

健友股份(603707)

报告日期: 2025 年 05 月 15 日

生物药进入兑现期，看好向上拐点

——健友股份点评

投资要点

- 我们看好公司第三大增长引擎高毛利的生物产品线进入兑现期，驱动公司盈利能力持续提升。
- 业绩：2025Q1 原料药承压，制剂仍快速增长
 公司 2024 年实现营业收入 39.24 亿元（YOY-0.20%），归母净利润 8.26 亿元（YOY+536.09%），扣非后归母净利润 7.82 亿元（YOY+566.00%）。2025Q1 实现营业收入 8.85 亿元（YOY-11.85%），归母净利润 0.85 亿元（YOY-52.19%），扣非后归母净利润 0.75 亿元（YOY-56.05%）。

2025Q1 公司原料药板块受客户采购策略调整影响，肝素原料药收入同比大幅下降 51.61%，公司制剂业务保持快速发展，整体销售收入同比增长 18.30%。其中，国内制剂因部分产品续标导致收入阶段性承压。

- 拆分：非肝素制剂持续放量，看好国际生物药进入兑现期
 非肝素制剂放量驱动海外制剂增长，看好国际生物药大分子进入兑现期。收入看：2024 年制剂实现收入 30.50 亿元（YOY10.05%），占比为 77.74%；其中，非肝素制剂 14.67 亿元（YOY24.25%），占比为 37.38%。美国子公司 Meitheal 销售收入 19.35 亿元（YOY18.7%）。我们预计海外制剂增长主要驱动可能来自于非肝素制剂品种的快速放量。2024 年公司盐酸罗哌卡因注射液、氟尿嘧啶注射液、维生素 B12 注射液等多个药品获 FDA 批准上市。2025 年 4 月利拉鲁肽获 FDA 批准上市。我们看好公司和国内优秀企业合作多个产品，如门冬、甘精、赖脯三种胰岛素、白蛋白紫杉醇、利拉鲁肽、阿达木单抗生物类似药等在海外市场陆续商业化带来的弹性和确定性。

国内看：在集采的增量加持下，公司基础肝素制剂产品及其他无菌注射剂产品的市场拓展不断深入，2024 年国内制剂销售数量保持 15.7% 的增长。其中，磺达肝素钠注射液 2024 年实现了国内市场的迅速拓展，销售收入较去年增长 103.18%；盐酸苯达莫司汀注射液销售收入较去年增长 53.96%。2024 年中国市场新增 8 个药品批件，包括氟尿嘧啶注射液等，随着公司中美双报逻辑不断落地，以质量领先、成本领先的产品策略快速切入国内无菌注射剂市场，未来在无菌注射剂领域，公司有望在中国市场获得高速增长。

原料药收入占比持续下降，第三引擎望进入兑现期。2024 年标准肝素原料药实现收入 7.87 亿元，收入占比为 20.06%。公司肝素原料药业务占总营收的比例从 2019 年占超过六成到 2024 年占比二成附近，体现了公司从传统原料药供应商到国际无菌注射剂企业的成功转变。展望未来，我们看好公司第三大增长引擎高毛利的生物产品线进入兑现期，驱动公司盈利能力持续提升。

- 盈利预测与估值
 我们预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.65、0.90 和 1.22 元。2025 年 5 月 15 日收盘价对应 2025 年 16 倍 PE。我们看好公司注射剂国际化能力稀缺性和业绩弹性，维持“买入”评级。
- 风险提示
 肝素原料药价格波动风险，重磅品种集采风险，生产质量事故风险，竞争风险，汇率波动风险。

投资评级：买入(维持)

分析师：郭双喜
 执业证书号：S1230521110002
 guoshuangxi@stocke.com.cn

分析师：盖文化
 执业证书号：S1230524090006
 gaiwenhua@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 10.79
总市值(百万元)	17,432.70
总股本(百万股)	1,615.63

股票走势图



相关报告

- 1 《业绩环比改善，看好海外制剂增长》 2024.09.04
- 2 《看好国际化突破下成长确定性》 2024.06.11
- 3 《存货计提减值，看好出海表现》 2024.01.20

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3923.59	4784.73	5985.88	7243.62
(+/-) (%)	-0.20%	21.95%	25.10%	21.01%
归母净利润	826.14	1057.01	1447.28	1976.77
(+/-) (%)	536.09%	27.94%	36.92%	36.59%
每股收益(元)	0.51	0.65	0.90	1.22
P/E	21.10	16.49	12.05	8.82

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,046	8,470	9,821	11,920
现金	1,024	2,973	4,383	6,445
交易性金融资产	1,055	800	800	800
应收账款	909	1,007	1,145	1,320
其它应收款	273	311	359	435
预付账款	69	82	100	119
存货	3,675	3,267	3,009	2,782
其他	40	30	25	20
非流动资产	2,464	2,659	2,766	2,813
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,048	998	950	902
无形资产	338	366	420	483
在建工程	137	192	194	196
其他	941	1,103	1,202	1,232
资产总计	9,510	11,130	12,588	14,733
流动负债	2,064	2,627	2,640	2,807
短期借款	1,236	1,587	1,463	1,429
应付款项	496	545	635	715
预收账款	0	0	0	0
其他	333	496	541	663
非流动负债	957	958	956	957
长期借款	298	298	298	298
其他	659	660	658	659
负债合计	3,022	3,585	3,595	3,764
少数股东权益	(4)	(4)	(4)	(4)
归属母公司股东权益	6,492	7,549	8,996	10,973
负债和股东权益	9,510	11,130	12,588	14,733

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,501	1,658	1,732	2,292
净利润	826	1,057	1,447	1,977
折旧摊销	175	95	95	101
财务费用	9	48	49	31
投资损失	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(242)	73	(59)	(53)
其它	736	387	202	239
投资活动现金流	(911)	(11)	(151)	(164)
资本支出	36	(57)	(7)	(7)
长期投资	0	0	0	0
其他	(946)	45	(144)	(158)
筹资活动现金流	(731)	303	(172)	(65)
短期借款	(331)	351	(123)	(35)
长期借款	298	0	0	0
其他	(699)	(48)	(49)	(31)
现金净增加额	(141)	1,949	1,409	2,062

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,924	4,785	5,986	7,244
营业成本	2,228	2,723	3,344	3,974
营业税金及附加	19	19	24	29
营业费用	280	239	269	290
管理费用	211	215	239	254
研发费用	330	335	389	362
财务费用	9	48	49	31
资产减值损失	(96)	(12)	(16)	(19)
公允价值变动损益	(10)	(10)	(10)	(10)
投资净收益	3	3	3	3
其他经营收益	60	60	60	60
营业利润	994	1,271	1,740	2,375
营业外收支	(2)	(1)	(2)	(1)
利润总额	992	1,269	1,738	2,374
所得税	166	212	291	397
净利润	826	1,057	1,447	1,977
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	826	1,057	1,447	1,977
EBITDA	1,211	1,422	1,862	2,465
EPS (最新摊薄)	0.51	0.65	0.90	1.22

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-0.20%	21.95%	25.10%	21.01%
营业利润	437.39%	27.77%	36.93%	36.53%
归属母公司净利润	536.09%	27.94%	36.92%	36.59%
获利能力				
毛利率	43.21%	43.10%	44.14%	45.13%
净利率	21.05%	22.09%	24.18%	27.29%
ROE	13.45%	15.06%	17.50%	19.81%
ROIC	10.71%	11.67%	13.63%	15.47%
偿债能力				
资产负债率	31.78%	32.21%	28.56%	25.55%
净负债比率	51.04%	52.80%	49.21%	46.09%
流动比率	3.41	3.22	3.72	4.25
速动比率	1.63	1.98	2.58	3.26
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.46	0.50	0.53
应收账款周转率	4.73	5.00	5.59	5.93
应付账款周转率	4.31	5.23	5.67	5.88
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.65	0.90	1.22
每股经营现金	0.93	1.03	1.07	1.42
每股净资产	4.02	4.67	5.57	6.79
估值比率				
P/E	21.10	16.49	12.05	8.82
P/B	2.69	2.31	1.94	1.59
EV/EBITDA	17.28	10.95	7.54	4.84

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>