

健友股份 (603707.SH)

高速转型中的肝素龙头，生物类似药出海天地广阔

买入 (首次评级)

投资要点:

➤ 肝素原料药市场边际改善，公司 API 业务有望稳健增长

2023 受到下游企业去库存影响，肝素原料药需求端减弱，价格进入下跌周期，公司于 23 年对 API 存货计提 12.4 亿元跌价准备，当前随着供给端格局稳定+需求端去库存周期或接近尾声，肝素价格有望恢复。公司作为肝素原料药龙头，相关业务收入体量及毛利率未来有望回升。2024 年公司拟转回存货跌价准备 1.6-2.4 亿元，我们认为若未来肝素行业景气度向上，公司或有进一步进行减值冲回的可能，有望增厚企业利润。

➤ 聚焦无菌注射制剂，海外制剂业务高速增长

公司注射剂产品矩阵丰富，主要包括低分子肝素制剂、抗肿瘤制剂及其他高附加值品种。截至 24H1 公司及子公司共拥有 100 项境外药品注册批件，33 项中国药品注册批件。国内市场看，主要的核心品种均已参与国家集采，看好后续借力集采及集采续标放量。海外市场看，公司 2019 年通过收购 Meitheal 快速切入美国制剂市场，2024H1 Meitheal 营收达到 9.5 亿元，同比增长 17.8%，近年公司海外 ANDA 数量快速增长，有望为海外制剂业务销售持续注入动能。

➤ 生物类似药出海天地广阔，自研+BD 模式进一步打开成长天花板

随着全球多个重磅生物药专利陆续到期，全球生物类似药市场规模有望快速增长。自研方面，截至 23 年公司多肽类制剂有 4 个产品美国审批中、1 个产品注册批生产完成、6 个产品前期研发中。BD 方面，公司 2024 年购买阿达木单抗类似药取得美国生物类似药市场入场券，近年来公司积极寻求外部合作，先后与海南双成、通化东宝达成战略合作，取得白蛋白紫杉醇、甘精、门冬、赖脯三种胰岛素在美国市场的独家商业化权益，未来随着生物类似药在美国市场获批，有望助力海外制剂业务快速放量。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 9.0/11.9/15.4 亿元，归母净利润增速分别为 573%/33%/29%。采用可比公司估值法，2024-2026 年可比公司平均 PE 分别为 19X/15X/13X，考虑到公司作为快速转型中的肝素原料药企业，海外注射制剂的快速增长以及生物类似药出海有望为 25-26 年业绩贡献显著增量，首次覆盖给予“买入”评级。

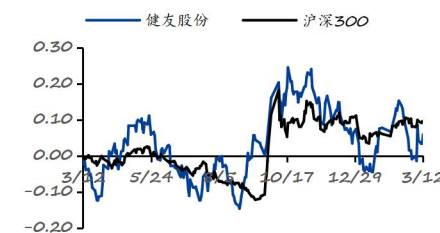
➤ 风险提示

原料药价格下跌风险，安全生产事故风险，原料药及制剂销售不及预期，新品研发与推广不及预期，CDMO 订单获取不及预期，汇率变动风险

基本数据

日期	2025-03-12
收盘价:	13.28 元
总股本/流通股本(百万股)	1,615.63/1,615.63
流通 A 股市值(百万元)	21,455.63
每股净资产(元)	3.85
资产负债率(%)	33.52
一年内最高/最低价(元)	16.01/10.45

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 陈铁林(S0210524080007)
ctl30598@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,713	3,931	4,124	5,334	6,746
增长率	1%	6%	5%	29%	26%
净利润(百万元)	1,091	-189	897	1,193	1,541
增长率	3%	-117%	573%	33%	29%
EPS(元/股)	0.68	-0.12	0.56	0.74	0.95
市盈率(P/E)	19.7	-113.3	23.9	18.0	13.9
市净率(P/B)	3.5	3.7	3.3	2.8	2.4

数据来源:公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 高速转型中的肝素龙头，生物类似药出海天地广阔	4
1.1 老牌肝素原料药企业，制剂业务高速发展	4
1.2 制剂业务占比持续提升，原料药不惧短期波动，业绩拐点显现	5
2 肝素原料药市场边际改善，公司 API 业务有望稳健增长	7
2.1 肝素原料药市场边际改善，温和向好趋势显现	7
2.2 公司原料药产销水平良好，API 业务有望稳健增长	8
3 聚焦无菌注射制剂，国内+海外业务双轮驱动	9
3.1 国内：主要品种市场竞争力强，借力集采/续标有望持续放量	10
3.2 海外：注射剂 ANDA 数快速增长，生物类似药扬帆起航	13
3.2.1 收购 Meitheal 切入美国市场，注射剂 ANDA 数快速增长	13
3.2.2 生物类似药出海乘风破浪，自研+BD 模式进一步打开成长天花板	14
4 盈利预测与投资建议	16
4.1 盈利预测	16
4.2 投资建议	17
5 风险提示	17

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司股权结构图（截至 24Q3）	4
图表 3：2015-24Q1-3 公司营业收入稳健增长	5
图表 4：2015-24Q1-3 公司归母净利润情况	5
图表 5：2018-24H1 公司收入构成情况（%）	5
图表 6：24H1 收入构成（亿元）	5
图表 7：2019-2023 公司三大业务收入增速情况（%）	5
图表 8：2018-2024H1 公司收入分地区情况（%）	5
图表 9：2013-24Q1-3 公司毛利率及净利率水平	6
图表 10：2018-24H1 公司分产品毛利率情况	6
图表 11：公司各项费用率情况	7
图表 12：2014-2024E 全球肝素 API 规模及增速	7
图表 13：2015-2021 年中国肝素 API 竞争格局	7
图表 14：2008-2024 年中国生猪存栏数（万头）	8
图表 15：中国肝素原料药出口平均单价（美元/kg）	8
图表 16：2015-2024H1 公司原料药及中间体收入	8
图表 17：2015-2024H1 公司原料药及中间体毛利率	8
图表 18：公司标准肝素原料药产销及库存情况	9
图表 19：公司中间体原料药产销率	9
图表 20：2018-2024H1 公司制剂收入	9
图表 21：2018-2024H1 公司制剂毛利率	9
图表 22：2018-2023 年公司制剂产销量及库存情况（万支）	10
图表 23：公司主要制剂产品城市公立+城市药房销售情况（百万元）	10
图表 24：24H1 公司主要制剂产品城市公立+城市药房销售情况（%）	10
图表 25：公司国内仿制药 ANDA 品种持续增多	11
图表 26：公司历次国家集采中标情况	12
图表 27：24H1 低分子肝素竞争格局	12
图表 28：24H1 注射用苯达莫司汀国内竞争格局	12
图表 29：24H1 苯磺顺阿曲库铵注射液国内竞争格局	12
图表 30：公司美国子公司 Meitheal 营收情况	13
图表 31：近三年公司美国 ANDA 品种快速增加	13
图表 32：生物药及生物类似药市场规模持续增长（亿美元）	14
图表 33：2024 年在美专利到期的十大药物	15

图表 34: 阿达木单抗原研药销售额 (百万美元)	15
图表 35: 利拉鲁肽原研药销售额 (百万丹麦克朗)	15
图表 36: 公司业绩拆分预测表	16
图表 37: 可比公司估值表	17
图表 38: 财务预测摘要	19

1 高速转型中的肝素龙头，生物类似药出海天地广阔

1.1 老牌肝素原料药企业，制剂业务高速发展

公司为快速转型中的原料药-制剂一体化企业，肝素原料药+无菌注射剂稳健增长，生物类似药贡献新增长极。健友股份成立于2000年，早期以肝素原料药业务为核心，是全球有影响力的肝素类原料药和制剂供应商之一，近年来通过战略转型，逐步发展为以高端注射制剂和生物类似药为主，公司产品覆盖心血管、抗肿瘤、麻醉、抗感染等多个治疗领域，逐步形成“高端化学药+生物类似药”双轮驱动的业务格局，持续淡化原料药标签，向高附加值制剂企业全面转型。

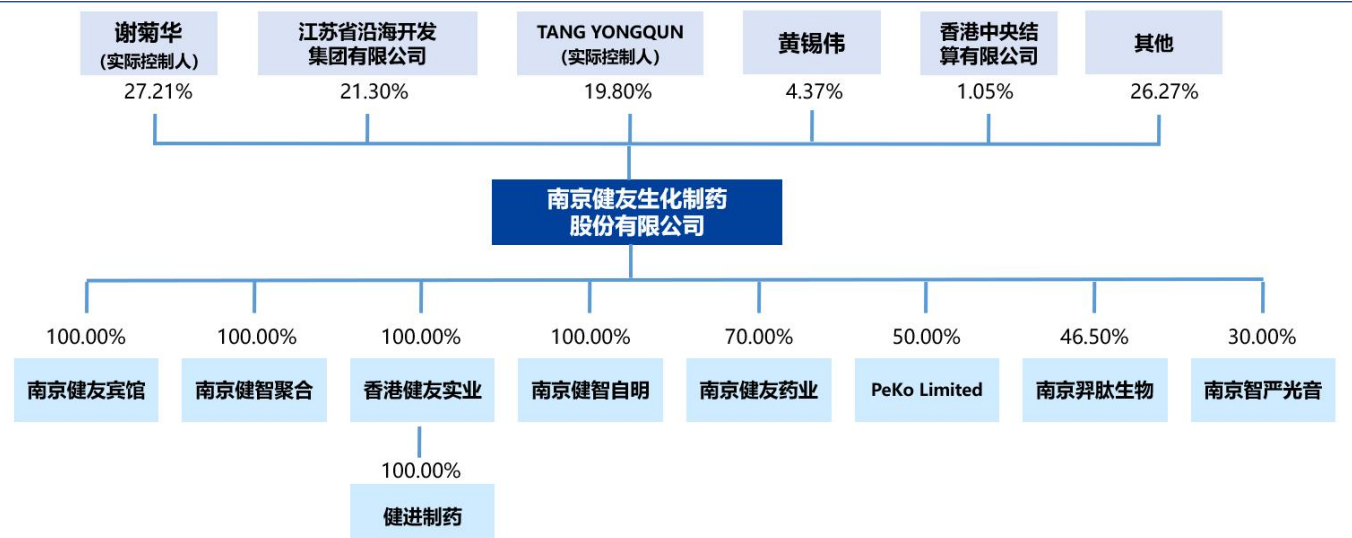
图表 1：公司发展历程



数据来源：健友股份官网，公司公告，金融界，华福证券研究所

公司股权结构集中，实际控制人为谢菊华、唐咏群（TANG YONGQUN）和丁莹。截至24Q3，公司实际控制人为谢菊华、唐咏群（TANG YONGQUN）和丁莹，通过一致行动人关系合计持有47.01%的股份。公司股权结构集中，旗下子公司分工明确、协同发展。

图表 2：公司股权结构图（截至24Q3）



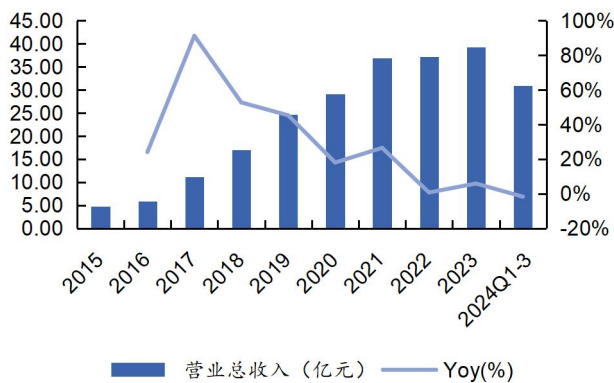
数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所



1.2 制剂业务占比持续提升，原料药无惧短期波动，业绩拐点显现

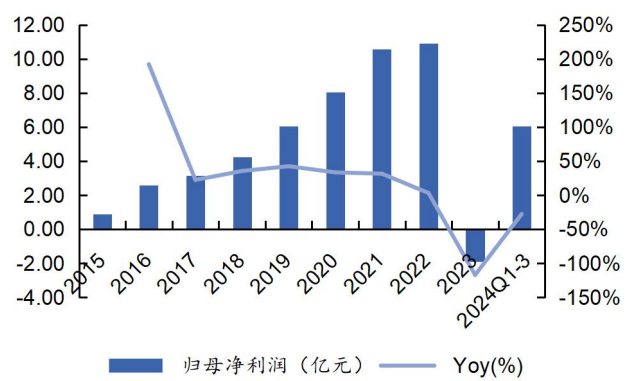
23 年公司因原料药计提跌价准备导致短期波动，24 年业绩已实现反转。复盘公司近年来业绩表现，2015-2022 年公司营收及利润均实现稳健增长，2023 年经营环境的变化对公司肝素产品销售价格带来了不利影响，公司 2023 年计提存货跌价准备 12.4 亿元，导致 23 年归母净利润大幅减少。2024Q1-3 公司实现营业总收入 30.88 亿元，同比下降 1.72%；归母净利润 6.06 亿元，同比下降 27.82%，24 全年根据公司业绩预告预计实现归母净利润 8.0-10.5 亿元，同比增长 523%-656%，业绩实现反转。

图表 3：2015-24Q1-3 公司营业收入稳健增长



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图表 4：2015-24Q1-3 公司归母净利润情况



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

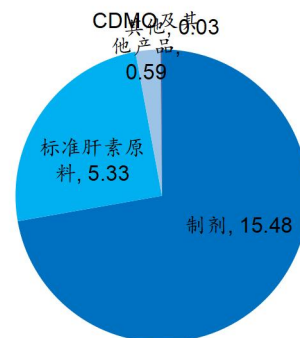
肝素原料业务占比逐年下降，制剂业务持续快速发展。分业务看，24H1 公司标准肝素原料业务营业收入为 5.33 亿元，收入占比持续下降至 24.9%。制剂业务占比持续提升，24H1 实现收入 15.48 亿元，占比达 72.2%，体现了公司从传统原料药供应商到国际无菌注射剂企业的成功转变。CDMO 及其他产品占比较低，24H1 年仅占比 2.8%。从地区收入占比看，公司主要收入来源是海外，24H1 收入占比达 78.6%。

图表 5：2018-24H1 公司收入构成情况 (%)



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

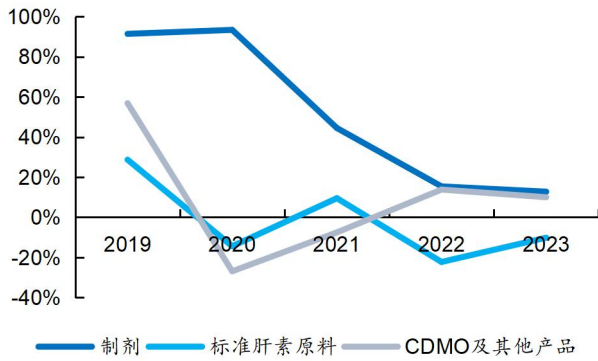
图表 6：24H1 收入构成 (亿元)



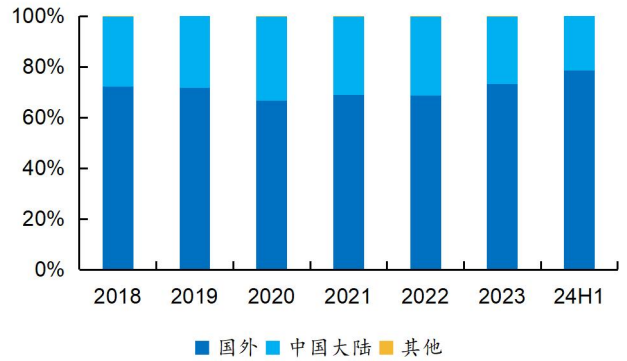
数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 7：2019-2023 公司三大业务收入增速情况 (%)

图表 8：2018-2024H1 公司收入分地区情况 (%)



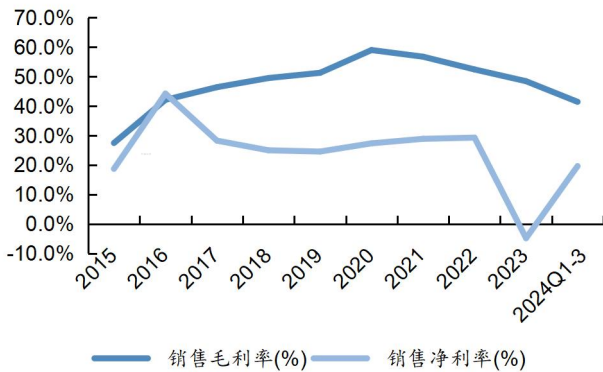
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

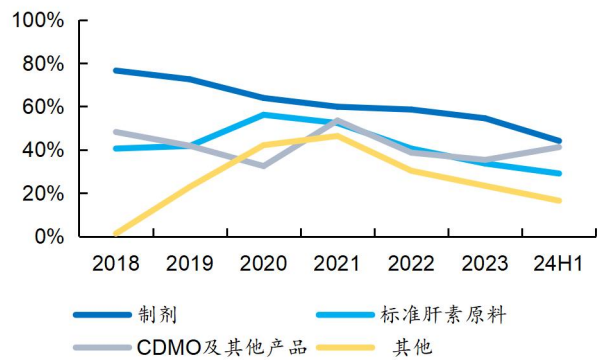
毛利率及净利率短期有所波动, 制剂业务毛利率较高。分业务看, 公司制剂业务毛利率相对较高, 24H1 毛利率为 44.1%, 原料药毛利率低于制剂, 24H1 毛利率为 29.0%, CDMO 毛利率则为 41.2%。总体看, 2024Q1-3 公司毛利率及净利率分别为 41.4%和 19.6%。2020 年以来受到制剂业务海外占比增加及标准肝素原料毛利率波动的影响, 公司整体毛利率有所下降, 净利率除 2023 年因计提存货减值准备外总体维持稳定。

图表 9: 2013-24Q1-3 公司毛利率及净利率水平



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

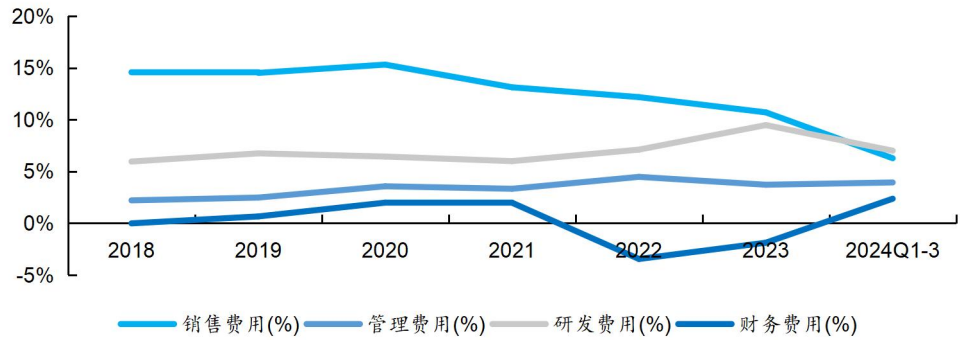
图表 10: 2018-24H1 公司分产品毛利率情况



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

费用端持续优化, 有望持续增厚公司利润水平。2018-2024Q1-3 看, 公司整体费用率呈下降趋势。其中销售费用率降幅明显, 由 2018 年的 14.6%降至 2024Q1-3 的 6.3%, 管理费用率相对维持稳定, 研发费用率 2022 年后明显提高, 体现出近年来公司对研发的持续重视。近年来公司费用端管控卓有成效, 有望持续增厚公司利润水平。

图表 11：公司各项费用率情况



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

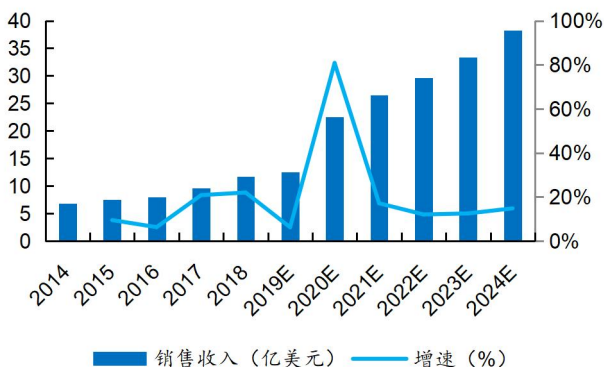
2 肝素原料药市场边际改善，公司 API 业务有望稳健增长

2.1 肝素原料药市场边际改善，温和向好趋势显现

肝素因从肝脏发现而得名，主要见于猪的肠黏膜、肝、肺等组织细胞，是动物结缔组织中肥大细胞产生的一种粘多糖，具有良好的抗凝血作用，使它成为了临床抗凝血常见的药物之一，临床主要应用范围包括预防及治疗静脉栓塞（VTE，含深静脉栓塞及肺栓塞）、急性冠脉综合症（ACS）、心房颤动（AF）、心血管手术、血液透析等。

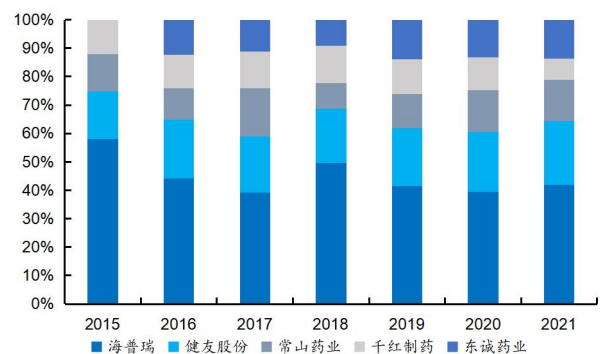
全球肝素 API 市场规模持续增长，中国是主要的肝素出口国，国内肝素竞争格局较为集中。全球肝素原料药（API）市场规模自 2014 年来持续增长。根据华经情报网，2021 年全球肝素 API 市场规模约为 26.44 亿美元，预计 2024 达到 38.25 亿美元。中国生猪资源丰富，是全球最大的肝素原料药出口国。竞争格局看，国内肝素原料药企业之间的竞争格局保持稳定，市场集中度较高。核心厂商包括公司、海普瑞、东诚药业、千红制药、常山药业等。

图表 12：2014-2024E 全球肝素 API 规模及增速



数据来源：华经产业研究院，弗若斯特沙利文，华福证券研究所

图表 13：2015-2021 年中国肝素 API 竞争格局



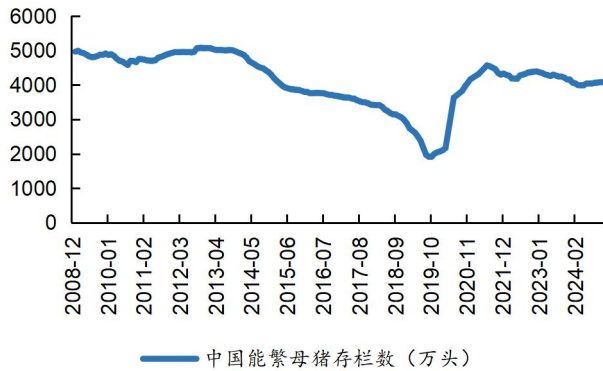
数据来源：华经产业研究院，各公司公告，华福证券研究所

供给端格局稳定+需求端去库存周期或接近尾声，肝素价格有望恢复。肝素原料药生产依赖生猪小肠黏膜提取的肝素粗品，供给端看，2019年，非洲猪瘟致使上游



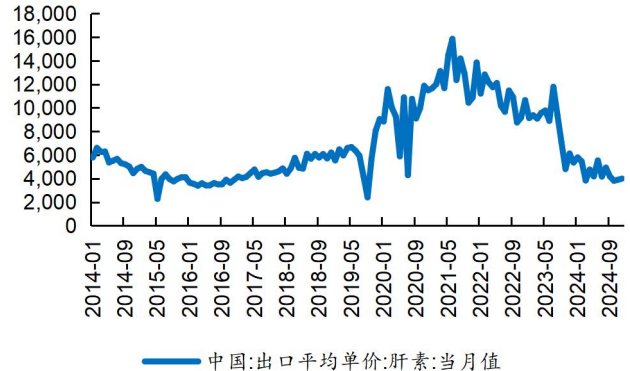
生猪和能繁母猪数量大幅下降，原料供给趋紧，肝素粗品价格上涨，自2020年8月底，我国生猪数量逐渐恢复，当前我国生猪存栏数整体稳定；需求端看，2020年新冠疫情导致肝素供应紧张，肝素原料药出口价格持续上涨，2022-2023年随着疫情结束，下游企业从相对谨慎的高库存状态回归正常，面临去库存的现状，肝素原料药需求端减弱，价格进入下跌周期。随着上游生猪数量在震荡中逐渐趋于稳定，加之下游去库存周期的结束，我们预计肝素原料药价格有望逐步回暖。

图表 14：2008-2024 年中国生猪存栏数（万头）



数据来源：wind，农业农村部，华福证券研究所

图表 15：中国肝素原料药出口平均单价（美元/kg）



数据来源：wind，海关总署，华福证券研究所

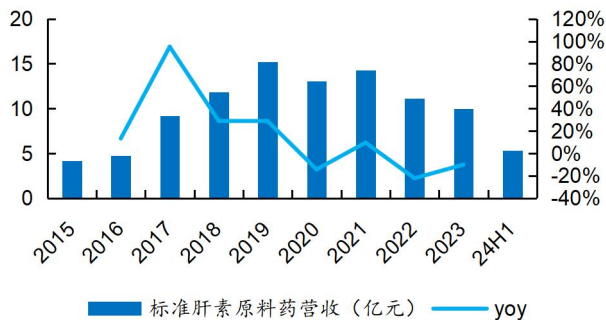
2.2 公司原料药产销水平良好，API 业务有望稳健增长

肝素原料药是公司的传统业务，为推进制剂业务提供丰富现金流。作为在全球有影响力的肝素原料药供给商，公司凭借着过硬的质量，与全球主要的肝素制剂生产企业包括 Pfizer、Gland、Sanofi 等，建立了长期稳定的供应关系。肝素原料药业务作为提供现金流的业务，是推动公司无菌注射剂国内和国际化进程的基础。

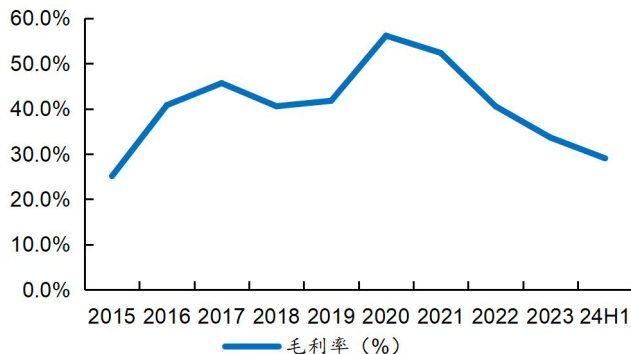
公司肝素原料药业务与肝素价格周期有较强相关性，24 年肝素趋势温和向好。受肝素下游企业面临去库存及市场竞争加剧影响，2022 及 2023 年肝素行业受到一定冲击，2023 年公司标准肝素原料药营收 10 亿元，同比下降 10%，同时对肝素原料药库存计提存货跌价准备 12.4 亿元，24H1 实现收入 5.3 亿元。毛利率水平看，2023 年和 24H1 肝素原料药毛利率分别为 33.6%和 29.0%，亦受到肝素行业景气度低迷的影响较前期高位下滑。公司 2024 年度拟转回存货跌价准备 1.6-2.4 亿元，预计将增厚公司 2024 年归母净利润 1.36-2.04 亿元。

图表 16：2015-2024H1 公司原料药及中间体收入

图表 17：2015-2024H1 公司原料药及中间体毛利率



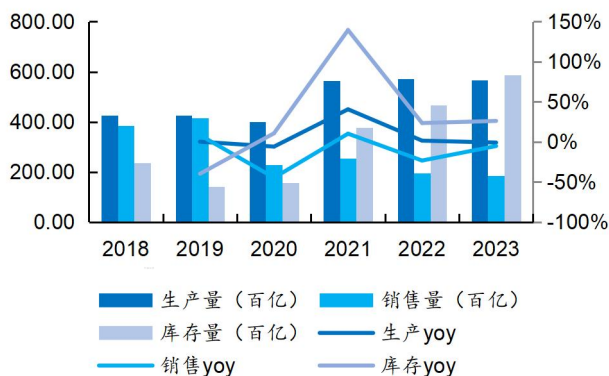
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

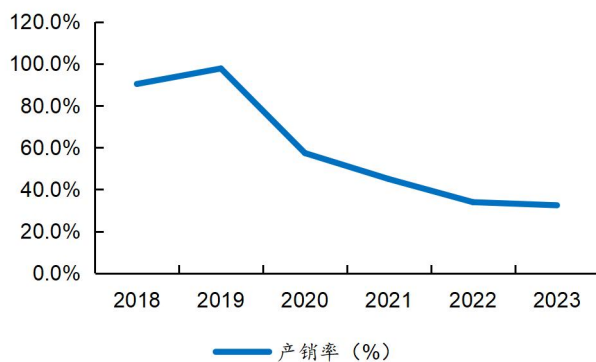
公司原料药中间体产销情况正常, 23 年因生产制剂预留库存较多。公司原料药及中间体产销率水平正常。2023 年, 公司标准肝素原料药销量为 184 百亿, 同比下滑 5.2%, 原料药产量为 567 百亿, 库存量 588 百亿, 库存同比上升 26.1%, 主要为 2023 年制剂产品生产所需原料药备货所致。

图表 18: 公司标准肝素原料药产销及库存情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 19: 公司中间体原料药产销率



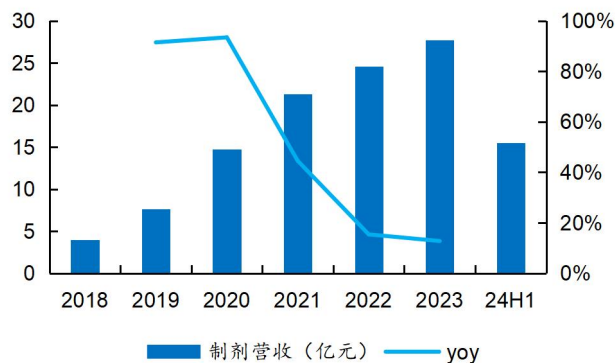
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3 聚焦无菌注射制剂, 国内+海外业务双轮驱动

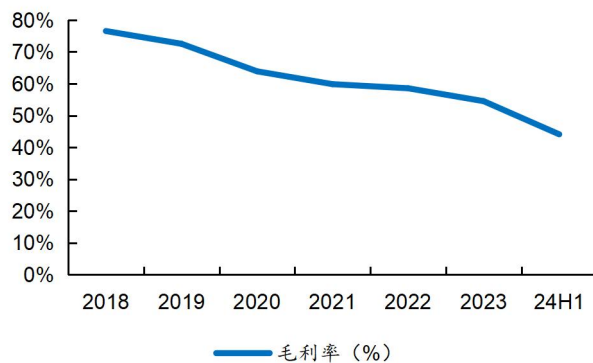
制剂业务体量持续稳健增长, 毛利率维持高位。2023 年公司制剂业务实现收入 27.7 亿元, 同比增长 12.8%, 2018-2023CAGR 达 47.4%, 24H1 实现收入 15.5 亿元。毛利率水平看, 尽管由于集采及海外收入占比增加等原因导致公司近年来毛利率出现下降, 2023 年和 24H1 毛利率分别为 54.5%和 44.1%。

图表 20: 2018-2024H1 公司制剂收入

图表 21: 2018-2024H1 公司制剂毛利率



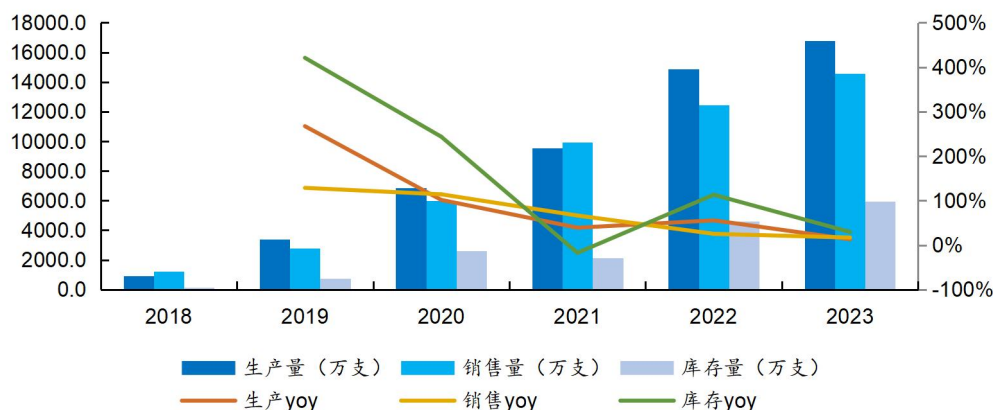
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

产销量: 制剂产品产销水平较高。从生产、销售情况来看, 公司 2018-2023 年产销情况均持续增长, 2023 年实现年产量 1.7 亿支, 同比增长 12.9%, 实现销售量 1.5 亿支, 同比增长 16.9%。2023 年制剂库存量上升 29.48%, 主要系公司销售品种增加、销售需求增长, 导致存货备货加大。

图表 22: 2018-2023 年公司制剂产销量及库存情况 (万支)



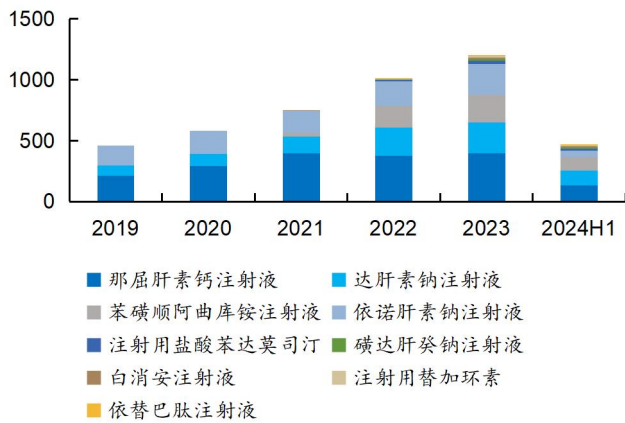
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3.1 国内: 主要品种市场竞争力强, 借力集采/续标有望持续放量

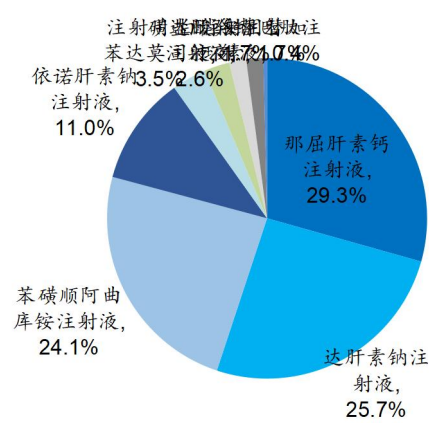
分品种看, 公司制剂主要分为肝素注射剂、抗肿瘤等其他注射剂。公司在注射剂方向上广泛布局、积累了丰富的产品管线, 主要包括低分子肝素制剂、抗肿瘤制剂及其他高附加值无菌注射剂, 截至 24H1, 公司拥有 33 项中国药品注册批件。公司低分子肝素主要包括三款产品, 分别为依诺肝素钠注射液、达肝素钠注射液、那曲肝素钙注射液, 为公司国内制剂的主要收入来源, 24H1 国内制剂销售占比分别为 11.0%, 25.7%和 29.3%; 除肝素制剂外, 麻醉辅助领域苯磺顺阿曲库铵注射液也是公司的核心产品, 24H1 国内销售占比 24.1%。近年来公司制剂持续布局抗肿瘤等领域, 产品矩阵不断完善。

图表 23: 公司主要制剂产品城市公立+城市药房销售情况 (百万元)

图表 24: 24H1 公司主要制剂产品城市公立+城市药房销售情况 (%)



数据来源: 米内网, 华福证券研究所



数据来源: 米内网, 华福证券研究所

图表 25: 公司国内仿制药 ANDA 品种持续增多

中国上市时间	药品	持证商	一致性评价
2025 年	氟维司群注射液	南京健友生化制药股份有限公司	通过
2024 年	奥沙利铂注射液	健进制药有限公司	通过
2024 年	注射用阿扎胞苷	健进制药有限公司	通过
2024 年	注射用伏立康唑	南京健友生化制药股份有限公司	通过
2024 年	注射用泮托拉唑钠	南京健友生化制药股份有限公司	通过
2024 年	注射用硼替佐米	健进制药有限公司	通过
2024 年	瑞加诺生注射液	南京健友生化制药股份有限公司	通过
2024 年	盐酸帕洛洛司琼注射液	南京健友生化制药股份有限公司	通过
2023 年	氟尿嘧啶注射液	健进制药有限公司	通过
2023 年	注射用米卡芬净钠	南京健友生化制药股份有限公司	通过
2023 年	注射用盐酸吉西他滨	健进制药有限公司	通过
2022 年	注射用替加环素	南京健友生化制药股份有限公司	通过
2022 年	注射用吗替麦考酚酯	健进制药有限公司	通过
2022 年	依替巴肽注射液	南京健友生化制药股份有限公司	通过
2021 年	白消安注射液	健进制药有限公司	通过
2021 年	磺达肝癸钠注射液	南京健友生化制药股份有限公司	通过
2021 年	米力农注射液	南京健友生化制药股份有限公司	通过
2021 年	注射用盐酸苯达莫司汀	健进制药有限公司	通过
2021 年	注射用左亚叶酸钙	健进制药有限公司	通过

数据来源: 医药魔方, 华福证券研究所

核心品种已参与第 5-8 批国家集采, 看好后续集采/续标放量。低分子肝素制剂中, 公司依诺肝素钠注射液、那屈肝素钙注射液于第八批国家集采中中标; 其他核心产品, 如苯磺顺阿曲库铵注射液、注射用盐酸苯达莫司汀等也于第五到七批集采中陆续中标, 公司持续不断推进一致性评价工作, 看好公司制剂通过集采放量。

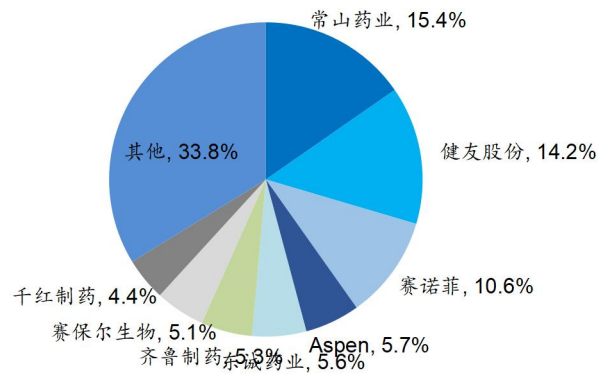
图表 26：公司历次国家集采中标情况

项目简称	药品名称	规格	单位价格（元）	执行时间（开始）	执行时间（结束）
国采第五批	苯磺顺阿曲库铵注射液	5ml:10mg	24.18	2021-10-31	2024-10-31
	注射用盐酸苯达莫司汀	100mg	1653.08	2021-10-31	2024-10-31
		25mg	572.0	2021-10-31	2024-10-31
国采第七批	磺达肝癸钠注射液	0.5ml:2.5mg	26.75	2022-11-30	2025-11-30
	依替巴肽注射液	10ml:20mg	87.5	2022-11-30	2025-11-30
	注射用替加环素	50mg	53.8	2022-11-30	2025-11-30
国采第八批	依诺肝素钠注射液	0.4ml:4000AxaIU	12.35	2022-11-30	2025-11-30
		0.6ml:60mg	15.93	2023-07-01	2025-12-31
	那屈肝素钙注射液	0.4ml:4100IU	11.68	2023-07-01	2025-12-31

数据来源：医药魔方，华福证券研究所

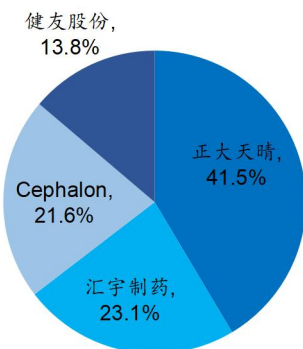
市场格局方面，公司低分子肝素注射剂及非肝素注射剂在国内市场均具有较高的市占率。24H1 国内低分子肝素制剂竞争格局较为分散，公司市占率达到 14.2%，位居行业第二。非肝素制剂方面，24H1 苯磺顺阿曲库铵注射液公司市占率达到 32.5%，注射用苯达莫司汀市占率 13.8%，核心品种在国内市场具有较强的竞争力。

图表 27：24H1 低分子肝素竞争格局



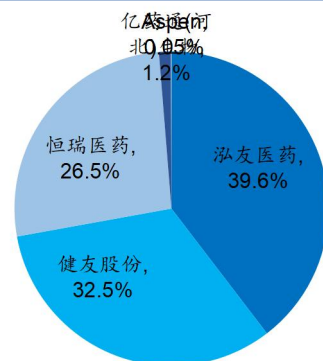
数据来源：米内网，华福证券研究所

图表 28：24H1 注射用苯达莫司汀国内竞争格局



数据来源：米内网，华福证券研究所

图表 29：24H1 苯磺顺阿曲库铵注射液国内竞争格局



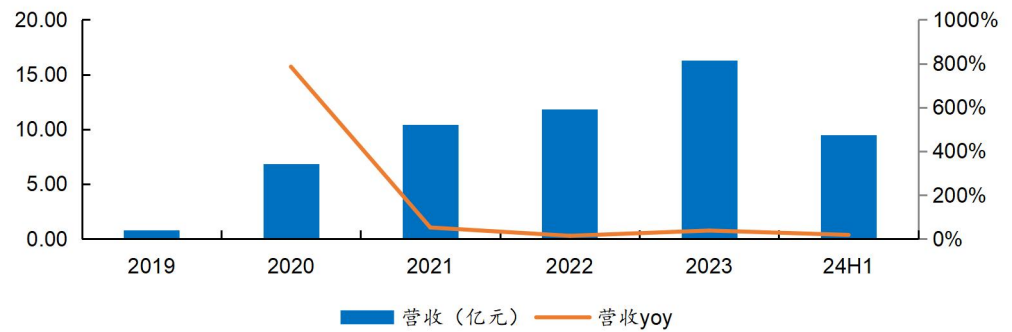
数据来源：米内网，华福证券研究所

3.2 海外：注射剂 ANDA 数快速增长，生物类似药扬帆起航

3.2.1 收购 Meitheal 切入美国市场，注射剂 ANDA 数快速增长

收购美国医药公司 Meitheal，快速切入美国制剂市场。2019 年公司通过收购美国本土医药公司 Meitheal，快速拓宽了在美制剂销售能力，在美国建立自主品牌。截至 24H1，公司及子公司共拥有 100 项境外药品注册批件，制剂销售方面，Meitheal 作为美国本土化注射剂产品医药公司，拥有无菌注射剂的注册、质控、市场营销能力，其管理层均来自 Sandoz、Pfizer、Fresenius Abi、Sagent 等美国无菌注射剂市场的主要供应商，掌握美国肝素领域销售渠道的成熟资源。2024H1 Meitheal 营收达到 9.5 亿元，同比增长 17.8%，自 2019 年公司收购 Meitheal 以来，19-23 年 Meitheal 营收 CAGR 达到 114.1%。

图表 30：公司美国子公司 Meitheal 营收情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

海外制剂品种布局不断完善，美国 ANDA 数量快速增长。公司致力于实现“标准肝素/依诺肝素+小分子抗肿瘤 注射剂+其他高端制剂”出口的全产品产业链布局，海外销售药品品种数快速增长，ANDA 数量持续增加。除美国市场外，公司还在欧洲市场及全球其他市场不断拓展业务，充分利用公司生产、质量优势，建立规模化效应、扩大市场范围。我们认为，依托于公司高效的研发体系与丰富的海外注册经验，公司海外 ANDA 数量在未来有望保持快速增长。

图表 31：近三年公司美国 ANDA 品种快速增加

美国上市日期	药品名	剂型	申请机构
2025-02-06	氟尿嘧啶	注射剂	健进制药有限公司
2025-01-23	亚甲蓝	注射剂	南京健友生化制药股份有限公司
2024-11-15	维生素 B12	注射剂	南京健友生化制药股份有限公司
2024-10-28	盐酸多西环素	注射剂(冻干)	健进制药有限公司
2024-09-24	氟尿嘧啶	注射剂(大容量)	健进制药有限公司
2024-07-30	盐酸罗哌卡因	注射剂	健进制药有限公司
2024-05-09	依替巴肽	注射剂(大容量)	香港健友实业有限公司
2024-01-11	奥沙利铂	注射剂	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2023-12-26	塞替派	注射剂(冻干)	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2023-08-14	盐酸帕洛诺司琼	注射剂	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.

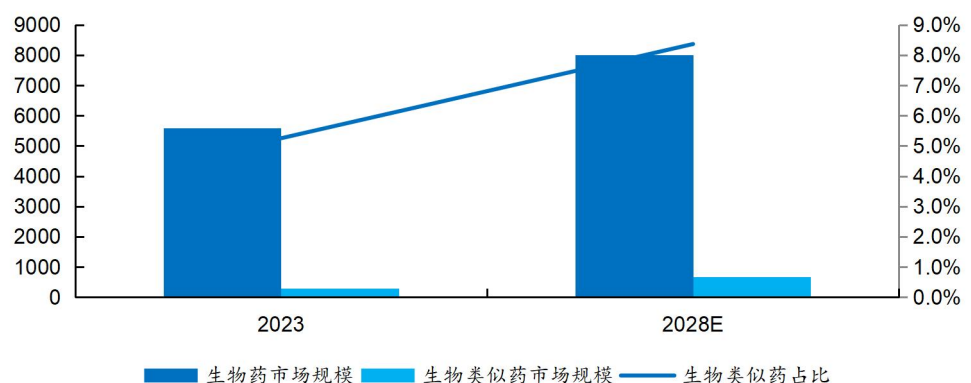
2023-07-24	普乐沙福	注射剂	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2023-07-19	亚叶酸钙	注射剂(冻干)	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2023-06-23	盐酸布比卡因	注射剂	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2023-06-05	唑来膦酸	注射剂(大容量)	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2023-06-05	盐酸苯达莫司汀	注射剂(冻干)	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2023-05-08	罗库溴铵	注射剂	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2023-01-10	奈拉滨	注射剂	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2022-12-13	培美曲塞二钠	注射剂(冻干)	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2022-09-28	米卡芬净钠	注射剂(冻干)	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2022-09-06	丝裂霉素	注射剂(冻干)	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2022-08-29	泮托拉唑钠	注射剂(冻干)	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2022-07-27	盐酸万古霉素	注射剂(冻干)	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2022-07-26	硼替佐米	注射剂(冻干)	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2022-06-06	醋酸加尼瑞克	注射剂	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2022-05-09	伏立康唑	注射剂(冻干)	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2022-04-11	瑞加诺生	注射剂	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.
2022-01-27	呋塞米	注射剂	Meitheal Pharmaceuticals, Inc.

数据来源：医药魔方，华福证券研究所

3.2.2 生物类似药出海乘风破浪，自研+BD 模式进一步打开成长天花板

全球生物类似药市场规模快速增长，中期维度有望达到 600 亿美元。根据医药魔方的数据，2023 年全球生物药市场规模达到了 5600 亿美元，预计将在五年后的 2028 年突破 8000 亿美元。生物类似药也叫做生物仿制药，是一种在药效、安全性和质量等方面与生物原研药相类似的生物制品，主要包括单抗、多肽、疫苗、血液及血液成分等多种类型，近年来以欧美为首的全球生物类似药市场规模不断扩大，根据 Markets and Markets，2023 年全球生物类似药市场规模为 294 亿美元，并将有望于 2028 年达到 669 亿美元，2023-2028 年 CAGR 有望达到 17.8%。

图表 32：生物药及生物类似药市场规模持续增长（亿美元）



数据来源：医药魔方，Markets and Markets，华福证券研究所

全球多个重磅生物药专利陆续到期，专利悬崖有望创造生物类似药需求显著增长。2023 年全球销售额 TOP100 药品中，以单抗为代表的生物大分子药物数量达到了一半。除去疫苗产品外，2023 年全球销售额 TOP20 生物产品均为单抗和抗体融合蛋白。当前世界范围内多个重磅原研药物专利陆续到期，以 2024 年美国专利悬崖到

期前 10 大药品为例，其中不乏那他珠单抗、利拉鲁肽、奥曲肽等重磅生物制剂大单品，原研药到期后的生物类似药放量有望为相关企业创造显著的业绩增量。

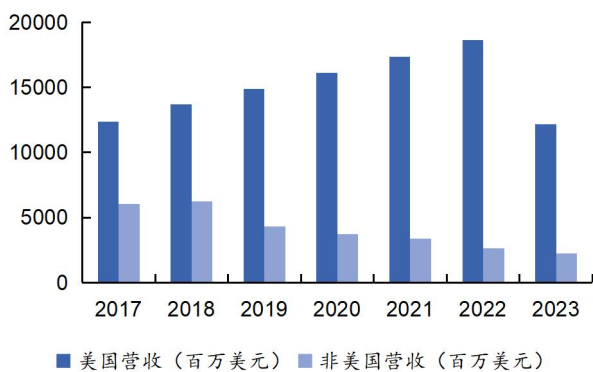
图表 33：2024 年在美专利到期的十大药物

药物	开发公司	仿制药(生物类似药) 上市时间	2023 年美国销售额 (单位:亿美元)
达沙替尼	BMS	2024 年 9 月	14.5
那他珠单抗	渤健	2024 年上半年	9.98
米拉贝隆	安斯泰来	2024 年 5 月	6.4
利拉鲁肽	诺和诺德	2024 年 6 月	5.25
Emflaza	PTC Therapeutics	2024 年 2 月	2.55
奥曲肽	诺华	2024 年	1.99
dulera	Organon	2024 年下半年	1.56
奥卡西平	Supernus	2024 年 9 月	1.13
Venofer	CSL	2024 年	0.9
Prolensa	Bausch+ Lomb	2024 年 1 月	0.415

数据来源：药智网，FIERCEPharma，华福证券研究所

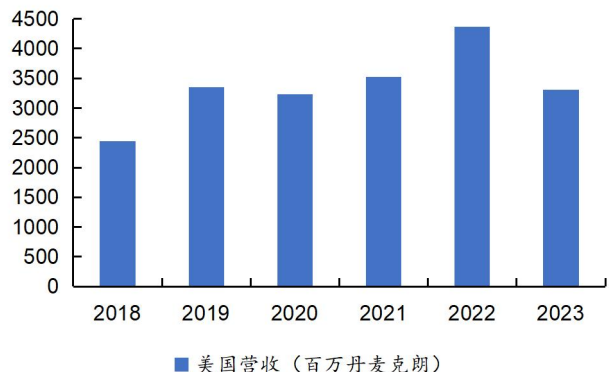
布局阿达木单抗等多个重磅单品，生物类似药出海布局如火如荼。近年来公司采用最新固相合成技术路线的多肽，整合自身在无菌制剂研发、质量控制和工业化生产的能力，形成了抗凝血类、生殖类、内分泌类、罕见病类生物药技术平台。截至 2023 年，公司多肽类制剂有 4 个产品美国审批中、1 个产品注册批生产完成、6 个产品前期研发中。2024 年，公司通过购买由 Coherus 公司研发的阿达木单抗生物类似药 YUSIMRY 的美国 FDA 批件的所有权属及其涵盖的该药品相关的所有专利、非专利技术及资产，成为中国首个拿到阿达木生物类似药单品入场券的药企。

图表 34：阿达木单抗原研药销售额（百万美元）



数据来源：AbbVie 历年年报，华福证券研究所

图表 35：利拉鲁肽原研药销售额（百万丹麦克朗）



数据来源：诺和诺德历年年报，华福证券研究所

BD 合作模式有望加速公司生物药出海进程，看好白蛋白紫杉醇及胰岛素海外销售。2022 年公司子公司 Meitheal 及香港健友与海南双成签订协议，获得注射用紫杉醇（白蛋白结合型）在美国市场的独家代理权。2023 年公司与通化东宝达成战略合作协议，双方共同开展甘精、门冬、赖脯三种胰岛素注射液的开发和生产，同时公司获得产品上市后在美国市场独家商业化权益。我们认为，公司持续不断寻求商业化合作有望加速其生物类似药出海进场。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- 1、肝素原料药业务:**24 年肝素价格受下游去库存影响出现显著下降,预计公司 2024 年肝素业务受此影响预计收入及毛利率下滑,当前肝素价格底部企稳,未来有望逐步回暖,肝素原料药业务收入未来或维持稳中有升趋势。我们预计公司肝素原料药 2024 年-2026 年收入增速分别为 -28%/2%/2%, 24-26 年毛利率为 28.0%/29.0%/29.0%。
- 2、制剂业务:**国内制剂方面,依诺肝素钠、那屈肝素钙、苯磺顺阿曲库铵等核心品种已参与第 5-8 批国家集采,看好后续集采/续标放量;海外制剂方面,公司 ANDA 数量持续扩充提供收入增量,高端制剂和生物类似药上市后有望成为制剂业务新增长点。我们预计公司制剂业务 2024 年-2026 年收入增速分别为 16.4%/36.5%/31.3%, 24-26 年毛利率为 46.5%/49.0%/49.0%。
- 3、CDMO 业务:**公司 CDMO 业务定位于无菌注射剂研发、生产,为客户提供制剂端一站式的产业服务,随着公司研发实力的持续增强,有望持续提供差异化的规范市场生物药全产业链 CDMO 服务,获取更高价值的服务收益。我们预计公司 CDMO 业务 2024 年-2026 年收入增速分别为 10%/10%/10%, 24-26 年毛利率为 35.0%/35.0%/35.0%。

图表 36: 公司业绩拆分预测表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
标准肝素原料					
销售收入(百万元)	1109.6	997.3	718.1	732.5	747.2
收入 yoy	-22.3%	-10.1%	-28.0%	2.0%	2.0%
毛利率(%)	40.5%	33.6%	28.0%	29.0%	29.0%
收入占比(%)	29.9%	25.4%	17.4%	13.7%	11.1%
制剂					
销售收入(百万元)	2458.2	2771.7	3226.2	4403.8	5780.0
收入 yoy	15.4%	12.8%	16.4%	36.5%	31.3%
毛利率(%)	58.6%	54.5%	46.5%	49.0%	49.0%
收入占比(%)	66.2%	70.5%	78.1%	82.4%	85.6%
CDMO					
销售收入(百万元)	140.3	153.7	169.11	186.03	204.63
收入 yoy	13.7%	9.6%	10%	10%	10%
毛利率(%)	38.6%	35.3%	35%	35%	35%
收入占比(%)	3.8%	3.9%	4.3%	3.6%	3.2%
其他					
销售收入(百万元)	4.6	8.7	10.4	11.9	13.7
收入 yoy	-12.2%	87.6%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率(%)	30.3%	23.3%	25.0%	25.0%	25.0%

收入占比 (%)	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
----------	------	------	------	------	------

数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所预测

4.2 投资建议

选取与公司业务相近的原料药-制剂一体化公司华海药业、普洛药业、仙琚制药、奥锐特，以及同为肝素原料药生产企业的千红制药、东诚药业作为可比公司进行估值。2024-2026 年经调整后（去掉一个最高值及一个最低值）可比公司平均 PE 分别为 19X/15X/13X，考虑到公司作为快速转型中的肝素原料药企业，海外注射制剂的快速增长以及生物类似药出海有望为 25-26 年业绩贡献显著增量，公司有望享受一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 37：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2025/3/12	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600521.SH	华海药业	15.68	0.57	0.89	1.11	1.33	27.5	17.6	14.1	11.8
000739.SZ	普洛药业	15.27	0.90	0.96	1.15	1.39	16.9	15.9	13.3	11.0
605116.SH	奥锐特	20.01	0.71	0.95	1.25	1.59	28.2	21.0	16.0	12.6
002550.SZ	千红制药	5.66	0.14	0.28	0.32	0.36	40.4	20.5	17.9	15.8
002675.SZ	东诚药业	13.37	0.25	0.32	0.42	0.45	52.6	41.7	32.1	29.5
002332.SZ	仙琚制药	9.67	0.57	0.69	0.84	1.02	17.0	14.0	11.5	9.5
调整后平均值（去掉最高值及最低值）							28.3	18.8	15.3	12.8
603707.SH	健友股份	13.28	-0.1	0.56	0.74	0.95	-110.7	23.9	18.0	13.9

数据来源：ifind，华福证券研究所 注：华海药业、普洛药业 EPS 取自华福研究所预测，其他公司取自 ifind 一致预期

5 风险提示

原料药价格下跌风险：肝素原料药经过 23-24 年产能过剩导致的跌价后，若后续下游需求减弱或上游产能过剩，则可能出现价格再度下降风险，若终端价格体系失衡，将对公司产品动销和业绩兑现造成影响。

安全生产事故风险：原料药企业若发生生产安全事故可能导致额外的监管风险、订单延迟交付、下游客户丢失等经营风险，影响公司业绩。

原料药及制剂销售不及预期：随着行业竞争加剧，公司存在原料药及制剂销售不及预期风险。

新品研发与推广不及预期：若公司产品研发失败或推广销售能力较差则对公司造成较大经营风险。

CDMO 订单不及预期影响：若公司因外部环境变化、自身生产能力等原因导致 CDMO 订单承接不及预期，将对公司相关业务开展造成不利影响。

汇率变动风险：公司海外业务占比较高，若出现汇率大幅波动，则可能对公司当期损益带来较大影响，影响公司当期利润。

图表 38：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,210	1,237	1,600	2,024
应收票据及账款	754	732	946	1,197
预付账款	41	47	58	72
存货	4,158	4,781	5,473	6,519
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,099	1,012	1,002	1,087
流动资产合计	7,262	7,808	9,080	10,898
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,142	1,153	1,163	1,172
在建工程	80	60	60	60
无形资产	174	169	164	159
商誉	128	128	128	128
其他非流动资产	739	739	739	739
非流动资产合计	2,263	2,249	2,253	2,257
资产合计	9,524	10,057	11,333	13,155
短期借款	1,567	1,684	1,786	2,097
应付票据及账款	538	496	629	787
预收款项	0	15	11	12
合同负债	36	37	48	61
其他应付款	84	120	120	120
其他流动负债	862	518	534	557
流动负债合计	3,086	2,870	3,128	3,632
长期借款	0	50	50	50
应付债券	506	506	506	506
其他非流动负债	133	104	124	144
非流动负债合计	640	660	680	700
负债合计	3,726	3,530	3,807	4,332
归属母公司所有者权益	5,802	6,531	7,529	8,828
少数股东权益	-3	-4	-4	-4
所有者权益合计	5,798	6,527	7,525	8,824
负债和股东权益	9,524	10,057	11,333	13,155

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,619	443	659	558
现金收益	-109	1,100	1,421	1,773
存货影响	1,457	-622	-693	-1,046
经营性应收影响	1,448	-149	-285	-265
经营性应付影响	-3	9	130	158
其他影响	-1,173	105	86	-62
投资活动现金流	-1,162	-135	-148	-146
资本支出	-250	-138	-158	-159
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-912	3	10	13
融资活动现金流	51	-281	-148	11
借款增加	-370	-38	101	311
股利及利息支付	-248	-271	-325	-414
股东融资	0	0	0	0
其他影响	670	28	76	114

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,931	4,124	5,334	6,746
营业成本	2,029	2,361	2,896	3,622
税金及附加	56	58	75	94
销售费用	421	351	453	540
管理费用	146	165	203	256
研发费用	372	313	400	472
财务费用	-74	51	75	78
信用减值损失	3	-10	-10	-10
资产减值损失	-1,244	165	60	0
公允价值变动收益	-3	6	10	12
投资收益	-89	-1	2	2
其他收益	55	50	70	70
营业利润	-295	1,035	1,364	1,758
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	16	9	7
利润总额	-295	1,019	1,355	1,751
所得税	-105	122	163	210
净利润	-189	897	1,193	1,541
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-189	897	1,193	1,541
EPS（按最新股本摊薄）	-0.12	0.56	0.74	0.95

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	5.9%	4.9%	29.4%	26.5%
EBIT 增长率	-134.9%	390.1%	33.6%	27.8%
归母公司净利润增长率	-117.4%	573.5%	33.0%	29.2%
获利能力				
毛利率	48.4%	42.8%	45.7%	46.3%
净利率	-4.8%	21.7%	22.4%	22.8%
ROE	-3.3%	13.7%	15.9%	17.5%
ROIC	-5.4%	14.6%	16.8%	18.0%
偿债能力				
资产负债率	39.1%	35.1%	33.6%	32.9%
流动比率	2.4	2.7	2.9	3.0
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	78	65	56	57
存货周转天数	867	682	637	596
每股指标（元）				
每股收益	-0.12	0.56	0.74	0.95
每股经营现金流	1.00	0.27	0.41	0.35
每股净资产	3.59	4.04	4.66	5.46
估值比率				
P/E	-113	24	18	14
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	-240	42	33	26

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准，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）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn