

公司研究

医药生物/化学制药/化学原料药

健友股份 (603707)

——制剂国际化高速发展，成为核心增长驱动力

事件：

公司发布了 2020 年年报及 2021 年一季度报。2020 年，公司实现营业总收入 291,488.09 万元，比上年同期增 18.03%；实现归属于母公司股东净利润 80,612.22 万元，比上年同期增长 33.25%，实现扣除非经常性损益后归属于母公司净利润 76,727.74 万元，比上年同期增长 30.63%。2021 年一季度，公司实现营业收入 88,305.26 万元，同比增长 20.28%；归属于上市公司股东的净利润 27,289.82 万元，同比增长 33.51%。

事件点评：

◆公司收入结构显著优化，制剂业务高速增长，占比首次超过原料药业务。2020 年，公司实现营业总收入 291,488.09 万元，其中标准肝素原料药实现营业收入 130,415.40 万元（同比下降 14.42%），占主营业务收入的 44.80%；制剂实现营业收入 147,412.30 万元（同比增长 93.48%），占主营业务收入的 50.63%；CDMO 及其他类产品实现营业收入 13,305.05 万元（同比下降 26.70%），占主营业务收入的 4.57%。公司收入结构进一步优化，制剂首次超过原料药业务。

◆肝素原料药保持景气态势，公司 API 业务方面处于稳定态势。1) 上游肝素粗品落后产能的逐步淘汰，国际肝素需求量稳步增长，下游制剂厂商进入补库存周期等因素，肝素原料药逐渐步入良好的上升通道。根据海关总署的数据，2020 年 12 月份我国肝素出口均价为 11,484.89 美元/千克，同比上涨 27.06%。2) 肝素原料药业务作为为公司提供现金流的业务，2020 年处于稳定状态。公司自 2015 年采取的战略库存策略，在 2020 年原料药价格成功向下游传导的情况下，公司毛利率水平达到了历史最高，达到 56.14%，高于同行业约 15%-20%，有明显的竞争优势。这是公司战略库存拉动业绩成功的开始，未来该部分毛利率将处于相对稳定的地位。

◆注射剂国际化头部企业，制剂将成为公司未来 3-5 年核心驱动力。公司从供给欧美质量的粗品肝素原料为起点，沿着原料药

主要数据(截至 4 月 28 日收盘)：

当前股价	44.04 元
投资评级	买入
评级变动	上调
总股本	9.34 亿股
流通股本	9.33 亿股

长城国瑞证券研究所

分析师：

胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：0592-5162118

地址：厦门市思明区莲前西路 2 号

莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司



相关报告:

公司研究: 健友股份 (603707) ——
夯实高品质肝素原料药利基, 加速制
剂国际化_2020. 10. 16

出口、国内制剂、制剂出口、CDMO、创新药迭代升级的发展道路, 形成了这几个板块的产业群。随着依诺肝素制剂产品 2016 年起陆续在中国、美国、欧洲以及南美国家获批, 最近十年公司制剂业务快速发展, 特别最近三年, 公司以每年获 FDA 十多个注射剂批件的速度, 快速积累品种池, 除肝素制剂以外有二十多个无菌注射剂在美国 FDA 获得批准。截至 2020 年底, 公司已跃升为拥有美国注射剂 ANDA 数最多的中国本土生产企业, 公司制剂出口业务占公司整体制剂业务比重已经超过 50%, 是中国注射剂国际化的头部企业。基于在美、欧规范市场的研发、注册、渠道优势, 公司正不断加快国际化制剂业务建设, 制剂业务将是未来 3-5 年公司发展的主要驱动力。

◆国外制剂业务爆发式增长, 公司已形成核心竞争优势。疫情对医疗资源的占用导致整体医药市场萎缩、公司新产品上市延期, 对公司业务造成一定影响。从 2020 年度整体来看, 由于依诺肝素是新冠治疗指南的组成药品, 国外市场对依诺制剂的需求逐渐加大, 因此疫情后期对公司业务的影响较小。2020 年, 制剂国际销售迎来爆发性增长。2019 年 10 月公司收购美国本土企业 Meitheal 后, 结合 Meitheal 在 GPO、渠道端的优势, 不断加强客户黏性, 突破竞争格局。2020 年, Meitheal 营业收入达到 68,687.06 万元, 同比增长 785.53%。其中, 肝素及低分子肝素制剂自 2019 年底获批上市后, 在 2020 年达到近 3000 万支的销售业绩, 仅一年之内, 市场占有率迅速达到 20%。随着公司业务制剂化的成功落地, 制剂带来的销售收入及利润增长率将逐年增加。国外市场中, 对非美市场, 公司目前主要采取代理方式, 选择当地具有较大影响力的大代理商进行合作, 2020 年销售收入较 2019 年增长了 123.10%。在欧洲、南美市场也实现依诺肝素注射液销售零突破。我们认为公司在美国市场能够成功的核心竞争优势在于, 公司已完成研发、注册知识工程体系的建设, 即将 FDA 最新规范、检测标准、研发中的共性和创新点以及对生产的高效支持, 综合成一个开发知识体系。这个知识工程体系能帮助人员快速成长, 提升研发效率, 以此造就了全球领先的研发、报批速度。同时, 公司通过收购 Meitheal 打通了美国 GPO、IDN/PN 以及三大药品批发商的终端渠道, 建立了美国市场“注册-生产-销售”全链条的贯通能力。

◆国内制剂业务销售、渠道开拓取得积极进展。1) 虽然受到新冠肺炎疫情的影响, 2020 年医院诊疗人数大幅下滑, 根据国家卫健委数据, 公立医院诊疗人次下降 13%, 民营医院诊疗人次不足前者五分之一, 导致公司国内制剂业务推进速度放缓, 国内制剂业务的营业收入较 2019 年增长了 20.36%, 其中国内依诺肝素钠制剂



的销售额仍然达到了 25% 的增长率，销量突破 1,000 万支。2) 公司持续拓展互联网应用，深度开发市场需要的学术能力，使用大数据技术，通过跟踪医院规模、科室医生状态等信息进行分析后给出明确推广建议，最终达到提升销量的目标。推进地市级、县级医院市场的开拓力度，2020 年公司医院开发速度维持高速增长。

◆中美研发注册双报成果丰硕，为快速占领市场份额奠定基础，获批、申报及引进品种市场规模近百亿美元。1) 公司研发投入不断加强，经过过去 5-8 年的不懈努力，近几年公司在研发方面不断收获丰硕的果实，产品注册连续获得重大成果。随着拥有的批件数量越来越多，公司商业化品种不断增加，市场推广持续推进，终于出现了在制剂领域多品种发展的蓬勃态势。2020 年，公司研发投入 22,144.85 万元，同比增长 15.84%。公司主要的研发项目进展顺利，研发管线囊括了抗感染、抗肿瘤、泌尿系统、抗凝血、麻醉药等适应症领域，研发产品均是市场需求大、需求稳定的优质通用名药，包括白消安注射液、盐酸吉西他滨注射液、骨化醇注射液、肝素钠注射液、注射用硼替佐米、乳酸米力农注射液、注射用盐酸苯达莫司汀等 14 个 ANDA 申请获得美国 FDA 批准。2) 国内注册申报方面也迎来了突破性的转折点。截至 2021 年 4 月 27 日，除了抗凝制剂产品外，公司共获得三个产品注册批件，包括白消安注射液（国内市场规模约 1.6 亿元）、注射用盐酸苯达莫司汀（国内市场规模约 3 亿元）、苯磺顺阿曲库铵注射液（国内市场规模约 26 亿元），是公司在无菌注射剂领域开启了新阶段的标志。依诺肝素制剂公司已向国家药监局提交其通过美国 FDA 审批并上市销售的资料，预计依诺肝素制剂在 2021 年通过一致性评价的概率较大。随着疫情国内状况逐渐明朗，2021 年公司将全面展开新产品在国内的销售，国内制剂业务将为公司带来新的增量。2) 非肝素类注射剂领域，公司已有 19 个注射剂药品（包括度骨化醇注射液、盐酸吉西他滨注射液、盐酸苯达莫司汀注射液、苯磺顺阿曲库铵注射液）的批件，这些品种总体年销售规模在 40-50 亿美元。加上公司已经和正在引进的批件品种和正在申报的品种，涉及产品领域的总体年销售额在近百亿美元左右。随着未来公司新批件的节奏加快和注射剂商业化的效率的提高，后期美国市场将出现质的突破。

◆盈利能力提升，经营现金流改善，库存预计仍会增加。1) 2020 年，公司综合毛利率为 58.96%，较上年提升 7.72Pct，主要因公司高毛利的制剂业务占比提升所致。2) 2020 年，公司经营性现金流净额为 -5.66 亿元，上年末为 -8.41 亿元。分季度来看，2020 年下半年以来，经营性现金流净额逐季显著改善，2020Q3、2020Q4、2021Q1 分别为 -2.42 亿元、-3.73 百万元、6.15 百万元。3) 截止



2020 年度底，公司存货 44.57 亿元，增加 11.83 亿元，主要系原材料价格上涨以及海外制剂业务扩展导致海外备货所致，其中海外备货导致存货增长是主因。公司制剂业务从采购原材料到终端销售约有 12 个月的周期，随着公司制剂业务的增长，预计公司库存仍会增加。

投资建议：

我们预计公司 2021-2023 年的净利润分别为 10.55/13.48/15.59 亿元，EPS 分别为 1.13/1.44/1.67 元，当前股价对应 P/E 分别为 39/31/26 倍。考虑公司肝素原料药作为现金流业务稳定；制剂国际化快速发展，增长后劲足，已形成“注册-生产-销售”全链条的核心竞争优势，我们将其评级由“增持”上调为“买入”。

风险提示：

存货减值风险；应收账款坏账风险；制剂化进展不及预期；汇率波动风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,914.88	3,656.82	4,594.99	5,281.55
增长率(%)	18.03	25.45	25.66	14.94
净利润(百万元)	806.12	1,055.40	1,347.76	1,558.87
增长率(%)	33.25	30.92	27.70	15.66
EPS(元/股)	0.86	1.13	1.44	1.67
市盈率(P/E)	51.56	39.38	30.84	26.66
市净率(P/B)	11.16	9.55	7.83	6.45

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所



表：盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2020	2021E	2022E	2023E	利润表	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	493.55	621.66	781.15	897.86	营业收入	2,914.88	3,656.82	4,594.99	5,281.55
应收账款	890.52	774.74	1,315.19	1,084.07	营业成本	1,196.27	1,473.44	1,822.14	2,080.71
预付账款	21.17	84.17	46.10	102.66	营业税金及附加	4.92	6.17	7.76	8.91
存货	4,457.42	5,065.18	6,711.04	6,736.27	营业费用	446.19	559.77	703.38	808.47
其他	905.43	925.39	913.01	930.93	管理费用	103.90	130.35	163.58	188.02
流动资产合计	6,768.09	7,471.14	9,766.48	9,751.81	财务费用	57.57	72.41	90.98	104.57
长期股权投资	3.26	3.26	3.26	3.26	资产减值损失	-39.61	-30.00	-30.00	-30.00
固定资产	433.15	602.15	837.20	1,027.89	公允价值变动收益	0.40	0.40	0.00	0.00
在建工程	99.68	299.81	419.89	371.93	投资净收益	10.16	10.00	10.00	10.00
无形资产	159.12	143.52	127.91	112.30	其他	258.10	274.47	335.62	379.79
其他	257.05	256.83	256.61	256.39	营业利润	876.98	1,159.82	1,491.53	1,731.06
非流动资产合计	952.27	1,305.57	1,644.87	1,771.77	营业外收入	37.82	37.82	37.82	37.82
资产总计	7,720.36	8,776.70	11,411.35	11,523.58	营业外支出	0.17	0.17	0.17	0.17
短期借款	2,132.43	3,065.71	4,670.37	3,495.61	利润总额	914.63	1,197.47	1,529.18	1,768.71
应付账款	488.61	546.06	733.47	727.63	所得税	117.98	154.46	197.25	228.14
其他	185.03	385.73	289.57	463.05	净利润	796.65	1,043.01	1,331.93	1,540.57
流动负债合计	2,806.06	3,997.49	5,693.40	4,686.29	少数股东损益	-9.47	-12.40	-15.83	-18.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	806.12	1,055.40	1,347.76	1,558.87
应付债券	1,125.42	375.14	375.14	375.14					
其他	44.32	44.32	44.32	44.32	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	1,169.74	419.46	419.46	419.46	成长能力				
负债合计	3,975.80	4,416.95	6,112.86	5,105.75	营业收入	18.03%	25.45%	25.66%	14.94%
少数股东权益	22.12	9.73	-6.10	-24.41	营业利润	31.36%	32.25%	28.60%	16.06%
股本	934.16	934.16	934.16	934.16	归属于母公司净利润	33.25%	30.92%	27.70%	15.66%
资本公积	157.77	157.77	157.77	157.77	获利能力				
留存收益	2,642.91	3,415.87	4,370.43	5,508.08	毛利率	58.96%	59.71%	60.35%	60.60%
其他	-12.41	-157.77	-157.77	-157.77	净利率	27.66%	28.86%	29.33%	29.52%
股东权益合计	3,744.56	4,359.75	5,298.49	6,417.83	ROE	21.66%	24.26%	25.41%	24.20%
负债和股东权益总计	7,720.36	8,776.70	11,411.35	11,523.58	ROIC	20.90%	19.43%	22.25%	18.64%
					偿债能力				
现金流量表	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	51.50%	50.33%	53.57%	44.31%
经营活动现金流	-566.85	835.72	-570.99	2,007.26	流动比率	2.41	1.87	1.72	2.08
资本支出	160.77	400.00	400.00	200.00	速动比率	0.82	0.60	0.54	0.64
长期投资	2.32	0.00	0.00	0.00	营运能力				
其他	-1,335.88	-790.40	-790.00	-390.00	应收账款周转率	4.39	4.39	4.40	4.40
投资活动现金流	-1,172.79	-390.40	-390.00	-190.00	存货周转率	0.75	0.77	0.78	0.79
债权融资	3,257.85	3,440.85	5,045.51	3,870.75	总资产周转率	0.46	0.44	0.46	0.46
股权融资	107.82	-217.77	-90.98	-104.57					
其他	-1,392.37	-3,540.30	-3,834.05	-5,466.73	每股指标（元）	2020	2021E	2022E	2023E
筹资活动现金流	1,973.30	-317.22	1,120.48	-1,700.55	每股收益	0.86	1.13	1.44	1.67
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	-0.61	0.89	-0.61	2.15
现金净增加额	234.66	128.11	159.49	116.71	每股净资产	3.98	4.66	5.68	6.90

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。