

Q2 业绩环比改善，海外非肝素制剂快速放量

—— 2024 年中报业绩点评

2024 年 9 月 2 日

- 事件：**2024 年 8 月 30 日，公司发布半年报，上半年实现收入 21.43 亿元，同比减少 6.99%，实现归母净利润为 4.05 亿元，同比减少 35.15%，实现扣非归母净利润为 3.69 亿元，同比减少 39.7%；单 Q2 实现收入 11.38 亿元，同比增长 14.27%，实现归母净利润 2.28 亿元，同比减少 22.02%，实现扣非归母净利润为 1.97 亿元，同比减少 29.79%。
- 原料药板块底部向上，制剂出口业务快速增长。**分业务来看，公司上半年原料药板块实现收入 5.33 亿元，同比下降 30%+，收入占比 24.87%，毛利率 29.03%。原料药板块收入毛利均有较大幅度下滑主要原因为肝素原料药非规范市场价格下滑较多，根据 wind 数据，截至 2024 年 7 月，肝素原料药出口平均价格为 4163.41 美元/kg，同比下滑约 65%。制剂板块上半年实现收入为 15.48 亿元，毛利率为 44.1%，其中国内制剂实现收入 3.99 亿元，收入占比为 18.63%，海外制剂实现收入 11.48 亿元，收入占比为 53.6%。国内制剂收入下滑约 20%，主要原因为公司主要制剂产品依诺肝素钠注射液以及那曲肝素钙注射液第八批集采中选，集采实施后导致终端价格下滑，收入整体下滑。海外制剂收入增长约 20%，其中美国子公司 Meitheal 实现收入 9.49 亿元，快速增长主要是由于依诺肝素钠注射液在欧美等市场仍实现较快放量，非肝素制剂上半年收入增速约 50%，随着阿达木单抗生物类似药以及磷霉素等大单品的快速放量，预计公司海外制剂板块仍将实现较快增长。
- 持续加大研发投入，坚定创新转型之路。**公司上半年研发投入为 1.91 亿元，占销售收入比例为 8.91%，同比增长 16.76%。上半年，公司多个项目取得进展，处于美国审批阶段，包括降糖、抗骨质疏松、抗肿瘤、抗贫血、麻醉辅助、术后镇痛等领域药品。公司多款药品获得美国 FDA 以及中国药监局批准上市，包括瑞加诺生注射液、盐酸帕洛诺司琼注射液、注射用达卡巴嗪、依替巴肽注射液、注射用伏立康唑等，进一步拓宽了在美注射剂销售管线。此外，公司进一步推进孤儿药 XTMA8 项目临床二期，并通过购买由 Coherus 公司研发的阿达木单抗生物类似药 FDA 批件，成为中国首个拿到阿达木生物类似药单品入场券的药企，与勃林格殷格翰、安进、山德士、Biocon 等国际知名药企共同参与美国生物类似药市场。
- 投资建议：**作为海外制剂出口的优秀平台型企业，随着利拉鲁肽、白蛋白紫杉醇、格拉替雷等产品获批，公司大分子企业形象逐步建立，未来增长前景广阔，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 9.08/13.98/18.74 亿元，同比增长 579%/54%/34%，当前股价对应 2024-2025 年 PE 为 20/13/10 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**肝素价格波动的风险、药品研发进度不及预期的风险、医药销售合规的风险等。

健友股份（股票代码：603707）

推荐 维持评级

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

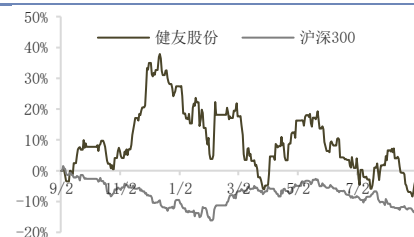
市场数据

2024-08-30

股票代码	603707.SZ
A 股收盘价(元)	11.31
上证指数	2842.21
总股本(万股)	161563.45
实际流通 A 股(万股)	161563.45
流通 A 股市值(亿元)	191

相对沪深 300 表现图

2024-08-30



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3931.39	4324.47	5631.81	7124.80
收入增长率%	5.89	10.00	30.23	26.51
归母净利润(百万元)	-189.45	908.27	1398.48	1874.00
利润增速%	-117.37	579.44	53.97	34.00
毛利率%	48.40	45.64	48.96	51.72
摊薄 EPS(元)	-0.12	0.56	0.87	1.16
PE	—	20.12	13.07	9.75
PB	3.15	2.73	2.26	1.83
PS	4.65	4.23	3.24	2.56

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7261.60	8851.94	11256.34	14193.79
现金	1209.81	1273.29	1797.35	2917.08
应收账款	751.30	840.87	1095.07	1385.38
其它应收款	230.88	288.30	375.45	474.99
预付账款	40.80	47.01	57.48	68.79
存货	4158.27	4897.08	5987.97	7165.84
其他	870.54	1505.39	1943.01	2181.72
非流动资产	2262.66	2627.67	2765.16	2872.84
长期投资	0.00	-8.00	-16.00	-24.00
固定资产	1141.81	1357.50	1543.19	1698.88
无形资产	174.10	219.10	264.10	309.10
其他	946.74	1059.07	973.87	888.87
资产总计	9524.26	11479.60	14021.50	17066.64
流动负债	3086.26	3623.53	4241.95	4888.09
短期借款	1566.80	1866.80	2166.80	2466.80
应付账款	537.74	652.94	798.40	955.45
其他	981.72	1103.78	1276.75	1465.84
非流动负债	639.50	1156.87	1681.87	2206.87
长期借款	0.00	500.00	1000.00	1500.00
其他	639.50	656.87	681.87	706.87
负债合计	3725.77	4780.40	5923.82	7094.96
少数股东权益	-3.47	-3.47	-3.47	-3.47
归属母公司股东权益	5801.97	6702.67	8101.15	9975.15
负债和股东权益	9524.26	11479.60	14021.50	17066.64

现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1619.17	429.76	420.46	817.13
净利润	-189.45	908.27	1398.48	1874.00
折旧摊销	154.25	213.31	243.31	273.31
财务费用	-8.12	20.65	21.45	22.25
投资损失	88.73	50.00	50.00	50.00
营运资金变动	580.05	-816.02	-1291.93	-1401.58
其它	993.71	53.55	-0.85	-0.85
投资活动现金流	-1162.04	-1184.85	-729.95	-530.15
资本支出	-418.92	-365.12	-377.15	-377.15
长期投资	-757.47	-503.00	-303.00	-103.00
其他	14.34	-316.73	-49.80	-50.00
筹资活动现金流	51.20	822.88	833.55	832.75
短期借款	-390.06	300.00	300.00	300.00
长期借款	-500.00	500.00	500.00	500.00
其他	941.26	22.88	33.55	32.75
现金净增加额	591.51	63.48	524.06	1119.73

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3931.39	4324.47	5631.81	7124.80
营业成本	2028.72	2350.60	2874.23	3439.60
营业税金及附加	55.73	60.54	84.48	106.87
营业费用	420.57	380.55	495.60	626.98
管理费用	145.90	172.98	253.43	356.24
财务费用	-74.20	-37.74	-79.48	-79.65
资产减值损失	-1243.53	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	-3.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-88.73	-50.00	-50.00	-50.00
营业利润	-294.71	1009.29	1553.96	2105.72
营业外收入	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.06	0.10	0.10	0.10
利润总额	-294.76	1009.19	1553.86	2105.62
所得税	-105.31	100.92	155.39	231.62
净利润	-189.45	908.27	1398.48	1874.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-189.45	908.27	1398.48	1874.00
EBITDA	-122.88	1184.76	1717.69	2299.28
EPS（元）	-0.12	0.56	0.87	1.16

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5.89%	10.00%	30.23%	26.51%
营业利润	-125.11%	442.47%	53.97%	35.51%
归属母公司净利润	-117.37%	579.44%	53.97%	34.00%
毛利率	48.40%	45.64%	48.96%	51.72%
净利率	-4.82%	21.00%	24.83%	26.30%
ROE	-3.27%	13.55%	17.26%	18.79%
ROIC	-2.12%	8.65%	10.76%	11.99%
资产负债率	39.12%	41.64%	42.25%	41.57%
净负债比率	23.83%	31.94%	30.14%	21.52%
流动比率	2.35	2.44	2.65	2.90
速动比率	0.94	1.00	1.13	1.31
总资产周转率	0.40	0.41	0.44	0.46
应收账款周转率	4.62	5.43	5.82	5.74
应付账款周转率	3.90	3.95	3.96	3.92
每股收益	-0.12	0.56	0.87	1.16
每股经营现金	1.00	0.27	0.26	0.51
每股净资产	3.59	4.15	5.01	6.17
P/E	—	20.12	13.07	9.75
P/B	3.15	2.73	2.26	1.83
EV/EBITDA	-208.59	17.23	12.06	8.88
P/S	4.65	4.23	3.24	2.56

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，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。

孙怡，南京大学制药工程/新南威尔士大学商业分析双硕士，2021年就职于民生证券，2023年加入银河证券研究院，主要从事医药行业研究工作。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

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
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn