

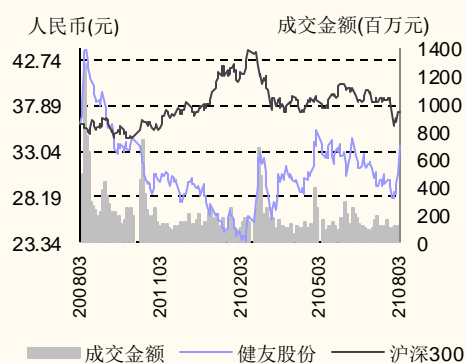
## 健友股份 (603707.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 33.68 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	12.17
已上市流通 A 股(亿股)	12.14
总市值(亿元)	409.84
年内股价最高最低(元)	43.94/23.34
沪深 300 指数	4934
上证指数	3448



## 注射剂出口与美国获批数加速跃升，腾飞在即

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,470	2,915	3,522	4,360	5,486
营业收入增长率	45.25%	18.03%	20.84%	23.78%	25.82%
归母净利润(百万元)	605	806	1,038	1,431	2,030
归母净利润增长率	42.50%	33.25%	28.77%	37.81%	41.87%
摊薄每股收益(元)	0.842	0.863	0.853	1.176	1.668
每股经营性现金流净额	-1.17	-0.72	0.25	1.43	1.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.39%	21.66%	23.21%	24.82%	26.52%
P/E	49.26	40.71	35.89	26.05	18.36
P/B	10.05	8.82	8.33	6.47	4.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2021年8月2日，健友股份发布2021年中报，2021年上半年实现营收、归母净利润和扣非净利润分别为17.51亿元、5.54亿元和5.37亿元，同比增长25%、36%及33%，符合预期。

## 经营分析

- 原料药持稳，注射剂业务高速增长，国内肝素支撑高毛利。**(1) 公司2021年上半年营收与净利润增长分别25%与36%，我们推测主因高毛利的国内肝素市场快速扩张，以及出口制剂销售规模的扩大。(2) 肝素原料药的出口略有下降，但上游原材料价格的上行以及下游海外客户的涨价，或使公司肝素粗品毛利相较2020年同期有所提升。(3) 公司在美国ANDA获批数量稳步提升，同时，在一致性评价的加速下，国内注射剂市场快速打开，较去年同期增长超过三成，更高毛利也提升了公司的利润水平。
- Meitheal 深耕美国市场，非肝素制剂获批步入快速成长通道。**(1) 公司自2019年并购Meitheal以来，凭借本土优势，推动在美国市场的制剂的销售，苯磺顺阿曲库铵注射液目前占美国市场份额近30%。(2) 公司近2年年均申报产品10个，2021年上半年已完成8个产品的获批，并实现全球超过4,000万支肝素及低分子肝素制剂的销售。(3) 截至2021年8月2日，公司共有FDA的ANDA批件40个/药品30个，其中非肝素类注射剂批件34个/药品28个，位居中国本土注射剂生产企业之首。
- 多维度布局，实现“研-产-销”快速反应闭环。**(1) 公司拥有300余人的研发团队，产品覆盖了抗感染、抗肿瘤、泌尿系统等适应症领域。(2) 公司是中国第一批通过美国FDA认证的无菌制剂研发机构。(3) 公司销售推广具有针对性，在美国市场通过Meitheal推动销售，而在中国市场搭建365销售平台，借助互联网思维提高临床医药代表学术推广能力。

## 投资建议与估值

- 我们认为，公司作为具备研发实力的、中美欧注射剂市场的中国头部企业的地位确立。考虑到近期新冠疫情起伏所带来海外市场的不确定性，我们调整盈利预测：将公司2021/22的营收由43.8/62.4亿下调0.5%/13.7%至43.6/54.9亿元，公司2021/22的净利润由11.85/17.72亿元下调17.2%/12.7%到10.38/14.31亿元。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。
- 制剂出口拓展不达预期的风险。原料涨价的风险。

## 相关报告

- 《健友股份深度-从美国仿制药注射剂角度-全球升级，谁与争锋，看...》，2021.3.19
- 《健友股份点评-注射剂美中双报优势开始兑现，集采受益在即》，2021.1.19
- 《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
- 《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
- 《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

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

图表 1: 2019-1H2021 健友股份药品注册获批情况

2019年			2020年			2021年6月30日					
1	注射用盐酸托泊替康	4 mg/vial		1	度骨化醇注射液	4 mcg/2 mL		1	注射用盐酸苯达莫司汀	25 mg ; 100mg	
2	注射用左亚叶酸钙	50 mg/vial			肝素钠注射液	20000 USP Units/1 mL		2	白消安注射液	10ml : 60mg	
	注射用左亚叶酸钙	175 mg/17.5 mL 250 mg/25 mL		2	注射用硼替佐米	3.5mg/Vial		3	注射用吗替麦考酚酯	500 mg/瓶	
3	依诺肝素钠注射液	100 mg/mL等7个规格		3	注射用盐酸苯达莫司汀	25 mg/vial 100 mg/vial		4	甲硫腺新斯的明	0.5mg/ml ; 1mg/ml	
4	苯磺顺阿曲库铵注射液	2 mg/mL (20 mg/10 mL)		4	米力农注射液	1 mg/mL		5	注射用替加环素	50mg/瓶	
5	肝素钠注射液	1000 USP Units/mL 等7个规格		5	达肝素钠注射液	20000 USP Units/1 mL		6	注射用盐酸美法仑	50mg/瓶	
6	依诺肝素钠注射液	100 mg/mL等8个规格		6	阿糖胞苷注射液	3.5mg/Vial		7	米力农注射液	10ml : 10mg 20ml : 20mg 50ml : 50mg	
7	依诺肝素钠注射液	100 mg/mL等5个规格		7	肝素钠注射液	5,000 Units/0.5 mL 5,000 Units/mL		8	注射用达托霉素	500 mg/瓶 ; 350 mg/瓶	
8	那屈肝素钙注射液	0.6ml:6150IU		8	依诺肝素钠注射液	0.4ml : 40mg ( 4000 IU)					
	那屈肝素钙注射液	0.3ml:3075IU		9	白消安注射液	60 mg/10 mL					
				10	注射用阿扎胞苷	100 mg/瓶					
				11	注射用放线菌素	0.5 mg/瓶					
					盐酸吉西他滨注射液	200 mg/5.26 mL, 1 g/26.3 mL, 2 g/52.6 mL					
					苯磺顺阿曲库铵注射液	5ml : 10mg					

注：同一国家的同一产品新增获批规格，不计为新增获批产品种类

来源：公司公告，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)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,700</b>	<b>2,470</b>	<b>2,915</b>	<b>3,522</b>	<b>4,360</b>	<b>5,486</b>
增长率		45.2%	18.0%	20.8%	23.8%	25.8%
主营业务成本	-859	-1,204	-1,196	-1,454	-1,795	-2,247
%销售收入	50.5%	48.8%	41.0%	41.3%	41.2%	41.0%
毛利	841	1,265	1,719	2,068	2,565	3,239
%销售收入	49.5%	51.2%	59.0%	58.7%	58.8%	59.0%
营业税金及附加	-4	-4	-5	-4	-4	-5
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-248	-358	-446	-423	-480	-521
%销售收入	14.6%	14.5%	15.3%	12.0%	11.0%	9.5%
管理费用	-37	-61	-104	-123	-87	-93
%销售收入	2.2%	2.5%	3.6%	3.5%	2.0%	1.7%
研发费用	-101	-166	-188	-176	-187	-192
%销售收入	6.0%	6.7%	6.4%	5.0%	4.3%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	451	676	976	1,343	1,806	2,427
%销售收入	26.5%	27.4%	33.5%	38.1%	41.4%	44.2%
财务费用	0	-16	-58	-198	-191	-131
%销售收入	0.0%	0.7%	2.0%	5.6%	4.4%	2.4%
资产减值损失	1	3	52	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	11	10	15	10	10
%税前利润	1.9%	1.6%	1.1%	1.3%	0.6%	0.4%
营业利润	460	668	877	1,160	1,626	2,306
营业利润率	27.1%	27.0%	30.1%	32.9%	37.3%	42.0%
营业外收支	7	13	38	20	0	0
税前利润	468	680	915	1,180	1,626	2,306
利润率	27.5%	27.5%	31.4%	33.5%	37.3%	42.0%
所得税	-43	-74	-118	-142	-195	-277
所得税率	9.2%	10.9%	12.9%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	425	606	797	1,038	1,431	2,030
少数股东损益	0	1	-9	0	0	0
归属于母公司的净利润	<b>425</b>	<b>605</b>	<b>806</b>	<b>1,038</b>	<b>1,431</b>	<b>2,030</b>
净利率	25.0%	24.5%	27.7%	29.5%	32.8%	37.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	425	606	797	1,038	1,431	2,030
少数股东损益	0	1	-9	0	0	0
非现金支出	40	42	33	86	103	124
非经营收益	-3	-1	46	196	193	135
营运资金变动	-397	-1,489	-1,546	-1,085	-395	-659
<b>经营活动现金净流</b>	<b>64</b>	<b>-841</b>	<b>-670</b>	<b>235</b>	<b>1,332</b>	<b>1,630</b>
资本开支	-83	-115	-294	-201	-170	-200
投资	278	-51	-888	3	0	0
其他	9	12	9	15	10	10
<b>投资活动现金净流</b>	<b>204</b>	<b>-154</b>	<b>-1,173</b>	<b>-182</b>	<b>-160</b>	<b>-190</b>
股权募资	20	6	227	-139	0	0
债权募资	-3	1,048	762	510	-753	-1,051
其他	-66	-99	974	-358	-343	-285
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-49</b>	<b>956</b>	<b>1,963</b>	<b>13</b>	<b>-1,096</b>	<b>-1,336</b>
<b>现金净流量</b>	<b>219</b>	<b>-39</b>	<b>121</b>	<b>65</b>	<b>76</b>	<b>104</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	435	364	494	559	635	739
应收款项	257	459	895	1,145	1,393	1,738
存货	1,952	3,274	4,457	5,178	5,410	5,849
其他流动资产	195	191	922	954	968	986
流动资产	2,838	4,289	6,768	7,836	8,405	9,311
%总资产	83.4%	84.5%	87.7%	88.1%	88.2%	88.5%
长期投资	4	1	3	0	0	0
固定资产	471	482	533	686	732	790
%总资产	13.9%	9.5%	6.9%	7.7%	7.7%	7.5%
无形资产	76	253	278	296	316	335
非流动资产	564	790	952	1,062	1,129	1,205
%总资产	16.6%	15.5%	12.3%	11.9%	11.8%	11.5%
<b>资产总计</b>	<b>3,402</b>	<b>5,078</b>	<b>7,720</b>	<b>8,898</b>	<b>9,534</b>	<b>10,516</b>
短期借款	320	1,368	2,132	2,726	2,021	1,019
应付款项	562	564	589	525	606	723
其他流动负债	65	101	84	71	91	119
流动负债	947	2,033	2,806	3,322	2,718	1,860
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	34	41	1,170	1,082	1,032	982
<b>负债</b>	<b>981</b>	<b>2,074</b>	<b>3,976</b>	<b>4,404</b>	<b>3,749</b>	<b>2,841</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,421</b>	<b>2,966</b>	<b>3,722</b>	<b>4,473</b>	<b>5,763</b>	<b>7,653</b>
其中：股本	552	718	934	934	934	934
未分配利润	1,241	1,714	2,229	3,127	4,418	6,307
少数股东权益	0	38	22	22	22	22
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,402</b>	<b>5,078</b>	<b>7,720</b>	<b>8,898</b>	<b>9,534</b>	<b>10,516</b>

**比率分析**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.769	0.842	0.863	0.853	1.176	1.668
每股净资产	4.383	4.129	3.985	3.676	4.736	6.289
每股经营现金净流	0.116	-1.171	-0.717	0.251	1.426	1.745
每股股利	0.150	0.300	0.150	0.150	0.150	0.150
<b>回报率</b>						
净资产收益率	17.54%	20.39%	21.66%	23.21%	24.82%	26.52%
总资产收益率	12.48%	11.91%	10.44%	11.67%	15.00%	19.30%
投入资本收益率	14.93%	13.77%	12.14%	14.24%	18.00%	22.09%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	52.81%	45.25%	18.03%	20.84%	23.78%	25.82%
EBIT增长率	31.70%	49.86%	44.48%	37.58%	34.53%	34.35%
净利润增长率	35.11%	42.50%	33.25%	28.77%	37.81%	41.87%
总资产增长率	26.26%	49.26%	52.02%	15.26%	7.15%	10.30%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	43.5	41.8	73.4	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	689.3	791.8	1,179.5	1,300.0	1,100.0	950.0
应付账款周转天数	84.7	90.7	107.1	110.0	105.0	100.0
固定资产周转天数	52.4	61.7	54.2	47.2	38.7	32.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-4.74%	31.54%	51.23%	53.32%	27.07%	5.34%
EBIT利息保障倍数	-1,441.4	41.9	17.0	6.8	9.5	18.6
资产负债率	28.84%	40.85%	51.50%	49.49%	39.32%	27.02%

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	5	5	9	13	25
增持	2	3	7	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.29	1.38	1.44	1.46	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-22	买入	54.70	N/A
2	2020-08-01	买入	47.22	N/A
3	2020-10-11	买入	43.76	N/A
4	2020-10-27	买入	37.98	N/A
5	2020-11-04	买入	39.88	N/A
6	2020-12-15	买入	38.10	N/A
7	2021-01-19	买入	32.35	N/A
8	2021-03-19	买入	39.20	57.08 ~ 57.08

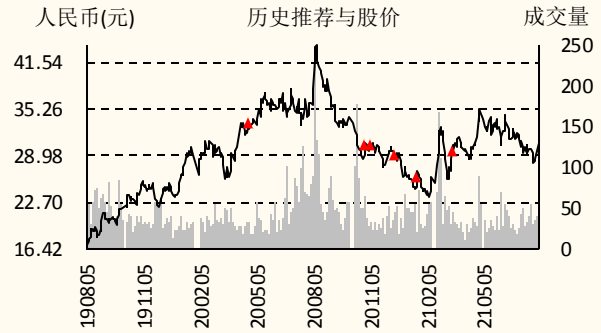
来源：国金证券研究所

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



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，不作为或被视为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