用	-188	-221	-264	-239	-264	-275
%销售收入	6.4%	6.0%	7.1%	5.3%	4.8%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	976	1,241	1,032	1,533	2,051	2,736
%销售收入	33.5%	33.7%	27.8%	34.1%	37.4%	39.9%
财务费用	-58	-73	128	-126	-218	-294
%销售收入	2.0%	2.0%	-3.5%	2.8%	4.0%	4.3%
资产减值损失	-52	-10	-10	-9	-8	-11
公允价值变动收益	0	9	-5	-20	-20	-20
投资收益	10	15	27	22	22	22
%税前利润	1.1%	1.3%	2.3%	1.6%	1.2%	0.9%
营业利润	877	1,182	1,174	1,400	1,827	2,432
%营业收入	30.1%	32.1%	31.6%	31.1%	33.3%	35.4%
营业外收支	38	22	12	-6	0	0
税前利润	915	1,204	1,185	1,394	1,827	2,432
利润率	31.4%	32.7%	31.9%	31.0%	33.3%	35.4%
所得税	-118	-140	-99	-167	-219	-292
所得税率	12.9%	11.6%	8.3%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	797	1,064	1,087	1,226	1,608	2,140
少数股东损益	-9	5	-4	2	3	4
归属于母公司的净利润	806	1,059	1,091	1,224	1,605	2,136
净利率	27.7%	28.7%	29.4%	27.2%	29.2%	31.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	797	1,064	1,087	1,226	1,608	2,140
少数股东损益	-9	5	-4	2	3	4
非现金支出	137	104	150	143	154	170
非经营收益	46	48	-147	160	46	46
营运资金变动	-1,546	-532	-493	247	-1,143	-1,654
经营活动现金净流	-566	684	595	1,777	666	703
资本开支	-294	-440	-470	-237	-230	-230
投资	-888	597	36	-52	-20	-20
其他	9	14	33	22	22	22
投资活动现金净流	-1,173	170	-400	-267	-228	-228
股权募资	227	41	0	-16	0	0
债权募资	762	-560	-81	-1,337	0	0
其他	984	-394	-231	-340	-290	-290
筹资活动现金净流	1,973	-912	-311	-1,693	-290	-290
现金净流量	225	-39	-132	-183	147	184

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	494	659	1,389	1,201	1,345	1,527
应收款项	895	1,066	1,216	1,205	1,434	1,748
存货	4,457	4,894	5,616	5,676	6,770	8,367
其他流动资产	922	311	74	71	79	91
流动资产	6,768	6,930	8,294	8,152	9,629	11,733
%总资产	87.7%	84.3%	82.9%	82.6%	84.3%	86.3%
长期投资	3	26	62	67	67	67
固定资产	533	827	1,181	1,274	1,354	1,422
%总资产	6.9%	10.1%	11.8%	12.9%	11.8%	10.5%
无形资产	278	316	339	360	364	368
非流动资产	952	1,287	1,716	1,716	1,799	1,870
%总资产	12.3%	15.7%	17.1%	17.4%	15.7%	13.7%
资产总计	7,720	8,217	10,010	9,868	11,428	13,603
短期借款	2,132	1,571	1,957	0	0	0
应付款项	589	599	623	895	1,056	1,291
其他流动负债	84	97	124	767	804	848
流动负债	2,806	2,266	2,705	1,662	1,859	2,139
长期贷款	0	0	500	500	500	500
其他长期负债	1,170	548	638	574	571	569
负债	3,976	2,814	3,843	2,737	2,931	3,208
普通股股东权益	3,722	5,378	6,171	7,133	8,496	10,389
其中：股本	934	1,244	1,617	1,617	1,617	1,617
未分配利润	2,229	2,765	3,438	4,420	5,782	7,676
少数股东权益	22	25	-3	-1	2	6
负债股东权益合计	7,720	8,217	10,010	9,868	11,428	13,603

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.863	0.852	0.675	0.757	0.993	1.321
每股净资产	3.985	4.324	3.816	4.412	5.255	6.427
每股经营现金净流	-0.606	0.550	0.368	1.099	0.412	0.434
每股股利	0.300	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	21.66%	19.70%	17.68%	17.16%	18.89%	20.56%
总资产收益率	10.44%	12.89%	10.90%	12.40%	14.04%	15.70%
投入资本收益率	12.14%	14.73%	10.34%	16.61%	19.02%	21.14%
增长率						
主营业务收入增长率	18.03%	26.48%	0.71%	21.20%	22.00%	25.00%
EBIT 增长率	44.48%	27.18%	-16.83%	48.47%	33.82%	33.36%
净利润增长率	33.25%	31.41%	2.98%	12.22%	31.11%	33.11%
总资产增长率	52.02%	6.43%	21.82%	-1.42%	15.81%	19.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	73.4	80.2	88.0	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	1,179.5	1,069.3	1,084.9	1,023.0	1,023.0	1,023.0
应付账款周转天数	107.1	96.7	96.8	93.0	93.0	93.0
固定资产周转天数	54.2	60.6	91.5	74.1	58.7	44.8
偿债能力						
净负债/股东权益	51.23%	20.86%	25.27%	-2.96%	-4.18%	-5.17%
EBIT 利息保障倍数	17.0	17.1	-8.0	12.2	9.4	9.3
资产负债率	51.50%	34.25%	38.39%	27.73%	25.64%	23.58%

来源：公司年报、国金证券研究所



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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-11-02	买入	37.28	N/A
2	2022-04-20	买入	28.15	N/A
3	2022-04-27	买入	25.19	N/A
4	2022-08-03	买入	18.51	N/A
5	2022-08-30	买入	17.55	N/A
6	2022-09-27	买入	15.06	N/A
7	2022-10-16	买入	17.55	N/A
8	2022-10-30	买入	16.22	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。

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





**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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究