

健友股份 603707

化学制剂/化学制药/医药生物

业绩符合预期，制剂业务进展加速

基础数据：

截至 2021 年 4 月 27 日

当前股价	25.98 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	12.44 亿股
流通股本	12.41 亿股
总市值	323 亿元
流动市值	322 亿元

相对市场表现：



分析师：

分析师 胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：010-68085205

公司地址：北京市丰台区凤凰嘴街
2 号院 1 号楼中国长城资产大厦 12
层

事件：公司发布2021年年报和2022年一季报：2021年公司实现营收36.87亿元，同比增长26.48%；归母净利润10.59亿元，同比增长31.41%；扣非归母净利润为10.24亿元，同比增长33.47%。2022年一季度公司实现营收11.77亿元，同比增长33.24%；归母净利润3.30亿元，同比增长20.96%；扣非归母净利润为3.26亿元，同比增长23.68%。

事件点评：

◆公司整体业绩符合预期，制剂业务占比进一步提升。1) 我们2021年4月份发布的研报业绩预测，预计公司2021年营业收入36.57亿元，归母净利润10.55亿元，公司整体业绩符合我们预期。2) 2021年公司标准肝素原料药实现营业收入14.28亿元，营收占比38.72%；制剂实现营业收入21.30亿元，营收占比57.79%；CDMO及其他类产品实现营业收入1.23亿元，营收占比3.35%。2021年公司进一步积极开拓国内外制剂市场，制剂收入同比增长44.52%，驱动公司整体业绩增长，占营收比重较2020年提升7.22Pct。

◆肝素原料药稳定增长。作为在全球有影响力的肝素原料药供给商，公司凭借着过硬的质量与全球主要的肝素制剂生产企业包括 Pfizer、Sagent、Sandoz 等建立了长期稳定的供应关系。肝素原料药业务作为提供现金流的业务，2021 年收入实现稳定增长，同比增速为 9.47%，占营收比重进一步下降至 38.72%，毛利率为 52.33%，较 2020 年下滑 3.81Pct，主要系上游原材料肝素粗品涨价、运输价格等所致。

◆制剂国际化进度加速，国内销售持续发力。1) 近年来，公司持续推进制剂产品的国际化销售，在无菌注射液领域积累了丰富的行业经验并取得瞩目的成绩。2021 年公司制剂管线不断扩展，目前在美国市场已有近 30 个产品运行，整体销售管线和销售规模已经进入了中等以上医药销售团队的行列。2021 年公司 11 个 ANDA 申请获得美国 FDA 批准，截至 2021 年末，公司持有美国药品生产批件 57 个，已成为美国注射剂



相关报告:

1. 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
2. 年报点评: 健友股份 (603707)
——制剂国际化高速发展, 成为核心增长驱动力_2021. 04. 29

销售管线最完整的供应商之一。同时, 公司部分制剂产品在美国市场拥有了相对稳定的市场占有率, 如苯磺顺阿曲库铵注射液/博来霉素注射液/吉西他滨注射液占美国市场份额分别约 30%/20%/20%。2021 年公司在美国的制剂出口业务保持迅速增长, 制剂出口业务占公司整体制剂业务比重约 60%。2) 国内制剂业务方面, 公司凭借着中美双报的注册优势, 抢占注射剂一致性评价的市场先机, 2021 年陆续获得了苯磺顺阿曲库铵注射液、白消安注射液、盐酸苯达莫司汀注射液、米力农注射液、磺达肝癸钠注射液等多个批件, 同时多个产品在国内实现上市销售。其中, 白消安注射液作为国内首个视同通过一致性评价的产品实现上市销售, 极大满足了国内白血病患者对治疗慢性粒细胞白血病及异基因造血干细胞移植的需求。此外, 苯磺顺阿曲库铵注射液、注射用盐酸苯达莫司汀顺利在第五批国家组织药品集中采购中标, 其中苯磺顺阿曲库铵注射液是国内首仿产品上市; 公司还在多个省份的集采中中标, 凭借集采公司新上市产品在国内市场销售业绩取得了快速提升。2021 年公司国内制剂收入同比增长约 25%。

◆**CDMO 业务进入大分子生物药领域。**2021 年公司子公司健进制药与客户签署创新生物大分子药 CDMO 战略合作协议: 提供从原液到制剂商业化的全产业链服务。该项目落地, 标志着上市公司从小分子化学药无菌制剂研发/申报/生产, 进入大分子生物药原液+制剂 CDMO 全产业链赛道。公司将在将在小分子化学药和大分子生物药两个领域, 为客户面向中美欧等全球法规市场提供更高附加值的 CDMO 服务。我们认为, CDMO 业务将成为继制剂业务之后的第二增长驱动力。

◆**经营性现金流转正, 整体毛利率有所下滑, 资产负债率下降。**1) 2021 年公司经营性现金流净额自 2019 年以来首次转正达到 6.84 亿元且呈现逐季改善趋势, 2021Q1 至 Q4 经营性现金流净额分别为 0.06 亿元、1.41 亿元、0.99 亿元、4.38 亿元。2) 毛利率方面, 2021 年综合毛利率为 56.71%, 同比下滑 2.25Pct; 分板块看, 肝素原料药毛利率为 52.33% (下滑 3.81Pct), 制剂业务毛利率为 59.85% (下滑 4.04Pct)。主要原因有三: 一是肝素粗品价格上涨导致肝素原料药成本上升; 二是受疫情影响, 制



剂出口运输成本上升；三是国内制剂收入确认方式（受集采销售模式影响）带来毛利率变化。3）公司资产负债率为 34.25%，较去年下降 17.25Pct，资产结构显著改善，主要系公司盈利增加净资产贡献所致。

投资建议：

我们预计公司2022-2024年的归母净利润分别为13.29/17.80/23.63亿元，EPS分别为1.07/1.43/1.90元，当前股价对应PE为24/18/14倍。考虑公司肝素原料药作为现金流业务稳定；制剂国际化进度加速，增长后劲足，已形成“注册-生产-销售”全链条的核心竞争优势，国内制剂业务充分分享集采红利，也呈快速增长态势，我们维持其“买入”评级。

风险提示：

存货减值风险；应收账款坏账风险；制剂国际化进展不及预期；汇率波动风险。

主要财务数据及预测：

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,686.69	4,701.69	6,194.41	8,185.90
增长率(%)	26.48	27.53	31.75	32.15
归母净利润(百万元)	1,059.29	1,328.52	1,780.07	2,363.43
增长率(%)	31.41	25.42	33.99	32.77
EPS(元/股)	0.85	1.07	1.43	1.90
市盈率(P/E)	30.56	24.32	18.15	13.67
市净率(P/B)	6.01	5.03	4.12	3.32

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2021	2022E	2023E	2024E	利润表	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	658.55	839.86	1,106.51	1,462.24	营业收入	3,686.69	4,701.69	6,194.41	8,185.90
应收账款	1,000.93	948.70	1,908.27	1,881.62	营业成本	1,596.12	2,031.46	2,631.67	3,454.10
预付账款	31.12	104.18	45.70	134.28	营业税金及附加	22.15	28.25	37.22	49.19
存货	4,894.25	6,387.58	9,293.16	10,707.27	营业费用	483.82	634.73	836.25	1,105.10
其他	344.97	290.64	369.10	329.65	管理费用	122.24	155.89	205.38	271.41
流动资产合计	6,929.83	8,570.96	12,722.74	14,515.07	财务费用	72.73	94.03	123.89	163.72
长期股权投资	7.26	7.26	7.26	7.26	研发费用	187.53	220.95	282.10	371.66
固定资产	612.16	619.24	714.23	783.51	资产减值损失	-7.23	-5.00	-5.00	-5.00
在建工程	215.26	292.21	265.32	249.19	公允价值变动收益	9.09	-0.50	-0.50	-0.50
无形资产	199.93	176.82	153.58	130.22	投资净收益	15.49	15.00	15.00	15.00
其他	252.45	266.26	266.07	265.89	其他	190.35	263.10	352.66	472.15
非流动资产合计	1,287.06	1,361.78	1,406.46	1,436.08	营业利润	1,181.93	1,484.73	1,997.83	2,660.73
资产总计	8,216.89	9,932.74	14,129.20	15,951.14	营业外收入	21.85	25.00	25.00	25.00
短期借款	1,570.66	1,567.71	4,474.73	3,650.89	营业外支出	0.03	0.10	0.10	0.10
应付账款	571.89	752.09	1,018.47	1,271.53	利润总额	1,203.75	1,509.63	2,022.73	2,685.63
其他	123.91	558.35	149.67	641.43	所得税	139.84	175.37	234.98	311.98
流动负债合计	2,266.46	2,878.15	5,642.87	5,563.85	净利润	1,063.92	1,334.25	1,787.76	2,373.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	4.62	5.74	7.69	10.21
应付债券	474.58	533.33	533.33	533.33	归属于母公司净利润	1,059.29	1,328.52	1,780.07	2,363.43
其他	73.09	73.09	73.09	73.09	主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
非流动负债合计	547.68	606.43	606.43	606.43	成长能力				
负债合计	2,814.13	3,484.57	6,249.29	6,170.28	营业收入	26.48%	27.53%	31.75%	32.15%
少数股东权益	24.84	30.57	38.26	48.47	营业利润	34.77%	25.62%	34.56%	33.18%
股本	1,243.60	1,243.60	1,243.60	1,243.60	归属于母公司净利润	31.41%	25.42%	33.99%	32.77%
资本公积	987.96	987.96	987.96	987.96	获利能力				
留存收益	4,111.18	5,173.99	6,598.05	8,488.79	毛利率	56.71%	56.79%	57.52%	57.80%
其他	-964.82	-987.96	-987.96	-987.96	净利率	28.73%	28.26%	28.74%	28.87%
股东权益合计	5,402.76	6,448.16	7,879.91	9,780.86	ROE	19.70%	20.70%	22.70%	24.28%
负债和股东权益总计	8,216.89	9,932.74	14,129.20	15,951.14	ROIC	20.08%	21.83%	25.69%	21.95%
现金流量表	2021	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
经营活动现金流	683.63	643.89	-2,024.97	1,951.48	资产负债率	34.25%	35.08%	44.23%	38.68%
资本支出	401.15	151.00	151.00	151.00	流动比率	3.06	2.98	2.25	2.61
长期投资	4.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.90	0.76	0.61	0.68
其他	-235.01	-286.50	-286.50	-286.50	营运能力				
投资活动现金流	170.14	-135.50	-135.50	-135.50	应收账款周转率	3.90	4.82	4.34	4.32
债权融资	2,045.24	2,101.05	5,008.06	4,184.23	存货周转率	0.79	0.83	0.79	0.82
股权融资	944.67	-117.18	-123.89	-163.72	总资产周转率	0.46	0.52	0.51	0.54
其他	-3,902.31	-2,310.95	-2,457.06	-5,480.75	每股指标（元）	2020	2021E	2022E	2023E
筹资活动现金流	-912.39	-327.08	2,427.11	-1,460.24	每股收益	0.85	1.07	1.43	1.90
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.55	0.52	-1.63	1.57
现金净增加额	-58.62	181.31	266.64	355.74	每股净资产	4.32	5.16	6.31	7.83

资料来源：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。