

**健友股份 (603707.SH) / 化学制药**

证券研究报告/公司点评

2023年04月28日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 14.50

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

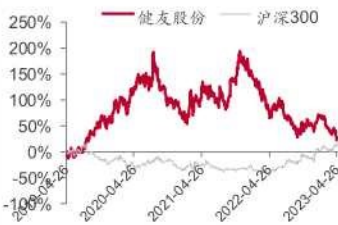
**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3686.69	3712.72	4462.26	5608.33	7069.50
增长率 yoy%	26.48%	0.71%	20.19%	25.68%	26.05%
净利润 (百万元)	1059.29	1090.83	1368.58	1714.14	2244.06
增长率 yoy%	31.41%	2.98%	25.46%	25.25%	30.91%
每股收益 (元)	0.66	0.67	0.85	1.06	1.39
每股现金流量	0.42	0.37	0.82	0.33	0.55
净资产收益率	19.70%	17.68%	18.45%	19.31%	20.73%
P/E	22.14	21.50	17.13	13.68	10.45
PEG	0.70	7.22	0.67	0.54	0.34
P/B	4.36	3.80	3.16	2.64	2.17

备注: 数据截至 2023.04.28

**基本状况**

总股本(百万股)	1,617.07
流通股(百万股)	1,614.63
市价(元)	14.50
市值(百万元)	23,447.59
流通市值(百万元)	23,412.11

**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

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: 公司发布 2022 年报和 2023 年一季报, 2022 年营业收入 37.13 亿元, 同比增长 0.71%, 归母净利润 10.90 亿元, 同比增长 2.98%, 扣非净利润 10.80 亿元, 同比增长 5.49%; 2023 年一季度营业收入 13.07 亿元, 同比增长 11.13%, 归母净利润 3.32 亿元, 同比增长 0.68%, 扣非净利润 3.30 亿元, 同比增长 1.30%。**

■ **高基数下 23Q1 收入强劲增长, 看好持续恢复。**2021 年公司克服疫情、物流影响, 收入、利润保持增长, 主要受制剂增长带动, 22 年制剂收入 24.58 亿元 (+15.39%, 同比, 下同)。同时, 存货平稳状态下 (22 年 56.16 亿元, 23Q1 54.78 亿元), 制剂销售的快速扩张、运营资产利用效率的提升带来现金流持续改善, 2022 年经营现金流净额 5.95 亿元, 延续转正态势。分季度看, 22Q4 营收 8.62 亿元 (-4.95%), 归母净利润 1.84 亿元 (-14.36%), 扣非净利润 1.81 亿元 (-9.94%); 23Q1 营收 13.07 亿元 (+11.13%), 归母净利润 3.32 亿元 (+0.68%), 扣非净利润 3.30 亿元 (+1.30%)。展望 2023 全年, 随着疫情放开后企业生产经营、物流恢复常态, 医院门诊回归正常水平, 公司业务有望持续恢复。

■ **分业务: 肝素原料药疫情短期扰动, 制剂快速增长, CDMO 期待收获:**

**1) 肝素原料药:** 2022 年收入 11.10 亿元 (-22.28%), 销量同比下降 23.34%, 预计价格保持平稳。毛利率 40.53% (-11.80pp), 主要由于肝素粗品价格上涨导致。**2) 制剂:** 2022 年收入 24.58 亿元 (+15.39%), 毛利率 58.56% (-1.29pp)。国内制剂收入预计保持快速增长, 销量同比增长超过 30%。2022 年 7 月, 公司新上市产品磺达肝癸钠注射液、依替巴肽注射液、替加环素注射液中标第七批药品集采, 这三个产品在国内市场销售业绩快速提升。2023 年 3 月, 主要产品那屈肝素 (那曲肝素) 注射剂、依诺肝素注射剂中标第八批集采, 预计对未来经营业绩产生积极影响。海外制剂市场持续拓展, 2022 年美国子公司 Meitheal 收入 11.84 亿元 (+13.72%), 欧洲、巴西销售收入同比增速分别超过 100%、200%。此外, 公司持续推进 30 多个国家市场的产品市场与销售拓展, 包括南美洲、中北美洲、中亚、西亚、北非等区域市场。**3) CDMO 业务全球新客户数量增长, 2022 年收入同比增长 16.55%。**2022 年下半年, 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, 合作伙伴已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。

■ **费用率: 运费、原材料成本影响毛利率, 汇兑收益致费用率减少。毛利率:** 2022、23Q1 毛利率分别为 52.38% (-4.33pp)、50.67% (+0.18pp), 22 年毛利率下降主要由于 1) 海外制剂快速增长带来运输成本上升; 2) 肝素粗品涨价中, 库存滑动平均的确认带来成本上行。**费用率:** 2022、23Q1 的三项费用率合计分别为 13.17% (-5.24pp)、15.02% (+2.85pp), 22 年费用率下降主要因为财务费用率同比下降 5.43pp (汇率变动带来汇兑收益增加) 导致。**研发投入:** 2022、23Q1 公司研发费用为 2.64 亿元 (+19.33%)、6764 万元 (+26.53%), 占收入比例分别为 7.10% (+1.11pp)、5.17% (+0.63pp), 研发投入持续增长, 占比保持稳定, 展现持续的管线储备以及成长的高质量。

■ **盈利预测与投资建议:** 根据年报一季报, 考虑公司制剂业务恢复节奏以及成本费用的综合影响, 我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年收入 44.62、56.08 和 70.70 亿元 (23、24 年调整前 48.21、59.82 亿元), 同比增长 20.2%、25.7% 和 26.0%; 归母净利润 13.69、17.14 和 22.44 亿元 (23、24 年调整前 15.68、20.42 亿元), 同比增长 25.5%、25.3% 和 30.9%。当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 17/14/10 倍。考虑公司海外注射剂新产品继续加速获批和持续放量, 生物药 CDMO 业务有望逐渐收获, 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。

## 内容目录

高基数下 23Q1 收入强劲增长，看好持续恢复 .....	- 4 -
制剂持续带动增长，经营现金流延续转正态势 .....	- 4 -
分业务：肝素原料药疫情短期扰动，制剂快速增长，CDMO 期待收获 .....	- 5 -
费用率：运费、原材料成本影响毛利率，汇兑收益致费用率减少 .....	- 6 -
注射剂出口持续发力，国内市场有望进一步打开 .....	- 7 -
风险提示 .....	- 9 -

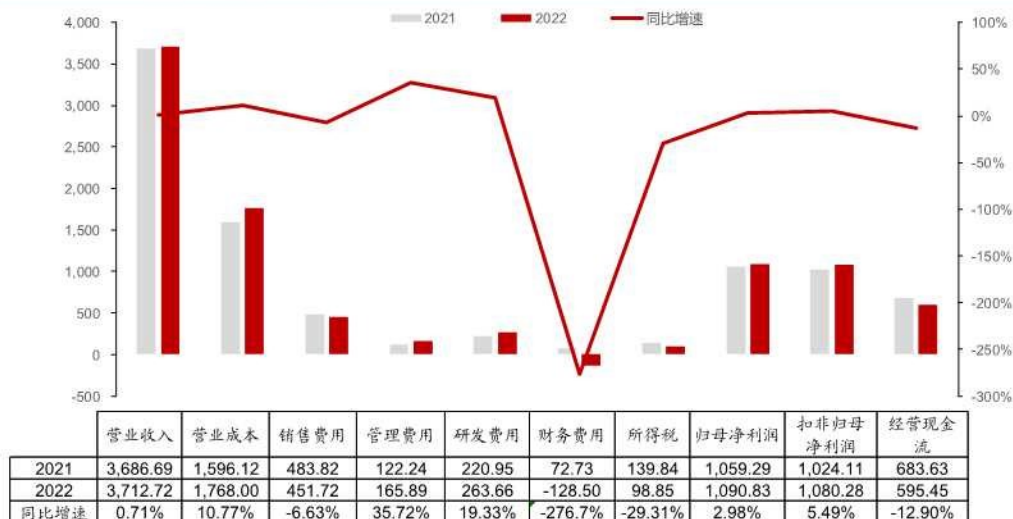


## 高基数下 23Q1 收入强劲增长，看好持续恢复

制剂持续带动增长，经营现金流延续转正态势

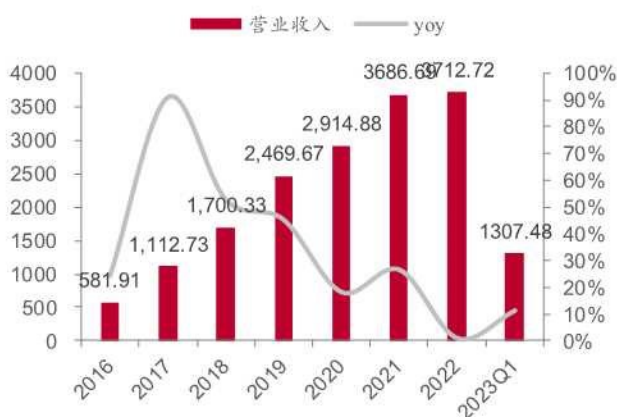
- 2022 年公司营业收入 37.13 亿元 (+0.71%，同比，下同)，归母净利润 10.90 亿元 (2.98%)，扣非净利润 10.80 亿元 (+5.49%)。分季度看，22Q4 营收 8.62 亿元 (-4.95%)，归母净利润 1.84 亿元 (-14.36%)，扣非净利润 1.81 亿元 (-9.94%)；23Q1 营收 13.07 亿元 (+11.13%)，归母净利润 3.32 亿元 (+0.68%)，扣非净利润 3.30 亿元 (+1.30%)。2022 年公司克服疫情、物流影响，收入、利润保持增长，主要受制剂增长带动，22 年制剂收入 24.58 亿元 (+15.39%)。同时，存货平稳状态下 (22 年 56.16 亿元，23Q1 54.78 亿元)，制剂销售的快速扩张、运营资产利用效率的提升带来现金流持续改善，2022 年经营现金流净额 5.95 亿元，延续转正态势。展望 2023 全年，随着疫情放开后企业生产经营、物流恢复常态，医院门诊回归正常水平，公司业务有望持续恢复。

图表 1: 2022 主要财务数据变化 (单位: 百万元, %)



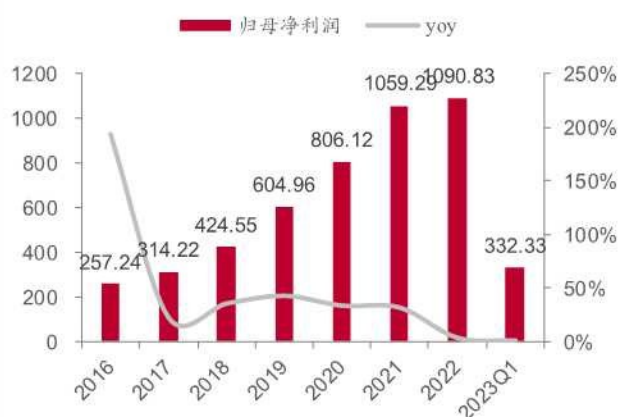
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 健友股份营收 (单位: 百万元, %)



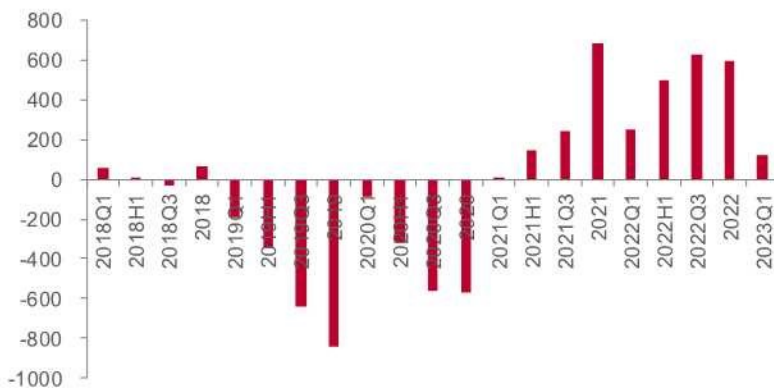
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 健友股份归母净利润 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 健友股份历年经营现金流情况 (百万元)



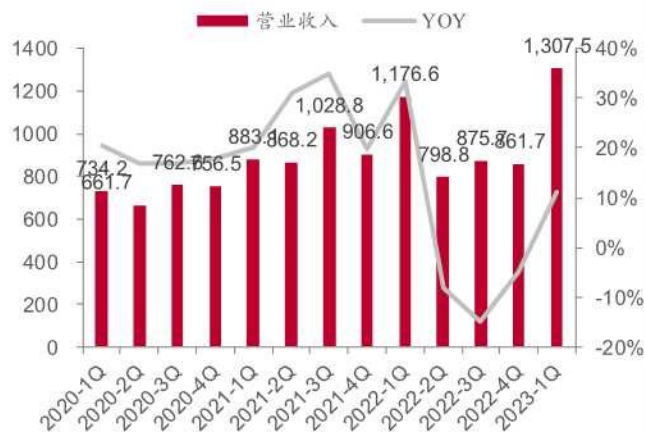
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 健友股份分季度财务数据 (单位: 百万元)

项目	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q
营业收入	734.15	661.67	762.55	756.51	883.05	868.24	1,028.80	906.60	1,176.56	798.76	875.68	861.72	1,307.48
营业收入同比	20.35%	16.79%	17.06%	17.89%	20.28%	31.22%	34.92%	19.84%	33.24%	-8.00%	-14.88%	-4.95%	11.13%
营业收入环比	14.41%	-9.87%	15.25%	-0.79%	16.73%	-1.68%	18.49%	-11.88%	29.78%	-32.11%	9.63%	-1.59%	51.73%
营业成本	325.12	229.62	321.71	319.82	374.72	370.15	450.28	400.96	582.48	354.39	419.20	411.93	644.98
毛利率	55.71%	65.30%	57.81%	57.72%	57.57%	57.37%	56.23%	55.77%	50.49%	55.63%	52.13%	52.20%	50.67%
销售费用	75.99	124.24	137.76	108.20	120.74	107.19	140.87	115.02	101.89	113.57	135.08	101.18	120.85
管理费用	41.85	19.47	17.39	25.18	27.05	17.79	25.72	51.67	31.29	33.31	38.31	62.98	32.55
研发费用	47.70	47.59	48.85	43.40	33.91	61.88	57.48	67.69	53.46	52.40	55.66	102.14	67.64
财务费用	9.84	9.27	17.23	21.23	10.83	-15.01	8.31	68.60	10.06	-79.26	-104.67	45.36	42.98
营业利润	234.23	223.22	214.56	204.97	303.32	321.17	339.89	217.56	388.09	333.31	331.59	120.56	379.46
利润总额	235.43	226.68	235.45	217.07	313.51	325.23	336.70	228.32	389.77	325.66	334.59	135.36	381.67
所得税	31.41	23.88	33.07	29.62	40.29	44.01	45.71	9.82	59.24	42.71	43.22	-46.32	49.34
归母净利润	204.40	204.07	204.65	193.00	272.90	282.62	289.18	214.60	330.09	283.95	293.01	183.79	332.33
归母净利润同比	37.29%	45.42%	28.44%	23.39%	33.51%	38.49%	41.30%	11.19%	20.96%	0.47%	1.32%	-14.36%	0.68%
净利率	27.84%	30.84%	26.84%	25.51%	30.90%	32.55%	28.11%	23.67%	28.06%	35.55%	33.46%	21.33%	25.42%
扣非归母净利润	203.42	200.53	186.61	176.71	263.67	273.26	286.51	200.66	326.09	289.02	284.46	180.71	330.34
扣非归母净利润同比	40.81%	48.02%	18.82%	17.52%	29.61%	36.27%	53.53%	13.55%	23.67%	5.77%	-0.72%	-9.94%	1.30%

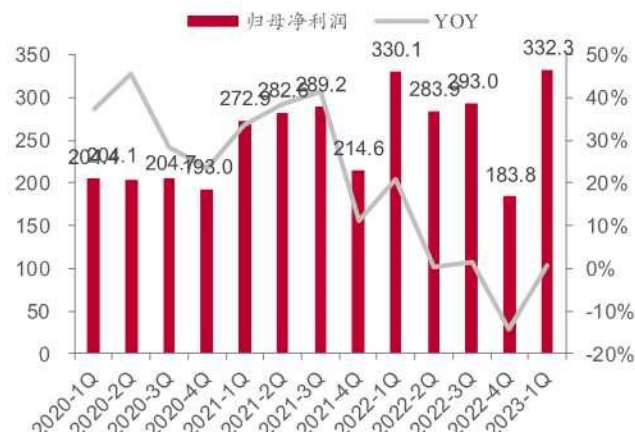
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 分季度营收 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 分季度归母净利润 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

分业务: 肝素原料药疫情短期扰动, 制剂快速增长, CDMO 期待收获

- **肝素原料药** 2022 年收入 11.10 亿元 (-22.28%), 销量同比下降 23.34%, 预计价格保持平稳。毛利率 40.53% (-11.80pp), 主要由于肝素粗品价



格上涨导致。

- 制剂** 2022 年收入 24.58 亿元 (+15.39%)，毛利率 58.56% (-1.29pp)。国内制剂收入预计保持快速增长，销量同比增长超过 30%。2022 年 7 月，公司新上市产品磺达肝癸钠注射液、依替巴肽注射液、替加环素注射液中标第七批药品集采，这三个产品在国内市场销售业绩快速提升。2023 年 3 月，主要产品那屈肝素（那曲肝素）注射剂、依诺肝素注射剂中标第八批集采，预计对未来经营业绩产生积极影响。海外制剂市场持续拓展，2022 年美国子公司 Meitheal 收入 11.84 亿元 (+13.72%)，欧洲、巴西销售收入同比增速分别超过 100%、200%。此外，公司持续推进 30 多个国家市场的产品市场与销售拓展，包括南美洲、中北美洲、中亚、西亚、北非等区域市场。
- CDMO 业务** 全球新客户数量增长，2022 年收入同比增长 16.55%。2022 年下半年，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，合作伙伴已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。

图表 8：健友股份主营业务收入拆分（百万元）



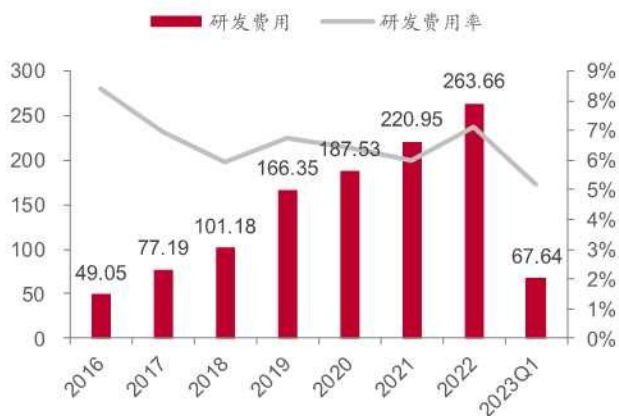
来源：公司公告，中泰证券研究所

#### 费用率：运费、原材料成本影响毛利率，汇兑收益致费用率减少

- 毛利率**：2022、23Q1 毛利率分别为 52.38% (-4.33pp)、50.67% (+0.18pp)，22 年毛利率下降主要由于 1) 海外制剂快速增长带来运输成本上升；2) 肝素粗品涨价中，库存滑动平均的确认带来成本上行。
- 费用率**：2022、23Q1 的三项费用率合计分别为 13.17% (-5.24pp)、15.02% (+2.85pp)，22 年费用率下降主要因为财务费用率同比下降 5.43pp（汇率变动带来汇兑收益增加）导致。
- 研发投入**：2022、23Q1 公司研发费用为 2.64 亿元 (+19.33%)、6764 万元 (+26.53%)，占收入比例分别为 7.10% (+1.11pp)、5.17% (+0.63pp)，研发投入持续增长，占比保持稳定，展现持续的管线储备以及成长的高质量。

**图表 9：健友股份历年毛利率和净利率 (%)**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 10：健友股份研发费用率 (百万元, %)**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 11：健友股份历年三项费用率 (%)**


来源：公司公告，中泰证券研究所

## 注射剂出口持续发力，国内市场有望进一步打开

- 海外注射剂产品获批不断加速，品种+产能+渠道布局完善，注射剂出口持续发力，同时国内产品在中美双报策略下成果不断，随着产品持续获批，国内市场销售有望进一步打开。**2022年公司 FDA 获批 11 项 ANDA，涉及呋塞米注射液、瑞加诺生注射液、注射用伏立康唑等多个产品。公司近 3 年来以每年获得 10 多个美国注射剂批件的速度，快速积累品种池。截至 2022 年报，公司及子公司共拥有境外 79 项药品注册批件，预计未来 2-3 年每年 5-10 个产品获批，产品种类持续丰富。公司于 2019 年收购 Meitheal 的 83.33% 的股权，布局美国市场销售渠道，并实现收入的快速增长（20-22 年分别为将近 1 亿美元、10.41、11.84 亿元）。同时公司积极建设产能，目前共拥有 6 条通过美国 FDA 审核的无菌注射剂生产线。国内方面，公司坚持中美双报策略，截至 22 年报共拥有 24 项 NMPA 颁发的药品（再）注册批件，随着国内产品持续获批，公司将构建集采产品为主、兼具特色产品的国内市场管线，国内制剂销售有望进一步打开。



**图表 12: 健友股份 ANDA 获批情况**

市场状态	活性成分	中文名	ANDA文号	剂型	持证人	获批日期
RX	NELARABINE	奈拉滨	A216038	250MG/50ML (5MG/ML)	KINDOS PHARMACEUTICALS CO LTD	2023/1/10
RX	PLERIXAFOR	普乐沙福	A215698	24 mg/1.2 ML		2022/12/16
RX	PEMETREXED DISODIUM	培美曲塞二钠	A215479	EQ 100MG BASE/VIAL	MEITHEAL PHARMACEUTICALS INC	2022/12/13
RX	PEMETREXED DISODIUM	培美曲塞二钠	A215479	EQ 500MG BASE/VIAL	MEITHEAL PHARMACEUTICALS INC	2022/12/13
RX	PEMETREXED DISODIUM	培美曲塞二钠	A215479	EQ 750MG BASE/VIAL	MEITHEAL PHARMACEUTICALS INC	2022/12/13
RX	PEMETREXED DISODIUM	培美曲塞二钠	A215479	EQ 1GM BASE/VIAL	MEITHEAL PHARMACEUTICALS INC	2022/12/13
RX	MICAFUNGIN SODIUM	米卡芬净	A215381	EQ 100MG BASE/VIAL	MEITHEAL PHARMACEUTICALS INC	2022/9/28
RX	MITOMYCIN	丝裂霉素	A214505	5MG/VIAL	MEITHEAL PHARMACEUTICALS INC	2022/9/8
RX	PANTOPRAZOLE SODIUM	泮托拉唑钠	A215860	EQ 40MG BASE/VIAL	MEITHEAL PHARMACEUTICALS INC	2022/8/29
RX	VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	盐酸万古霉素	A215196	EQ 500MG BASE/VIAL	Nanjing King-Friend (母公司)	2022/7/28
RX	VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	盐酸万古霉素	A215196	EQ 1GM BASE/VIAL	Nanjing King-Friend (母公司)	2022/7/28
RX	VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	盐酸万古霉素	A215196	EQ 5GM BASE/VIAL	Nanjing King-Friend (母公司)	2022/7/27
RX	VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	盐酸万古霉素	A215196	EQ 10GM BASE/VIAL	Nanjing King-Friend (母公司)	2022/7/27
RX	BORTEZOMIB	硼替佐米	A212958	3.5MG/VIAL	KINDOS (子公司)	2022/7/6
RX	GANIRELIX ACETATE	醋酸加尼瑞克	A214996	250MG/0.5ML	Hong Kong King Friend (子公司)	2022/6/6
RX	VORICONAZOLE	伏立康唑	A214516	200MG/VIAL	Meitheal (子公司)	2022/5/9
RX	REGADENOSON	瑞加诺生	A212806	0.4MG/5ML (0.08MG/ML)	Hong Kong King Friend (子公司)	2022/4/12
RX	Furosemide	呋塞米	A212803	20MG/2ML	Hong Kong King Friend (子公司)	2022/2/7
RX	Furosemide	呋塞米	A212803	40MG/4ML	Hong Kong King Friend (子公司)	2022/2/7
RX	Furosemide	呋塞米	A212803	100MG/10ML	Hong Kong King Friend (子公司)	2022/2/7
RX	Bivalirudin	比伐卢定	A091602	250MG/VIAL	Hong Kong King Friend (子公司)	2021/12/9
RX	Isosulfan blue	异舒蓝	A213130	5ML: 50MG	Hong Kong King Friend (子公司)	2021/11/8
RX	Succinylcholine Chloride	氯化琥珀胆碱	A214514	200MG/10ML	Hong Kong King Friend (子公司)	2021/10/20
RX	Carmustine	卡莫司汀	A213460	100MG/VIAL	Hong Kong King Friend (子公司)	2021/8/3
RX	HALOPERIDOL DECAOATE	氟哌啶醇癸酸酯	A214507	EQ 50MG BASE/ML	Hong Kong King Friend (子公司)	2021/7/26
RX	HALOPERIDOL DECAOATE	氟哌啶醇癸酸酯	A214507	EQ 100MG BASE/ML	Hong Kong King Friend (子公司)	2021/7/26
RX	GLYCOPYRROLATE	格隆溴铵	A212802	0.2MG/ML	Hong Kong King Friend (子公司)	2021/7/6
RX	DECITABINE	地西他滨	A212959	50MG/VIAL	Hong Kong King Friend (子公司)	2021/7/2
RX	DAPTOMYCIN	达托霉素	A213623	500MG/VIAL	Hong Kong King Friend (子公司)	2021/6/29
RX	DAPTOMYCIN	达托霉素	A213786	350MG/VIAL	Hong Kong King Friend (子公司)	2021/6/29
RX	MELPHALAN HYDROCHLORIDE	盐酸美法仑标准品	A212960	EQ 50MG BASE/VIAL	Hong Kong King Friend (子公司)	2021/5/28
RX	TIGECYCLINE	替加环素	A214020	50MG/VIAL	Hong Kong King Friend (子公司)	2021/5/13
RX	NEOSTIGMINE METHYLSULFATE	甲基硫酸新斯的明	A212804	5MG/10ML (0.5MG/ML)	Meitheal (子公司)	2021/4/5
RX	NEOSTIGMINE METHYLSULFATE	甲基硫酸新斯的明	A212804	10MG/10ML (1MG/ML)	Meitheal (子公司)	2021/4/5
RX	Mycophenolate Mofetil Hydrochloride	盐酸吗替麦考酚酯	A212130	500MG/VIAL	Nanjing King-Friend (母公司)	2021/1/15
RX	Gemcitabine Hydrochloride	盐酸吉西他滨	A212129	200MG/5.26ML (38MG/ML)	Nanjing King-Friend (母公司)	2020/12/11
RX	Gemcitabine Hydrochloride	盐酸吉西他滨	A212130	200MG/5.26ML (39MG/ML)	Nanjing King-Friend (母公司)	2020/12/11
RX	Gemcitabine Hydrochloride	盐酸吉西他滨	A212131	200MG/5.26ML (40MG/ML)	Nanjing King-Friend (母公司)	2020/12/11
RX	Dactinomycin	放线菌素	A213463	0.5MG/VIAL	Hong Kong King Friend (子公司)	2020/11/13
RX	Azacitidine	阿扎胞苷	A212128	100MG/VIAL	Meitheal (子公司)	2020/11/2
RX	Clofarabine	氟法拉滨	A213461	20MG/20ML (1MG/ML)	Hong Kong King Friend (子公司)	2020/10/23
RX	Busulfan	白消安	A212127	6MG/ML	Meitheal (子公司)	2020/10/23
TA	Bendamustine Hydrochloride	苯达莫司汀	A211001	UNKNOWN	Nanjing King-Friend (母公司)	2020/4/21 (TA)
TA	Bortezomib	硼替佐米	A212958	UNKNOWN	Nanjing King-Friend (母公司)	2020/3/20 (TA)
RX	Milrinone Lactate	乳酸米力农	A211671	EQ 1MG BASE/ML	Meitheal (子公司)	2020/3/24
RX	Doxercalciferol	度骨化醇	A211670	4MG/2ML (2MCG/ML)	Meitheal (子公司)	2020/2/7
RX	Enoxaparin Sodium	依诺肝素钠	A206834	30MG/0.3ML (100MG/ML)	Nanjing King-Friend (母公司)	2019/11/29
RX	Enoxaparin Sodium	依诺肝素钠	A206834	40MG/0.4ML (100MG/ML)	Nanjing King-Friend (母公司)	2019/11/29
RX	Enoxaparin Sodium	依诺肝素钠	A206834	60MG/0.6ML (100MG/ML)	Nanjing King-Friend (母公司)	2019/11/29
RX	Enoxaparin Sodium	依诺肝素钠	A206834	80MG/0.8ML (100MG/ML)	Nanjing King-Friend (母公司)	2019/11/29
RX	Enoxaparin Sodium	依诺肝素钠	A206834	100MG/0.8ML (100MG/ML)	Nanjing King-Friend (母公司)	2019/11/29
RX	Enoxaparin Sodium	依诺肝素钠	A206834	120MG/0.8ML (150MG/ML)	Nanjing King-Friend (母公司)	2019/11/29
RX	Enoxaparin Sodium	依诺肝素钠	A206834	150MG/0.8ML (150MG/ML)	Nanjing King-Friend (母公司)	2019/11/29
RX	Sodium Nitroprusside	硝普钠	A211016	25MG/ML	Hong Kong King Friend (子公司)	2019/11/29
RX	Levoleucovorin Calcium	左旋福林钙	A211003	EQ 50MG BASE/VIAL	Meitheal (子公司)	2019/8/22
RX	Levoleucovorin Calcium	左旋福林钙	A211002	EQ 175MG BASE/17.5ML (EQ 10MG BASE/ML)	Meitheal (子公司)	2019/8/16
RX	Levoleucovorin Calcium	左旋福林钙	A211002	EQ 250MG BASE/25ML (EQ 10MG BASE/ML)	Meitheal (子公司)	2019/8/16
RX	Cisatracurium Besylate	苯磺酸顺阿曲库铵	A211669	EQ 2MG BASE/ML	Meitheal (子公司)	2019/4/25
RX	Cisatracurium Besylate	苯磺酸顺阿曲库铵	A211668	EQ 2MG BASE/ML	Meitheal (子公司)	2019/4/25
RX	Cisatracurium Besylate	苯磺酸顺阿曲库铵	A211668	EQ 10MG BASE/ML	Meitheal (子公司)	2019/4/25
RX	Heparin Sodium	肝素钠	A212061	5,000 UNITS/ML	Nanjing King-Friend (母公司)	2020/7/15
RX	Heparin Sodium	肝素钠	A212060	10,000 UNITS/ML	Nanjing King-Friend (母公司)	2020/4/2
RX	Heparin Sodium	肝素钠	A211004	20,000 UNITS/ML	Nanjing King-Friend (母公司)	2020/2/24
RX	Heparin Sodium	肝素钠	A211007	1,000 UNITS/ML	Nanjing King-Friend (母公司)	2019/5/28
RX	Heparin Sodium	肝素钠	A211007	5,000 UNITS/ML	Nanjing King-Friend (母公司)	2019/5/28
RX	Heparin Sodium	肝素钠	A211007	10,000 UNITS/ML	Nanjing King-Friend (母公司)	2019/5/28
RX	Heparin Sodium	肝素钠	A211005	1,000 UNITS/ML	Nanjing King-Friend (母公司)	2018/12/14
RX	Bivalirudin	比伐卢定	A091602	250MG/VIAL	Hong Kong King Friend (子公司)	2018/7/16
RX	Phenylephrine Hydrochloride	盐酸苯肾上腺素	A210334	10MG/ML (10MG/ML)	Meitheal (子公司)	2018/4/27
RX	Phenylephrine Hydrochloride	盐酸苯肾上腺素	A210333	50MG/5ML (10MG/ML)	Meitheal (子公司)	2018/4/27
RX	Phenylephrine Hydrochloride	盐酸苯肾上腺素	A210333	100MG/10ML (10MG/ML)	Meitheal (子公司)	2018/4/27
RX	Bleomycin Sulfate	硫酸博来霉素	A205030	EQ 15 UNITS BASE/VIAL	Meitheal (子公司)	2018/4/20
RX	Bleomycin Sulfate	硫酸博来霉素	A205030	EQ 30 UNITS BASE/VIAL	Meitheal (子公司)	2018/4/20
RX	Cytarabine	阿糖胞苷	A206189	20MG/ML	Hong Kong King Friend (子公司)	2020/6/26
RX	Cytarabine	阿糖胞苷	A205696	100MG/ML	Meitheal (子公司)	2018/7/17
RX	Cytarabine	阿糖胞苷	A206190	20MG/ML	Meitheal (子公司)	2017/11/9
RX	Topotecan Hydrochloride	盐酸托扑替康	A201166	EQ 4MG BASE/VIAL	Meitheal (子公司)	2012/8/8
RX	Atracurium Besylate	苯磺酸阿曲库铵	A091489	10MG/ML	Meitheal (子公司)	2012/2/17
RX	Atracurium Besylate	苯磺酸阿曲库铵	A091488	10MG/ML	Meitheal (子公司)	2012/2/17
RX	Carboplatin	卡铂	A077096	600MG/60ML (10MG/ML)	Meitheal (子公司)	2013/6/3
RX	Carboplatin	卡铂	A077096	50MG/5ML (10MG/ML)	Meitheal (子公司)	2005/6/14
RX	Carboplatin	卡铂	A077096	150MG/15ML (10MG/ML)	Meitheal (子公司)	2005/6/14
RX	Carboplatin	卡铂	A077096	450MG/45ML (10MG/ML)	Meitheal (子公司)	2005/6/14

来源: FDA, 公司公告, 中泰证券研究所 (截至 2023/4/29)



## 风险提示

- **原材料与原料药价格缺口缩小的风险。**目前，肝素原料药以及肝素粗品价格均呈现上涨趋势，公司由于拥有足够库存，在涨价中获益。如果肝素原料药与肝素粗品价格缺口缩小，公司可能面临盈利能力下降的风险。
- **存货跌价的风险。**公司存货主要为肝素粗品原料药、肝素原料药或制剂的半成品及成品，当前肝素产业链整体处于价格上行区间，可能出现价格下降的存货跌价风险。
- **ANDA 获批不达预期的风险。**由于审评审批存在不确定性，可能出现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。**报告中部分内容来自于公开资料，可能存在公开资料信息滞后或更新不及时的情况。

图表 13: 健友股份财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	8,294.06	9,959.53	11,845.83	14,426.13	<b>营业收入</b>	3,712.72	4,462.26	5,608.33	7,069.50
现金	1,388.51	2,609.99	3,106.95	4,008.35	营业成本	1,768.00	1,983.99	2,412.71	2,992.30
应收账款	952.10	1,109.55	1,388.63	1,763.26	营业税金及附加	30.98	28.81	39.32	49.83
其他应收款	241.94	240.11	314.90	401.95	营业费用	451.72	557.78	701.04	883.69
预付账款	25.07	32.81	39.19	47.87	管理费用	165.89	114.23	168.25	173.20
存货	5,615.60	5,656.09	6,745.35	7,948.35	财务费用	-128.50	3.63	45.79	41.56
其他流动资产	70.85	310.99	250.81	256.36	资产减值损失	-10.22	-14.12	-11.67	-12.24
<b>非流动资产</b>	1,716.04	1,583.21	1,504.80	1,404.74	公允价值变动收益	-5.06	0.57	0.11	-0.60
长期投资	0.00	2.96	2.69	2.33	投资净收益	27.35	20.53	21.96	22.38
固定资产	930.73	982.72	969.62	917.86	<b>营业利润</b>	1,173.55	1,531.76	1,926.82	2,526.56
无形资产	118.96	96.52	68.94	39.76	营业外收入	12.40	19.79	17.67	17.50
其他非流动资产	666.35	501.01	463.54	444.79	营业外支出	0.58	0.33	0.36	0.39
<b>资产总计</b>	10,010.10	11,542.75	13,350.63	15,830.87	<b>利润总额</b>	1,185.37	1,551.21	1,944.12	2,543.67
<b>流动负债</b>	2,704.65	2,695.98	2,797.65	3,004.39	所得税	98.85	186.15	233.29	305.24
短期借款	1,956.86	1,857.39	1,842.76	1,866.65	<b>净利润</b>	1,086.52	1,365.07	1,710.83	2,238.43
应付账款	503.72	576.29	688.84	858.97	少数股东损益	-4.31	-3.51	-3.32	-5.63
其他流动负债	244.07	262.30	266.05	278.77	<b>归属母公司净利润</b>	1,090.83	1,368.58	1,714.14	2,244.06
<b>非流动负债</b>	1,138.28	1,436.19	1,688.35	2,016.41	EBITDA	1,184.77	1,654.71	2,104.27	2,706.63
长期借款	500.00	750.00	1,041.67	1,354.17	EPS (元)	0.67	0.85	1.06	1.39
其他非流动负债	638.28	686.19	646.69	662.24					
<b>负债合计</b>	3,842.93	4,132.17	4,486.00	5,020.80	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	-3.47	-6.98	-10.30	-15.93	<b>成长能力</b>				
股本	1,617.07	1,617.07	1,617.07	1,617.07	营业收入	0.7%	20.2%	25.7%	26.1%
资本公积	603.59	603.59	603.59	603.59	营业利润	-0.7%	30.5%	25.8%	31.1%
留存收益	3,914.90	5,097.52	6,575.02	8,523.17	归属于母公司净利润	3.0%	25.5%	25.2%	30.9%
归属母公司股东权益	6,170.64	7,417.56	8,874.93	10,826.01	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	10,010.10	11,542.75	13,350.63	15,830.87	毛利率(%)	52.4%	55.5%	57.0%	57.7%
					净利率(%)	29.4%	30.7%	30.6%	31.7%
					ROE(%)	17.7%	18.5%	19.3%	20.7%
					ROIC(%)	12.5%	17.6%	19.4%	21.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	38.4%	35.8%	33.6%	31.7%
					净负债比率(%)	63.94%	63.10%	64.30%	64.15%
					流动比率	3.07	3.69	4.23	4.80
					速动比率	0.99	1.59	1.82	2.15
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.41	0.41	0.45	0.48
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	3.77	3.67	3.81	3.87
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.67	0.85	1.06	1.39
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.82	0.33	0.55
					每股净资产(最新摊薄)	3.82	4.59	5.49	6.69
					<b>估值比率</b>				
					P/E	21.50	17.13	13.68	10.45
					P/B	3.80	3.16	2.64	2.17
					EV/EBITDA	21	15	12	9

现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	595.45	1,319.83	530.54	896.92
净利润	1,086.52	1,365.07	1,710.83	2,238.43
折旧摊销	139.72	119.33	131.66	138.51
财务费用	-128.50	3.63	45.79	41.56
投资损失	-27.35	-20.53	-21.96	-22.38
营运资金变动	-478.02	-168.07	-1,340.15	-1,501.21
其他经营现金流	3.07	20.40	4.38	2.01
<b>投资活动现金流</b>	-400.50	-224.46	45.41	-7.29
资本支出	470.08	35.00	35.00	25.00
长期投资	-36.06	2.96	-0.27	-0.36
其他投资现金流	33.53	-186.49	80.14	17.35
<b>筹资活动现金流</b>	-310.81	126.11	-79.00	11.77
短期借款	386.20	-99.47	-14.63	23.89
长期借款	500.00	250.00	291.67	312.50
普通股增加	373.47	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-384.37	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1,186.11	-24.42	-356.03	-324.62
<b>现金净增加额</b>	-131.97	1,221.48	496.96	901.40

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。