

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

健友股份(603707)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师
执业编号: S1500523080002
邮箱: tangaijin@cindasc.com信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编: 100031

生物药商业化元年开启，看好 26 年业绩修复

2026 年 05 月 08 日

事件：公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报，2025 年营收 39.91 亿元 (yoy+1.71%)，归母净利润 5.82 亿元 (yoy-29.61%)，扣非归母净利润 5.03 亿元 (yoy-35.73%)，经营性现金流净额 11.83 亿元 (yoy-21.21%)。2026Q1 营收 9.29 亿元 (yoy+4.91%)，归母净利润为 0.89 亿 (yoy+5.07%)，扣非归母净利润 0.57 亿元 (yoy-24.89%)；经营性现金流表现强劲，净额达 5.1 亿元 (同比+210.60%)。

点评：

- **2025 年业绩短期承压，制剂出口业务展现强劲韧性，转型成果显著。** 2025 年公司营收微增而利润下滑，主要系业务结构调整及外部因素影响。核心的制剂业务实现收入 35.16 亿元 (yoy+15.26%)，占主营业务收入比重提升至 88.1%。其中，海外业务收入达 32.05 亿元 (yoy+6.59%)，主要是制剂出口的增长，其中美国市场和欧洲市场分别实现 27.39%和 70.88%的高速增长。相比之下，肝素原料药业务持续收缩，收入 4.01 亿元 (yoy-49.09%)；国内业务收入 7.86 亿元 (yoy-14.28%)，主要是国内制剂集采续标及渠道去库存等因素影响。利润端下滑主要由于：①原料药业务大幅下降；②为推广新品销售费用同比增长 45.79%；③汇率波动导致财务费用大幅增加 1271.84%；④美国的关税影响。
- **生物药商业化元年开启，研发管线加速推进。** 公司持续加大研发投入，2025 年研发投入总额达 8.15 亿元，占营收比重高达 20.43%。2025 年是公司生物类似药的商业化元年，中国首家阿达木单抗生物类似物获 FDA 批准上市，利拉鲁肽生物类似药于 2025 年 4 月获美国 FDA 批准上市后，迅速实现超 9000 万元人民币的销售收入，充分验证了公司成熟的海外商业化能力。创新药方面，公司进行了 8 项生物药的研发和放大，其中 KM1901 稳步推动即将启动临床 I 期，KM03 进入商业化规模技术转移阶段，KM04 完成项目转移达到临床阶段。治疗结节病的 KM1901 即将启动临床 III 期，与海外机构合作的孤儿药 XTMA B 项目已进入临床试验阶段，公司正从仿制药向“仿创结合”的更高价值阶段迈进。
- **盈利预测：**我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 46.61、56.18、68.34 亿元，同比增速分别为 16.8%、20.5%、21.6%，实现归母净利润为 8.70、10.58、12.74 亿元，同比分别增长 49.6%、21.6%、20.4%，对应 PE 分别为 17、14、12 倍。
- **风险因素：**行业政策风险 (含中美贸易政策)；原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；药品研发失败风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3,924	3,991	4,661	5,618	6,834
增长率 YoY %	-0.2%	1.7%	16.8%	20.5%	21.6%
归属母公司净利润 (百万元)	826	582	870	1,058	1,274
增长率 YoY%	536.1%	-29.6%	49.6%	21.6%	20.4%
毛利率%	43.2%	39.4%	44.3%	45.8%	46.1%
净资产收益率ROE%	12.7%	8.4%	11.7%	12.9%	14.0%
EPS(摊薄)(元)	0.51	0.36	0.54	0.65	0.79
市盈率 P/E(倍)	17.80	25.28	16.90	13.90	11.54
市净率 P/B(倍)	2.26	2.13	1.98	1.79	1.61

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 5 月 7 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	7,046	7,520	8,029	9,015	10,149	
货币资金	1,024	1,395	1,571	1,314	1,133	
应收票据	0	0	1	0	0	
应收账款	909	1,216	1,163	1,485	1,813	
预付账款	69	50	62	73	86	
存货	3,675	3,265	3,502	4,260	5,068	
其他	1,369	1,595	1,731	1,881	2,048	
非流动资产	2,464	2,823	2,900	2,943	2,973	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	1,048	1,146	1,146	1,145	1,143	
无形资产	338	410	410	419	426	
其他	1,078	1,267	1,344	1,379	1,403	
资产总计	9,510	10,343	10,930	11,958	13,122	
流动负债	2,064	3,205	3,240	3,456	3,645	
短期借款	1,236	1,426	1,368	1,424	1,356	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	496	589	623	725	884	
其他	333	1,189	1,249	1,306	1,404	
非流动负债	957	238	253	301	357	
长期借款	298	18	43	91	147	
其他	659	220	210	210	210	
负债合计	3,022	3,443	3,493	3,757	4,002	
少数股东权益	-4	-4	-4	-4	-4	
归属母公司股东权	6,492	6,903	7,441	8,204	9,124	
负债和股东权益	9,510	10,343	10,930	11,958	13,122	

重要财务指标		单位:百万 元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	3,924	3,991	4,661	5,618	6,834	
同比(%)	-0.2%	1.7%	16.8%	20.5%	21.6%	
归属母公司净利润	826	582	870	1,058	1,274	
同比(%)	536.1%	-29.6%	49.6%	21.6%	20.4%	
毛利率(%)	43.2%	39.4%	44.3%	45.8%	46.1%	
ROE%	12.7%	8.4%	11.7%	12.9%	14.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.51	0.36	0.54	0.65	0.79	
P/E	17.80	25.28	16.90	13.90	11.54	
P/B	2.26	2.13	1.98	1.79	1.61	
EV/EBITDA	18.83	15.51	11.11	9.64	8.53	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	3,924	3,991	4,661	5,618	6,834	
营业成本	2,228	2,418	2,594	3,043	3,686	
营业税金及附加	19	28	35	39	49	
销售费用	280	408	432	519	644	
管理费用	211	243	254	318	387	
研发费用	330	348	407	488	595	
财务费用	9	124	4	-1	10	
减值损失合计	96	177	62	-14	-19	
投资净收益	3	28	0	14	16	
其他	50	74	54	62	73	
营业利润	994	701	1,050	1,275	1,535	
营业外收支	-2	-1	-1	-2	-2	
利润总额	992	699	1,048	1,273	1,533	
所得税	166	118	178	215	260	
净利润	826	582	870	1,058	1,274	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利	826	582	870	1,058	1,274	
EBITDA	1,195	1,002	1,390	1,639	1,872	
EPS(当年)(元)	0.51	0.36	0.54	0.65	0.79	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	1,501	1,183	1,029	486	691	
净利润	826	582	870	1,058	1,274	
折旧摊销	175	243	338	367	329	
财务费用	62	93	53	54	56	
投资损失	-3	-28	0	-14	-16	
营运资金变动	380	430	-165	-997	-975	
其它	61	-137	-67	18	24	
投资活动现金流	-911	-758	-503	-498	-451	
资本支出	-507	-560	-458	-415	-369	
长期投资	-459	-226	-87	-97	-98	
其他	55	28	42	14	16	
筹资活动现金流	-731	-55	-331	-244	-422	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	-33	-90	-33	104	-12	
支付利息或股息	-213	-218	-295	-348	-410	
现金流净增加额	-157	359	176	-256	-181	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 13 年。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 4 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

李春辰，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1 年医药行业研究经历，2025 年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深300指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起6个月内。	买入: 股价相对强于基准15%以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准5%~15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。