

存货减值风险出清，24 年轻装上阵+海外制剂可期

健友股份(603707)

推荐 (维持)

核心观点:

- 事件:** 2024.1.12, 公司发布 2023 年度拟计提存货跌价准备以及业绩预告公告, 初步减值测试公司 2023 年度拟计提的存货跌价准备 10 亿元~12 亿元, 预计导致归母净利润减少 8.5 亿元~10.2 亿元, 2023 年实现归母净利润预计为-2 亿至-1 亿元。
- 此次预计减值充分, 估值压制因素解除、风险基本出清。**受需求下滑、竞争加剧的影响, 2023 年 Q4 以来肝素产品已呈量价齐跌态势, 根据海关数据统计, 10、11 月肝素出口平均价格同比大幅下降约 45.1/33.3%。受上述市场频繁降价、订单不稳定、及需求降低等因素的影响, 导致公司部分库存产品及原材料的可变现净值低于账面价值。2023 年末, 公司存货账面余额为 54.39 亿元, 其中 2023 年末库存结构包括原材料 14.31 亿元(占比约 26.31%)、库存商品 35.11 亿元(占比约 64.55%)、在产品 4.82 亿元(占比约 8.86%), 剩下为发出商品以及在途物资。公司原材料主要系肝素粗品, 库存商品主要为标准肝素原料和肝素类制剂。本次预告计提跌价准备金额已覆盖公司存货账面余额的 18-22%, 我们认为减值较为充分, 风险基本出清。另外, 此次存货跌价计提后公司整体库存成本压力减轻并产生成本竞争优势, 未来肝素原料药及制剂国际化拓展将更有灵活性。
- 长期逻辑: 原料药占比下降整体周期扰动减少+国内制剂集采出清+海外制剂大单品上市业绩快速兑现。**1) 截止 23Q3, 公司原料药业务收入在公司总营收中占比已减少至 21.82%, 因原料药量价波动导致的公司业绩周期性扰动减少, 后续对公司整体业绩增速影响有限。2) 国内制剂大单品依诺肝素钠、那曲肝素钙已经集采落地, 未来将保持稳定增长。3) 海外制剂业务将由规范市场向非规市场、肝素制剂向非肝素制剂拓展。其中美国市场依诺肝素制剂未来将达到稳态, 非肝素制剂将保持持续进取状态并贡献较大利润增量, 大单品如白蛋白紫杉醇、利拉鲁肽、格拉替雷等有望年内上市。非美国市场有望在肝素制剂替代以及原料药供应等方面持续发力, 用依诺肝素制剂逐步打开销售网络和渠道, 为未来非肝素制剂上市做好充分铺垫。
- 投资建议:** 公司已成长为集肝素原料药、无菌注射剂出口以及 CDMO 业务为一体的综合医药企业, 作为国内药企海外制剂出口的优秀平台企业, 长期增长前景广阔。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为-1.32/11.86/15.52 亿元, 同比增长-112.13%、996.19%、30.90%, 当前股价对应 2023-2025 年 PE 为-1/9/14 倍, 维持“推荐”评级。
- 风险提示:** 原材料价格上涨影响产品毛利率的风险、汇率波动影响公司汇兑收益的风险、下游需求恢复不及预期的风险、研发进度不及预期的风险。

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

孙怡

✉: sunyi_yj@chinastock.com.cn

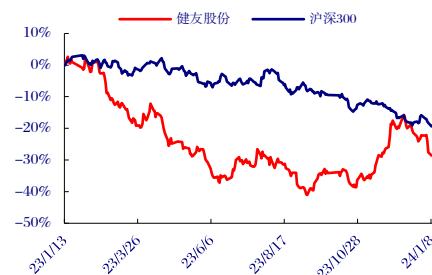
分析师登记编码: S0130524010001

市场数据

2024-01-12

股票代码	603707
A 股收盘价(元)	13.58
上证指数	2,881.98
总股本(万股)	161,665
实际流通 A 股(万股)	161,563
流通 A 股市值(亿元)	219

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河医药】公司深度报告_健友股份(603707)_海外注射剂快速放量, 肝素龙头开启新成长曲线

表1: 主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3712.72	4254.77	4988.19	6188.89
收入增长率%	0.71	14.60	17.24	24.07
归母净利润(百万元)	1090.83	-132.30	1185.66	1552.02
利润增速%	2.98	-112.13	996.19	30.90
毛利率%	52.38	48.60	48.14	49.19
摊薄 EPS(元)	0.67	-0.08	0.73	0.96
PE	20.13	—	18.52	14.15
PB	3.56	3.79	3.15	2.57
PS	5.91	5.16	4.40	3.55

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8294.06	8943.47	10749.73	13033.70	营业收入	3712.72	4254.77	4988.19	6188.89
现金	1388.51	3126.32	4726.37	6714.81	营业成本	1768.00	2186.93	2587.01	3144.59
应收账款	952.10	1122.79	1316.33	1633.18	营业税金及附加	30.98	38.29	44.89	55.70
其它应收款	241.94	283.65	332.55	412.59	营业费用	451.72	382.93	399.06	464.17
预付账款	25.07	34.99	41.39	50.31	管理费用	165.89	246.78	319.24	420.84
存货	5615.60	4267.33	4189.61	4040.98	财务费用	-128.50	14.51	-74.21	-137.41
其他	70.85	108.39	143.48	181.82	资产减值损失	-10.22	-1199.00	1.00	1.00
非流动资产	1716.04	2277.28	2675.53	3036.28	公允价值变动收益	-5.06	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	-8.00	-16.00	-24.00	投资净收益	27.35	25.53	29.93	37.13
固定资产	930.73	1261.68	1555.13	1811.08	营业利润	1173.55	-158.30	1279.22	1678.81
无形资产	118.96	118.96	118.96	118.96	营业外收入	12.40	15.00	15.00	15.00
其他	666.35	904.64	1017.44	1130.24	营业外支出	0.58	1.00	1.00	1.00
资产总计	10010.10	11220.75	13425.26	16069.98	利润总额	1185.37	-144.30	1293.22	1692.81
流动负债	2704.65	3758.50	4239.72	4795.52	所得税	98.85	-12.27	109.92	143.89
短期借款	1956.86	2256.86	2556.86	2856.86	净利润	1086.52	-132.04	1183.29	1548.92
应付账款	503.72	668.23	790.48	960.85	少数股东损益	-4.31	0.26	-2.37	-3.10
其他	244.07	833.41	892.38	977.81	归属母公司净利润	1090.83	-132.30	1185.66	1552.02
非流动负债	1138.28	1671.82	2211.82	2751.82	EBITDA	1162.60	68.26	1454.56	1828.45
长期借款	500.00	1000.00	1500.00	2000.00	EPS (元)	0.67	-0.08	0.73	0.96
其他	638.28	671.82	711.82	751.82					
负债合计	3842.93	5430.32	6451.54	7547.34	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	-3.47	-3.21	-5.57	-8.67	营业收入	0.71%	14.60%	17.24%	24.07%
归属母公司股东权益	6170.64	5793.63	6979.30	8531.31	营业利润	-0.71%	-113.49%	908.09%	31.24%
负债和股东权益	10010.10	11220.75	13425.26	16069.98	归属母公司净利润	2.98%	-112.13%	996.19%	30.90%
					毛利率	52.38%	48.60%	48.14%	49.19%
现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率	29.38%	-3.11%	23.77%	25.08%
经营活动现金流	595.45	1371.45	1369.77	1751.76	ROE	17.68%	-2.28%	16.99%	18.19%
净利润	1086.52	-132.04	1183.29	1548.92	ROIC	10.27%	-1.18%	9.20%	9.81%
折旧摊销	139.72	198.05	235.55	273.05	资产负债率	38.39%	48.40%	48.06%	46.97%
财务费用	-96.93	20.05	20.85	21.65	净负债比率	62.31%	93.78%	92.51%	88.56%
投资损失	-27.35	-25.53	-29.93	-37.13	流动比率	3.07	2.38	2.54	2.72
营运资金变动	-493.12	142.29	-24.99	-39.73	速动比率	0.96	1.21	1.51	1.84
其它	-13.40	1168.63	-15.00	-15.00	总资产周转率	0.41	0.40	0.40	0.42
投资活动现金流	-400.50	-702.88	-588.87	-581.67	应收帐款周转率	4.15	4.10	4.09	4.20
资本支出	-469.97	-688.45	-582.00	-582.00	应付帐款周转率	3.77	3.73	3.55	3.59
长期投资	36.06	-37.00	-37.00	-37.00	每股收益	0.67	-0.08	0.73	0.96
其他	33.42	22.56	30.13	37.33	每股经营现金	0.37	0.85	0.85	1.08
筹资活动现金流	-310.81	1129.16	819.15	818.35	每股净资产	3.82	3.58	4.32	5.28
短期借款	386.20	300.00	300.00	300.00	P/E	20.13	—	18.52	14.15
长期借款	500.00	500.00	500.00	500.00	P/B	3.56	3.79	3.15	2.57
其他	-1197.01	329.16	19.15	18.35	EV/EBITDA	26.45	338.91	15.38	11.61
现金净增加额	-131.97	1737.81	1600.05	1988.44	P/S	5.91	5.16	4.40	3.55

资料来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业 2022 年第 4 名、2021 年第 5 名、2020 年入围，2021 年上海证券报最佳分析师第 2 名，2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名，2018 年第一财经最佳分析师医药行业第 1 名等荣誉。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn