

乘风破浪会有时 原料制剂双丰收

——健友股份

核心提示

健友股份以生产肝素原料为主营业务，随着产品涨价公司的利润将显著提升。同时公司以肝素原料为基础，借由 2014~2015 年获批的三种主流低分子肝素制剂批文正逐渐开拓肝素制剂业务。我国肝素制剂市场空间巨大，同时存在低质量产品逐步出市场而高质量产品逐步将其取代的趋势，因此放量空间巨大。

报告摘要

● 肝素原料行业稳步增长，健友股份定位高端市场

肝素原料是全球采购产品，全球需求每年稳定增长约 8~9%。全球市场基本分为两层，一层高端市场主要是原研制剂需求及美国市场，质量要求高、价格及利润水平高。另一层为普通市场，主要是欧洲及其他国家市场。目前我国能够出口美国进入高端市场的只有两家企业，即海普瑞及健友股份。

● 集中洗脱工艺惠及上游，原料供应合作长期稳定

健友股份具备独特的集中洗脱技术，将生产工艺进行了向上延伸，不仅提高了自身的生产效率，同时还降低了上游供应商的生产成本，因此公司与上游供应商建立了非常稳定的长期合作关系。

● 环保影响粗品价格上涨，及时储备公司收益提升

近期，生猪出栏量下降导致猪小肠价格上涨，进而肝素粗品、肝素原料相继涨价。然而公司因为预见到涨价趋势而提前进行了战略性库存储备，并未受到原材料涨价的显著影响，反而坐收产品涨价带来的利好。因此，今年公司的营业利润将显著提升。

● 国内肝素制剂市场扩容，公司制剂业务正在起步

我国肝素制剂市场以高于全球市场的速度在持续扩容，2016 年全国市场规模大约 37.1 亿元。我国肝素制剂市场中有近四成产品与原研制剂存在一定差异，随着我国药品质量的整体提升，这部分产品将有可能逐步被更高质量产品取代。健友股份在 2014~2015 年陆续获得了依诺肝素、那曲肝素、达肝素这三个主流低分子肝素制剂批文。有望在高质量产品替代的大趋势下获得巨大的放量空间。

张静含

021-33830502-765

jhzhang@cebm.com.cn

贾雅希

010-8518 8170-8606

yxjia@cebm.com.cn

肝素原料行业稳步增长，健友股份定位高端市场

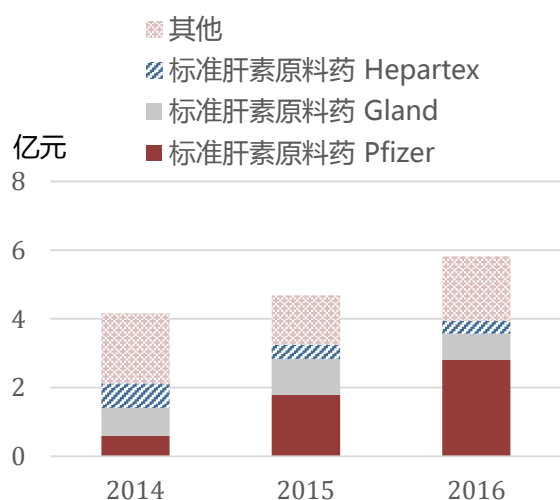
肝素原料是全球采购产品，我国是主要生产国，产品销往全球市场。目前，全球肝素原料市场增速稳定保持8~9%。肝素原料行业内部存在两层分级，分别对应高端市场和普通市场。高端市场主要指原研制剂市场和美国市场，产品质量要求高、价格高。目前高端市场的采购量超过整体市场的一半。普通市场主要指欧洲、俄罗斯、南美等市场，这些地区管理不如美国严格，因此产品质量要求相对较低，符合标准的生产企业较多。

肝素是个生物提取的大分子混合物，分子量分布跨度广泛。美国百特事件之后，FDA不断提高质量标准，生产企业一旦检查出现问题通常需要很长时间的重新审核才能再次进入市场。因此，有能力向高端市场供应产品的生产企业较少，在中国仅海普瑞及健友股份两家。

大客户辉瑞订单逐渐稳定，新客户赛诺菲有望带来新一轮增长

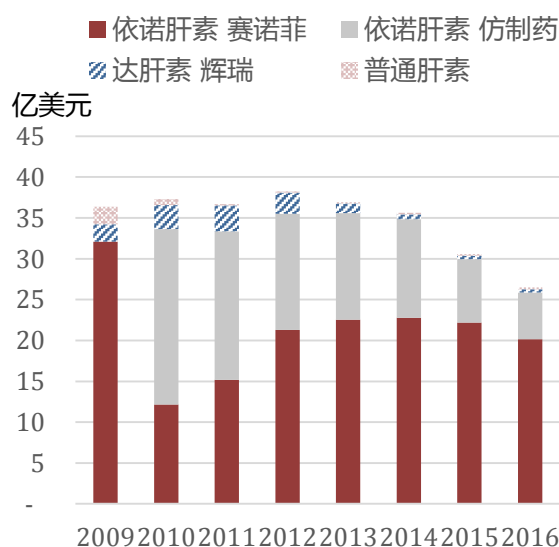
标准肝素原料业务中，辉瑞是公司最大的标准肝素原料客户。由于辉瑞于2014年完成了订购策略调整，近两年公司的辉瑞订单量快速恢复，预计未来两年公司的辉瑞标准肝素原料订单增速将回落至行业平均水平，维持稳定。同时，由于海普瑞的肝素原料生产出现短缺，以海普瑞为主要供应商的赛诺菲出现采购缺口，因此赛诺菲重启了与健友股份的订单合作。赛诺菲公司生产的依诺肝素是全球范围内小分子肝素制剂中最畅销的品种，虽然在专利过期之后销量迅速下滑，2016年仍维持了16.36亿欧元的销售规模，同年海普瑞向赛诺菲销售9.7亿元标准肝素原料。预计未来两年，赛诺菲的订单量将有望与辉瑞比肩。

图表 1：健友股份前三大客户及其产品销售金额



来源：公司公告，莫尼塔研究

图表 2：主要肝素制剂产品美国历史销售金额



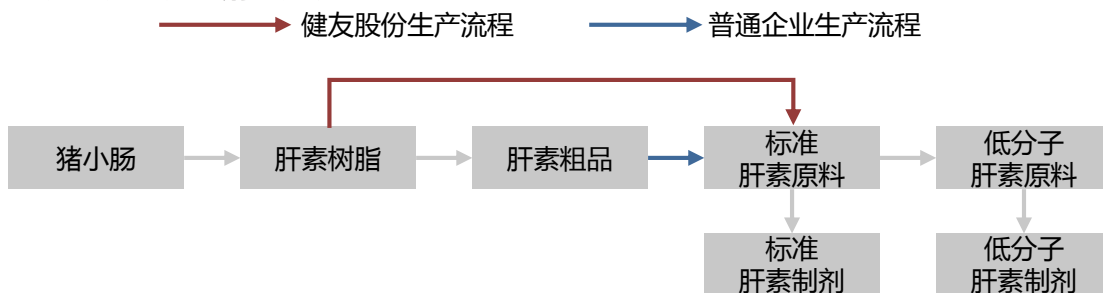
来源：彭博，莫尼塔研究

集中洗脱工艺惠及上游，原料供应合作长期稳定

健友股份是我国第一批肝素原料生产企业之一，在肝素原料行业有两大领先优势。第一，产品质量高，是中国能够出口美国市场的仅有两家企业之一。第二，公司的采购管理与众不同，通过生产工艺向上延伸的方式与上游供应商建立了非常稳固的合作关系。

通常，肝素原料的生产从猪小肠开始，猪小肠经过处理后产生肝素树脂，再经洗脱后产生肝素粗品，进而进入生产流程制成肝素原料。肝素原料生产企业通常采购肝素粗品，而健友股份则向上延伸，采购肝素树脂，自行集中洗脱制备肝素粗品。

图表 3：肝素原料及制剂生产流程



来源：莫尼塔研究

这一以集中洗脱为核心的向上延伸生产工艺流程是健友股份的核心竞争力之一，技术壁垒较高。这一工艺不仅实现了产品生产周期的大幅度缩短，进而大大提高了生产效率，同时也为上游供应商减少了成本。因此，健友股份与上游生产商的合作关系十分牢固，采购供应十分稳定。目前，多家采用集中洗脱模式的原料供应商已与健友股份合作超过十年。

环保影响粗品价格上涨，及时储备公司收益提升

受环保监管影响，我国短期内生猪出栏量减少，进而导致肝素粗品生产原料——猪小肠的供应紧缺。因此，猪小肠价格上涨，推动了肝素粗品及肝素原料药的价格上涨。

短期来看，粗品与原料药价格的同步上涨使近两年来的肝素行业利润率保持稳定，利润金额水涨船高。同时，健友股份提前在肝素粗品价格上涨之前进行了大量的采购储备，因此此次肝素原料涨价为健友股份带来了与同行企业相比更大的收益。

长期来看，猪小肠的供应并不会出现大规模持续短缺。首先，我国的猪小肠供应尚有很大空间可以释放。只有集中屠宰所得的猪小肠能够供给肝素生产，目前我国生猪的集中屠宰比例较低，存在大量的农户分散屠宰。比如我国屠宰量最大的三家屠宰场的合计屠宰量不足全国总量的10%，还有很大的提升空间。其次，我国目前还存在大量的食用用途的猪小肠，若肝素用途的猪小肠价格上涨过快，食用用途猪小肠则会作为“蓄水池”补充进入市场。因此，长期来看，并无需顾虑猪小肠价格过分上涨而导致肝素原料企业上下承压难以赚取利润。

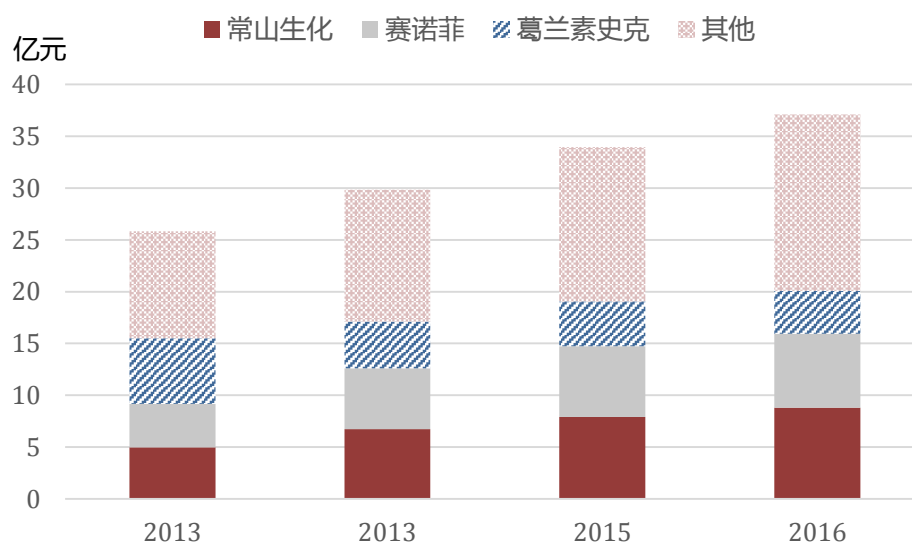
国内肝素制剂市场扩容，低端产品替代展现机会

国内肝素制剂市场尚处于起步阶段，增速较快。根据南方所四大销售渠道全国放大数据，2016年我国低分子肝素制剂销售金额达到37.1亿元，同比增长9.3%。

与此同时，我国的低分子肝素制剂质量参差不齐。由于早年的监管宽松，目前我国市场上近四成低分子肝素制剂与原研制剂在分子量分布、理化性质、毒副作用等方面都存在一定差异。随着我国药品质量监管的全面收紧，药品质量的全面提升，高质量的低分子肝素制剂将有可能逐步取代这近四成市场。

公司于2014~2015年陆续获得依诺肝素、那曲肝素、达肝素这三个主流低分子肝素制剂批文。以公司高质量的肝素原料为基础，公司的高质量肝素制剂面临巨大放量空间。目前公司肝素制剂销售基数尚小，销售金额增长极为迅速。根据南方所数据，2016年公司低分子肝素制剂同比增长约3倍；根据PDB样本医院销售数据，2017年1季度，公司低分子肝素制剂同比增长超过5倍。

图表 4：我国低分子肝素制剂南方所公立医院放大历史销售金额



来源：南方所，莫尼塔研究

近期报告

- 2017年08月23日 乐普医疗又一潜力品种——左西孟旦市场格局分析
- 2017年08月14日 一致性评价力拔头筹 京新药业瑞舒伐他汀有望放量
- 2017年07月24日 鲤鱼跃龙门——一致性评价品种市场分析
- 2017年07月20日 医保谈判价格结果出炉，关注相关收益标的
- 2017年07月19日 复方黄黛片进入医保目录，有望实现销售收入大幅增长
- 2017年07月19日 医保谈判价格结果发布 康柏西普迎来放量契机
- 2017年07月19日 医保谈判价格结果发布 银杏二萜内酯迎来放量契机
- 2017年07月19日 医保谈判价格结果发布 阿利沙坦酯迎来放量契机
- 2017年06月19日 医保目录谈判范围品种市场前景解析（二）
-

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

上海 (总部)

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号
东亚银行大厦702室
电话：+86 21 3383 0502
传真：+86 21 5093 3700

北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方
广场E1座1803室
电话：+86 10 8518 8170
传真：+86 10 8518 8173

纽约

地址：纽约市曼哈顿区麦迪逊大道295
号12楼1232单元
电话：+1 212 809 8800
传真：+1 212 809 8801

<http://www.cebm.com.cn>

Email: cebmservice@cebm.com.cn