



2023年8月30日

证券研究报告/公司研究

化学制剂/化学制药/医药生物

健友股份 603707.SH

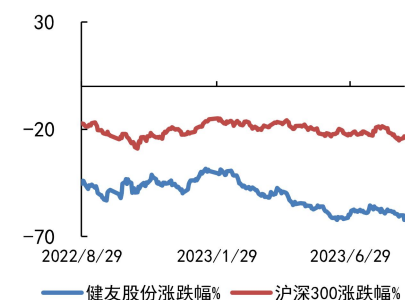
国外制剂业务快速增长，利润端有所承压

基础数据：

截至2023年8月30日

当前股价	11.91 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	16.17 亿股
流通股本	16.16 亿股
总市值	192.54 亿元
流动市值	192.42 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2023年半年报：2023年上半年，公司实现营业收入23.04亿元，同比增长16.63%；归属于上市公司股东的净利润6.25亿元，同比增长1.70%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润6.11亿元，同比下滑0.62%；经营活动产生的现金流量净额6.30亿元，同比增长26.42%。

事件点评：

◆**制剂业务驱动公司整体营收增长，成本端影响整体毛利率。**2023H1，公司实现营收23.04亿元，同比增长16.63%，营收增长主要系公司制剂销售收入的增长，其中国外销售收入16.84亿元，占总营收73.11%；国内销售收入6.19亿元，占总营收26.89%。2023H1，公司整体毛利率为49.77%，同比下滑2.8PCT，较2022年底下滑2.61PCT，主要系成本增加所致；销售费用和研发费用绝对值同比分别增加4610.05万元、4494.97万元，销售费用率和研发费用率同比分别提升0.44PCT、1.19PCT。

◆**国外制剂业务保持快速增长态势。**2023H1，公司美国子公司Meitheal销售收入超过8亿元人民币，较去年同期增长49.70%。公司凭借无菌注射剂领域清晰的市场地位以及产品质量和营销能力持续巩固竞争壁垒，保障制剂销售业绩稳定增长。截至2023年6月30日，公司及子公司共拥有86项境外药品注册批件。

◆**CDMO业务快速增长。**公司具备完整的从药物研发、大规模生产到商业化的全产业链能力，能够为合作伙伴提供包括制剂研究、生产、市场等多业务类型CDMO。公司CDMO通过与客户开展全方位战略合作，公司全球化研发、申报以及高质量生产、制造体系进一步完善。2023H1公司CDMO业务销售收入增长超过40%。

◆**生物药领域初有进展。**今年上半年，公司与Xentria签署协议，获得其肺结节药物XTMAB-16北美地区的权益。目前已证明XTMAB-16对肺结



节病患者有治疗作用，将更好地阻止纤维化的进展。XTMAB-16已于2020年11月获得美国FDA的孤儿药资格认定，相关研究已进入临床二期。此次协议进一步丰富了公司在生物药领域的创新产品布局。

投资建议：

我们下调公司2023-2025年的归母净利润至11.17/15.43/20.47亿元（前值12.88/17.45/22.72亿元），EPS分别为0.69/0.95/1.27元（前值0.80/1.08/1.40元），当前股价对应PE为17/12/9倍。考虑公司国外制剂业务快速增长，产品多样化发展，拥有的境外药品注册批件持续增长，已形成“注册-生产-销售”全链条的核心竞争优势，CDMO业务进展顺利，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：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,712.72	4,540.82	5,782.38	7,397.63
增长率(%)	0.71	22.30	27.34	27.93
归母净利润(百万元)	1,090.83	1,116.97	1,542.87	2,046.99
增长率(%)	2.98	2.40	38.13	32.67
EPS(元/股)	0.67	0.69	0.95	1.27
市盈率(P/E)	17.65	17.24	12.48	9.41
市净率(P/B)	3.12	2.76	2.35	1.97

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	2022	2023E	2024E	2025E	利润表	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,388.51	1,698.21	2,162.54	2,766.62	营业收入	3,712.72	4,540.82	5,782.38	7,397.63
应收账款	952.10	1,066.05	1,343.28	1,739.07	营业成本	1,768.00	2,228.55	2,762.71	3,485.16
预付账款	25.07	45.76	42.04	68.72	营业税金及附加	30.98	37.89	48.25	61.72
存货	5,615.60	5,527.17	9,821.22	9,540.75	营业费用	451.72	522.19	636.06	776.75
其他	312.79	849.14	549.58	514.71	管理费用	165.89	158.93	202.38	258.92
流动资产合计	8,294.06	9,186.32	13,918.67	14,629.87	财务费用	263.66	317.86	404.77	517.83
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	研发费用	-128.50	81.73	86.74	110.96
固定资产	930.73	923.86	1,286.66	1,313.83	资产减值损失	-10.22	-10.22	-10.22	-10.22
在建工程	250.62	459.56	254.78	199.35	公允价值变动收益	-5.06	-10.00	5.00	8.00
无形资产	212.19	196.06	172.69	142.09	投资净收益	27.35	28.00	28.00	28.00
其他	322.50	322.32	322.14	321.96	其他	239.01	301.79	358.70	465.76
非流动资产合计	1,716.04	1,901.80	2,036.28	1,977.22	营业利润	1,173.55	1,201.96	1,664.77	2,212.57
资产总计	10,010.10	11,088.13	15,954.95	16,607.09	营业外收入	12.40	12.40	12.40	12.40
短期借款	1,956.86	2,336.78	5,218.18	4,756.34	营业外支出	0.58	0.58	0.58	0.58
应付账款	618.55	814.50	962.04	1,279.06	利润总额	1,185.37	1,213.77	1,676.58	2,224.39
其他	129.24	147.33	152.30	177.75	所得税	98.85	101.22	139.81	185.50
流动负债合计	2,704.65	3,298.60	6,332.52	6,213.14	净利润	1,086.52	1,112.56	1,536.77	2,038.90
长期借款	500.00	169.70	798.72	0.00	少数股东损益	-4.31	-4.42	-6.10	-8.10
应付债券	491.19	491.19	491.19	491.19	归属于母公司净利润	1,090.83	1,116.97	1,542.87	2,046.99
其他	147.08	147.08	147.08	147.08	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
非流动负债合计	1,138.28	807.98	1,436.99	638.28	成长能力				
负债合计	3,842.93	4,106.59	7,769.51	6,851.42	营业收入	0.71%	22.30%	27.34%	27.93%
少数股东权益	-3.47	-7.89	-13.99	-22.09	营业利润	-0.71%	2.42%	38.50%	32.91%
股本	1,617.07	1,617.07	1,617.07	1,617.07	归属于母公司净利润	2.98%	2.40%	38.13%	32.67%
资本公积	603.59	603.59	603.59	603.59	获利能力				
留存收益	4,518.49	5,372.36	6,582.35	8,160.68	毛利率	52.38%	50.92%	52.22%	52.89%
其他	-568.51	-603.59	-603.59	-603.59	净利率	29.38%	24.60%	26.68%	27.67%
股东权益合计	6,167.17	6,981.54	8,185.44	9,755.67	ROE	17.68%	15.98%	18.82%	20.94%
负债和股东权益总计	10,010.10	11,088.13	15,954.95	16,607.09	ROIC	14.99%	15.63%	21.08%	17.55%
现金流量表	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
经营活动现金流	595.45	1,391.06	-2,604.99	2,465.70	资产负债率	38.39%	37.04%	48.70%	41.26%
资本支出	435.09	320.06	314.78	141.43	流动比率	3.07	2.78	2.20	2.35
长期投资	-7.26	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.99	1.11	0.65	0.82
其他	-828.32	-1,071.12	-336.26	-162.87	营运能力				
投资活动现金流	-400.50	-751.06	-21.48	-21.43	应收账款周转率	4.15	4.50	4.80	4.80
债权融资	2,948.48	2,998.10	6,508.51	5,247.96	存货周转率	0.71	0.82	0.75	0.76
股权融资	129.53	-116.81	-86.74	-110.96	总资产周转率	0.41	0.43	0.43	0.45
其他	-3,388.83	-3,211.59	-3,330.98	-6,977.17	每股指标（元）	2022	2023E	2024E	2025E
筹资活动现金流	-310.81	-330.30	3,090.80	-1,840.18	每股收益	0.67	0.69	0.95	1.27
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.37	0.86	-1.61	1.53
现金净增加额	-115.86	309.70	464.33	604.08	每股净资产	3.82	4.32	5.07	6.05

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。