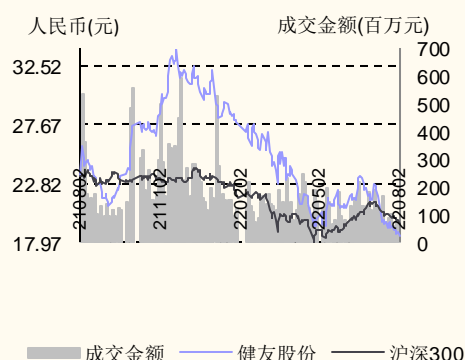


市场价格 (人民币): 18.51 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	16.17
已上市流通 A 股(亿股)	16.15
总市值(亿元)	299.32
年内股价最高最低(元)	33.96/18.51
沪深 300 指数	4107
上证指数	3186



## 相关报告

- 1.《健友股份-半年报点评-新品中美获批不断, 国际化注射剂新星长成...》, 2022.4.27
- 2.《健友股份获批点评-依替巴肽、替加环素获批, 注射剂持续突破》, 2022.4.20
- 3.《健友股份 3 季报点评-注射剂出口驱动, 3 季度扣非 53.5% 高增...》, 2021.11.2
- 4.《健友股份半年报点评-注射剂出口与美国获批数加速跃升, 腾飞在即》, 2021.8.4

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

## 注射剂出口再蓄力, 2022 年新获 FDA 批件 8 个

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,915	3,687	4,790	6,200	7,874
营业收入增长率	18.03%	26.48%	29.93%	29.44%	27.00%
归母净利润(百万元)	806	1,059	1,306	1,723	2,278
归母净利润增长率	33.25%	31.41%	23.32%	31.91%	32.20%
摊薄每股收益(元)	0.863	0.852	0.808	1.066	1.409
每股经营性现金流净额	-0.61	0.55	0.55	0.08	0.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.66%	19.70%	20.19%	21.62%	22.78%
P/E	40.71	49.31	22.91	17.37	13.14
P/B	8.82	9.71	4.63	3.76	2.99

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2022 年 8 月 2 日, 公司公告, 公司的注射用盐酸万古霉素 (500mg/瓶、1g/瓶) 获得美国食药监局 (FDA) 批准, 该药适用于耐甲氧西林葡萄球菌及其它细菌所致的严重感染。此前该药的另 2 个规格 (5g/瓶、10g/瓶) 刚获 FDA 批准; 公司子公司健进制药的注射用硼替佐米 (3.5mg/瓶) 也在近期获得 FDA 最终批准, 适应症为多发性骨髓瘤、套细胞淋巴瘤。

## 点评

- **万古霉素获批, 未来国产化潜在空间大。**(1) 盐酸万古霉素是全球首个糖肽类抗生素, 也是人类首个“超抗”(抗超级耐药菌的药物), 是由链霉菌菌株产生的糖肽类, 通过抑制细菌细胞壁的合成而发挥速效杀菌作用。该产品由礼来原研, 商品名 Vancocin, 1958 年获得美国 FDA 批准, 1996 年在中国上市。美国境内已有 9 家产品上市, 2021 年美国市场销售额约 2.08 亿美元。(2) 2021 年, 中国样本医院的销售额约为 5.68 亿元, 其中美国礼来公司占据市场主要份额约 80%, 未来国产化率将不断提升。(3) 2022 年初至 8 月 2 日, 公司已新获 FDA 的注射剂批件 8 个, 累计批件 50 个。
- **中美双报再添新品, 抗肿瘤硼替佐米美国获批。**(1) 硼替佐米, 是一种双肽基硼酸盐类似物, 全球第一种人工合成的用于临床的新型蛋白酶体竞争性抑制剂, 治疗多发性骨髓瘤的一线特效靶向药物。公司该产品于 2020 年 3 月获得 FDA (专利未到期) 暂时批准, 2022 年 7 月获得 FDA 最终批准, 并已提前备货美国, 7 月 27 日起已在美国上市销售。(2) 该品种原研产品为日本武田制药持有, 商品名为 Velcade, 于 2003 年 5 月获得 FDA 批准上市, 2004 年 4 月在欧盟授权上市, 2021 财年销售额约 1100 亿日元 (约 8.1 亿美元)。(3) 美国已有 BAXTER、FRESENIUSKABI、HOSPIRA 等 18 家仿制药企业获 FDA 批准, 2021 年注射用硼替佐米美国市场销售额约为 10.43 亿美元; 2021 年在中国样本医院的销售额约为 3.63 亿元。(4) 该产品作为公司的又一个中美双报产品, 将进一步强化公司在肿瘤等大病种领域的制剂布局。

## 盈利预测及投资建议

- 考虑到 2022 年 2 季度, 国内部分地区疫情封控对公司生产运输等影响, 可能带来短期成本上升, 我们维持公司 2022/23/24 的营收 47.9/62.0/ 78.7 亿元, 净利润由 14.12/19.14/25.20 亿元, 分别下调 7%/10%/10% 至 13.06/17.23/22.78 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、制剂出口不达预期、原料涨价等风险。

**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)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>主营业务收入</b>	<b>2,470</b>	<b>2,915</b>	<b>3,687</b>	<b>4,790</b>	<b>6,200</b>	<b>7,874</b>	货币资金	364	494	659	648	817	1,023	
增长率	18.0%	26.5%	29.9%	29.4%	27.0%		应收账款	459	895	1,066	1,279	1,656	2,103	
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,204</b>	<b>-1,196</b>	<b>-1,596</b>	<b>-2,084</b>	<b>-2,697</b>	<b>-3,425</b>	存货	3,274	4,457	4,894	5,876	7,606	9,659	
%销售收入	48.8%	41.0%	43.3%	43.5%	43.5%	43.5%	其他流动资产	191	922	311	589	340	361	
<b>毛利</b>	<b>1,265</b>	<b>1,719</b>	<b>2,091</b>	<b>2,706</b>	<b>3,503</b>	<b>4,449</b>	流动资产	4,289	6,768	6,930	8,393	10,419	13,146	
%销售收入	51.2%	59.0%	56.7%	56.5%	56.5%	56.5%	%总资产	84.5%	87.7%	84.3%	86.7%	88.2%	89.9%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-22</b>	<b>-29</b>	<b>-37</b>	<b>-47</b>	长期投资	1	3	26	26	26	26	
%销售收入	0.2%	0.2%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	482	533	827	937	1,032	1,114	
<b>销售费用</b>	<b>-358</b>	<b>-446</b>	<b>-484</b>	<b>-599</b>	<b>-744</b>	<b>-866</b>	%总资产	9.5%	6.9%	10.1%	9.7%	8.7%	7.6%	
%销售收入	14.5%	15.3%	13.1%	12.5%	12.0%	11.0%	无形资产	253	278	316	325	332	339	
<b>管理费用</b>	<b>-61</b>	<b>-104</b>	<b>-122</b>	<b>-159</b>	<b>-186</b>	<b>-244</b>	非流动资产	790	952	1,287	1,288	1,391	1,480	
%销售收入	2.5%	3.6%	3.3%	3.3%	3.0%	3.1%	%总资产	15.6%	12.3%	15.7%	13.3%	11.8%	10.1%	
<b>研发费用</b>	<b>-166</b>	<b>-188</b>	<b>-221</b>	<b>-302</b>	<b>-310</b>	<b>-362</b>	<b>资产总计</b>	<b>5,078</b>	<b>7,720</b>	<b>8,217</b>	<b>9,681</b>	<b>11,810</b>	<b>14,626</b>	
%销售收入	6.7%	6.4%	6.0%	6.3%	5.0%	4.6%	短期借款	1,368	2,132	1,571	1,590	1,571	1,571	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>676</b>	<b>976</b>	<b>1,241</b>	<b>1,618</b>	<b>2,226</b>	<b>2,929</b>	应付款项	564	589	599	938	1,200	1,514	
%销售收入	27.4%	33.5%	33.7%	33.8%	35.9%	37.2%	其他流动负债	101	84	97	113	147	190	
<b>财务费用</b>	<b>-16</b>	<b>-58</b>	<b>-73</b>	<b>-150</b>	<b>-286</b>	<b>-361</b>	流动负债	2,033	2,806	2,266	2,640	2,918	3,275	
%销售收入	0.7%	2.0%	2.0%	3.1%	4.6%	4.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	41	1,170	548	540	887	1,311	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>2,074</b>	<b>3,976</b>	<b>2,814</b>	<b>3,180</b>	<b>3,805</b>	<b>4,586</b>	
<b>投资收益</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,966</b>	<b>3,722</b>	<b>5,378</b>	<b>6,471</b>	<b>7,970</b>	<b>9,999</b>	
%税前利润	1.6%	1.1%	1.3%	1.0%	0.8%	0.6%	其中：股本	718	934	1,244	1,244	1,244	1,244	
<b>营业利润</b>	<b>668</b>	<b>877</b>	<b>1,182</b>	<b>1,483</b>	<b>1,955</b>	<b>2,583</b>	未分配利润	1,714	2,229	2,765	3,873	5,372	7,401	
<b>营业利润率</b>	<b>27.0%</b>	<b>30.1%</b>	<b>32.1%</b>	<b>31.0%</b>	<b>31.5%</b>	<b>32.8%</b>	少数股东权益	38	22	25	30	35	40	
<b>营业外收支</b>	<b>13</b>	<b>38</b>	<b>22</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,078</b>	<b>7,720</b>	<b>8,217</b>	<b>9,681</b>	<b>11,810</b>	<b>14,626</b>	
<b>税前利润</b>	<b>680</b>	<b>915</b>	<b>1,204</b>	<b>1,483</b>	<b>1,955</b>	<b>2,583</b>	<b>比率分析</b>		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>利润率</b>	<b>27.5%</b>	<b>31.4%</b>	<b>32.7%</b>	<b>31.0%</b>	<b>31.5%</b>	<b>32.8%</b>	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-74</b>	<b>-118</b>	<b>-140</b>	<b>-172</b>	<b>-227</b>	<b>-300</b>	每股收益	0.842	0.863	0.852	0.808	1.066	1.409	
<b>所得税率</b>	<b>10.9%</b>	<b>12.9%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.6%</b>	每股净资产	4.129	3.985	4.324	4.001	4.929	6.184	
<b>净利润</b>	<b>606</b>	<b>797</b>	<b>1,064</b>	<b>1,311</b>	<b>1,728</b>	<b>2,283</b>	每股经营现金净流	-1.171	-0.606	0.550	0.549	0.082	0.269	
<b>少数股东损益</b>	<b>1</b>	<b>-9</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	每股股利	0.140	0.280	0.154	0.160	0.180	0.200	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>605</b>	<b>806</b>	<b>1,059</b>	<b>1,306</b>	<b>1,723</b>	<b>2,278</b>	<b>回报率</b>							
<b>净利率</b>	<b>24.5%</b>	<b>27.7%</b>	<b>28.7%</b>	<b>27.3%</b>	<b>27.8%</b>	<b>28.9%</b>	净资产收益率	20.39%	21.66%	19.70%	20.19%	21.62%	22.78%	
							总资产收益率	11.91%	10.44%	12.89%	13.49%	14.59%	15.58%	
							投入资本收益率	13.77%	12.14%	14.73%	16.70%	19.57%	21.42%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	45.25%	18.03%	26.48%	29.93%	29.44%	27.00%	
							EBIT增长率	49.86%	44.48%	27.18%	30.35%	37.54%	31.60%	
							净利润增长率	42.50%	33.25%	31.41%	23.32%	31.91%	32.20%	
							总资产增长率	49.26%	52.02%	6.43%	17.82%	21.99%	23.84%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	41.8	73.4	80.2	80.2	80.2	80.2	
							存货周转天数	791.8	1,179.5	1,069.3	1,029.3	1,029.3	1,029.3	
							应付账款周转天数	90.7	107.1	96.7	96.2	96.2	96.2	
							固定资产周转天数	61.7	54.2	60.6	47.3	36.3	27.7	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	31.54%	51.23%	20.86%	17.72%	12.04%	7.55%	
							EBIT利息保障倍数	41.9	17.0	17.1	10.8	7.8	8.1	
							资产负债率	40.85%	51.50%	34.25%	32.85%	32.22%	31.36%	

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	1	2	3	10	31
增持	1	3	5	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.60	1.63	1.47	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。

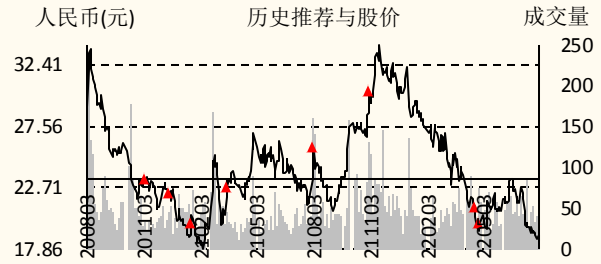
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-11-04	买入	39.88	N/A
2	2020-12-15	买入	38.10	N/A
3	2021-01-19	买入	32.35	N/A
4	2021-03-19	买入	39.20	57.08 ~ 57.08
5	2021-08-04	买入	33.68	N/A
6	2021-11-02	买入	37.28	N/A
7	2022-04-20	买入	28.15	N/A
8	2022-04-27	买入	25.19	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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**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