

健友股份 (603707.SH) / 化学制药

证券研究报告/公司点评

2023 年 6 月 28 日

评级：买入（维持）

市场价格：12.85

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

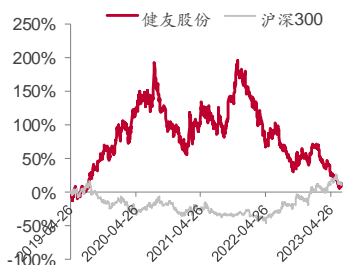
电话：021-20315125

Email: lijian01@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,614.65
流通股本(百万股)	1,614.63
市价(元)	12.85
市值(百万元)	20,773.94
流通市值(百万元)	20,747.98

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

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	0.69	0.34	0.57
净资产收益率	19.70%	17.68%	18.45%	19.31%	20.73%
P/E	19.62	19.05	15.18	12.12	9.26
PEG	0.62	6.40	0.60	0.48	0.30
P/B	3.86	3.37	2.80	2.34	1.92

备注：数据截至 2023.06.28

投资要点

■ **事件：公司公告，子公司香港健友及其控股子公司 Meitheal 拟与 Xentria 签署《许可协议》，Xentria 授予健友在许可区域开发和商业化 XTMA-16 的独占许可，并向健友转让与 XTMA-16 相关的专利、技术和专有知识，协议总金额达 8000 万美元。**

■ **点评：获得重磅孤儿药 XTMA-16 的商业化权益，生物药布局持续突破。**

关于 XTMA-16：XTMA-16 是一种肿瘤坏死因子 α (TNF α) 抑制剂，旨在稳定免疫失调。TNF α 是炎症的关键调节因子，对肉芽肿的形成至关重要，通常导致疾病进展。目前已证明 XTMA-16 对肺结节病患者有治疗作用，将更好地阻止纤维化的进展。XTMA-16 于 2020 年 11 月获得美国 FDA 的孤儿药资格认定，相关研究已进入临床二期。根据美国国家医药图书馆收录的研究报告，美国每 10 万人中约有 60 人患有结节病，患病率约 0.06%。

协议重点内容梳理：1) **许可区域：**北美地区（包括美国、加拿大和墨西哥，及其领地和属地）。2) **支付费用：**预付款 500 万美元+里程碑费用 7500 万美元。在完成 XTMA-16 多剂量爬坡试验 (MAD) 或临床 2 期研究入组时，支付 2000 万美元；在与美国 FDA 成功完成临床 2 期结束会议后，支付 2000 万美元；在美国 FDA 受理 XTMA-16 生物药许可申请 (BLA) 后，支付 1500 万美元；在收到美国 FDA 对 XTMA-16 的批准后，支付 2000 万美元。3) **收益分成：**健友按如下标准向 Xentria 支付收益分成：① XTMA-16 销售收益的 25%，直至以下条件均满足：a. 适用于 XTMA-16 的孤儿药独占期届满；b. 收益分成支付金额累积达到 6 亿美元；② 达成①中情形之后，XTMA-16 销售收益的 5%。

我们认为，此次合作有利于公司在巩固原料药和小分子化学制剂主业基础上，进一步拓展生物药产品类型，推动公司业务结构多元化发展，为市场尚未满足的临床需求提供治疗选择，拓展公司大分子生物药从原液到制剂全产业链的研发能力，对公司长远发展具有积极意义。

■ **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、罗库溴铵注射液、注射用盐酸苯达莫司汀、唑来膦酸注射液、盐酸布比卡因注射液的美国 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 13 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 2023-2025 年收入 44.62、56.08 和 70.70 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，同比增长 25.5%、25.3%和 30.9%。当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 15/12/9 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：**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:《许可协议》重点内容梳理

项目	内容
许可区域	北美地区（包括美国、加拿大和墨西哥，及其领地和属地）
支付费用	<p>预付款500万美元+里程碑费用7500万美元。</p> <p>在完成XTMAB多剂量爬坡试验（MAD）或临床2期研究入组时，支付2000万美元；</p> <p>在与美国FDA成功完成临床2期结束会议后，支付2000万美元；</p> <p>在美国FDA受理XTMAB生物药许可申请（BLA）后，支付1500万美元；</p> <p>在收到美国FDA对XTMAB的批准后，支付2000万美元。</p>
收益分成	<p>健友按如下标准向Xentria支付收益分成：</p> <p>（1）XTMAB销售收益的25%，直至以下条件均满足：a.适用于XTMAB的孤儿药独占期届满；b.收益分成支付金额累积达到6亿美元；</p> <p>（2）达成①中情形之后，XTMAB销售收益的5%。</p>

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2: 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
流动资产	8,294.06	9,769.89	11,670.01	14,263.92	营业收入	3,712.72	4,462.26	5,608.33	7,069.50
现金	1,388.51	2,405.85	2,916.51	3,830.66	营业成本	1,768.00	1,983.99	2,412.71	2,992.30
应收账款	952.10	1,109.77	1,389.06	1,763.69	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	5,670.37	6,759.54	7,963.39	财务费用	-128.50	6.43	51.21	46.62
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
非流动资产	1,716.04	1,772.85	1,680.61	1,566.95	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	1,172.36	1,145.43	1,080.06	营业利润	1,173.55	1,531.75	1,926.81	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
资产总计	10,010.10	11,542.74	13,350.62	15,830.86	利润总额	1,185.37	1,551.21	1,944.12	2,543.67
流动负债	2,704.65	2,695.98	2,797.65	3,004.39	所得税	98.85	186.14	233.29	305.24
短期借款	1,956.86	1,857.39	1,842.76	1,866.65	净利润	1,086.52	1,365.06	1,710.82	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	归属母公司净利润	1,090.83	1,368.58	1,714.14	2,244.06
非流动负债	1,138.28	1,436.19	1,688.35	2,016.41	EBITDA	1,184.77	1,671.69	2,123.51	2,725.30
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					
负债合计	3,842.93	4,132.17	4,486.00	5,020.80	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	-3.47	-6.98	-10.30	-15.93	成长能力				
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	5,097.51	6,575.01	8,523.16	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	8,874.92	10,826.00	获利能力				
负债和股东权益	10,010.10	11,542.74	13,350.62	15,830.86	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(%)	12.9%	17.1%	19.0%	21.5%
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
经营活动现金流	595.45	1,118.49	549.67	914.72	资产负债率(%)	38.4%	35.8%	33.6%	31.7%
净利润	1,086.52	1,365.06	1,710.82	2,238.43	净负债比率(%)	63.94%	63.10%	64.30%	64.15%
折旧摊销	139.72	133.51	145.49	152.12	流动比率	3.07	3.62	4.17	4.75
财务费用	-128.50	6.43	51.21	46.62	速动比率	0.98	1.51	1.74	2.08
投资损失	-27.35	-20.53	-21.96	-22.38	营运能力				
营运资金变动	-478.02	-160.45	-1,351.21	-1,513.42	总资产周转率	0.41	0.41	0.45	0.48
其他经营现金流	3.07	-205.53	15.32	13.36	应收账款周转率	4	4	4	4
投资活动现金流	-400.50	-224.46	45.41	-7.29	应付账款周转率	3.77	3.67	3.81	3.87
资本支出	470.08	35.00	35.00	25.00					
长期投资	-36.06	2.96	-0.27	-0.36	每股指标 (元)				
其他投资现金流	33.53	-186.49	80.14	17.35	每股收益(最新摊薄)	0.67	0.85	1.06	1.39
筹资活动现金流	-310.81	123.30	-84.42	6.71	每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.69	0.34	0.57
短期借款	386.20	-99.47	-14.63	23.89	每股净资产(最新摊薄)	3.82	4.59	5.49	6.69
长期借款	500.00	250.00	291.67	312.50	估值比率				
普通股增加	373.47	0.00	0.00	0.00	P/E	19.05	15.18	12.12	9.26
资本公积增加	-384.37	0.00	0.00	0.00	P/B	3.37	2.80	2.34	1.92
其他筹资现金流	-1,186.11	-27.23	-361.46	-329.68	EV/EBITDA	19	13	11	8
现金净增加额	-131.97	1,017.34	510.66	914.14					

来源: wind, 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。