

健友股份(603707)

报告日期: 2021年4月27日

点评报告

公司研究——化学制药行业

证券研究报告

一体化、国际化成长加速兑现

——健友股份 2020 年报及 2021 一季报点评

✍ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎ : 联系人: 毛雅婷
✉ : maoyating@stocke.com.cn

报告导读

我们强调健友股份在产业链一体化、国际化窗口期的成长属性，看好制剂国际化推进节奏超预期。

投资要点

□ 业绩表现：净利润稳健增长，经营性现金流明显改善

事件：公司发布 2020 年报及 2021 一季报，2020 年收入同比增长 18%、归母净利润同比增长 33.3%、经营活动产生的现金流净额同比增长 32.8%；2021Q1 收入同比增长 20.3%、归母净利润同比增长 33.2%、经营活动产生的现金流净额同比增长 106.8%。

□ 增长结构：国际制剂收入占比快速提升

①美国制剂出口：根据公司年报，2020 年 Meitheal 收入近 1 亿美金 (yoy+785.53%)。从品种看，针对肝素制剂，“肝素和低分子肝素制剂自 2019 年底获批上市后，在报告期内达到近 3000 万支的销售业绩，仅一年之内，市场占有率迅速达到 20%”；针对非肝素制剂，“有多个注射剂品种在几个月内快速占据了美国 8-12% 的市场份额”。我们认为，公司在美国肝素制剂业务增速超出我们的预期；从公司美国制剂销售新增量看，我们预期美国肝素制剂仍将保持快速增长。

②非美国地区制剂出口：代理模式下，2020 年销售收入同比增长 123.1%。我们预期非美地区国际化有望进一步放大公司肝素一体化优势、拓展全球天花板。

③国内制剂：2020 年国内制剂同比增长 20.4%，其中国内依诺肝素制剂同比增长 25%。我们预期，假如未来 1-2 年内国内肝素制剂集采，短期可能消化部分存量降价压力，但从国内肝素制剂市场销售结构看，我们认为 1-3 年维度内增量占优。

④肝素原料药：2020 年标准肝素原料药收入同比下降 14.4%、毛利率同比提升 14.4pct；从销售和产量看，2020 年销售量同比下降 44.8%、生产量同比下降 5.9%，销量/产量大幅下降（2020 年约为 57%，明显低于 2019 年的 98%）。我们认为，这表明公司加速推进肝素制剂前向一体化；伴随着公司制剂收入占比快速提升、肝素原料药收入占比持续下降，我们认为公司在制剂领域的成长性和竞争力将越来越突出。此外，我们估算 2020 年公司单位粗品成本同比增加 15-20%，远低于 2020 年海关总署披露的全国肝素出口平均价涨幅（约 54%），我们认为，这是公司战略收储和产业链管理优势的体现。

□ 增长动量：预期一体化、国际化成长加速兑现

①一体化&国际化战略推进：2020 年公司制剂收入同比增长 93.5%、原料药收入占比 49.4%，制剂库存同比增长 243.7%；考虑到 ANDA 获批后运输、渠道放量节奏，我们预期 2021 年国际制剂仍大幅带动业绩增长。公司 2021Q1 净利润率达到了历史较高水平（单季度 30.9%），我们看好美国制剂收入占比提升后，净利润率提升的潜力。

②看好非肝素、新制剂立项、上市推进：根据公司年报披露申报项目，处于资

评级

增持

上次评级 增持

当前价格 ¥41.08

单季度业绩

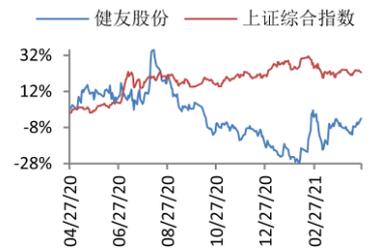
元/股

1Q/2021 0.29

4Q/2020 0.20

3Q/2020 0.22

2Q/2020 0.28



公司简介

健友股份是中国早期从事肝素提取纯化和开发肝素类粘多糖产品结构确认方法的制药企业之一，至今已从事肝素产品的生产超过 20 年。

相关报告

1《健友股份深度报告：受益于特有资源产业升级的肝素龙头》2021.02.22

料审核阶段项目 16 个，其中 2 个项目中美双报；在研项目 21 个。2020 年公司新获批 ANDA 有 17 个，我们看好公司制剂注册、申报效率，看好非肝素制剂增长迈入新阶段。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.13、1.52、2.01 元/股，2021 年 4 月 26 日收盘价对应 2021 年 36 倍 PE。我们认为，公司肝素原料药战略收储、合规产能具有比较优势；2021-2023 年公司出口制剂有望快速形成产品梯队（具备原料药优势大品种+竞争格局好的难品种+普通品种），公司欧美制剂出口有望超预期。综合考虑公司的比较优势和成长逻辑认知预期差，维持“增持”评级。

□ 风险提示

生产质量事故风险，新产品获批慢于预期风险，重磅品种集采流标风险，出口锁汇带来的业绩波动性风险，存货占比过高风险，行业政策变动风险。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2915	3489	4415	5625
(+/-)	18.0%	19.7%	26.6%	27.4%
净利润	806	1057	1421	1881
(+/-)	32.0%	31.1%	34.5%	32.4%
每股收益(元)	0.86	1.13	1.52	2.01
P/E	47.60	36.32	27.01	20.40

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	6768	6953	8670	10387	营业收入	2915	3489	4415	5625
现金	494	3028	3703	4075	营业成本	1196	1285	1642	2094
交易性金融资产	846	0	0	0	营业税金及附加	5	7	9	11
应收账款	788	490	619	788	营业费用	446	576	684	787
其它应收款	107	70	88	112	管理费用	104	140	177	225
预付账款	21	64	82	105	研发费用	188	227	287	366
存货	4457	3211	4106	5235	财务费用	58	79	26	20
其他	55	90	72	72	资产减值损失	52	(1)	1	1
非流动资产	952	1078	1305	1808	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	10	10	10	10
长期投资	3	3	3	3	其他经营收益	(0)	0	0	0
固定资产	433	524	642	873	营业利润	877	1188	1600	2131
无形资产	105	120	138	154	营业外收支	38	25	31	28
在建工程	100	200	267	511	利润总额	915	1213	1631	2159
其他	311	231	255	266	所得税	118	156	210	279
资产总计	7720	8031	9976	12195	净利润	797	1057	1421	1881
流动负债	2806	2050	2572	2910	少数股东损益	(9)	0	0	0
短期借款	2132	1274	1591	1666	归属母公司净利润	806	1057	1421	1881
应付款项	502	565	723	921	EBITDA	1072	1323	1696	2230
预收账款	27	70	88	112	EPS (最新摊薄)	0.86	1.13	1.52	2.01
其他	144	142	170	211	主要财务比率				
非流动负债	1170	1165	1167	1167		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	1170	1165	1167	1167	营业收入	18.03%	19.68%	26.56%	27.40%
负债合计	3976	3215	3739	4078	营业利润	30.28%	35.44%	34.71%	33.19%
少数股东权益	22	22	22	22	归属母公司净利润	32.05%	31.06%	34.50%	32.36%
归属母公司股东权益	3722	4793	6214	8095	获利能力				
负债和股东权益	7720	8031	9976	12195	毛利率	58.96%	63.18%	62.80%	62.77%
					净利率	27.33%	30.29%	32.18%	33.44%
					ROE	23.89%	24.68%	25.71%	26.21%
					ROIC	14.67%	18.52%	18.48%	19.44%
					偿债能力				
					资产负债率	51.50%	40.04%	37.48%	33.44%
					净负债比率	53.64%	39.61%	42.56%	40.85%
					流动比率	2.41	3.39	3.37	3.57
					速动比率	0.82	1.83	1.77	1.77
					营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.44	0.49	0.51
					应收帐款周转率	4.97	5.49	7.98	8.00
					应付帐款周转率	3.41	3.50	4.49	4.48
					每股指标(元)				
					每股收益	0.86	1.13	1.52	2.01
					每股经营现金	(0.61)	3.04	0.66	0.91
					每股净资产	3.98	5.13	6.65	8.67
					估值比率				
					P/E	47.60	36.32	27.01	20.40
					P/B	10.31	8.01	6.18	4.74
					EV/EBITDA	31.38	27.71	21.39	16.14

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“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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>