

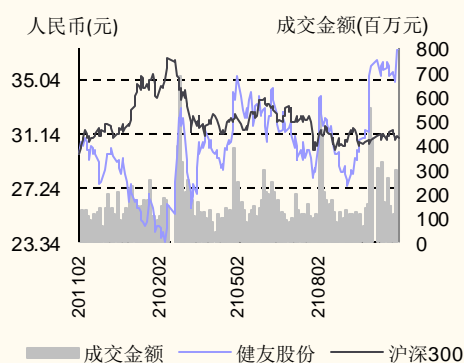
健友股份 (603707.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 37.28 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)	453.64
年内股价最高最低(元)	37.28/23.34
沪深 300 指数	4891
上证指数	3544



相关报告

1. 《健友股份中报点评-注射剂出口与美国获批数加速跃升, 腾飞在即》, 2021.8.4
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

注射剂出口驱动, 3 季度扣非 53.5%高增速

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	3,850	4,932	6,380
营业收入增长率	45.25%	18.03%	32.08%	28.10%	29.36%
归母净利润(百万元)	605	806	1,088	1,485	1,990
归母净利润增长率	42.50%	33.25%	34.99%	36.42%	34.06%
摊薄每股收益(元)	0.842	0.863	0.894	1.220	1.635
每股经营性现金流净额	-1.17	-0.72	0.83	0.37	0.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.39%	21.66%	24.06%	25.30%	25.79%
P/E	49.26	40.71	41.69	30.56	22.80
P/B	10.05	8.82	10.03	7.73	5.88

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2021 年 10 月 30 日, 健友股份发布 3 季报, 公司前 3 季度实现营收、归母净利润和扣非净利润分别为 27.80、8.85 和 8.23 亿元, 同比增长 28.8%、37.8%及 39.4%; 3 季度实现营收、归母净利润和扣非净利润分别为 10.29、2.89 和 2.87 亿元, 同比增长 34.9%、41.3%及 53.5%; 好于预期。

经营分析

- **原料药持稳, 注射剂业务成为高速增的驱动力。**(1) 公司 2021 年前三季度营收与净利润增长分别 28.8%与 37.8%, 我们推测, 主因公司注射剂出口高速增长所驱动, 而随着美国市场及其他国家与地区市场的逐渐打开, 注射剂出口业务在公司营收中的占比将从目前的四成左右, 快速上升过半, 并成为未来公司业绩增长的驱动主力。(2) 公司在美国 ANDA 获批数量稳步提升, 药品种类过 30 种; 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。我们认为, 随着制剂业务逐步取代原料药业务, 将使公司总体毛利率水平保持稳步上升的态势。
- **Meitheal 美国初见成效, 非肝素类注射剂步入快速成长通道。**(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 年前三季度已经完成 10 个产品的获批。(3) 截至 2021 年 11 月 1 日, 公司共有 FDA 的 ANDA 批件 54 个, 其中非肝素类注射剂批件 48 个, 位居中国本土注射剂生产企业之首。
- **全球布局的“研-产-销”快速反应闭环, 确保公司国际市场推进。**(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。根据公司 3 季报业绩, 我们将公司 2021/22/23 的营收由 35.2/43.6/54.9 亿上调 9.3%/13.1%/16.3%至 38.5/49.3/63.8 亿元, 预计公司 2021/22/23 的净利润 10.88/14.85/19.9 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。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,700	2,470	2,915	3,850	4,932	6,380	货币资金	435	364	494	856	953	1,063
增长率		45.2%	18.0%	32.1%	28.1%	29.4%	应收款项	257	459	895	1,066	1,366	1,767
主营业务成本	-859	-1,204	-1,196	-1,636	-2,071	-2,648	存货	1,952	3,274	4,457	4,903	6,207	7,934
%销售收入	50.5%	48.8%	41.0%	42.5%	42.0%	41.5%	其他流动资产	195	191	922	919	925	933
毛利	841	1,265	1,719	2,214	2,861	3,732	流动资产	2,838	4,289	6,768	7,744	9,451	11,697
%销售收入	49.5%	51.2%	59.0%	57.5%	58.0%	58.5%	%总资产	83.4%	84.5%	87.7%	89.6%	90.7%	92.1%
营业税金及附加	-4	-4	-5	-10	-12	-16	长期投资	4	1	3	0	0	0
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	471	482	533	524	568	586
销售费用	-248	-358	-446	-511	-654	-846	%总资产	13.9%	9.5%	6.9%	6.1%	5.5%	4.6%
%销售收入	14.6%	14.5%	15.3%	13.3%	13.3%	13.3%	无形资产	76	253	278	296	316	335
管理费用	-37	-61	-104	-96	-109	-128	非流动资产	564	790	952	900	965	1,001
%销售收入	2.2%	2.5%	3.6%	2.5%	2.2%	2.0%	%总资产	16.6%	15.5%	12.3%	10.4%	9.3%	7.9%
研发费用	-101	-166	-188	-185	-207	-268	资产总计	3,402	5,078	7,720	8,644	10,416	12,698
%销售收入	6.0%	6.7%	6.4%	4.8%	4.2%	4.2%	短期借款	320	1,368	2,132	2,321	2,611	2,845
息税前利润 (EBIT)	451	676	976	1,412	1,878	2,474	应付款项	562	564	589	600	758	969
%销售收入	26.5%	27.4%	33.5%	36.7%	38.1%	38.8%	其他流动负债	65	101	84	96	126	163
财务费用	0	-16	-58	-182	-191	-203	流动负债	947	2,033	2,806	3,018	3,495	3,977
%销售收入	0.0%	0.7%	2.0%	4.7%	3.9%	3.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	1	3	52	0	0	0	其他长期负债	34	41	1,170	1,082	1,032	982
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	981	2,074	3,976	4,100	4,526	4,959
投资收益	9	11	10	14	14	14	普通股股东权益	2,421	2,966	3,722	4,523	5,867	7,717
%税前利润	1.9%	1.6%	1.1%	1.1%	0.8%	0.6%	其中：股本	552	718	934	934	934	934
营业利润	460	668	877	1,244	1,702	2,285	未分配利润	1,241	1,714	2,229	3,177	4,522	6,372
营业利润率	27.1%	27.0%	30.1%	32.3%	34.5%	35.8%	少数股东权益	0	38	22	22	22	22
营业外收支	7	13	38	11	11	11	负债股东权益合计	3,402	5,078	7,720	8,644	10,416	12,698
税前利润	468	680	915	1,256	1,713	2,296	比率分析						
利润率	27.5%	27.5%	31.4%	32.6%	34.7%	36.0%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-43	-74	-118	-167	-228	-306	每股指标						
所得税率	9.2%	10.9%	12.9%	13.3%	13.3%	13.3%	每股收益	0.769	0.842	0.863	0.894	1.220	1.635
净利润	425	606	797	1,088	1,485	1,990	每股净资产	4.383	4.129	3.985	3.717	4.822	6.342
少数股东损益	0	1	-9	0	0	0	每股经营现金净流	0.116	-1.171	-0.717	0.827	0.374	0.454
归属于母公司的净利润	425	605	806	1,088	1,485	1,990	每股股利	0.150	0.300	0.150	0.150	0.150	0.150
净利率	25.0%	24.5%	27.7%	28.3%	30.1%	31.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.54%	20.39%	21.66%	24.06%	25.30%	25.79%
净利润	425	606	797	1,088	1,485	1,990	总资产收益率	12.48%	11.91%	10.44%	12.59%	14.25%	15.67%
少数股东损益	0	1	-9	0	0	0	投入资本收益率	14.93%	13.77%	12.14%	15.41%	17.09%	18.55%
非现金支出	40	42	33	88	106	123	增长率						
非经营收益	-3	-1	46	192	184	199	主营业务收入增长率	52.81%	45.25%	18.03%	32.08%	28.10%	29.36%
营运资金变动	-397	-1,489	-1,546	-596	-1,425	-1,889	EBIT增长率	31.70%	49.86%	44.48%	44.70%	32.99%	31.74%
经营活动现金净流	64	-841	-670	773	349	424	净利润增长率	35.11%	42.50%	33.25%	34.99%	36.42%	34.06%
资本开支	-83	-115	-294	-50	-159	-149	总资产增长率	26.26%	49.26%	52.02%	11.97%	20.49%	21.91%
投资	278	-51	-888	3	0	0	资产管理能力						
其他	9	12	9	14	14	14	应收账款周转天数	43.5	41.8	73.4	88.4	88.4	88.4
投资活动现金净流	204	-154	-1,173	-32	-145	-135	存货周转天数	689.3	791.8	1,179.5	1,093.7	1,093.7	1,093.7
股权募资	20	6	227	-139	0	0	应付账款周转天数	84.7	90.7	107.1	101.1	101.1	101.1
债权募资	-3	1,048	762	106	242	186	固定资产周转天数	52.4	61.7	54.2	43.0	33.9	25.5
其他	-66	-99	974	-344	-349	-364	偿债能力						
筹资活动现金净流	-49	956	1,963	-378	-107	-179	净负债/股东权益	-4.74%	31.54%	51.23%	37.30%	31.21%	24.71%
现金净流量	219	-39	121	362	97	110	EBIT利息保障倍数	-1,441.4	41.9	17.0	7.8	9.9	12.2
							资产负债率	28.84%	40.85%	51.50%	47.42%	43.46%	39.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	3	6	13	23
增持	1	3	8	14	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.50	1.57	1.52	1.00

来源：朝阳永续

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。

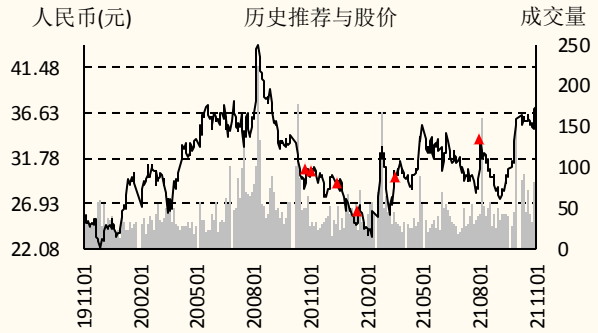
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-01	买入	47.22	N/A
2	2020-10-11	买入	43.76	N/A
3	2020-10-27	买入	37.98	N/A
4	2020-11-04	买入	39.88	N/A
5	2020-12-15	买入	38.10	N/A
6	2021-01-19	买入	32.35	N/A
7	2021-03-19	买入	39.20	57.08 ~ 57.08
8	2021-08-04	买入	33.68	N/A

来源：国金证券研究所



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