

## 健友股份 (603707.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 32.35 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.34
已上市流通 A 股(亿股)	9.33
总市值(亿元)	302.20
年内股价最高最低(元)	57.35/32.05
沪深 300 指数	5519
上证指数	3596



## 注射剂美中双报优势开始兑现，集采受益在即

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,700	2,470	3,128	3,895	4,858
营业收入增长率	52.81%	45.25%	26.67%	24.52%	24.71%
归母净利润(百万元)	425	605	824	1,129	1,553
归母净利润增长率	35.11%	42.50%	36.24%	37.00%	37.57%
摊薄每股收益(元)	0.769	0.842	0.882	1.209	1.663
每股经营性现金流净额	0.12	-1.17	0.45	0.54	0.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.54%	20.39%	21.84%	23.17%	24.31%
P/E	24.42	49.26	36.67	26.76	19.45
P/B	4.28	10.05	8.01	6.20	4.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 健友股份于 2021 年 1 月 18 日发布公告, 公司子公司健进制药收到国家药监局通知, 盐酸苯达莫司汀 (规格: 25mg、100mg) 和白消安 (规格: 10ml: 60mg) 获批生产, 发给药品注册证书。

## 点评

- **6000 亿注射剂市场变局在即, 注射剂龙头地位渐显。**(1) 2020 年 10 月 21 日, 国家药审中心发布《关于注射剂一致性评价补充材料相关事宜的通知》, 明确发补需 80 天内补回, 逾期不批; 如果自觉无法通过, 可主动撤回, 完善后重新申报。中国注射剂市场品质洗牌在即。(2) 拥有美国 ANDA 的共线产品, 不但可快速在中国申请上市且视同过一致性, 更能籍此抢先进入集采, 跳过从零开拓市场的阶段, 而快速获得销售份额。(3) 健友股份在近三年 (2018/2019/2020) 已分别获批美国非肝素类注射剂 ANDA 批件 6 个、5 个与 8 个 (2020 年还斩获 3 个肝素类批件)。公司目前累计获批美国 FDA 的注射剂批件 30 个/品规 46 个, 其中非肝素类 24 个/品规 32 个, 批件数为中国药企中此类批件第一。
- **美中双报优势兑现开始, 集采受益在即。**(1) 一致性过评快: 公司抗肿瘤注射剂盐酸苯达莫司汀与白消安, 分别于 2020 年 4 月获美国 FDA 暂批 (待美国专利到期即可上市) 和 2020 年 10 月获 FDA 批准。时隔数月, 即获国家药监局批准生产上市, 且白消安为国内首家过一致性评价。(2) 竞争格局好: 白消安, 主要适用于联合环磷酰胺, 作为慢性髓性白血病同种异体的造血祖细胞移植前的预处理方案。目前国内上市品种为原研企业大冢制药和华润双鹤药业两家。盐酸苯达莫司汀, 国内亦仅原研与正大天晴两家在售。(3) 我们认为, 公司此类品种将陆续在国内上市, 并将 1-2 年内开始受益于集采而销量跃升。

## 盈利预测与投资建议

- 我们认为肝素行业景气向上, 而公司丰厚的注射剂管线正处于厚积薄发的兑现起点。维持公司 2020/21 的营收 31.28/38.95 亿元, 净利润 8.24/11.29 亿元, EPS0.882/1.209 元的盈利预测, 目前股价对应 2020/21 的 PE 分别为 37/27 倍。维持公司“买入”评级。

## 风险提示

- 高货值库存与较长的库存周转时间的风险。
- 国家医改政策对制剂市场价格影响的风险。

## 相关报告

1. 《健友股份-吉西他滨 ANDA 获美国 FDA 批准点评-吉西他滨获批...》, 2020.12.15
2. 《健友股份点评-阿扎胞苷获批 ANDA, 国际化注射剂再下一城》, 2020.11.4
3. 《健友股份点评-1 日获批 2ANDA, 注射剂厚积薄发, 兑现伊始》, 2020.10.27
4. 《肝素制剂快速上升, 其他注射剂兑现可期-健友股份 2020 年 3 季...》, 2020.10.11
5. 《拥中美欧 28 项上市批文, 注射剂主业初长成-健友股份中报点评》, 2020.8.1

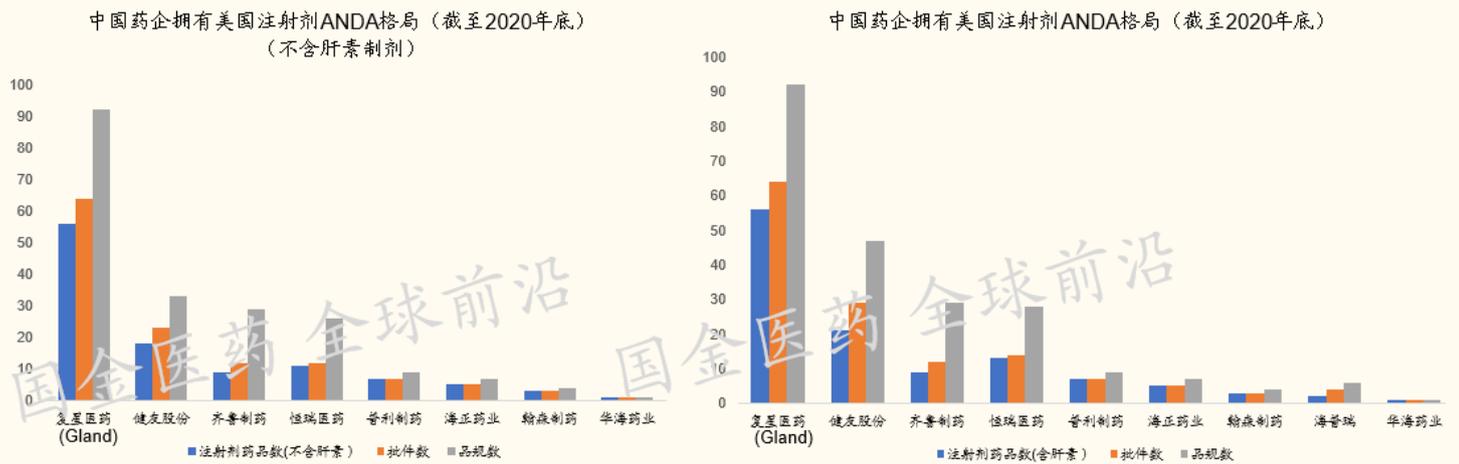
赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001  
(8621)61038261  
zhaohc@gjzq.com.cn

图表 1：健友股份近 6 年获得美国注射剂批件的历年分布-提速显著（截至 2020 年底）



来源：FDA 官网，国金证券研究所

图表 2：健友股份在中国产地企业中，获美国注射剂 ANDA 数居首（Gland 为印度生产企业）



来源：FDA 官网，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)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,113	1,700	2,470	3,128	3,895	4,858
增长率		52.8%	45.2%	26.7%	24.5%	24.7%
主营业务成本	-597	-859	-1,204	-1,447	-1,743	-2,066
%销售收入	53.6%	50.5%	48.8%	46.3%	44.7%	42.5%
毛利	516	841	1,265	1,681	2,152	2,792
%销售收入	46.4%	49.5%	51.2%	53.7%	55.3%	57.5%
营业税金及附加	-4	-4	-4	-5	-6	-8
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-47	-248	-358	-450	-562	-701
%销售收入	4.2%	14.6%	14.5%	14.4%	14.4%	14.4%
管理费用	-123	-37	-61	-94	-117	-146
%销售收入	11.1%	2.2%	2.5%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	0	-101	-166	-156	-164	-175
%销售收入	0.0%	6.0%	6.7%	5.0%	4.2%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	342	451	676	975	1,304	1,762
%销售收入	30.8%	26.5%	27.4%	31.2%	33.5%	36.3%
财务费用	4	0	-16	-54	-40	-21
%销售收入	-0.4%	0.0%	0.7%	1.7%	1.0%	0.4%
资产减值损失	-1	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	9	11	3	3	3
%税前利润	1.9%	1.9%	1.6%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	352	460	668	925	1,267	1,744
营业利润率	31.7%	27.1%	27.0%	29.6%	32.5%	35.9%
营业外收支	4	7	13	0	0	0
税前利润	356	468	680	925	1,267	1,744
利润率	32.0%	27.5%	27.5%	29.6%	32.5%	35.9%
所得税	-42	-43	-74	-101	-138	-190
所得税率	11.8%	9.2%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
净利润	314	425	606	824	1,129	1,554
少数股东损益	0.0	0.0	1.3	-0.1	0.2	0.3
归属于母公司的净利润	314	425	605	824	1,129	1,553
净利率	28.2%	25.0%	24.5%	26.3%	29.0%	32.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	314	425	606	824	1,129	1,553
少数股东损益	0.0	0.0	1.3	-0.1	0.2	0.3
非现金支出	42	40	45	49	53	57
非经营收益	-11	-3	-1	61	67	55
营运资金变动	-577	-397	-1,489	-516	-742	-823
经营活动现金净流	-231	64	-838	419	508	842
资本开支	-81	-83	-115	-53	-55	-60
投资	-520	278	-51	150	0	0
其他	8	9	12	3	3	3
投资活动现金净流	-593	204	-154	100	-52	-57
股权募资	458	20	6	17	0	0
债权募资	203	-3	1,048	600	-200	-300
其他	-29	-66	-99	-105	-100	-95
筹资活动现金净流	632	-49	956	512	-300	-395
现金净流量	-193	219	-36	1,030	156	390

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	73	435	364	1,395	1,550	1,941
应收款项	247	257	459	553	688	858
存货	1,294	1,952	3,274	3,918	4,718	5,592
其他流动资产	578	195	191	139	153	169
流动资产	2,192	2,838	4,289	6,004	7,110	8,560
%总资产	81.3%	83.4%	84.5%	88.2%	89.9%	91.4%
长期投资	3	4	1	1	1	1
固定资产	403	471	482	474	468	463
%总资产	14.9%	13.9%	9.5%	7.0%	5.9%	4.9%
无形资产	47	76	253	266	274	282
非流动资产	503	564	790	801	803	806
%总资产	18.7%	16.6%	15.5%	11.8%	10.1%	8.6%
资产总计	2,695	3,402	5,078	6,805	7,913	9,366
短期借款	323	320	1,368	1,500	1,300	1,000
应付款项	250	589	601	921	1,110	1,322
其他流动负债	34	39	64	63	82	107
流动负债	607	947	2,033	2,484	2,492	2,429
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	36	34	41	509	509	509
负债	642	981	2,074	2,993	3,002	2,938
普通股股东权益	2,052	2,421	2,966	3,774	4,874	6,390
其中：股本	424	552	718	934	934	934
未分配利润	906	1,241	1,714	2,510	3,609	5,125
少数股东权益	0	0	38	37	38	38
负债股东权益合计	2,695	3,402	5,078	6,805	7,913	9,366

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.742	0.769	0.842	0.882	1.209	1.663
每股净资产	4.846	4.383	4.129	4.040	5.217	6.840
每股经营现金净流	-0.546	0.116	-1.167	0.448	0.543	0.902
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.030	0.032	0.040
回报率						
净资产收益率	15.31%	17.54%	20.39%	21.84%	23.17%	24.31%
总资产收益率	11.66%	12.48%	11.91%	12.11%	14.27%	16.59%
投入资本收益率	12.71%	14.93%	13.77%	14.95%	17.30%	19.80%
增长率						
主营业务收入增长率	91.22%	52.81%	45.25%	26.67%	24.52%	24.71%
EBIT增长率	136.56%	31.70%	49.86%	44.37%	33.69%	35.14%
净利润增长率	22.15%	35.11%	42.50%	36.24%	37.00%	37.57%
总资产增长率	76.97%	26.26%	49.26%	34.00%	16.28%	18.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.1	43.5	41.8	53.2	53.2	53.2
存货周转天数	601.3	689.3	791.8	988.0	988.0	988.0
应付账款周转天数	31.9	84.7	90.7	90.7	90.7	90.7
固定资产周转天数	89.9	52.4	61.7	46.7	36.0	27.7
偿债能力						
净负债/股东权益	12.17%	-4.74%	31.54%	14.48%	3.99%	-7.70%
EBIT利息保障倍数	-78.8	-1,441.4	41.9	18.2	33.0	82.5
资产负债率	23.84%	28.84%	40.85%	43.99%	37.93%	31.37%

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	1	3	13	24
增持	0	2	2	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.67	1.40	1.41	1.00

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	2019-12-02	买入	37.65	44.12~44.12
2	2020-03-25	买入	46.07	N/A
3	2020-04-22	买入	54.70	N/A
4	2020-08-01	买入	47.22	N/A
5	2020-10-11	买入	43.76	N/A
6	2020-10-27	买入	37.98	N/A
7	2020-11-04	买入	39.88	N/A
8	2020-12-15	买入	38.10	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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402