

医药组

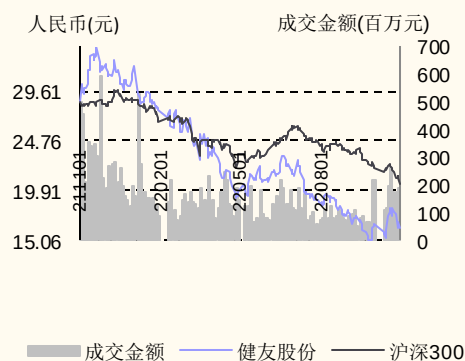
健友股份 (603707.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 16.22 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)	262.29
年内股价最高最低(元)	33.96/15.06
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916



相关报告

- 1.《健友股份点评-2#线获 FDA 批准, 依诺肝素注射剂产能翻倍》, 2022.10.16
- 2.《健友股份点评-Meitheal 实力再升级, 助力白紫美国商业化》, 2022.9.27
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

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

原料药下降, 制剂上升, 物流影响季度滞后

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	3,750	4,575	5,719
营业收入增长率	18.03%	26.48%	1.72%	22.00%	25.00%
归母净利润(百万元)	806	1,059	1,153	1,424	1,853
归母净利润增长率	33.25%	31.41%	8.84%	23.48%	30.16%
摊薄每股收益(元)	0.863	0.852	0.713	0.880	1.146
每股经营性现金流净额	-0.61	0.55	1.25	0.34	0.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.66%	19.70%	18.32%	19.05%	20.40%
P/E	40.71	49.31	24.62	19.94	15.32
P/B	8.82	9.71	4.51	3.80	3.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022 年 10 月 29 日, 公司发布 2022 年 3 季报, 公司 1-9 月营收、归母与扣非净利润 28.5、9.07 和 9.00 亿元, 分别同比增长 2.55%、7.38%和 9.25%; 三季度营收、归母与扣非净利润 8.76、2.93 和 2.84 亿元, 分别同比下降 14.88%、增长 1.33%和下降 0.72%。业绩低于预期。

点评

- 营收单季度同比下降, 为原料药自用于制剂生产增多而出口减少, 以及应对供应链战略调整所致, 公司主业的制剂端增长将持续升级公司产品结构并带来利润率的提升。(1) 健友股份, 是全球肝素原料药与注射剂出口龙头之一, 目前原料药降低到公司收入 4 成以下, 注射剂收入成为占 6 成的主力; 同时, 公司的大分子 CDMO 业务初起, 后续订单及大分子生产能力的发展, 值得关注。
- (2) 公司注射剂产能近期获新增。于 2014 年向 FDA 提交注册申请, 2019 年 11 月获批; 为全球依诺肝素钠注射剂获批 ANDA 时间最短的公司。此次获批高端制剂预灌封 2 号线, 将使公司依诺出口美国产能翻倍, 未来增速提升。
- 近期海外商业化实力拓展新里程碑: 全资子公司 Meitheal 助力海南双成白蛋白紫杉醇, 进军抗肿瘤重磅药市场。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

- 我们下调盈利预测, 将 2022/23/24 年营收由 43.45/55.05/69.22 亿元, 下调 14%、17%和 17%至 37.5、45.8 和 57.2 亿元; 归母净利润由 12.53、16.42、21.41 亿元, 下调 8%、13%和 13%至 11.53、14.24 和 18.53 亿元。我们认为, 公司短期受到原料药更多自用于制剂生产的战略转型和疫情至物流影响的业绩季度滞后表现, 并不影响公司长期成长性; 继续看好公司在注射剂中美市场的强劲潜力与大分子领域新突破。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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,470	2,915	3,687	3,750	4,575	5,719
增长率		18.0%	26.5%	1.7%	22.0%	25.0%
主营业务成本	-1,204	-1,196	-1,596	-1,575	-1,922	-2,402
%销售收入	48.8%	41.0%	43.3%	42.0%	42.0%	42.0%
毛利	1,265	1,719	2,091	2,175	2,654	3,317
%销售收入	51.2%	59.0%	56.7%	58.0%	58.0%	58.0%
营业税金及附加	-4	-5	-22	-23	-27	-34
%销售收入	0.2%	0.2%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-358	-446	-484	-413	-458	-515
%销售收入	14.5%	15.3%	13.1%	11.0%	10.0%	9.0%
管理费用	-61	-104	-122	-124	-137	-160
%销售收入	2.5%	3.6%	3.3%	3.3%	3.0%	2.8%
研发费用	-166	-188	-221	-199	-220	-229
%销售收入	6.7%	6.4%	6.0%	5.3%	4.8%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	676	976	1,241	1,417	1,812	2,379
%销售收入	27.4%	33.5%	33.7%	37.8%	39.6%	41.6%
财务费用	-16	-58	-73	-101	-192	-271
%销售收入	0.7%	2.0%	2.0%	2.7%	4.2%	4.7%
资产减值损失	-3	-52	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	9	-20	-20	-20
投资收益	11	10	15	22	22	22
%税前利润	1.6%	1.1%	1.3%	1.7%	1.4%	1.0%
营业利润	668	877	1,182	1,319	1,621	2,110
营业利润率	27.0%	30.1%	32.1%	35.2%	35.4%	36.9%
营业外收支	13	38	22	-6	0	0
税前利润	680	915	1,204	1,313	1,621	2,110
利润率	27.5%	31.4%	32.7%	35.0%	35.4%	36.9%
所得税	-74	-118	-140	-158	-195	-253
所得税率	10.9%	12.9%	11.6%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	606	797	1,064	1,155	1,427	1,857
少数股东损益	1	-9	5	2	3	4
归属于母公司的净利润	605	806	1,059	1,153	1,424	1,853
净利率	24.5%	27.7%	28.7%	30.7%	31.1%	32.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	606	797	1,064	1,155	1,427	1,857
少数股东损益	1	-9	5	2	3	4
非现金支出	42	137	104	96	108	120
非经营收益	-1	46	48	96	20	20
营运资金变动	-1,489	-1,546	-532	666	-1,003	-1,393
经营活动现金净流	-841	-566	684	2,013	552	604
资本开支	-115	-294	-440	-188	-230	-230
投资	-51	-888	597	-52	-20	-20
其他	12	9	14	22	22	22
投资活动现金净流	-154	-1,173	170	-218	-228	-228
股权募资	6	227	41	4	0	0
债权募资	1,048	762	-560	-931	0	0
其他	-103	984	-394	-301	-264	-264
筹资活动现金净流	951	1,973	-912	-1,228	-264	-264
现金净流量	-39	225	-39	567	60	112

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	364	494	659	1,225	1,285	1,397
应收款项	459	895	1,066	1,012	1,209	1,480
存货	3,274	4,457	4,894	4,414	5,385	6,732
其他流动资产	191	922	311	320	327	337
流动资产	4,289	6,768	6,930	6,971	8,207	9,947
%总资产	84.5%	87.7%	84.3%	83.8%	84.8%	86.3%
长期投资	1	3	26	31	31	31
固定资产	482	533	827	958	1,077	1,183
%总资产	9.5%	6.9%	10.1%	11.5%	11.1%	10.3%
无形资产	253	278	316	354	358	360
非流动资产	790	952	1,287	1,343	1,465	1,575
%总资产	15.5%	12.3%	15.7%	16.2%	15.2%	13.7%
资产总计	5,078	7,720	8,217	8,315	9,672	11,522
短期借款	1,368	2,132	1,571	0	0	0
应付款项	564	589	599	699	844	1,042
其他流动负债	101	84	97	750	779	815
流动负债	2,033	2,806	2,266	1,450	1,623	1,857
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	41	1,170	548	546	546	546
负债	2,074	3,976	2,814	1,996	2,169	2,404
普通股股东权益	2,966	3,722	5,378	6,292	7,473	9,083
其中：股本	718	934	1,244	1,617	1,617	1,617
未分配利润	1,714	2,229	2,765	3,676	4,857	6,467
少数股东权益	38	22	25	27	30	34
负债股东权益合计	5,078	7,720	8,217	8,315	9,672	11,522

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.842	0.863	0.852	0.713	0.880	1.146
每股净资产	4.129	3.985	4.324	3.891	4.621	5.617
每股经营现金净流	-1.171	-0.606	0.550	1.245	0.341	0.374
每股股利	0.300	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	20.39%	21.66%	19.70%	18.32%	19.05%	20.40%
总资产收益率	11.91%	10.44%	12.89%	13.87%	14.72%	16.08%
投入资本收益率	13.77%	12.14%	14.73%	18.36%	19.98%	21.82%
增长率						
主营业务收入增长率	45.25%	18.03%	26.48%	1.72%	22.00%	25.00%
EBIT增长率	49.86%	44.48%	27.18%	14.18%	27.81%	31.31%
净利润增长率	42.50%	33.25%	31.41%	8.84%	23.48%	30.16%
总资产增长率	49.26%	52.02%	6.43%	1.19%	16.33%	19.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.8	73.4	80.2	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	791.8	1,179.5	1,069.3	1,023.0	1,023.0	1,023.0
应付账款周转天数	90.7	107.1	96.7	93.0	93.0	93.0
固定资产周转天数	61.7	54.2	60.6	61.6	51.2	40.7
偿债能力						
净负债/股东权益	31.54%	51.23%	20.86%	-15.99%	-14.27%	-12.97%
EBIT利息保障倍数	41.9	17.0	17.1	14.1	9.4	8.8
资产负债率	40.85%	51.50%	34.25%	24.00%	22.43%	20.86%

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	5	14	19	31
增持	0	2	7	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.29	1.33	1.32	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。

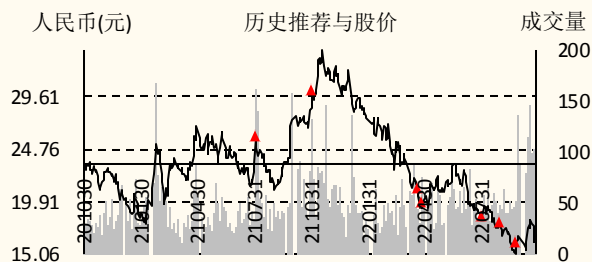
最终评分与平均投资建议对照：

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	2021-08-04	买入	33.68	N/A
2	2021-11-02	买入	37.28	N/A
3	2022-04-20	买入	28.15	N/A
4	2022-04-27	买入	25.19	N/A
5	2022-08-03	买入	18.51	N/A
6	2022-08-30	买入	17.55	N/A
7	2022-09-27	买入	15.06	N/A
8	2022-10-16	买入	17.55	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