

健友股份 (603707)

证券研究报告

2022年04月25日

国际化欣欣向荣，CDMO 大有可为

● 报告摘要

公司经过二十余年肝素业务积累，搭建肝素原料+制剂垂直一体化平台，通过收购健进及 Meitheal 迅速切入国际无菌制剂市场，基于多年研发生产经验布局小分子制剂与生物药原液+制剂 CDMO 业务，已蜕变为具备三大业务板块的国际一流生物制药企业。我们预计在肝素业务、制剂业务及 CDMO 业务三驾马车共同驱动下，公司业绩有望实现长期稳健增长。

● 投资要点

◇ 肝素业务：深耕肝素产业链，全球肝素原料龙头

公司肝素业务板块已覆盖产业链中游原料药及下游制剂各个环节。在肝素原料药板块，公司已覆盖标准肝素原料药与低分子肝素原料药业务，重视原料药生产过程中的质量把控，多次顺利通过各国药监局认证，与国际主流肝素制剂公司建立长期合作关系；在肝素制剂板块，已获得标准肝素制剂及低分子肝素制剂海内外批件，国内依诺肝素/那屈肝素/达肝素制剂的市占率均位于前四位。我们认为肝素作为临床应用最广泛的抗凝血、抗血栓类药物之一有望迎来更大市场空间，叠加公司高质量一体化肝素业务布局，肝素原料药+制剂业务有望维持稳定增长。

◇ 制剂业务：注射剂国际化持续推进，驱动业绩高速增长

海外无菌注射剂业务的质量、注册、销售三重护城河尽显优势，通过收购健进及 Meitheal 公司迅速切入国际无菌注射剂市场，除肝素制剂外拥有 ANDA 批件 43 个，多条生产线通过美国 FDA 认证，丰富的 FDA 申报经验叠加美国本土专业销售团队，共同铸就海外制剂业务竞争壁垒。国内制剂业务板块“中美双报”与“中标集采”双管齐下迅速打开国内市场，8 款注射剂产品视同通过一致性评价，占据产品先发优势，其中 2 款中标第五批全国集采；依托创新性 365 销售平台，利用互联网技术为公司决策提供核心一线数据，显著提高销售效率，助力国内注射剂销售。

◇ CDMO 业务：布局小分子+大分子领域，外包业务未来可期

公司依托多年全球化研发、生产经验及质量体系优势，以助力友商同时提升自己为目标，积极布局小分子制剂与生物药原液+制剂 CDMO 业务。小分子化药无菌制剂 CDMO 业务帮助中国药企解决全球市场进入和国际竞争参与阻碍，与泰泽惠康的合作标志着公司正式进军生物大分子 CDMO 业务，为客户提供生物大分子原液+制剂 CDMO 服务，与原有小分子 CDMO 业务形成合力，有望成为公司未来快速发展的创新驱动力量。

● 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 38.89/51.68/68.19 亿元；归母净利润为 11.03/14.83/19.76 亿元，对应 EPS 为 0.89/1.19/1.59 元。我们看好公司三大板块业务布局，参考可比公司估值，给予公司 2022 年 30.76 倍 PE，目标价 36.60 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨风险；下游需求波动风险；无菌注射剂开发与审批波动风险；订单波动性风险；新药研发、上市进度不及预期风险

| 财务数据和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 2,469.67 | 2,914.88 | 3,888.93 | 5,167.84 | 6,819.43 |
| 增长率(%) | 45.25 | 18.03 | 33.42 | 32.89 | 31.96 |
| EBITDA(百万元) | 897.60 | 1,298.31 | 1,394.64 | 1,838.10 | 2,398.84 |
| 净利润(百万元) | 604.96 | 806.12 | 1,103.16 | 1,482.82 | 1,975.76 |
| 增长率(%) | 42.50 | 33.25 | 36.85 | 34.42 | 33.24 |
| EPS(元/股) | 0.49 | 0.65 | 0.89 | 1.19 | 1.59 |
| 市盈率(P/E) | 54.89 | 41.19 | 30.10 | 22.39 | 16.81 |
| 市净率(P/B) | 11.19 | 8.92 | 6.90 | 5.60 | 4.43 |
| 市销率(P/S) | 13.44 | 11.39 | 8.54 | 6.43 | 4.87 |
| EV/EBITDA | 34.24 | 26.66 | 25.75 | 20.28 | 15.69 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 医药生物/化学制药 |
| 6 个月评级 | 买入（首次评级） |
| 当前价格 | 26.7 元 |
| 目标价格 | 36.60 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 1,243.60 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,240.85 |
| A 股总市值(百万元) | 33,204.13 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 33,130.82 |
| 每股净资产(元) | 3.53 |
| 资产负债率(%) | 46.54 |
| 一年内最高/最低(元) | 46.59/26.21 |

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1. 健友股份：肝素全价值链龙头，制剂出口扬帆起航 | 5 |
| 1.1. 肝素业务趋于成熟，制剂业务贡献新增长点 | 5 |
| 1.2. 业务结构多元化，彰显未来发展潜力 | 5 |
| 2. 肝素原料药：深耕肝素产业链，全球肝素原料龙头 | 7 |
| 2.1. 肝素：抗凝血性能优越，临床应用前景广阔 | 7 |
| 2.2. 肝素原料：需求扩张+供给提升，推动肝素原料市场扩张 | 10 |
| 2.3. 高标准质量+充裕库存，肝素原料业务稳步增长 | 12 |
| 3. 国内制剂：肝素垂直一体化布局，注射剂市场逐步打开 | 14 |
| 3.1. 肝素制剂：低分子肝素种类齐全，市占率名列前茅 | 14 |
| 3.2. 无菌注射剂：美中双报及创新销售平台优势显现 | 15 |
| 4. 国外制剂：注射剂国际化加速推进，驱动业绩高速增长 | 17 |
| 4.1. 美国仿制药注射剂市场广阔，多渠道销售分庭抗衡 | 17 |
| 4.2. 海外无菌注射剂获批加速，高质量标准保障核心竞争力 | 20 |
| 4.3. 美国 Meitheal+中国健进，助力注射剂业务腾飞 | 23 |
| 5. CDMO 业务：布局小分子+大分子领域，外包业务未来可期 | 25 |
| 6. 盈利预测和估值 | 25 |
| 6.1. 盈利预测与关键假设 | 25 |
| 6.2. 估值与投资评级 | 26 |
| 7. 风险提示 | 28 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：健友股份主营业务 | 5 |
| 图 2：健友股份发展历程 | 5 |
| 图 3：2013-2020 公司营业总收入（百万元）及同比增速 | 6 |
| 图 4：2013-2020 公司归母净利润（百万元） | 6 |
| 图 5：2013-2020 公司历年营收结构 | 6 |
| 图 6：2015-2020 公司主要业务毛利率情况 | 6 |
| 图 7：2013-2020 各地区营业收入（百万元）及中国区占比情况 | 6 |
| 图 8：2013-2020 各地区毛利润（百万元）及中国区占比情况 | 6 |
| 图 9：公司历年研发人员数量及研发费用率 | 7 |
| 图 10：公司历年销售人员数量及销售费用率 | 7 |
| 图 11：肝素抗凝血作用机制 | 7 |
| 图 12：肝素及其制剂产业链 | 9 |
| 图 13：肝素制剂全球市场空间预测（百万美元） | 9 |
| 图 14：2015-2021 年中国主要抗凝血药物销售额（百万元） | 9 |
| 图 15：2014-2025 年全球肝素原料药市场规模预测（百万美元） | 10 |
| 图 16：中国肝素原料药出口价格（美元/千克） | 10 |

| | |
|--|----|
| 图 17: 中国肝素原料药每月出口量 (吨/月) | 10 |
| 图 18: 近年中国生猪出栏量及同比增长情况 | 11 |
| 图 19: 近年中国生猪存栏量及同比增长情况 | 11 |
| 图 20: 2016 年 8 月至 2022 年 2 月生猪价格与肝素原料药出口价格对比 | 11 |
| 图 21: 2014-2025 肝素原料药价格及趋势预测 | 12 |
| 图 22: 2014-2020 公司肝素原料药 (含低分子肝素原料药) 收入 (百万元) | 12 |
| 图 23: 健友股份与可比公司肝素原料药销量对比 (亿单位) | 12 |
| 图 24: 健友股份与可比公司肝素原料药销售额对比 (百万元) | 12 |
| 图 25: 2021H1 健友股份与可比公司库存结构对比 | 13 |
| 图 26: 健友股份与可比公司肝素原料药库存量对比 (亿单位) | 13 |
| 图 27: 2016-2021 年中国主要低分子肝素销售额 (百万元) | 14 |
| 图 28: 2021 年中国依诺肝素制剂市场占有率 | 15 |
| 图 29: 2021 年中国那屈肝素制剂市场占有率 | 15 |
| 图 30: 2021 年中国达肝素钠制剂市场占有率 | 15 |
| 图 31: 2021 年中国标准肝素制剂市场占有率 | 15 |
| 图 32: 2021 年可比公司 LMWH 制剂产品销售结构 (单位: 百万元) | 15 |
| 图 33: 365 销售平台运作模式及其优势 | 17 |
| 图 34: 全球仿制药注射剂市场及空间预测 (单位: 十亿美元) | 17 |
| 图 35: 2012-2021 FDA 历年仿制药注射剂获批数量 (单位: 个) | 17 |
| 图 36: 仿制药优势 | 18 |
| 图 37: 注射剂优势 | 18 |
| 图 38: 2016-2020 美国医药市场处方数量 | 18 |
| 图 39: 2010-2020 美国医药市场消费规模 (单位: 十亿美元) | 18 |
| 图 40: 2010-2020 仿制药占全部处方药消费比例 | 18 |
| 图 41: 2020 年美国不同保险类型仿制药消费占比 | 18 |
| 图 42: 美国药品主要销售渠道 | 19 |
| 图 43: GPO 药品采购流程 | 19 |
| 图 44: 不同病症 IDN/PN 经手比例 | 20 |
| 图 45: 可比公司注射剂产品 ANDA 批件数量 (单位: 个) | 20 |
| 图 46: 健友股份各子公司历年 ANDA 批件数量 (单位: 个) | 23 |
| 图 47: Meitheal 全方位助力拓宽美国无菌注射剂市场 | 24 |
| 图 48: 健进制药驱动公司切入美国无菌注射剂市场 | 24 |
| 图 49: 健进制药注射剂业务多维度优势 | 24 |
| 图 50: 公司历年 CDMO 营业收入 (单位: 百万元) 及增速 | 25 |
| 表 1: 标准肝素及低分子肝素产品主要适应症 | 8 |
| 表 2: 公司肝素原料药获各国药监局认证情况 | 13 |
| 表 3: 三大低分子肝素药物对比 | 14 |
| 表 4: 近年公司国内获批注射剂情况 | 16 |
| 表 5: 公司第五批集中采购中标信息 | 16 |

| | |
|--|-----------|
| 表 6: 健友股份目前获批 ADNA 注射剂 (不包括两款肝素制剂) 情况..... | 21 |
| 表 7: 健友股份及其子公司制剂业务历次通过 FDA 等认证检查情况..... | 22 |
| 表 8: 制剂业务产能及在建产能情况 (新厂区) | 22 |
| 表 9: 公司历次可转债发行募集资金用途 | 22 |
| 表 10: Meitheal 被收购前的 9 款上市产品..... | 23 |
| 表 11: 泰泽惠康全球在研药品情况..... | 25 |
| 表 12: 公司盈利预测..... | 错误!未定义书签。 |
| 表 13: 可比公司估值..... | 错误!未定义书签。 |

1. 健友股份：肝素全价值链龙头，制剂出口扬帆起航

1.1. 肝素业务趋于成熟，制剂业务贡献新增长点

南京健友生化制药股份有限公司成立于 2000 年，2017 年 A 股上市，经过多年发展与积累，已成为以肝素全系列产品为导向，协同其他品类制剂研发、生产和销售的国际化、高品质医药生产企业。公司秉承“建设一流国际化生物制药企业”理念，不断拓宽业务领域，建成国际高标准质量管理体系，目前拥有肝素、注射剂和 CDMO 三大业务板块：肝素原料药与肝素制剂产品实现研发、生产与销售一体化发展；积极拓展仿制药无菌注射剂业务，通过内生外延方式布局全球无菌注射剂市场；凭借丰富的研发/生产经验为客户提供制剂&大分子 CDMO 服务，三大业务板块合力护航，共同驱动公司业务快速前行。

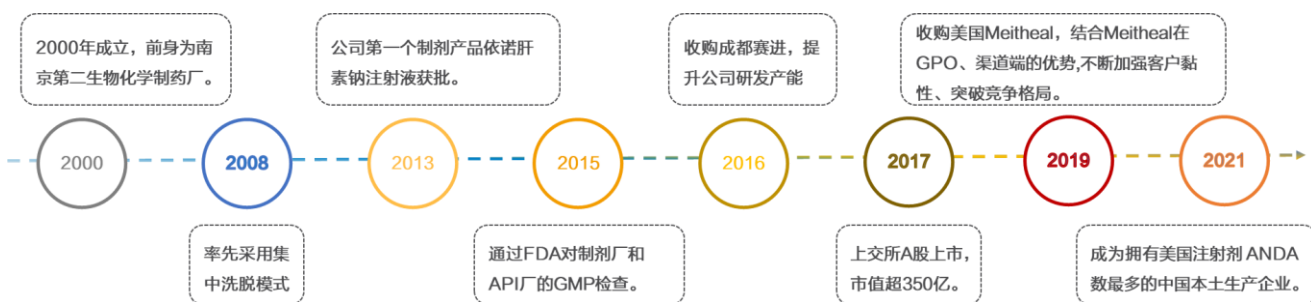
图 1：健友股份主营业务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

肝素业务全产业链布局，注射剂业务稳步推进。健友股份前身为南京第二生物化学制药厂，自上世纪 90 年代起从事肝素提纯和肝素类粘多糖开发业务，至今已有 20 余年肝素原料药与产品生产经验。在保持国内肝素原料药龙头地位的同时，公司积极开拓制剂业务领域，2013 年获批首个依诺肝素钠注射剂，2016 年收购成都赛进，2019 年收购 Meitheal，通过自主研发与外部并购实现技术与产能迅速提升，推动公司无菌注射剂市场份额不断提升。凭借先进工艺研发能力与合规生产能力，公司推出小分子化药和大分子生物药 CDMO 业务，为全球客户提供高质量 CDMO 服务。

图 2：健友股份发展历程



资料来源：公司官网、招股书、公告，公司微信公众号，天风证券研究所

1.2. 业务结构多元化，彰显未来发展潜力

营业收入与净利润保持稳定增长，看好未来发展前景。2016 年之前公司以标准肝素业务切入肝素市场，同时积极布局低分子肝素原料药及制剂业务，2017 年低分子肝素制剂业务放量，逐步成为创新增长点；2015 年同步发力非肝素类无菌注射剂的研发和质量管控体系建设，2020 年公司积极扩增制剂产能的同时开拓国内外市场，无菌注射剂业务逐渐成为公司业绩新增长点。2013 年至 2020 年公司营业收入从 5 亿元增至 29.15 亿元，CAGR 达 28.64%；归母净利润从 0.70 亿元增至 8.06 亿元，CAGR 达 41.69%。2021 前三季度

度公司营业收入 27.80 亿元，同比增长 28.81%，归母净利润 8.45 亿元，同比增长 37.77%。2021 前三季度业绩高增长主要得益于肝素、制剂和 CDMO 业务板块稳定发展，业务量不断提升。

图 3：2013-2020 公司营业总收入（百万元）及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

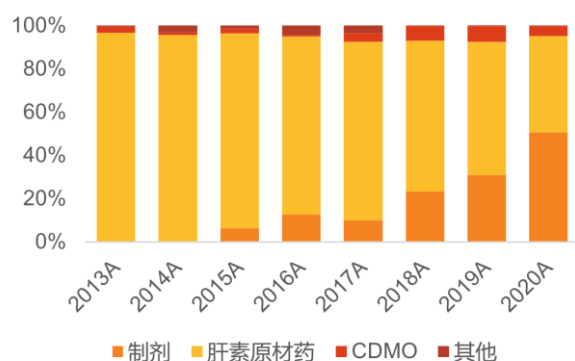
图 4：2013-2020 公司归母净利润（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

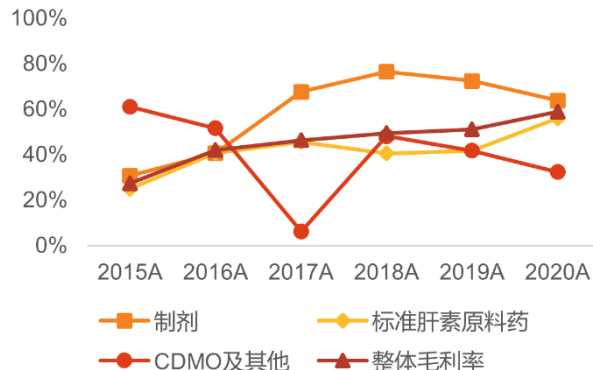
业务结构多元化，盈利能力显著提升。公司业务结构呈现多元化发展态势，制剂业务已成为公司主要营收和利润来源。自 2014 年起，公司制剂业务开始贡献营业收入，营收占比从 2014 年 0.09% 快速提升至 2020 年 50.57%，2017 年以来该板块毛利率始终保持在 60% 以上，高于肝素原料药与 CDMO 业务板块。随着制剂业务营收占比逐步提升，公司盈利能力不断增强，整体毛利率水平从 2015 年 27.44% 稳定提升至 2020 年 58.96%。

图 5：2013-2020 公司历年营收结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2015-2020 公司主要业务毛利率情况

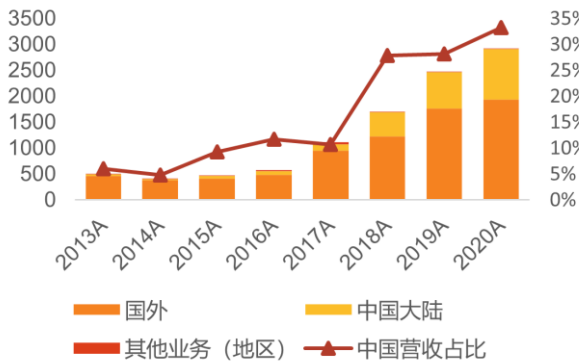


资料来源：Wind，天风证券研究所

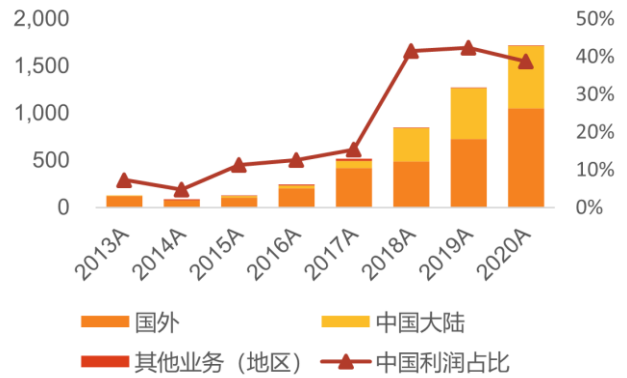
国内外市场双轮驱动，收入结构优化成效显著。2016 年以前公司收入主要来源于肝素原料药海外市场业务，尤其是与 Pfizer、Sagent、Sandoz 等国外医药巨头的深度合作。自 2015 年那屈肝素制剂获批以来，公司积极开拓国内制剂市场，经过多年业务推广与布局，逐步构建起涵盖市、县级医院的立体市场网络，国内市场对公司营收贡献随之迅速提升。中国区营业收入从 2013 年 0.30 亿元增长至 2020 年 9.71 亿元，CAGR 为 64.33%，营收占比从 6.07% 提升至 33.31%。中国区毛利从 2013 年 956 万元快速提升至 2020 年 6.65 亿元，CAGR 达 83.27%。我们认为随着公司国内外市场业绩持续稳健增长，双轮驱动加速将为公司稳健发展提供坚实保障。

图 7：2013-2020 各地区营业收入（百万元）及中国区占比情况

图 8：2013-2020 各地区毛利润（百万元）及中国区占比情况



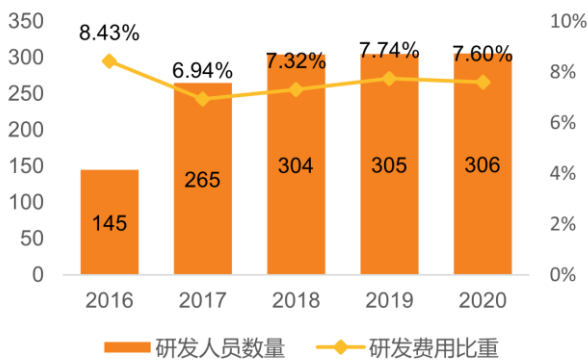
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

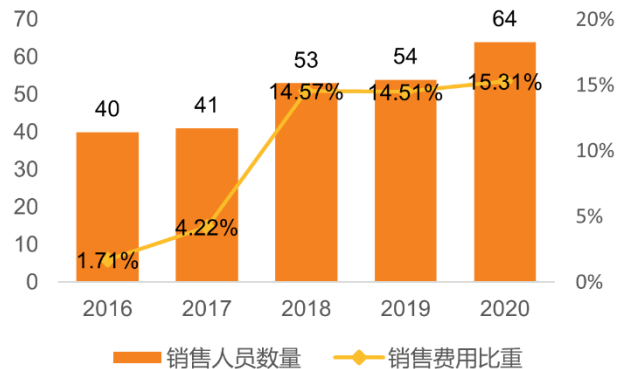
研发费用率保持稳定，销售费用率持续提升，加强市场开发深度和广度。2020 年公司研发费用支出 2.21 亿元，同比增长 15.84%，研发费用占总营收比重达 7.60%，研发人员共计 306 人，占员工总数比例为 32.11%。公司持续加大市场销售推广力度，2018 年以来销售费用占营收比重保持较高水平，2020 年销售费用率达 15.31%，销售人员数量占员工总数比例为 20.92%。

图 9: 公司历年研发人员数量及研发费用率



资料来源: 招股说明书, Wind, 天风证券研究所

图 10: 公司历年销售人员数量及销售费用率



资料来源: 招股说明书, Wind, 天风证券研究所

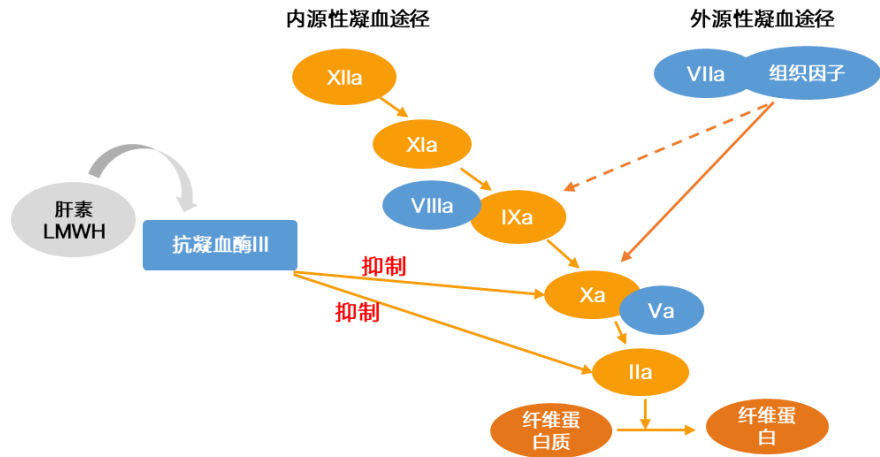
2. 肝素原料药：深耕肝素产业链，全球肝素原料龙头

2.1. 肝素：抗凝血性能优越，临床应用前景广阔

肝素作用机制明确，抗凝血性能优越。肝素是一种动物体内的天然抗凝血物质，由糖醛糖和氨基糖二种多糖交替连接而成的糖胺聚糖，在体内外均有抗凝血作用。抗凝药是一类阻止或减少血液凝固、延长凝固时间的药物，多用于预防或治疗血栓性疾病。人体抗凝血酶（AT）能够灭活凝血因子（IIa、Xa 等），进而发挥抗凝血作用，但对于血栓高危的外科术后病人或相关疾病患者，由于自发凝血过程过于缓慢而需要抗凝药物介入。

肝素通常通过三种机制发挥抗凝血作用：1）通过戊糖序列片段结合 AT，使其由慢性凝血酶抑制剂变为快速抑制剂，提升凝血因子灭活速度约 1,000~2,000 倍；2）通过电荷依赖性激活肝素辅因子 II，直接灭活凝血因子 IIa，这一机制所需肝素浓度较高，并且适用于不含戊糖序列片段的低亲和力肝素；3）促进与内皮结合的组织因子途径抑制物（TFPI）释放，TFPI 与凝血因子 Xa 结合并灭活 Xa，形成 TFPI/Xa 复合物，之后复合物内 TFPI 灭活与组织因子结合的 VIIa。

图 11: 肝素抗凝血作用机制



资料来源：贞元说血栓微信公众号，天风证券研究所

肝素产品应用前景广阔，临床医学进展创造新需求。肝素能够通过内源/外源途径发挥抗凝血作用，卓越的抗凝性能使其成为临床应用最广的抗凝药之一。根据《中国血栓性疾病防治指南》，标准肝素与低分子肝素类药物可以用于静脉血栓、动脉血栓、心腔内血栓以及新生儿和儿童患者血栓防治等医疗场景；低分子肝素相较标准肝素产品具备独特优势，可用于深部静脉血栓防治、预防术后静脉血栓形成、治疗复发性静脉血栓、血液透析以及抗肿瘤辅助治疗等。我们认为，肝素类产品作为目前最有效的抗凝血、抗血栓类药物之一，随着药理学和临床医学对肝素产品的研究不断深入，其临床适用范围有望不断拓宽。

表 1：标准肝素及低分子肝素产品主要适应症

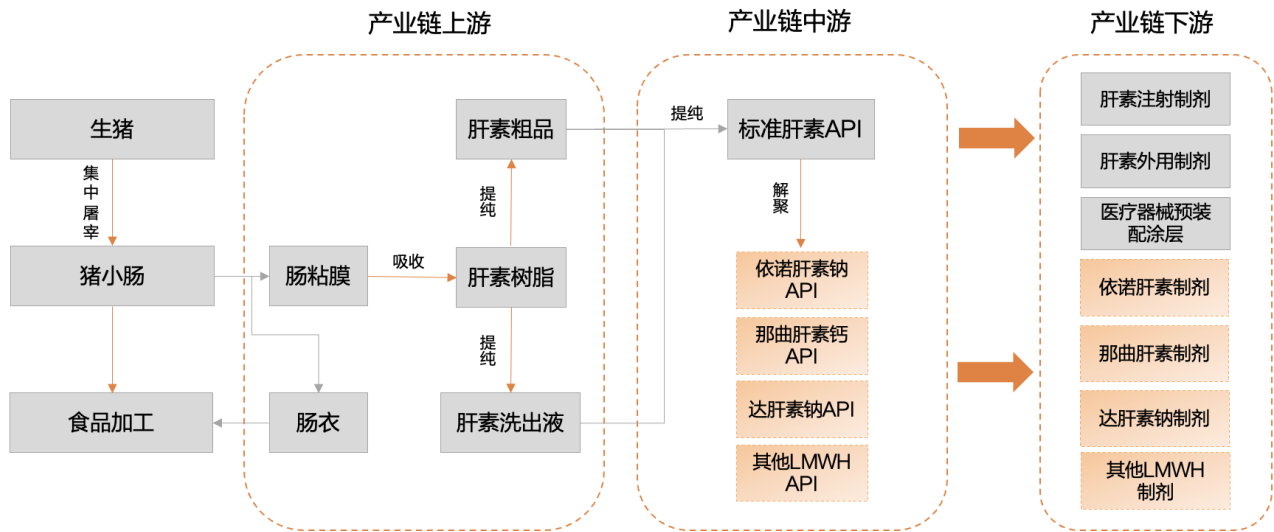
| 适应症 | 临床应用 | 标准肝素 (UFH) | 低分子肝素 (LMWH) |
|----------------|----------------------------|------------------------|--------------|
| 静脉血栓 (VTE) 防治 | PTE | ✓ | ✓ |
| | DVT | ✓ | ✓ |
| | 复发性 PTE 与 DVT | | ✓ |
| | 关节置换手术 | ✓ | ✓ |
| | 髌部骨折手术 | ✓ | ✓ |
| | 骨盆髌臼骨折手术 | | ✓ |
| | 胸外科手术 (除存在高出血风险) | ✓ | ✓ |
| | 严重创伤及手术 (除存在 VTE 高度风险及禁忌证) | ✓ | ✓ |
| | 恶性肿瘤相关 (适用于中、高风险者) | ✓ | ✓ |
| | 妊娠期 | | ✓ |
| 冠状动脉粥样硬化性心脏病治疗 | 稳定性冠心病的抗栓治疗 | PCI 术中 | |
| | NSTEMI 的抗栓治疗 | ✓ | |
| | STEMI 的溶栓与抗栓治疗 | ✓ | |
| 心脏瓣膜病抗栓治疗 | 生物瓣置换术后抗栓治疗 (术后 0-5d) | ✓ | ✓ |
| | 机械瓣置换术后抗栓策略 (术后 0-5d) | ✓ | ✓ |
| 新生儿和儿童患者的血栓防治 | 新生儿静脉血栓栓塞疾病 | | |
| | 新生儿动脉血栓栓塞性疾病 | | |
| | 儿童静脉血栓栓塞性疾病 | | |
| | 儿童动脉或其他血栓栓塞疾病 (IS 患儿 0) | UFH 序贯 LMWH 或单独使用 LMWH | |

资料来源：《中国血栓性疾病防治指南》，中华医学杂志，中华医学网，血栓在线公众号，天风证券研究所

肝素行业分工趋于成熟，全产业链布局逐渐完善。肝素初次发现于 1916 年，1938 年被首次用于临床治疗血栓静脉炎，历经多年发展，至今已形成完整产业链：肝素结构复杂、无法通过化学合成获得，因而产业链上游企业需从生猪养殖、屠宰及加工企业获得猪小肠黏膜，以之为原料（穆斯林地区为牛肺）生产肝素粗产品，首先通过吸附猪小肠黏膜提取肝素树脂，再进行初步提纯并得到肝素粗品及洗出液；产业链中游为肝素原料药生产企业，对上游肝素粗产品进一步纯化，除去杂蛋白，得到标准肝素原料药，并将其解聚得到一系列低分子肝素原料药；产业链下游企业负责生产临床治疗所需肝素及其衍生

药物，主要为注射剂产品，标准肝素原料药可用于生产标准肝素制剂或应用于相关医疗器械，各类低分子肝素原料药将用于生产相应 LMWH 制剂产品。肝素原料药生产在肝素产业链中不可或缺，中国是当前全球最大肝素原料药出口国，美欧等发达国家与地区则是全球最大肝素制剂生产和消费地区。健友股份长期深耕肝素产业，其业务现已基本覆盖肝素产业链中游（标准肝素原料药与低分子肝素原料药）及下游（多款低分子肝素制剂产品）等各个环节。

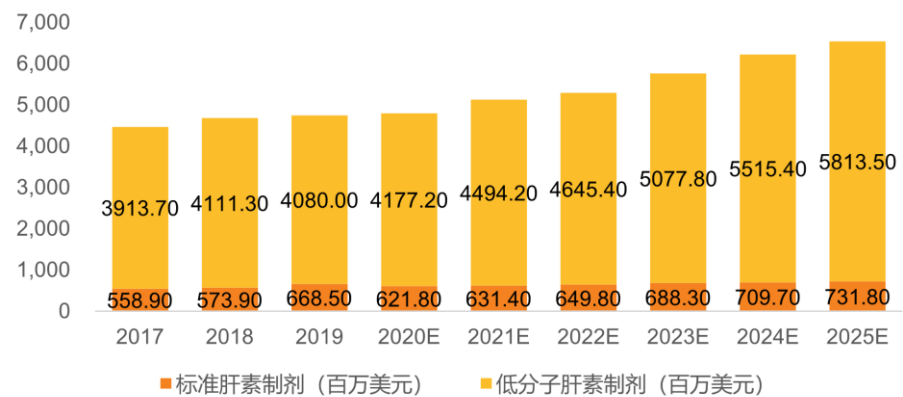
图 12：肝素及其制剂产业链



资料来源：海普瑞招股说明书，天风证券研究所

多因素驱动肝素制剂市场规模持续扩张。全球人口老龄化程度不断加深，预计 2024 年全球 65 岁以上人口将达到 7.75 亿人，慢性疾病与心血管疾病发生率也将随之大幅增加，叠加肥胖人群规模增长以及新兴市场的医药需求逐年增长，将推动抗凝血剂/抗血栓临床需求持续提升。根据 Frost & Sullivan 数据预测，全球肝素制剂市场规模将从 2019 年 47.49 亿美元增至 2025 年 65.45 亿美元，年均复合增长率为 5.5%。

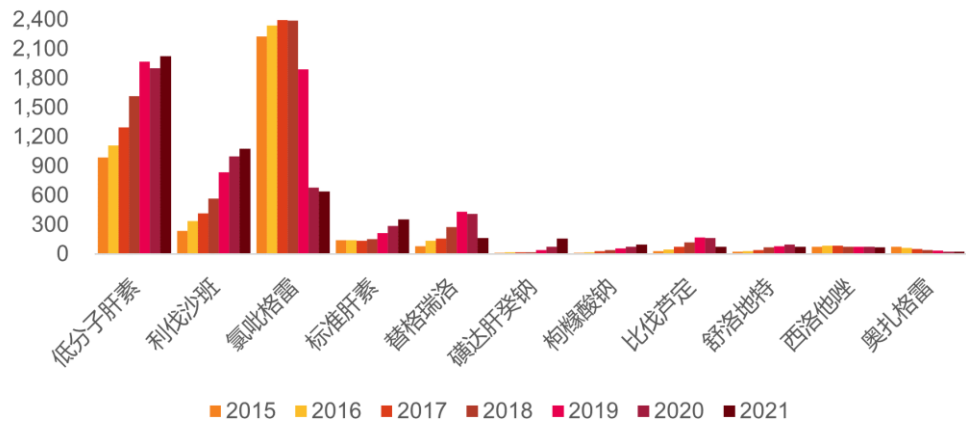
图 13：肝素制剂全球市场空间预测（百万美元）



资料来源：Frost & Sullivan，海普瑞招股说明书，天风证券研究所

低分子肝素优势独具，市场占有率位列第一。低分子肝素是通过酶解或化学降解标准肝素获得的多聚体分子片段，由 12-18 个糖单位构成的葡聚氨基糖，其相对分子质量较小，相较于标准肝素易引发过敏、出血等不良反应，具备注射吸收好、半衰期长、生物利用度高以及出血副作用少等优势，被广泛应用于肝脏疾病、肾脏疾病、心脑血管疾病以及预防术后血栓等临床场景。氯吡格雷在 2019 年以前占据国内抗凝药市场领先份额，其销售额自 2020 年 4+7 带量采购以来显著下降，目前低分子肝素制剂的市占率最高，根据 PDB 药物综合数据库，低分子肝素类药物销售额从 2015 年 9.86 亿元增长至 2021 年 20.27 亿元，年均复合增长率达 12.76%。

图 14：2015-2021 年中国主要抗凝血药物销售额（百万元）

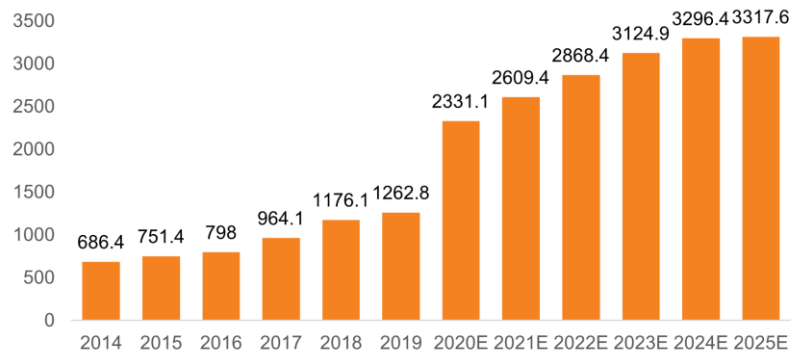


资料来源: PDB, 天风证券研究所

2.2. 肝素原料：需求扩张+供给提升，推动肝素原料市场扩张

肝素制剂市场需求日益提升，推动原料药市场规模扩大。下游肝素制剂市场持续扩张带动肝素原料药市场规模不断增长，据 Frost & Sullivan 数据，全球肝素原料药市场规模自 2014 年 6.86 亿美元增长至 2019 年 12.63 亿美元，CAGR 为 13.0%。由于 2018 年底非洲猪瘟爆发，2019 年国内种猪数量大幅降低，导致全球肝素原料药价格上涨，2020 年全球肝素原料药市场规模较 2019 年同比增长 84.6%，达 23.31 亿美元，2019 年到 2025 年复合增长率预计为 17.5%，2025 年市场规模有望达 33.18 亿美元。

图 15: 2014-2025 年全球肝素原料药市场规模预测 (百万美元)

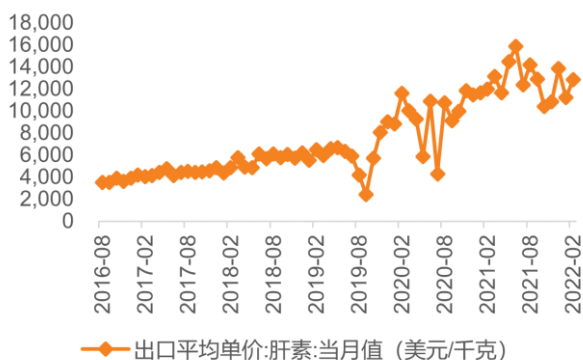


资料来源: Frost & Sullivan, 海普瑞招股说明书, 天风证券研究所

供给紧平衡，肝素原料药出口价格居高位。中国是全球最大肝素原料药出口国，中国肝素原料药市场供应及价格波动将对全球肝素市场产生重大影响。2019 年 12 月中国生猪存栏量及出栏量均处于近 10 年历史低位，肝素原料药每月出口量下滑，2020 年 2 月达到五年历史低点 5.14 吨，肝素原料药出口价格大幅上涨。随着非洲猪瘟疫情得到有效控制，中国生猪存栏量及出栏量逐步恢复，2021 年生猪累计出栏量达 67128 万头，生猪存栏量为 44922 万头；中国肝素原料药出口量逐步回升至 2022 年 2 月 9.72 吨，近 2 年肝素原料药月度平均出口量为 11.46 吨；肝素原料药出口价格由 2021 年 6 月 1.58 万美元/千克回落至 2022 年 2 月 1.28 万美元/千克，价格走势逐渐平稳。

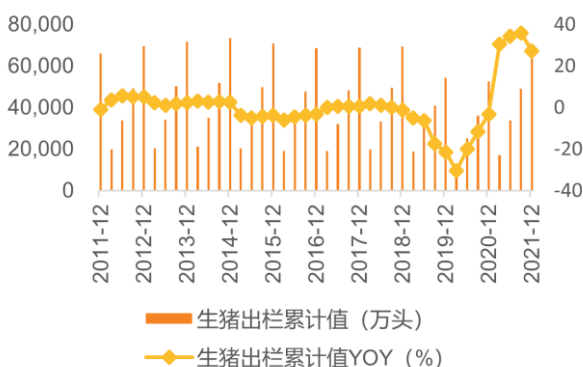
图 16: 中国肝素原料药出口价格 (美元/千克)

图 17: 中国肝素原料药每月出口量 (吨/月)

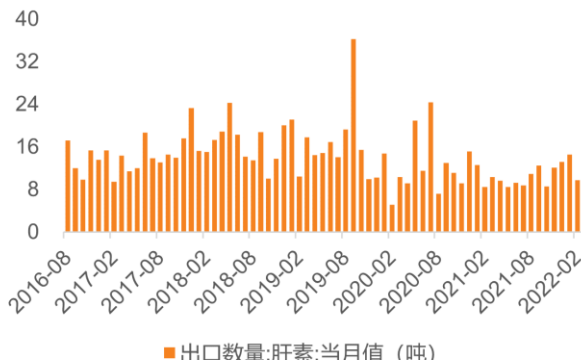


资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 近年中国生猪出栏量及同比增长情况

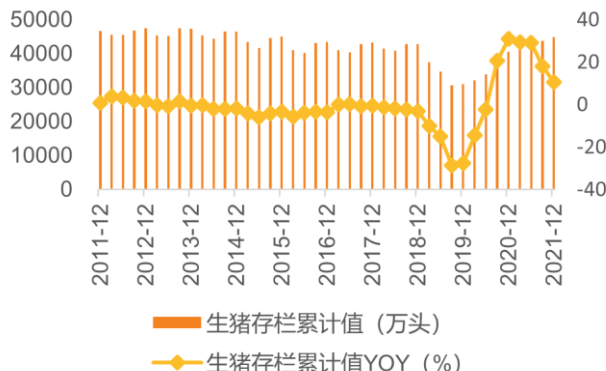


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

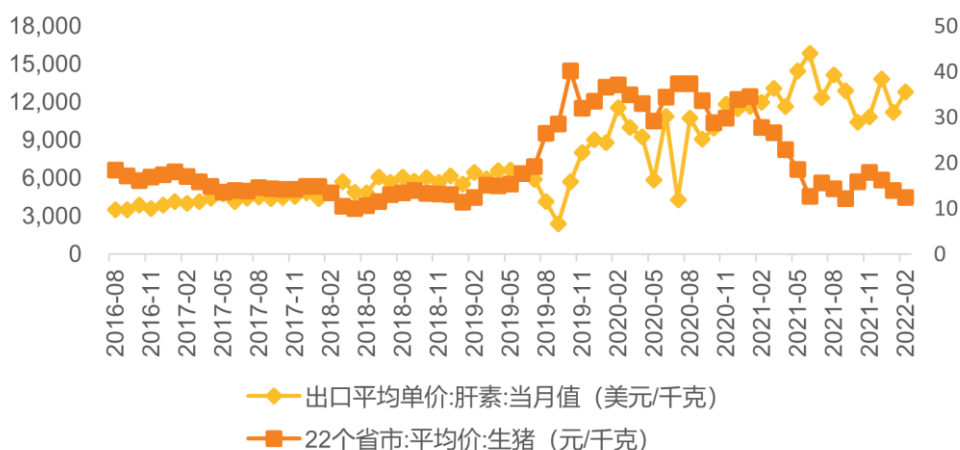
图 19: 近年中国生猪存栏量及同比增长情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

肝素原料药价格与生猪价格不存在显著相关性。 生猪与猪小肠是肝素原料药上游重要原材料，生猪及猪小肠价格上涨、供给量紧缩推动肝素原料药价格上涨；但同时由于肝素原料药下游需求量较高，生猪及猪小肠价格回落并不会导致肝素原料药价格下降。根据中国肝素原料药出口价格与生猪价格数据，2020 年 12 月前生猪价格与肝素原料药出口价格呈正相关，2021 年以来生猪价格回落，肝素原料药出口价格维持高位震荡，生猪价格变化与同期肝素原料药出口价格不存在显著相关性。

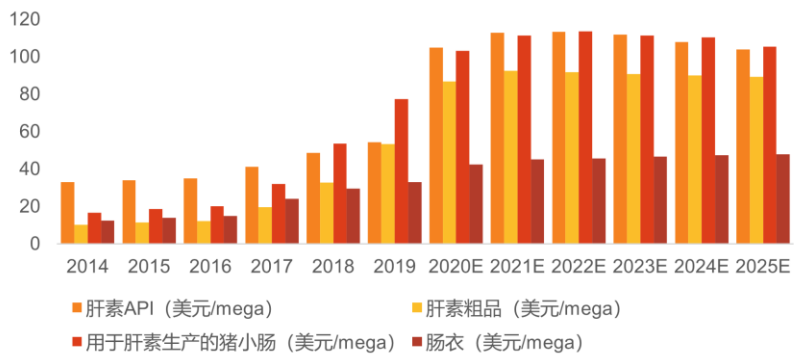
图 20: 2016 年 8 月至 2022 年 2 月生猪价格与肝素原料药出口价格对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

未来肝素原料药价格或将维持高位运行。 生猪/猪小肠供给与肝素制剂市场需求共同决定肝素原料药价格走势。据 Frost & Sullivan 预测，肝素原料药价格由 2014 年 33.0 美元/mega 稳定增长至 2019 年 54.3 美元/mega，CAGR 达 10.5%；随着肝素价值链下游(即肝素制剂及低分子肝素制剂)临床需求的持续拓展，推动肝素 API 需求持续增长，并进一步带动肝素 API 的销量及价格上升，预计未来 4 年上游肝素原料药价格将维持在 100-110 美元/mega 高位运行。

图 21：2014-2025 肝素原料药价格及趋势预测



资料来源：Frost & Sullivan，海普瑞招股说明书，天风证券研究所

2.3. 高标准质量+充裕库存，肝素原料业务稳步增长

深度合作绑定大客户，广营销覆盖中小客户。公司肝素原料药业务板块实行“直销为主，经销为辅”商业模式，通过跟踪国际主流制剂生产企业品质标准，与 Pfizer、Gland 等主要下游肝素制剂企业建立长期合作关系，不断提升服务质量增强客户黏性；与此同时，通过与国际知名经销商合作，覆盖其他中小型客户，有效推动肝素原料药业务保持长期稳定增长。公司肝素原料药板块营收由 2013 年 4.83 亿元增长至 2019 年 15.24 亿元，CAGR 达 21.12%；2020 年收入小幅下滑至 13.04 亿元，主要受新冠疫情与公司销售重心向制剂业务转移等因素影响。

图 22：2014-2020 公司肝素原料药（含低分子肝素原料药）收入（百万元）

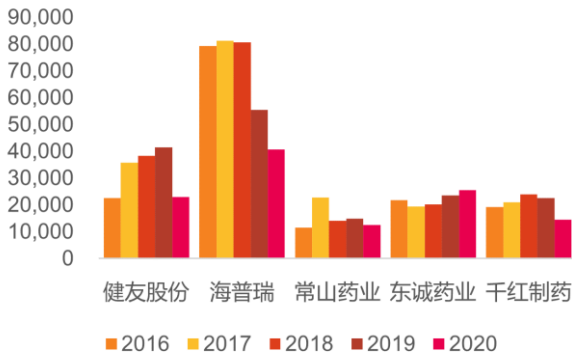


资料来源：Wind，天风证券研究所

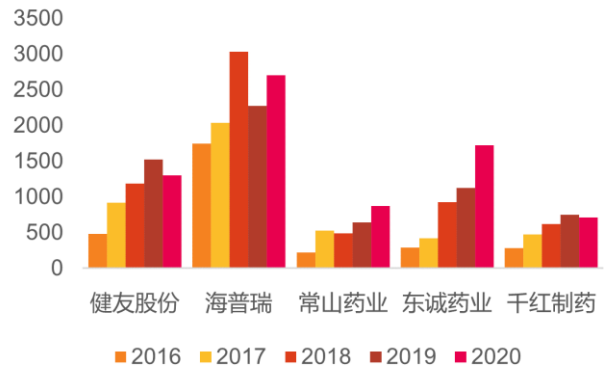
肝素原料药销量持续增长。公司肝素原料药业务在国内同业竞争中占据优势地位，原料药销量由 2016 年 2.27 万亿单位增长至 2019 年 4.16 万亿单位，CAGR 达 22.38%；受公司销售重心向制剂业务转移影响，2020 年肝素原料药销量下跌 44.77%，为 2.30 万亿单位，低于海普瑞（4.07 万亿单位）和东诚药业（2.56 万亿单位）。与此同时，公司肝素原料药销售额也在 2016 至 2019 年逐年提升，在主要竞争对手中仅次于海普瑞，但 2020 年受销量下降影响，该业务营收也出现下滑，仅为 13.04 亿元，同样低于海普瑞（27.01 亿元）和东诚药业（17.26 亿元）。

图 23：健友股份与可比公司肝素原料药销量对比（亿单位）

图 24：健友股份与可比公司肝素原料药销售额对比（百万元）



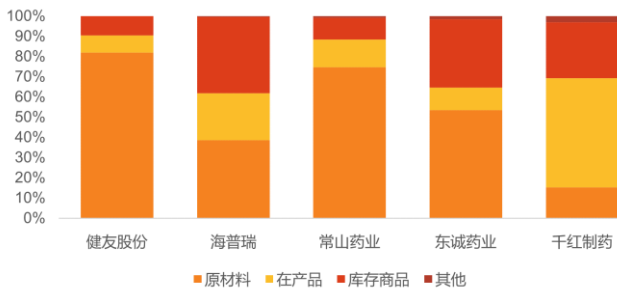
资料来源: 各公司年报, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

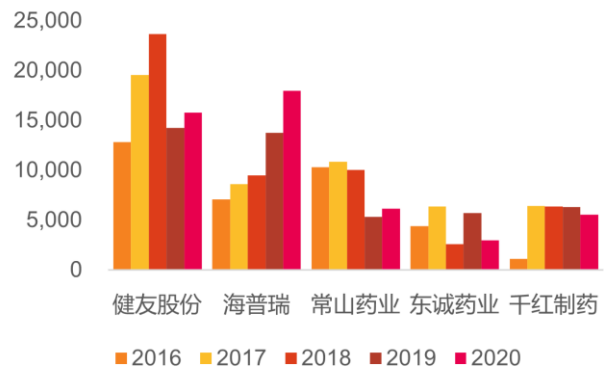
战略原材料储备充裕, 有效抵抗上游供给波动。充足的原材料储备有助于加深公司竞争壁垒, 一方面当上游供给紧缩时, 充足的原材料库存能够保证下游产品的稳定生产和及时供应; 另外一方面, 当原材料价格上涨时, 公司可以采取价格向下游传导的策略, 维持较高毛利率水平。结合对下游肝素制剂市场快速增长的趋势判断, 公司自 2015 年起逐步加大肝素粗品库存, 以抵御猪周期带来的供给变化, 实现肝素原料药、肝素制剂的持续稳定供应。目前公司库存结构中原材料占比在同业可比公司中最高, 2021H1 公司原材料占总库存比例高达 82%, 同行公司平均占比为 45.65%, 库存量指标上也与海普瑞长期占据前两位; 公司 2020 年肝素原料药板块毛利率水平达 56.14%, 在同行公司中仅次于常山药业 60.37%, 海普瑞、东诚药业和干红制药毛利率分别为 39.93%、25.70%和 22.83%。公司 2021 年肝素原料药毛利率尚未披露, 但四家竞争对手该项指标均出现下滑, 分别降至 43.33%、26.62%、14.07%和 14.04%, 原本毛利率较高的健友股份和常山药业仍有望在竞争中占据优势。

图 25: 2021H1 健友股份与可比公司库存结构对比



资料来源: 各公司年报, 天风证券研究所

图 26: 健友股份与可比公司肝素原料药库存量对比 (亿单位)



资料来源: 各公司年报, 天风证券研究所

质量标准严苛, 保障稳定供应。肝素类药品的主要用药市场集中于欧美日等规范市场, 其监管范围不仅涉及成品药, 也对于原料及中间体的生产、包装、质量控制等环节进行全流程监管。为满足国际大型制药企业对供应商的质量要求和个性化产品需求, 公司坚持“品质产品”管理理念, 以 QA 和 QC 两线一体为核心完善质量管理体系, 提高员工质量意识的同时, 加强各个环节的质量控制, 保持产品品质的稳定性与持续性。公司将 cGMP 质量标准贯穿于公司生产经营之中, 目前肝素钠原料药已多次顺利通过美国 FDA、欧盟 EDQM 和中国 NMPA 认证, 达肝素钠原料药已通过日本 PMDA 和中国 NMPA 认证。

表 2: 公司肝素原料药获各国药监局认证情况

| 适用范围 | 认证主体 | 认证内容 | 认证时间 |
|------|---------|---------------|--------------------------|
| 国际 | 美国 FDA | 肝素钠 (持有药物主文件) | 2009、2011、2013、2015、2018 |
| | 欧盟 EDQM | 肝素钠 (CEP 认证) | 2006、2017 |
| | 日本 PMDA | 达肝素钠 (进口许可) | 2011 |
| 国内 | NMPA | 肝素钠《药品再注册批件》 | 2014 |

| | |
|---------------|------|
| 依诺肝素钠《药品注册批件》 | 2014 |
| 达肝素钠《药品注册批件》 | 2015 |
| 那屈肝素钙《药品注册批件》 | 2015 |

资料来源：招股说明书，FDA，天风证券研究所

3. 国内制剂：肝素垂直一体化布局，注射剂市场逐步打开

3.1. 肝素制剂：低分子肝素种类齐全，市占率名列前茅

LMWH 临床优势明显，国内市场规模持续扩张。低分子肝素相较于标准肝素具有药代动力学性质优良和副作用小等优势，主流低分子肝素产品包括依诺肝素、达肝素和那屈肝素等，其中依诺肝素抗 Xa 和 IIa 因子活性最高，半衰期最长（皮下 4.5h），生物利用度接近 100%，药理、化学性质更加出色，临床疗效更为突出。那屈肝素生物利用度近 100%，但其抗凝血因子活性相对较弱，半衰期较短（皮下 3.5h），该产品主要优势在于治疗 DVT 和 UA/NSTEMI 时用量相对较少，适合肾功能不全的患者。达肝素钠抗凝血因子活性最弱，半衰期较短（皮下 3.5h），生物利用度仅为 90%。

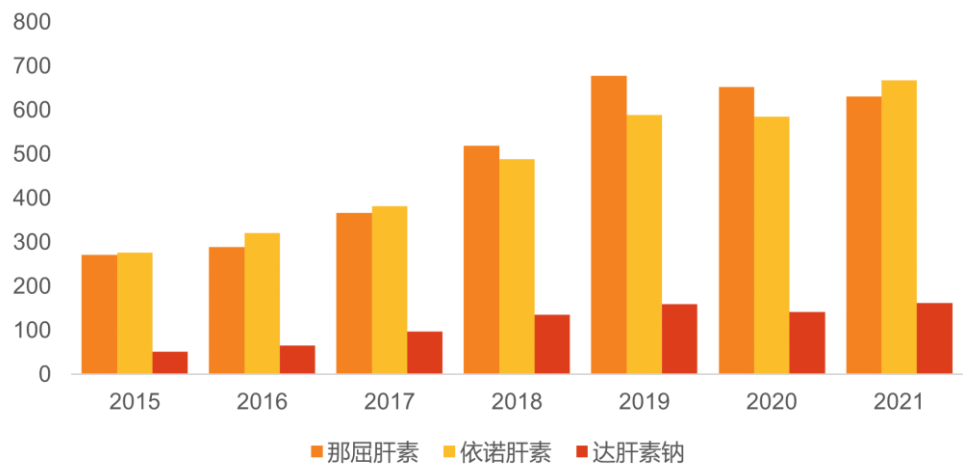
据 PDB 样本医院数据库，国内低分子肝素制剂销售额保持快速增长，2015 年三款 LMWH 制剂产品总销售额约为 6 亿元，2021 年达 14.62 亿元，年均复合增速为 16%。2020 年受新冠疫情影响国内各主要肝素制剂销售额均有所下滑，2021 年全国依诺肝素、那屈肝素和达肝素钠销售额分别为 6.32、6.68 和 1.63 亿元，近 6 年 CAGR 达 15.12%、15.82%和 21.16%，均呈现快速增长趋势。

表 3：三大低分子肝素药物对比

| 适应症 | 依诺肝素 | 达肝素 | 那屈肝素 |
|------------------------------------|------|-----|------|
| 腹部手术后预防深 内科 静脉血栓形成 外科 | ✓ | ✓ | ✓ |
| 治疗深静脉血栓形成并发肺结核栓塞 或深静脉血栓形成 | ✓ | ✓ | ✓ |
| 治疗不稳定型心绞痛及非 Q 波心肌梗 死中的缺血并发症 | ✓ | ✓ | ✓ |
| 血液痛惜体外循环以防止血栓症 治疗急性 ST 段抬高型心肌梗死 | ✓ | ✓ | ✓ |

资料来源：海普瑞招股说明书，天风证券研究所

图 27：2016-2021 年中国主要低分子肝素销售额（百万元）

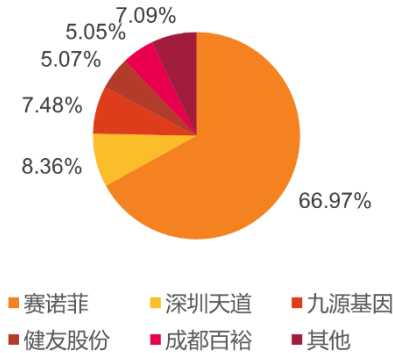


资料来源：PDB，天风证券研究所

LMWH 制剂市占率位居前列。公司那屈肝素钙注射液和达肝素钠注射液于 2015 年国内上市，依诺肝素钠注射液于次年获批，经过多年市场开拓，公司 LMWH 制剂已稳定占据市场一席之地。据 PDB 样本医院数据库，2021 年公司依诺肝素制剂和那屈肝素制剂销售额分别为 33.84 百万元和 47.45 百万元，市占率分别为 5.07%和 7.51%，均排在行业第 4 位；

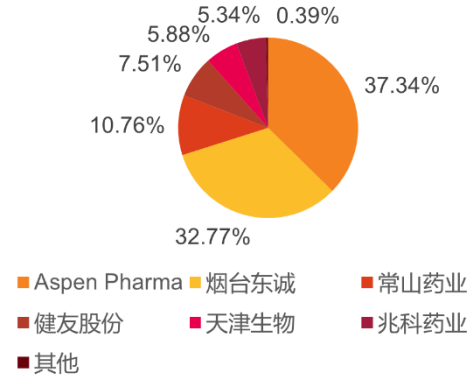
达肝素钠制剂销售额为 53.24 百万元，市占率高达 32.72%，仅次于德国 Vetter Pharma 公司（占比 38.43%），公司的 LMWH 注射剂产品均占据国内市场优势位置。

图 28：2021 年中国依诺肝素制剂市场占有率



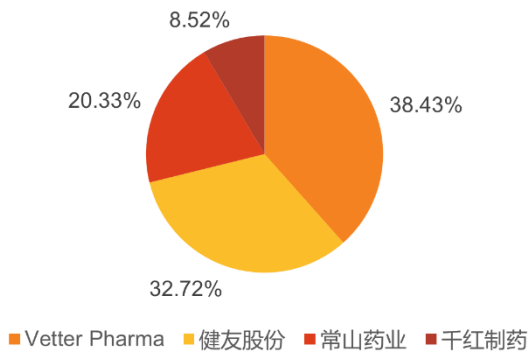
资料来源：PDB，天风证券研究所

图 29：2021 年中国那屈肝素制剂市场占有率



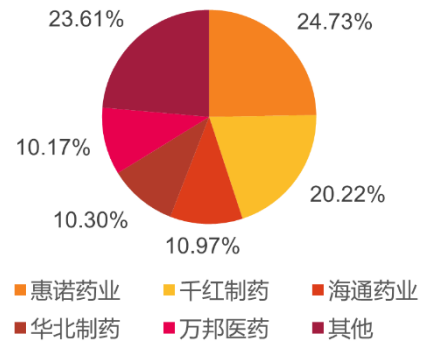
资料来源：PDB，天风证券研究所

图 30：2021 年中国达肝素钠制剂市场占有率



资料来源：PDB，天风证券研究所

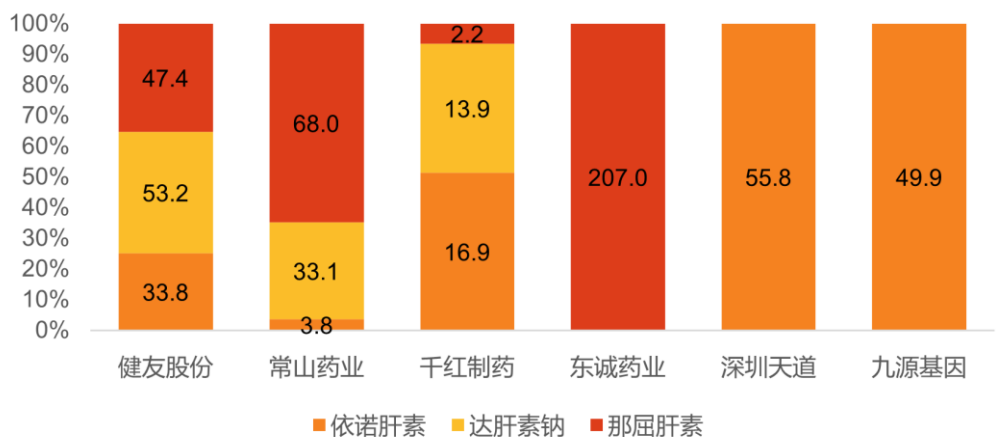
图 31：2021 年中国标准肝素制剂市场占有率



资料来源：PDB，天风证券研究所

公司低分子肝素制剂种类齐全。健友股份是国内为数不多囊括标准肝素和三种主要 LMWH 制剂产品的生产企业，且三种低分子肝素制剂产品比重较为均衡。根据 PDB 综合药物数据库，公司 2021 年依诺肝素、达肝素和那屈肝素销售额分别为 33.8、53.2、47.4 百万元，占比分别为 25.2%、39.6%和 35.3%；其他同业企业中，常山药业以那屈肝素为主，东诚药业在营产品仅有那屈肝素，九源基因与海普瑞子公司天道医药在营产品均为依诺肝素。公司不依赖于某一肝素产品，能够有效应对单一产品市场波动，有助于保持收入长期稳定增长。

图 32：2021 年可比公司 LMWH 制剂产品销售结构（单位：百万元）



资料来源：PDB，天风证券研究所

3.2. 无菌注射剂：美中双报及创新销售平台优势显现

美中双报打开绿色通道，国内仿制药注射剂业务有望快速发展。2016年《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》提出“国内药品生产企业已在欧盟、美国和日本获准上市的仿制药，可以国外注册申报的相关资料为基础，按照化学药品新注册分类申报药品上市，批准上市后视同通过一致性评价”。受益中美双报政策，公司仿制药产品在国外审批上市后可进入“优先审批”通道，有助于审批速度加快以及获批效率提高：2021年上半年，抗肿瘤注射剂盐酸苯达莫司汀与白消安等均在获得FDA批准后几个月内即获得中国国家药监局批准生产上市。

产品管线不断丰富，获批上市数量增加。公司国内注射剂产品管线不断丰富，除三款低分子肝素注射剂产品外，磺达肝癸钠注射液、注射用左亚叶酸钙等多款药物陆续获批上市。目前公司无菌注射剂（不含肝素类制剂）已有8款覆盖不同治疗领域的产品获批，且均通过或视同通过一致性评价，2021年苯磺顺阿曲库铵注射液国内销售额达1381万元，白消安注射液和苯达莫司汀注射液销售额分别为58.26万元和15.93万元。

表 4：近年公司国内获批注射剂情况

| 制剂名称 | 获批时间 | 是否中美双报 | 一致性评价进度 | 适应症 | 2021年国内销售额（百万元） |
|------------|------|--------|---------|---|-----------------|
| 依诺肝素钠注射液 | 2014 | / | 申报 | 抗凝血、抗血栓形成药，防止体外循环过程中血液凝固及预防血栓形成。 | 33.84 |
| 那屈肝素钙注射液 | 2015 | / | 申报 | 预防和治疗静脉血栓栓塞性疾病 | 47.45 |
| 达肝素钠注射液 | 2015 | / | 申报 | 治疗急性深静脉血栓；预防急性肾功能衰竭或慢性肾功能不全者进行血液透析和血液过滤期间体外循环系统中的凝血 | 53.24 |
| 苯磺顺阿曲库铵注射液 | 2020 | 是 | 通过 | 全身麻醉期间的骨骼肌松弛 | 13.81 |
| 注射用盐酸苯达莫司汀 | 2021 | 是 | 通过 | 治疗在利妥昔单抗或含利妥昔单抗方案治疗过程中或者治疗后病情进展的惰性B细胞非霍奇金淋巴瘤（NHL） | 0.16 |
| 白消安注射液 | 2021 | 是 | 通过 | 慢性粒细胞白血病的慢性期；原发性血小板增多症 | 0.58 |
| 乳酸米力农注射液 | 2021 | 是 | 通过 | 急性失代偿性心力衰竭患者的短期治疗 | — |
| 磺达肝癸钠注射液 | 2021 | 否 | 通过 | 预防静脉血栓栓塞（进行下肢重大骨科手术的患者） | — |
| 注射用左亚叶酸钙 | 2022 | 是 | 通过 | 与5-氟尿嘧啶合用，治疗胃癌和结直肠癌 | — |
| 依替巴肽注射液 | 2022 | 否 | 通过 | 抗血小板聚集，经皮冠脉介入治疗急性冠脉综合征 | — |
| 注射用替加环素 | 2022 | 是 | 通过 | 金黄色葡萄球菌和鲍曼不动杆菌等耐药细菌感染 | — |

资料来源：公司公告，药智网，药品通，药智数据，PDB等，天风证券研究所

两款产品中标全国集采，加速开拓国内市场。在2021年6月第五批全国药品集采中，公司苯磺顺阿曲库铵注射剂与注射用盐酸苯达莫司汀（子公司健进制药）中标，两款产品均视同通过一致性评价并按新4类批准生产，分别于2020年12月、2021年1月获得国家药品监督管理局核准签发的《药品注册证书》。我们认为，“美中双报”通道能够不断丰富公司注射剂产品管线，叠加集采中标进一步扩大相关产品销售，将有助于公司品牌影响力与国内市场占有率的持续提升。

表 5：公司第五批集中采购中标信息

| 通用名 | 剂型 | 规格包装 | 中选企业 | 中选价格 | 供应省（区） |
|------------|------|----------------|------|--------|--------------------------------|
| 苯磺顺阿曲库铵注射液 | 注射液 | 5ml：10mg*10瓶/盒 | 南京健友 | 241.8元 | 北京，山西，黑龙江，上海，福建，山东，海南，重庆，四川，宁夏 |
| 注射用盐酸苯达莫司汀 | 冻干粉针 | 25mg*1瓶/盒 | 健进制药 | 572元 | 山西，吉林，江苏，福建，湖南，四川，宁夏 |

资料来源：阳光医药采购网，天风证券研究所

创新 365 互联网销售平台，精细化营销打开国内市场。365 销售平台借助互联网思维和信息技术，连接医院、医生、医药代表、代理商和药企等全方位平台，为公司市场开拓提供核心一线数据。在非国家集采业务领域，公司可依托该平台精准把握客户需求，打造精耕细作下沉市场业务模式；在国家集采类业务领域，该平台可以为公司快速汇集和遴选区域内最佳代理商，实现高效率渠道伙伴管理，迅速打通国内制剂销售网络，全方位提高销售效率。

图 33：365 销售平台运作模式及其优势



资料来源：健药行 365 官网，公司公告，天风证券研究所

4. 国外制剂：注射剂国际化加速推进，驱动业绩高速增长

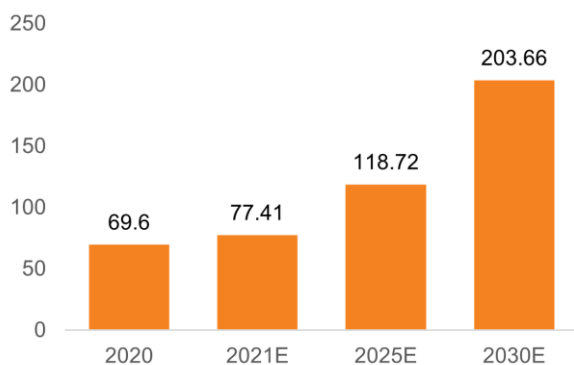
4.1. 美国仿制药注射剂市场广阔，多渠道销售分庭抗衡

仿制药注射剂优势独具，多重因素驱动市场规模持续扩张。注射剂相较于口服制剂具有作用迅速、剂量准确、不受人体消化系统影响等优势，适用于不能口服给药的病人，并且能发挥局部定位作用。仿制药具备研发时间短、资金投入少等优势，在保证疗效的同时降低患者用药成本，增加药品可及性，尤其适用于发展中国家消费者和慢性病患者，庞大的需求驱动仿制药市场规模不断增长。与此同时，仿制药开发技术进步，监管部门加快仿制药审批进程和全球仿制药注射剂企业并购增加等因素，均驱动仿制药注射剂行业迅速发展。

仿制药注射剂市场规模增长，FDA 批件数量稳中有升。根据 Precedence Research 统计和预测数据，2020 年全球仿制药注射剂市场规模 696 亿美元，2030 年预计为 2036.6 亿美元，年均复合增长率达 11.33%。据 FDA 数据显示，近十年来美国仿制药注射剂获批数量稳中有升，2012 年仿制药注射剂获批数量 81 个，2019 年以来每年获批注射剂 ANDA 批件数量约 110-130 个。

图 34：全球仿制药注射剂市场及空间预测（单位：十亿美元）

图 35：2012-2021 FDA 历年仿制药注射剂获批数量（单位：个）

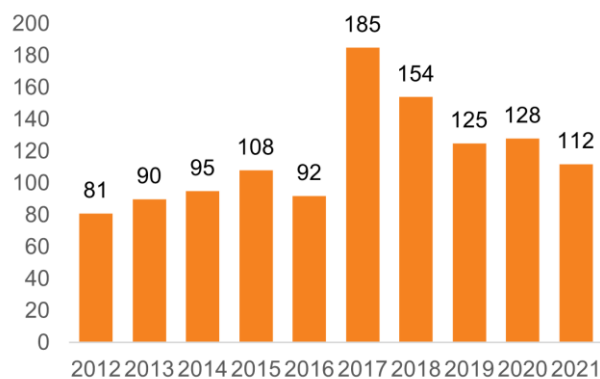


资料来源: Precedence Research, 天风证券研究所

图 36: 仿制药优势



资料来源: zionmarketresearch, 天风证券研究所



资料来源: FDA, 天风证券研究所

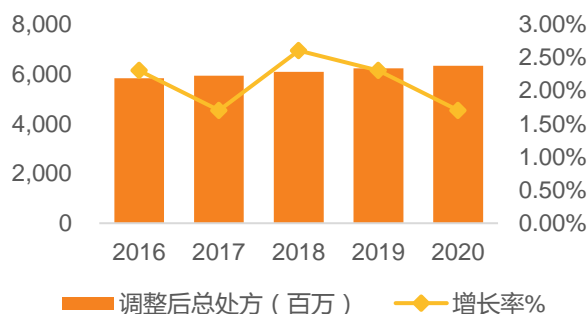
图 37: 注射剂优势



资料来源: 医学教育网, 天风证券研究所

美国医药市场逐年扩大，仿制药市占比稳步提升。美国医药市场规模保持持续扩大趋势，年均处方数量、消费总额均不断增长。根据 IQVIA 统计数据，2020 年全美医药市场消费总额达 6970 亿美元，2015 年至 2020 年 CAGR 达 5.1%；2020 年全美医药市场处方数量由 2016 年 58.21 亿增长至 2020 年 63.24 亿，CAGR 为 2.09%；药企 2020 年净利润达 3590 亿美元，过去五年间 CAGR 达 2.9%。与此同时，仿制药在处方药消费中占比逐年提升，由 2010 年 79% 提升至 2020 年 90%，部分治疗领域的仿制药消费占比达 100%；多款医疗保险支出统计结果表明，仿制药消费占比均维持在 90% 以上，最高可达 97%。我们认为，随着大批原研药专利保护到期，美国仿制药市场规模、批件数量和消费比重有望进一步提升。

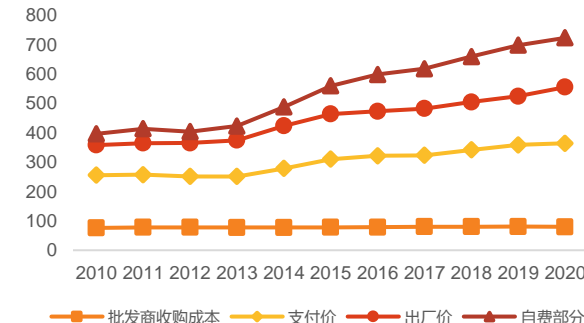
图 38: 2016-2020 美国医药市场处方数量



资料来源: IQVIA, 天风证券研究所

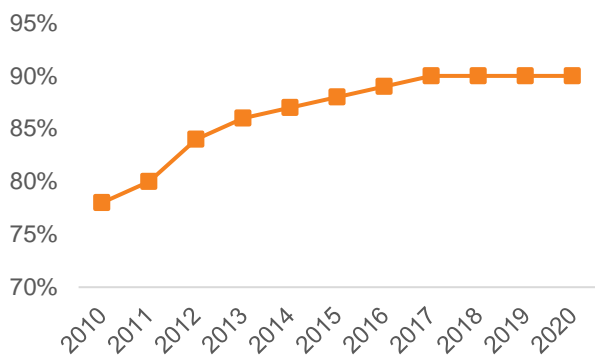
图 40: 2010-2020 仿制药占全部处方药消费比例

图 39: 2010-2020 美国医药市场消费规模 (单位: 十亿美元)

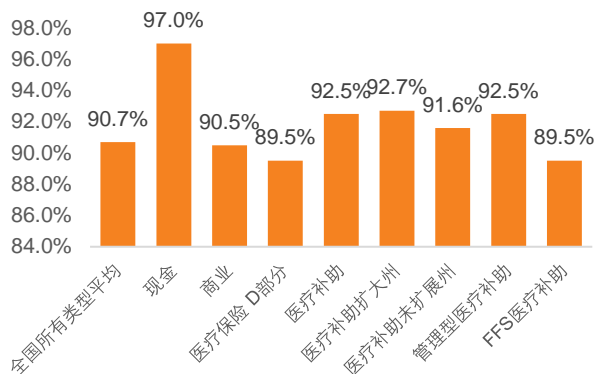


资料来源: IQVIA, 天风证券研究所

图 41: 2020 年美国不同保险类型仿制药消费占比



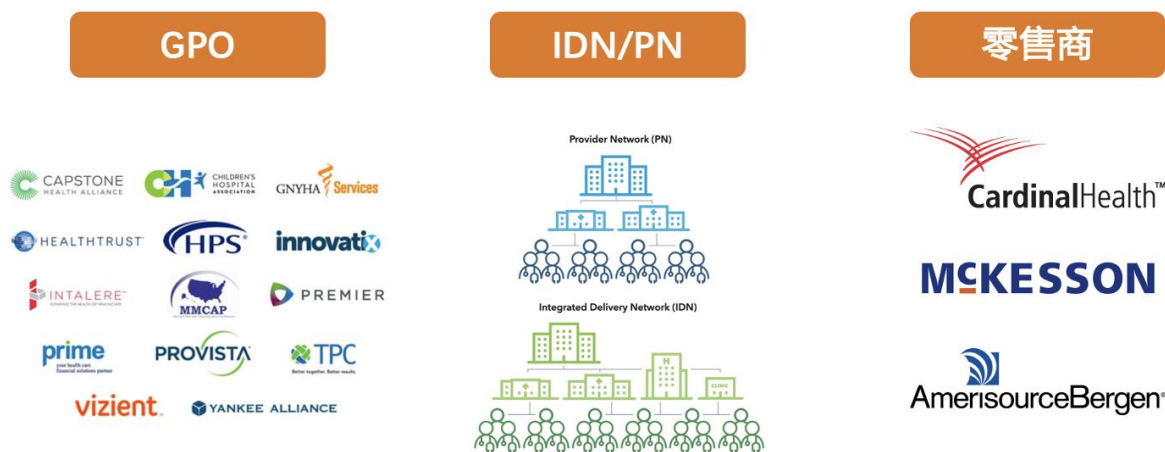
资料来源：IQVIA，天风证券研究所



资料来源：IQVIA，天风证券研究所

紧密联系三大销售渠道，持续拓展美国注射剂市场。美国药品销售主要通过 GPO、IDN/PN、零售商三大渠道进行，GPO、IDN/PN 协助医疗机构进行药品采购，是美国药品销售重要渠道，零售商主要包括 Cardinal Health、Mckesson 及 Amerisource Bergen 等三家医药零售巨头。注射剂的治疗方式相较其他剂型更为严格和复杂，通常需要在正规医疗机构接受注射，因此注射剂产品的主要销售对象为医院等医疗机构，这意味着公司拓展美国注射剂市场的关键在于同 GPO、IDN/PN 两大销售渠道建立密切联系。

图 42：美国药品主要销售渠道

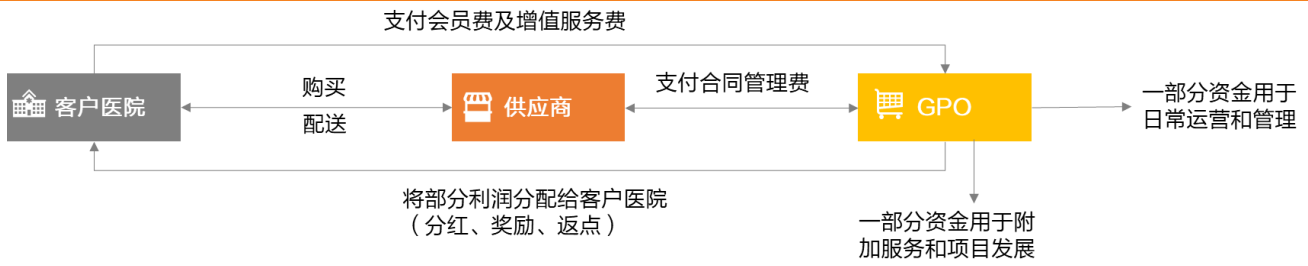


资料来源：HSCA，IQVIA，美兰创投公众号，天风证券研究所

GPO 助力客户降本增效，占据美国医药产品销售市场重要地位。GPO (group purchasing organization) 核心业务是为医疗机构采购医药及医用物品 (包括药品、医疗器械、耗材、办公用品、膳食等)，提供人力资源优化、信息分析与整合、医药供应链优化及行政压力减轻等增值服务，其招标采购流程包括获取医疗卫生机构采购需求、招标和评标、谈判、签订合同和执行采购等 5 个步骤。GPO 分别向供应商收取支付合同管理费以及向客户收取会员费和增值服务费，以维持日常运营管理与优化自身业务，部分利润还将通过分红、奖励、返点等方式返还客户，充分发挥降本增效作用。

高质量服务使得 GPO 在美国药品销售市场占据重要地位，美国共有 100 多个国家级、区域性和地方性 GPO，面向全美 7,000 多家医院和 68,000 多家长期照护机构、手术中心和诊所提供产品采购服务，98%以上的医院至少使用 1 家 GPO 服务，各医院平均使用 2-4 个。美国 GPO 每年采购总金额约为 2,100 亿美元，约占医疗机构总额度的 70%。据 2019 年 5 月美国医疗供应链协会分析，GPO 组织每年可为医疗机构节省约 341 亿美元采购费用，未来十年将节省 4,566 亿美元。

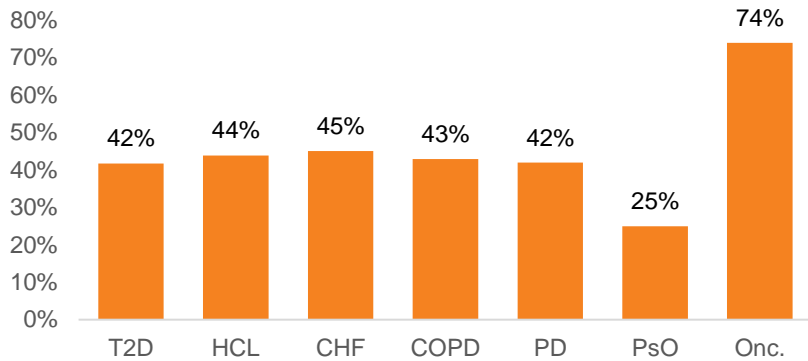
图 43：GPO 药品采购流程



资料来源：医药小白公众号，天风证券研究所

IDN/PN 专注细分疾病领域，市场占有率不断扩大。PN (provider networks) 由医疗团体、实验室及其他医疗机构组成，主要为肿瘤学、免疫学等特定疾病领域提供服务；IDN (integrated delivery networks) 组织架构与 PN 类似，包含一个或多个急诊医院相关门诊设施。近年来 IDN/PN 在美国医疗健康市场中影响力不断扩大，目前总计约有 1,000 家 IDN 组织以及数千家 PN 组织。根据 IQVIA 对美国 65 个核心统计区域的统计数据，在 II 型糖尿病 (T2D)、高胆固醇血症 (HCL)、肿瘤 (Onc.) 等疾病领域，IDN/PN 经手医疗机构采购比例均超过 40%，肿瘤领域比重更是超过 70%。

图 44：不同病症 IDN/PN 经手比例



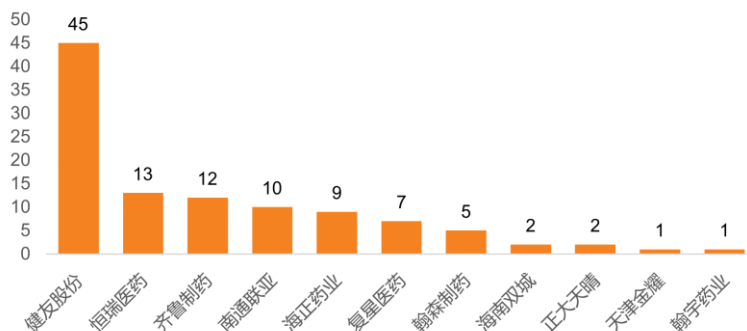
资料来源：IQVIA，天风证券研究所

注：T2D，II 型糖尿病；HCL，高胆固醇血症；CHF，充血性心力衰竭；COPD，慢性阻塞性肺疾病；PD，帕金森病；PsO，银屑病；Onc.，肿瘤

4.2. 海外无菌注射剂获批加速，高质量标准保障核心竞争力

海外仿制药注射剂批件数量位居首位。公司拥有的美国注射剂 ANDA 批件数量位居国内同类公司首位，截至 2022 年 4 月共拥有 ANDA 批件 45 个 (包括 2 个肝素制剂批件)。公司注射剂产品主要集中于肿瘤、心血管疾病、骨骼系统疾病等领域，也涉及手术麻醉、抗细菌感染、骨骼系统治疗、精神疾病治疗和造影等领域。美国地区控股子公司 Meitheal 已建立完善的销售渠道和运营渠道，非美市场采取代理模式与当地大型代理商进行合作。我们认为公司未来有望凭借无菌注射剂领域清晰的市场地位以及产品质量和营销能力持续巩固竞争壁垒，保障业绩稳定增长。

图 45：可比公司注射剂产品 ANDA 批件数量 (单位：个)



资料来源：FDA，天风证券研究所

表 6：健友股份目前获批 ADNA 注射剂（不包括两款肝素制剂）情况

| 中文名称 | 获批主体 | 获批时间 | 药品分类 | 截至 2022.04 获批实体数 | 适应症 |
|----------|-------------------|------|--------------|------------------|-------------------------------------|
| 卡铂 | Meitheal | 2005 | 抗肿瘤药 | 23 | 晚期卵巢癌、睾丸癌、头颈部癌、肺癌 |
| 盐酸托泊替康 | Meitheal | 2012 | 抗肿瘤药 | 14 | 转移性卵巢癌 |
| 苯磺酸阿曲库铵 | Meitheal | 2012 | 骨骼系统药物 | 13 | 全身麻醉期间的骨骼肌松弛 |
| 硫酸博莱霉素 | Meitheal | 2018 | 抗肿瘤药 | 9 | 广谱抗肿瘤药 |
| 比伐卢定 | 香港健友 | 2018 | 抗血栓形成药 | 12 | 不稳定性心绞痛;缺血性并发症 |
| 多西他赛 | 香港健友 | 2018 | 抗肿瘤药 | 15 | 晚期乳腺癌、卵巢癌、非小细胞肺癌 |
| 盐酸苯肾上腺素 | Meitheal | 2018 | 抗休克药物 | 21 | 外科手术延长局部时间、鼻黏膜充血消炎、眼科扩瞳以及急性低血压升压、感冒 |
| 阿糖胞苷 | Meitheal/ 香港健友 | 2018 | 抗肿瘤药 | 13 | 急性白血病；急性非淋巴细胞性白血病；慢粒白血病 |
| 盐酸右美托咪定 | 香港健友 | 2019 | 麻醉辅助药物 | 23 | 气管插管和机械通气时的镇静 |
| 左亚叶酸钙 | Meitheal | 2019 | 抗肿瘤药 | 10 | 胃癌、结直肠癌 |
| 苯磺酸西沙曲库铵 | Meitheal | 2019 | 骨骼系统药物 | 12 | 骨骼肌松弛 |
| 白消安 | Meitheal | 2020 | 抗肿瘤药 | 14 | 慢性粒细胞白血病的慢性期；原发性血小板增多症 |
| 度骨化醇 | Meitheal | 2020 | 化药 | 14 | 用于治疗对长期接受透析治疗继发性甲状旁腺功能亢进的患者。 |
| 乳酸米力农 | Meitheal | 2020 | 心脏治疗药 | 16 | 急、慢性顽固性充血性心力衰竭 |
| 盐酸吉西他滨 | Meitheal | 2020 | 抗肿瘤药 | 18 | 非小细胞肺癌、胰腺癌、膀胱癌、乳腺癌 |
| 阿扎胞苷 | Meitheal | 2020 | 抗肿瘤药 | 12 | 急性髓系白血病，骨髓增生异常综合症 |
| 达克霉素 | Meitheal | 2020 | 抗肿瘤药 | 7 | 恶性葡萄胎、细胞瘤、何杰金氏病、睾丸肿瘤、横纹肌肉瘤 |
| 氯法拉滨 | Meitheal | 2020 | 化药 | 11 | 1-21 岁复发性或难治性急性淋巴细胞白血病 |
| 格隆溴铵 | Meitheal | 2021 | 用于阻塞性气道疾病的药物 | 45 | 胃溃疡，十二指肠溃疡 |
| 氟哌啶醇癸酸酯 | Meitheal | 2021 | 精神疾病用药 | 11 | 急、慢性精神病的维持治疗 |
| 异硫丹蓝 | Meitheal | 2021 | 化药 | 6 | 乳腺癌前哨淋巴结活检 |
| 甲硫酸新斯的明 | Meitheal | 2021 | 化药 | 14 | 重症肌无力，术后残留肌松作用，术后功能性肠胀气及尿潴留 |
| 替加环素 | Meitheal | 2021 | 抗生素 | 9 | 金黄色葡萄球菌和鲍曼不动杆菌感染 |
| 盐酸美法仑 | Meitheal | 2021 | 抗肿瘤药 | 16 | 多发性骨髓瘤 |
| 达托霉素 | Meitheal | 2021 | 抗生素 | 17 | 菌血症、感染性心内膜炎、复杂皮肤软组织感染 |
| 卡莫司汀 | Meitheal | 2021 | 抗肿瘤药 | 8 | 对脑转移瘤和脑膜白血病、恶性淋巴瘤、多发性骨髓瘤有效 |
| 地西他滨 | Meitheal | 2021 | 抗肿瘤药 | 19 | 骨髓增生异常综合症、中危-1、中危-2 及高危等级的 MDS |
| 霉酚酸酯盐酸盐 | Meitheal | 2021 | 化药 | 7 | 器官排斥反应的预防用药 |
| 氯化琥珀胆碱 | 香港健友 | 2021 | 骨骼系统药物 | 25 | 去极化型骨骼肌松弛药 |
| 呋塞米 | 香港健友 | 2022 | 利尿药 | 26 | 水肿性疾病包括充血性心力衰竭、肝硬化、肾脏疾病 |
| 瑞加诺生 | 香港健友 | 2022 | 负荷药物 | 5 | 放射性核素心肌灌注显像（MPI） |

资料来源：FDA 橙皮书，药品通，Chemical Book，公司公告等，天风证券研究所

无菌注射剂质量要求高，企业技术壁垒高。注射剂是直接注入人体组织或血管等部位的灭菌制剂，其优势在于吸收快且作用迅速，但也意味着较高的临床风险，其无菌保障水平直接关系到患者的生命安全，需严格控制工艺过程和产品质量。FDA 监管要求无菌注射剂产品除进行灭菌或无菌工艺验证外，还需提供保持时间、无菌物料和产品的设备、部件、容器密封和包装密封等灭菌验证，以充分证明生产过程及产品有效期内无菌保障水平，对相关生产企业工艺和技术水平要求较高。

注射剂生产线多次通过监管核查，高质量标准保障核心竞争力。公司拥有一批在全球有知名度华裔 FDA 质量专家，通过持续跟踪国际优质客户的质量要求，建立高标准质量管理体系，不断提高市场竞争力。公司已完全掌握全封闭隔离技术和多品种配液技术等高端制剂生产技术，是国内少数几个掌握此技术的高技术企业之一；目前拥有的四条无菌注射剂产线和冻干线均已通过 FDA 认证；子公司健进制药是中国首批通过美国 FDA 认证的无菌制剂企业，公司南京研发中心也是中国首批通过美国 FDA 认证的无菌制剂研发机构。

表 7：健友股份及其子公司制剂业务历次通过 FDA 等认证检查情况

| 时间 | 获批药监局 | 具体内容 |
|--------|--------|-----------------------------|
| 2012 年 | 美国 FDA | 子公司健进制药通过美国 FDA 批准前检查 (PAI) |
| 2013 年 | 美国 FDA | 子公司健进制药获得 FDA 批准证书 (EIR) |
| 2015 年 | 美国 FDA | 健友股份通过 FDA 对制剂厂 GMP 检查 |
| 2016 年 | 墨西哥 | 健友股份获得墨西哥官方授予的 GMP 证书 |
| | 美国 FDA | 子公司健进制药研发中心零缺陷通过美国 FDA 认证检查 |
| 2017 年 | 美国 FDA | 子公司健进制药通过 FDA 例行检查 |
| 2019 年 | 美国 FDA | 子公司健进制药零缺陷通过 FDA 现场检查 |

资料来源：公司公告，成都健进官网，天风证券研究所

多次融资促进产能扩张，助力制剂业务快速发展。公司于 2020 年 4 月与 12 月两次发行可转化债券，分别募资 5.03 亿元、7.80 亿元，用于仿制药注射剂业务发展和流动资金补充。其中，高端制剂预灌封生产线项目拟投资 4.26 亿元，项目建设期 24 个月，预计 2021 年 12 月完工；高效智能化高端药品制剂生产线建设项目拟投资 9.53 亿元，项目建设期 36 个月，预计 2023 年建成投产。

公司新厂区产能建设主要用于制剂（包括肝素制剂及仿制药制剂）业务布局：①肝素钠新建及技改项目等项目完成建设后，可实现肝素制剂年产量 18,000 万支，为肝素制剂业务提供有力支撑；②新厂区研发中心建设项目已完成建设，可承接小容量注射剂中试、冻干剂中试以及液体制剂研发和配套分析检验等工作；③高效智能化生产线项目对标新版 GMP 标准、FDA 标准、欧盟 CEP 等国际标准，为高端仿制药类药品提供新产能支持，覆盖抗生素药物、泌尿系统药物、麻醉药、抗凝血药等高附加值注射剂产品，预计年产能超过 4900 万支。我们认为随着公司产能逐步释放，将为公司业务发展提供强有力支撑。

表 8：制剂业务产能及在建产能情况（新厂区）

| 项目名称 | 生产线 | 产品名称 | 产能规模 | 建设情况 |
|---------------------------|-------------------|--------------------------------|-------------|-------|
| 肝素钠新建及技改项目 | 精品肝素钠制剂生产线 | 精品肝素钠制剂 | 5000 万支/a | 已建在生产 |
| | 依诺肝素钠制剂生产线 | 依诺肝素钠制剂 | 10000 万支/a | |
| 肝素钠制剂产能扩大项目 | 1ml 标准肝素钠西林瓶生产线 | 1ml 标准肝素钠西林瓶 | 1800 万支/a | 已建在生产 |
| | 10ml 标准肝素钠西林瓶生产线 | 10ml 标准肝素钠西林瓶 | 700 万支/a | |
| | 0.4ml 那曲肝素钙西林瓶生产线 | 0.4ml 那曲肝素钙西林瓶 | 500 万支/a | |
| 肝素制剂合计产能：18000 万支 /a | | | | |
| 研究中心建设项目 | 研发中心 | 小容量注射剂中试、冻干剂中试、液体制剂研发、配套的分析检验室 | / | 已建在生产 |
| 高端制剂预灌封生产线项目 | 0.4ml 依诺肝素钠注射剂生产线 | 0.4ml 依诺肝素钠注射剂 | 12000 万支/a | 在建 |
| | 隔离器卡式瓶生产线 | 注射剂 | 1400 万支/a | |
| 高效智能化高端药品制剂生产线建设项目 | 隔离器西林瓶水针生产线 | 注射剂 | 1959.01 支/a | 在建 |
| | 隔离器西林瓶冻干生产线 | 注射剂 | 147.41 万支/a | |
| | RABS1 西林瓶水针生产线 | 注射剂 | 746.88 万支/a | |
| | RABS2 西林瓶水针生产线 | 注射剂 | 654.15 万支/a | |
| 高端制剂生产线产能合计：16907.18 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境影响报告表》，南京市江北新区管理委员会网站，天风证券研究所

表 9：公司历次可转债发行募集资金用途

| 项目名称 | 投资总额 (万元) | 拟投入募集资金 (万元) |
|--------------------|-----------|--------------|
| 发行可转换债券 | | |
| 2020 年 4 月 | | |
| 高端制剂预灌封生产线项目 | 42621.87 | 12509.00 |
| 抗肿瘤产品技改扩能项目 | 28191.22 | 22810.00 |
| 补充流动资金 | 15000.00 | 15000.00 |
| 合计 | 85813.09 | 50319.00 |
| 发行可转换债券 | | |
| 2020 年 12 月 | | |
| 高效智能化高端药品制剂生产线建设项目 | 95352.30 | 57000.00 |
| 补充流动资金 | 21000.00 | 21000.00 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.3. 美国 Meitheal+中国健进，助力注射剂业务腾飞

收购 Meitheal 拓宽产品管线与销售渠道，加速美国注射剂市场布局。 Meitheal Pharmaceuticals 成立于 2016 年 12 月，专注于北美市场仿制药注射剂产品的开发、制造、采购和销售。2019 年 7 月，公司斥资 9,500 万美元收购 Meitheal 83.33% 股权，交易完成后 Meitheal 成为香港健友控股子公司。截至 2019 年 6 月被收购前，Meitheal 拥有包括卡铂、奥沙利铂、阿曲库铵等 9 款上市产品，覆盖抗感染、抗肿瘤和手术麻醉等多个临床领域，覆盖单剂量及多剂量小瓶、即用型预充式注射器及预混袋等多种剂型。与此同时，Meitheal 还拥有 49 款处于研发阶段的产品以及 24 款处于审核阶段的产品，产品管线储备丰富。

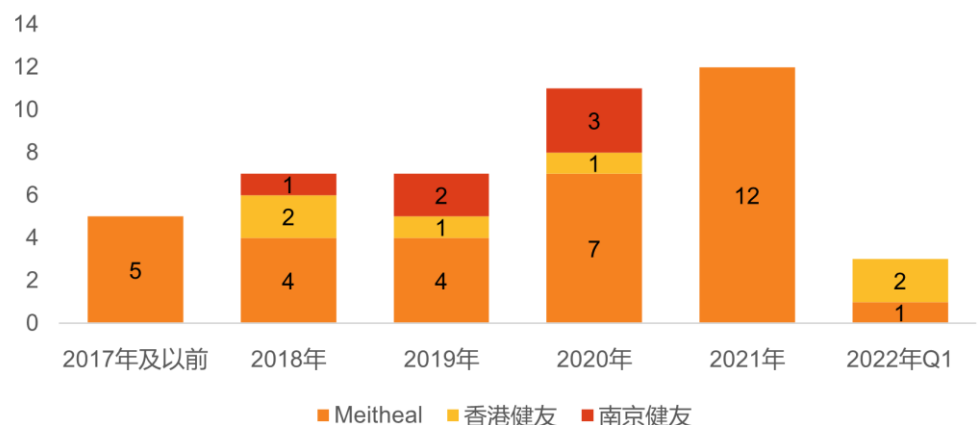
表 10: Meitheal 被收购前的 9 款上市产品

| 中文名 | 英文名 | 治疗分类 |
|----------|--|------|
| 卡铂 | CARBOplatin Injection | 抗肿瘤类 |
| 奥沙利铂 | Oxaliplatin Injection | 抗肿瘤类 |
| 博来霉素 | Bleomycin for Injection | 抗肿瘤类 |
| 阿糖胞苷 | Cytarabine Injection | 抗肿瘤类 |
| 吉西他滨 | Gemcitabine for Injection | 抗肿瘤类 |
| 阿曲库铵 | Atracurium Besylate Injection | 麻醉类 |
| 美索巴莫 | Methocarbamol | 麻醉类 |
| 氨苄西林/舒巴坦 | Ampicillin and Sulbactam for Injection | 抗感染类 |
| 头孢吡肟 | Cefepime for Injection | 抗感染类 |

资料来源：Meitheal 官网，天风证券研究所

专业研发团队扎根美国市场，强化产品申报注册能力。 Meitheal 作为本土企业能够充分把握美国医药市场需求，叠加对于产品竞争格局与研发难度的综合判断，提升公司产品选择的有效性，实现产品高效研发。在注册申报阶段，Meitheal 拥有丰富的仿制药注射剂申报经验，结合 FDA 最新规范、检测标准、创新性技术等协助公司构建注册知识体系，提升审批过程中与 FDA 的互动效率，强化美国产品申报注册能力。随着中美研发、注册、生产团队协同作用加强，公司产品的研发、注册效率显著提高，ANDA 批件数量显著增加，2019、2020 和 2021 年获批数分别为 7、11 和 12 个，截至 2022 年 4 月份，公司再次获得 3 个 ANDA 批件。

图 46: 健友股份各子公司历年 ANDA 批件数量 (单位: 个)



资料来源：FDA，天风证券研究所

丰富销售渠道和运营经验，铸就核心竞争优势。 Meitheal 在美国当地拥有经验丰富销售团队和制剂终端市场优质客户资源，与 GPO、IDN/PN、大型零售企业建立紧密商务合作

关系，运用本土化营销思维助力公司开拓美国制剂市场，在产品研发阶段即可依托 Meitheal 品牌优势，提前布局销售网络与获取客户资源，占据先发优势。与此同时，Meitheal 助力公司加强与医药集中采购组织的联系，强化招标信息搜索与跟进，为公司提供更多医药投标参与机会，扩大制剂产品在美国市场的渗透率。我们认为，以健友股份产业化能力与资本实力为基础，辅以 Meitheal 在美国市场的销售网络与客户资源，或将有效加速公司美国市场布局，共同推动公司业务国际化进程。

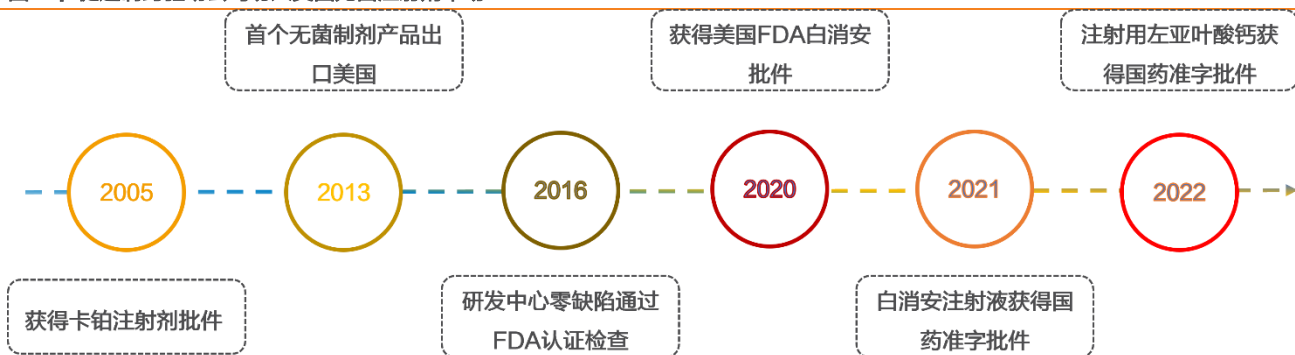
图 47：Meitheal 全方位助力拓宽美国无菌注射剂市场



资料来源：公司公告，天风证券研究所

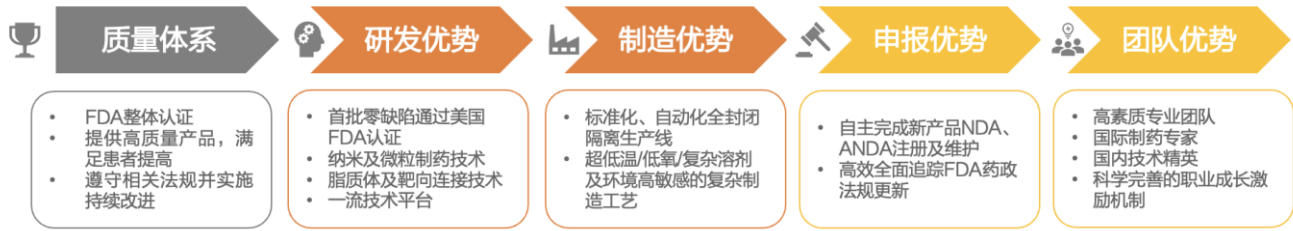
国内首批通过 FDA 认证，快速切入美国无菌注射剂市场。健进制药有限公司（原名赛进中国）成立于 2006 年，由 Sagent（占股 50%）和康弘科技共同成立，是 Sagent 中国区药品生产基地。健进制药成立之初便以国际化标准建立质量体系，成为国内首批通过美国 FDA 认证的无菌制剂研发企业，2013 年首个无菌制剂产品作为中国同类首批产品直销美国。为弥补高标准制剂产能与制剂品种不足问题，公司于 2016 年 3 月出资 50 万美元向 Segent 收购健进制药全部股权，同时获得卡铂及苯磺酸阿曲库铵 ANDA 批件。作为公司两大生产基地之一（另一个为南京健友），健进制药注射剂产品研发与申报捷报频传，白消安注射剂于 2020 年获得美国 FDA 批件，2021 年获得国药准字批件，注射用左亚叶酸钙也于 2022 年 1 月获 NMPA 批准上市。

图 48：健进制药驱动公司切入美国无菌注射剂市场



资料来源：公司招股说明书、公告，天风证券研究所

图 49：健进制药注射剂业务多维度优势

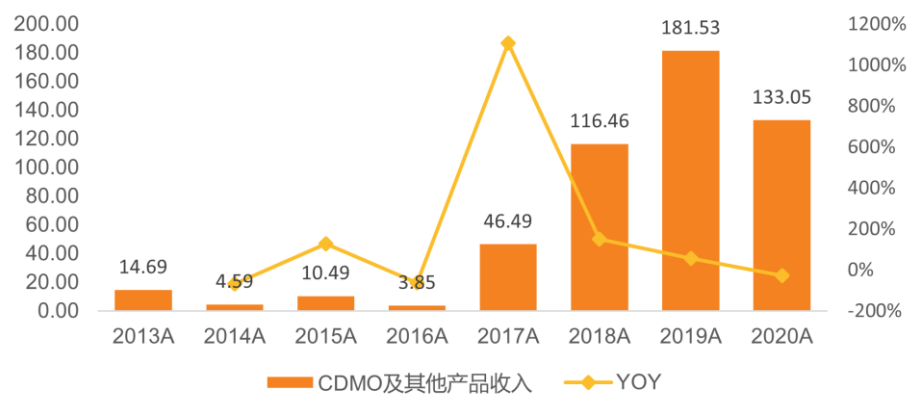


资料来源：成都健进官网，天风证券研究所

5. CDMO 业务：布局小分子+大分子领域，外包业务未来可期

得益于高质量研发与合规生产能力，公司 CDMO 业务快速发展。在小分子化药无菌制剂领域，公司面向全球客户提供制剂端一站式 CDMO 服务。凭借十余年国际高标准合规保障下的无菌制剂研发和制造经验，公司能够为客户解决质量规范差异带来的全球市场进入和国际竞争参与障碍，以项目组为核心提供定制化研发、申报、生产和销售服务。依托先进工艺研发能力与合规生产能力推动，公司 CDMO 业务不断突破，并于 2017 年开始加速发展，板块营收从 2017 年 0.46 亿元增长至 2019 年 1.82 亿元，CAGR 达 97.6%，2020 年受新冠疫情等因素影响，营收下滑至 1.33 亿。我们认为，国际市场的快速突破已充分证明公司拥有符合法规和市场合规要求的领先研发生产能力，也将有望通过 CDMO 服务助力全球客户加速管线研发进程。

图 50：公司历年 CDMO 营业收入（单位：百万元）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

泰泽惠康大分子 CDMO 合作项目落地。2021 年 7 月，公司子公司健进制药有限公司与泰泽惠康签署创新生物大分子药物 CDMO 战略合作协议，健进制药将为泰泽惠康的单抗类创新药 TWP-101 提供从原液到商业化制剂产品生产服务，合同金额不超过约 1.7 亿元。TWP-101 主要适用于移行细胞癌、IV 期黑色素瘤以及晚期实体瘤等适应症，目前处于临床 I 期试验阶段，预计健进制药将于 2022 年中为其提供商业化规模条件下临床 III 期样品服务。我们认为，与泰泽惠康的合作标志着公司正式进军生物大分子 CDMO 业务，与原有小分子化学药无菌制剂 CDMO 业务形成合力，有望为公司未来快速发展提供新驱动力。

表 11：泰泽惠康全球在研药品情况

| 药物名称 | 药物类型 | 作用靶点 | 适应症 | 研发阶段 |
|---------|-----------|------|----------------------|--------|
| TWP-101 | 生物药>单克隆抗体 | / | 移行细胞癌；IV 期黑色素瘤；晚期实体瘤 | 临床 I 期 |
| TWP-201 | 生物药>激素类 | FSHR | 女性不育 | 临床前 |
| TWP-102 | 生物药 | / | 癌症 | 临床前 |

资料来源：药智网，天风证券研究所

6. 盈利预测和估值

6.1. 盈利预测与关键假设

关键假设：

公司整体营收保持快速增长，2018-2020 年 CAGR 为 30.93%；2021 年第三季度营业收入同比增长 28.81%，增速较 2020 年有所提升。制剂业务是公司目前业绩增长创新驱动力量，业务占比不断提升，2017-2020 年占比分别为 9.88%、23.43%、30.85%、50.57%。国外制剂方面，收购成都健进与 Meitheal 迅速切入美国仿制药注射剂市场，Meitheal 作为美国本土制药公司，在产品的设计、研发、审批以及销售等多个角度贴合美国市场，促进公司仿制药注射剂市占率不断提升。国内制剂业务，“中美双报”与“中标集采”迅速打开国内市场，8 款注射剂产品视同通过一致性评价，其中 2 款中标第五批全国集采；依托创新性 365 销售平台，利用互联网技术为公司决策提供重要一线数据，助力国内注射剂市场拓展。

肝素原料药板块，公司重视原料药生产过程中的质量把控，多次顺利通过各国药监局认证，与国际主流肝素制剂公司建立长期合作关系；肝素制剂板块，国内依诺肝素/那屈肝素/达肝素制剂的市占率分别为 5.00%/7.24%/32.00%，随着肝素应用场景不断丰富，叠加公司高质量一体化肝素业务布局，肝素业务有望维持稳定增长。CDMO 业务板块发展迅速，2021 年 7 月公司与泰泽惠康合作，标志着从小分子化学药无菌制剂 CDMO 板块，进入大分子生物药原液+制剂 CDMO 全产业链赛道，依托公司多年全球化研发、生产经验及质量体系优势，预计未来公司 CDMO 业务占比有望不断提升。综上所述，我们预计公司 2021-2023 年收入增速分别为 33.42%/32.89%/31.96%。

表 12：公司盈利预测

| 单位：百万元 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 1,700.33 | 2,469.67 | 2,914.88 | 3,888.93 | 5,167.84 | 6,819.43 |
| YOY | 52.81% | 45.25% | 18.03% | 33.42% | 32.89% | 31.96% |
| 归母净利润 | 424.55 | 604.96 | 806.12 | 1,103.16 | 1,482.82 | 1,975.76 |
| YOY | 35.11% | 42.50% | 33.25% | 36.85% | 34.42% | 33.24% |
| 制剂业务 | | | | | | |
| 收入 | 398.42 | 761.91 | 1,474.12 | 2,176.66 | 3,131.53 | 4,377.71 |
| YOY | 262.43% | 91.23% | 93.48% | 47.66% | 43.87% | 39.79% |
| 国内制剂 | 357.51 | 514.32 | 817.97 | 1,112.84 | 1,423.79 | 1,738.97 |
| YOY | 228.72% | 43.86% | 59.04% | 36.05% | 27.94% | 22.14% |
| 国外制剂 | 40.91 | 247.59 | 656.15 | 1,063.82 | 1,707.74 | 2,638.74 |
| YOY | 14.96% | 505.21% | 165.01% | 62.13% | 60.53% | 54.52% |
| 肝素原料药 | | | | | | |
| 收入 | 1,183.74 | 1,523.87 | 1,304.15 | 1,461.49 | 1,631.25 | 1,858.51 |
| YOY | 28.83% | 28.73% | -14.42% | 12.06% | 11.62% | 13.93% |
| CDMO 业务 | | | | | | |
| 收入 | 116.46 | 181.53 | 133.05 | 248.24 | 402.24 | 580.24 |
| YOY | 150.51% | 55.87% | -26.71% | 86.58% | 62.04% | 44.25% |
| 其他收入 | | | | | | |
| 收入 | 1.71 | 2.37 | 3.55 | 2.54 | 2.82 | 2.97 |
| YOY | -95.44% | 38.60% | 49.79% | -28.36% | 10.92% | 5.33% |

盈利预测：

我们预计公司 2021-2023 年总体收入分别为 38.89/51.68/68.19 亿元，同比增长分别为 33.42%/32.89%/31.96%；归属于上市公司股东的净利润分别为 11.03/14.83/19.76 亿元，EPS 分别为 0.89/1.19/1.59 元。

6.2. 估值与投资评级

采用可比公司估值法对公司进行估值，公司主营业务为肝素原料药及相关注射剂制剂生产销售，根据业务定位，将国内相关公司作为可比公司，包括博瑞医药（原料药与制剂）、东诚药业（肝素钠及制剂产品等）、普利制药（仿制药注射剂等产品）。公司肝素业务板块已覆盖产业链中游原料药及下游制剂各个环节，是国内肝素业务龙头企业；制剂板块

的质量、注册、销售三重护城河优势共同铸就制剂业务竞争壁垒；小分子 CDMO 业务与生物大分子原液+制剂 CDMO 服务形成合力，有望成为公司未来快速发展的创新驱动力量。因此，参考可比公司估值，对应 2022 年归母净利润，给予公司 PE 30.76 倍，目标价 36.60 元。

表 13：可比公司估值

| 公司简称 | 收盘价 | 目前市值 | 净利润（亿元） | | | | PE(X) | | | |
|--------|------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 博瑞医药 | 20.7 | 84.8 | 1.7 | 2.4 | 3.3 | 4.6 | 49.9 | 34.8 | 25.9 | 18.9 |
| 东诚药业 | 11.2 | 89.8 | 4.2 | 3.9 | 5.0 | 6.7 | 21.5 | 22.9 | 17.8 | 13.8 |
| 普利制药 | 25.9 | 113.0 | 4.1 | 4.1 | 7.4 | 10.0 | 27.7 | 27.5 | 15.3 | 12.3 |
| 奥翔药业 | 65.1 | 186.9 | 0.9 | 1.5 | 2.2 | 3.2 | 215.3 | 128.1 | 83.6 | 58.7 |
| 可比公司平均 | | 87.3 | 3.3 | 3.5 | 5.3 | 7.1 | 78.6 | 53.3 | 35.7 | 25.6 |

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：预测数据来源为万得一致预期，收盘价及总市值为 2022 年 4 月 22 日收盘数据。

7. 风险提示

原材料价格上涨风险：肝素粗品等原材料是公司产品主要成本构成，原材料价格波动将对公司生产成本及业务利润造成较大影响。

下游需求波动风险：肝素原料药及制剂产品价格存在波动，价格下降将影响公司整体收入及盈利能力。

无菌注射剂开发与审批波动风险：公司无菌注射剂业务处于上升阶段，如果新产品开发或审批阶段出现问题，公司长期业绩增长将受到影响。

订单波动性风险：公司 CDMO 业务以承接药企的研发生产订单为创收来源，药企的研发意愿与外包意愿将带来公司订单的波动。

新药研发、上市进度不及预期风险：创新药项目的研发与上市具有很大的不确定性，公司 CDMO 业务会间接承担项目进度不及预期带来的波动。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 364.16 | 493.55 | 311.11 | 413.43 | 545.55 |
| 应收票据及应收账款 | 407.75 | 788.11 | 1,048.33 | 1,392.04 | 1,828.25 |
| 预付账款 | 64.36 | 21.17 | 107.20 | 69.23 | 155.89 |
| 存货 | 3,273.86 | 4,457.42 | 3,303.39 | 7,863.63 | 6,348.44 |
| 其他 | 178.65 | 1,007.84 | 4,213.95 | 2,058.18 | 5,543.21 |
| 流动资产合计 | 4,288.78 | 6,768.09 | 8,983.99 | 11,796.50 | 14,421.34 |
| 长期股权投资 | 0.94 | 3.26 | 3.26 | 3.26 | 3.26 |
| 固定资产 | 417.59 | 433.15 | 361.25 | 289.34 | 217.44 |
| 在建工程 | 64.00 | 99.68 | 99.68 | 99.68 | 99.68 |
| 无形资产 | 125.03 | 159.12 | 143.52 | 127.91 | 112.30 |
| 其他 | 182.08 | 257.05 | 187.71 | 205.84 | 216.43 |
| 非流动资产合计 | 789.64 | 952.27 | 795.42 | 726.03 | 649.11 |
| 资产总计 | 5,078.42 | 7,720.36 | 9,779.41 | 12,522.53 | 15,070.45 |
| 短期借款 | 1,368.37 | 2,132.43 | 3,398.74 | 4,528.23 | 4,912.32 |
| 应付票据及应付账款 | 487.67 | 502.22 | 827.71 | 948.23 | 1,450.12 |
| 其他 | 177.27 | 169.37 | 208.27 | 276.48 | 344.53 |
| 流动负债合计 | 2,033.31 | 2,804.02 | 4,434.71 | 5,752.95 | 6,706.97 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 103.97 | 294.24 | 185.56 |
| 应付债券 | 0.00 | 1,125.42 | 375.14 | 500.19 | 666.91 |
| 其他 | 41.02 | 44.32 | 39.71 | 41.68 | 41.90 |
| 非流动负债合计 | 41.02 | 1,169.74 | 518.82 | 836.11 | 894.38 |
| 负债合计 | 2,074.33 | 3,973.76 | 4,953.53 | 6,589.06 | 7,601.36 |
| 少数股东权益 | 37.60 | 22.12 | 12.30 | (0.63) | (18.62) |
| 股本 | 718.47 | 934.16 | 1,243.60 | 1,243.60 | 1,243.60 |
| 资本公积 | 356.37 | 157.77 | 206.61 | 206.61 | 206.61 |
| 留存收益 | 1,894.59 | 2,485.14 | 3,321.41 | 4,422.44 | 5,954.58 |
| 其他 | (2.94) | 145.36 | 41.95 | 61.46 | 82.92 |
| 股东权益合计 | 3,004.09 | 3,746.60 | 4,825.88 | 5,933.47 | 7,469.09 |
| 负债和股东权益总计 | 5,078.42 | 7,720.36 | 9,779.41 | 12,522.53 | 15,070.45 |

| 现金流量表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 606.24 | 796.65 | 1,103.16 | 1,482.82 | 1,975.76 |
| 折旧摊销 | 45.19 | 84.77 | 87.51 | 87.51 | 87.51 |
| 财务费用 | 18.41 | 65.14 | 91.27 | 135.64 | 161.47 |
| 投资损失 | (10.69) | (10.55) | (10.16) | (10.16) | (10.16) |
| 营运资金变动 | (1,428.55) | (1,630.76) | (2,021.26) | (2,587.34) | (2,003.33) |
| 其它 | (71.99) | 128.90 | (62.96) | (67.69) | (93.02) |
| 经营活动现金流 | (841.38) | (565.85) | (812.43) | (959.21) | 118.23 |
| 资本支出 | 222.32 | 160.77 | 4.61 | (1.97) | (0.22) |
| 长期投资 | (2.90) | 2.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (373.04) | (1,335.88) | 105.55 | 112.13 | 150.38 |
| 投资活动现金流 | (153.62) | (1,172.79) | 110.16 | 110.16 | 150.16 |
| 债权融资 | 1,032.29 | 1,831.91 | 528.72 | 1,309.17 | 280.68 |
| 股权融资 | (192.26) | 24.99 | (8.89) | (357.81) | (416.94) |
| 其他 | 111.35 | 116.40 | (0.00) | (0.00) | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | 951.38 | 1,973.30 | 519.84 | 951.36 | (136.26) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (43.62) | 234.66 | (182.44) | 102.31 | 132.13 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 2,469.67 | 2,914.88 | 3,888.93 | 5,167.84 | 6,819.43 |
| 营业成本 | 1,204.33 | 1,196.27 | 1,597.01 | 2,139.10 | 2,881.75 |
| 营业税金及附加 | 4.12 | 4.92 | 7.40 | 9.84 | 12.98 |
| 营业费用 | 358.28 | 446.19 | 577.51 | 736.73 | 913.85 |
| 管理费用 | 61.02 | 103.90 | 121.99 | 157.24 | 201.27 |
| 研发费用 | 166.35 | 187.53 | 247.86 | 336.64 | 439.20 |
| 财务费用 | 16.13 | 57.57 | 91.27 | 135.64 | 161.47 |
| 资产减值损失 | (2.76) | (52.00) | (9.80) | (2.43) | (0.60) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.40 | (50.00) | (50.28) | (69.82) |
| 投资净收益 | 10.69 | 10.16 | 10.16 | 10.16 | 10.16 |
| 其他 | (16.13) | 82.95 | 0.00 | (0.00) | 0.00 |
| 营业利润 | 667.64 | 876.98 | 1,196.25 | 1,610.10 | 2,148.66 |
| 营业外收入 | 12.79 | 37.82 | 15.49 | 18.35 | 21.11 |
| 营业外支出 | 0.07 | 0.17 | 0.41 | 0.22 | 0.26 |
| 利润总额 | 680.37 | 914.63 | 1,211.34 | 1,628.23 | 2,169.51 |
| 所得税 | 74.12 | 117.98 | 121.13 | 162.82 | 216.95 |
| 净利润 | 606.24 | 796.65 | 1,090.20 | 1,465.41 | 1,952.56 |
| 少数股东损益 | 1.28 | (9.47) | (12.96) | (17.42) | (23.20) |
| 归属于母公司净利润 | 604.96 | 806.12 | 1,103.16 | 1,482.82 | 1,975.76 |
| 每股收益(元) | 0.49 | 0.65 | 0.89 | 1.19 | 1.59 |

| 主要财务比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 45.25% | 18.03% | 33.42% | 32.89% | 31.96% |
| 营业利润 | 45.00% | 31.36% | 36.41% | 34.60% | 33.45% |
| 归属于母公司净利润 | 42.50% | 33.25% | 36.85% | 34.42% | 33.24% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 51.24% | 58.96% | 58.93% | 58.61% | 57.74% |
| 净利率 | 24.50% | 27.66% | 28.37% | 28.69% | 28.97% |
| ROE | 20.39% | 21.66% | 22.92% | 24.99% | 26.39% |
| ROIC | 26.60% | 20.90% | 20.98% | 20.87% | 20.77% |

| 偿债能力 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 40.85% | 51.50% | 50.65% | 52.62% | 50.44% |
| 净负债率 | 33.43% | 73.82% | 73.91% | 82.74% | 69.88% |
| 流动比率 | 2.11 | 2.41 | 2.03 | 2.05 | 2.15 |
| 速动比率 | 0.50 | 0.82 | 1.28 | 0.68 | 1.20 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 8.26 | 4.87 | 4.24 | 4.24 | 4.24 |
| 存货周转率 | 0.95 | 0.75 | 1.00 | 0.93 | 0.96 |
| 总资产周转率 | 0.58 | 0.46 | 0.44 | 0.46 | 0.49 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.49 | 0.65 | 0.89 | 1.19 | 1.59 |
| 每股经营现金流 | -0.68 | -0.46 | -0.65 | -0.77 | 0.10 |
| 每股净资产 | 2.39 | 2.99 | 3.87 | 4.77 | 6.02 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 54.89 | 41.19 | 30.10 | 22.39 | 16.81 |
| 市净率 | 11.19 | 8.92 | 6.90 | 5.60 | 4.43 |
| EV/EBITDA | 34.24 | 26.66 | 25.75 | 20.28 | 15.69 |
| EV/EBIT | 36.04 | 28.52 | 27.48 | 21.29 | 16.28 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |