



健友股份 603707.SH

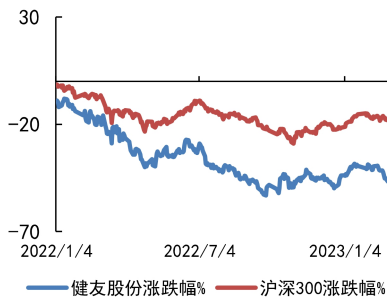
制剂业务稳健增长，23年Q1业绩回暖

基础数据：

截至2023年5月4日

当前股价	14.63元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	16.17亿股
流通股本	16.15亿股
总市值	236.58亿元
流动市值	236.22亿元

相对市场表现：



事件：

公司发布2022年年报及2023年一季报：2022年，公司实现营业收入37.13亿元，同比增长0.71%；归属于上市公司股东的净利润10.91亿元，同比增长2.98%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润10.80亿元，同比增长5.49%；经营活动产生的现金流量净额5.95亿元，同比下降12.90%；ROE（加权）18.82%，同比下降6.47Pct。2023年一季度，公司实现营业收入13.07亿元，同比增长11.13%；归属于上市公司股东的净利润3.32亿元，同比增长0.68%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润3.30亿元，同比增长1.30%。

事件点评：

◆营业收入逐季改善，今年一季度呈现回暖趋势。2022年公司实现营业收入37.13亿元，同比增长0.71%。1) 分季度看，2022Q1-Q4收入分别为11.77/7.99/8.76/8.62亿元，同比变动分别为33.24%/-8.00%/-14.88%/-4.95%，同比降幅逐季收窄。2) 2023年一季度，公司实现营业收入13.07亿元，同比增长11.13%，在去年一季度高基数下，仍表现出较强回暖趋势。

◆积极应对外部因素影响，制剂业务保持增长态势。2022年在全球物流缓滞的情况下，公司在生产供应、货物交付都遇到极大挑战；公司克服重重困难，在订单延期交付的情况下，依旧保持制剂业务的增长态势，全年制剂实现收入245,816.91万元，同比增长15.39%，占总营收比重进一步提升，达到为66.21%。1) 国外制剂：2022年，公司美国子公司销售收入11.84亿元，同比增长13.72%，欧洲销售收入同比增长超过100%，巴西销售收入较同比增长超过200%。2022年公司依诺肝素钠注射液高端制剂预灌封#2线获得美国FDA签发的产线批准信，在美通过FDA审核的无菌注射液生产线达到6条；新增11个境外药品注册批件，境外获批药品数量达到79个。2) 国内制剂：2022年7月，公司新上市产品磺达肝

分析师：

分析师 胡晨曦  
huchenxi@gwgsc.com  
执业证书编号：S0200518090001  
联系电话：010-68085205

公司地址：北京市丰台区凤凰嘴街2号院1号楼中国长城资产大厦12层



癸钠注射液、依替巴肽注射液、注射用替加环素顺利在第七批国家组织药品集中采购中标，这三个新产品在国内市场销售业绩取得了快速提升。2023年3月，公司主要产品那屈肝素（那曲肝素）注射剂、依诺肝素注射剂在第八批全国药品集中采购中标，预计会对未来经营业绩产生积极影响。除在国家级集采中标外，公司三种低分子产品依诺肝素钠注射液、达肝素钠注射液、那屈肝素钙注射液在多个省份的集采中中标。2022年公司国内制剂销售数量同比增长超过30%。

◆**肝素原料药收入、毛利率不及预期。**2022年公司标准肝素原料药实现营业收入110,964.20万元，同比下滑22.28%，占主营业务收入的29.92%，销量为1.94亿单位，同比下滑23.34%，毛利率为40.53%，同比减少11.80Pct；主要系2021年行业整体存在超卖现象、原材料成本高位限制。

◆**CDMO业务稳定发展。**2022年公司子公司健进制药的CDMO合作项目注射用纳米粒顺利完成放大生产，合作伙伴按期进入临床申报阶段。高分子载体药完成产品研发及中试放大，并为关键客户顺利完成毒理批和临床批生产。2022年公司CDMO及其他类产品实现营业收入14,030.09万元，占主营业务收入的3.79%，同比增长13.68%，CDMO全球新客户数量增长，CDMO销售额同比增长16.55%。

### 投资建议：

我们预计公司2023-2025年的归母净利润分别为12.88/17.45/22.72亿元，EPS分别为0.80/1.08/1.40元，当前股价对应PE为18/14/10倍。考虑公司制剂业务稳健增长，产品多样化发展，拥有的境外药品注册批件持续增长，已形成“注册-生产-销售”全链条的核心竞争优势，国内制剂业务充分分享集采红利呈快速增长态势，CDMO业务进展顺利，我们维持其“买入”评级。

### 风险提示：

存货减值风险；应收账款坏账风险；制剂国际化进展不及预期；汇率波动风险。



主要财务数据及预测：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,712.72	4,540.82	5,782.38	7,397.63
增长率(%)	0.71	22.30	27.34	27.93
净利润(百万元)	1,090.83	1,288.13	1,745.04	2,271.93
增长率(%)	2.98	18.09	35.47	30.19
EPS(元/股)	0.67	0.80	1.08	1.40
市盈率(P/E)	21.69	18.37	13.56	10.41
市净率(P/B)	3.83	3.32	2.79	2.31

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

**盈利预测 (单位: 百万元)**

资产负债表	2022	2023E	2024E	2025E	利润表	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,388.51	1,698.21	2,162.54	2,766.62	<b>营业收入</b>	<b>3,712.72</b>	<b>4,540.82</b>	<b>5,782.38</b>	<b>7,397.63</b>
应收账款	952.10	1,236.42	1,550.49	2,014.92	营业成本	<b>1,768.00</b>	<b>2,110.68</b>	<b>2,629.75</b>	<b>3,351.69</b>
预付账款	25.07	42.01	41.56	64.96	营业税金及附加	30.98	37.89	48.25	61.72
存货	5,615.60	6,931.32	8,701.24	11,222.83	营业费用	451.72	454.08	549.33	665.79
其他	312.79	369.61	340.36	405.49	管理费用	165.89	158.93	202.38	258.92
<b>流动资产合计</b>	<b>8,294.06</b>	<b>10,277.58</b>	<b>12,796.19</b>	<b>16,474.81</b>	财务费用	263.66	317.86	404.77	517.83
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	研发费用	<b>-128.50</b>	81.73	86.74	110.96
固定资产	930.73	923.86	1,286.66	1,313.83	资产减值损失	<b>-10.22</b>	<b>-10.22</b>	<b>-10.22</b>	<b>-10.22</b>
在建工程	250.62	459.56	254.78	199.35	公允价值变动收益	<b>-5.06</b>	<b>-10.00</b>	5.00	8.00
无形资产	212.19	196.06	172.69	142.09	投资净收益	27.35	28.00	28.00	28.00
其他	322.50	322.32	322.14	321.96	其他	239.01	301.79	358.70	465.76
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,716.04</b>	<b>1,901.80</b>	<b>2,036.28</b>	<b>1,977.22</b>	<b>营业利润</b>	1,173.55	1,387.94	1,884.46	2,457.01
<b>资产总计</b>	<b>10,010.10</b>	<b>12,179.38</b>	<b>14,832.47</b>	<b>18,452.04</b>	营业外收入	12.40	12.40	12.40	12.40
短期借款	1,956.86	2,858.27	3,844.20	5,193.04	营业外支出	0.58	0.58	0.58	0.58
应付账款	618.55	802.62	968.06	1,288.72	<b>利润总额</b>	<b>1,185.37</b>	<b>1,399.76</b>	<b>1,896.28</b>	<b>2,468.83</b>
其他	129.24	145.56	152.08	175.98	所得税	98.85	116.73	158.13	205.88
<b>流动负债合计</b>	<b>2,704.65</b>	<b>3,806.45</b>	<b>4,964.34</b>	<b>6,657.74</b>	<b>净利润</b>	1,086.52	1,283.03	1,738.14	2,262.95
长期借款	500.00	622.94	756.50	939.88	少数股东损益	<b>-4.31</b>	<b>-5.09</b>	<b>-6.90</b>	<b>-8.99</b>
应付债券	491.19	491.19	491.19	491.19	<b>归属于母公司净利润</b>	1,090.83	1,288.13	1,745.04	2,271.93
其他	147.08	147.08	147.08	147.08	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,138.28</b>	<b>1,261.22</b>	<b>1,394.78</b>	<b>1,578.16</b>	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3,842.93</b>	<b>5,067.68</b>	<b>6,359.12</b>	<b>8,235.90</b>	营业收入	<b>0.71%</b>	<b>22.30%</b>	<b>27.34%</b>	<b>27.93%</b>
少数股东权益	<b>-3.47</b>	<b>-8.57</b>	<b>-15.47</b>	<b>-24.45</b>	营业利润	<b>-0.71%</b>	<b>18.27%</b>	<b>35.77%</b>	<b>30.38%</b>
股本	1,617.07	1,617.07	1,617.07	1,617.07	归属于母公司净利润	<b>2.98%</b>	<b>18.09%</b>	<b>35.47%</b>	<b>30.19%</b>
资本公积	603.59	603.59	603.59	603.59	<b>获利能力</b>				
留存收益	4,518.49	5,503.19	6,871.74	8,623.51	毛利率	<b>52.38%</b>	<b>53.52%</b>	<b>54.52%</b>	<b>54.69%</b>
其他	<b>-568.51</b>	<b>-603.59</b>	<b>-603.59</b>	<b>-603.59</b>	净利率	<b>29.38%</b>	<b>28.37%</b>	<b>30.18%</b>	<b>30.71%</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>6,167.17</b>	<b>7,111.70</b>	<b>8,473.35</b>	<b>10,216.13</b>	ROE	<b>17.68%</b>	<b>18.09%</b>	<b>20.56%</b>	<b>22.19%</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,010.10</b>	<b>12,179.38</b>	<b>14,832.47</b>	<b>18,452.04</b>	ROIC	<b>14.99%</b>	<b>17.89%</b>	<b>19.66%</b>	<b>21.01%</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	<b>595.45</b>	<b>-12.35</b>	<b>99.85</b>	<b>-175.58</b>	<b>资产负债率</b>	<b>38.39%</b>	<b>41.61%</b>	<b>42.87%</b>	<b>44.63%</b>
资本支出	435.09	320.06	314.78	141.43	流动比率	3.07	2.70	2.58	2.47
长期投资	<b>-7.26</b>	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.99	0.88	0.82	0.79
其他	<b>-828.32</b>	<b>-602.12</b>	<b>-606.56</b>	<b>-262.87</b>	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-400.50</b>	<b>-282.06</b>	<b>-291.78</b>	<b>-121.43</b>	应收账款周转率	4.15	4.15	4.15	4.15
债权融资	2,948.48	3,972.83	5,092.32	6,624.54	存货周转率	0.71	0.72	0.74	0.74
股权融资	129.53	<b>-116.81</b>	<b>-86.74</b>	<b>-110.96</b>	总资产周转率	0.41	0.41	0.43	0.44
其他	<b>-3,388.83</b>	<b>-3,251.91</b>	<b>-4,349.32</b>	<b>-5,612.48</b>	<b>每股指标 (元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-310.81</b>	<b>604.11</b>	<b>656.26</b>	<b>901.10</b>	每股收益	0.67	0.80	1.08	1.40
汇率变动影响	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	每股经营现金流	0.37	-0.01	0.06	-0.11
<b>现金净增加额</b>	<b>-115.86</b>	<b>309.70</b>	<b>464.33</b>	<b>604.08</b>	每股净资产	3.82	4.40	5.25	6.33

资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。