

医药组

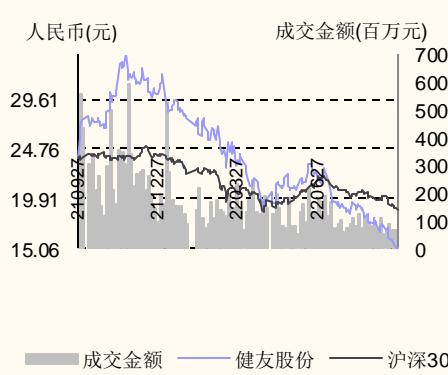
健友股份 (603707.SH) 买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 15.06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)	243.53
年内股价最高最低(元)	33.96/15.06
沪深 300 指数	3837
上证指数	3051

**相关报告**

- 1.《健友股份中报点评-原料涨价，制剂提速，大分子 CDMO 蓄势待发》，2022.8.30
- 2.《健友股份-万古霉素新规格获批点评-注射剂出口再蓄力，2022...》，2022.8.3
- 3.《健友股份-年季报点评-新品中美获批不断，国际化注射剂新星长成...》，2022.4.27
- 4.《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
- 5.《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

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

Meitheal 实力再升级，助力双成白紫美国商业化**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	4,345	5,505	6,922
营业收入增长率	18.03%	26.48%	17.86%	26.69%	25.74%
归母净利润(百万元)	806	1,059	1,253	1,642	2,141
归母净利润增长率	33.25%	31.41%	18.26%	31.09%	30.39%
摊薄每股收益(元)	0.863	0.852	0.775	1.016	1.324
每股经营性现金流净额	-0.61	0.55	0.75	0.27	0.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.66%	19.70%	19.60%	21.08%	22.10%
P/E	40.71	49.31	19.44	14.83	11.37
P/B	8.82	9.71	3.81	3.13	2.51

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 2022 年 9 月 26 日，公司公众号发文，公司美国子公司 Meitheal Pharmaceuticals 与双城药业达成合作，取得注射用紫杉醇（白蛋白结合型）在美国市场的独家代理权。

点评

- Meitheal 实力再升级，助力海南双成白蛋白紫杉醇，进军抗肿瘤重磅药市场。
 (1) 注射用紫杉醇（白蛋白结合型）是一种由白蛋白包裹紫杉醇形成的纳米颗粒制剂，较普通紫杉醇细胞毒性的副反应更小；可通过提高剂量来增强药物的抗肿瘤效果。注射用紫杉醇（白蛋白结合型）具有靶向性，可集中在肿瘤细胞中释放。(2) 白蛋白紫杉醇已广泛用于乳腺癌、卵巢癌、肺癌等的治疗，是一种常见的广谱抗癌药物。根据公众号显示，2021 年紫杉醇在美国的销售额超过 9.3 亿美元，且市场还会随着人口和肿瘤患者的人数增加持续扩大。(3) 此次合作，公司将向海南双成药业支付 600 万美元的一次性里程碑款项，子公司 Meitheal 将负责该产品在美国地区的市场规划及销售，产品上市后也会向双成药业支付美国地区销售产生的利润分成。竞争格局方面，白蛋白紫杉醇的原研药为 BMS 的凯素 (Abraxane)，2021 年美国销售额为 8.98 亿元；首款仿制药为 Apotex 的白蛋白紫杉醇，已于 2022 年 4 月取得批准；双成药业的白蛋白紫杉醇已完成临床试验，于 2022 年 3 月递交了 ANDA 申请。FDA 对药品的纯度、杂质、工艺水平等要求比国内申报要求更高，产品在美国获批难度更大，公司已成功在美国取得 60 余个 ANDA，借助公司药品申报累计的经验，若双成药业的注射用紫杉醇（白蛋白结合型）出海，将利好公司海外销售业务。
- 上半年多个批件取得进展，海外业务提速。1H2022 公司获得美国 FDA 的注射剂 ANDA 批件 7 个，累计获 ANDA 批件 64 个，位于中国本土注射剂企业 FDA 批准 ANDA 数之首。同时，公司美国子公司 Meitheal，已构建在美国的稳固销售体系。

盈利预测及投资建议

- 我们维持盈利预测，预计 2022/23/24 年营业收入 43.45/55.05/69.22 亿元，同比增长 17.86%/26.69%/25.74%；归母净利润 12.53/16.42/21.41 亿元，同比增长 18.26%/31.09%/30.30%。维持“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)					
主营业务收入	2,470	2,915	3,687	4,345	5,505	6,922	货币资金	364	494	659	2,231	2,274
增长率		18.0%	26.5%	17.9%	26.7%	25.7%	应收账款	459	895	1,066	1,172	1,455
主营业务成本	-1,204	-1,196	-1,596	-1,912	-2,402	-3,011	存货	3,274	4,457	4,894	5,358	6,733
%销售收入	48.8%	41.0%	43.3%	44.0%	43.6%	43.5%	其他流动资产	191	922	311	327	337
毛利	1,265	1,719	2,091	2,433	3,102	3,911	流动资产	4,289	6,768	6,930	9,089	10,799
%销售收入	51.2%	59.0%	56.7%	56.0%	56.4%	56.5%	%总资产	84.5%	87.7%	84.3%	87.1%	88.1%
营业税金及附加	-4	-5	-22	-26	-33	-42	长期投资	1	3	26	31	31
%销售收入	0.2%	0.2%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	482	533	827	958	1,077
销售费用	-358	-446	-484	-500	-550	-623	%总资产	9.5%	6.9%	10.1%	9.2%	8.8%
%销售收入	14.5%	15.3%	13.1%	11.5%	10.0%	9.0%	无形资产	253	278	316	354	358
管理费用	-61	-104	-122	-130	-160	-194	非流动资产	790	952	1,287	1,343	1,465
%销售收入	2.5%	3.6%	3.3%	3.0%	2.9%	2.8%	%总资产	15.5%	12.3%	15.7%	12.9%	11.9%
研发费用	-166	-188	-221	-217	-237	-277	资产总计	5,078	7,720	8,217	10,432	12,264
%销售收入	6.7%	6.4%	6.0%	5.0%	4.3%	4.0%	短期借款	1,368	2,132	1,571	1,858	2,044
息税前利润 (EBIT)	676	976	1,241	1,560	2,123	2,775	应付款项	564	589	599	844	1,047
%销售收入	27.4%	33.5%	33.7%	35.9%	38.6%	40.1%	其他流动负债	101	84	97	765	805
财务费用	-16	-58	-73	-130	-255	-339	流动负债	2,033	2,806	2,266	3,467	3,896
%销售收入	0.7%	2.0%	2.0%	3.0%	4.6%	4.9%	长期贷款	0	0	0	0	0
资产减值损失	-3	-52	-10	0	0	0	其他长期负债	41	1,170	548	546	546
公允价值变动收益	0	0	9	-20	-20	-20	负债总计	2,074	3,976	2,814	4,013	4,442
投资收益	11	10	15	22	22	22	普通股股东权益	2,966	3,722	5,378	6,392	7,792
%销售收入	1.6%	1.1%	1.3%	1.5%	1.2%	0.9%	其中：股本	718	934	1,244	1,617	1,617
净利润	668	877	1,182	1,432	1,870	2,438	未分配利润	1,714	2,229	2,765	3,776	5,176
营业利润率	27.0%	30.1%	32.1%	33.0%	34.0%	35.2%	少数股东权益	38	22	25	27	30
营业外收支	13	38	22	-6	0	0	负债股东权益合计	5,078	7,720	8,217	10,432	12,264
税前利润	680	915	1,204	1,426	1,870	2,438	比率分析					
利润率	27.5%	31.4%	32.7%	32.8%	34.0%	35.2%	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-74	-118	-140	-171	-224	-293	每股指标					
所得税率	10.9%	12.9%	11.6%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.842	0.863	0.852	0.775	1.016
净利润	606	797	1,064	1,255	1,645	2,145	每股净资产	4.129	3.985	4.324	3.953	4.818
少数股东损益	1	-9	5	2	3	4	每股经营现金净流	-1.171	-0.606	0.550	0.745	0.273
归属于母公司的净利润	605	806	1,059	1,253	1,642	2,141	每股股利	0.300	0.150	0.150	0.150	0.150
净利率	24.5%	27.7%	28.7%	28.8%	29.8%	30.9%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	20.39%	21.66%	19.70%	19.60%	21.08%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	11.91%	10.44%	12.89%	12.01%	13.39%
净利润	606	797	1,064	1,255	1,645	2,145	投入资本收益率	13.77%	12.14%	14.73%	15.68%	18.06%
少数股东损益	1	-9	5	2	3	4	增长率					
非现金支出	42	137	104	96	108	120	主营业务收入增长率	45.25%	18.03%	26.48%	17.86%	26.69%
非经营收益	-1	46	48	140	112	118	EBIT增长率	49.86%	44.48%	27.18%	25.65%	36.08%
营运资金变动	-1,489	-1,546	-532	-286	-1,425	-1,756	净利润增长率	42.50%	33.25%	31.41%	18.26%	31.09%
经营活动现金净流	-841	-566	684	1,204	441	628	总资产增长率	49.26%	52.02%	6.43%	26.96%	17.56%
资本开支	-115	-294	-440	-188	-230	-230	资产管理能力					
投资	-51	-888	597	-52	-20	-20	应收账款周转天数	41.8	73.4	80.2	75.0	75.0
其他	12	9	14	22	22	22	存货周转天数	791.8	1,179.5	1,069.3	1,023.0	1,023.0
投资活动现金净流	-154	-1,173	170	-218	-228	-228	应付账款周转天数	90.7	107.1	96.7	93.0	93.0
股权筹资	6	227	41	4	0	0	固定资产周转天数	61.7	54.2	60.6	53.1	42.5
债权筹资	1,048	762	-560	927	186	64	偿债能力					
其他	-103	984	-394	-345	-356	-362	净负债/股东权益	31.54%	51.23%	20.86%	-2.47%	-0.19%
筹资活动现金净流	951	1,973	-912	586	-170	-298	EBIT利息保障倍数	41.9	17.0	17.1	12.0	8.3
现金净流量	-39	225	-39	1,573	43	101	资产负债率	40.85%	51.50%	34.25%	38.47%	36.22%

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	0	10	12	14	38
增持	0	5	7	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.37	1.39	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	2021-01-19	买入	32.35	N/A
2	2021-03-19	买入	39.20	57.08 ~ 57.08
3	2021-08-04	买入	33.68	N/A
4	2021-11-02	买入	37.28	N/A
5	2022-04-20	买入	28.15	N/A
6	2022-04-27	买入	25.19	N/A
7	2022-08-03	买入	18.51	N/A
8	2022-08-30	买入	17.55	N/A

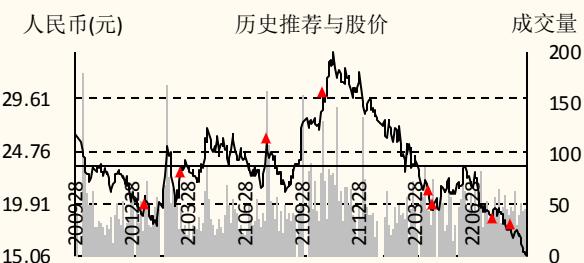
来源：国金证券研究所

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。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