

健友股份(603707.SH)

肝素原料药短期扰动减弱，高端注射剂集群海外快速扩容

推荐（首次）

股价：13.02元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.nkf-pharma.com
大股东/持股	谢菊华/27.20%
实际控制人	谢菊华,唐咏群,丁莹
总股本(百万股)	1,617
流通A股(百万股)	1,616
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	210
流通A股市值(亿元)	210
每股净资产(元)	3.67
资产负债率(%)	37.9

行情走势图



证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
BOT335
YEYIN757@pingan.com.cn

韩盟盟 投资咨询资格编号
S1060519060002
hanmengmeng005@pingan.com.cn

研究助理

臧文清 一般证券从业资格编号
S1060123050058



平安观点：

- 公司业务结构持续优化，利润端受存货减值影响短期承压。南京健友生化制药股份有限公司成立于1987年，拥有全球领先的高端无菌注射剂生产技术，同时也是中国肝素原料药生产的龙头企业之一。公司早期业务以肝素原料药为核心，2017-2022年，伴随公司低分子肝素制剂及无菌注射剂业务的不断开拓，公司营收和利润总体呈现较快增长态势，CAGR分别为27%和28%。2023年，受肝素原料药价格波动导致存货减值、低分子肝素制剂集采、汇率波动等多重因素影响业绩短期承压，公司归母净利润亏损1.89亿元，同比减少117%。受2023Q1肝素原料药价格高基数影响，2024Q1公司营收10.04亿元，同比减少23%，归母净利润1.77亿元，同比减少47%。伴随肝素原料药价格边际逐步好转，制剂集采利空出清，以及海外注射剂业务加速放量，公司收入和利润端有望在2024年恢复较快增长。
- 肝素原料药短期扰动减弱，价格新周期有望开启。我国是肝素原料药主要出口国，健友股份肝素原料药全球市占率位居TOP3。根据海关总署数据，截至2024年4月，肝素价格已快速回落至4755美元/kg，与2018年的肝素价格水平基本持平，下游去库周期已基本完结，上下游供需关系持续改善，我们预计2024年下半年有望开启新一轮肝素价格上行周期。根据公司公告，公司肝素库存结构持续优化，原材料库存逐渐减少，并于2023年计提原材料减值准备5.17亿元，库存商品减值准备7.30亿元，共计12.47亿元，减值后原材料和库存商品合计账面价值为36.65亿元，约为其减值前账面余额的75%。伴随肝素下游需求量的增加，有望驱动肝素价格持续修复，我们预计本次肝素存货计提减值后肝素原料药风险释放已较为充分。
- 打造优质海外注射剂商业化平台，生物药出海助力公司长期成长。根据我们的测算，2022年美国仿制药注射剂市场规模超240亿美元，且竞争格局良好，而美国注射剂药品的持续短缺，叠加注射剂高门槛的GMP生产要求，国内高端注射剂企业有望迎来发展机遇。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,713	3,931	4,344	5,322	6,624
YOY(%)	0.7	5.9	10.5	22.5	24.5
净利润(百万元)	1,091	-189	867	1,153	1,507
YOY(%)	3.0	-117.4	557.6	32.9	30.7
毛利率(%)	52.4	48.4	49.3	50.6	51.6
净利率(%)	29.4	-4.8	20.0	21.7	22.7
ROE(%)	17.7	-3.3	13.2	15.2	16.9
EPS(摊薄/元)	0.67	-0.12	0.54	0.71	0.93
P/E(倍)	19.3	-111.1	24.3	18.3	14.0
P/B(倍)	3.4	3.7	3.2	2.8	2.4

健友股份持续推进“立足中美，放眼全球”的发展策略，于 2016 年并购成都健进制药，开始向高端注射剂领域战略转型，于 2019 年收购美国医药公司 Meitheal，快速建设海外直销渠道。截至 2023 年末，公司在美国市场已有超过 50 个产品运行，是美国注射剂销售管线最完整的供应商之一。根据公司公告，2023 年 Meitheal 销售额为 16.30 亿元，同比增长 38%，增速显著。从盈利能力看，健友股份在原料和制造环节拥有明确的成本优势，海外制剂业务毛利率水平显著高于同业平均，未来伴随产能陆续建成、产品集群持续扩容、销售能力进一步精进，公司海外制剂业务盈利水平有望持续提升。此外，公司积极布局生物药和高端复杂制剂，2022 年合作海南双成引进白蛋白紫杉醇潜力大单品，进军美国高端复杂制剂市场，2023 年合作通化东宝开发多款三代胰岛素，进军美国生物类似药市场，公司向生物药领域的持续拓展有望打开公司长期成长天花板。

- **投资建议：**考虑肝素原料药价格短期扰动减弱，国内制剂集采利空基本出清，海外注射剂业务持续放量，我们预计公司 2024-2026 年将分别实现营收 43.44/53.22/66.24 亿元，净利润分别为 8.67/11.53/15.07 亿元。按照公司业务的相对估值情况，我们给予公司 2024 年 28.5 倍 PE，对应目标价 15.37 元。考虑公司海外生物药业务持续拓展，公司价值有望持续提升，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 原料药价格波动影响：肝素原料药价格受供需关系影响波动，影响公司盈利水平。2) 海外制剂放量不及预期：公司海外制剂产品上市后各个节点是否顺利推进对于公司产品销售放量具有显著影响。3) 国家政策的影响：医保谈判政策可能调整，从而影响公司国内制剂销售。

正文目录

一、 公司业务结构持续优化，利润端受存货减值影响短期承压	6
1.1 健友股份海外业务发展迅速，股权结构稳定	6
1.2 健友股份业绩保持较快增长，2023 年盈利能力短期承压	7
二、 肝素原料药短期扰动减弱，价格新周期有望开启	9
2.1 肝素类制剂是临床抗凝刚需药物	9
2.2 我国是肝素原料药主要出口国，公司全球市占率居前	10
2.3 肝素原料药供需关系持续改善，价格新周期有望开启	10
三、 打造优质海外注射剂商业化平台，生物药出海助力长期成长	12
3.1 美国注射剂仿药市场空间广阔，是少数高水平玩家的舞台	12
3.2 公司高端注射剂产品集群快速扩容，海外盈利水平有望持续提升	13
3.3 布局生物药和高端复杂制剂，打开长期成长天花板	15
四、 集采风险基本出清，国内制剂板块有望保持稳健	16
4.1 肝素集采风险基本出清，国内制剂板块有望保持稳健	16
五、 盈利预测和投资建议	17
5.1 盈利预测	17
5.2 相对估值和投资评级.....	18
六、 风险提示	19

图表目录

图表 1 健友股份发展历程	6
图表 2 健友股份股权结构示意图	7
图表 3 2020 年公司股权激励方案	7
图表 4 健友股份 2017-2024Q1 营业收入及增速（亿元）	7
图表 5 健友股份 2017-2024Q1 归母净利润及增速（亿元）	7
图表 6 健友股份全球布局	8
图表 7 2017-2023 年健友股份国内外营收及国外营收占比（亿元）	8
图表 8 2018-2023 年健友股份分板块营收占比	8
图表 9 2018-2023 年健友股份主要板块销售毛利率（%）	8
图表 10 2018-2024Q1 公司销售毛利率和净利率（%）	9
图表 11 2018-2024Q1 公司期间费用率（%）	9
图表 12 不同类别肝素类药物对比	9
图表 13 肝素产业链示意图	10
图表 14 2018 全球肝素 API 头部企业销售额占比	10
图表 15 2005.1-2024.4 我国出口肝素价格走势（美元/kg）	11
图表 16 1999-2023 年末全球猪库存量（亿头）	11
图表 17 2018-2023 健友股份存货账面余额结构变化（亿元）	11
图表 18 2000-2023 年我国出口肝素数量走势（吨）	11
图表 19 2022 年全球药品市场规模占比	12
图表 20 2015-2020 年美国药品市场原研药、仿制药销售额占比	12
图表 21 2013 和 2018 年美国仿制药市场剂型占比	12
图表 22 2022 年美国仿制药注射剂规模测算	12
图表 23 2014-2023 年美国持续短缺药品数量（个）	13
图表 24 美国年新发药品短缺及注射剂品种占比	13
图表 25 健进制药高端无菌注射剂生产线	13
图表 26 2019 年不同地区 FDA 注册厂区现场检查得分	13
图表 27 2019-2023 健友股份海外批件数量（个）	14
图表 28 截至 2023 年末同类公司获批注射剂 ANDA 数量（个）	14
图表 29 2019-2023 年 Meitheal 销售收入（亿元）	14
图表 30 美国药品销售终端结构	14
图表 31 2023 年全球注射剂仿药头部企业销售毛利率和期间费用率水平（%）	15
图表 32 2019-2023 年健友股份海外制剂毛利率粗测（%）	15
图表 33 BMS 白蛋白紫杉醇美国销售额（亿美元）	15
图表 34 双成白蛋白紫杉醇美国销售额峰值粗测	15
图表 35 2001-2020 年美国成年人糖尿病患病率变动趋势（%）	16

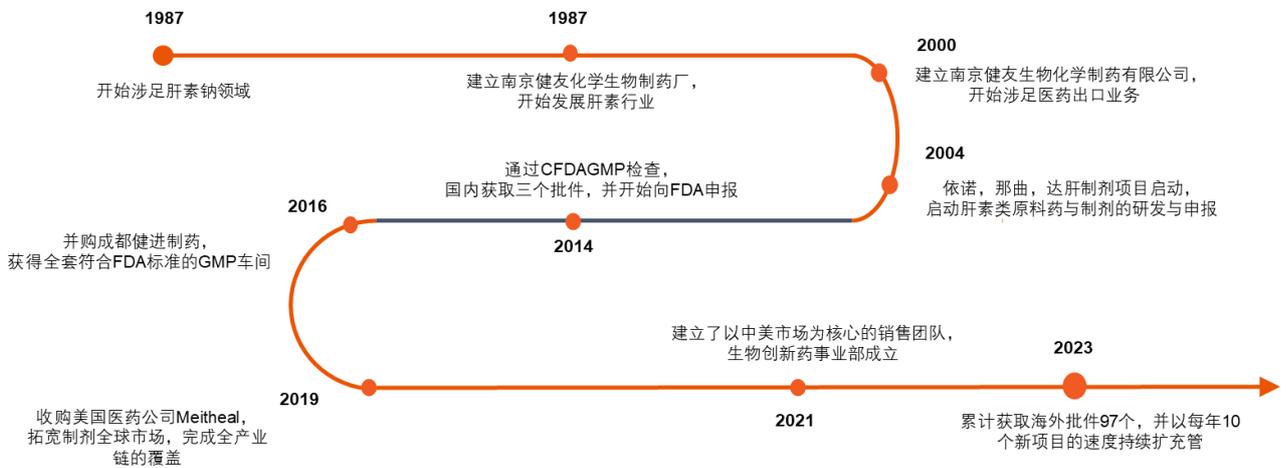
图表 36 2022 年全球胰岛素市场竞争格局（%）	16
图表 37 2018-2022 年健友股份国内制剂主要产品城市公立医院收入（亿元）	16
图表 38 2020-2022 年健友股份肝素类制剂产品供应量（万支）	16
图表 39 公司主要产品集采情况	17
图表 40 健友股份业务收入拆分（百万元）	18
图表 41 可比公司估值	19

一、公司业务结构持续优化，利润端受存货减值影响短期承压

1.1 健友股份海外业务发展迅速，股权结构稳定

健友股份以肝素为基础，快速开拓海外注射剂业务。南京健友生化制药股份有限公司于2017年7月19日在上交所A股上市（股票代码：603707.SH），是一家集药品研发、生产及销售为一体的医药集团企业，拥有全球领先的高端无菌注射剂生产技术，并通过了中国、美国、欧洲、日本、巴西等多地区认证的全球化质量体系，公司同时也是中国肝素原料药生产的龙头企业之一。1987年，公司的前身南京健友化学生物制药厂建立，开始发展肝素行业。2016年并购成都健进制药，获得全套符合FDA标准的注射剂GMP生产线，开始向非肝素类无菌注射剂领域拓展。2019年，通过收购美国医药公司Meitheal，快速建设海外直销渠道。同年，公司还成立了生物创新药事业部，积极向生物药领域拓展。根据公司公告，截至2023年末，公司已累计获取ANDA批件97个，并以每年10个新项目的速度持续扩充管线，拥有ANDA批件数量已位居国内同类公司前列。

图表1 健友股份发展历程

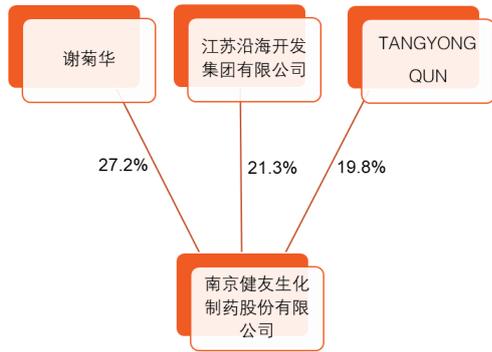


资料来源：公司官网，平安证券研究所

公司股权结构稳定，管理团队经验丰富。截至2023年末，公司前三大股东分别为谢菊华、江苏沿海开发集团有限公司、TANGYONGQUN，分别控制健友股份27.2%、21.3%、19.8%的股份，共计持股68.3%，其它股东持股权重相对较小且较为分散，公司股权结构稳定，有利于公司开展战略层面的调整和推进。

股权激励凸显公司发展信心。2021年6月，健友股份通过股权激励计划，将261.75万股股票以每股20.89元的价格授予包括高级管理人员和核心骨干人员在内的125人，进一步绑定核心管理层利益。公司以2020年利润为基数，2021，2022和2023年的考核利润增长分别不低于15%，32%和52%，公司2021和2022年业绩均满足公司层面的考核要求，2023年主要受肝素存货减值影响业绩承压。

图表2 健友股份股权结构示意图



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 2020年公司股权激励方案

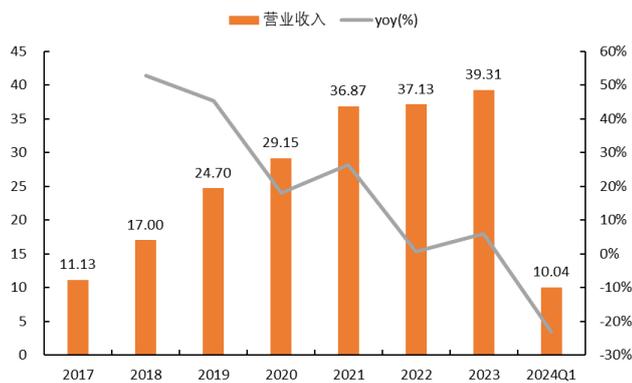
解除限售期	业绩考核目标	是否达成
第一个归属期	以2020年净利润为基数,公司2021年净利润增长率不低于15%	是
第二个归属期	以2020年净利润为基数,公司2022年净利润增长率不低于32%	是
第三个归属期	以2020年净利润为基数,公司2023年净利润增长率不低于52%	否

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

1.2 健友股份业绩保持较快增长, 2023 年盈利能力短期承压

健友股份营业收入和净利润较快增长, 2023 年受大环境影响短期承压。2017 年以来, 伴随原料药和低分子肝素制剂拓展, 2020 年无菌注射剂业务开始放量, 公司业绩总体呈现较快增长态势, 公司收入由 2017 年的 11.13 亿元增长至 2022 年的 37.13 亿元, CAGR 为 27%。公司利润由 2017 年的 3.14 亿元增长至 2022 年的 10.91 亿元, CAGR 为 28%, 与收入端平均增速基本保持一致。2023 年, 公司营收 39.31 亿元, 保持稳健增长 (+6%), 但利润端受肝素原料药价格波动导致存货减值、低分子肝素制剂集采、汇率波动等因素影响短期承压, 2023 年归母净利润亏损 1.89 亿元, 同比减少 117%。受 2023Q1 肝素原料药价格高基数影响, 2024Q1 公司营收 10.04 亿元, 同比减少 23%, 归母净利润 1.77 亿元, 同比减少 47%。伴随肝素原料药价格边际好转, 制剂集采利空出清, 以及海外注射剂业务加速放量, 公司收入和利润端有望在 2024 年恢复较快增长。

图表4 健友股份 2017-2024Q1 营业收入及增速(亿元)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表5 健友股份 2017-2024Q1 归母净利润及增速(亿元)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

公司业务以中美为核心放眼全球, 立足高端注射剂并积极布局创新管线。公司在南京、成都、美国芝加哥三地均建有研发中心或生产基地, 根据公司公告, 截至 2023 年末, 健友股份已拥有 12 条通过美国 FDA 批准的生产线, 多条产线满产运行, 助力持续扩大销售规模。此外, 公司布局探索单抗、mRNA、多肽和复杂制剂领域, 并在美国设有全球临床中心。根据公司公告, 2023 年 6 月, 公司从 Xentria 获得 XTMAB 的独占许可和知识产权, XTMAB 是一种肿瘤坏死因子 α (TNF α) 抑制剂, 已获得美国 FDA 的孤儿药资格认定, 正处于临床 II 期, 本次合作为公司未来发力创新药领域埋下伏笔。

公司国内外业务齐头并进, 海外业务主导地位有望持续增强。公司早期业务以肝素原料药为核心, 2015 年总营收不足 5 亿, 海外营收占比近 9 成。伴随原料药业务快速增长和低分子肝素制剂拓展, 公司海内外业务营收总量步入快速发展道路, 2018

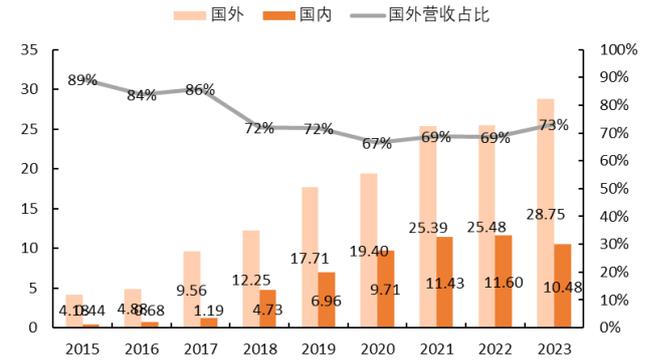
年国内业务收入 4.73 亿，国外业务收入 12.25 亿，2018 年收入总体量增长至 2015 年的 3.5 倍以上，由于国内业务发展相对较快，海外业务占比降至约 7 成。2019 年公司收购 Meitheal 构建美国本土直销团队，进一步增强公司在美国的商业化能力，2020 年美国无菌注射剂业务开始放量。在美国市场快速拓展的同时，公司持续推进“立足中美，放眼全球”的发展策略，持续耕耘巴西、德国、法国等市场，依托公司多年的国内产业积淀和全球销售渠道，销售收入持续保持增长。根据公司公告，2023 年公司海外业务收入高达 28.75 亿元，其中制剂业务超 19 亿元（包括美国子公司 Meitheal 收入 16 亿元），占比约 66%。伴随公司海外销售能力的不断增强，海外产品商业化的逐步兑现，公司海外业务收入体量和占比有望进一步提升。

图表6 健友股份全球布局



资料来源：公司官网，平安证券研究所

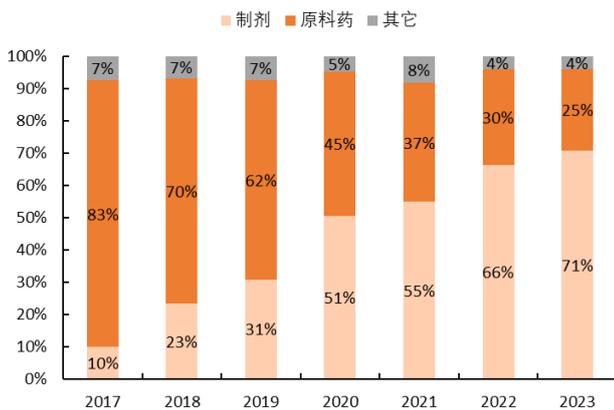
图表7 2017-2023 年健友股份国内外营收及国外营收占比 (亿元)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

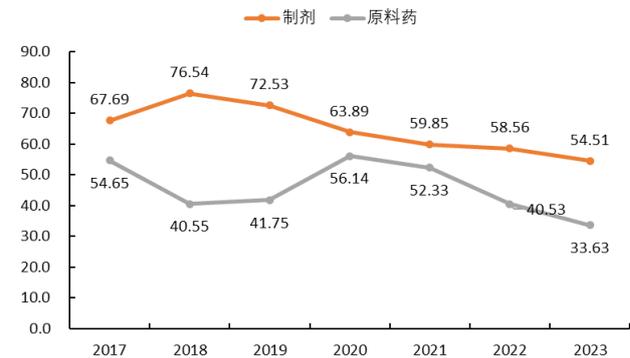
公司原料药业务占比逐年减少，制剂业务毛利率相对较高。受公司积极向制剂领域发展战略的影响，2017 年以来公司主营业务收入构成中原料药占比逐年降低，从 2017 年的 83% 降至 2023 年的 25%，而制剂业务占比从 10% 逐年增长至 71%，成长为公司营收的中流砥柱，并呈上升趋势。公司已经逐步摆脱肝素原料药标签。国内外制剂业务为公司带来更多成长属性。从分板块销售毛利率水平来看，受原料药成本上涨和国内制剂集采影响，制剂毛利率自 2018 年有所下滑，2023 年制剂毛利率为 54.51%，但依然保持在相对较高水平。而伴随肝素原料药价格波动，公司原料药业务毛利率也呈周期性波动趋势，2023 年为 33.63%，处于 2017 年以来历史低位，伴随下游去库周期结束，原料药价格逐步提升，肝素原料药毛利有望修复。

图表8 2018-2023 年健友股份分板块营收占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 2018-2023 年健友股份主要板块销售毛利率 (%)



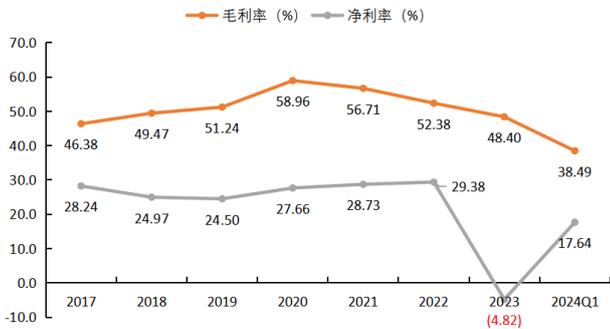
资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司净利率波动趋稳，毛利率有望逐步修复。2017 年，公司低分子肝素制剂业务开始放量，公司整体毛利率呈上升趋势，但 2020 年以来，受肝素原料药价格波动及肝素制剂集采影响，公司产品毛利率有所下滑，由 2020 年的 58.96% 降至 2024Q1 年的 38.49%，处于 2017 年以来历史低位，伴随集采利空逐步出清，新一轮肝素周期开启以及海外注射剂加速放量，2024 年有望利好公司毛利恢复。公司早年净利率水平受原料药业务影响较大，整体呈现弱周期性特征，但基本保持平稳，2022 年为 29.38%，2023 年净利率为 -4.82%，主要受肝素存货减值影响短期波动较大，2024Q1 已恢复至 17.64%，伴随非肝素

注射剂海外业务占比的逐步增加，费用端将持续改善，有望利好公司净利率进一步恢复。

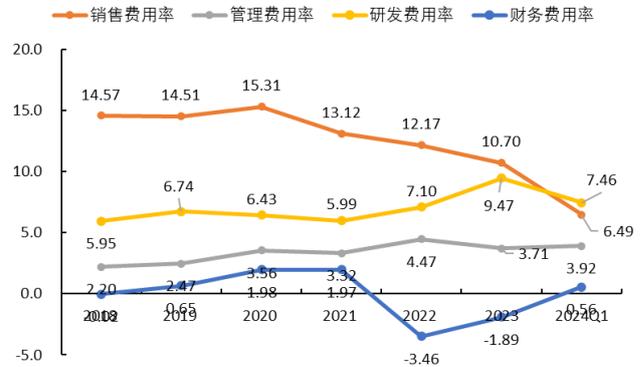
期间费用结构基本合理，销售费用率显著改善。期间费用方面，伴随海外业务拓展，公司销售费用率从2020年的15.31%快速下滑至2023年的10.70%，伴随公司海外业务的持续开拓，销售费用率有望进一步降低。其它费用方面，公司研发费用率基本保持10%以下，管理费用率保持在5%以下，整体较为稳健。

图表10 2018-2024Q1 公司销售毛利率和净利率 (%)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表11 2018-2024Q1 公司期间费用率 (%)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、 肝素原料药短期扰动减弱，价格新周期有望开启

2.1 肝素类制剂是临床抗凝刚需药物

肝素类制剂是临床主要抗凝血药物。抗血栓药物主要包括抗凝血药物、血小板抑制剂和血栓溶解剂三大类，肝素原料药制成的肝素和低分子肝素类药物是目前全球最主要的抗凝血药物。可用于外科预防血栓形成以及妊娠者的抗凝治疗；对于急性心肌梗死患者，可用肝素预防病人发生静脉血栓栓塞病，并可预防大块的前壁透壁性心肌梗死病人发生动脉栓塞等；也可应用于心脏手术和肾脏透析时维持血液体外循环的畅通。

低分子肝素疗效更优，普通肝素特定临床用途难以替代。肝素类药物按照分子量大小不同主要分为普通肝素(平均14kDa)、低分子肝素(平均6kDa)和超低分子肝素(<3kDa)。相对于普通肝素，低分子肝素特异性结合抗凝血酶III，主要抑制Xa凝血因子活性，因此副作用小，引起出血和血小板减少的发生率更低，并且总体上具备更为强效的抗血栓作用，主要品种包括依诺肝素、那屈肝素、达肝素等，但普通肝素在血液保存、心脏手术、肾透析、抗动脉血栓等特定抗凝血的临床应用中仍具备独特优势，难以被其它品种替代。

图表12 不同类别肝素类药物对比

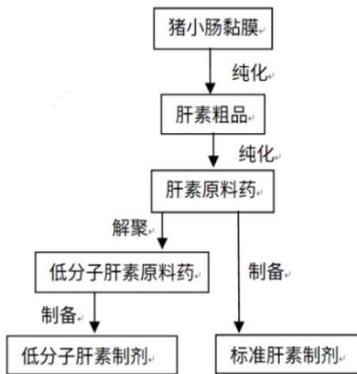
类别	普通肝素	低分子肝素	超低分子肝素
分子量	3~30kDa,平均14kDa	3~8kDa,平均6kDa	1.5~3kDa,分子量的分布区间更加集中
制备方式	主要从猪小肠黏膜等动物组织器官提取	化学降解法、酶解法	化学合成法和酶合成法等
与凝血因子结合位点	较多	与抗凝血酶III结合，主要抑制Xa凝血因子活性	/
有效和安全性	出血和血小板减少发生率较高。但在血液相对于普通肝素，低分子量肝素生物利用度高，保存、心脏手术、肾透析、抗动脉血栓等副作用小，引起出血和血小板减少的发生率更低，统抗凝血临床应用上仍难以替代	抗血栓作用强，半衰期更长	更好的抗血栓活性，更低的出血风险，对血小板的影响更小

资料来源：《肝素类制品研究概述》，平安证券研究所

2.2 我国是肝素原料药主要出口国，公司全球市占率居前

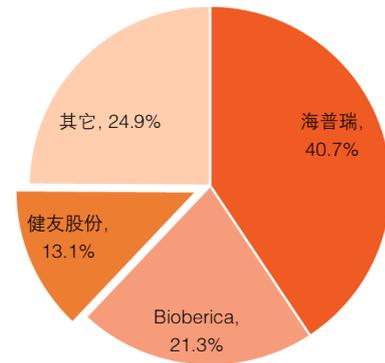
我国是肝素原料药主要出口国，健友股份肝素原料药全球市占率居前。肝素原料药是从健康生猪的小肠粘膜中提取的肝素粗品经进一步提纯后而制成的特色原料药。我国拥有全球最丰富的生猪资源，在肝素原料药上拥有供给充足的先天性优势，是世界肝素原料的主要供应国家，广泛出口欧美。根据 Frost&Sullivan 的数据，2018 年，全球肝素 API 头部企业销售额占比 TOP3 分别为海普瑞、Bioberica、健友股份，市占率分别为 40.7%、21.3%、13.1%，健友股份肝素原料药全球市占率位居前三位。

图表13 肝素产业链示意图



资料来源：千红制药招股书，平安证券研究所

图表14 2018 全球肝素 API 头部企业销售额占比



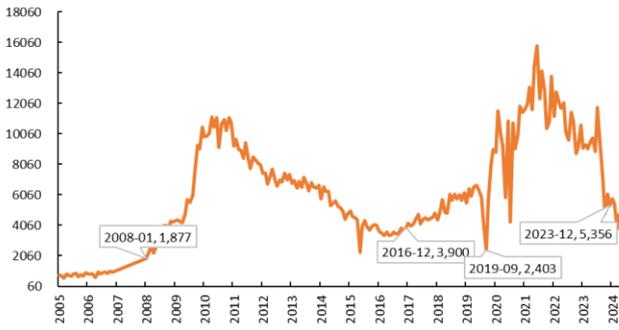
资料来源：Frost&Sullivan，平安证券研究所

2.3 肝素原料药供需关系持续改善，价格新周期有望开启

肝素原料药主要受行业自身因素影响存在周期属性，2024 年有望开启价格新周期。2008 年，美国百特公司生产的肝素钠在美国出现药品不良反应事件，美方称其部分原料来源于中国常州凯普生物化学有限公司（该企业为美国 FDA 确认的“肝素钠”原料生产厂），百特事件后，FDA 监管要求的加强导致行业准入门槛提升，对中小型原料药企业和新进入者造成较大的压力，导致肝素原料药价格攀升，随着优势持续向健友股份等头部企业聚集，行业格局逐步稳定，2015 年左右我国第一轮肝素原料药周期基本结束。2016 年开始，主要受国内供给侧改革以及海外需求拉动影响，肝素价格开启第二轮成长周期，伴随全球疫情催化达到顶峰，根据海关总署数据，2021 年 6 月我国肝素出口月均价高达 15849 美元/kg。2022 年以来，全球疫情影响逐步减弱，海外需求逐渐疲软，肝素价格快速回落，2023 年 7 月我国肝素月均出口价格 11779 美元/kg，但当月供应量仅 5 吨已处于历史低位，受供需关系影响，截至 2024 年 4 月，肝素价格已快速回落至 4755 美元/kg，与 2018 年的肝素价格水平基本持平，已处于第二轮肝素周期终点区间，伴随去库周期结束，供需关系持续改善，我们预计 2024 年下半年有望开启新一轮肝素价格修复周期。

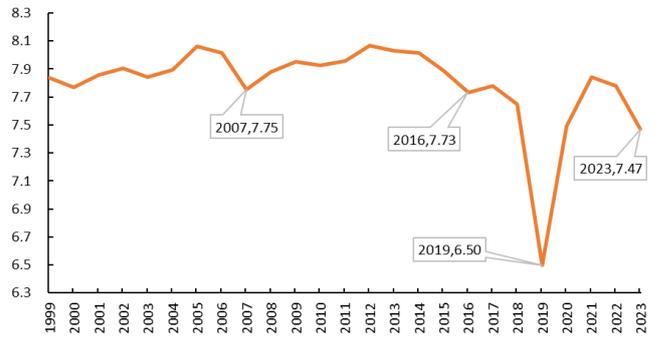
肝素原料药价格和全球猪库存量存在一定表观正相关性，当前全球猪库存量处于相对较低水平。根据美国农业部的统计，受上下游供需和猪瘟影响，2007 年、2016 年、2019 年、2023 年全球库存量分别为 7.75、7.73、6.50、7.47 亿头，均处于相对较低水平，全球猪库存量和肝素原料药价格变动趋势存在一定正相关性，肝素当前价格处于低位，未来有望逐步修复。

图表15 2005.1-2024.4 我国出口肝素价格走势（美元/kg）



资料来源：中国海关总署，平安证券研究所

图表16 1999-2023 年末全球猪库存量（亿头）



资料来源：美国农业部，平安证券研究所

2.4 公司肝素库存结构持续优化，存货进一步减值风险有限

公司库存结构持续优化，存货账面余额持续压缩。根据公司公告，自 2018 年以来，公司存货总体呈上升趋势，但存货中较低附加值的原材料（主要系肝素粗品）总量于 2020 年后持续优化，2023 年减值前已降低至 14.64 亿元，略高于 2018 年原材料存货余额水平。公司库存商品存货主要包括标准肝素原料和肝素类制剂，这部分商品现值受下游采购周期影响亦存在减值风险。根据公司公告，受肝素市场频繁降价、订单不稳定、及需求降低等因素的影响，导致部分库存产品及原材料的可变现净值低于账面价值。相关产品库存及原材料出现减值迹象，公司于 2023 年计提原材料减值准备 5.17 亿元，库存商品减值准备 7.30 亿元，共计 12.47 亿元，减值后原材料和库存商品账面价值为 36.65 亿元，约为其减值前账面余额的 75%。

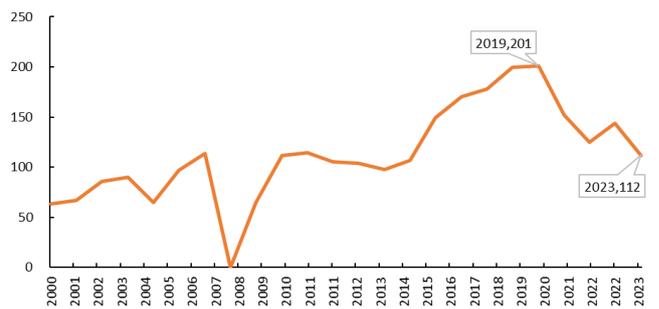
肝素存货计提减值风险释放较为充分，进一步减值风险有限。根据海关总署数据，2019 年我国肝素出口量达到历史高点为 201.04 吨，之后 4 年我国出口量波动性下滑，全国肝素出口量 2023 年合计约 112 吨，与 2000-2023 年历史平均水平 113 吨基本持平。2024Q1 全国肝素出口量为 42.79 吨，同比增长 19%，环比增长 49%，伴随下游去库周期基本结束，我们预计 2024 年肝素下游需求量将有所增加，驱动肝素价格逐季向好，公司存货进一步减值风险相对有限。

图表17 2018-2023 健友股份存货账面余额结构变化(亿元)



资料来源：健友股份公司公告，平安证券研究所

图表18 2000-2023 年我国出口肝素数量走势（吨）



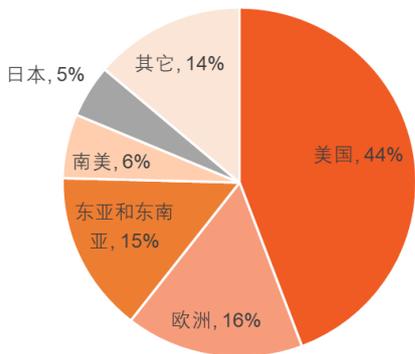
资料来源：中国海关总署，平安证券研究所

三、 打造优质海外注射剂商业化平台，生物药出海助力长期成长

3.1 美国注射剂仿药市场空间广阔，是少数高水平玩家的舞台

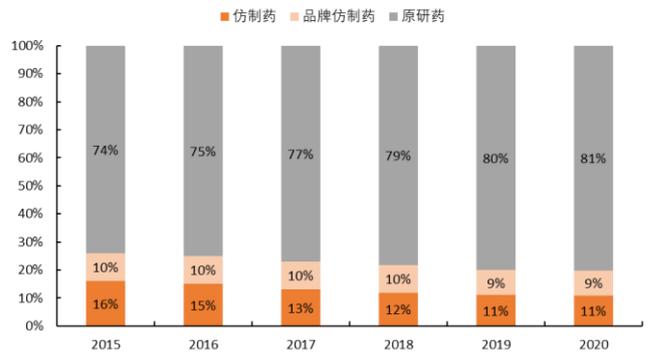
2022年美国药品市场规模约6640亿美元，其中仿制药占比约20%。根据IQVIA数据，2022年全球药品市场规模约为1.5万亿美元，其中美国药品市场规模约6640亿美元，占全球市场的约44%，是全球规模最大的药品市场。与我国以仿制药为主的市场结构不同，美国市场原研药占比较高，2020年美国市场原研药占比高达80.7%，而仿制药占比约为19.3%，并基本保持稳定。根据2022年美国药品市场规模以及仿制药约20%的恒定规模占比测算，2022年美国仿制药市场规模约为1282亿美元。

图表19 2022年全球药品市场规模占比



资料来源：IQVIA，平安证券研究所

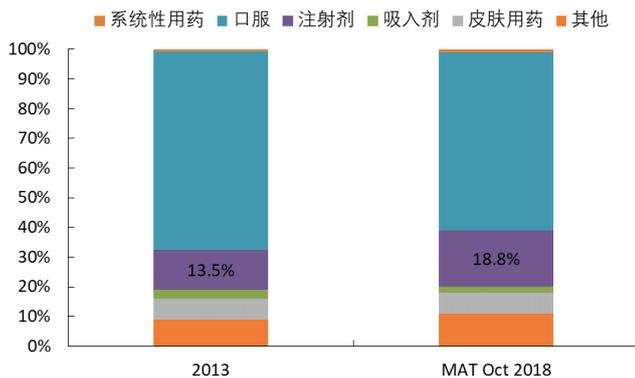
图表20 2015-2020年美国药品市场原研药、仿制药销售额占比



资料来源：IQVIA，平安证券研究所

2022年美国仿制药注射剂市场规模超240亿美元，并有望持续提升。根据IQVIA数据，2018年美国仿制药中注射剂占比约18.8%，较2013年提升5.3pp。假设2022年注射剂占仿制药比例不变，则2022年美国整体仿制药注射剂规模约241亿美元，规模可观并有望持续提升。

图表21 2013和2018年美国仿制药市场剂型占比



资料来源：IQVIA，平安证券研究所

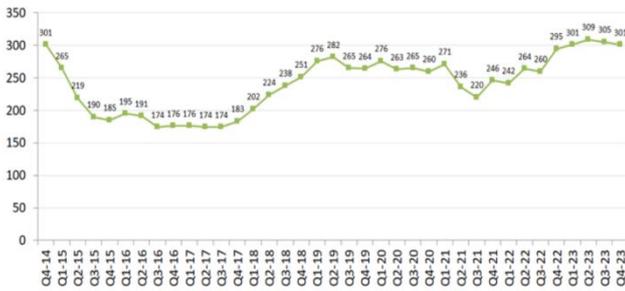
图表22 2022年美国仿制药注射剂规模测算

类别	数据
美国药品市场规模 (亿美元)	6640
仿制药占比 (仿制药+品牌仿制药)	19.3%
仿制药中注射剂占比 (假设)	18.8%
仿制药注射剂市场规模 (亿美元)	241

资料来源：IQVIA，平安证券研究所

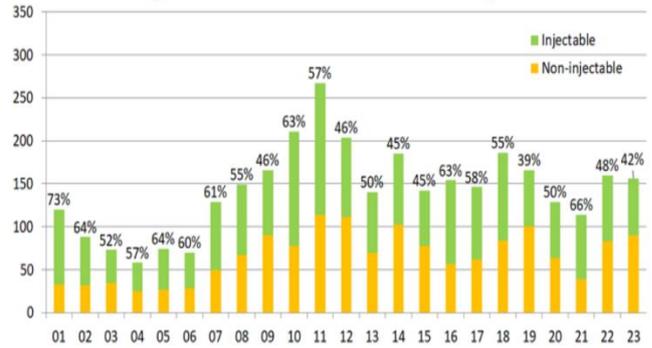
美国药品短缺情况持续，短缺药品以注射剂为主。根据美国医院药师协会 (ASHP) 数据，2018年后美国药品持续短缺数量明显提升，2018Q4为251个，较2017Q4大幅提升37%。2023Q4，美国持续短缺的药品数量为301个，维持高位。根据FDA数据，美国药品短缺主要归因于FDA严格的GMP要求和原材料外部依赖。根据ASHP数据，美国每年新发药品短缺中注射剂占比基本在50%以上，2001-2020年美国共新发药品短缺2857起，其中注射剂为1549起，占比54%。美国药品短缺以注射剂品种为主。2023年新发短缺超150种，其中注射剂占比42%。

图表23 2014-2023年美国持续短缺药品数量(个)



资料来源: ASHP, 平安证券研究所

图表24 美国年新发药品短缺及注射剂品种占比



资料来源: ASHP, 平安证券研究所

无菌注射剂 GMP 生产要求较高, 是少数高水平玩家的舞台。 无菌注射剂 GMP 要求高于口服。相比口服制剂, FDA 对无菌注射剂在研发、制造、处方工艺、包装和存储运输等方面要求更为严格。生产过程需要通过厂房布局、设施设备验证、洁净区管理以及运用产品工艺验证、关键工艺控制、过程分析、过程无菌控制等技术把控注射剂质量, 同时需要在 FDA 的高压检查下保持体系整体的无菌, 产业门槛高。

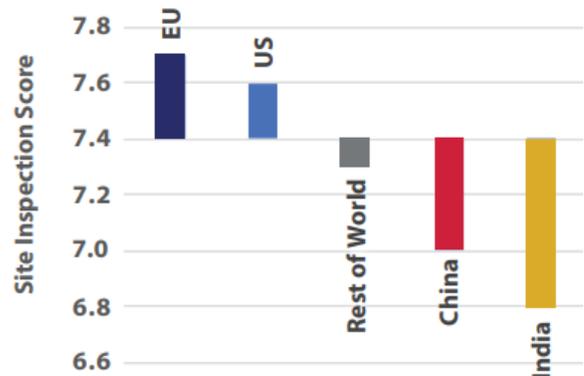
中国整体 GMP 得分低于欧美, 但高于印度。 根据 2019 年 FDA 发布的药品质量报告, 2019 年 FDA 一共实施了 1258 项现场检查, 从平均得分来看, 发展中国家普遍低于发达国家, 我们认为与当地医药制造业发展水平有关, 其中欧盟和美国分别为 7.7 和 7.6 分, 而中国、印度分别为 7.0、6.8 分, 中国整体 GMP 生产水平优于印度但相比欧美仍有差距, 对 GMP 要求较高的无菌注射剂更是国内少数高水平玩家的舞台。

图表25 健进制药高端无菌注射剂生产线



资料来源: 健进制药官网, 平安证券研究所

图表26 2019年不同地区 FDA 注册厂区现场检查得分

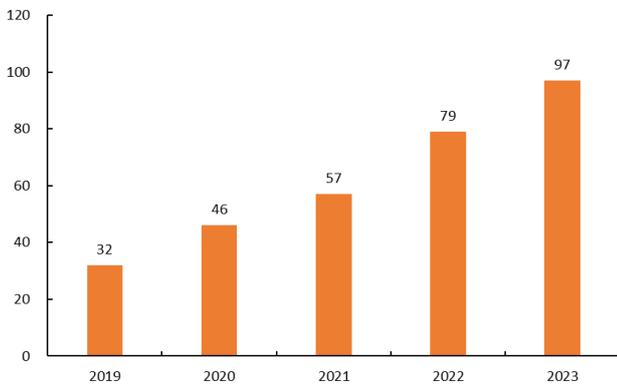


资料来源: FDA, 平安证券研究所

3.2 公司高端注射剂产品集群快速扩容, 海外盈利水平有望持续提升

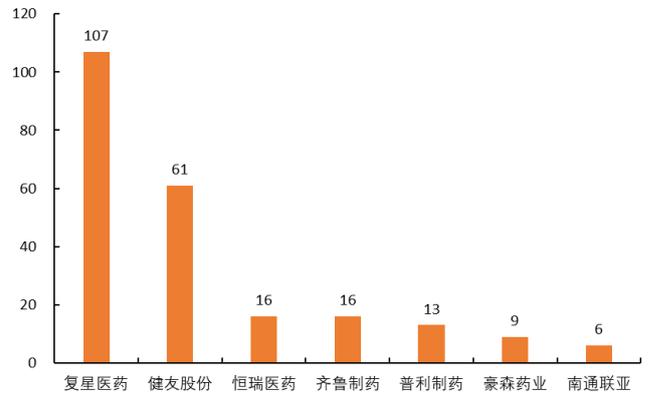
健友股份海外批件数量持续增长, 获批 ANDA 主要为高端注射剂型。 根据公司公告, 截至 2023 年, 健友股份海外批件数量已增长至 97 个, 相较于 2019 年的 32 个, 平均每年增长超 16 个, 增速显著。根据药智网数据, 截至 2023 年末, 健友股份及子公司共拥有注射剂 ANDA 批件 61 个, 产品主要集中于抗凝血、抗肿瘤、心血管疾病等领域, 也涉及手术麻醉、抗细菌感染和造影等领域。其中美国子公司 Meitheal 共拥有 48 个 ANDA 批件, 南京健友共拥有 8 个 ANDA 批件, 成都健进共拥有 5 个 ANDA 批件。与国内同行获得的注射剂 ANDA 数量相比, 复星医药通过收购 Gland 拥有 107 个注射剂 ANDA 批件, 健友拥有 61 个 ANDA 注射剂批件, 相比于恒瑞医药、齐鲁制药、普利制药、豪森药业等, 公司注射剂 ANDA 获批数量在国内遥遥领先。

图表27 2019-2023 健友股份海外批件数量 (个)



资料来源: 健进制药官网, 平安证券研究所

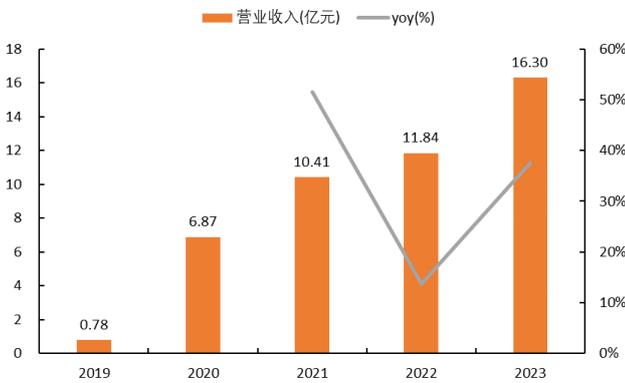
图表28 截至 2023 年末同类公司获批注射剂 ANDA 数量 (个)



资料来源: 药智网, 平安证券研究所

美国子公司 Meitheal 具备本土销售优势, 销售收入快速增长。美国子公司 Meitheal 的核心管理层团队, 大多来自于 Sagent、Fresenius 等知名美国仿制药注射剂公司, 具备国际视野和丰富注射剂销售经验的管理团队, 能够直接面对 GPO、IDN/PN 以及三大批发商, 美国团队与 FDA 交流经验丰富, 有助于加快注册速度, 同时借助其对美国市场的深刻理解帮助公司更好的设计产品管线, 美国本土销售团队+中国高质量研发、产能模式优势显著。Meitheal 2023 年美国销售额快速增长至 16.30 亿元 (约 2.3 亿美元), 同比增长 38%, 增速显著。根据公司公告, 截至 2023 年末公司在美国市场已有超过 50 个产品运行, 成为美国注射剂销售管线最完整的供应商之一。丰富的产品管线为公司在美国医药采购市场赢得了更多机会, 同时在药品配送和分销体系内也为公司赢得了更多的话语权, 有利于进一步提升公司在美国市场的整体盈利能力。

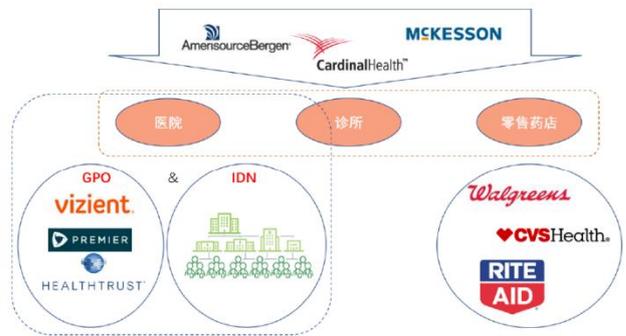
图表29 2019-2023 年 Meitheal 销售收入 (亿元)



资料来源: 健友股份公告, Meitheal 官网, 平安证券研究所

注: 2023 年美元兑人民币汇率为 7

图表30 美国药品销售终端结构



资料来源: HSAC, IQVIA, 平安证券研究所

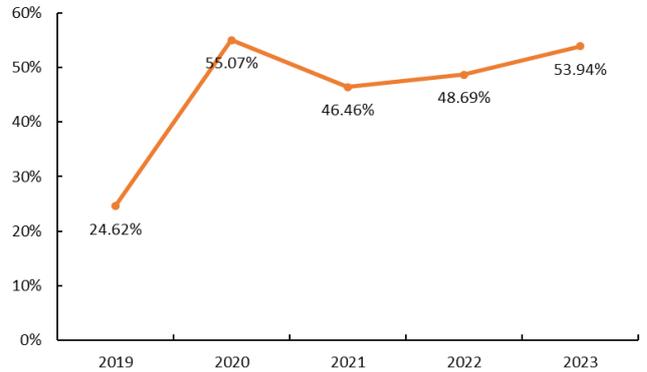
公司海外制剂毛利水平较高, 未来有望持续提升。我们选取 TEVA、HIKMA、VIATRIS、FRESENIUS、AMNEAL 等 5 家注射剂仿药头部企业作为参考, 其销售毛利率分别为 48.24%、48.94%、59.15%、22.68%、34.25%, 平均毛利率约为 42.65%, 扣除销售一般管理费用和研发费用后的平均销售净利率水平为 18.26%。而 2021-2023 年, 健友股份海外制剂业务 (国外业务减去原料药和 CDMO 业务) 粗略毛利率从 46.46% 增长至 53.94%, (2021-2023 年平均毛利率为 49.70%) 显著高于头部企业平均毛利率, 公司在原料和制造环节拥有明确的成本优势。未来伴随产能陆续建成、产品集群持续扩容、销售能力进一步精进, 公司盈利水平有望持续提升。假设公司海外制剂期间费用率与头部注射剂仿制药企业相当, 公司销售净利率亦将有望维持相对较高水平。

图表31 2023年全球注射剂仿药头部企业销售毛利率和期间费用率水平(%)

企业名称	销售毛利率	销售一般管理费用率	研发费用率	销售净利率
TEVA	48.24%	22.07%	6.01%	20.15%
HIKMA	48.94%	18.92%	5.18%	24.83%
VIATRIS	59.15%	22.96%	4.88%	31.31%
FRESENIUS	22.68%	14.15%	2.96%	5.57%
AMNEAL	34.25%	17.96%	6.85%	9.44%
平均	42.65%	19.21%	5.18%	18.26%

资料来源：各公司年报，平安证券研究所

图表32 2019-2023年健友股份海外制剂毛利率粗测(%)

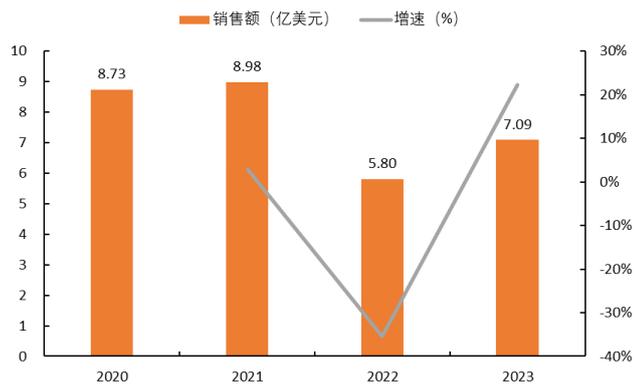


资料来源：健友股份公告，平安证券研究所

3.3 布局生物药和高端复杂制剂，打开长期成长天花板

合作海南双成引进白蛋白紫杉醇潜力大单品，进军美国高端复杂制剂市场。2022年9月，健友股份从海南双成获得白蛋白紫杉醇在美国市场的独家代理权。根据NCCN指南，白紫主要用于非小细胞肺癌、乳腺癌和胰腺癌的治疗，相比普通紫杉醇注射液治疗窗更宽，且在安全性和患者依从性方面具备临床用药优势。2021年美国白紫原研厂家BMS销售额为8.98亿美元，伴随核心专利到期，白紫首款仿制药已于2022年4月获批。双成白紫已于2022年3月向FDA递交ANDA。双成白紫美国市场销售峰值有望超6亿元。我们以2021年原研BMS产品在美销售额8.98亿美元为基准，考虑白紫属于高端复杂制剂，仿制门槛相对较高，悲观估计白紫仿制药降价幅度70%，中性估计50%，乐观估计30%，对应美国白紫仿药市场空间分别为6.29、4.49、2.69亿美元。考虑相对较高的仿制门槛，假设美国市场白紫5家企业参与竞争，公司市占率为20%，据此测算在悲观、中性和乐观假设下，公司白紫销售峰值分别为1.26、0.90、0.54亿美元，对应人民币分别为3.77、6.29、8.80亿元（美元：人民币汇率为7）。

图表33 BMS白蛋白紫杉醇美国销售额(亿美元)



资料来源：BMS公司财报，平安证券研究所

图表34 双成白蛋白紫杉醇美国销售峰值粗测

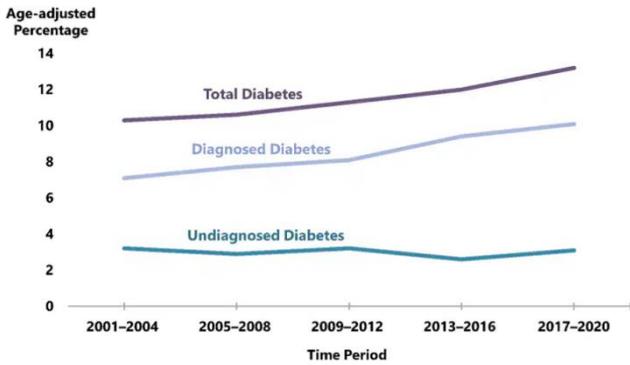
	悲观	中性	乐观
美国白紫原研市场空间 (亿美元)	8.98 (参考2021年BMS白紫在美销售额)		
仿制药降价幅度	70%	50%	30%
美国白紫仿制药市场空间 (亿美元)	2.69	4.49	6.29
公司市占率	20%		
公司白紫美国销售额 (亿美元)	0.54	0.90	1.26
公司白紫美国销售额 (亿元)	3.77	6.29	8.80

资料来源：BMS公司财报，平安证券研究所

合作通化东宝开发三代胰岛素，进军美国生物类似药市场。根据公司公众号，2023年9月，通化东宝与健友股份将根据美国FDA药品注册要求，共同开展甘精、门冬、赖脯三种胰岛素注射液的开发和生产，同时健友股份将获得产品上市后的美国市场独家商业化权益。根据IDF(国际糖尿病联盟)2021年数据，美国20-79岁的成年糖尿病患者人数约3220万人，居世界第四位。根据美国疾控中心(CDC)数据，2017-2020年美国成年人糖尿病患病率约为14%，且在持续增长中，美国胰岛素市场空间广阔。

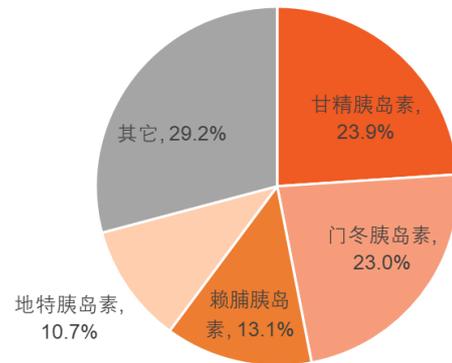
美国三代胰岛素占据胰岛素市场主导地位。根据药智网数据，甘精、门冬、赖脯三种胰岛素均属于第三代胰岛素，根据药智网数据，三种胰岛素全球市场销售额占比分别为23.9%、23.0%、13.1%，合计占比约60%，占据胰岛素市场主导地位。

图表35 2001-2020年美国成年人糖尿病患病率变动趋势(%)



资料来源: CDC, 平安证券研究所

图表36 2022年全球胰岛素市场竞争格局(%)



资料来源: 药智网, 平安证券研究所

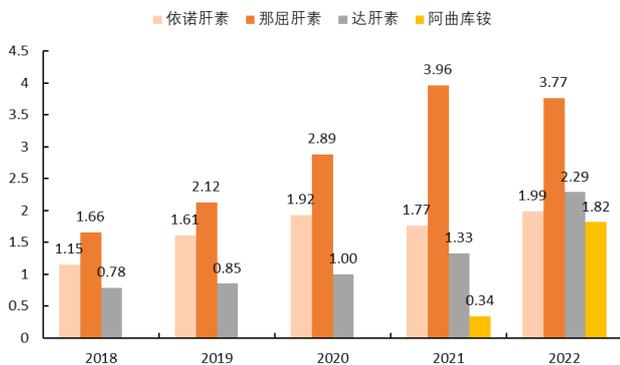
四、集采风险基本出清，国内制剂板块有望保持稳健

4.1 肝素集采风险基本出清，国内制剂板块有望保持稳健

低分子肝素+阿曲库铵构成公司国内制剂销售主力。公司国内制剂核心产品主要由依诺肝素、那屈肝素和达肝素 3 款低分子肝素和肌松药阿曲库铵构成。根据米内网数据，2022 年，公司 4 款产品城市公立医院销售额分别为 1.99、3.77、2.29、1.82 亿元。其中，阿曲库铵于 2021 年 6 月中标第五批国采，依诺和那屈肝素于 2023 年 4 月中标第八批国采。

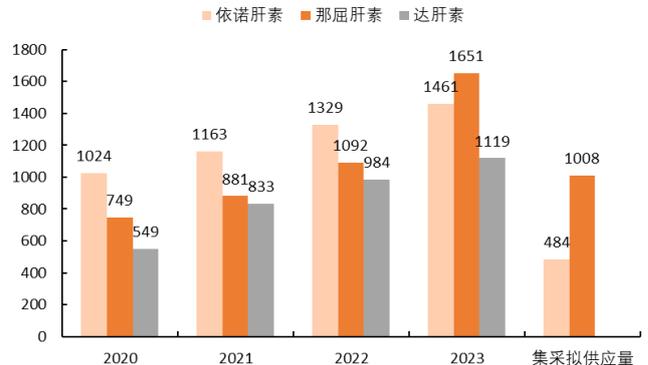
依诺和那屈肝素原研落选，公司市场份额有进一步提升空间。在第八批依诺肝素钠和那屈肝素钙注射液的集采中，参与依诺肝素钠注射液和那屈肝素钙注射液竞标的原研厂家均出局。根据米内网数据，2022 年依诺肝素钠注射液中原研赛诺菲的市占率为 51.5%，2022 年那屈肝素钙注射液中原研 Aspen 的市占率为 35%，原研退出有利于公司基础肝素制剂产品抢占更多市场份额。在集采之外，公司继续完善国内销售渠道和运营渠道、拓展市场，带动国内制剂销售规模快速增长。根据药智网数据，依诺肝素和那屈肝素集采平均中标价格分别为 12.35 和 11.68 元，降幅分别为 60%和 48%，降幅较为温和。根据公司公告，2023 年，公司国内制剂销售数量同比增长超过 25%，以价换量效果显著。其中，公司依诺肝素供应量为 1461 万支（集采拟供应量 484 万支），那屈肝素供应量为 1651 万支（集采拟供应量 1008 万支），两款产品均远超集采拟供应量。

图表37 2018-2022年健友股份国内制剂主要产品城市公立医院收入(亿元)



资料来源: 米内网, 平安证券研究所

图表38 2020-2022年健友股份肝素类制剂产品供应量(万支)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表39 公司主要产品集采情况

集采分类	药品名称	是否核心品种	批次	发布日期	采购周期(年)	中选企业数量(家)	价格降幅(%)	中标单价(元)	采购量(万片/袋/支)	年采购金额(亿元)
已进全国集采	那屈肝素	是	第八批	2023.4.11	3	4	48	11.68	1008.47	1.18
	依诺肝素	是	第八批	2023.4.11	3	9	60	12.35	484.13	0.60
	替加环素	/	第七批	2022.7.18	3	8	81	53.8	20.33	0.11
	磺达肝癸钠	/	第七批	2022.7.18	3	4	45	26.75	46.43	0.12
	依替巴肽	/	第七批	2022.7.18	3	4	74	87.5	3.02	0.03
	阿曲库铵	是	第五批	2021.6.23	2	3	78	24.18	284.61	0.69
	苯达莫司汀	/	第五批	2021.6.23	3	4	58	572	0.026	0.00
尚未进全国集采	达肝素	是	目前已有4家通过一致性评价,未来存在集采可能性,2022年公司城市公立医院销售额2.29亿元							

资料来源:公司公告,药智网,米内网,平安证券研究所

公司注射剂报产数量丰富,助力国内制剂板块持续增长。根据公司公告,截至2023年末,公司共有主要在研项目59项,其中已申报及审批中的项目共计25项,其中国内递交审批项目10个,主要研发产品包括抗感染、抗肿瘤、抗凝血、麻醉药、血糖调节等领域中市场需求大、需求稳定的优质产品。注射剂众多品类采取中美双报策略,丰富的产品种类有望助力国内制剂板块持续增长。

五、盈利预测和投资建议

5.1 盈利预测

关键假设:

假设1: 肝素原料药领域,受下游去库影响,2023年末价格快速下跌,受2023年高基数影响,2024年肝素原料药业务销售额将有所下滑,伴随上下游供需关系持续改善,销量有望驱动价格企稳回升,2025-2026年肝素原料药业务销售额将稳步增加。综合以上因素,假设2024-2026年肝素原料药业务销售额同比增速分别为-40%、15%、25%;

假设2: 国外制剂领域,美国子公司Meitheal高端注射剂快速扩容,并积极布局生物药和高端复杂制剂,假设2024-2026年海外制剂业务销售额将维持高速增长,同比增速分别为35%、30%、30%;

假设3: 国内制剂领域,核心品种依诺和那屈低分子肝素集采利空出清,预计达肝素集采影响有限,注射剂中美双报持续贡献国内增量,假设2024-2026年国内制剂业务销售额基本保持稳健,同比增速分别为15%、10%、10%;

假设4: CDMO领域,随着公司创新能力逐步增强,假设2024-2026年CDMO业务销售额增长稳健,同比增速分别为10%、10%、10%;

基于以上假设,我们预计公司2024-2026年将分别实现营收43.44/53.22/66.24亿元,净利润分别为8.67/11.53/15.07亿元,公司2024-2026年分业务收入成本如下表:

图表40 健友股份业务收入拆分（百万元）

业务分类	项目分类	2023A	2024E	2025E	2026E
肝素原料药	销售收入（百万元）	997.33	598.40	688.16	860.19
	yoy	-10.1%	-40.0%	15.0%	25.0%
	毛利率	33.63%	40.00%	43.00%	45.00%
国外制剂	销售收入（百万元）	1900.00	2565.00	3334.50	4334.85
	yoy	/	35.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	/	50.00%	52.00%	54.00%
国内制剂	销售收入（百万元）	871.67	1002.41	1102.66	1212.92
	yoy	/	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	/	55.00%	53.00%	50.00%
CDMO	销售收入（百万元）	153.74	169.12	186.03	204.63
	yoy	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	35.32%	40.00%	40.00%	40.00%
其他	销售收入（百万元）	8.65	9.52	10.47	11.52
	yoy	87.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	23.33%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	销售收入（百万元）	3931.39	4344.45	5321.81	6624.11
	yoy	5.9%	10.5%	22.5%	24.5%
	毛利率	48.40%	49.34%	50.58%	51.62%

资料来源：iFind，平安证券研究所

注：/为公开资料未报道

5.2 相对估值和投资评级

我们选取千红制药、苑东生物、东诚药业和亿帆医药等四家包含出海概念的仿创结合的制剂及原料药企业作为可比公司，2024年四家公司平均PE为28.5倍。考虑公司肝素原料药短期扰动减弱，海外高端注射剂快速扩容，生物药业务有望驱动长期增长，公司对应6月12日收盘价PE为24.3倍，低于行业平均。我们预计公司2024年EPS为0.54元，以行业可比公司平均28.5倍PE计算，对应目标价15.37元，高于当前股价。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表41 可比公司估值

代码	简称	最新价（截至2024.6.12）	EPS（元）				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002550.SZ	千红制药	5.55	0.14	0.22	0.29	0.36	39.6	25.2	19.1	15.4
688513.SH	苑东生物	56.10	1.89	2.41	3.03	3.80	29.7	23.3	18.5	14.8
002675.SZ	东诚药业	13.27	0.25	0.36	0.45	0.54	53.1	36.9	29.5	24.6
002019.SZ	亿帆医药*	13.10	-0.46	0.46	0.65	0.81	/	28.5	20.2	16.2
	算数平均值		0.46	0.86	1.11	1.38	40.8	28.5	21.8	17.7
603707.SH	健友股份	13.02	-0.12	0.54	0.71	0.93	/	24.3	18.3	14.0

资料来源：iFind，平安证券研究所

注：*表示因暂未覆盖，采用wind一致性预期；/表示PE为负值需剔除

六、风险提示

6.1 原料药价格波动影响

参考历史价格变动情况，肝素原料药价格受供需关系影响较大，且意外事件的发生可能导致肝素原料药价格发生较大波动，影响公司盈利水平。

6.2 海外制剂放量不及预期

公司海外制剂产品种类及数量较多，不同产品商业化前景存在差异，上市后各个节点是否顺利推进对于公司产品销售量具有显著影响；此外，非法规市场相比法规市场产品价格不确定性更强，公司产品在非法规市场放量节奏存在不确定性。

6.3 国家政策的影响

医保谈判政策可能调整，影响公司相关产品量价，从而影响公司国内制剂销售体量和盈利能力。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,262	8,587	10,184	12,318
现金	1,210	434	532	662
应收票据及应收账款	772	1,017	1,246	1,550
其他应收款	231	245	301	374
预付账款	41	37	45	56
存货	4,158	6,083	7,270	8,857
其他流动资产	850	771	790	817
非流动资产	2,263	2,050	1,828	1,595
长期投资	0	9	17	26
固定资产	1,156	986	814	640
无形资产	174	186	189	185
其他非流动资产	933	870	807	745
资产总计	9,524	10,638	12,011	13,913
流动负债	3,086	3,627	4,179	4,950
短期借款	1,567	2,435	2,760	3,225
应付票据及应付账款	538	615	735	895
其他流动负债	982	577	684	830
非流动负债	640	446	248	46
长期借款	519	326	127	-74
其他非流动负债	120	120	120	120
负债合计	3,726	4,072	4,426	4,995
少数股东权益	-3	-3	-3	-3
股本	1,617	1,617	1,617	1,617
资本公积	601	601	601	601
留存收益	3,584	4,351	5,370	6,703
归属母公司股东权益	5,802	6,569	7,588	8,921
负债和股东权益	9,524	10,638	12,011	13,913

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,619	-1,218	253	198
净利润	-189	867	1,153	1,507
折旧摊销	154	221	231	241
财务费用	-74	105	122	129
投资损失	89	15	15	15
营运资金变动	601	-2,429	-1,272	-1,697
其他经营现金流	1,039	3	3	3
投资活动现金流	-1,162	-27	-27	-27
资本支出	430	-0	0	0
长期投资	-757	0	0	0
其他投资现金流	-835	-27	-27	-27
筹资活动现金流	51	469	-128	-41
短期借款	-390	868	325	465
长期借款	-488	-194	-198	-202
其他筹资现金流	929	-205	-255	-303
现金净增加额	592	-775	98	130

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,931	4,344	5,322	6,624
营业成本	2,029	2,201	2,630	3,204
税金及附加	56	41	51	63
营业费用	421	434	479	596
管理费用	146	174	213	265
研发费用	372	339	426	530
财务费用	-74	105	122	129
资产减值损失	-1,244	0	0	0
信用减值损失	3	0	0	0
其他收益	55	18	18	18
公允价值变动收益	-3	0	0	0
投资净收益	-89	-15	-15	-15
资产处置收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	-295	1,053	1,404	1,839
营业外收入	0	11	11	11
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	-295	1,065	1,415	1,850
所得税	-105	198	263	343
净利润	-189	867	1,153	1,507
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	-189	867	1,153	1,507
EBITDA	-215	1,390	1,769	2,220
EPS (元)	-0.12	0.54	0.71	0.93

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	5.9	10.5	22.5	24.5
营业利润(%)	-125.1	457.5	33.3	31.0
归属于母公司净利润(%)	-117.4	557.6	32.9	30.7
获利能力				
毛利率(%)	48.4	49.3	50.6	51.6
净利率(%)	-4.8	20.0	21.7	22.7
ROE(%)	-3.3	13.2	15.2	16.9
ROIC(%)	-2.9	14.9	14.5	16.5
偿债能力				
资产负债率(%)	39.1	38.3	36.9	35.9
净负债比率(%)	15.1	35.4	31.1	27.9
流动比率	2.4	2.4	2.4	2.5
速动比率	0.9	0.7	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	5.1	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	3.8	3.7	3.7	3.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	-0.12	0.54	0.71	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	-0.75	0.16	0.12
每股净资产(最新摊薄)	3.56	4.03	4.66	5.49
估值比率				
P/E	-111.1	24.3	18.3	14.0
P/B	3.7	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	-115.5	16.3	12.9	10.4

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层