

美法仑在美获批上市，国际化制剂战略持续推进

投资要点

- **事件:**2021年5月31日公司发布公告,子公司产品注射用盐酸美法仑获得FDA批准,将于近期安排在美国上市销售,有望对公司今年业绩产生积极影响。
- **注射用盐酸美法仑加速获批,出口制剂市占率有望进一步提升。**注射用盐酸美法仑用于不适合口服给药治疗的多发性骨髓瘤患者的姑息治疗。其原研产品ALKERAN (APOTEX 研发) 于1992年最先在美国上市,2020年该产品在美国的销售额为5466万美元,截止目前美国共13家获批,主要竞争对手为MYLAN、FRESENIUS KABI、DR REDDYS等,国内目前仅有1家ACROTECH进口获批。公司已经跃升为拥有美国注射剂ANDA数最多的国内企业,本次新品种获批有利于公司在成本优势、产能充足下提升海外制剂市占率。
- **制剂业务成为业绩主要增长点。**公司制剂业务20年实现收入14.7亿元,同比增长93%,收入占比为50%,首次超过原料药业务,成为公司的业务重心。海外制剂方面,2020年收入接近1亿美金,同比增长约786%,其中肝素类制剂市占率在上市一年内达到20%,非肝素制剂随着新批件加速申报并快速实现商业化有望提升占比,公司的海外制剂销售平台实力强劲,多个品种在几个月内快速实现美国8~12%的市场份额,海外制剂收入有望维持高增长态势。国内制剂方面,肝素制剂在2020年疫情影响下仍然维持了25%的增速,随国内疫情得到有利控制,业务增速有望得到提升。
- **研发投入加大力度,渠道销售优势明显。**公司持续加强新产品研发力度,此次新获批的注射用盐酸美法仑项目上已投入研发费用约1537万元。近三年公司产品申报获批ANDA速度达10个/年,是国企中在美获批速度最快的企业。截止目前,2021年公司已有4个注射剂在美获批上市,多品类注射剂国际化逻辑持续兑现。公司在美国市场渠道销售优势明显,采用本地化策略直接面对GPO、IDN/PN以及美国三大批发商,维持稳定合作关系。公司研发+渠道双管齐下,持续推进海外制剂战略。
- **盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年EPS分别为1.17元、1.53元和1.99元,对应估值分别为37倍、28倍和22倍。肝素原料药保持高景气度,公司制剂出口将持续放量。维持“持有”评级。
- **风险提示:**肝素原料药价格及销量不及预期;制剂产品销售不及预期;ANDA获批不及预期;研发进展不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2914.88	3876.79	5043.71	6299.59
增长率	18.03%	33.00%	30.10%	24.90%
归属母公司净利润(百万元)	806.12	1095.39	1426.02	1862.37
增长率	33.25%	35.88%	30.18%	30.60%
每股收益EPS(元)	0.86	1.17	1.53	1.99
净资产收益率ROE	21.27%	24.02%	24.74%	25.38%
PE	46	37	28	22
PB	9.99	8.27	6.52	5.11

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
 执业证号: S1250520030002
 电话: 021-68416017
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	9.34
流通A股(亿股)	9.34
52周内股价区间(元)	30.46-64.57
总市值(亿元)	385.81
总资产(亿元)	86.40
每股净资产(元)	4.12

相关研究

1. 健友股份(603707): 再获阿扎胞苷ANDA批号, 海外制剂放量可期 (2020-11-06)
2. 健友股份(603707): 新增ANDA批号, 海外制剂有望持续放量 (2020-10-28)
3. 健友股份(603707): 业绩稳健增长, 海外制剂持续放量 (2020-10-14)
4. 健友股份(603707): 业绩稳健高增长, 制剂收入占比提升 (2020-07-31)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2914.88	3876.79	5043.71	6299.59	净利润	796.65	1082.53	1409.27	1840.50
营业成本	1196.27	1667.02	2168.79	2708.82	折旧与摊销	84.77	70.70	70.70	70.70
营业税金及附加	4.92	6.95	8.76	11.01	财务费用	57.57	1.98	2.58	3.22
销售费用	446.19	632.21	787.20	863.51	资产减值损失	-39.61	-19.81	-29.71	-24.76
管理费用	103.90	157.57	215.09	262.35	经营营运资本变动	-1577.83	-1531.62	-1996.18	-2098.33
财务费用	57.57	1.98	2.58	3.22	其他	112.59	-4.36	-1.58	27.04
资产减值损失	-39.61	-19.81	-29.71	-24.76	经营活动现金流净额	-565.85	-400.58	-544.92	-181.63
投资收益	10.16	10.13	10.23	10.19	资本支出	-32.51	-268.74	-321.45	-383.27
公允价值变动损益	0.40	0.20	0.23	0.25	其他	-1140.28	-38.74	-48.61	-49.30
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1172.79	-307.48	-370.06	-432.57
营业利润	876.98	1200.56	1573.27	2063.35	短期借款	764.06	921.48	1249.17	1024.35
其他非经营损益	37.65	24.28	26.81	27.77	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	914.63	1224.85	1600.08	2091.13	股权融资	17.09	0.00	0.00	0.00
所得税	117.98	142.32	190.81	250.63	支付股利	-82.90	-161.22	-219.08	-285.20
净利润	796.65	1082.53	1409.27	1840.50	其他	1275.05	-158.06	1.58	0.64
少数股东损益	-9.47	-12.86	-16.75	-21.87	筹资活动现金流净额	1973.30	602.19	1031.67	739.79
归属母公司股东净利润	806.12	1095.39	1426.02	1862.37	现金流量净额	224.78	-105.87	116.69	125.59
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	493.55	387.68	504.37	629.96	成长能力				
应收和预付款项	916.48	968.84	1320.76	1683.65	销售收入增长率	18.03%	33.00%	30.10%	24.90%
存货	4457.42	6239.78	8145.65	10161.69	营业利润增长率	31.36%	36.90%	31.04%	31.15%
其他流动资产	900.63	918.73	940.68	964.31	净利润增长率	31.41%	35.88%	30.18%	30.60%
长期股权投资	3.26	3.26	3.26	3.26	EBITDA 增长率	39.83%	24.91%	29.32%	29.80%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	481.59	671.67	912.84	1215.31	毛利率	58.96%	57.00%	57.00%	57.00%
无形资产和开发支出	276.68	284.82	294.58	304.86	三费率	20.85%	20.42%	19.92%	17.92%
其他非流动资产	190.74	239.63	298.53	358.09	净利率	27.33%	27.92%	27.94%	29.22%
资产总计	7720.36	9714.41	12420.67	15321.13	ROE	21.27%	24.02%	24.74%	25.38%
短期借款	2132.43	3053.91	4303.08	5327.43	ROA	10.32%	11.14%	11.35%	12.01%
应付和预收款项	581.95	856.06	1081.20	1357.68	ROIC	16.44%	15.91%	15.79%	16.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.97%	32.84%	32.65%	33.93%
其他负债	1261.42	1298.37	1340.13	1384.47	营运能力				
负债合计	3975.80	5208.34	6724.41	8069.58	总资产周转率	0.46	0.44	0.46	0.45
股本	934.16	934.16	934.16	934.16	固定资产周转率	6.98	10.07	15.78	24.78
资本公积	157.77	157.77	157.77	157.77	应收账款周转率	4.97	4.92	5.34	5.05
留存收益	2485.14	3419.31	4626.25	6203.41	存货周转率	0.31	0.31	0.30	0.30
归属母公司股东权益	3722.44	4496.81	5703.75	7280.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.59%	—	—	—
少数股东权益	22.12	9.26	-7.49	-29.36	资本结构				
股东权益合计	3744.56	4506.07	5696.26	7251.55	资产负债率	51.50%	53.61%	54.14%	52.67%
负债和股东权益合计	7720.36	9714.41	12420.67	15321.13	带息债务/总负债	81.94%	80.24%	80.73%	79.97%
					流动比率	2.41	2.11	1.97	1.95
					速动比率	0.82	0.56	0.50	0.48
					股利支付率	10.28%	14.72%	15.36%	15.31%
					每股指标				
					每股收益	0.86	1.17	1.53	1.99
					每股净资产	3.98	4.81	6.11	7.79
					每股经营现金	-0.61	-0.43	-0.58	-0.19
					每股股利	0.09	0.17	0.23	0.31
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1019.33	1273.25	1646.55	2137.28					
PE	46.12	36.70	27.90	21.50					
PB	9.99	8.27	6.52	5.11					
PS	12.76	9.59	7.37	5.90					
EV/EBITDA	38.17	31.33	24.88	19.56					
股息率	0.22%	0.43%	0.59%	0.77%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn