

干红制药 (002550)

证券研究报告

2024年01月31日

深耕肝素产业链，创新研发卓有成效

报告摘要

干红制药是国内生化制药行业多糖类和蛋白酶类药品的龙头生产经营企业，也是目前国内为数不多的涵盖肝素全产业链的药品生产企业。公司主要产品为活性酶和多糖类两大系列生化药物。其中活性酶品种主要有胰激肽原酶系列、门冬酰胺酶系列、复方消化酶胶囊 II；多糖类品种主要有肝素钠及低分子肝素类系列品种。

投资要点

● 肝素出口价格低位，未来或有望筑底反转

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。肝素原料药出口价格由 2021 年 6 月 1.58 万美元/千克回落至 2023 年 11 月 0.61 万美元/千克。我们认为当前肝素原料药出口价格处于历史低位，未来或有望筑底反转。

● 肝素全产业链布局，公司库存较低更好发力

公司与牧原股份共同投资成立合资公司河南干牧，布局肝素全产业链。2023H1 公司整体存货为 7.66 亿元，处于同业公司低位。从库存结构上看，公司原材料绝对金额为 4 亿元，低于同业公司绝对额水平，未来原材料储备空间较大，在上游原材料低价时期更好发力。

● 创新转型卓有成效，CDK9 抑制剂研发领先

公司创新转型卓有成效，在新药研发上，目前已有四条在研管线进入临床阶段。在研产品 QHRD107（适应症为急性髓系白血病）作为公司率先研发的 CDK9 激酶抑制剂类小分子一类新药，目前 II 期临床已完成数例患者入组。该产品有望为患者提供更丰富的治疗选择，我们认为公司该管线或具有较好的市场潜力。

盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年总体收入分别为 19.65/21.66/24.93 亿元，同比增长分别为 -14.70%/10.21%/15.10%；归属于上市公司股东的净利润分别为 2.32/3.07/4.00 亿元，EPS 分别为 0.18/0.24/0.31 元。考虑到公司作为肝素制剂与原料药的优秀企业，同时公司创新转型卓有成效，我们看好公司未来发展，首次覆盖，给予 2024 年 24 倍 PE，目标价 5.76 元/股，给予“增持”评级。

风险提示：药品集采政策对产品销售价格下降的风险、新药研发加大投入对利润产生的风险、环保政策收紧对经营造成的风险、产品质量风险、经营成本增加的风险、测算具有主观性风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,874.94	2,303.55	1,964.99	2,165.65	2,492.64
增长率(%)	12.43	22.86	(14.70)	10.21	15.10
EBITDA(百万元)	294.55	387.14	336.62	421.63	528.80
归属母公司净利润(百万元)	181.08	323.41	231.63	306.67	400.38
增长率(%)	(237.16)	78.60	(28.38)	32.40	30.56
EPS(元/股)	0.14	0.25	0.18	0.24	0.31
市盈率(P/E)	36.12	20.22	28.23	21.33	16.33
市净率(P/B)	3.07	2.67	2.63	2.46	2.26
市销率(P/S)	3.49	2.84	3.33	3.02	2.62
EV/EBITDA	18.34	18.78	16.35	13.31	9.91

资料来源：wind，天风证券研究所

投资建议

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	5.11 元
目标价格	5.76 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,279.80
流通 A 股股本(百万股)	922.18
A 股总市值(百万元)	6,539.78
流通 A 股市值(百万元)	4,712.35
每股净资产(元)	1.93
资产负债率(%)	9.46
一年内最高/最低(元)	6.87/4.68

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

- 《干红制药-半年报点评:半年报业绩喜人，公司体量稳步扩张》2019-08-26
- 《干红制药-半年报点评:制剂收入同比高速增长，加大研发投入布局创新药》2018-08-26
- 《干红制药-年报点评报告:从原料药向内销制剂转型，布局创新药研发》2018-04-23

内容目录

1. 干红制药：深耕肝素产业链，发力创新研发	4
1.1. 国内肝素产业链耕耘多年，产品种类丰富	4
1.2. 公司营利总体维持增长趋势，费用管理效率提升	6
2. 肝素出口价格低位，未来或有望筑底反转	7
2.1. 肝素：抗凝血功能优越，临床应用前景优越	7
2.2. 需求扩张推动肝素原料市场空间稳步增长	10
3. 肝素全产业链布局，公司库存较低更好发力	11
3.1. 主营肝素与活性酶产品，肝素品类齐全	11
3.2. 合资成立河南干牧，肝素全产业链布局	14
3.3. 携手拜尔，特色酶制剂产品应用空间广阔	15
4. 创新转型卓有成效，CDK9 抑制剂研发领先	15
4.1. AML 国内发病人数较多，潜在市场空间较广阔	16
4.2. QHRD107 临床进展较快，竞争格局优秀	16
5. 盈利预测与估值	17
5.1. 收入拆分与盈利预测	17
5.2. 估值与投资评级	18
6. 风险因素	19

图表目录

图 1：干红制药发展历程	4
图 2：干红制药股权结构（股权情况截至 20240103，子公司情况截至 2023H1）	4
图 3：2018-2023Q1-3 公司营业收入（亿元）及同比（%）	6
图 4：2018-2023Q1-3 公司归母净利润（亿元）及同比（%）	6
图 5：2018-2023H1 公司营业收入（亿元）和毛利率（%）	6
图 6：2018-2022 年公司现金分红（亿元）	6
图 7：2018-2022 年公司销售、管理、研发和财务费用率情况（%）	7
图 8：肝素抗凝血作用机制	7
图 9：肝素及其制剂产业链	9
图 10：肝素制剂全球市场空间预测（百万美元）	9
图 11：2014-2025 年全球肝素原料药市场规模预测（百万美元）	10
图 12：中国肝素原料药出口价格（美元/千克）	10
图 13：中国肝素原料药每月出口量（吨/月）	10
图 14：近年中国生猪出栏量及同比增长情况（万头，%）	10
图 15：近年中国生猪存栏量及同比增长情况（万头，%）	10
图 16：2016 年 1 月至 2023 年 11 月生猪价格与肝素原料药出口价格对比	11
图 17：2016-2023H1 公司收入结构拆分（%）	11

图 18: 2016-2023H1 公司主要板块毛利率 (%)	11
图 19: 近年中国公立医疗机构终端抗血栓形成药销售情况 (亿元, %)	12
图 20: 2022H1 重点省市公立医院国产依诺肝素注射剂厂商比值 (%)	13
图 21: 2023H1 干红制药与同业公司存货金额 (亿元)	14
图 22: 2023H1 干红制药与同业公司库存结构 (%)	14
图 23: CDK9 抑制剂适应症的热点分析	17
表 1: 公司管理层情况介绍	5
表 2: 标准肝素及低分子肝素产品主要适应症	8
表 3: 第八批国采中依诺肝素钠注射液中标情况	12
表 4: 2022 年中国公立医疗机构终端抗血栓形成药产品 TOP10	13
表 5: 河南千牧出资方式	14
表 6: 公司活性酶类品种介绍	15
表 7: 公司部分研发项目进展情况	15
表 8: 公司收入拆分	18
表 9: 可比公司估值	18

1. 千红制药：深耕肝素产业链，发力创新研发

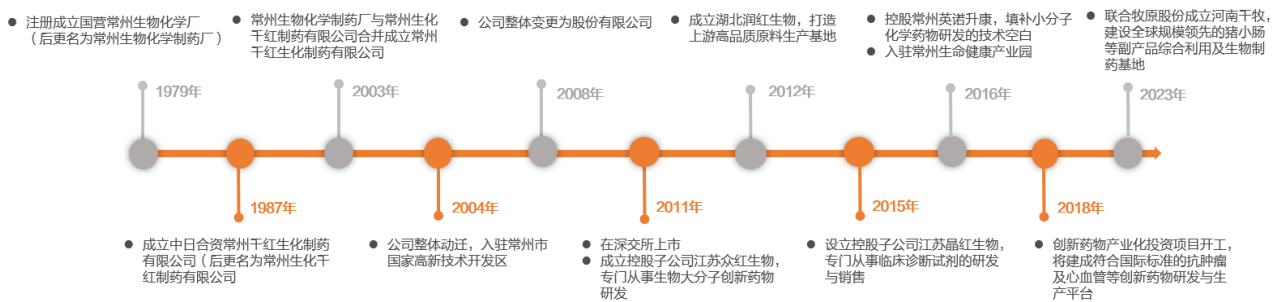
1.1. 国内肝素产业链耕耘多年，产品种类丰富

深耕国内肝素市场，推进高附加值品种出口

常州千红生化制药有限公司由常州生物化学制药厂与常州生化干红制药有限公司合并成立于 2003 年，于 2008 年整体变更为股份有限公司，于 2011 年在深交所上市。公司是国内生化制药行业多糖类和蛋白酶类药品的龙头生产经营企业，也是目前国内为数不多的涵盖肝素全产业链的药品生产企业。公司产品线丰富，拥有片剂、硬胶囊剂、冻干粉及冻干粉针剂、小容量注射剂及原料药在内的 46 个品规，主要产品为活性酶和多糖类两大系列生化药物。其中活性酶品种主要有胰激肽原酶系列、门冬酰胺酶系列、复方消化酶胶囊 II；多糖类品种主要有肝素钠及低分子肝素类系列品种。

公司以创新药物引领自身核心竞争力，坚持深耕国内制剂市场和高附加值品种出口并举。所出口的主要产品通过了美国 FDA、欧盟 COS、德国、日本、澳大利亚等国的 GMP 认证，还参与美国 USP 肝素钠原料药的修标工作，在国内外同行中有一定的竞争优势。在国际营销方面，公司已形成一支专业化的国际营销队伍，并在美、德、法、意、日本等国建有营销网络，采用国际合作模式，切入欧美日跨国大公司的产业链分工和产品分销渠道，实施原料药和高附加值产品出口并重、产品转型升级的战略目标。

图 1：千红制药发展历程



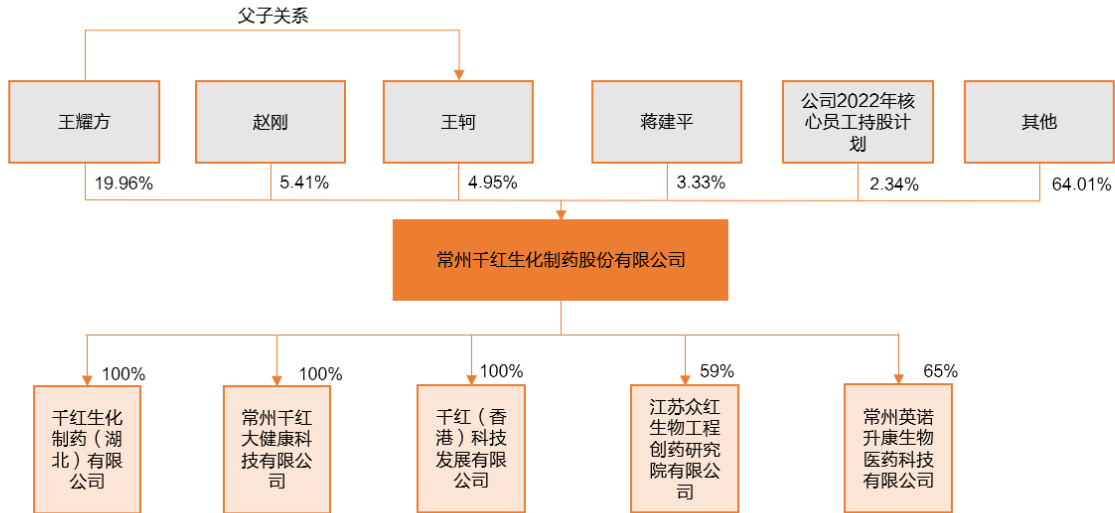
资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

公司股权结构稳定，业务方向明确

公司股权结构稳定。截至 2024 年 1 月 3 日，公司董事长王耀方先生持有公司 19.96% 的股份，为公司的实际控制人；公司董事兼总经理王轲先生持有公司 4.95% 的股份，与王耀方先生为父子关系，二人存在一致行动关系。

公司拥有 3 家全资子公司。其中，干红生化制药（湖北）有限公司主营业务为收购、销售猪小肠、肠衣，收购制造猪小肠粘膜肝素钠粗品、猪胰酶粉等生化制药原料制造；常州干红大健康科技有限公司主营业务为保健食品、粮食加工食品、婴幼儿配方食品、特殊医学用途配方食品的生产及销售、化妆品生产；干红(香港)科技发展有限公司主营业务为科技、投资、贸易、服务与咨询。

图 2：千红制药股权结构（股权情况截至 20240103，子公司情况截至 2023H1）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

管理团队经验丰富，带领公司稳步发展

公司管理团队稳定，核心管理人员大部分于 2017 年前入职，具有扎实的专业技能和丰富的行业管理经验。公司总经理王轲先生科班出身，为南京大学、美国德克萨斯大学圣安东尼奥健康科学中心（UTHSCSA）联合培养生物学博士研究生。

表 1：公司管理层情况介绍

姓名	职位	任期起始日期	简介
王耀方	董事长	2008	大学学历，高级工程师、国家执业药师、高级经济师，于 1992 年开始享受国务院特殊津贴。最近五年任常州千红生化制药有限公司及控股子公司董事长，现任公司董事长兼党委书记及控股子公司千红生化制药（湖北）有限公司、江苏众红生物工程创药研究院有限公司、常州英诺升康生物医药科技有限公司董事长，常州千红投资有限责任公司董事长。
赵刚	副董事长、董事	2008	硕士，高级经济师、会计师。最近五年任常州千红生化制药有限公司副董事长、总经理，控股子公司千红生化制药（湖北）有限公司、江苏众红生物工程创药研究院有限公司、江苏晶红生物医药科技股份有限公司董事，常州千红投资有限责任公司董事。现任公司董事、副董事长。
王轲	董事、总经理	2014	南京大学、美国德克萨斯大学圣安东尼奥健康科学中心（UTHSCSA）联合培养生物学博士研究生。最近五年任常州千红生化制药股份有限公司常务副总经理。现任公司董事、总经理，控股子公司常州英诺升康生物医药科技有限公司董事、千红生化制药（湖北）有限公司董事、江苏众红生物工程创药研究院有限公司董事和常州千红投资有限责任公司董事。
海涛	董事、副总经理	2015	本科，医师职称。最近五年曾任常州千红生化制药股份有限公司销售副总助理，总监，现任公司副总经理，江苏晶红生物医药科技股份有限公司董事，常州千红投资有限责任公司董事。
周翔	董事、副总经理	2017	南京大学生物化学与分子生物学硕士研究生，执业药师。最近五年曾任常州千红生化制药股份有限公司总监兼质量保证部部长，副总经理。现任公司董事、副总经理。
蒋驰洲	董事、副总经理	2024	南京大学，美国亚利桑那州立大学联合培养药学博士研究生，最近五年曾任常州千红生化制药股份有限公司原料药事业部副总经理，公司总经理助理兼原料药事业部总经理。现任常州千红生化制药股份有限公司总监，原料药事业部总经理。
姚毅	董事会秘书	2021	硕士研究生学历。2016 年 11 月参加深圳证券交易所组织的董事会秘书资格考试合格。最近五年曾任常州千红生化制药股份有限公司战略发展部部长助理、质量保证部副部长、董事会办公室主任、综合办公室主任，战略投资部部长兼证券事务代表，现任公司董事会秘书兼证券事务代表。

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

1.2. 公司营利总体维持增长趋势，费用管理效率提升

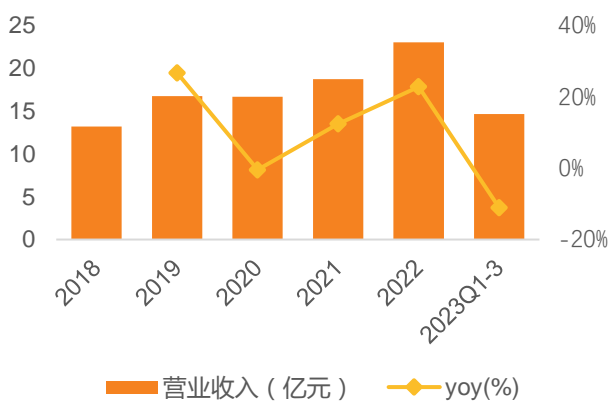
公司收入、利润总体呈稳步增长趋势，2023 前三季度有所扰动

自 2018-2022 年,公司营业收入总体呈稳步增长趋势,从 2018 年的 13.22 亿元增长到 2022 年的 23.04 亿元。2023 年前三季度收入 14.66 亿元,同比下降 11.09%,主要原因是肝素钠原料药出口受国际市场行业需求疲软等影响出现下降所致。

公司归母净利润从 2018 年的 2.21 亿元增长到 2022 年的 3.23 亿元。2023 年前三季度归母净利润为 1.98 亿元,同比下降 26.28%,主要原因是上年同期公司收到拆迁补偿且汇兑收益较高致基数较高所致。

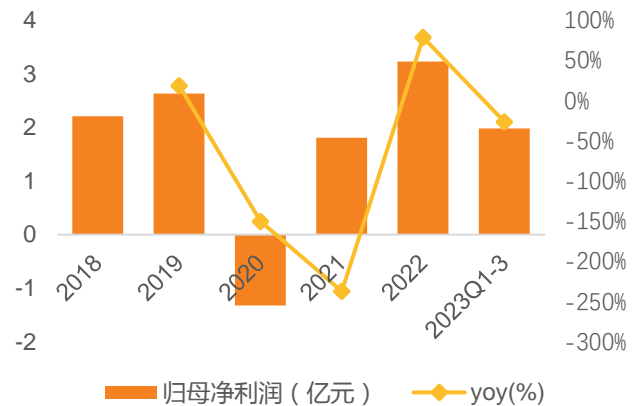
2023 年上半年,公司依诺肝素钠注射液成功中标国家集中采购,我们认为,随着 2024 年全球肝素钠的需求有望回升以及未来依诺肝素钠注射液有望继续放量,公司的营收和利润仍有望稳步增长。

图 3: 2018-2023Q1-3 公司营业收入 (亿元) 及同比 (%)



资料来源: iFinD, Wind, 天风证券研究所

图 4: 2018-2023Q1-3 公司归母净利润 (亿元) 及同比 (%)



资料来源: iFinD, Wind, 天风证券研究所

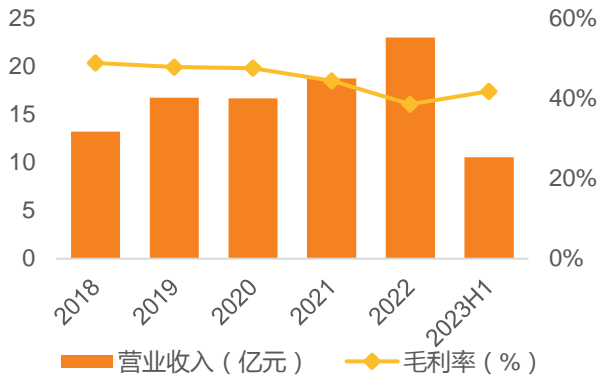
毛利率逐步回升, 持续分红彰显发展能力

2018-2021 年公司毛利率有小幅下降, 总体较为稳定, 保持在 45%左右, 2022 年公司的毛利率下滑至 38.6%。2023 上半年, 公司毛利率为 41.81%, 相较 2022 年的 38.6%毛利率有所恢复。

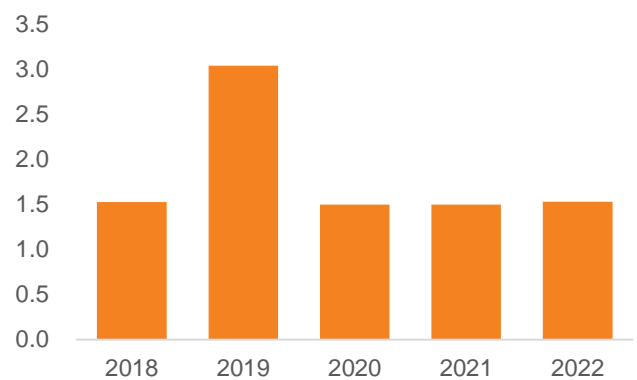
公司建立了良好的现金分红政策, 连续多年以现金分红形式回报投资者。公司自 2011 年上市以来连续 12 年实施利润分配累计现金分红 15.22 亿元, 分红占同期公司净利润率近 70%, 处于行业领先水平。上市以来, 基于公司业务发展的不同关键时期, 公司实控人王耀方先生及其一致行动人总经理王轲先生在从未减持公司股份的基础上先后多次通过受让员工持股计划份额等多种渠道增持公司股份, 进一步完善公司治理结构, 加强公司控股权及管理权的相对稳定, 确保公司长期稳健发展, 同时也充分表达了公司核心管理层对公司未来发展价值的信心。

图 5: 2018-2023H1 公司营业收入 (亿元) 和毛利率 (%)

图 6: 2018-2022 年公司现金分红 (亿元)



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

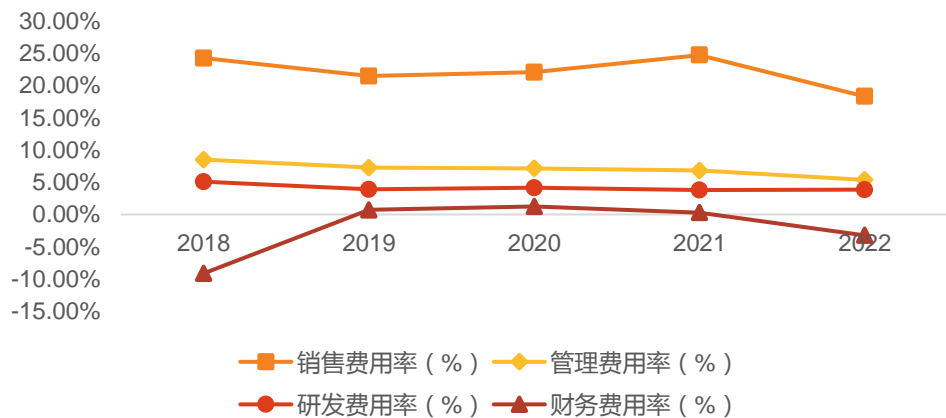


资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

销售、管理、财务费用率有所下降，研发费用率基本稳定

公司销售费用率在 2022 年有所回落，从 2021 年的 24.7% 下降到 18.3%。2018-2022 年公司管理费用率持续下降，从 2018 年的 8.5% 下降到 2022 年的 5.4%。公司的研发费用率在 2019 年之后较为稳定，在 4% 上下波动。公司整体费用率从 2021 年的 36% 下降到 2022 年度的 24%，公司费用管控能力有所提升。

图 7：2018-2022 年公司销售、管理、研发和财务费用率情况 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

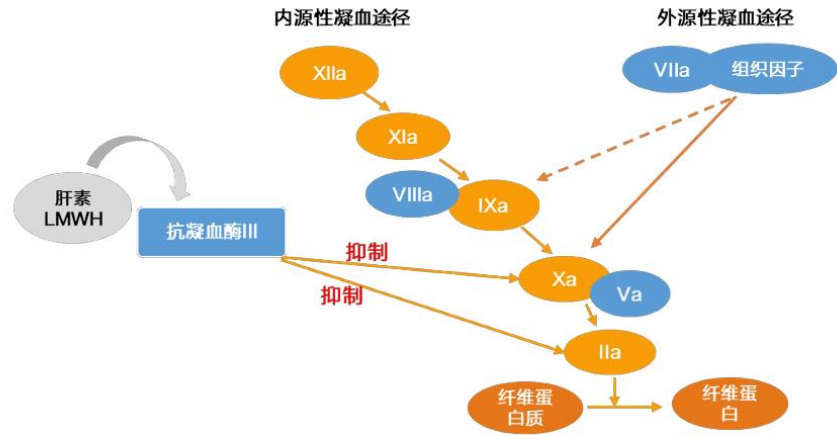
2. 肝素出口价格低位，未来或有望筑底反转

2.1. 肝素：抗凝血功能优越，临床应用前景优越

肝素作用机制明确，抗凝血功能优越

肝素是一种动物体内的天然抗凝血物质，由糖醛糖和氨基糖两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，但对于血栓高发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 8：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 2：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（LWMH）
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、高度风险者）	✓	✓
	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		
	儿童静脉血栓栓塞疾病		
	儿童动脉或其他血栓栓塞疾病（IS 患儿 0）		

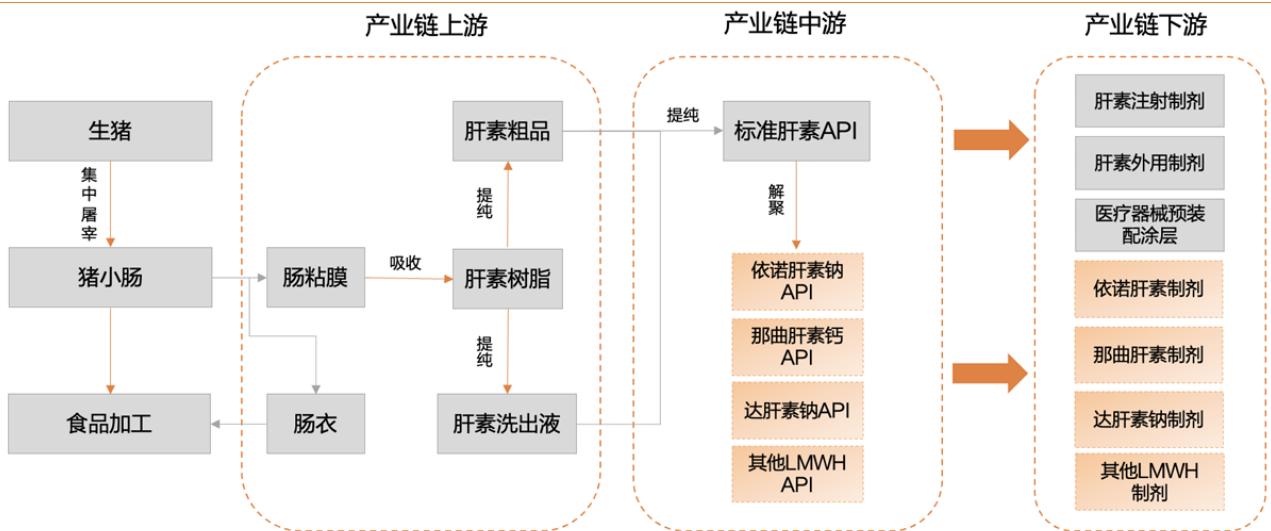
资料来源：《中国血栓性疾病防治指南》，中华医学杂志，中华医学网，血栓在线公众号，天风证券研究所

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 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 9：肝素及其制剂产业链

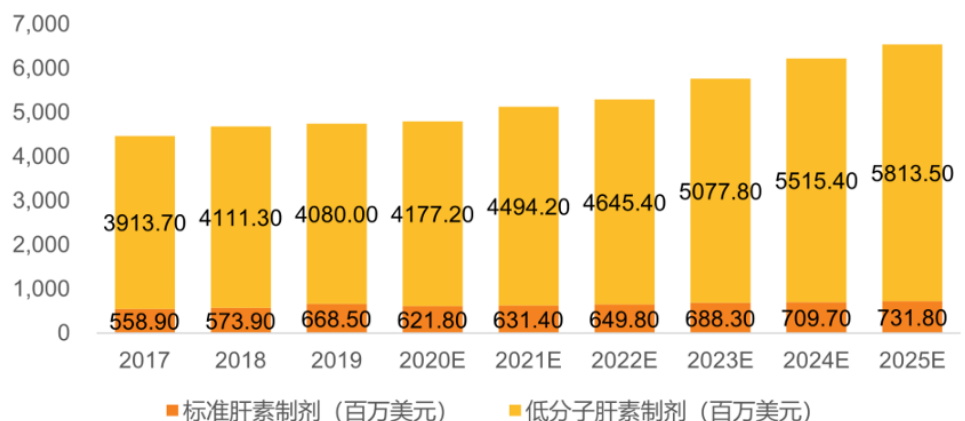


资料来源：海普瑞招股说明书，天风证券研究所

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 在 2020 年作出的数据预测，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 10：肝素制剂全球市场空间预测（百万美元）



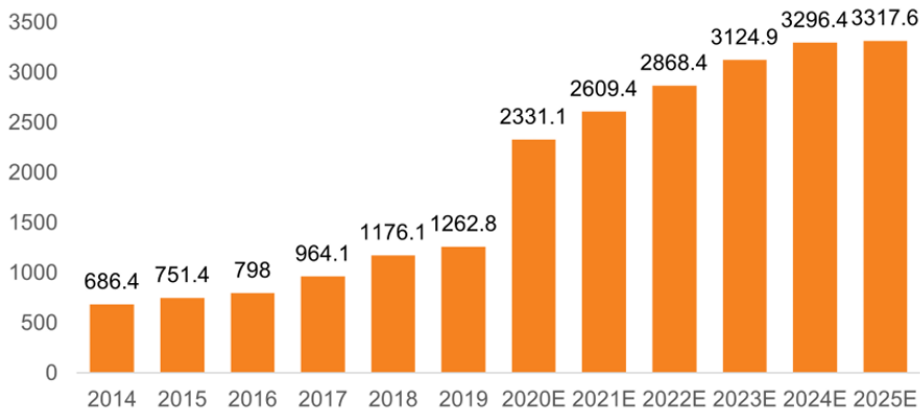
资料来源：Frost&Sullivan，海普瑞招股说明书，天风证券研究所

2.2. 需求扩张推动肝素原料药市场空间稳步增长

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 在 2020 年作出的数据预测，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 11：2014-2025 年全球肝素原料药市场规模预测（百万美元）

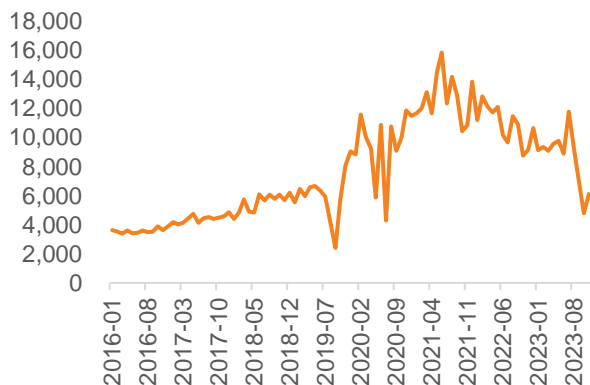


资料来源：Frost&Sullivan，海普瑞招股说明书，天风证券研究所

肝素原料药出口价格居低位，未来或有望筑底反转

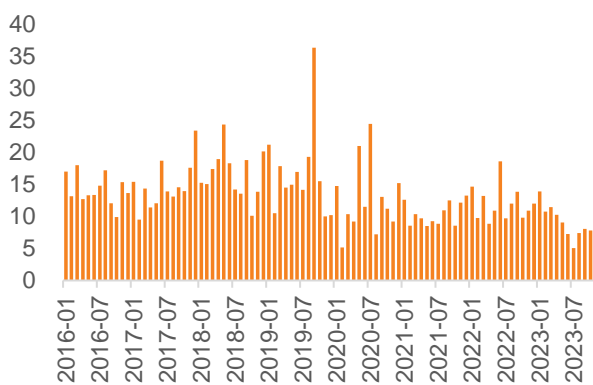
中国是全球最大肝素原料药出口国，中国肝素原料药市场供应及价格波动将对全球肝素市场产生重大影响。2019 年 12 月中国生猪存栏量及出栏量均处于近 10 年历史低位，肝素原料药每月出口量下滑，2020 年 2 月达到五年历史低点 5.14 吨，肝素原料药出口价格大幅上涨。随着非洲猪瘟疫情得到有效控制，中国生猪存栏量及出栏量逐步恢复，2021 年生猪累计出栏量达 67128 万头，生猪存栏量为 44922 万头；2022 年生猪累计出栏量达 69995 万头，生猪存栏量为 45256 万头；中国肝素原料药出口量逐步回升至 2023 年 11 月 9.37 吨；肝素原料药出口价格由 2021 年 6 月 1.58 万美元/千克回落至 2023 年 11 月 0.61 万美元/千克。我们认为当前肝素原料药出口价格处于历史相对低位，未来或有望筑底反转。

图 12：中国肝素原料药出口价格（美元/千克）



资料来源：Wind，天风证券研究所

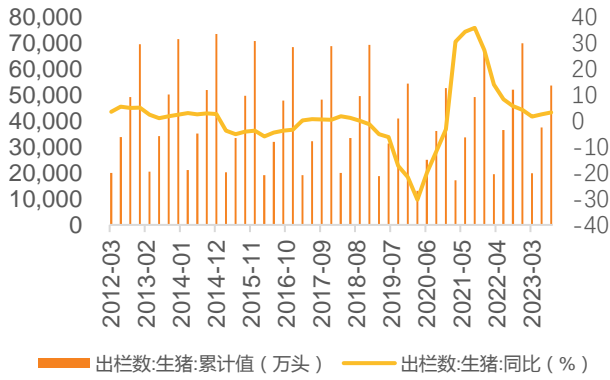
图 13：中国肝素原料药每月出口量（吨/月）



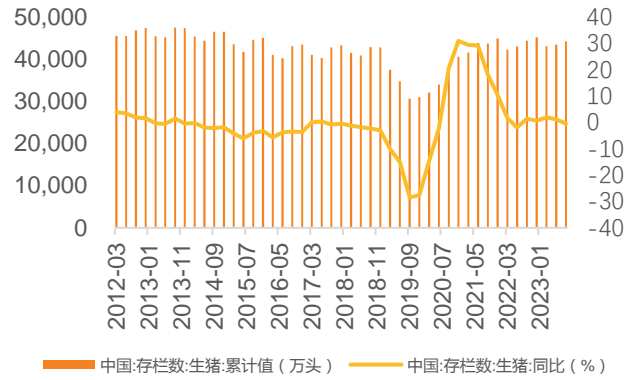
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：近年中国生猪出栏量及同比增长情况（万头，%）

图 15：近年中国生猪存栏量及同比增长情况（万头，%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

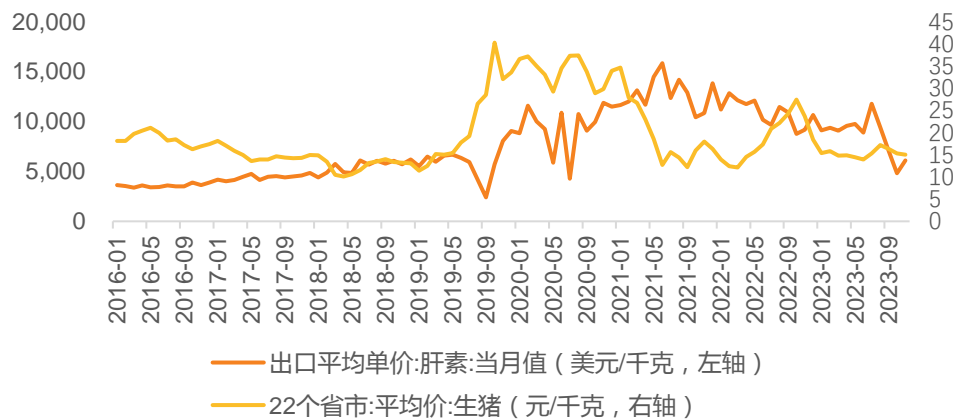


资料来源: Wind, 天风证券研究所

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年以来生猪价格总体回落，肝素原料药出口价格维持一段时间高位震荡后下行，近期肝素原料药出口价格位于相对低位，总体看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 16：2016 年 1 月至 2023 年 11 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

3. 肝素全产业链布局，公司库存较低更好发力

3.1. 主营肝素与活性酶产品，肝素品类齐全

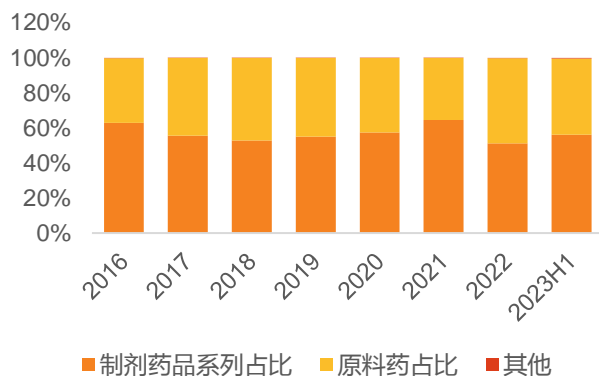
公司主要产品为活性酶和多糖类两大系列生化药物。其中活性酶品种主要有胰激肽原酶系列、复方消化酶胶囊 II、弹性蛋白酶、门冬酰胺酶系列；多糖类品种主要有肝素钠及低分子肝素类系列品种，产品线丰富、产品结构合理。

收入构成上，公司制剂药品系列收入与原料药板块收入占比相近，2022 年，公司制剂药品收入占比 51.29%，原料药板块收入占比 48.48%，其他收入占比 0.23%；2023H1，制剂药品占比 56.13%，原料药板块占比 43.42%，其他收入占比 0.45%，总体占比变化不大。

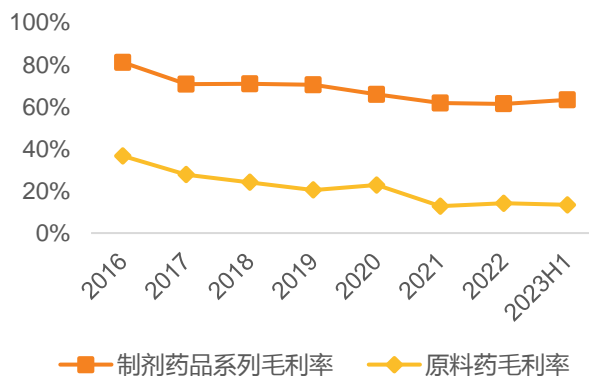
毛利率上，2022 年公司制剂药品系列毛利率为 61.41%，2023H1 该板块毛利率为 63.35%，较 2022 年有所增加；2022 年公司原料药板块毛利率为 14.19%，2023H1 该板块毛利率为 13.39%，较 2022 年略有下降。总体看，制剂药品系列板块贡献公司较多毛利。

图 17：2016-2023H1 公司收入结构拆分 (%)

图 18：2016-2023H1 公司主要板块毛利率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

依诺肝素钠注射液中标第八批集采, 有望实现稳步放量

2023年第八批国采在海南开标, 肝素类大品种依诺肝素钠注射液纳入集采竞争激烈。根据上海阳光医药采购网公示, 公司的依诺肝素钠注射液此次集采中标, 供应吉林、上海、福建三个省份, 其他中标的企业还包括南京健友、红日药业及新时代药业等8家, 依诺肝素钠注射液原研厂家赛诺菲未在中标企业中。考虑到公司具有原料药和制剂一体化生产能力, 我们认为公司具有一定成本优势, 有望通过此次集采获得放量、进一步拓展市场。

表 3: 第八批国采中依诺肝素钠注射液中标情况

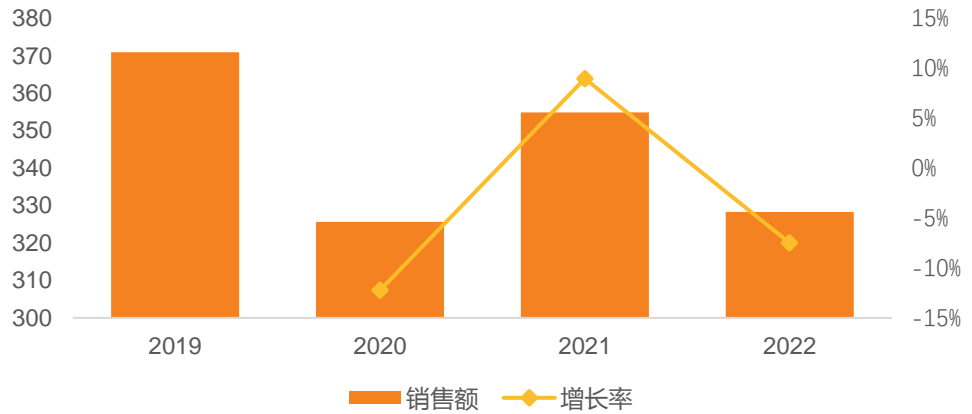
公司	剂型	中标规格包装	中标价格 (元/盒)	供应省份
深圳天道医药	注射剂	0.4ml:4000AXaIU (预灌封)*10支/盒	116.70	北京,江苏,四川,陕西,宁夏
南京健友	注射剂	0.4ml:4000AXaIU (预灌封)*10支/盒	123.50	黑龙江,安徽,山东,青海
东营天东制药	注射剂	0.4ml:4000AXaIU (预灌封)*2支/盒	24.92	天津,河北,湖南,西藏
辰欣药业	注射剂	0.4ml:4000AXaIU (预灌封)*2支/盒	27.74	辽宁,浙江,广西
苏州二叶制药	注射剂	0.6ml:6000AXaIU (预灌封)*2支/盒	36.68	山西,内蒙古,河南
红日药业	注射剂	0.6ml:6000AXaIU (西林瓶/安瓿瓶)*5支/盒	81.35	江西,广东,贵州
杭州九源基因	注射剂	0.4ml:4000AXaIU (预灌封)*10支/盒	153.60	湖北,云南,甘肃
千红制药	注射剂	0.4ml:4000AXaIU (预灌封)*2支/盒	31.72	吉林,上海,福建
新时代药业	注射剂	0.4ml:4000AXaIU (预灌封)*2支/盒	32.20	海南,重庆,新疆 (含兵团)

资料来源: 上海阳光医药采购网, 天风证券研究所

抗血栓形成药物市场规模广阔, 依诺肝素钠注射液销售旺盛

根据米内网数据显示, 近年中国城市公立医院、县级公立医院、城市社区中心及乡镇卫生院 (简称中国公立医疗机构) 终端抗血栓形成药市场规模均超过 300 亿元, 2022 年同比有所下滑但仍在 300 亿以上, 市场规模十分广阔。从治疗小类来看, 非肝素类的抗血小板凝集药、肝素类是两大主力, 合计市场份额占比超过 70%。

图 19: 近年中国公立医疗机构终端抗血栓形成药销售情况 (亿元, %)



资料来源：米内网微信公众号（作者白羽），天风证券研究所

在 2022 年中国公立医疗机构终端抗血栓形成药产品 TOP10 中，硫酸氢氯吡格雷片、阿司匹林肠溶片、依诺肝素钠注射液位居前三，产品 TOP10 销售额均超 10 亿元。依诺肝素钠注射液用于预防静脉血栓栓塞性疾病（预防静脉内血栓形成），特别是与骨科或普外手术有关的血栓形成等。其终端销售较为旺盛，近年来在中国公立医疗机构终端依诺肝素钠注射液市场规模均超过 20 亿元。

表 4：2022 年中国公立医疗机构终端抗血栓形成药产品 TOP10

排名	产品名称	销售额增长率	集采
1	硫酸氢氯吡格雷片	10.93%	第一批
2	阿司匹林肠溶片	-2.67%	
3	依诺肝素钠注射液	-2.36%	第八批
4	利伐沙班片	-55.58%	第五批
5	低分子量肝素钙注射液	-23.04%	
6	那屈肝素钙注射液	-5.86%	第八批
7	注射用阿替普酶	-2.32%	
8	肝素钠注射液	5.84%	
9	注射用尿激酶	18.96%	
10	达肝素钠注射液	38.29%	

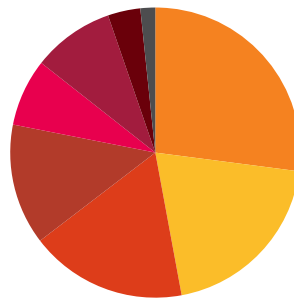
资料来源：米内网微信公众号（作者白羽），天风证券研究所

赛诺菲集采未中标，公司市场份额有望拓展

根据米内网，近年来在中国公立医疗机构终端依诺肝素钠注射液市场中，赛诺菲市场份额最大，深圳天道医药、南京健友生化制药、杭州九源基因市场份额均超 10%。根据米内网，该产品有 13 家企业拥有生产批文，10 家过评，苏州二叶制药、山东新时代药业、天津红日药业等 9 家企业集采中标，赛诺菲未中标。我们认为，赛诺菲未中标有利于中标国产厂家的市场份额拓展。

根据米内网数据，2022H1 重点省市公立医院国产依诺肝素注射剂厂商份额中，深圳天道拥有 27.06%的份额，杭州九源拥有 20.03%份额，南京健友拥有 17.52%份额，公司拥有 7.51%的份额。我们认为，在第八批集采后公司依诺肝素钠注射液产品销售有望进一步放量，市场份额有望得到拓展。

图 20：2022H1 重点省市公立医院国产依诺肝素注射剂厂商比值 (%)



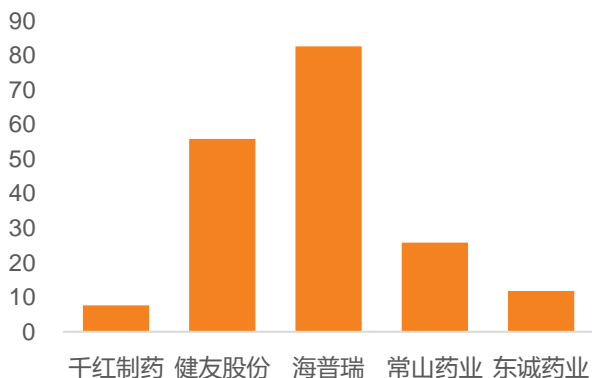
■ 深圳天道 ■ 杭州九源 ■ 南京健友 ■ 成都百裕
■ 常州千红 ■ 苏州二叶 ■ 北京双鹭 ■ 常山药业

资料来源：米内网微信公众号（作者蔡德山），天风证券研究所

公司存货处行业低位，原材料储备空间大

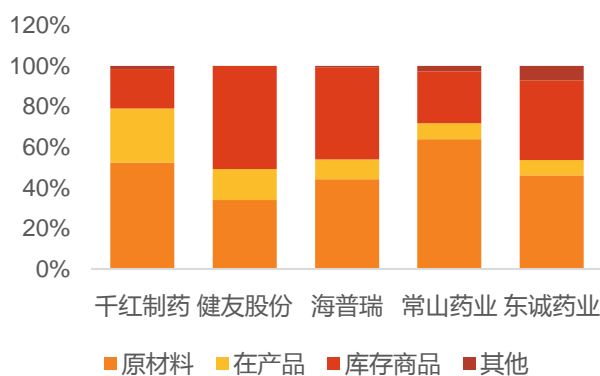
我们认为存货管理在肝素行业中具有比较重要的地位。2023H1，公司整体存货为 7.66 亿元，处于同业公司低位。从库存结构上看，公司原材料占存货比例为 52%、在产品占比为 27%、库存商品占比 19%。公司原材料占存货比重较高，原材料绝对金额为 4 亿元，低于同业公司绝对额水平，未来原材料储备空间较大，在上游原材料低价时期更好发力。

图 21：2023H1 千红制药与同业公司存货金额（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 22：2023H1 千红制药与同业公司库存结构（%）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

3.2. 合资成立河南千牧，肝素全产业链布局

2023 年 1 月 6 日，公司公告与牧原股份共同投资成立合资公司河南千牧，其中公司出资 5100 万元，占注册资本 51.00%，河南千牧成立后，为公司控股子公司。公司通过与牧原股份成立合资公司，有利于依托牧原股份国内生猪养殖与屠宰的资源优势，并结合公司在肝素钠粗品和肝素原料药、制剂领域的专业生产技术、质量管理等经验，建设全球规模及溯源性领先的猪小肠等猪副产品综合利用生物制药基地，生产包含但不限于肝素钠粗品、肝素钠及低分子肝素钠系列原料药及制剂等相关产品。由于肝素生产的主要原材料为猪小肠，因此我们认为此举有助于公司进一步拓展公司肝素产业链，做大经营规模，增强核心竞争力。

千牧项目已完成建设用地的前期所有手续以及项目设计，项目预计建设期 1 年，计划于 2024 年试生产，预计 2025 年产生业绩贡献。

表 5：河南千牧出资方式

股东名称	出资方式	认缴注册资本（万元）	出资比例（%）
常州千红生化制药股份有限公司（或其控股子公司）	现金	5100	51.00
牧原食品股份有限公司（或其控股子公司）	现金	4900	49.00
合计		10000	100.00

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

3.3. 携手拜尔，特色酶制剂产品应用空间广阔

公司活性酶品种主要有胰激肽原酶系列、门冬酰胺酶系列、复方消化酶胶囊 II、弹性酶系列等产品，产品种类丰富。

表 6：公司活性酶类品种介绍

种类	主要品种	产品	主要用途
活性酶类	胰激肽原酶系列	胰激肽原酶、注射用胰激肽原酶、胰激肽原酶肠溶片（商品名：怡开）	血管扩张药，有改善微循环作用。主要用于微循环障碍性疾病，如糖尿病引起的肾病，周围神经病，视网膜病，眼底病及缺血性脑血管病，也可用于高血压病的辅助治疗。
	复方消化酶胶囊 II	复方消化酶胶囊 II（商品名为“干红怡美”）	助消化药，用于食欲缺乏，消化不良，为医院处方和 OTC 双跨性的药品。
	门冬酰胺酶系列	门冬酰胺酶（埃希）、注射用门冬酰胺酶（埃希）	适用于治疗急性淋巴细胞性白血病（简称急淋）、急性粒细胞性白血病、急性单核细胞性白血病、慢性淋巴细胞性白血病、霍奇金病及非霍奇金病淋巴瘤、黑色素瘤等。
	弹性酶系列	弹性酶肠溶片（商品名为“干红怡昔”）	临床用于 II 和 IV 型高脂血症（尤其适用于 II 型）、动脉粥样硬化、脂肪肝、糖尿病性肾病变。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

胰激肽原酶产品多次入选防治指南与专家共识

随着我国人口老龄化与生活方式的变化，糖尿病从少见病变成一个流行病，并呈现上升趋势，中国 2 型糖尿病患病率已从 1980 年的 0.67% 升至 2017 年的 11.2%，随着国内糖尿病发病人数的增长和诊疗渗透率的提高，糖尿病药物市场规模将持续保持增长。微循环障碍是糖尿病慢性并发症发生的重要病理生理基础之一，早期对其干预有助于防治糖尿病及其血管并发症。胰激肽原酶作为改善微循环药物，再次入选《中国 2 型糖尿病防治指南(2020 年版)》，已广泛应用于糖尿病相关慢性并发症的治疗。公司胰激肽原酶肠溶片（怡开）作为微循环扩张剂入选了中华医学会糖尿病学分会微血管并发症学组主编的《糖尿病肾病防治专家共识（2014 年版）》、《糖尿病微循环障碍临床用药专家共识》（2021 版）。

携手拜尔，复方消化酶产品市场空间广阔

据南方医药经济研究所数据统计，2013-2019 年我国城市公立医院消化系统及代谢药物的销售额不断上升，由 2013 年的 717 亿元增长至 2019 年的 1002 亿元，年均复合增长率为 5.69%。复方消化酶胶囊（怡美）是公司研制的新一代助消化类药物，使用生物体内固有酶系且符合国人的饮食结构特点，采用双层包衣，定向释放，起效快，安全性高。怡美系列产品除加强医院品牌拓展外，积极探索 OTC 战略合作营销新模式，与拜耳（中国）有限公司达成战略合作，将公司怡美制剂产品切入拜耳 OTC 销售平台，不断提升品牌知名度与市场竞争力，培育其成为公司又一重磅酶制剂品牌产品。

4. 创新转型卓有成效，CDK9 抑制剂研发领先

公司创新转型卓有成效，在新药研发上，目前已有四款在研新药完成 1 期临床试验。在研产品 QHRD107（适应症为急性髓系白血病）作为公司率先研发的 CDK9 激酶抑制剂类小分子一类新药，目前 II 期临床已完成数例患者入组；此外另一款在研小分子抗肿瘤新药 QHRD110（首选适应症为脑胶质瘤）已基本完成澳洲 I 期临床，近期将在国内开展临床桥接试验，为 2024 年在国内开展 II 期临床做好准备；另两款在研大分子新药 QHRD106（适应症为急性缺血性脑卒中）与 QHRD211（适应症为生长激素缺乏的儿童生长缓慢）也均已完成 I 期试验，I 期试验结果均符合预期，目前在紧锣密鼓的准备 II 期试验中。

表 7：公司部分研发项目进展情况

主要研发项目名称	药物类型	靶点	在研适应症	最高研发阶段（中国）
一类新药 QHRD107	小分子化药	CDK9	成人急性髓性白血	临床 2 期

胶囊	病			
一类新药 QHRD110 胶囊	小分子化药	CDK4/6	中枢神经系统肿瘤	临床 1 期
一类新药 QHRD106 注射液	小分子化药		急性缺血性卒中	临床 1 期
二类新药 QHRD211 注射液	生物药		生长激素缺乏症	临床 1 期

资料来源：Wind，公司公告，新药情报库，天风证券研究所

4.1. AML 国内发病人数较多，潜在市场空间较广阔

白血病是一种造血干细胞恶性克隆性疾病，又称“血癌”。白血病细胞因为增殖失控、分化障碍、凋亡受阻等机制在骨髓和其他造血组织中大量增殖累积，并浸润其他非造血组织和器官，同时抑制正常造血功能。根据国家卫生健康委员会发布的数据，我国 0-14 岁儿童白血病 2016-2018 年平均年新发病登记率为 42.9/百万，白血病患者的五年生存率为 25.4%。

白血病的分类较复杂，一般来说，根据起病的缓急可分为急性白血病和慢性白血病。急性白血病细胞分化停滞在早期阶段，以原始及早幼细胞为主，疾病发展迅速，病程数月。慢性白血病细胞分化较好，以幼稚或成熟细胞为主，发展缓慢，病程数年。急性白血病又可分为急性淋巴细胞白血病（Acute lymphoblastic leukemia, ALL，包括 L1、L2、L3 三种亚型）和急性髓细胞白血病（Acute myeloid leukemia, AML，包括 M0~M7 八种亚型）。慢性白血病分为慢性淋巴细胞白血病（Chronic lymphocytic leukemia, CLL，分为 B 和 T 细胞白血病，共 14 个亚型）和慢性髓细胞白血病（Chronic myeloid leukemia, CML）。我国各型白血病的发病率依次为 AML > ALL > CML > CLL。另外，还有一些特殊类型的白血病，如低增生型急性白血病、浆细胞白血病、嗜酸粒细胞白血病、嗜碱粒细胞白血病、巨核细胞白血病和急性干细胞白血病等。

急性髓性白血病(AML)，是成人常见的急性白血病，约占成人白血病的 70%。从流行病学角度看，2018 年中国约有 19,700 例 AML 新增病例，2030 年预计将达到 24,200 例。而美国国家癌症研究所数据统计，2020 年美国将有大约 20,000 例 AML 新增病例，且 5 年总体生存率为 24.0%。

根据 IQVIA，目前在国内，白血病的主要治疗手段包括药物治疗（化疗、靶向治疗等）、干细胞移植以及放疗。无论急性还是慢性白血病，化疗仍是最重要和最基本的治疗手段，是治疗基础，但耐受和耐药问题是化疗失败的主要原因。目前白血病的靶向治疗也已取得很大成功，明显提高了部分患者的疗效，缩短了治疗时间并延长了患者生存期。

现阶段在中国已经上市的治疗白血病的常用药物可分为化疗药物和靶向药物。其中化疗药物包括抗代谢类、烷化剂类、生物碱类、抗肿瘤抗生素、酶类等，靶向药物包括 BCR-ABL 抑制剂、BTK（布鲁顿氏酪氨酸激酶）抑制剂、FLT3 抑制剂和抗 CD20 单抗。

4.2. QHRD107 临床进展较快，竞争格局优秀

CDK9 作用于细胞周期，潜在目标适应症广泛

细胞周期是细胞生命活动的基本过程，控制着细胞从静止期转向生长增殖期。细胞周期蛋白依赖性激酶（CDKs）和细胞周期蛋白（Cyclins）是整个细胞周期调控机制中的核心分子。

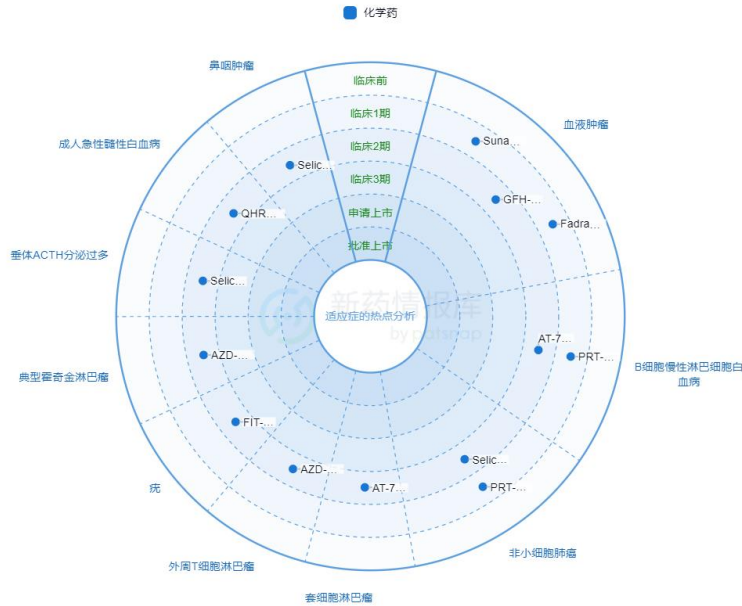
CDKs 是一组丝氨酸/苏氨酸蛋白激酶，和 cyclin 相互作用，共同调控细胞周期和转录，目前已发现近 20 个 CDKs。根据功能，CDKs 可分为两大类：一类 CDKs 参与细胞周期调控，抑制增殖，主要包括 CDK1、CDK2、CDK4、CDK6 等；另一类 CDKs 参与转录调节，主要包括 CDK7、CDK8、CDK9、CDK10、CDK11 等。

CDK9 在 RNA 转录中起关键作用，是阳性转录延伸因子 b(P-TEF b) 的一个亚基，可以磷

酸化 RNA 聚合酶 II (Pol II) 阴性延伸因子 (NELF)、DRB 敏感性诱导因子 (DSIF)，以及 RNA 聚合酶 II 的 C 末端结构域中的 Ser2 残基，最终触发 RNA 延伸。CDK9 激活引起的抗凋亡因子骨髓细胞白血病 1(MCL-1) 的过度表达将导致恶性肿瘤细胞转化，因此抑制 CDK9 将下调 MCL-1，从而抑制肿瘤生长。

根据新药情报库数据，目前 CDK9 抑制剂在研适应症包括成人急性髓性白血病在内已达 10 种，潜在目标适应症广泛。

图 23: CDK9 抑制剂适应症的热点分析



资料来源：新药情报库，天风证券研究所

QHRD107 为公司进展最快新药研发项目，目前已在临床 2 期，进展较快。QHRD107 胶囊一款是 CDK9 小分子化药，在研适应症为成人急性髓性白血病。根据新药情报库数据，QHRD107 为 CDK9 抑制剂的成人急性髓性白血病适应症的唯一管线，竞争格局优秀，同时成人急性髓性白血病适应症患者较多、市场空间较为广阔，该产品若成功上市有望为患者提供更丰富的治疗选择，故我们认为公司该管线或具有较好的市场潜力。

5. 盈利预测与估值

5.1. 收入拆分与盈利预测

收入拆分与关键假设：

公司业务主要分为制剂药品系列业务、原料药业务、其他业务等三部分，分别进行预测。

制剂药品系列板块，考虑到国内依诺肝素制剂集采对公司有望带来积极影响，同时酶制剂有望稳健增长，因此我们合理预计制剂药品系列板块 2023-2025 年收入增速分别为 2%、3%、8%。

原料药板块，考虑到近期肝素原料药价格总体处于下降趋势，但价格已处于历史相对低位，我们预计伴随上游生猪产能进一步去化后，需求端和供给端重回紧平衡后公司肝素原料药业务将有望迎来收入及利润的回升，因此我们合理预计公司原料药业务板块 2023-2025 年收入增速分别为-32%、21%、25%。

其他业务，此项业务占公司收入比重有限，公司整体经营持续向好，我们合理预计其他业务 2023-2025 年收入增速分别为 10%、10%、10%。

表 8：公司收入拆分

单位：亿元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16.68	18.75	23.04	19.65	21.66	24.93
yoy	-0.45%	12.43%	22.86%	-14.70%	10.21%	15.10%
毛利率	48%	44%	39%	45%	46%	48%
归属母公司股东的净利润	-1.32	1.81	3.23	2.32	3.07	4.00
制剂药品系列收入	9.57	12.10	11.82	12.00	12.393	13.36
yoy	4%	26%	-2%	2%	3%	8%
原料药业务收入	7.10	6.63	11.17	7.59	9.20	11.50
yoy	-5%	-7%	68%	-32%	21%	25%
其他业务收入	0.01	0.02	0.05	0.06	0.063	0.07
yoy	-46%	106%	183%	10%	10%	10%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

盈利预测：

我们预计公司 2023-2025 年总体收入分别为 19.65/21.66/24.93 亿元，同比增长分别为 -14.70%/10.21%/15.10%；归属于上市公司股东的净利润分别为 2.32/3.07/4.00 亿元，EPS 分别为 0.18/0.24/0.31 元。

5.2. 估值与投资评级

我们采用可比公司估值法对公司进行估值，公司主营制剂药品与原料药业务，同时致力于创新转型，根据公司所处行业及自身性质的角度选择可比公司，包括健友股份、东诚药业、海普瑞和博瑞医药。对公司业务采用 PE 法进行估值，可比公司 2023、2024 年 PE 估值均值分别为 31.12X、22.38X。考虑到公司作为肝素制剂与原料药的优秀企业，同时公司创新转型卓有成效，我们看好公司未来发展，首次覆盖，给予 2024 年 24 倍 PE，目标价 5.76 元/股，给予“增持”评级。

表 9：可比公司估值

公司简称	公司代码	归母净利润（亿元）				PE(X)			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
健友股份	603707.SH	10.91	8.81	14.09	18.17	26.74	23.45	14.66	11.37
东诚药业	002675.SZ	3.07	3.80	4.69	5.77	44.44	31.89	25.83	20.99
海普瑞	002399.SZ	7.27	4.39	7.99	8.86	25.93	28.68	15.76	14.21
博瑞医药	688166.SH	2.40	2.69	3.28	4.15	39.79	40.45	33.26	26.25
可比公司平均		5.91	4.92	7.51	9.24	34.23	31.12	22.38	18.21

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，截至 20240130 收盘后。

6. 风险因素

药品集采政策对产品销售价格下降的风险

药品集采政策造成产品销售价格下降，对公司的经营业绩有较大的影响。随着国内外药品集采的全面实施而可能面临药品销售价格持续下降的风险。

新药研发加大投入对利润产生的风险

新药研发是一个周期长、投入高的过程，从研发到最后产品投入市场，要经历各个不同的阶段，而每一个阶段都是充满着挑战，同时也存在着研发失败的可能，所以对经营利润构成风险。

环保政策收紧对经营造成的风险

随着国家环保政策不断变化及收紧，虽然公司有完善的环保处理软硬件设施与举措，但客观对公司经营管理增加了不确定性及风险。

产品质量风险

生物医药产品生产流程长、工艺复杂，影响产品质量的因素多，尽管历史上未发生过重大产品质量事件，但客观上仍可能存在导致出现产品质量问题的经营风险。

经营成本增加的风险

受猪副产品原材料涨价、人力成本提高、资产折旧及新药研发费用增加及汇率波动等因素的影响，存在经营成本增加、影响利润的风险。

测算具有主观性风险

由于在研究测算过程中，不可避免存在部分主观判断过程，因此测算具有一定的主观性风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	617.81	409.26	480.89	389.82	651.20
应收票据及应收账款	410.37	571.04	269.54	656.88	409.41
预付账款	23.68	27.67	19.81	28.64	23.58
存货	400.63	536.48	638.84	589.91	767.74
其他	117.46	142.83	135.50	132.80	137.39
流动资产合计	1,569.94	1,687.28	1,544.57	1,798.05	1,989.32
长期股权投资	8.68	5.34	5.34	5.34	5.34
固定资产	572.52	562.29	517.32	470.37	421.78
在建工程	39.24	54.10	47.92	42.34	37.87
无形资产	131.73	138.53	131.42	124.30	117.19
其他	186.28	358.39	479.86	525.76	571.66
非流动资产合计	938.46	1,118.65	1,181.86	1,168.12	1,153.85
资产总计	2,508.40	2,805.94	2,726.43	2,966.17	3,143.17
短期借款	89.46	100.10	0.00	63.84	0.00
应付票据及应付账款	71.23	45.97	33.08	51.96	42.01
其他	115.98	116.57	133.89	112.70	133.98
流动负债合计	276.68	262.64	166.97	228.50	175.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	93.89	94.31	94.52	94.24	94.36
非流动负债合计	93.89	94.31	94.52	94.24	94.36
负债合计	390.24	372.53	261.49	322.74	270.34
少数股东权益	(9.09)	(16.95)	(17.06)	(18.81)	(21.09)
股本	1,279.80	1,279.80	1,279.80	1,279.80	1,279.80
资本公积	29.38	36.29	45.18	45.18	45.18
留存收益	960.89	1,134.33	1,256.40	1,418.01	1,629.01
其他	(142.82)	(0.06)	(99.38)	(80.76)	(60.07)
股东权益合计	2,118.16	2,433.41	2,464.94	2,643.43	2,872.83
负债和股东权益总计	2,508.40	2,805.94	2,726.43	2,966.17	3,143.17

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	186.34	319.91	231.63	306.67	400.38
折旧摊销	75.10	68.31	65.07	65.64	66.17
财务费用	0.48	(43.18)	(2.10)	(3.00)	(5.00)
投资损失	0.35	3.92	(3.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	(125.34)	(582.95)	82.44	(393.05)	35.66
其它	(33.38)	162.51	(1.97)	(3.32)	(4.35)
经营活动现金流	103.56	(71.47)	372.07	(30.05)	489.86
资本支出	90.64	72.43	6.59	6.28	5.88
长期投资	1.97	(3.34)	0.00	0.00	0.00
其他	2.66	(259.07)	(11.44)	(9.28)	(8.88)
投资活动现金流	95.28	(189.98)	(4.85)	(3.00)	(3.00)
债权融资	42.03	84.83	(98.00)	66.84	(58.84)
股权融资	(133.82)	(3.31)	(197.59)	(124.86)	(166.64)
其他	(12.39)	(70.50)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(104.17)	11.02	(295.59)	(58.02)	(225.48)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	94.67	(250.44)	71.63	(91.07)	261.38

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,874.94	2,303.55	1,964.99	2,165.65	2,492.64
营业成本	1,041.31	1,414.58	1,082.13	1,164.07	1,286.19
营业税金及附加	18.35	17.10	19.11	21.06	24.24
销售费用	463.44	421.76	412.65	433.13	498.53
管理费用	127.91	123.66	105.48	108.28	124.63
研发费用	71.18	88.31	78.60	86.63	99.71
财务费用	5.58	(74.20)	(2.10)	(3.00)	(5.00)
资产/信用减值损失	51.89	(15.62)	(6.00)	(4.50)	(4.30)
公允价值变动收益	0.99	0.10	0.54	0.01	(0.01)
投资净收益	(0.35)	(4.69)	3.00	3.00	3.00
其他	(114.70)	(27.47)	0.00	0.00	0.00
营业利润	209.34	360.01	266.65	353.98	463.03
营业外收入	0.41	0.73	3.00	3.00	3.00
营业外支出	0.37	0.41	0.10	0.10	0.10
利润总额	209.38	360.33	269.55	356.88	465.93
所得税	23.04	40.42	40.43	53.53	69.89
净利润	186.34	319.91	229.12	303.35	396.04
少数股东损益	5.26	(3.50)	(2.51)	(3.32)	(4.34)
归属于母公司净利润	181.08	323.41	231.63	306.67	400.38
每股收益(元)	0.14	0.25	0.18	0.24	0.31

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	12.43%	22.86%	-14.70%	10.21%	15.10%
营业利润	-227.06%	71.97%	-25.93%	32.75%	30.81%
归属于母公司净利润	-237.16%	78.60%	-28.38%	32.40%	30.56%
获利能力					
毛利率	44.46%	38.59%	44.93%	46.25%	48.40%
净利率	9.66%	14.04%	11.79%	14.16%	16.06%
ROE	8.51%	13.20%	9.33%	11.52%	13.84%
ROIC	15.86%	18.85%	13.15%	20.61%	22.44%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	15.56%	13.28%	9.59%	10.88%	8.60%
净负债率	-24.94%	-12.70%	-19.51%	-12.33%	-22.67%
流动比率	5.30	6.06	9.25	7.87	11.30
速动比率	3.95	4.14	5.42	5.29	6.94
营运能力					
应收账款周转率	4.69	4.69	4.68	4.68	4.68
存货周转率	5.23	4.92	3.34	3.52	3.67
总资产周转率	0.76	0.87	0.71	0.76	0.82
每股指标(元)					
每股收益	0.14	0.25	0.18	0.24	0.31
每股经营现金流	0.08	-0.06	0.29	-0.02	0.38
每股净资产	1.66	1.91	1.94	2.08	2.26
估值比率					
市盈率	36.12	20.22	28.23	21.33	16.33
市净率	3.07	2.67	2.63	2.46	2.26
EV/EBITDA	18.34	18.78	16.35	13.31	9.91
EV/EBIT	23.99	22.55	20.27	15.77	11.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com