



2022年9月2日

证券研究报告/公司研究

健友股份 603707.SH

化学制剂/化学制药/医药生物

业绩保持平稳增长

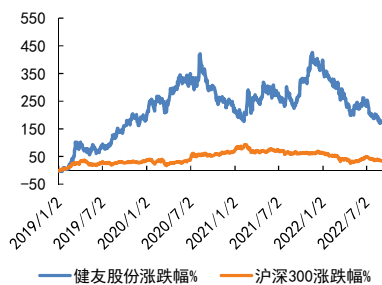
经营性现金流显著改善

基础数据：

截至2022年9月1日

当前股价	17.63 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	16.17 亿股
流通股本	16.15 亿股
总市值	285 亿元
流动市值	285 亿元

相对市场表现：



事件：

公司发布2022年中报：报告期内，公司实现营业收入197,532.34万元，同比增长12.79%；实现归属于母公司所有者净利润61,403.56万元，同比增长10.53%。

事件点评：

◆公司整体业绩平稳增长，经营性现金流显著改善，销售净利率保持稳定。报告期内，公司业绩保持平稳增长；公司实现经营活动现金净流量4.99亿元，同比增长239.27%，主要是因为制剂销售极速扩张后，开始形成稳定回款，报告期收入大于采购导致；销售商品提供劳务收到的现金与营业收入之比为110.31%，同比提升11.66Pct，创公司上市以来最佳回款水平。报告期内，公司销售毛利率为52.57%，同比下降4.90Pct；财务费用率为-3.50%，下降3.26Pct；销售净利率为31.06%，同比下降0.60Pct，基本保持稳定。

◆肝素原料药业务保持稳定增长。公司长期深耕肝素产业，在肝素原料药板块，公司重视原料药生产过程中的质量把控，多次顺利通过各国认证，通过跟踪国际主流制剂生产企业品质标准，与Pfizer、Gland等主要下游肝素制剂企业建立长期合作关系，不断提升服务质量增强客户黏性；与此同时，通过与国际知名经销商合作，覆盖其他中小型客户。报告期内公司肝素原料药业务保持稳定增长。

◆全球制剂业务保持增长态势，公司已成为美国注射剂销售管线最完整的供应商之一。1) 报告期内，在国内突发的局部地区疫情影响下，国内和国际物流的缓滞对同类公司的生产供应、货物交付均带来了较大的影响。基于稳固的产品供应和丰富的产品管线，公司克服重重困难，在订单交付延期的情况下，仍保持公司制剂收入的增长。2) 持续推进研发，进一步提升管线竞争力。2022年上半年度，公司FDA获批7项

分析师：

分析师：黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：S0200514120002

联系电话：010-68080680

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



ANDA，截至报告期末公司持有美国药品生产批件64个，已成为美国注射剂销售管线最完整的供应商之一。

◆国内制剂凭借中美双报优势，借助集采业绩快速提升。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。报告期内，公司陆续获得4个批件，目前公司无菌注射剂（不含肝素类制剂）已有9个覆盖不同治疗领域的产品获批，且均通过或视同通过一致性评价，国内注射剂产品管线不断丰富。公司以质量和成本为核心竞争力充分参与集采竞争，报告期内公司产品在多个省份的集采中中标。2022年7月，公司产品磺达肝癸钠注射液、依替巴肽注射液、注射用替加环素顺利在第七批国家组织药品集中采购中标。公司凭借集采新上市产品在国内市场销售业绩取得了快速提升，对于集采销售模式的成功探索已经初显成效，国内制剂销售收入较去年同期保持增长。

◆生物创新药项目投产，提供规范市场生物药全产业链CDMO服务。2019年，公司子公司健进制药开始投入生物创新药项目建设，目前研发、生产、质量等相关技术团队已经初具规模，截至本报告期末项目已建成投产。生物创新药项目的成功建设，标志着公司生物创新药研发工作已取得重大里程碑进展。随着生物制药团队投入运行，公司有望凭借全球法规运行经验，提供差异化的规范市场生物药全产业链CDMO服务，获取更高价值的服务收益。CDMO是公司和行业友商协同发展的最佳模式。

投资建议：

我们预计公司2022-2024年的归母净利润分别为13.41/16.03/19.46亿元，EPS分别为0.83/0.99/1.20元，当前股价对应PE为21/18/15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	4,599.44	5,727.86	7,049.47
增长率(%)	26.48	24.76	24.53	23.07
归母净利润(百万元)	1,059.29	1,341.20	1,603.34	1,946.03
增长率(%)	31.41	26.61	19.55	21.37
EPS(元/股)	0.66	0.83	0.99	1.20
市盈率(P/E)	26.91	21.26	17.78	14.65
市净率(P/B)	5.30	4.19	3.53	2.96

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	821.60	1,023.17	1,259.24	营业收入	3,686.69	4,599.44	5,727.86	7,049.47
应收账款	837.30	1,318.12	1,477.45	1,803.56	营业成本	1,596.12	2,153.08	2,691.62	3,335.70
预付账款	31.12	112.28	41.01	132.80	营业税金及附加	22.15	27.64	34.42	42.36
存货	4,894.25	7,062.97	8,974.97	10,339.86	营业费用	483.82	505.94	630.06	775.44
其他	508.60	319.77	333.92	348.28	管理费用	122.24	151.78	189.02	232.63
流动资产合计	6,929.83	9,634.75	11,850.52	13,883.74	财务费用	72.73	23.00	85.92	105.74
长期股权投资	7.26	7.26	7.26	7.26	研发费用	187.53	220.95	248.37	309.30
固定资产	612.16	665.96	594.68	713.60	资产减值损失	-7.23	-5.00	-5.00	-5.00
在建工程	215.26	210.18	210.18	0.00	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	229.37	290.30	361.67
非流动资产合计	1,287.06	1,326.47	1,231.77	1,116.98	营业利润	1,181.93	1,499.13	1,797.01	2,186.42
资产总计	8,216.89	10,961.22	13,082.29	15,000.72	营业外收入	21.85	25.00	25.00	25.00
短期借款	1,570.66	2,108.49	3,244.26	2,844.19	营业外支出	0.03	0.10	0.10	0.10
应付账款	571.89	831.35	979.54	1,231.96	利润总额	1,203.75	1,524.03	1,821.91	2,211.32
其他	123.91	583.11	130.63	631.48	所得税	139.84	177.04	211.65	256.88
流动负债合计	2,266.46	3,522.95	4,354.43	4,707.63	净利润	1,063.92	1,346.99	1,610.26	1,954.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	4.62	5.79	6.92	8.40
应付债券	474.58	533.33	533.33	533.33	归属于母公司净利润	1,059.29	1,341.20	1,603.34	1,946.03
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	4,129.38	4,960.86	5,314.06	营业收入	26.48%	24.76%	24.53%	23.07%
少数股东权益	24.84	30.63	37.55	45.96	营业利润	34.77%	26.84%	19.87%	21.67%
股本	1,243.60	1,617.07	1,617.07	1,617.07	归属于母公司净利润	31.41%	26.61%	19.55%	21.37%
资本公积	987.96	987.96	987.96	987.96	获利能力				
留存收益	4,111.18	5,184.14	6,466.81	8,023.63	毛利率	56.71%	53.19%	53.01%	52.68%
其他	-964.82	-987.96	-987.96	-987.96	净利率	28.73%	29.16%	27.99%	27.61%
股东权益合计	5,402.76	6,831.84	8,121.43	9,686.66	ROE	19.70%	19.72%	19.83%	20.19%
负债和股东权益总计	8,216.89	10,961.22	13,082.29	15,000.72	ROIC	20.08%	21.05%	20.19%	19.36%
现金流量表	2021	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
经营活动现金流	683.63	-387.13	-542.11	1,116.59	资产负债率	34.25%	37.67%	37.92%	35.43%
资本支出	401.15	121.00	1.00	1.00	流动比率	3.06	2.73	2.72	2.95
长期投资	4.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.90	0.73	0.66	0.75
其他	-235.01	-226.50	13.50	13.50	营运能力				
投资活动现金流	170.14	-105.50	14.50	14.50	应收账款周转率	4.55	4.27	4.10	4.30
债权融资	2,045.24	2,641.83	3,777.59	3,377.53	存货周转率	0.79	0.77	0.71	0.73
股权融资	944.67	327.33	-85.92	-105.74	总资产周转率	0.46	0.48	0.48	0.50
其他	-3,902.31	-2,313.48	-2,962.49	-4,166.80	每股指标（元）	2021	2022E	2023E	2024E
筹资活动现金流	-912.39	655.68	729.18	-895.01	每股收益	0.66	0.83	0.99	1.20
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.42	-0.24	-0.34	0.69
现金净增加额	-58.62	163.04	201.57	236.08	每股净资产	3.33	4.21	5.00	5.96

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。