

健友股份 (603707.SH)

业绩符合预期，海外制剂商业化平台加速布局

买入 (维持评级)

投资要点:

- 事件: 2024 年公司实现营业收入 39.24 亿元, 同比减少 0.20%; 实现归母净利润 8.26 亿元, 同比增加 536.09%。25Q1, 公司实现营业收入 8.85 亿元, 同比减少 11.85%, 实现归母净利润 0.85 亿元, 同比减少 52.19%。
- 24 年业绩符合预期, 25Q1 短期波动不改长期增长本色

2024 年公司实现营业收入 39.24 亿元, 同比减少 0.20%; 实现归母净利润 8.26 亿元, 同比增加 536.09%。单看 Q4, 公司实现营业收入 8.36 亿元, 同比增加 5.84%; 实现归母净利润 2.20 亿元, 同比增加 121.42%, 业绩符合预期。25Q1, 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%, 与此同时, 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; 国际生物药大分子板块虽因销售团队投入增加导致费用上升, 但随着利拉鲁肽于 2025 年 4 月获批上市, 前期投入有望迅速转化为收入增长动力, 我们认为公司短期波动不改长期, 看好其作为具有稀缺性的海外制剂商业化平台的表现。

- 全球化与创新转型加速中, 生物类似药出海天地广阔

随着全球多个重磅生物药专利陆续到期, 全球生物类似药市场规模有望快速增长。自研方面, 2025 年 4 月公司向美国 FDA 申报的利拉鲁肽注射液 (18 mg/3 mL 规格) 的 ANDA 申请获得批准。BD 方面, 公司于 2024 年 6 月完成对 Coherus BioSciences 阿达木单抗生物类似药的全资产收购, 取得美国生物类似药市场入场券, 从 2024 年 6 月上市销售以来, Yusimry 即实现销售收入突破 7,000 万元人民币, 充分验证了公司成熟的海外商业化能力, 近年来公司积极寻求外部合作, 先后与海南双成、通化东宝达成战略合作, 取得白蛋白紫杉醇、甘精、门冬、赖脯三种胰岛素在美国市场的独家商业化权益, 未来随着生物类似药在美国市场获批, 有望助力海外制剂业务快速放量。

- 盈利预测与投资建议

考虑到公司肝素原料药及国内制剂业务短期波动, 我们调整公司 2025-2026 年盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.6/14.1/18.4 亿元, 归母净利润增速分别为 29%/33%/30% (前次预测 2025-2026 年归母净利润分别为 11.9/15.4 亿元)。考虑到公司作为快速转型中的肝素原料药企业, 海外注射制剂的快速增长以及生物类似药出海有望为 25-26 年业绩贡献显著增量, 维持“买入”评级。

- 风险提示

原料药价格下跌风险, 安全生产事故风险, 原料药及制剂销售不及预期, 新品研发与推广不及预期, CDMO 订单获取不及预期, 汇率变动风险

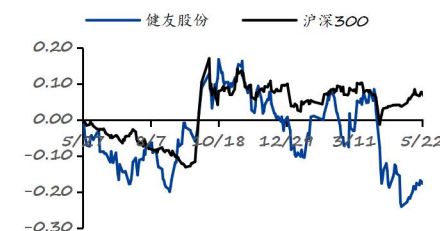
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,931	3,924	4,741	6,140	7,704
增长率	6%	0%	21%	30%	25%
净利润 (百万元)	-189	826	1,063	1,412	1,835
增长率	-117%	536%	29%	33%	30%
EPS (元/股)	-0.12	0.51	0.66	0.87	1.14
市盈率 (P/E)	-94.4	21.6	16.8	12.7	9.7
市净率 (P/B)	3.1	2.8	2.4	2.1	1.8

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-05-23
收盘价:	11.07 元
总股本/流通股本(百万股)	1,615.63/1,615.63
流通 A 股市值(百万元)	17,885.08
每股净资产(元)	4.04
资产负债率(%)	26.38
一年内最高/最低价(元)	16.01/10.12

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 陈铁林(S0210524080007)
ctl30598@hfzq.com.cn

相关报告

1、高速转型中的肝素龙头, 生物类似药出海天地广阔——2025.03.12

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,024	1,422	1,842	2,311	营业收入	3,924	4,741	6,140	7,704
应收票据及账款	909	841	1,089	1,367	营业成本	2,228	2,560	3,230	4,031
预付账款	69	51	65	81	税金及附加	19	66	86	108
存货	3,675	5,184	6,105	7,257	销售费用	280	379	491	616
合同资产	0	0	0	0	管理费用	211	190	233	293
其他流动资产	1,369	1,435	1,424	1,518	研发费用	330	360	460	539
流动资产合计	7,046	8,933	10,525	12,533	财务费用	9	66	97	98
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-12	-10	-10	-10
固定资产	1,048	1,079	1,106	1,131	资产减值损失	108	60	0	0
在建工程	137	117	117	117	公允价值变动收益	-10	6	10	12
无形资产	338	333	328	323	投资收益	3	-1	2	2
商誉	130	130	130	130	其他收益	60	50	70	70
其他非流动资产	811	811	811	811	营业利润	994	1,224	1,613	2,092
非流动资产合计	2,464	2,469	2,491	2,511	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	9,510	11,402	13,016	15,044	营业外支出	2	16	9	7
短期借款	1,236	1,837	2,033	2,227	利润总额	992	1,208	1,604	2,085
应付票据及账款	496	538	689	871	所得税	166	145	193	250
预收款项	0	6	4	4	净利润	826	1,063	1,412	1,835
合同负债	59	43	55	69	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	44	120	120	120	归属母公司净利润	826	1,063	1,412	1,835
其他流动负债	230	505	524	549	EPS（按最新股本摊薄）	0.51	0.66	0.87	1.14
流动负债合计	2,064	3,048	3,424	3,839					
长期借款	298	348	348	348	主要财务比率				
应付债券	520	520	520	520		2024A	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	139	104	124	144	成长能力				
非流动负债合计	957	972	992	1,012	营业收入增长率	-0.2%	20.8%	29.5%	25.5%
负债合计	3,022	4,021	4,417	4,852	EBIT 增长率	371.3%	27.3%	33.6%	28.3%
归属母公司所有者权益	6,492	7,385	8,604	10,197	归母公司净利润增长率	536.1%	28.7%	32.8%	30.0%
少数股东权益	-4	-4	-4	-4	获利能力				
所有者权益合计	6,488	7,382	8,600	10,192	毛利率	43.2%	46.0%	47.4%	47.7%
负债和股东权益	9,510	11,402	13,016	15,044	净利率	21.1%	22.4%	23.0%	23.8%
					ROE	12.7%	14.4%	16.4%	18.0%
现金流量表					ROIC	15.5%	15.6%	17.6%	19.0%
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
经营活动现金流	1,501	-147	643	742	资产负债率	31.8%	35.3%	33.9%	32.2%
现金收益	1,010	1,258	1,641	2,068	流动比率	3.4	2.9	3.1	3.3
存货影响	483	-1,509	-921	-1,151	速动比率	1.6	1.2	1.3	1.4
经营性应收影响	-291	26	-262	-294	营运能力				
经营性应付影响	-82	124	149	182	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
其他影响	380	-45	35	-64	应收账款周转天数	76	66	56	57
投资活动现金流	-911	-135	-148	-146	存货周转天数	633	623	629	597
资本支出	-303	-134	-155	-155	每股指标（元）				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.51	0.66	0.87	1.14
其他长期资产变化	-608	-1	7	9	每股经营现金流	0.93	-0.09	0.40	0.46
融资活动现金流	-731	680	-75	-126	每股净资产	4.02	4.57	5.33	6.31
借款增加	-516	942	196	194	估值比率				
股利及利息支付	-213	-285	-351	-440	P/E	22	17	13	10
股东融资	0	0	0	0	P/B	3	2	2	2
其他影响	-2	23	80	119	EV/EBITDA	47	40	30	24

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn