

健友股份(603707)

深度报告

行业公司研究——生物医药行业

证券研究报告

受益于特有资源产业升级的肝素龙头

——健友股份深度报告

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎️：联系人：毛雅婷
✉️：sunjian@stocke.com.cn

报告导读

肝素粗品供需紧平衡下，我们更强调健友股份在产业链一体化、国际化窗口期的成长属性，随着公司收入结构快速调整，估值有望重塑，首次覆盖给予“增持”评级。

投资要点

□ 分歧：“猪周期”影子标的，还是成长性标的？

公司业务结构分析，我们估计2020年公司肝素原料药收入占比过半，制剂业务进入加速放量期，然而在猪周期影响下，市场对公司“周期”和“成长”属性比较纠结，基本认同公司肝素粗品战略收储所带来的成本优势以及这种优势对于产业升级过程中争夺下游肝素制剂市场份额尤为重要；但又担心当下制剂业务占比低、粗品价格具有周期性，估值更多反映公司的“周期”属性。我们认为，随着2021年开始公司制剂收入占比加速提升、国际化快速突破，这个过程中低预期下估值有望重塑。

针对几个市场关注的核心问题，我们从原料药企业前向一体化和制剂国际化战略两个维度，尝试解答：

①周期性：猪周期走到哪里了？对公司利润表&存货有多大影响、粗品收储的规模优势能否维持？

②成长性：2018年猪瘟以来产业竞争格局明显变化，肝素API和肝素制剂是不是好生意、能有多大的空间？注射剂国际化方面，品种难追踪，公司海外拓展有多大空间？

□ “猪周期”属性之辩：核心是粗品而非猪价，紧平衡下仍有成本优势

猪价不会直接影响公司的利润，核心是比较优势和“放大器”。我们认为，真正影响肝素粗品价格的是猪小肠供给和肝素制剂需求，及粗品竞争格局。在生猪供给增速存在预期差的情况下，我们预期中国猪小肠供给维持低增长，而下游全球肝素制剂有望维持10%+增速；粗品市占率分散（CR1预期小于10%），医药生产质控和客户资源是下游拓展壁垒。紧平衡下公司相对低价的粗品储备仍具有成本优势（详见后文分析），在公司快速发展制剂的窗口期，更低成本、较高质量、稳定供应的原料药是公司争夺全球肝素制剂市场份额的核心竞争力。

□ 新动能突破：基于成本优势的制剂突破，6年5倍空间

1) 前向一体化进入加速成长期，6年5倍空间，收入30%+复合增速。①国内肝素制剂市场：一致性评价加速下打开升级&替代空间，2020年市场总规模近50亿元，2022年看公司国内制剂近10亿收入空间；②海外肝素制剂市场：加速进入业绩兑现期，2020年欧美肝素制剂销售额55-65亿美元，3年看海外肝素制剂20-25亿收入空间。

2) 制剂国际化突破：从肝素注射剂，走向全球化注射剂市场，作为新动能打开远期成长天花板。中短期看，公司美国ANDA梯队逐步形成，已有品种潜在利润空间3-6.5亿；长期看，美国注射剂仿制药市场空间在150亿美元以上，我们看好公司在产品梯队、供应链管理方面的新突破。

评级

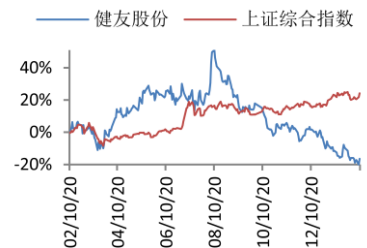
增持

上次评级 首次评级
当前价格 ¥38.38

单季度业绩

元/股

3Q/2020	0.22
2Q/2020	0.28
1Q/2020	0.28
4Q/2019	0.22



公司简介

健友股份是中国早期从事肝素提取纯化和开发肝素类粘多糖产品结构确认方法的制药企业之一，至今已从事肝素产品的生产超过20年，公司目前为全球最大肝素原料药供应商。

相关报告

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.11、1.47、1.89 元/股，2021 年 2 月 19 日收盘价对应 2020 年 34 倍 PE、2021 年 26 倍 PE，高于可比公司平均。我们认为，公司肝素原料药战略收储、合规产能具有比较优势；2021-2023 年公司出口制剂有望快速形成产品梯队（具备原料药优势大品种+竞争格局好的难品种+普通品种），公司欧美制剂出口有望超预期。综合考虑公司的比较优势和成长逻辑认知预期差，首次覆盖给予“增持”评级。

□ **催化剂：**生猪供给低于预期、肝素粗品涨价幅度高于预期、ANDA 获批节奏快于预期。

□ 风险提示

生产质量事故风险，新产品获批慢于预期风险，重磅品种集采流标风险，出口锁汇带来的业绩波动性风险，存货占比过高风险，行业政策变动风险。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	2470	3095	4244	5198
(+/-)	45.2%	25.3%	37.1%	22.5%
净利润	605	798	1055	1359
(+/-)	42.5%	32.0%	32.2%	28.7%
每股收益(元)	0.84	1.11	1.47	1.89
P/E	45.58	34.53	26.13	20.30

正文目录

1. 健友股份：受益于特有资源产业升级的肝素龙头	5
2. 新动能之制剂弹性：肝素原料优势助力制剂成长超预期	8
2.1. 肝素粗品：供需紧平衡，利润影响逐步降低	8
2.1.1. 需求端：预期肝素制剂需求增速 10-15%	8
2.1.2. 供给端：预期猪小肠供给维持低增长	11
2.1.3. 结论：供需紧平衡，预期粗品价格对利润表影响较小	12
2.2. 前向一体化：天花板打开，6 年看 5 倍增长	14
2.2.1. 国内肝素制剂：一致性评价加速下打开升级&替代空间	14
2.2.2. 海外肝素制剂：加速进入业绩兑现期	15
2.2.3. 全球肝素制剂空间测算：6 年看 5 倍空间	16
3. 新动能之国际拓展：长赛道、高利润孕育的想象空间	20
3.1. 中短期：梯队渐成，存量利润空间 3-6.5 亿	20
3.2. 中长期：公司离美国注射剂龙头有多远？	22
4. 盈利预测及投资建议	24
4.1. 收入拆分与盈利预测	24
4.2. 投资建议	25
5. 风险提示	26

图表目录

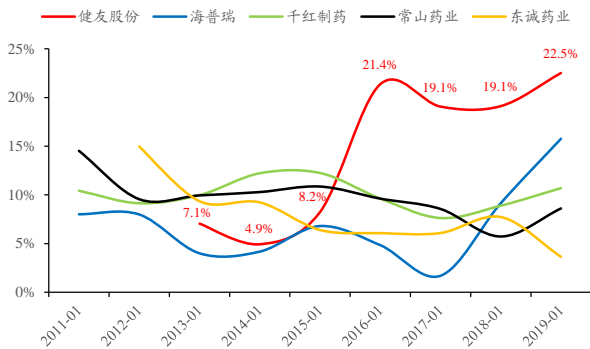
图 1：2011-2020 年肝素行业主要上市公司加权 ROE 变化 (%)	5
图 2：2014-2020 年健友股份收入构成：快速迭代的收入结构	5
图 3：国际化：肝素行业主要上市公司海外收入占比	5
图 4：前向一体化：肝素行业主要上市公司制剂收入占比	5
图 5：肝素行业主要上市公司海外业务毛利率对比	5
图 6：肝素行业主要上市公司国内业务毛利率对比	5
图 7：健友股份库存商品构成：存货结构变化，制剂占比上升	6
图 8：估算单位销售的粗品成本（万元/亿 IU）	6
图 9：肝素出口量价变动、收入和毛利率变化	6
图 10：2019 年 6 月-2020 年 6 月全球肝素制剂销售情况	8
图 11：2019 年 6 月-2020 年 6 月全球肝素制剂区域分布	8
图 12：中国 2007-2016 年 VTE 住院率明显提升	10
图 13：亚洲区域 VTE 住院率显著低于欧美发达国家	10
图 14：全球猪总供应量猪瘟前和猪瘟后 CAGR	11
图 15：全国生猪定点屠宰企业屠宰量累计同比增速	11
图 16：不同重量猪出栏占比：2021 年以来 90kg 以下占比提升	11

图 17: 龙头企业猪出栏均重: 同样明显下降	11
图 18: 母猪、仔猪及外三元生猪价格	12
图 19: 南方能繁母猪存栏量增速: 2021 年 1 月明显下降	12
图 20: 2020H1 肝素行业主要上市公司存货结构差异	12
图 21: 单位标准肝素 API 创毛利 (万元/亿单位)	12
图 22: 中国未分类低分子肝素制剂样本医院销售情况	14
图 23: 中国主要肝素制剂上市公司肝素制剂销售结构	14
图 24: 中国肝素制剂样本医院销售额 (亿元)	14
图 25: 2020 年中国主要肝素制剂销售量市占率	14
图 26: 2019 年欧洲各国依诺肝素制剂销售量 (百万支/瓶)	16
图 27: 美国有销售额的肝素制剂 2019 年销售量 (百万支/瓶)	16
图 28: 2019 年美国标准肝素制剂销售额市占率	16
图 29: 美国依诺肝素制剂销售额市占率	16
图 30: 健友股份已有+潜在 ANDA 近 5 年均价 CAGR 分布	21
图 31: 健友股份已有+潜在 ANDA 中已获批竞争者数量	21
图 32: 美国注射液市场规模 (十亿美元)	22
图 33: 美国药品短缺及注射剂占比情况	22
图 34: 美国注射液市场竞争格局: 公司头部集中	22
图 35: 美国注射液市场竞争格局: 品种结构分化	22
图 36: Hikma 和 Fresenius 美国注射剂 ANDA 获批数量	23
图 37: Hikma 注射剂收入、产品数量及单产品创收	23
表 1: 主要抗凝血制剂适应症差异: 肝素在静脉血栓和部分动脉血栓领域具有独特价值	9
表 2: 肝素粗品价格变动对 2021 年毛利率、归母净利润增速的影响	13
表 3: 中国主要肝素制剂品种一致性评价节奏	14
表 4: 健友股份中国肝素制剂空间估算: 中短期维度	16
表 5: 健友股份欧美肝素制剂空间估算: 中短期维度	17
表 6: 健友股份全球肝素制剂空间估算: 中长期维度	18
表 7: 健友股份已获批 ANDA 主要品种情况	20
表 8: 健友股份环评涉及的非 ANDA 品种主要情况	20
表 9: 健友股份南京厂区环评	24
表 10: 健友股份主要收入拆分及预测	24
表 11: 公司 2021 年归母净利润增速对肝素粗品价格和美国依诺肝素制剂市占率的敏感性测试	25
表 12: 盈利预测与财务指标	26
表附录: 三大报表预测值	27

1. 健友股份：受益于特有资源产业升级的肝素龙头

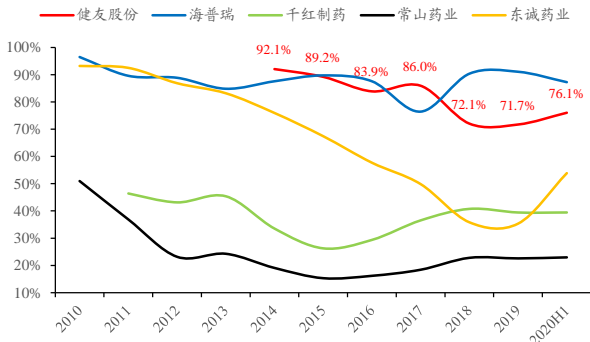
中国优势：原料药出发，开启前向一体化、制剂国际化新篇章。健友股份是国内肝素原料药-制剂上市公司中 ROE 最高，而这种优秀的财务表现分析看，主要由公司原料药储备优势、制剂业务占比快速提升导致；从可持续性的角度，我们看好公司在肝素原料方面规模优势延续以及卓越的制剂研发注册能力。市场基本认同公司肝素粗品战略收储所带来的成本优势，而这对于一体化窗口期内争夺肝素制剂市场份额尤为为重要；当下时点看公司，关注点集中在：①猪周期：走到哪里了？对公司利润表&存货有多大的影响、粗品收储的相对优势能否维持？②肝素 API 及制剂产业：2018 年猪瘟以来产业竞争格局明显变化，肝素 API 和肝素制剂还是不是好生意、能有多大的空间？③注射剂国际化：业绩、品种难追踪，公司具备怎样的能力、能有多大的空间？

图 1：2011-2020 年肝素行业主要上市公司加权 ROE 变化(%)



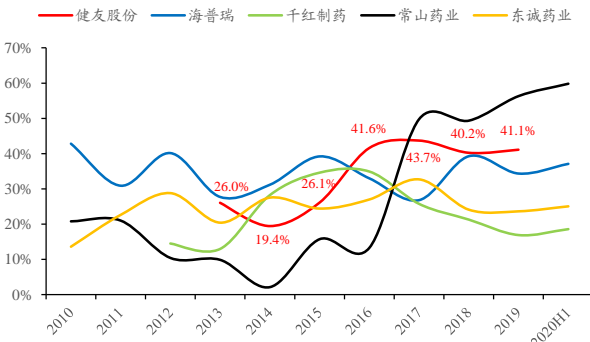
资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

图 3：国际化：肝素行业主要上市公司海外收入占比



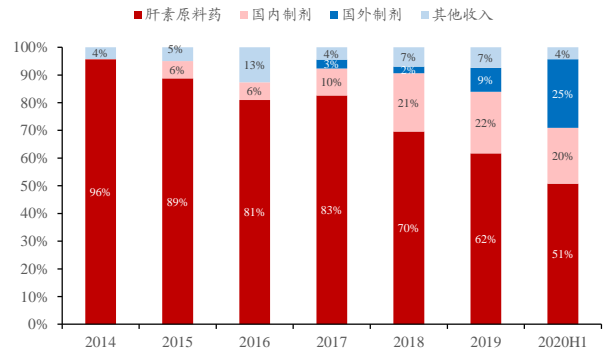
资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

图 5：肝素行业主要上市公司海外业务毛利率对比



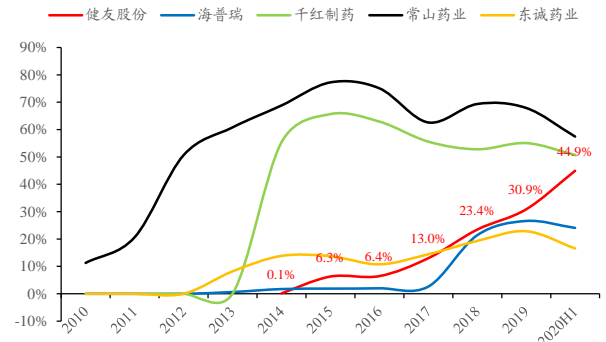
资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

图 2：2014-2020 年健友股份收入构成：快速迭代的收入结构



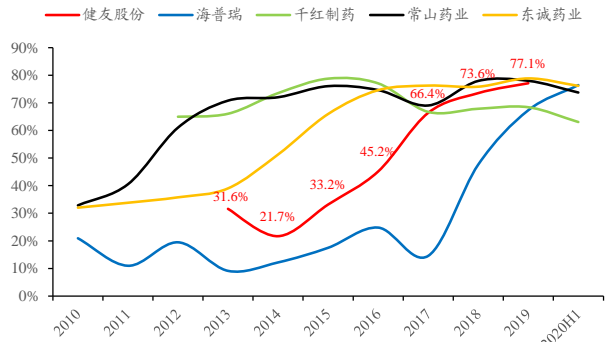
资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

图 4：前向一体化：肝素行业主要上市公司制剂收入占比



资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

图 6：肝素行业主要上市公司国内业务毛利率对比

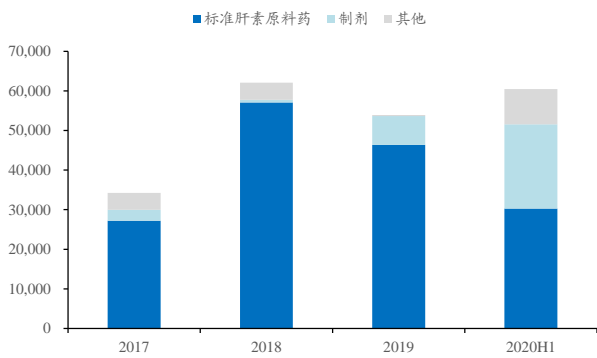


资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

预期差：公司是“猪周期”影子标的，还是真正具备成长性、稀缺性的制剂出口龙头？怎么证明？

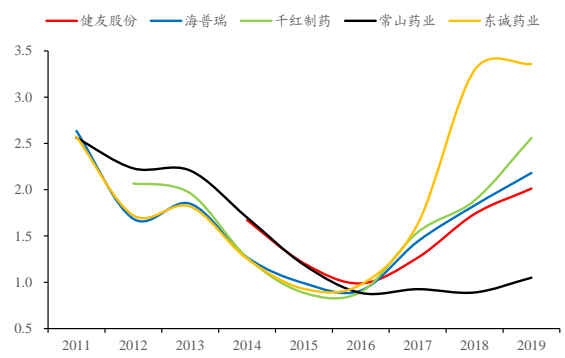
“猪周期”：猪价不会直接影响公司的利润，影响的核心是比较优势和“放大器”。我们认为，猪价反映了猪的供需，但真正影响肝素粗品价格的是猪小肠的供给和肝素制剂的需求，及粗品竞争格局。在生猪供给增速存在预期差的情况下，我们预期中国猪小肠供给维持低增长，而下游全球肝素制剂有望维持 10%+增速，紧平衡下公司相对低价的粗品储备仍具有成本优势，在公司快速发展制剂的窗口期，更低成本、较高质量、稳定供应的原料药是公司争夺全球肝素制剂市场份额的核心竞争力。

图 7：健友股份库存商品构成：存货结构变化，制剂占比上升



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

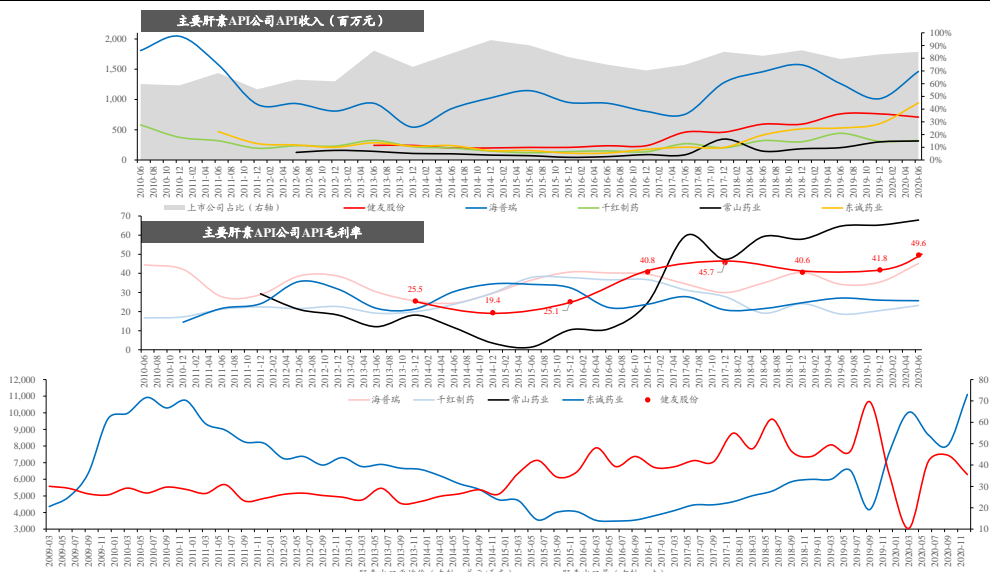
图 8：估算单位销售的粗品成本 (万元/亿 IU)



资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

成长性一：肝素 API 及其制剂，大市场、高壁垒，API 下游拓展更有优势。(1) 制剂端看，2020 年全球肝素制剂销售约 55-65 亿美元，地域上以欧美市场为主，竞争格局上以原研为主，参考美国注射剂龙头 Hikma 注射剂业务的盈利能力，美国注射剂销售毛利率可以达到 50-55%，结合国内公司成本和费用结构，净利润率可以达到 20-30%，保障盈利能力。(2) API 端看，根据海关和公司公告，我们估算国内 CR3 约 70%，从产能、客户等维度看，API 龙头的优势较稳定；API 上游即猪小肠供应格局看，供应分散、逐步集中，来源追溯等监管条件限制下优质粗品公司具有一定的议价能力，进一步放大了具有粗品储备和供应链的 API 公司竞争力。

图 9：肝素出口量价变动、收入和毛利率变化



资料来源：Wind，公司公告，FDA，浙商证券研究所

成长性二：注射剂国际化，“原料药优势大品种+竞争格局好的难品种+普通品种”产品梯队化奠定未来几年制剂板块崛起的基础。我们认为，欧美制剂国际化门槛较高、难度较大，竞争者往往有 200+ 的 ANDA 储备和较成熟的原料药供应链，市场化竞争环境下全方位考验公司的注册、渠道、研发、成本管理能力；产品梯队很重要，大产品带来的规模效应同样重要，从公司的 ANDA 获批品种、环评规划中，我们看到了公司从肝素注射剂走向其他非肝素注射剂市场的潜力和决心。根据我们的分析和估算（具体估算方法和过程见盈利预测章节），2022 年公司海外制剂业务收入占比有望达到 25-30%、总制剂收入占比有望达到 55%，国际化进入加速放量新阶段。

我们认为：成长属性 > 周期特点，注射剂国际化和一体化龙头认知差是估值重塑的关键，随着公司制剂收入占比提升、原料药占比下降，成长逻辑将越来越被市场认可。当下节点，我们关注具有战略眼光和执行力的优质原料药公司，前向一体化和制剂国际化能走多远？在下文，我们将从公司一体化突破和国际化空间两个维度，分析公司的成长空间和投资逻辑。

2. 新动能之制剂弹性：肝素原料优势助力制剂成长超预期

前向一体化突破：基于原料药优势的制剂管线梯队化，打造有竞争力的一体化拓展竞争力。相对于其他 API，肝素的特殊性源于①中国优势资源品，供给弹性容易导致粗品成本周期性波动；②生物注射剂，生产控制要求严格。全球肝素制剂以原研为主（赛诺菲、辉瑞等），在质量水平相似的前提下，成本和价格是争夺制剂市场份额的重要影响因素；肝素制剂平均原料药成本占比 90%，肝素原料药成本中粗品成本占比平均为 90-95%，公司收入结构快速调整期，肝素粗品价格及库存对前向一体化窗口期很重要。

相比于同行，公司粗品库存占比高、成本较低，市场普遍认同肝素粗品战略收储打造的原料优势，我们认为这也奠定了业务前向一体化拓展比较优势，公司收储成本越低、一体化战略推进中成本优势越强；但猪周期变化下又难以量化生猪供应、粗品价格和公司业绩之间的联动关系，又经常把“猪价”和“肝素粗品价格”简单相关。以下将从几个维度解决市场关注的焦点：①中期价格：猪周期变动下，粗品价格变动趋势如何？②减值风险：粗品存货占比高，是否存在减值风险？③长期空间：肝素制剂，有怎样的竞争环境和市场空间？

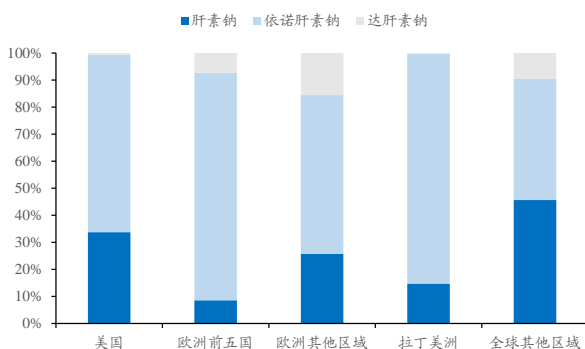
2.1. 肝素粗品：供需紧平衡，利润影响逐步降低

我们认为，粗品价格由猪小肠供给和肝素制剂需求共同决定，与猪价相关但非简单等同；肝素原料药是具有中国具有全球优势的特色原料药之一，分析中短期维度的肝素粗品价格及其对公司的影响，需要回归肝素制剂的全球需求（增长空间在哪？能维持多高的增速？），及中国生猪供应变化（猪周期走到哪里了？）。

2.1.1. 需求端：预期肝素制剂需求增速 10%以上

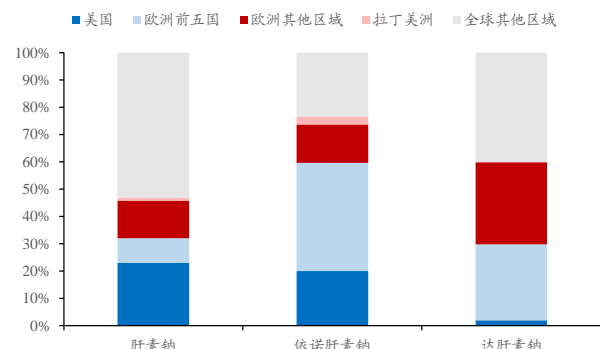
现状：欧美主导肝素制剂需求，2020 年全球总销售额约 55-65 亿美元。根据 Newport 数据，2020 年欧美市场约占据全球 50%标准肝素注射剂和 70%以上依诺肝素制剂市场，其中欧洲总肝素制剂市场规模（约 25-30 亿美元）明显大于美国（约 8-10 亿美元）；从增长趋势看，欧美市场增速较低，非欧美市场（约 20 亿美元空间）贡献主要增量。

图 10：2019 年 6 月-2020 年 6 月全球肝素制剂销售情况



资料来源：Newport，浙商证券研究所

图 11：2019 年 6 月-2020 年 6 月全球肝素制剂区域分布



资料来源：Newport，浙商证券研究所

未来：肝素制剂增量空间来自于非欧美地区适应症发病率和治疗率增加，中期维度看好非欧美地区翻倍市场空间。我们分析了主要抗凝血、抗血小板和直接凝血酶抑制剂药品的适应症和临床指南，虽然新型口服抗凝血制剂（NOACs）在部分领域如深静脉血栓（DVT）等使用更加广泛，比伐卢定在急性冠脉综合征（ACS）手术等领域发挥作用，整体上看肝素制剂在静脉血栓（VTE）、ACS、透析等领域仍发挥着难以替代的作用。我们

又对比分析了欧美地区和非欧美地区几个主流适应症流行病学研究和肝素制剂市场规模，以下将以中国为例分析依诺肝素制剂市场增长的空间和趋势。

表 1：主要抗凝血制剂适应症差异：肝素在静脉血栓和部分动脉血栓领域具有独特价值

适应症		抗凝血					抗血小板		直接凝血酶抑制剂		
		标准肝素	低分子肝素	华法林	利伐沙班	达比加群酯	替格瑞洛	氯吡格雷	阿司匹林	比伐卢定	
治疗	深静脉血栓 (DVT)	需检测	√	√	√	√					
	肺血栓 (PTE 或 PE)	√	√		√	√					
静脉血栓 (VTE)	关节置换手术	√	√		√						
	腕部骨折手术	√	√								
	骨盆髌臼骨折手术		√								
	预防	胸外科手术、严重创伤及手术等	√	√							
		恶性肿瘤相关 (中高度风险)	√	√							
		妊娠期		√							
		稳定性冠心病 (SCAD)	PCI 术中						PCI 术前 & 术后	PCI 术前 & 术后	PCI 术中
冠状动脉粥样硬化性心脏病	ST 段抬高型心肌梗死 (STEMI)	√	√				√	√	√	√	
	非 ST 段抬高型心肌梗死 (NSTEMI)	√	√				√	√	√	√	
缺血性脑卒中 (IS)	非心源性/短暂性脑缺血 (TIA)							√	√		
	伴房颤的 IS			√	√	√		√	√		
外周动脉血栓 (PAD)	下肢动脉硬化闭塞症							√	√		
心腔内血栓	房颤	瓣膜病房颤		√							
		非瓣膜病房颤 (NVAf)			√	√	√				
	心脏瓣膜病抗栓	风湿性瓣膜病抗栓			√						
		生物瓣置换术后抗栓			√				√	√	
		机械瓣置换术后抗栓	√	√	√						
		心脏瓣膜修复术后抗栓			√					√	
深静脉血栓 (DVT)	√	√									
透析	√	√	√	√							
弥散性血管内凝血			需检测	√	√	√	√				

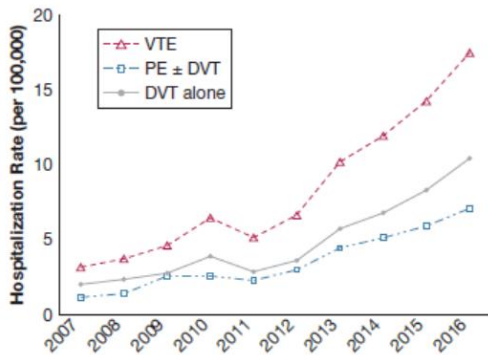
资料来源：《中国血栓性疾病防治指南》，《弥散性血管内凝血诊断与治疗中国专家共识》，药品说明书，FDA，浙商证券研究所

①VTE: 估算对应 2020 年依诺肝素制剂市场规模约 2-4 亿元，中期看 5 倍以上空间。根据发表于 *Chest* 的论文 *Trends in Hospitalization and In-Hospital Mortality From VTE, 2007 to 2016, in China*, 2007-2016 年中国 VTE 住院率增长了近 4 倍；我们计算中国 VTE 住院率约 0.02%，明显低于美国住院率（AKMC 估计约 0.25%），即使考虑到人种、生活饮食习惯等差异，中国 VTE 较低的住院率部分源于医疗水平和诊疗习惯，随着 VTE 住院率提升，我们看好依诺肝素注射液等快速增长的需求。

②ACS: 估算对应 2020 年依诺肝素制剂市场规模约 3-5 亿元, 中期看 3 倍以上空间。根据国家心血管疾病医疗质量控制中心数据, 2018 年中国 STEMI 病例约 18 万, 对应患病率约 0.01%, 估算中国 ACS 患病率约 0.05%, 远低于欧美平均 (0.15%)。考虑到中国人口结构调整、医疗水平提升等因素, 我们预期 ACS 患病率和治疗率提升将支撑肝素制剂使用。

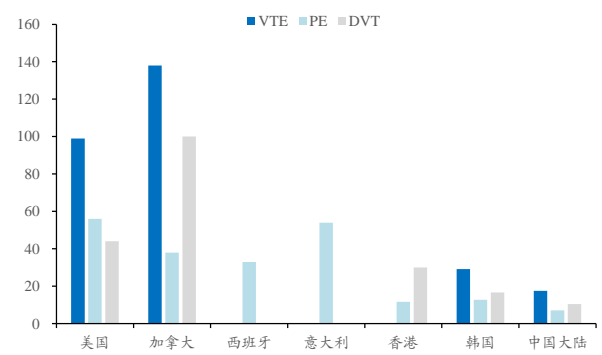
③透析: 估算对应 2020 年依诺肝素制剂市场规模约 25-30 亿元。根据 CK-NET 数据, 2017 年中国透析人数约 59 万, 对应透析率约为 0.04%, 与美国相当。中国透析人数多、肝素使用频次高, 我们估计透析是重要的肝素使用场景; 根据临床研究和指南, 低分子肝素制剂出血率更低、效果更好, 我们看好该使用场景下的肝素消费。

图 12: 中国 2007-2016 年 VTE 住院率明显提升



资料来源: Chest, 浙商证券研究所

图 13: 亚洲区域 VTE 住院率显著低于欧美发达国家



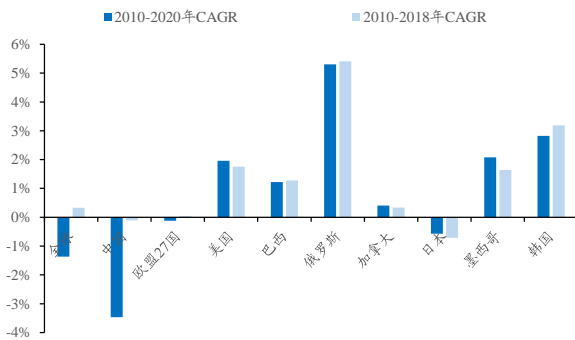
资料来源: Chest, 浙商证券研究所

总结: 我们认为, 非欧美地区贡献未来肝素制剂主要增量, 增量来自于“发病率增加 × 治疗率增加 × 仿制药渗透率增加-竞品制剂替代”, 其中发病率增加主要来自于人口结构、医疗水平变化, 从中国例子看, 治疗率提升贡献了明显增量; 全球肝素制剂以原研为主, 叠加低价仿制药替代, 我们看好全球非欧美区域肝素制剂的空间和快速增长趋势, 预期中期维度欧美肝素制剂市场平稳增长、非欧美市场翻倍以上的市场空间, 全球肝素制剂需求端预期 10-15% 平均增速。

2.1.2. 供给端：预期猪小肠供给维持低增长

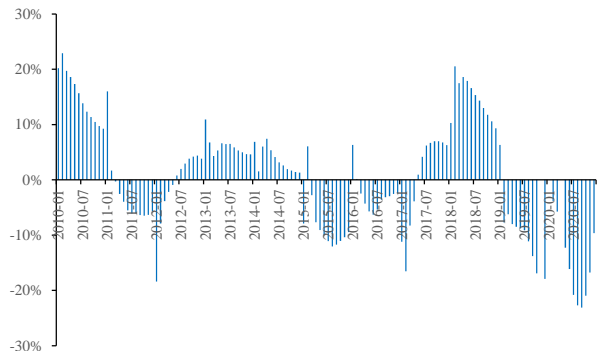
现状：全球供给缓慢增长，看猪瘟后的边际变化。根据美国农业部数据，全球近10年猪总供给 CAGR 约为-1.4%，2010-2018 年扣除非洲猪瘟影响后 CAGR 为 0.3%，基本停滞。2018 年 8 月猪瘟疫情以来，2019Q3 起猪价明显上升，涌益咨询数据显示 2020 年起能繁母猪出栏同比增速转正，商务部数据显示 2020 年 12 月单月生猪定点屠宰企业屠宰量同比增长 90%，2020 全年屠宰量累计同比下降 9.6%，相对于 2019 年降幅（-17.9%）明显收窄。但在猪价和屠宰量统计数据之外，还需要关注到近期中国生猪产业的几个边际变化。

图 14：全球猪总供应量猪瘟前和猪瘟后 CAGR



资料来源：美国农业部，Wind，浙商证券研究所

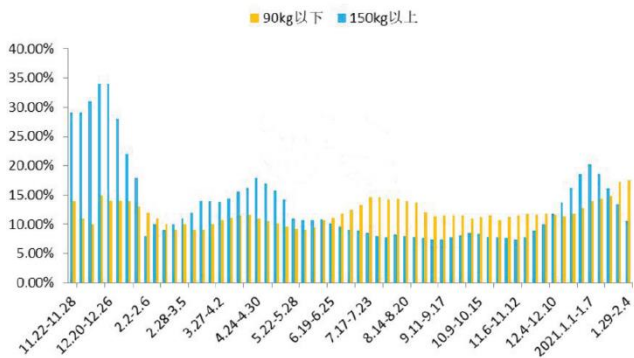
图 15：全国生猪定点屠宰企业屠宰量累计同比增速



资料来源：商务部，Wind，浙商证券研究所

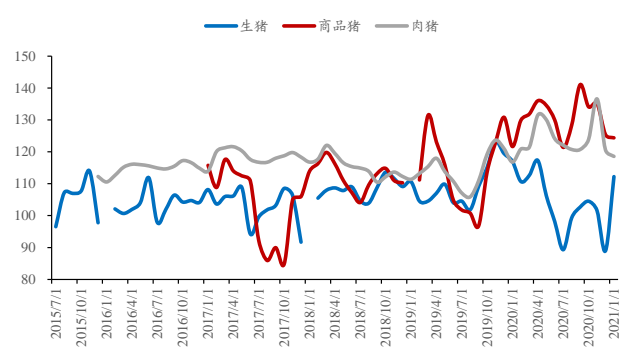
①出栏结构：90kg 以下生猪出栏占比有所提升，集中出栏导致短期猪价下降，但影响中期供给。根据涌益咨询数据，2021 年以来 90kg 以下生猪出栏占比有所上升，而正常情况下低体重生猪出栏占比较低，龙头上市猪企出栏均重同样有所下降，短期集中出栏可能导致猪价有所下降，但中期可能影响生猪供给，进而影响猪小肠价格。

图 16：不同重量猪出栏占比：2021 年以来 90kg 以下占比提升



资料来源：涌益咨询，浙商证券研究所

图 17：龙头企业猪出栏均重：同样明显下降

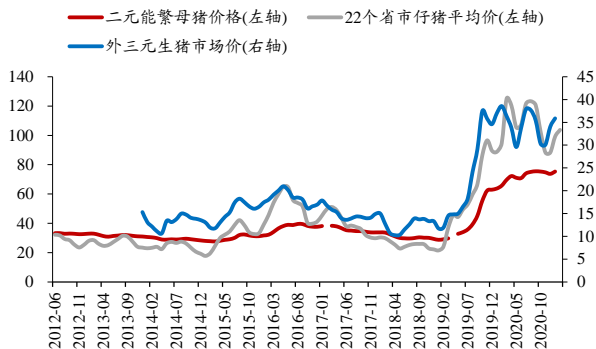


资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

②母猪结构：三元母猪占比 40%+，明显高于历史平均，影响中期生猪供应量。根据猪的繁育流程，可以将猪分为曾祖代、祖代、二元猪和三元猪，靠后品种多为杂交品种。涌益咨询估算，由于分娩率、窝均仔猪、仔猪成活率差异，单头二元能繁母猪年可提供上市正品猪 21 只，三元回交母猪仅可提供 14 只，二元和三元能繁母猪转化利润比为 4.4:1。根据新牧网、涌益咨询等农牧资讯数据，2020 年中国能繁母猪中三元母猪占比近 45%，远高于历史平均（25%左右），三元留种率提升短期贡献了能繁母猪存栏总量的增长，但可能影响中期生猪供给和质量。根据 Wind 统计数据，2020 年以来外三元生猪市场价有大幅波动，但二元能繁母猪价格仍高位震荡，从侧面反映出二元能繁母猪产能的稀缺性。根

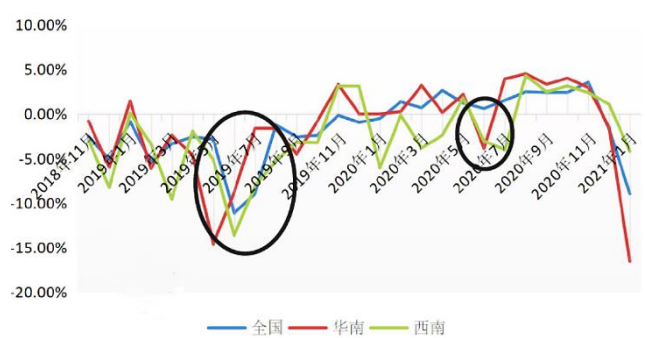
据母猪繁育和生猪出栏周期，能繁母猪产仔至肥猪出栏约需要 9-10 个月，中国能繁母猪的结构变化对中期维度下的生猪供给可能产生明显影响。

图 18：母猪、仔猪及外三元生猪价格



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：南方能繁母猪存栏量增速：2021 年 1 月明显下降



资料来源：涌益咨询，浙商证券研究所

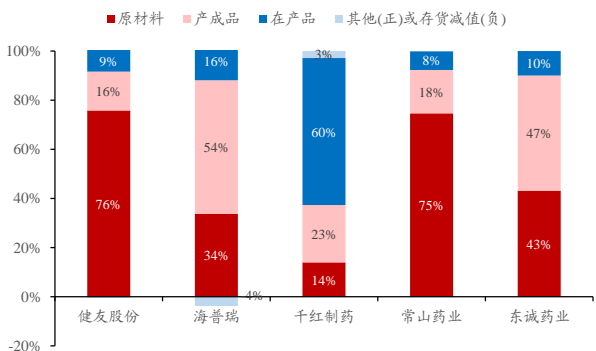
2.1.3. 结论：供需紧平衡，预期粗品价格对利润表影响较小

窗口期、紧平衡下，预期粗品库存仍是优势。正如前文所分析，中期维度下，随着主要适应症治疗率、发病率的提升，预期全球肝素制剂需求有望维持 10%+ 增速；全球猪小肠供给端波动主要来自于中国，无论从出栏结构(中短期变量)和母猪结构(中长期变量)来看，中期生猪供给增速或低于预期，而全球中国外区域生猪供给复合增速不到 1%，全球供给增速低于需求增速，我们预期中短期肝素粗品维持紧平衡状态。

紧平衡下，粗品供应商是否有可能进一步做肝素 API、进而弯道超车？我们认为很难。我们分析了肝素粗品的竞争格局，根据各肝素制剂上市公司、丰润生物、安庆新雪莲生物科技的年报，我们认为，肝素粗品竞争格局较分散。以丰润生物为例，我们估算 2019 年东诚药业、健友股份和海普瑞从丰润生物总粗品采购约 19%，而这三家国内肝素市占率约 44%，可知粗品龙头国内市占率在 8-10%。我们认为，从生产肝素粗品到生产肝素 API，需要生厂商熟悉医药 GMP 管理规范和国际注册及客户积累，而这对于非医药生产企业而言需要花费较多的时间及精力才能实现，在短期内很难弯道超车。

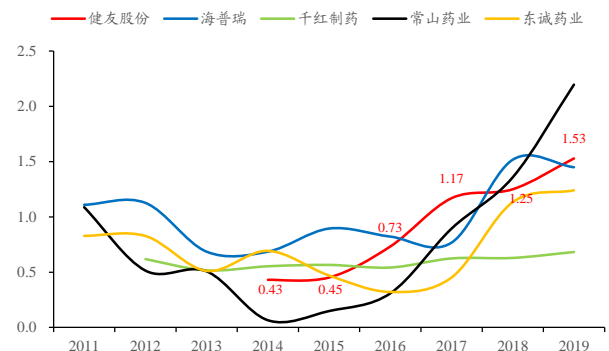
我们对比分析了主要肝素制剂上市公司的单位粗品成本(根据肝素原料药毛利率、成本构成反推)和单位毛利，以 2019 年数据为例(暂缺各公司 2020 年肝素原料药销售量数据)，常山药业单位粗品成本最低、毛利润最高，健友股份其次；根据海关总署数据，2020 年肝素原料药平均出口价上涨近 54%，我们认为，肝素粗品紧平衡状态下公司每单位肝素原料药的毛利润有望扩大，进而构成公司前向一体化竞争中的成本、利润优势。

图 20：2020H1 肝素行业主要上市公司存货结构差异



资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

图 21：单位标准肝素 API 创毛利(万元/亿单位)



资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

粗品价格变化对利润表的潜在影响：供需紧平衡下，预期存货减值风险和利润端拖累影响可控。我们建议辩证看待肝素粗品价格波动对公司利润表的影响：粗品价格过低，可能导致存货减值风险，但创造了制剂端的利润空间；粗品价格过高，虽暂无需考虑存货减值风险，但需要考虑制剂端和原料药端的毛利率侵蚀情况。我们推测存货中“原材料”部分主要由粗品构成，但公司未披露粗品库存数量，我们通过已披露的肝素精品原料药单位成本反推粗品成本，估算 2019 年标准肝素原料药价格约为 3.3 万元/亿 IU；根据健康网 2019 年 1-9 月数据，标准肝素原料药价格约为粗品价格的 1.5-1.8 倍。结合两方面信息，我们推测 2019 年公司库存中粗品价格在 2-3 万元/亿 IU。2020 年以来肝素原料药出口均价明显上涨，存货成本滚动平均计量下我们预期公司 2020-2021 年存货中粗品成本有所上升，但减值风险相对较低。

我们通过财务模型联结了粗品价格、肝素原料药和制剂毛利率之间的变动关系，并做了敏感性分析，我们认为在紧平衡供需格局和存货成本滚动平均计量的前提下，公司存货成本和主营业务成本变动幅度不会太大，近 3 年也是健友股份前向一体化战略、制剂国际化战略推进的关键年度，收入结构变化也有望部分平滑粗品价格波动对公司利润端的影响。

表 2：肝素粗品价格变动对 2021 年毛利率、归母净利润增速的影响

估算肝素粗品价格变动幅度	估算综合毛利率	估算肝素制剂毛利率	估算归母净利润增速
-20%	59.7%	77.3%	38.4%
-10%	57.5%	74.9%	36.3%
0%	55.6%	72.6%	34.2%
10%	53.9%	70.3%	32.2%
20%	52.3%	67.9%	30.1%

资料来源：浙商证券研究所

注：此处估算假设收入端价格不变，实际情况中可能存在涨价的情况。

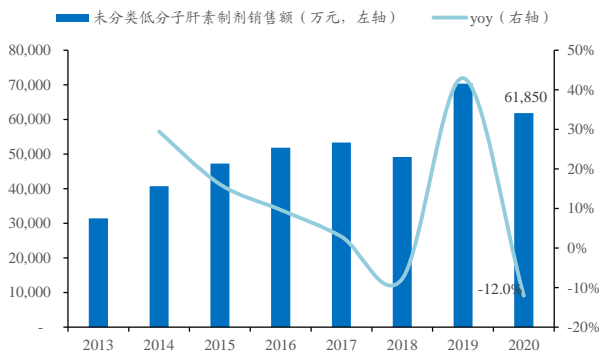
2.2. 前向一体化：天花板打开，6年看5倍增长

依托肝素粗品的成本优势，能把一体化战略推动多远？我们从国内和国外两个维度，看公司肝素制剂拓展的空间和弹性。

2.2.1. 国内肝素制剂：一致性评价加速下打开升级&替代空间

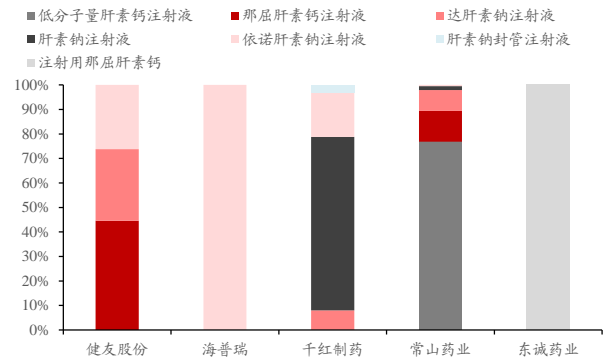
边际变化①：未分类肝素制剂的升级空间。由于各种历史原因，中国未分类肝素制剂销售额占总肝素制剂销售额的30-35%，考虑到一致性评价政策、临床疗效等因素，我们预期未分类肝素制剂增速或持续放缓甚至萎缩，约17亿元规模的未分类肝素制剂市场有望逐步转移到依诺肝素等低分子肝素。

图 22：中国未分类低分子肝素制剂样本医院销售情况



资料来源：Wind 医药库，浙商证券研究所

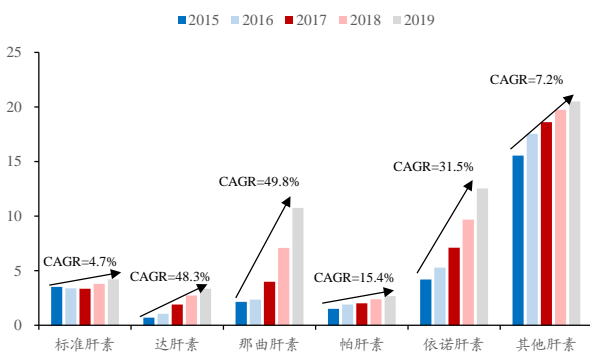
图 23：中国主要肝素制剂上市公司肝素制剂销售结构



资料来源：Wind 医药库，浙商证券研究所

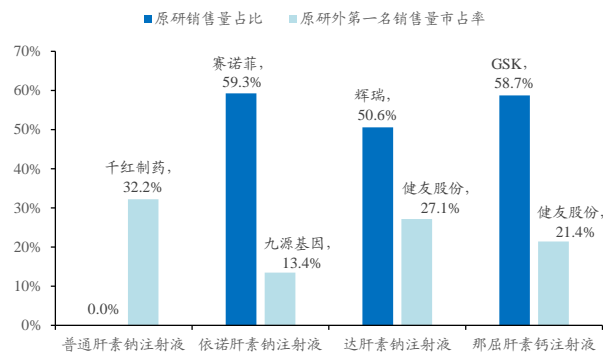
边际变化②：集采推动的原研替代空间。根据 wind 医药库样本医院销售数据，原研药是已分类低分子肝素制剂市场的主体。我们分析了主要肝素制剂一致性评价的节奏，其中依诺肝素钠注射液有望率先参与集采，健友股份是国内肝素制剂公司中一致性评价提交较早、品种较齐全的公司，我们也将持续关注肝素注射剂一致性评价的进度及健友股份的审评进展。

图 24：中国肝素制剂样本医院销售额（亿元）



资料来源：Wind 医药库，浙商证券研究所
注：样本医院销售额已初步放大。

图 25：2020 年中国主要肝素制剂销售量市占率



资料来源：Wind 医药库，浙商证券研究所

表 3：中国主要肝素制剂品种一致性评价节奏

品种	申请人	NMPA 状态开始日期	注册类型	审评状态
肝素钠注射液	青岛冠龙生物	2019/6/3	补充申请	
	诺和诺德	2019/10/29	进口	批准进口
	常山生化	2020/11/17	补充申请	
依诺肝素钠注射液	健友生化	2019/1/17	补充申请	

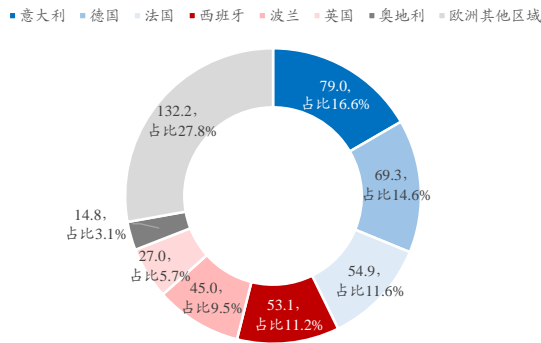
	红日药业	2019/3/25	仿制, 4	
	山东新时代	2019/8/6	仿制, 4	
	千红生化	2019/9/26	补充申请	
	东营天红	2019/11/28	补充申请	
	双鹭药业	2020/3/13	补充申请	
	Laboratorios Farmaceuticos	2020/6/20	进口, 5.2	
	天道	2020/10/26	补充申请	通过一致性评价
	赛诺菲	2020/11/5	补充申请	批准补充
	常山生化	2021/1/19	补充申请	
注射用依诺肝素钠	苏州二叶	2019/12/18	补充申请	
	赛保尔生物	2018/8/17	补充申请	
	红日药业	2019/6/13	仿制, 4	
	健友生化	2019/8/29	补充申请	
那屈肝素钙注射液	Aspen	2020/3/10	补充申请	批准补充
	天津生化	2020/4/10	补充申请	
	常山生化	2020/5/8	补充申请	
	千红生化	2020/11/19	补充申请	
	兆科生化	2020/11/20	补充申请	
注射用那屈肝素钙	东诚制药	2018/6/8	补充申请	
	健友生化	2018/8/17	补充申请	
达肝素钠注射液	辉瑞	2019/9/11	补充申请	备案结论: 无异议
	常山生化	2019/12/30	补充申请	
	千红生化	2020/6/28	补充申请	

资料来源: CDE, NMPA, Wind 医药库, 浙商证券研究所

2.2.2. 海外肝素制剂: 加速进入业绩兑现期

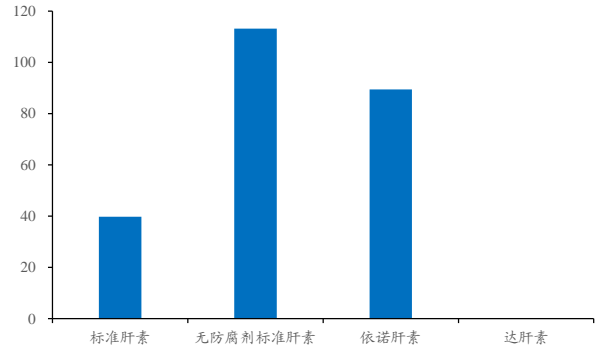
空间: 渠道+成本优势撬动竞争格局变化。我们认为, 欧洲和美国肝素制剂市场竞争要素略有差异: ①美国市场: 标准肝素制剂占比更高、仿制药占比更高, 统一市场+GPO 制度+ANDA 制度下国际化、综合性仿制药公司有规模和渠道优势, 短缺注射剂品种盈利能力较好; ②欧洲市场: 依诺肝素注射液占比更高、原研药占比更高, 市场分散且准入规则复杂, 部分市场价格竞争激烈。我们认为, 公司欧美市场增量本质来自于竞争格局, 竞争格局突破依赖①销售渠道建设、②国际化运营&立项队伍、③原料药成本优势支撑的价格竞争力, 2019 年 8 月公司收购美国 Meitheal 有望整合 Meitheal 的 GPO、渠道端优势, 我们关注美国制剂业务的放量突破。

图 26：2019 年欧洲各国依诺肝素制剂销售量（百万支/瓶）



资料来源：Frost Sullivan，公司公告，浙商证券研究所

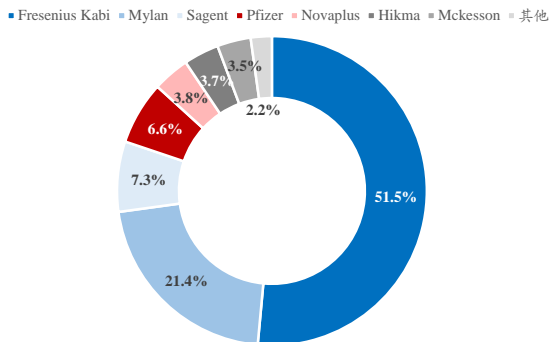
图 27：美国有销售额的肝素制剂 2019 年销售量（百万支/瓶）



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

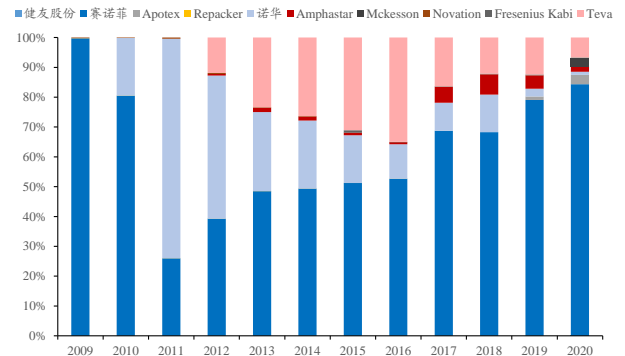
注：彭博统计销售额已初步放大。

图 28：2019 年美国标准肝素制剂销售额市占率



资料来源：Pharmadigger，公司公告，浙商证券研究所

图 29：美国依诺肝素制剂销售额市占率



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

2.2.3. 全球肝素制剂空间测算：6 年看 5 倍空间

中国肝素制剂空间测算，主要基于以下假设：

- 价格：保守假设 2021 年或 2022 年上半年依诺肝素钠注射液集采、2022 年或 2023 年上半年达肝素钠注射液和那曲肝素钠注射液集采，假设公司集采中标价降幅 70%。
- 量：公司增量空间主要来自于未分类肝素制剂市场转移和原研市占率下降，假设原研销售额市占率每年下降 5%且其中 50%下降空间转移至健友股份。

这样估算下，我们预期 2022 年起公司国内肝素制剂增速明显放缓，集采下制剂市场空间萎缩，公司国内制剂存量业务消化降价压力；但利润端看，我们预期影响小于收入端。需要注意的是，集采节奏可能与我们的假设不同，假如公司低分子肝素注射液在不同时间段分别集采，公司利润和收入端的影响将逐步平滑。

表 4：健友股份中国肝素制剂空间估算：中短期维度

	依诺肝素钠注射液	达肝素钠注射液	那屈肝素钙注射液	未分类肝素制剂	求和
2020 年销售量 (万单位, 样本医院)	1,331	525	763	2,013	
估算 2020 年全国销售量 (万单位)	3,727	1,471	2,136	5,635	12,969
2020 年平均中标价 (元/单位)	42.8	34.9	52.8	30.7	
2020 年销售额 (亿元)	16.0	5.1	11.3	17.3	49.7
2017-2020 年销售额 CAGR	17.3%	22.2%	21.3%	5.1%	

假设集采时间	2021 年	2022 年	2022 年		
估算集采后销售额					
(亿元, 不考虑未分类肝素转移需求)					
2021E	18.7	6.3	13.7		
2022E	6.7	7.7	16.6		
考虑未分级肝素转移需求(亿元)					
2021E	18.7	6.3	13.7	18.2	56.9
2022E	8.2	8.8	17.7	14.6	49.2
原研销售额市占率					
2020	65.6%	47.9%	56.8%		
2021E	60.6%	42.9%	51.8%		
2022E	55.6%	37.9%	46.8%		
假设健友股份销售额市占率					
2020	15.0%	29.0%	21.1%		
2021E	17.5%	31.5%	23.6%		
2022E	20.0%	34.0%	26.1%		
估算健友股份肝素制剂收入(亿元)					
2020E	2.4	1.5	2.4	6.3	
2021E	3.3	2.0	3.2	8.5	
2022E	1.6	3.0	4.6	9.2	

资料来源: 公司公告, Wind 医药库, 浙商证券研究所

欧美肝素制剂空间测算, 主要基于以下假设:

- 欧美肝素制剂市场空间: 假设 2020 年疫情影响下整体市场空间下降, 2021 年有所恢复, 此后平稳低速增长。
- 价格: 我们认为, 肝素粗品紧平衡下, 制剂市场可能同时存在涨价(2020 年平均出口肝素原料药涨价 50%+, 制剂有成本压力)和降价(新进入者争夺市场份额)压力, 我们分析时假设价格不变。

在这样的假设和分析下, 我们认为, 3 年维度下公司欧美肝素制剂业务有望实现 20-25 亿收入空间, 实现注射剂国际化的快速飞跃。

表 5: 健友股份欧美肝素制剂空间估算: 中短期维度

	美国		欧洲		欧美之和	
	标准肝素注射液	依诺肝素钠注射液	求和	yoy		依诺肝素钠注射液
2019 年总肝素制剂销售量						
亿 IU	22,000	4,916			24,260	
万单位(支/瓶)	15,500	8,835			49,488	
假设制剂销售量(亿 IU)						
2020E	19,800	4,670			47,014	-5%
2021E	17,820	4,810			48,424	3%
2022E	17,820	4,810			48,424	0%
健友股份销售量占比						
2019 年	1%	0%				

2020E	4%	4%		0.3%		
2021E	7%	7%		1.7%		
2022E	10%	11%		3.1%		
换算成健友销售制剂数量 (万支/瓶)						
2020E	792	363	1,155		150	
2021E	1,663	802	2,465		800	
2022E	2,376	1,176	3,552		1,500	
健友股份销售单价 (美元/千IU)						
2020E	0.3	0.8			0.7	
2021E	0.3	0.8		0%	0.7	0%
2022E	0.3	0.8		0%	0.7	0%
估算健友股份制剂销售额 (亿元)						
2020E	1.4	0.9	2.3		0.7	2.9
2021E	2.1	1.8	3.8	69.1%	3.4	410.1%
2022E	3.0	2.8	5.8	51.7%	6.5	90.3%

资料来源：公司公告，Wind 医药库，Bloomberg，Newport，浙商证券研究所

中长期维度看大品种的空间。综合考虑公司在美国销售渠道端的建设、肝素粗品的成本优势及注射剂稳定合规生产能力，我们假设中公司在 2026 年实现美国 30% 市占率、欧洲 10% 市占率、中国 25% 以上市占率和全球其他区域 20% 市占率，对应 50-55 亿收入空间；我们估算公司 2020 年约实现 5-15 亿收入，对应 6 年制剂端复合增速 30-35%。

表 6：健友股份全球肝素制剂空间估算：中长期维度

	标准肝素 注射液	依诺肝素钠 注射液	达肝素钠 注射液	那屈肝素钙 注射液
2026 年市场规模估算 (亿元)				
美国	23	40	1	-
欧洲	7	122	10	17
中国	3	12	5	9
全球其他区域	5	24	5	1
求和	38	198	21	27
假设健友股份市占率				
美国	30%	30%	30%	30%
欧洲	10%	10%	10%	10%
中国	25%	35%	40%	40%
全球其他区域	20%	20%	20%	20%
估算健友股份收入空间 (亿元)				
美国	7	12	0	-
欧洲	1	12	1	2
中国	1	4	2	4
全球其他区域	1	5	1	0
求和	9	33	4	6

估算公司 2020 年收入体量 (亿元)				
美国	1	1		
欧洲		1		
中国		2	1	2
全球其他区域		1		
求和	1	5	1	2

资料来源：公司公告，Wind 医药库，Bloomberg，Newport，浙商证券研究所

3. 新动能之国际拓展：长赛道、高利润孕育的想象空间

市场化、国际化竞争新时代：从肝素注射剂，走向更大的注射剂市场。截至2021年2月中旬，公司已有20个ANDA获批，制剂国际化节奏明显加速。我们认为，在市场化、全球化竞争的仿制药环境中，效率和梯队很重要：①效率体现在供应链管理、原料药成本优势积累、销售渠道管理等方面，核心是“便宜卖好货”，“便宜”不一定来自于自产原料药，产品梯队形成后供应链管理更重要；②梯队体现在仿制药管线的数量和竞争格局。我们估算，2020年公司收入结构中原料药收入占比过半、海外制剂收入占比约1/4；展望未来5年，我们预期国际制剂品种梯队初步形成、市场影响力逐步扩大，步入新阶段。

3.1. 中短期：梯队渐成，存量利润空间3-6.5亿

现状及进展：从ANDA和环评看公司国际化推进的效率和节奏。我们分析了公司已获批ANDA品种，及2019年、2020年公示的环评书涉及品种，已获批品种中不乏硼替佐米、苯达莫司汀等市场空间大、竞争格局好的品种；对比公司募投产能中已列示的制剂品种和已获批品种竞争格局，我们发现潜在大空间、好格局品种数量更多，体现出明显的梯队化、高端化趋势。

表 7：健友股份已获批ANDA主要品种情况

品种名称	领域	获批日期	持有ANDA的 主体数量	销售额 (2020年, 百万美元)	原研销售额 占比	第一大厂商 市占率	2020Q4 健友市占率
苯磺酸阿曲库铵	肌松剂	2012/2/17	4	暂无统计数据			
卡铂	抗肿瘤	2013/6/3	13	0.5	0%	59.7%	3.8%
阿糖胞苷	抗肿瘤	2017/11/9	7	0.02	0%	89.1%	3.2%
博莱霉素	抗肿瘤	2018/4/20	6	0.07	0%	28.7%	32.5%
去氧肾上腺素	心脏刺激药	2018/4/27	12	0.02	73.1%	73.1%	0.0%
肝素钠注射剂	抗凝血	2018/12/14	13	22.7	0%	20.1%	8.9%
托泊替康	抗肿瘤	2019/1/10	12	0.09	0%	47.6%	0.0%
苯磺顺阿曲库铵	肌松剂	2019/4/25	10	暂无统计数据			
左亚叶酸钙	解毒剂	2019/8/16	7	暂无统计数据			
依诺肝素钠	抗凝血	2019/11/29	7	1014.4	82.3%	82.3%	0.2%
度骨化醇	抗甲状旁腺药	2020/2/7	10	0.004	100%	100%	
米力农	强心剂	2020/3/24	9	0.1	0%	88.0%	0.1%
白消安	抗肿瘤	2020/10/23	12	暂无统计数据(仅口服 片剂有数据)			
氟达拉滨	抗肿瘤	2020/10/23	10	暂无统计数据			
阿扎胞苷	抗肿瘤	2020/11/2	10	5.1	1.6%	36.1%	0.0%
放线菌素	抗肿瘤	2020/11/13	5	0.05	38.2%	55.3%	0.0%
吉西他滨	抗肿瘤	2020/12/11	14	0.6	0%	36.3%	4.7%
吗替麦考酚酯	免疫抑制剂	2021/1/15	6	暂无统计数据			
硼替佐米	抗肿瘤	2020/3/20 (TA)	3	29.0	88.5%	88.5%	0.0%
苯达莫司汀	抗肿瘤	2020/4/20 (TA)	2	9.1	98.9%	98.9%	0.0%

资料来源：公司公告，FDA，Bloomberg，浙商证券研究所

表 8：健友股份环评涉及的非ANDA品种主要情况

品种名称	领域	持有ANDA的	销售额	原研销售额占比	第一大厂商市
------	----	---------	-----	---------	--------

		主体数量	(2020年, 百万美元)		场占比
利拉鲁肽	糖尿病	1	5,971.3	100%	100%
格拉替雷	多发性硬化症	3	3,165.0	63.9%	63.9%
拉科酰胺	抗癫痫	1	1,932.6	100%	100%
磺达肝癸钠	抗血栓	5	86.3	34.5%	48.4%
醋酸加尼瑞克	抗促性腺素释放	2	79.0	55.8%	55.8%
氟哌啶醇	安定药	8	36.4	27.8%	27.8%
万古霉素	抗菌药	12	30.1	0.0%	61.9%
伏立康唑	抗真菌	7	17.1	4.2%	37.9%
米卡芬净	抗真菌	3	5.5	83.2%	83.2%
替加环素	抗菌药	8	2.6	21.7%	54.8%
唑来膦酸	骨病治疗	19	2.2	0.2%	52.4%
盐酸帕洛诺司琼	止吐药	14	1.3	0.2%	18.3%
呋塞米	利尿剂	9	0.9	0.0%	36.9%
氟尿嘧啶	抗肿瘤	5	0.5	0.0%	69.0%
瑞加德松	诊断用药	1	0.5	100%	100%
丙泊酚	全身麻醉	7	0.1	0.1%	36.7%
罗哌卡因	局部麻醉	9	0.039	9.4%	82.6%
新斯的明	重症肌无力诊断	11	0.01	4.1%	71.0%
罗库溴铵	肌松剂	10	0.009	0.0%	80.9%
异舒泛蓝	诊断用药	2	0.001	0%	100%
舒更葡糖钠	解毒剂	1	暂无统计数据	100%	100%
依替巴肽	抗血栓	1	暂无统计数据	100%	100%

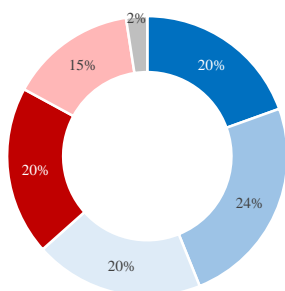
资料来源: 公司公告, 健友股份高效智能化高端药品制剂生产线建设项目环评书, FDA, Bloomberg, 浙商证券研究所

空间及方向: 已有品种潜在利润空间约 3-6.5 亿, 产品梯队构筑竞争力。

①收入空间: 根据 Bloomberg 统计, 公司已获批+潜在品种+未获批但有销售品种(Sagent 名下)在 2020 年销售额之和为 120-130 亿美元, 考虑到 Bloomberg 数据统计口径, 我们认为总空间约在 25-40 亿美元, 即 165-260 亿元; 假设公司能实现 10%市占率, 对应 16-26 收入空间。②利润空间: 参考美国注射剂出口龙头 Hikma 注射液业务的毛利率水平和公司三费结构, 我们估算美国注射剂净利润率在 20-25%, 对应 3-6.5 亿利润。③方向: 我们看好公司美国注射剂业务的产品梯队, 原料药优势大品种+竞争格局好的难品种+普通品种有助于快速打造规模经济优势、强化渠道端能力, 增强国际注射剂市场影响力。

图 30: 健友股份已有+潜在 ANDA 近 5 年均价 CAGR 分布

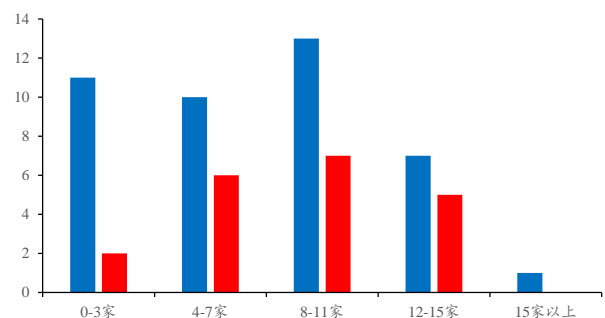
■ 降价15%以上 ■ 降价5%-15% ■ 降价0-5% ■ 涨价0-5% ■ 涨价5%-15% ■ 涨价15%以上



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图 31: 健友股份已有+潜在 ANDA 中已获批竞争者数量

■ 已有+未来 ANDA 品种中, 已获批 ANDA 的公司数量 ■ 其中已获批个数

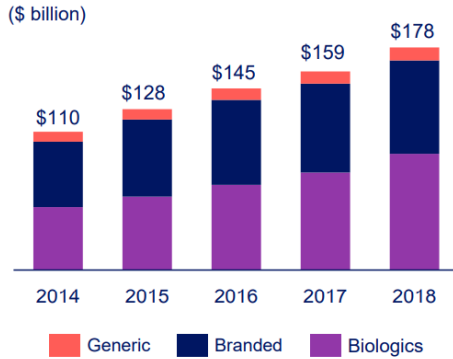


资料来源: Bloomberg, FDA, 浙商证券研究所

3.2. 中长期：公司离美国注射剂龙头有多远？

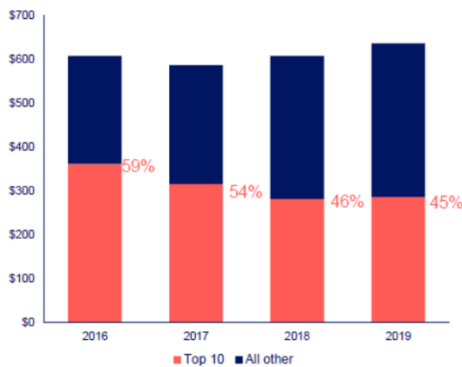
美国注射剂市场：150+亿美元仿制药市场，合规产能具有稀缺性。根据 IQVIA 和 Hikma 年报统计数据，美国注射剂仿制药市场约 150-200 亿美元市场空间，头部公司市占率相对集中，近 30%品种竞争格局由 2 家以下的有效竞争者组成，我们认为这源于注射剂强监管成本、原料药供应&生产问题等，稳定、合规产能具有稀缺性。

图 32：美国注射液市场规模（十亿美元）



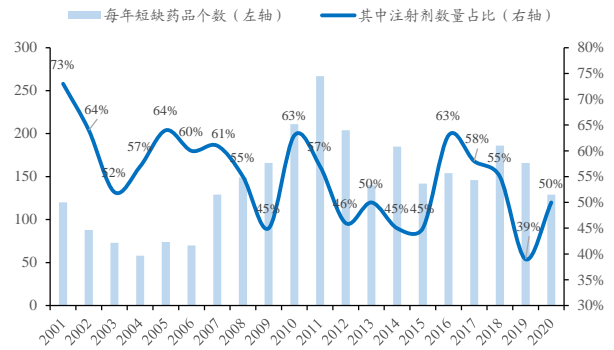
资料来源：IQVIA，浙商证券研究所

图 34：美国注射液市场竞争格局：公司头部集中



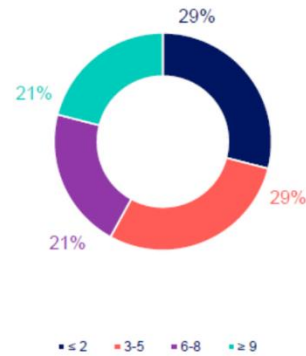
资料来源：Hikma，浙商证券研究所

图 33：美国药品短缺及注射剂占比情况



资料来源：ASHP，浙商证券研究所

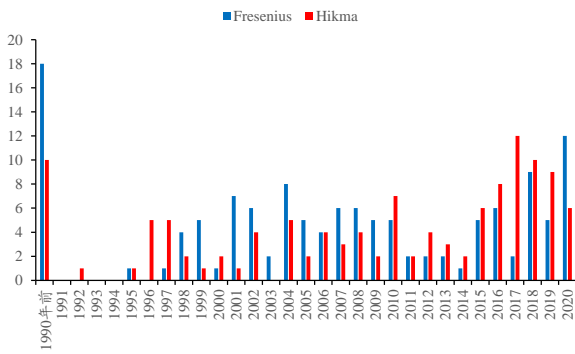
图 35：美国注射液市场竞争格局：品种结构分化



资料来源：Hikma，浙商证券研究所

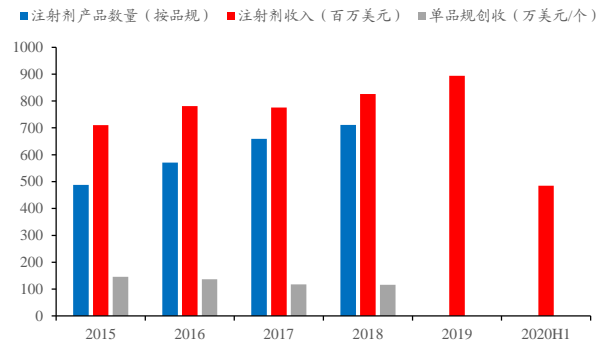
公司离美国注射剂龙头有多远？①产品梯队：以美国注射剂龙头 Hikma 和 Fresenius 近 30 年来的 ANDA 获批情况为例，截至 2020 年，Hikma 和 Fresenius 分别有 121 个和 130 个 ANDA（按分子名记，剔除品规），考虑品规的话，Hikma 和 Fresenius 分别有 246 个和 271 个 ANDA，这反映出公司无论在品种数量上还是在品规剂型改良上和龙头的差距，我们认为产品注册和研发能力建设是一个过程，从公司对 Meitheal 的整合、与 Sagent 的合作等充分体现出公司在制剂国际化领域的重视和投入，我们看好 3 年内公司产品梯队的突破。**②供应链管理：**以 Hikma 为例，我们发现公司 2015-2018 年单注射剂品种创收平均值约为 130 万美元且波动下降，小空间品种+多远产品梯队更强调合理、高效的供应链管理，我们关注公司在制剂国际化产能布局、原料药合作领域的最新进展。

图 36: Hikma 和 Fresenius 美国注射剂 ANDA 获批数量



资料来源: FDA, 浙商证券研究所
注: 此处按不同分子计算 ANDA 个数, 已剔除不同品规的个数

图 37: Hikma 注射剂收入、产品数量及单产品创收



资料来源: Hikma 年报, 浙商证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 收入拆分与盈利预测

综合上文分析，我们基于如下假设对公司 2020-2022 年营收进行拆分和预测：

- 肝素原料药收入：我们根据公司产能、产能利用率、产销率等估算收入空间，根据历史毛利率和成本结构估算单位粗品成本，并结合我们对肝素粗品供需结构的理解假设粗品价格变动趋势，分析肝素原料药毛利率变动影响。

表 9：健友股份南京厂区环评

产品	项目名称	产能
标准肝素原料药	粗品肝素钠	10.2t/a
	精品肝素钠	8.2t/a
低分子肝素原料药	依诺肝素钠 (Kg)	1100kg/a
	达肝素钠(kg)	1100kg/a
	那曲肝素钙 (kg)	1100kg/a
标准肝素钠制剂	精品肝素钠制剂	5000 万支/a
	依诺肝素钠制剂	10000 万支/a
低分子肝素制剂	1ml 标准肝素钠西林瓶	1800 万支/a
	10ml 标准肝素钠西林瓶	700 万支/a
	0.4ml 那曲肝素钙西林瓶	500 万支/a
	0.4ml 依诺肝素钠注射剂	12000 万支/a

资料来源：健友股份高效智能化高端药品制剂生产线建设项目环评书，浙商证券研究所

- 肝素制剂收入：2020-2022 年收入测算如上文第二章所分析，根据集采节奏、市占率空间等推算国内肝素制剂的增速和空间，根据欧美市场竞争格局、市场规模等推算欧美肝素制剂的空间。
- 非肝素制剂收入：我们结合已有 ANDA 和潜在品种的竞争格局估算长期空间，通过收入占比估算短期收入空间。

收入端总结：我们预期 2021-2022 年肝素 API 收入增速有所放缓；集采前，预期国内肝素制剂收入保持 20-30% 的收入增速，集采后考虑价格和市场份的变化，预期增速有所放缓；预期海外制剂收入维持高增速，在收入结构中占比逐步提升。

毛利率及净利润率估算：①国内非集采制剂毛利率：参考 Hikma 美国注射剂业务毛利率，我们假设公司美国注射剂毛利率约在 40-50%，同时已知 2019 年公司制剂业务毛利率，我们根据国内外制剂收入占比拆分国内非集采制剂毛利率，综合分析后，我们估算国内非集采制剂毛利率在 80-85%，税后净利润率在 15-20%。②国内集采制剂毛利率：假设集采中标降价 70%、销售费用率 5%，我们估算毛利率在 35-40%，税后净利润率 20-25%。③美国制剂净利润率：假设毛利率 50%，我们估算税后净利润率在 20-22%。

表 10：健友股份主要收入拆分及预测

收入单位均为万元	2019	2020E	2021E	2022E
标准肝素原料药收入	152,387	183,667	211,217	220,400
yoy	28.7%	20.5%	15.0%	4.3%
总收入占比	61.7%	59.3%	49.8%	42.4%
毛利率	41.8%	41.2%	41.2%	41.2%

制剂收入	76,191	104,173	185,567	268,169
yoy	91.2%	36.7%	78.1%	44.5%
总收入占比	30.9%	33.7%	43.7%	51.6%
毛利率	72.5%	73.0%	70.3%	68.2%
其中：标准肝素制剂	2,049	13,662	20,582	29,849
yoy		567%	51%	45%
总收入占比	0.83%	4.41%	4.85%	5.74%
毛利率		37.2%	25.6%	26.7%
其中：低分子肝素制剂	70,131	85,303	150,139	206,140
yoy	96.2%	21.6%	76.0%	37.3%
总收入占比	28.4%	27.6%	35.4%	39.7%
毛利率		80.1%	78.4%	77.1%
其中：其他制剂	4,011	5,209	14,845	32,180
yoy	-2%	30%	185%	117%
毛利率	5%	5%	8%	12%
收入占比		50%	50%	50%

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

考虑到公司正处于肝素原料药收入占比下降、制剂国际化快速推进的窗口期，肝素粗品价格对原料药和制剂业务利润端均有明显影响，我们补充了肝素粗品价格变动幅度和美国依诺肝素制剂市占率对利润端影响的敏感性分析。敏感性分析结果表明，乐观和悲观情景下 2021 年归母净利润同比增速约在 40%和 30%左右，中性假设下同比增速约在 30-35%。

表 11：公司 2021 年归母净利润增速对肝素粗品价格和美国依诺肝素制剂市占率的敏感性测试

		肝素粗品价格变动幅度				
		20%	10%	0%	-10%	-20%
健友股份在美国依诺肝素制剂市占率	6%	32.0%	33.9%	35.8%	37.8%	39.7%
	7%	31.0%	33.0%	35.0%	37.0%	39.1%
	8%	30.1%	32.2%	34.2%	36.3%	38.4%
	9%	29.1%	31.3%	33.5%	35.6%	37.8%
	10%	28.2%	30.4%	32.7%	34.9%	37.1%

资料来源：浙商证券研究所

4.2. 投资建议

基于公司核心业务板块的分析，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.11、1.47、1.89 元/股，2021 年 2 月 22 日收盘价对应 2020 年 34 倍 PE、2021 年 26 倍 PE，高于可比公司平均。我们认为，从肝素原料药板块看，公司肝素粗品战略收储、合规产能具有比较优势；从制剂出口板块看，2021-2023 年公司有望快速形成产品梯队（原料药优势大品种+竞争格局好的难品种+普通品种），公司美国、欧洲肝素制剂和非肝素制剂出口有望超预期。综合考虑公司的比较优势和成长逻辑认知的预期差，首次覆盖给予“增持”评级。

表 12：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2月19日	2019A	2020E	2021E	TTM	2020E	2021E	
600521.SH	华海药业	28.0	0.39	0.84	1.16	45.3	33.3	24.1	买入
300630.SZ	普利制药	49.3	0.69	0.96	1.82	56.7	51.3	27.1	无评级
002399.SZ	海普瑞	20.0	0.72	0.67	1.05	26.7	29.9	19.1	无评级
000739.SZ	普洛药业	23.2	0.47	0.68	0.95	36.4	34.1	24.4	买入
300702.SZ	天宇股份	95.0	3.03	3.98	4.72	25.5	23.9	20.1	买入
平均						38.1	34.5	23.0	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：华海药业、普洛药业、天宇股份 EPS 为浙商证券研究所估计值，其余公司 EPS 为 Wind 一致预期。

5. 风险提示

生产质量事故风险，新产品获批慢于预期风险，重磅品种集采流标风险，出口锁汇带来的业绩波动性风险，存货占比过高风险，行业政策变动风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4289	5170	6674	7981	营业收入	2470	3095	4244	5198
现金	364	619	849	1040	营业成本	1204	1488	1956	2333
交易性金融资产	57	0	0	0	营业税金及附加	4	6	8	10
应收账款	408	434	594	727	营业费用	358	446	658	806
其它应收款	50	62	85	104	管理费用	61	77	149	172
预付账款	64	74	98	117	研发费用	166	155	255	312
存货	3274	3721	4891	5831	财务费用	16	46	54	61
其他	73	260	158	163	资产减值损失	3	-1	1	0
非流动资产	790	1109	1460	1806	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	11	9	9	10
长期投资	1	1	1	1	其他经营收益	0	0	0	0
固定资产	417	651	910	1178	营业利润	668	886	1173	1514
无形资产	77	87	101	117	营业外收支	13	10	11	11
在建工程	64	176	251	300	利润总额	680	896	1184	1525
其他	230	193	198	209	所得税	74	98	129	166
资产总计	5078	6279	8134	9787	净利润	606	798	1055	1359
流动负债	2033	2423	3222	3515	少数股东损益	1	0	0	0
短期借款	1368	1567	2097	2175	归属母公司净利润	605	798	1055	1359
应付款项	488	655	861	1026	EBITDA	771	972	1282	1643
预收账款	37	62	85	104	EPS (最新摊薄)	0.84	1.11	1.47	1.89
其他	141	139	180	210	主要财务比率				
非流动负债	41	37	37	38		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	41	37	37	38	营业收入	45.25%	25.32%	37.11%	22.48%
负债合计	2074	2459	3260	3554	营业利润	45.00%	32.72%	32.37%	29.08%
少数股东权益	38	38	38	38	归属母公司净利润	42.50%	31.99%	32.16%	28.75%
归属母公司股东权益	2966	3782	4837	6196	获利能力				
负债和股东权益	5078	6279	8134	9787	毛利率	51.24%	51.91%	53.90%	55.12%
					净利率	24.55%	25.80%	24.87%	26.14%
					ROE	22.30%	23.40%	24.28%	24.46%
					ROIC	14.89%	15.68%	15.90%	16.87%
					偿债能力				
					资产负债率	40.85%	39.17%	40.07%	36.31%
					净负债比率	65.97%	63.71%	64.33%	61.20%
					流动比率	2.11	2.13	2.07	2.27
					速动比率	0.50	0.60	0.55	0.61
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.55	0.59	0.58
					应收帐款周转率	8.74	7.53	8.26	7.86
					应付帐款周转率	4.03	4.50	4.54	4.35
					每股指标(元)				
					每股收益	0.84	1.11	1.47	1.89
					每股经营现金	-1.17	0.55	0.20	0.78
					每股净资产	4.13	5.26	6.73	8.62
					估值比率				
					P/E	45.58	34.53	26.13	20.30
					P/B	9.30	7.29	5.70	4.45
					EV/EBITDA	39.95	29.40	22.53	17.50

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>