

健友股份 (603707.SH) / 化学制药

证券研究报告/公司点评

2023年03月29日

评级：买入（维持）

市场价格：15.48

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

分析师：李建

执业证书编号：S0740522090004

电话：021-20315125

Email: lijian01@r.qlzq.com.cn

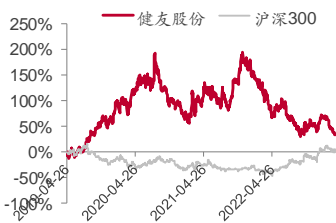
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2914.88	3686.69	3875.83	4820.93	5982.25
增长率 yoy%	18.03%	26.48%	5.13%	24.38%	24.09%
净利润(百万元)	806.12	1059.29	1249.97	1568.31	2041.79
增长率 yoy%	33.25%	31.41%	18.00%	25.47%	30.19%
每股收益(元)	0.50	0.66	0.77	0.97	1.26
每股现金流量	-0.35	0.42	0.69	0.44	0.59
净资产收益率	21.66%	19.70%	19.23%	20.02%	21.36%
P/E	31.05	23.63	20.02	15.96	12.26
PEG	0.93	0.75	1.11	0.63	0.41
P/B	6.72	4.65	3.85	3.19	2.62

备注：数据截至 2023.03.29

基本状况

总股本(百万股)	1,617.07
流通股本(百万股)	1,614.63
市价(元)	15.48
市值(百万元)	25,032.32
流通市值(百万元)	24,994.45

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 健友股份(603707.SH)-公司点评：达托霉素 ANDA 获批，注射剂出口加速发力-20210630
- 2 健友股份(603707.SH)-公司点评：美法仑 ANDA 获批，注射剂出口加速发力-20210531
- 3 健友股份(603707.SH)-2021 年三季报点评：业绩超预期，海外注射剂持续放量，关注大分子 CDMO 布局-20211030

投资要点

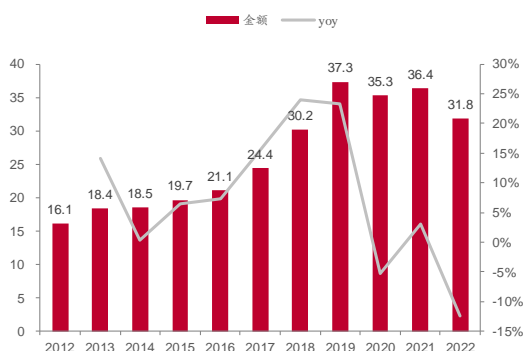
- **事件：公司公告，产品那屈肝素（那曲肝素）注射剂、依诺肝素注射剂拟中标第八批全国药品集中采购。**
- **肝素集采落地，公司那屈、依诺肝素分别以第一、第二顺位中标，凸显原料药制剂一体化成本优势，原研落选，看好公司以价换量进一步提升份额。**
 - 1) 那屈肝素：**原研为 Aspen，根据 NEWPORT PREMIUM 数据，2022 年全国公立医院销售额合计 31.8 亿元（放大样本医院），CR4 为 84.6%，分别为常山生化药业（35.8%，市场份额，下同）、Aspen（25.8%）、东诚药业（14.3%）、健友股份（8.6%）。根据上海阳光医药采购网公布的文件及健友公告，本次集采中标厂家依次为健友股份（71%，降幅，下同）、东诚药业（57%）、兆科药业（54%）、常山生化药业（50%），平均降幅 58%。原研 Aspen 落选，健友以第一顺位中选（拟中标金额约为 1.18 亿元）。
 - 2) 依诺肝素：**原研为赛诺菲，根据 NEWPORT PREMIUM 数据，2022 年全国公立医院销售额合计 25.9 亿元（放大样本医院），CR4 为 88.3%，分别为赛诺菲（64.7%）、深圳市天道医药（9.9%）、杭州九源基因（8.7%）、健友股份（4.9%）。根据上海阳光医药采购网公布的文件及健友公告，本次共 9 家企业中选，前三顺位分别为深圳市天道医药（70%）、健友股份（68%）、东营天东制药（68%），平均降幅 63%。原研赛诺菲落选，健友以第二顺位中选（拟中标金额约为 0.60 亿元）。
- **公司全球肝素制剂+美国非肝素注射剂持续放量，注射剂 ANDA 加速获批。**根据 2019、2020 年报，公司过去几年以年均 10 个产品申报美国，累计申报超过 40 个。2020、2021、2022 年公司分别获得 9、12、11 个非肝素注射剂美国品种，2023 年以来已获得奈拉滨注射液的美 FDA 批准，获批持续发力，目前国际市场获批产品超过 30 个，国内已获批文 12 个，预计未来 2-3 年每年 5-10 个产品获批。公司品种+产能+渠道布局完善，注射剂出口加速发力值得期待。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年收入 38.76、48.21 和 59.82 亿元，同比增长 5.1%、24.4%和 24.1%；归母净利润 12.50、15.68 和 20.42 亿元，同比增长 18.0%、25.5%和 30.2%。当前股价对应 2022-2024 年 PE 为 20/16/12。考虑公司国内外注射剂新产品加速获批和持续放量，生物药 CDMO 有望逐渐收获，不断打开成长天花板，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**原材料与原料药价格缺口缩小的风险；存货跌价的风险；ANDA 获批不达预期的风险；公开资料信息滞后或更新不及时风险。

图表 1: 第八批集采那屈肝素钙、依诺肝素钠注射液拟中标情况

通用名	规格包装	计价单位	拟中选企业	拟中选价格(元)	最小剂差比价(元/片、支、瓶等)	最高有效申报价(元/片、支、瓶等)	降幅	拟主供中标数量(万支)	拟中标金额(亿元)
那曲肝素钙注射液	0.4ml:4100AXaIU (预灌封)*10支/盒	盒	健友股份	116.80	6.56	22.54	-70.90%	1008.47	1.18
那曲肝素钙注射液	0.6ml:6150AXaIU (预灌封)*10支/盒	盒	东诚药业	156.80	13.18	30.74	-57.12%	/	/
那曲肝素钙注射液	0.4ml:4100AXaIU (预灌封)*2支/盒	盒	兆科药业	25.78	10.39	22.54	-53.90%	/	/
那曲肝素钙注射液	0.4ml:4100AXaIU (预灌封)*2支/盒	盒	常山生化药业	27.76	11.38	22.54	-49.51%	/	/
依诺肝素钠注射液	0.4ml:4100AXaIU (预灌封)*10支/盒	盒	深圳市天道医药	116.70	9.17	30.98	-70.40%	/	/
依诺肝素钠注射液	0.4ml:4100AXaIU (预灌封)*10支/盒	盒	健友股份	123.50	9.85	30.98	-68.21%	484.13	0.5979
依诺肝素钠注射液	0.4ml:4100AXaIU (预灌封)*2支/盒	盒	东营天东制药	24.92	9.96	30.98	-67.85%	/	/
依诺肝素钠注射液	0.4ml:4100AXaIU (预灌封)*2支/盒	盒	辰欣药业	27.74	11.37	30.98	-63.30%	/	/
依诺肝素钠注射液	0.6ml:6000AXaIU (预灌封)*2支/盒	盒	苏州二叶制药	36.68	15.84	42.26	-62.52%	/	/
依诺肝素钠注射液	0.6ml:6000AXaIU (西林瓶/安瓿瓶)*5支/盒	盒	红日药业	81.35	16.27	42.26	-61.50%	/	/
依诺肝素钠注射液	0.4ml:4100AXaIU (预灌封)*10支/盒	盒	杭州九源基因	153.60	12.86	30.98	-58.49%	/	/
依诺肝素钠注射液	0.4ml:4100AXaIU (预灌封)*2支/盒	盒	千红制药	31.72	13.36	30.98	-56.88%	/	/
依诺肝素钠注射液	0.4ml:4100AXaIU (预灌封)*2支/盒	盒	山东新时代药业	32.20	13.60	30.98	-56.10%	/	/

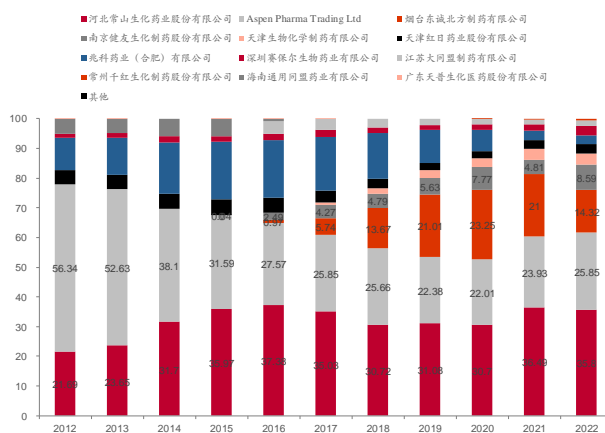
来源: 上海阳光医药采购网, 米内网, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 那曲肝素钙注射液公立医院销售额(亿元, %)



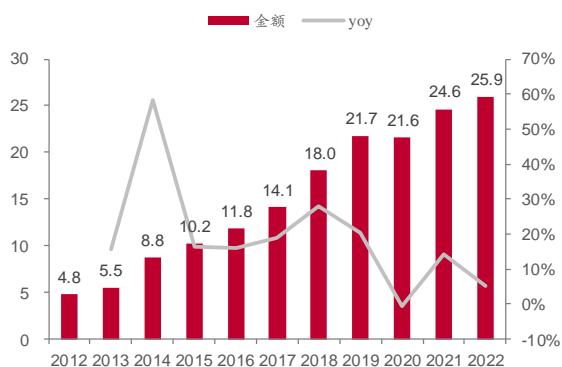
来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所 (放大样本医院)

图表 3: 那曲肝素钙注射液公立医院竞争格局 (%)



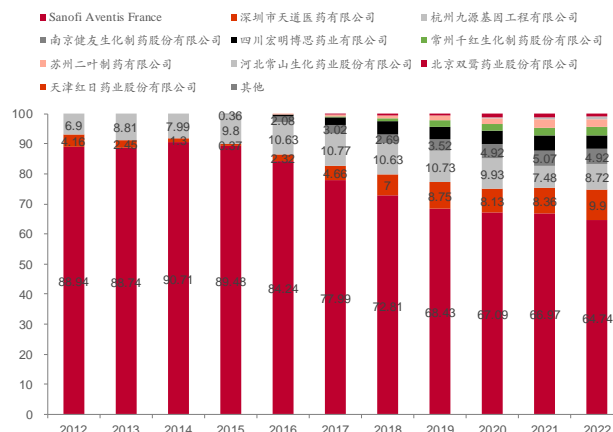
来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

图表 4: 依诺肝素钠注射液公立医院销售额(亿元, %)



来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所 (放大样本医院)

图表 5: 依诺肝素钠注射液公立医院竞争格局 (%)



来源: NEWPORT PREMIUM, 中泰证券研究所

图表 6: 健友股份财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,929.83	8,322.29	9,850.50	11,729.68	营业收入	3,686.69	3,875.83	4,820.93	5,982.25
现金	658.55	1,766.16	2,214.69	2,773.96	营业成本	1,596.12	1,804.00	2,122.64	2,633.62
应收账款	837.30	889.07	1,133.79	1,387.32	营业税金及附加	22.15	14.90	20.28	26.24
其他应收款	167.88	149.77	196.09	244.21	营业费用	483.82	387.58	530.30	586.26
预付账款	31.12	44.30	46.12	58.72	管理费用	122.24	99.22	125.83	146.57
存货	4,894.25	4,972.31	5,733.18	6,759.28	财务费用	72.73	-16.68	20.63	6.40
其他流动资产	340.72	500.69	526.63	506.18	资产减值损失	-7.23	-16.82	-17.42	-15.52
非流动资产	1,287.06	1,431.56	1,397.83	1,340.77	公允价值变动收益	9.09	4.67	5.43	5.79
长期投资	7.26	4.87	5.40	5.53	投资净收益	15.49	12.91	13.31	13.54
固定资产	612.16	865.23	858.82	818.98	营业利润	1,181.93	1,392.88	1,753.70	2,294.12
无形资产	123.85	131.34	136.39	140.91	营业外收入	21.85	25.67	26.42	25.41
其他非流动资产	543.79	430.11	397.22	375.35	营业外支出	0.03	0.09	0.08	0.08
资产总计	8,216.89	9,753.85	11,248.33	13,070.45	利润总额	1,203.75	1,418.46	1,780.04	2,319.45
流动负债	2,266.46	2,565.70	2,684.50	2,821.44	所得税	139.84	170.22	213.61	278.33
短期借款	1,570.66	1,724.20	1,741.06	1,707.04	净利润	1,063.92	1,248.25	1,566.44	2,041.12
应付账款	433.83	524.62	622.82	760.98	少数股东损益	4.62	-1.73	-1.88	-0.68
其他流动负债	261.96	316.88	320.62	353.42	归属母公司净利润	1,059.29	1,249.97	1,568.31	2,041.79
非流动负债	547.68	665.48	708.92	670.16	EBITDA	1,348.08	1,466.70	1,874.77	2,406.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.85	0.77	0.97	1.26
其他非流动负债	547.68	665.48	708.92	670.16					
负债合计	2,814.13	3,231.18	3,393.42	3,491.60	主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	24.84	23.11	21.23	20.56	成长能力				
股本	1,243.60	1,616.68	1,616.68	1,616.68	营业收入	26.5%	5.1%	24.4%	24.1%
资本公积	987.96	614.88	614.88	614.88	营业利润	34.8%	17.8%	25.9%	30.8%
留存收益	3,123.21	4,186.65	5,498.25	7,241.51	归属于母公司净利润	31.4%	18.0%	25.5%	30.2%
归属母公司股东权益	5,377.92	6,499.56	7,833.68	9,558.29	获利能力				
负债和股东权益	8,216.89	9,753.85	11,248.33	13,070.45	毛利率(%)	56.7%	53.5%	56.0%	56.0%
					净利率(%)	28.7%	32.3%	32.5%	34.1%
					ROE(%)	19.7%	19.2%	20.0%	21.4%
					ROIC(%)	17.7%	18.3%	20.8%	23.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	34.2%	33.1%	30.2%	26.7%
					净负债比率(%)	55.81%	53.36%	51.31%	48.89%
					流动比率	3.06	3.24	3.67	4.16
					速动比率	0.89	1.30	1.52	1.75
					营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.43	0.46	0.49
					应收账款周转率	4	4	5	5
					应付账款周转率	3.77	3.76	3.70	3.81
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.66	0.77	0.97	1.26
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.69	0.44	0.59
					每股净资产(最新摊薄)	3.33	4.02	4.85	5.91
					估值比率				
					P/E	23.63	20.02	15.96	12.26
					P/B	4.65	3.85	3.19	2.62
					EV/EBITDA	19	18	14	11
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	683.63	1,112.25	706.80	954.49					
净利润	1,063.92	1,248.25	1,566.44	2,041.12					
折旧摊销	93.42	90.50	100.43	105.86					
财务费用	72.73	-16.68	20.63	6.40					
投资损失	-15.49	-12.91	-13.31	-13.54					
营运资金变动	-545.43	12.19	-970.53	-1,194.33					
其他经营现金流	14.48	-209.09	3.13	8.98					
投资活动现金流	170.14	-189.47	-58.78	5.45					
资本支出	440.76	35.00	35.00	25.00					
长期投资	-610.72	-2.39	0.53	0.13					
其他投资现金流	0.18	-156.86	-23.26	30.58					
筹资活动现金流	-912.39	184.82	-199.47	-400.67					
短期借款	-561.77	153.54	16.86	-34.02					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
普通股增加	309.44	373.08	0.00	0.00					
资本公积增加	830.19	-373.08	0.00	0.00					
其他筹资现金流	-1,490.25	31.28	-216.33	-366.66					
现金净增加额	-38.57	1,107.60	448.54	559.27					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

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; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 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)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。