

健友股份(603707.SH)

海外收入保持快速增长，制剂出口逻辑持续验证

推荐（维持）

现价：30.62元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.nkf-pharma.com
大股东/持股	谢菊华/27.79%
实际控制人	谢菊华,唐咏群,丁莹
总股本(百万股)	1,217
流通A股(百万股)	1,214
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	373
流通A股市值(亿元)	372
每股净资产(元)	3.29
资产负债率(%)	52.1

行情走势图



相关研究报告

《健友股份*2020年报及2021一季报点评：制剂出口由量变到质变，出口收入迎爆发式增长》2021-04-26

证券分析师

韩盟盟 投资咨询资格编号
S1060519060002
HANMENG005@pingan.com.cn

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
YEYIN757@pingan.com.cn



事项：

公司公布 2021 年半年度报告，实现收入 17.51 亿元，同比增长 25.47%；实现归母净利润 5.56 亿元，同比增长 36.00%；实现扣非后归母净利润 5.37 亿元，同比增长 32.92%。公司业绩符合预期。

平安观点：

■ **公司业绩表现亮眼，费用率降低：**2021H1 公司实现收入 17.51 亿元 (+25.47%)，归母净利润 5.56 亿元 (+36.00%)，表现亮眼；其中 Q2 单季度实现收入 8.68 亿元 (+31.22%)，归母净利润 2.83 亿元 (+38.49%)，保持良好增长态势。2021H1 公司毛利率 57.47% (-2.79 pp)，主要是由于制剂销售加速上涨（我们预计海外制剂业务毛利率仍低于整体毛利率）以及销售运输成本增加；净利率为 31.66% (+2.51 pp)，得益于各项费用率的下降，其中销售费用率 13.01% (-1.34 pp)，管理费用率 2.56% (-1.83 pp)，研发费用率 5.47% (-1.36 pp)，财务费用率 -0.24% (-1.61 pp)。上半年公司经营性现金流为 1.47 亿元 (+145.97%)，主要是由于销售形成稳定回款以及收入大于采购。

■ **制剂业务占比持续提升，毛利率预计持续提升：**2021H1 肝素原料药业务维持稳定，预计在 7 亿元左右，毛利率有所提升；国内低分子肝素制剂销售达 1300 万支，同比增长超 3 成，我们预计国内制剂收入约 3.7 亿元；制剂出口方面，美国子公司 Meitheal 收入超过 7000 万美金，增长超 6 成，肝素制剂全球销售超 4000 万支，同比增加约 7 成，预计制剂出口整体收入接近 6 亿元；CDMO 业务收入同比增长 100%。则制剂业务合计收入约 9.5 亿元，占比 54%，较 2020 全年进一步提升。根据公司公告，2017-2019 年公司制剂出口毛利率分别为 -9.37%、31.56%、41.15%，而根据我们测算，2020 年毛利率约为 46%，制剂出口毛利率呈快速提升趋势。

■ **制剂出口市场空间广阔，中美双报促进国内制剂放量：**目前公司有近 40 个产品在美国、欧洲、南美上市，其中美国市场非肝素制剂领域有 20 多个批件，对应 2020 年美国市场销售约 18 亿美元，我们预计公司仍将保持

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,470	2,915	4,040	5,263	6,541
YOY(%)	45.2	18.0	38.6	30.3	24.3
净利润(百万元)	605	806	1,177	1,578	2,040
YOY(%)	42.5	33.3	46.0	34.0	29.3
毛利率(%)	51.2	59.0	59.7	59.8	60.9
净利率(%)	24.5	27.7	29.1	30.0	31.2
ROE(%)	20.4	21.7	25.3	27.0	27.6
EPS(摊薄/元)	0.50	0.66	0.97	1.30	1.68
P/E(倍)	61.6	46.2	31.6	23.6	18.3
P/B(倍)	12.6	10.4	8.3	6.5	5.1

每年 10 个以上 ANDA 的获批速度,加上引进和在研品种,美国市场涉及品种总销售额近百亿美元,市场空间巨大。凭借 Meitheia 强大的销售能力,多个注射剂品种几个月内快速占据了美国 10% 的市场份额,苯磺顺阿曲库铵占比近 30%,博来霉素和吉西他滨占比约 20%。同时在中美双报政策支持下,国内批文落地也呈加速趋势,2021H1 共获得 4 个批件,且苯磺顺阿曲库铵和盐酸苯达莫司汀中标第五批集采,我们看好国内制剂的进一步放量。

- **公司是国内注射剂出口龙头,维持“推荐”评级:**公司在注射剂研发、生产、销售全产业链布局,竞争优势明显。随着出口收入持续高速放量,制剂出口逻辑进一步得到强化。考虑到公司制剂业务及 CDMO 业务高速增长,以及股本变化,我们将公司 2021-2023 年 EPS 预测调整为 0.97 元、1.30 元和 1.68 元(原预测为 1.21 元、1.62 元和 2.04 元),当前股价对应 2021 年 PE 仅 32 倍,维持“推荐”评级。
- **风险提示:**1) 原料药价格波动风险:肝素粗品是公司主要成本构成,目前公司拥有较大粗品和原料药库存,若原料药价格出现急剧下滑,或对公司业绩产生不利影响;2) 制剂研发不及预期:公司在研品种众多,且多为中美双报,申报难度更大,受多种因素影响,存在落地速度不及预期可能;3) 制剂出口不及预期:部分制剂产品美国市场竞争激烈,存在销售不及预期可能。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,768	7,111	8,997	10,768
现金	494	404	526	654
应收票据及应收账款	788	737	960	1,193
其他应收款	107	130	170	211
预付账款	21	85	111	138
存货	4,457	4,731	6,153	7,437
其他流动资产	901	1,024	1,078	1,134
非流动资产	952	864	771	676
长期投资	3	5	7	9
固定资产	433	379	323	264
无形资产	105	95	84	71
其他非流动资产	410	384	358	332
资产总计	7,720	7,975	9,769	11,443
流动负债	2,806	2,393	3,259	3,657
短期借款	2,132	1,383	1,945	2,067
应付票据及应付账款	502	771	1,003	1,213
其他流动负债	171	239	311	378
非流动负债	1,170	908	646	382
长期借款	1,125	864	601	338
其他非流动负债	44	44	44	44
负债合计	3,976	3,302	3,905	4,039
少数股东权益	22	18	13	7
股本	934	1,217	1,217	1,217
资本公积	158	196	196	196
留存收益	2,631	3,242	4,438	5,985
归属母公司股东权益	3,722	4,655	5,851	7,398
负债和股东权益	7,720	7,975	9,769	11,443

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-566	1,285	306	867
净利润	797	1,173	1,572	2,034
折旧摊销	85	90	94	98
财务费用	58	123	106	108
投资损失	-10	-10	-10	-10
营运资金变动	-1,557	-96	-1,461	-1,366
其他经营现金流	63	3	3	3
投资活动现金流	-1,173	5	5	5
资本支出	291	0	0	-0
长期投资	-888	0	0	0
其他投资现金流	-576	5	5	5
筹资活动现金流	1,973	-1,379	-188	-744
短期借款	764	-749	562	122
长期借款	1,125	-261	-262	-264
其他筹资现金流	84	-369	-488	-602
现金净增加额	225	-90	122	128

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,915	4,040	5,263	6,541
营业成本	1,196	1,628	2,118	2,560
税金及附加	5	8	10	12
营业费用	446	598	779	968
管理费用	104	111	144	180
研发费用	188	257	335	417
财务费用	58	123	106	108
资产减值损失	-40	-18	-23	-29
信用减值损失	-12	-7	-9	-12
其他收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	10	10	10	10
资产处置收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	877	1,299	1,748	2,266
营业外收入	38	19	19	19
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	915	1,319	1,767	2,285
所得税	118	145	194	252
净利润	797	1,173	1,572	2,034
少数股东损益	-9	-4	-5	-7
归属母公司净利润	806	1,177	1,578	2,040
EBITDA	1,057	1,532	1,968	2,491
EPS(元)	0.66	0.97	1.30	1.68

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	18.0	38.6	30.3	24.3
营业利润(%)	31.4	48.2	34.5	29.7
归属于母公司净利润(%)	33.3	46.0	34.0	29.3
获利能力				
毛利率(%)	59.0	59.7	59.8	60.9
净利率(%)	27.7	29.1	30.0	31.2
ROE(%)	21.7	25.3	27.0	27.6
ROIC(%)	19.4	21.3	27.2	27.9
偿债能力				
资产负债率(%)	51.5	41.4	40.0	35.3
净负债比率(%)	73.8	39.4	34.5	23.6
流动比率	2.4	3.0	2.8	2.9
速动比率	0.8	0.9	0.8	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	3.7	5.7	5.7	5.7
应付账款周转率	2.9	3.2	3.2	3.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.97	1.30	1.68
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.47	1.06	0.25	0.71
每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.70	4.68	5.95
估值比率				
P/E	46.2	31.6	23.6	18.3
P/B	10.4	8.3	6.5	5.1
EV/EBITDA	33.2	25.2	19.8	15.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033