中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司简评　　化学制药

肝素API价格底部企稳，制剂海外市场持续开拓

健友股份(603707.SH)

维持　　买入

贺菊颖
SAC 编号:S1440517050001
SFC 编号:ASZ591
袁清慧
SAC 编号:S1440520030001
SFC 编号:BPW879
刘若飞
SAC 编号:S1440519080003
赖俊勇
SAC 编号:S1440523070007
王云鹏
SAC 编号:S1440524070020

发布日期：　2024年11月07日

当前股价：　14.97元

核心观点

公司24Q1-3收入及利润受到价格波动对公司肝素原料药业务短期带来扰动，Q3单季度收入端已恢复正增长，利润端预计主要由于汇率波动带来汇兑损失影响。整体来看公司业绩呈现改善趋势，外部因素扰动逐渐降低，业绩符合我们此前预期。肝素API价格底部企稳，制剂业务持续开拓海外市场，毛利率环比改善。展望未来：1）无菌注射剂出口产能翻倍，叠加新境外药品注册批件不断申报，海外制剂有望持续放量；2）随着下游库存消化，去库存基本接近尾声，肝素原料药价格将逐步企稳回升；3）中长期关注大分子业务拓展。

事件

公司发布2024年三季度报告

10月30日，公司发布2024三季度报告，24年Q1-3实现营收30.88亿，同比-1.72%；归母净利润6.06亿，同比-27.82%；扣非归母净利润5.48亿，同比-33.41%。

24Q3单季度实现营收9.45亿，同比+12.79%；归母净利润2.01亿，同比-6.54%；扣非归母净利润1.80亿，同比-15.29%。

简评

业绩符合预期，外部因素扰动逐渐降低

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,712.72	3,931.39	4,216.00	5,200.50	6,384.00
YoY(%)	0.71	5.89	7.24	23.35	22.76
净利润(百万元)	1,090.83	-189.45	839.45	1,194.70	1,541.08
YoY(%)	2.98	-117.37	543.11	42.32	28.99
毛利率(%)	52.38	48.40	46.62	49.77	51.24
净利率(%)	29.38	-4.82	19.91	22.97	24.14
ROE(%)	17.68	-3.27	12.92	15.96	17.59
EPS(摊薄/元)	0.68	-0.12	0.52	0.74	0.95
P/E(倍)	22.05	-126.99	28.66	20.14	15.61
P/B(倍)	3.93	4.18	3.73	3.24	2.76

资料来源：iFinD，中信建投证券 数据截至2024年11月5日

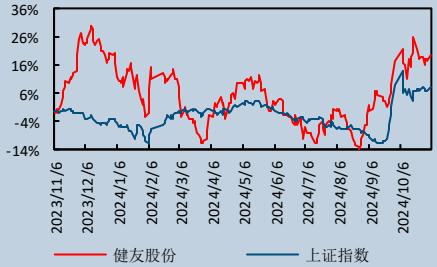
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1个月	3个月	12个月
2.34/3.12	19.60/5.66	21.45/12.23

12月最高/最低价（元）	16.24/10.70
总股本（万股）	161,563.45
流通A股（万股）	161,563.45
总市值（亿元）	240.57
流通市值（亿元）	240.57
近3月日均成交量（万）	802.45
主要股东	
谢菊华	27.21%

股价表现

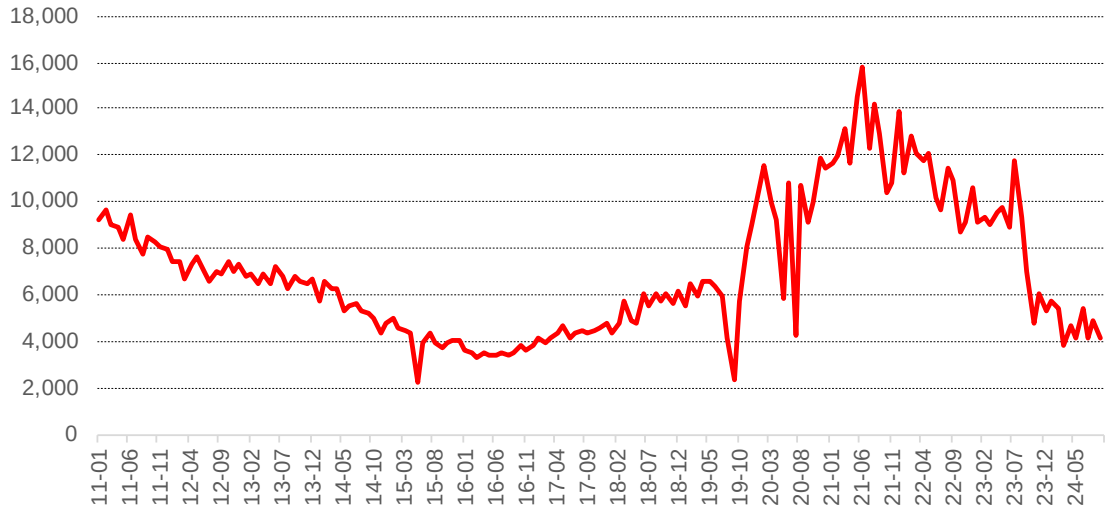


本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

公司 24 年 Q1-3 实现营收 30.88 亿，同比-1.72%；归母净利润 6.06 亿，同比-27.82%；扣非归母净利润 5.48 亿，同比-33.41%。24Q3 单季度实现营收 9.45 亿，同比+12.79%；归母净利润 2.01 亿，同比-6.54%；扣非归母净利润 1.80 亿，同比-15.29%。前三季度收入端我们判断主要受到原料药业务扰动，上半年制剂、CDMO 销售增长，但原料药销售略有下降；利润方面主要受肝素价格下降影响，价格波动对公司肝素原料药业务短期带来扰动。Q3 单季度收入端已恢复正增长，利润端预计主要由于公司海外业务受到 Q3 单季度汇率波动带来汇兑损失影响。整体来看公司业绩呈现改善趋势，外部因素扰动逐渐降低，业绩符合我们此前预期。

分板块来看：**1）肝素 API：价格底部企稳。**我国肝素出口平均价格 23 年 10 月后显著下降，24H1 肝素出口平均价格 4,915.32 美元/kg，与 23H1 平均价格 9,302.90 美元/kg 相比，同比下降 47.2%，从 24Q3 海关数据来看肝素出口价格环比基本稳定。公司原料药板块收入占比已从 2019 年占比超六成下降至 24H1 的占比不足 1/4，目前价格处于底部区间并有所企稳，我们判断 24H2 肝素价格对于公司业绩扰动将进一步下降。

图表1： 肝素及其盐出口均价（美元/千克）



资料来源：海关总署，中信建投

2）制剂业务：持续开拓海外市场。公司制剂业务积极拓展境外市场，结合 Meitheal 在 GPO、渠道端的优势，保障制剂国外销售收入稳定增长；24 年 6 月公司购买由 Coherus 公司研发的阿达木单抗生物类似药 YUSIMRY 美国 FDA 批件的所有权属，切入美国生物类似药市场；同时原有 ANDA 品种进一步拓展，24 年 7 月盐酸罗哌卡因注射液获 FDA 批准上市，24 年 9 月氟尿嘧啶注射液获 FDA 批准上市。目前公司海外商业化团队超 100 人，已在北美、欧洲、南美搭建营销平台并实现制剂直接销售。海外市场开拓带动公司制剂业务不断放量。

毛利率环比改善，汇兑损益预计略有扰动。公司 24Q1-3 毛利率 41.41%，同比-7.99 pct；24Q3 公司毛利率 44.07%，同比-4.32 pct，环比+2.3 pct，前三季度盈利水平波动主要由于前述肝素 API 价格波动影响，环比来看盈利能力逐步改善。24Q1-3 销售费用率 6.27%（-3.56 pct），管理费用率 3.93%（+0.58 pct），研发费用率 7.0%（+0.23 pct），财务费用率 2.36 %（+4.43 pct）。公司销售费用率下降明显，预计主要由于销售推广费下降所致；财务费用率上升我们预计主要受汇兑损益下降影响。研发费用率有所提升，公司持续加大研发投入，截至 24H1 公司及子公司已拥有 100 项境外药品注册批件，33 项中国药品注册批件，确保申报一批、研究一批、储备一批的高效研发节奏。24Q1-3 公司经营活动产生的现金流量净额 10.55 亿元，同比-9.9%，与公司利润端变化幅度相比，经营性现金流保持良好。其余财务指标基本稳定。

未来展望：1）海外制剂持续放量：公司坚持“立足中美，放眼全球”的战略框架，创新转型持续推进，6条新产线顺利通过 FDA 现场检查后，目前公司共有 12 条产线通过美国 FDA 审计，无菌注射剂出口产能翻倍，随着后续产能爬坡，叠加公司新境外药品注册批件不断申报，海外制剂业务有望持续放量。**2）原料药价格有望回暖：**此前受下游企业去库存影响，肝素原料药行业面临冲击，从海关数据来看，目前出口价格基本稳定，我们认为随着下游库存消化，去库存基本接近尾声，肝素原料药价格将逐步企稳回升。**3）中长期关注大分子业务拓展：**公司于 2024 年 6 月获得阿达木单抗生物类似药 YUSIMRY 美国 FDA 批件的所有权属，切入美国生物类似药市场，此外还与通化东宝在门冬、甘精、赖脯三种胰岛素上开展合作，以及与双成药业就注射用紫杉醇（白蛋白结合型）达成合作获得美国市场独家代理权。公司在海外渠道优势显著，24H1 公司在北美市场已有近百个产品运行，展望 2025 多个潜力品种有望获批，后续在生物类似药和复杂制剂领域管线扩展将为公司中长期业绩增长提供坚实保障。

盈利预测

我们预测 2024-2026 年，公司营收分别为 42.16、52.01 和 63.84 亿元，分别同比增长 7.2%、23.4%和 22.8%；归母净利润分别为 8.39、11.95 和 15.41 亿元，分别同比增长 543.1%（扭亏）、42.3%和 29%。折合 EPS 分别为 0.52 元/股、0.74 元/股和 0.95 元/股，对应 PE 为 28.7X、20.1X 和 15.6X，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动风险：公司产品主要原材料为肝素粗品，其价格如大幅波动将对公司生产成本产生较大影响，如无法向下游转嫁上述价格上涨，将影响公司利润表现。

国际贸易环境变化风险：公司目前产品以出口为主，占比超 70%，国际贸易整体环境和政策的变化存在不确定性。如果未来全球贸易摩擦进一步加剧可能对公司经营造成不利影响。

行业竞争格局变化风险：目前少数国际主流肝素制剂生产企业拥有绝大部分市场份额，随着专利药的保护到期、新的仿制药上市以及新专利药的推出，可能会对肝素类药品市场格局产生较大影响。若公司主要合作伙伴的产品市场份额发生较大变动，可能会进一步传导至公司的产品销售，对公司生产经营产生不利影响。

行业政策风险：目前国家药品集中带量采购以及医保谈判工作逐步常态化，如果公司主要肝素制剂产品在国家集采中不能中标，可能导致公司肝素制剂产品在公立医疗机构终端的销售受到限制，对公司国内市场份额和经营业绩产生不利影响。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2023 年（第 21 届）、2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第三名、第四名、第五名团队核心成员。

赖俊勇

北京大学理学/经济学双学士，北京大学药物化学硕士，以第一作者发表多篇 SCI 论文。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责合成生物学、基因测序、原料药等板块研究。

王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖医药外包等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk