

健友股份 (603707.SH)

增持 (维持)

生物类似药商业化元年，将驱动公司更大成长

2025年公司业绩短期承压，但业务结构转型成效显著。全年实现营业收入39.91亿元，同比增长1.71%；实现归母净利润5.82亿元，同比下降29.61%；扣非后归母净利润为5.03亿元，同比下降35.73%。利润端下滑主要系：1)高毛利的肝素原料药业务收入减少；2)推广新品导致销售费用同比增长45.79%至4.08亿元；3)汇率波动导致财务费用大幅增至1.24亿元。

2026年Q1，公司实现营业收入9.29亿元，同比增长4.91%；实现归母净利润0.89亿元，同比增长5.07%。收入端维持平稳增长，公司扣非归母净利润为0.57亿元，同比下滑24.89%。非经常损益主要为当期3433万元的交易性金融资产公允价值变动收益（主要为银行理财收益）。

□ 制剂出口业务：增长引擎地位稳固，非肝素产品驱动结构优化。在2025年继续保持高速增长，成为业绩的压舱石。全年制剂业务实现收入35.16亿元，同比增长15.26%，占主营业务收入比重已提升至88.2%。海外市场表现亮眼：海外制剂业务以美元计价收入增长26%。其中，美国市场作为核心区域，收入同比增长27.39%；欧洲市场拓展迅速，收入同比增长70.88%。产品结构持续升级：非肝素类高端注射剂成为增长主动力，全年收入达19.43亿元，同比增长32.44%。公司已成功摆脱对单一肝素产业链的依赖，产品组合向多元化、高附加值方向发展。

□ 生物类似药：商业化元年开启，战略地位大幅提升。2025年是公司生物类似药业务的商业化元年，成果显著，战略重要性提升。首年商业化验证成功：阿达木单抗、利拉鲁肽等大分子产品自2025年4月在美国获批后，凭借公司成熟的海外商业化渠道，实现了可观额销售收入，利拉鲁肽注射液即实现销售收入突破9,000万元人民币，充分验证了公司的市场准入和快速放量能力。受益于FDA对生物类似药审评政策的积极变化（简化临床要求），公司果断调整战略，管线产品有望进一步丰富，上市进度有望进一步加速。

□ 维持“增持”投资评级。根据公司2025年年报和最新业务趋势，考虑到公司收入以海外为主（25年32.05亿元，占比80.31%），尤其以美国市场为主，2025年受美国关税影响冲击较大，未来关税影响亦有不确定性。同时，公司未来业务增长驱动主要为生物类似药业务，2025年美国生物类似药监管政策迎来重大变更，2025年10月29日，FDA发布《证明与参照药生物相似性的科学考量：关于评估疗效比对研究的必要性的最新建议》，证明生物类似药与参照药的高度相似性可以不再必须进行CES，将大幅降低生物类似药成本并缩减上市时间，公司将进一步加大研发投入和销售费用投入来强化先发优势和抢占市场机会，因此我们调整公司盈利预测，预计公司26-28年营业收入45.5、51.8、61.1亿元，归母净利润7.0、9.0、11.6亿元，维持“增持”评级。

□ 风险提示：产品研发销售不及预期，地缘政治风险等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3924	3991	4550	5180	6110
同比增长	-0%	2%	14%	14%	18%

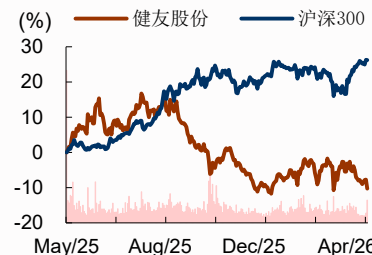
消费品/生物医药
目标估值：NA
当前股价：9.18元

基础数据

总股本(百万股)	1616
已上市流通股(百万股)	1616
总市值(十亿元)	14.8
流通市值(十亿元)	14.8
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	8.4
资产负债率	34.6%
主要股东	TANG YONGQUN
主要股东持股比例	19.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-8	-10
相对表现	-15	-11	-37



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《健友股份(603707)——生物类似药乘风启航，公司进入3.0发展阶段》2024-11-11
- 《健友股份(603707)——盈利环比改善，肝素API价格扰动进一步降低》2024-09-04
- 《健友股份(603707)——短期扰动不改长期成长趋势，看好制剂全球化发展空间》2024-06-04

梁广楷 S1090524010001
lianguangkai@cmschina.com.cn
许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
侯彪 S1090525070010
houbiao@cmschina.com.cn

营业利润(百万元)	994	701	847	1091	1407
同比增长	-437%	-30%	21%	29%	29%
归母净利润(百万元)	826	582	700	900	1160
同比增长	-536%	-30%	20%	29%	29%
每股收益(元)	0.51	0.36	0.43	0.56	0.72
PE	18.0	25.5	21.2	16.5	12.8
PB	2.3	2.1	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	7046	7520	6962	7510	8187
现金	1024	1395	325	349	395
交易性投资	1055	1317	1317	1317	1317
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	909	1216	1386	1578	1862
其它应收款	273	235	268	305	360
存货	3675	3265	3563	3846	4124
其他	108	93	103	114	128
非流动资产	2464	2823	2768	2717	2670
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1048	1146	1222	1290	1349
无形资产商誉	926	1311	1179	1062	955
其他	490	367	366	366	366
资产总计	9510	10343	9731	10227	10857
流动负债	2064	3205	2055	1826	1521
短期借款	1236	1426	1062	779	421
应付账款	496	589	643	694	744
预收账款	59	32	35	37	40
其他	274	1158	315	315	316
长期负债	957	238	238	238	238
长期借款	298	18	18	18	18
其他	659	220	220	220	220
负债合计	3022	3443	2293	2064	1759
股本	1616	1616	1616	1616	1616
资本公积金	637	622	622	622	622
留存收益	4239	4666	5204	5929	6864
少数股东权益	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
归属于母公司所有者权益	6492	6903	7441	8166	9101
负债及权益合计	9510	10343	9731	10227	10857

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1501	1183	532	714	861
净利润	826	582	700	900	1160
折旧摊销	175	243	271	267	263
财务费用	62	93	94	54	34
投资收益	(3)	(28)	(78)	(38)	(19)
营运资金变动	294	214	(455)	(469)	(577)
其它	146	79	0	0	0
投资活动现金流	(911)	(758)	(138)	(179)	(197)
资本支出	(507)	(560)	(216)	(216)	(216)
其他投资	(404)	(198)	78	38	19
筹资活动现金流	(731)	(55)	(1463)	(512)	(617)
借款变动	(592)	697	(1207)	(283)	(358)
普通股增加	(1)	0	0	0	0
资本公积增加	14	(15)	0	0	0
股利分配	(162)	(162)	(162)	(175)	(225)
其他	10	(575)	(94)	(54)	(34)
现金净增加额	(141)	370	(1069)	24	46

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3924	3991	4550	5180	6110
营业成本	2228	2418	2639	2849	3055
营业税金及附加	19	28	32	36	43
营业费用	280	408	465	519	641
管理费用	211	243	277	300	385
研发费用	330	348	397	429	587
财务费用	9	124	94	54	34
资产减值损失	96	174	123	61	23
公允价值变动收益	(10)	41	26	3	12
其他收益	60	36	35	28	3
投资收益	3	28	17	7	5
营业利润	994	701	847	1091	1407
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	2	2	2	1	2
利润总额	992	699	845	1091	1406
所得税	166	118	146	190	246
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	826	582	700	900	1160

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-0%	2%	14%	14%	18%
营业利润	-437%	-30%	21%	29%	29%
归母净利润	-536%	-30%	20%	29%	29%
获利能力					
毛利率	43.2%	39.4%	42.0%	45.0%	50.0%
净利率	21.1%	14.6%	15.4%	17.4%	19.0%
ROE	13.4%	8.7%	9.8%	11.5%	13.4%
ROIC	10.5%	7.9%	8.8%	10.8%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	31.8%	33.3%	23.6%	20.2%	16.2%
净负债比率	16.2%	22.1%	11.1%	7.8%	4.0%
流动比率	3.4	2.3	3.4	4.1	5.4
速动比率	1.6	1.3	1.7	2.0	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	4.7	3.8	3.5	3.5	3.6
应付账款周转率	4.3	4.5	4.3	4.3	4.2
每股资料(元)					
EPS	0.51	0.36	0.43	0.56	0.72
每股经营净现金	0.93	0.73	0.33	0.44	0.53
每股净资产	4.02	4.27	4.61	5.05	5.63
每股股利	0.10	0.10	0.11	0.14	0.18
估值比率					
PE	18.0	25.5	21.2	16.5	12.8
PB	2.3	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	15.4	18.1	14.2	12.2	10.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。