

健友股份(603707.SH)

肝素原料药短期承压，高端注射剂出海快速推进

推荐（维持）

股价：11.31元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.nkf-pharma.com
大股东/持股	谢菊华/27.21%
实际控制人	谢菊华,唐咏群,丁莹
总股本(百万股)	1,616
流通A股(百万股)	1,616
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	183
流通A股市值(亿元)	183
每股净资产(元)	3.73
资产负债率(%)	38.0

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】健友股份(603707.SH)*首次覆盖报告*肝素原料药短期扰动减弱，高端注射剂集群海外快速扩容*推荐20240613

证券分析师

叶寅
投资咨询资格编号
S1060514100001
BOT335
YEYIN757@pingan.com.cn

韩盟盟
投资咨询资格编号
S1060519060002
hanmengmeng005@pingan.com.cn

研究助理

臧文清
一般证券从业资格编号
S1060123050058



事项：

2024年8月30号，健友股份发布2024年半年报，实现收入21.43亿元（-6.99%），归母净利润4.05亿元（-35.15%），扣非后归母净利润3.69亿元（-39.70%），主要受肝素原料药价格高基数影响，收入和利润端同比有所减少，业绩基本符合预期。

平安观点：

- **受原料药高基数影响，收入和利润端短期承压。**实现收入21.43亿元（-6.99%），归母净利润4.05亿元（-35.15%），扣非后归母净利润3.69亿元（-39.70%），主要受肝素原料药价格高基数影响，收入和利润端同比有所减少。公司24H1肝素原料药板块毛利率29.03%，处于历史较低水平。期间费用方面，销售费用率6.66%（-4.69pp），主要受国内制剂集采深化影响大幅降低，管理费用率4.02%（+1.02pp），主要系人员薪酬增加所致，研发费用率8.14%（+1.59pp），新品研发持续投入。
- **肝素原料药短期扰动有望减弱，价格新周期即将开启。**根据公司公告，24H1公司肝素原料药收入5.33亿元，占公司总营业收入24.85%。根据海关总署数据，截至2024年7月，肝素出口价格为4163美元/kg，价格持续磨底，当月供应量10.69吨，处于正常供应水平，下游去库周期已基本完结，上下游供需关系持续改善，我们预计2024年下半年有望开启新一轮肝素价格修复周期。截至24H1，公司原材料库存账面价值18.95亿元（相比期初减少5.46亿元），库存商品账面价值28.18亿元（相比期初增加4.08亿元），公司肝素库存结构持续优化，伴随肝素下游需求量的增加，有望驱动价格持续修复，减值风险释放已较为充分。
- **优质海外注射剂商业化平台，生物药出海助力公司长期成长。**根据公司公告，24H1公司国外制剂收入11.48亿元，占公司总营业收入53.60%。公司拥有ANDA批件数量位居国内同类公司首位，拥有12条通过美国FDA批准的生产线。从盈利能力看，健友股份在原料和制造环节拥有明

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,713	3,931	4,344	5,322	6,624
YOY(%)	0.7	5.9	10.5	22.5	24.5
净利润(百万元)	1,091	-189	867	1,153	1,507
YOY(%)	3.0	-117.4	557.6	32.9	30.7
毛利率(%)	52.4	48.4	49.3	50.6	51.6
净利率(%)	29.4	-4.8	20.0	21.7	22.7
ROE(%)	17.7	-3.3	13.2	15.2	16.9
EPS(摊薄/元)	0.67	-0.12	0.54	0.71	0.93
P/E(倍)	16.8	-96.5	21.0	15.7	11.9
P/B(倍)	3.0	3.2	2.7	2.2	1.8

确的成本优势，海外制剂业务毛利率水平显著高于同业平均，未来伴随产能陆续建成、产品集群持续扩容、销售能力进一步精进，公司海外制剂业务盈利水平有望持续提升。此外，公司积极布局生物药和高端复杂制剂，2022年合作海南双成引进白蛋白紫杉醇潜力大单品，进军美国高端复杂制剂市场，2023年合作通化东宝开发多款三代胰岛素，进军美国生物类似药市场，公司向生物药领域的持续拓展有望打开公司长期成长天花板。2024年6月，公司购买由Coherus公司研发的阿达木单抗生物类似药，成为中国首个拿到阿达木生物类似药单品入场券的药企，生物药出海有望助力公司长期成长。

- **投资建议：**我们维持公司2024-2026年营收预期为43.44/53.22/66.24亿元，净利润预期为8.67/11.53/15.07亿元。伴随生物药出海，公司估值有望持续提升，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 肝素价格波动风险：公司所属的肝素行业具有周期属性，肝素粗品价格、原料药价格，以及需求量，会呈现周期性波动的特点，可能会对公司的业绩产生影响。2) 药品研发进度不及预期风险：创新药研发风险较高，存在研发失败风险。3) 国家政策的影响：医保谈判政策可能调整，从而影响肝素类药物制剂的处方开具，从而对公司制剂药物销售额产生影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,262	8,587	10,184	12,318
现金	1,210	434	532	662
应收票据及应收账款	772	1,017	1,246	1,550
其他应收款	231	245	301	374
预付账款	41	37	45	56
存货	4,158	6,083	7,270	8,857
其他流动资产	850	771	790	817
非流动资产	2,263	2,050	1,828	1,595
长期投资	0	9	17	26
固定资产	1,156	986	814	640
无形资产	174	186	189	185
其他非流动资产	933	870	807	745
资产总计	9,524	10,638	12,011	13,913
流动负债	3,086	3,627	4,179	4,950
短期借款	1,567	2,435	2,760	3,225
应付票据及应付账款	538	615	735	895
其他流动负债	982	577	684	830
非流动负债	640	446	248	46
长期借款	519	326	127	-74
其他非流动负债	120	120	120	120
负债合计	3,726	4,072	4,426	4,995
少数股东权益	-3	-3	-3	-3
股本	1,617	1,616	1,616	1,616
资本公积	601	601	601	601
留存收益	3,584	4,351	5,370	6,703
归属母公司股东权益	5,802	6,569	7,588	8,921
负债和股东权益	9,524	10,638	12,011	13,913

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,619	-1,218	253	198
净利润	-189	867	1,153	1,507
折旧摊销	154	221	231	241
财务费用	-74	105	122	129
投资损失	89	15	15	15
营运资金变动	601	-2,429	-1,272	-1,697
其他经营现金流	1,039	3	3	3
投资活动现金流	-1,162	-27	-27	-27
资本支出	430	0	0	0
长期投资	-757	0	0	0
其他投资现金流	-835	-27	-27	-27
筹资活动现金流	51	469	-128	-41
短期借款	-390	868	325	465
长期借款	-488	-194	-198	-202
其他筹资现金流	929	-205	-255	-303
现金净增加额	592	-775	98	130

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,931	4,344	5,322	6,624
营业成本	2,029	2,201	2,630	3,204
税金及附加	56	41	51	63
营业费用	421	434	479	596
管理费用	146	174	213	265
研发费用	372	339	426	530
财务费用	-74	105	122	129
资产减值损失	-1,244	0	0	0
信用减值损失	3	0	0	0
其他收益	55	18	18	18
公允价值变动收益	-3	0	0	0
投资净收益	-89	-15	-15	-15
资产处置收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	-295	1,053	1,404	1,839
营业外收入	0	11	11	11
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	-295	1,065	1,415	1,850
所得税	-105	198	263	343
净利润	-189	867	1,153	1,507
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	-189	867	1,153	1,507
EBITDA	-215	1,390	1,769	2,220
EPS (元)	-0.12	0.54	0.71	0.93

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	5.9	10.5	22.5	24.5
营业利润(%)	-125.1	457.5	33.3	31.0
归属于母公司净利润(%)	-117.4	557.6	32.9	30.7
获利能力				
毛利率(%)	48.4	49.3	50.6	51.6
净利率(%)	-4.8	20.0	21.7	22.7
ROE(%)	-3.3	13.2	15.2	16.9
ROIC(%)	-2.9	14.9	14.5	16.5
偿债能力				
资产负债率(%)	39.1	38.3	36.9	35.9
净负债比率(%)	15.1	35.4	31.1	27.9
流动比率	2.4	2.4	2.4	2.5
速动比率	0.9	0.7	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	5.1	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	3.8	3.7	3.7	3.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	-0.12	0.54	0.71	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	-0.75	0.16	0.12
每股净资产(最新摊薄)	3.56	4.03	4.66	5.49
估值比率				
P/E	-96.5	21.0	15.7	11.9
P/B	3.2	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	-115.5	16.6	13.1	10.6

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层