

健友股份

持续蜕变，跨入高端制剂国际化新里程

分析师：张德燕
证书编号：S0500521120003
Tel: 021-50295326
Email: zhangdy@xcsc.com

2024年10月21日



目 录



一、持续蜕变优质细分龙头



二、海外制剂平台持续发力



三、短期波动归因分析



四、投资建议

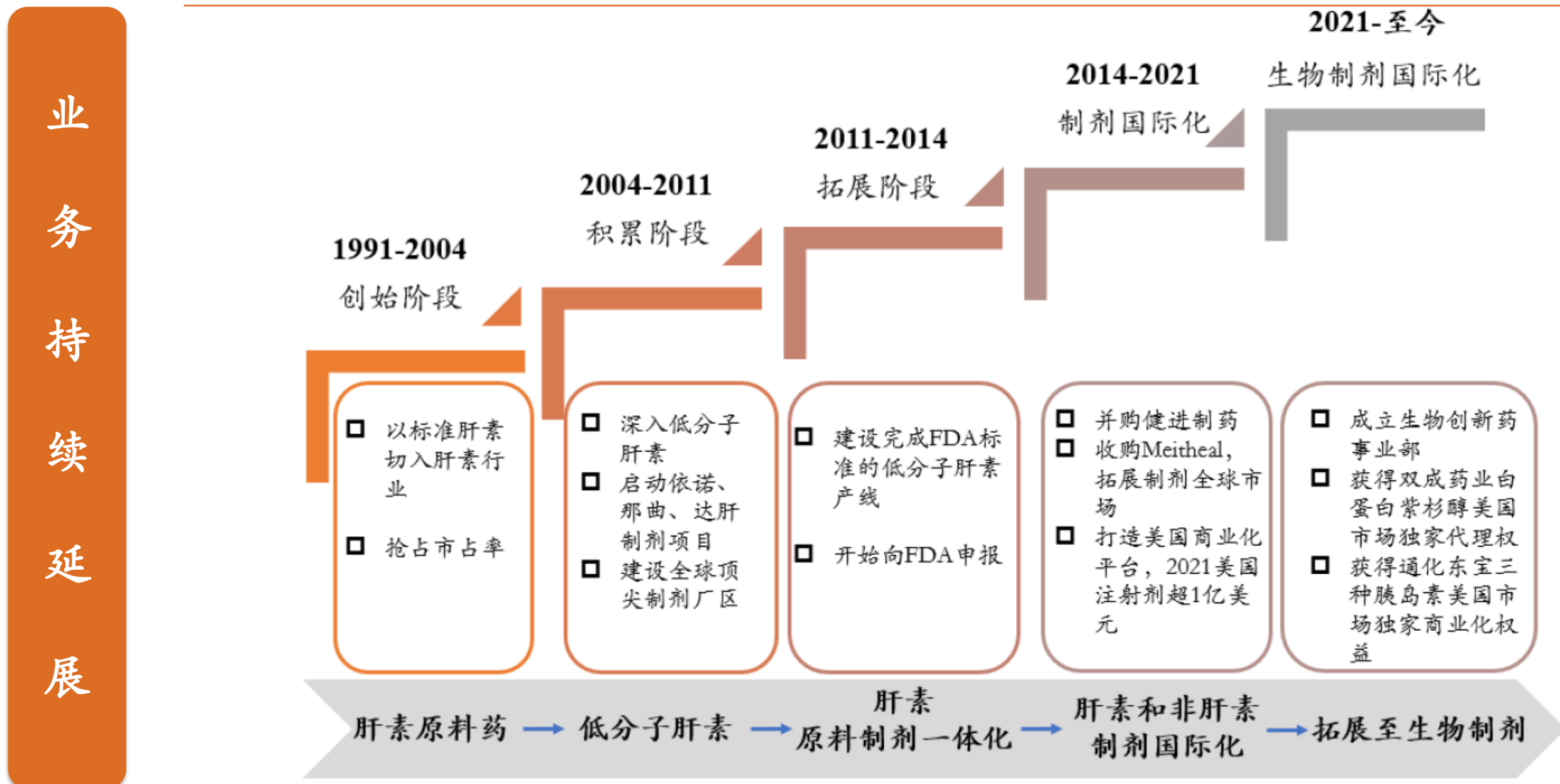


五、风险提示

一、持续蜕变优质细分龙头

1.1 持续蜕变，实现价值链逐级跨越

图 1 公司发展历程

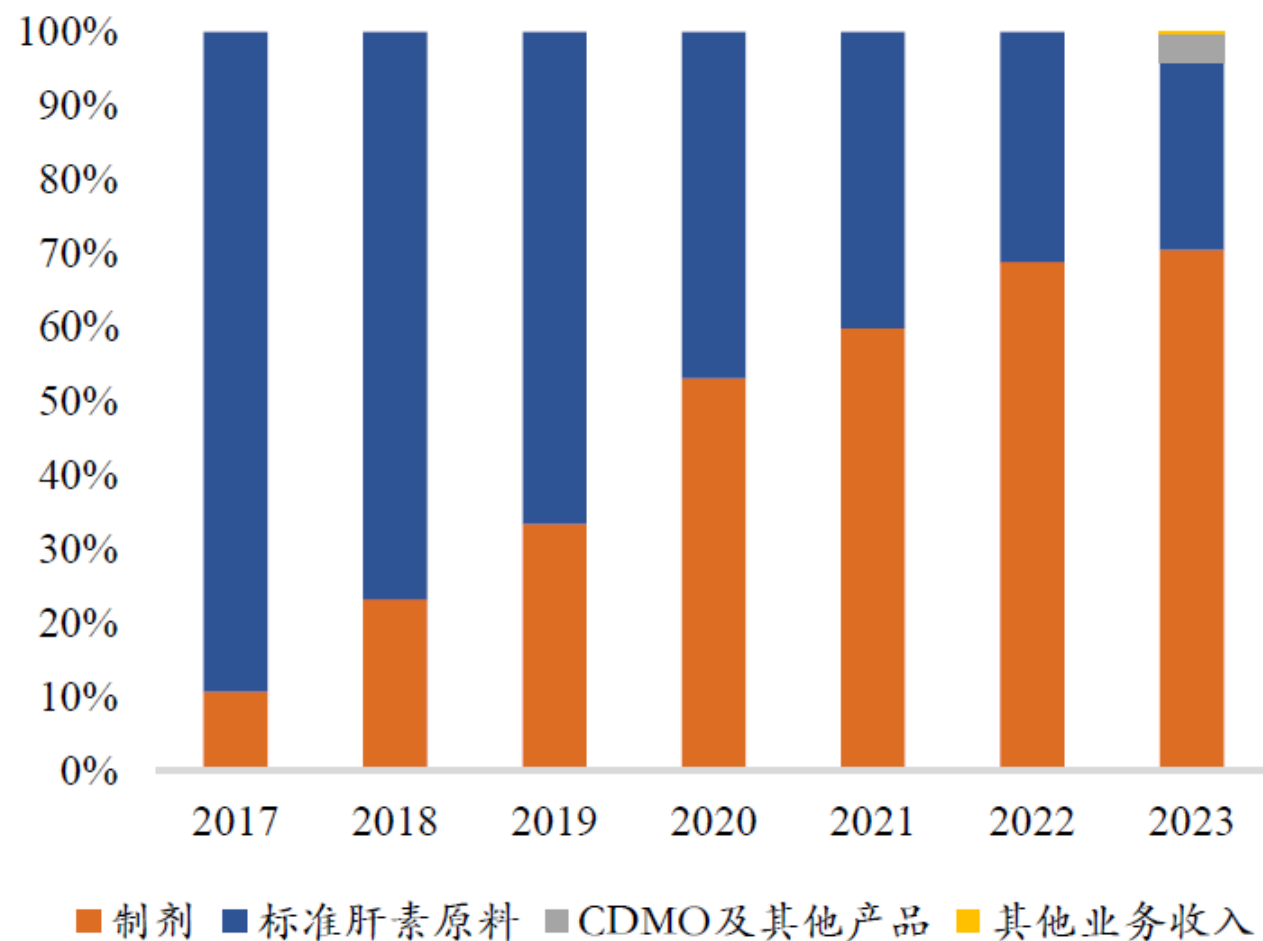


资料来源：健友股份官网、健友股份招股说明书、湘财证券研究所

1.1 持续蜕变，实现价值链逐级跨越

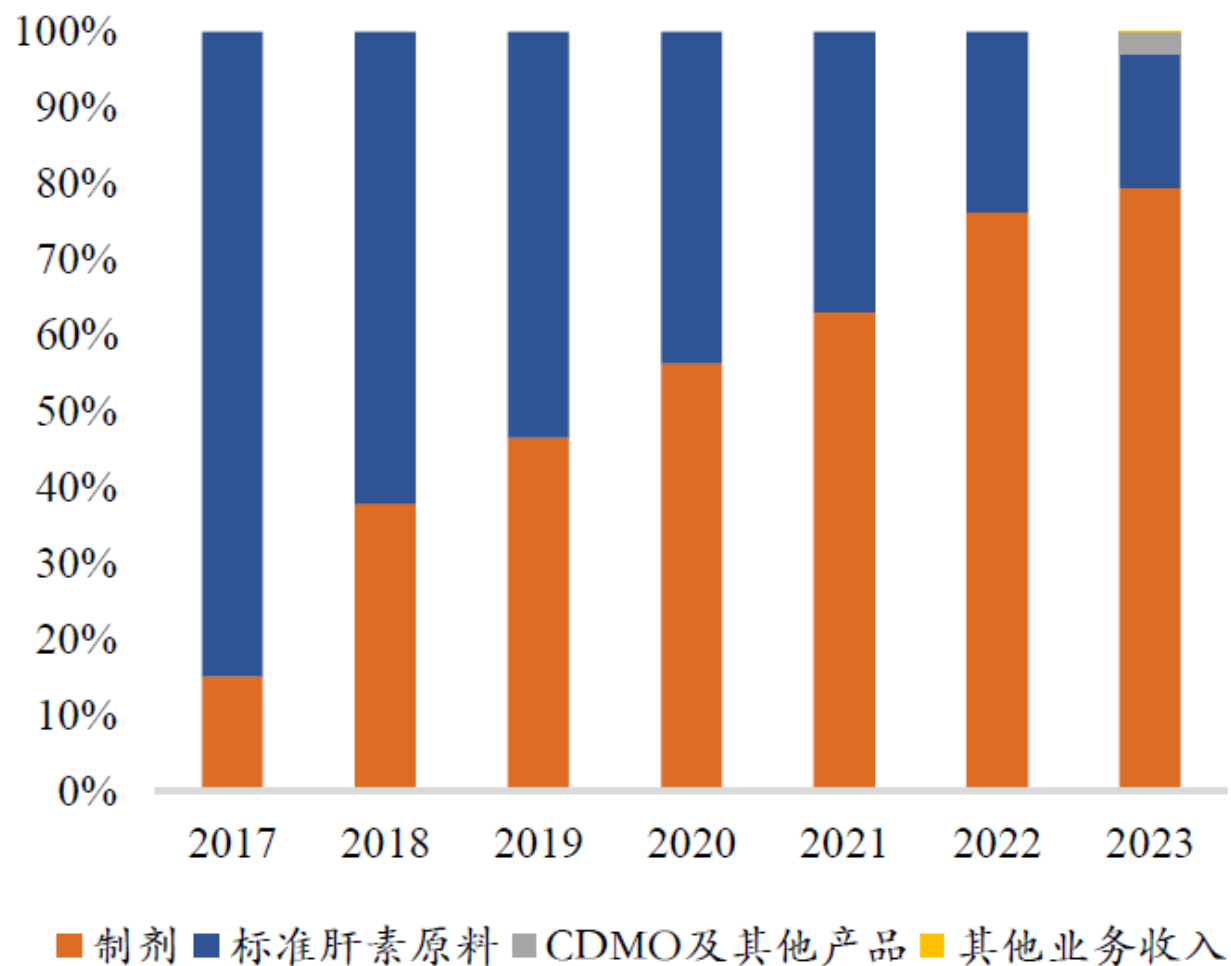
■ 收入及利润结构逐步优化，高毛利制剂业务占据主导。

图 2 2017-2023 健友股份收入结构（亿元）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 2017-2023 健友股份利润结构（亿元）

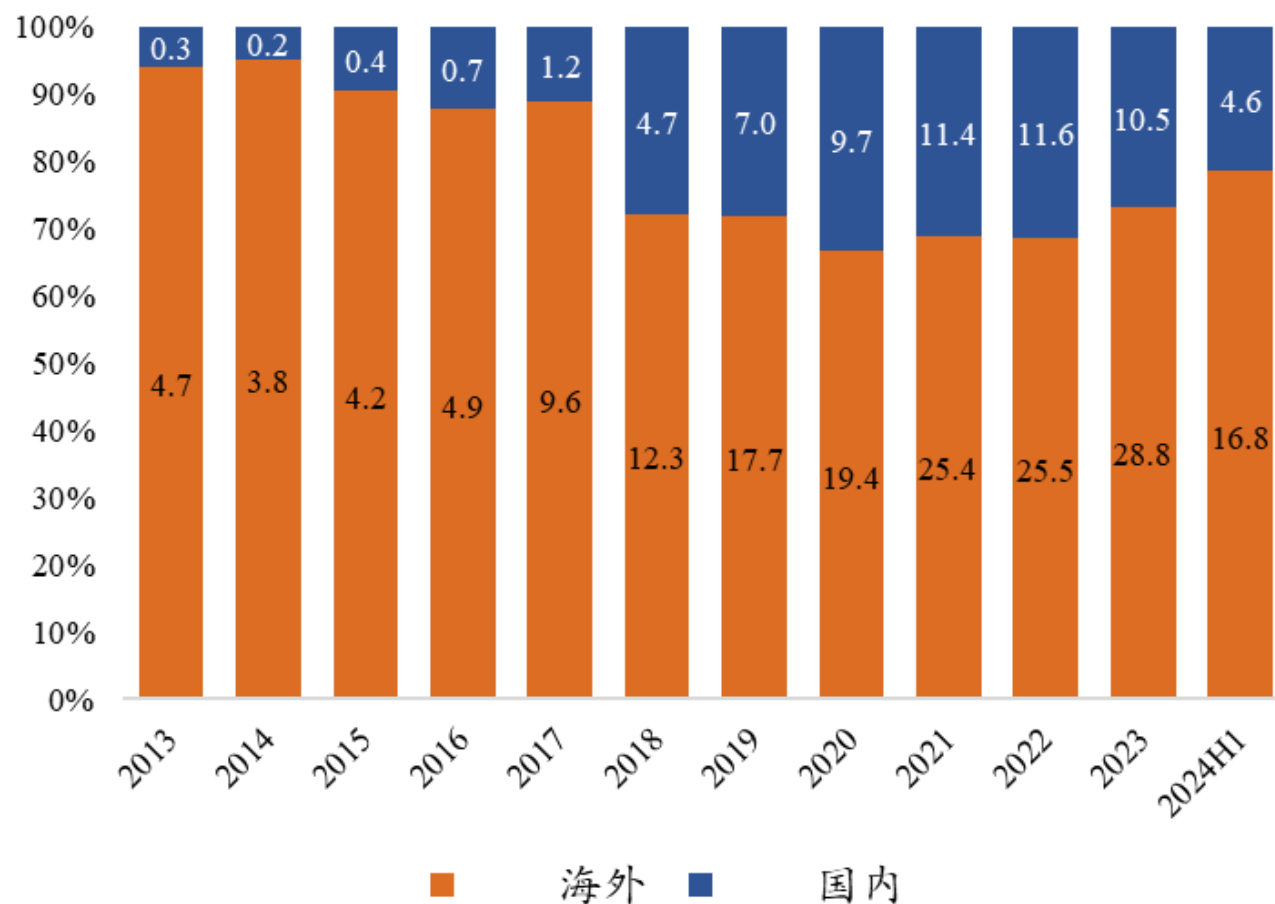


资料来源：Wind、湘财证券研究所

1.1 持续蜕变，实现价值链逐级跨越

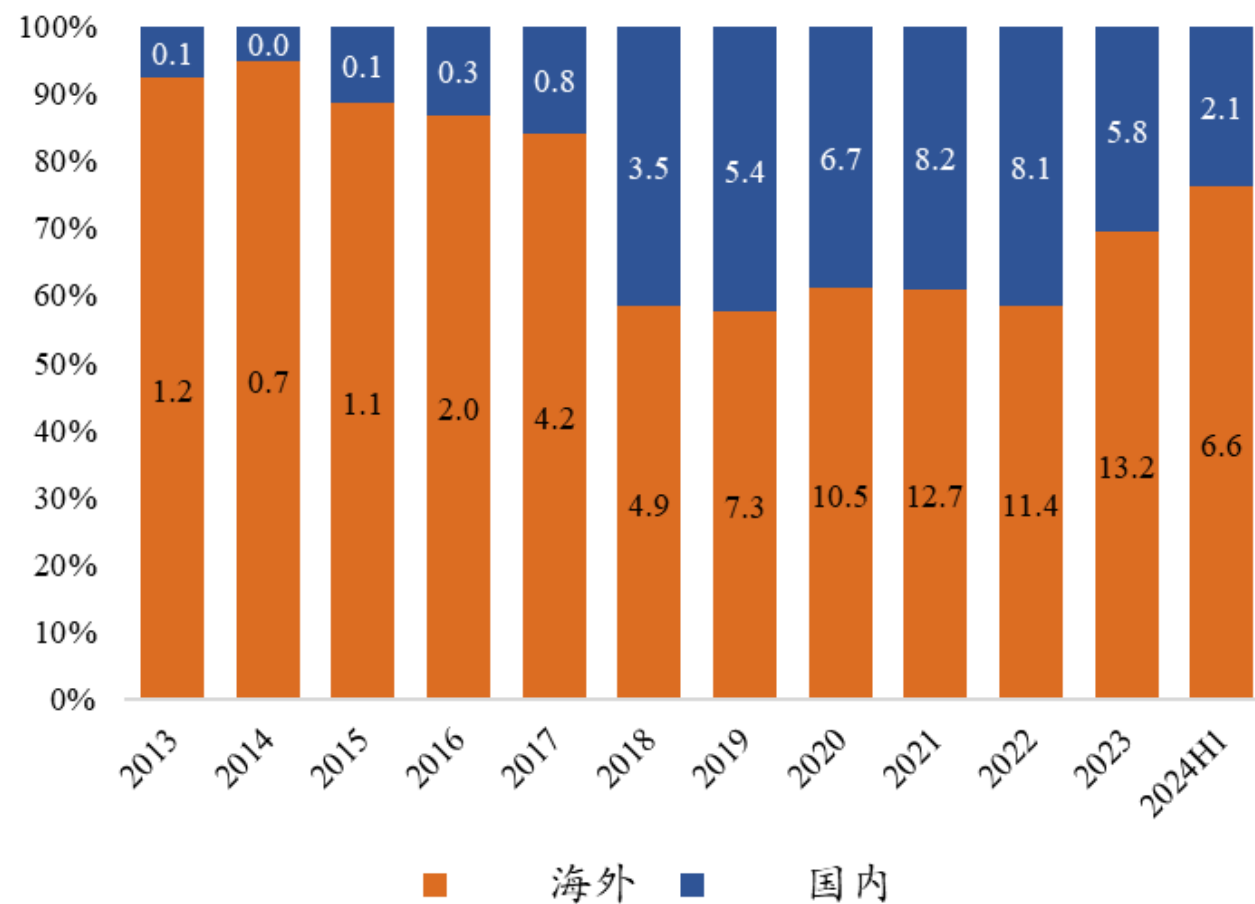
市场：由海外至国内，形成双循环市场。

图 3 2017-2023 健友股份收入区域分布（亿元）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 2017-2023 健友股份毛利区域分布（亿元）

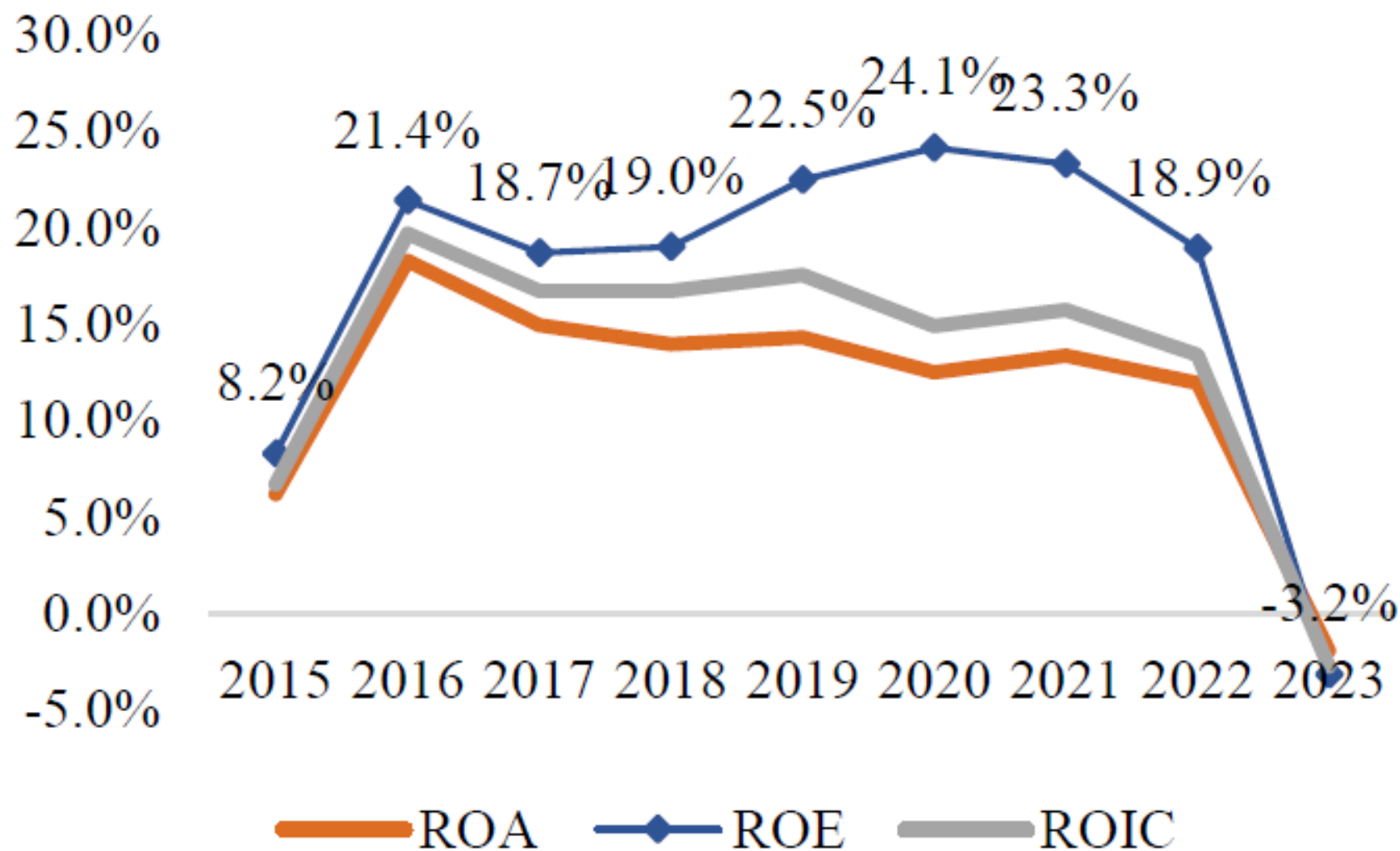


资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 2015-2023健友股份ROE

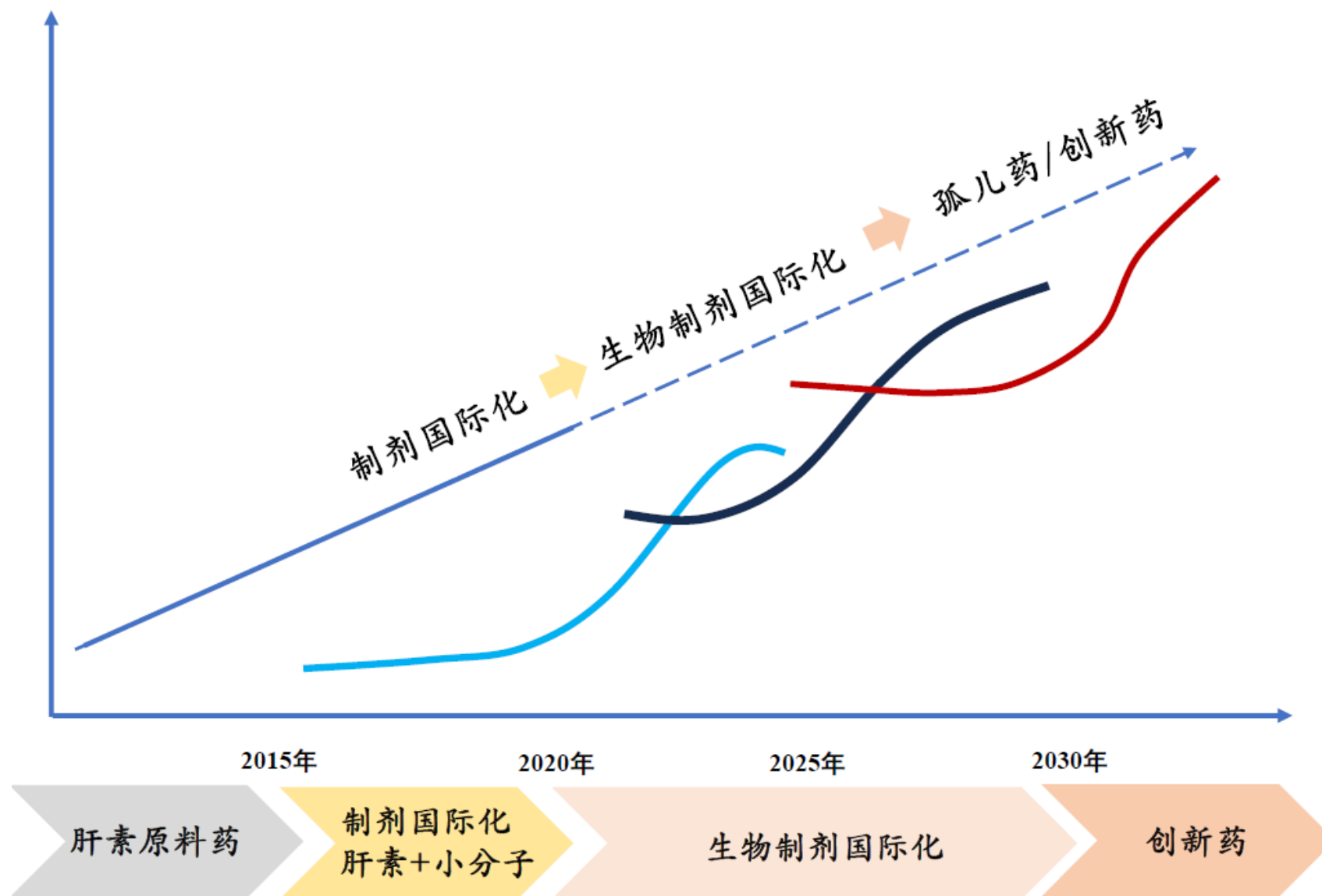
高股东回报：

- 2016-2022 ROE均值达到21.1%。
- 分红率22.3%：2017-2023合计分红达10.36亿元。
- 二级市场表现：2017-2021期间最大涨幅超10倍。



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 6 打造国际一流的综合型制药企业战略规划



资料来源：2023健友股份股东大会交流资料、湘财证券研究所

公司基本面概览：

- 持续蜕变，实现价值链逐级跨越，运营能力得以验证。
- 优质细分龙头，高股东回报率。
- 战略布局清晰，步入Bio+第二成长曲线。

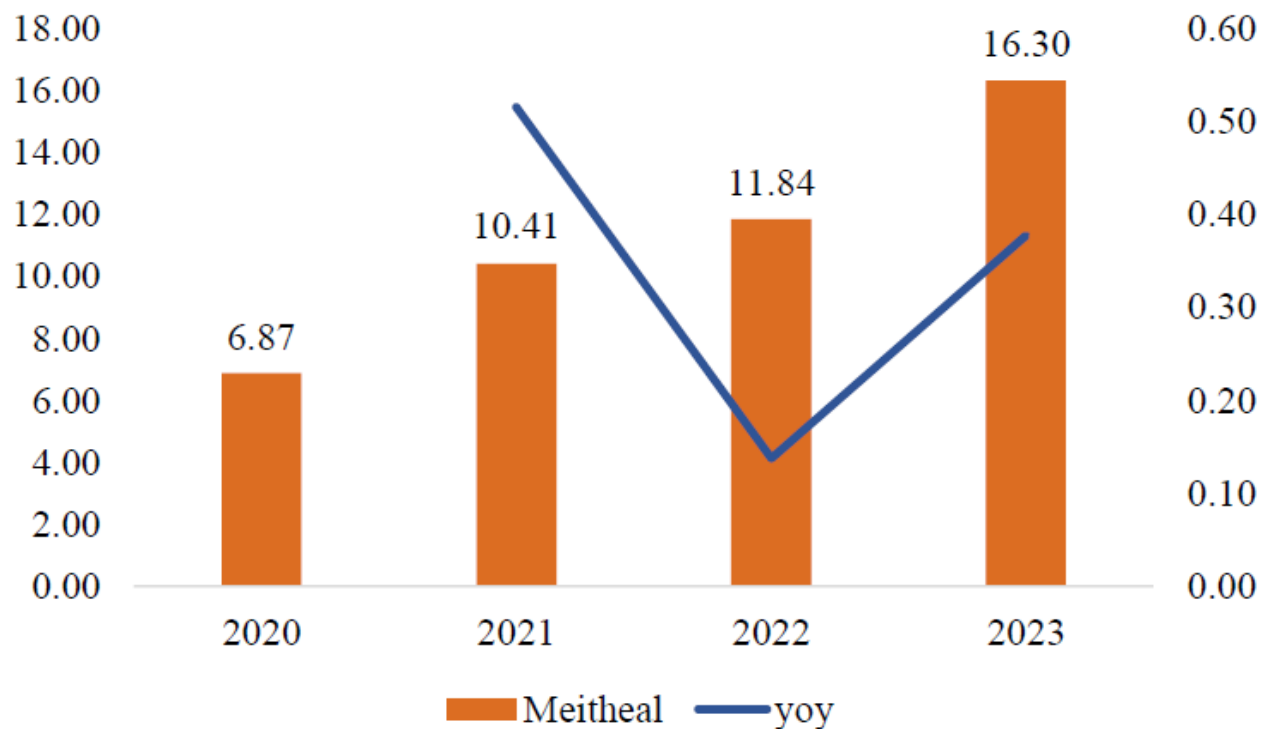
二、海外制剂平台持续发力



2.1 ANDA产品矩阵+大单品助力业绩增长

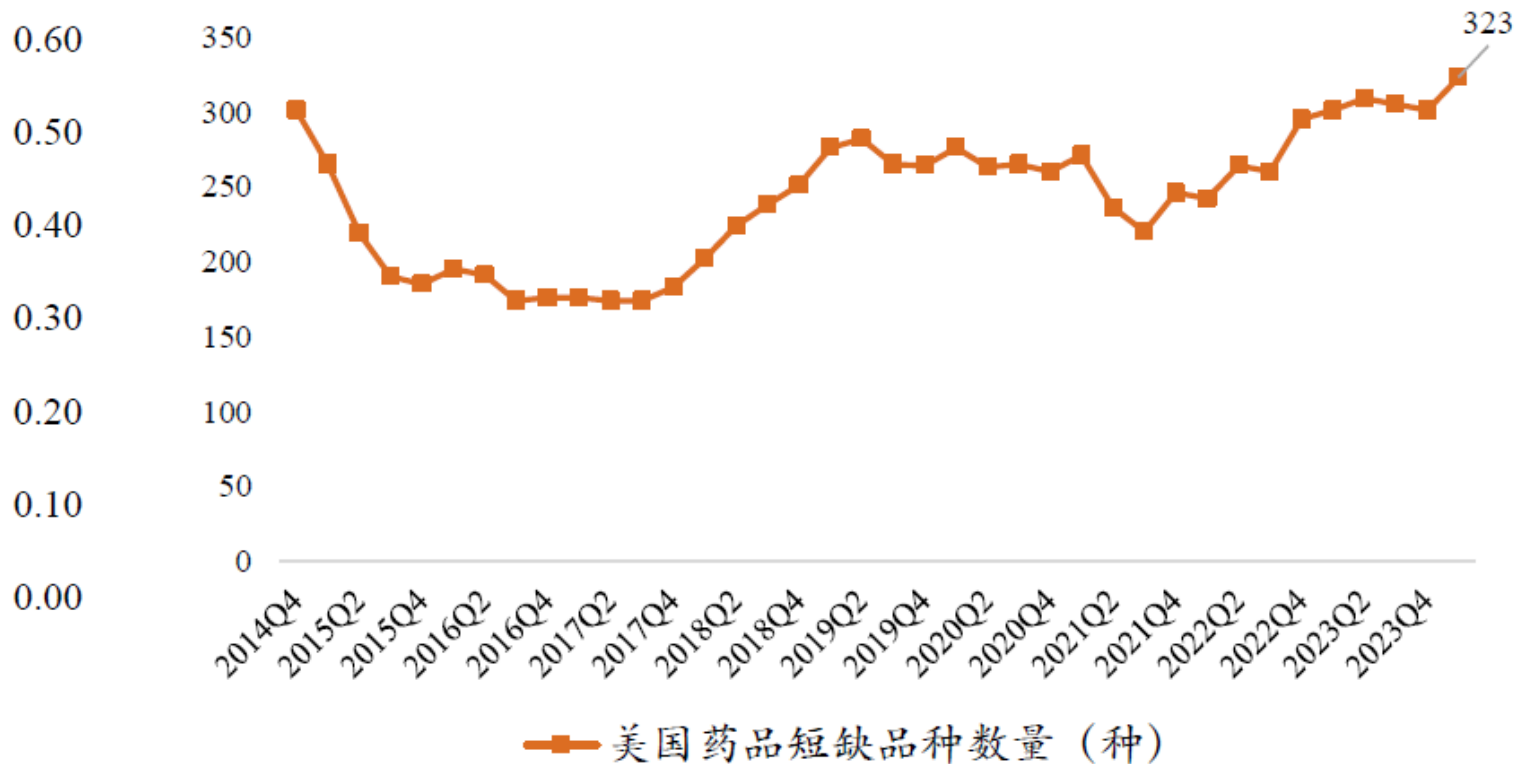
- 成功打造海外制剂平台：2016、2019 年公司分别并购成都健进制药、美国Meitheal，打造完成符合FDA 标准的制造平台和规范市场准入平台。
- ANDA产品矩阵陆续上市推动业绩持续增长：美国市场已有60多个产品上市，截至2023年末，在研项目共有59项，其中已申报及审批中的项目共计25项。

图 7 2017-2023 健友子公司Meitheal 收入及增速（亿元）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 8 2024Q1 美国短缺药品数量创近十年新高



资料来源：ASHP、湘财证券研究所

- 大单品上市在即，增长有望提速：2022年9月，与双成药业达成许可及供应协议，获得白蛋白紫杉醇美国地区独家代理权，介入高端复杂制剂领域。双成药业于2022年3月提交ANDA上市许可申请，2023年8月已通过批准前现场检查。
- 白紫市场规模大，竞争格局良好：美国市场仅有原研Abraxane和一款来自Apotex的仿制药（2022年4月获批上市）两款产品，竞争格局良好。2023年原研Abraxane全球销售额10亿美元。预计公司白蛋白紫杉醇美国市场销售峰值中值区间有望达到4.5-7.9亿元。

图 9 2020-2023 BMS白蛋白紫杉醇Abraxane销售收入（百万美元）

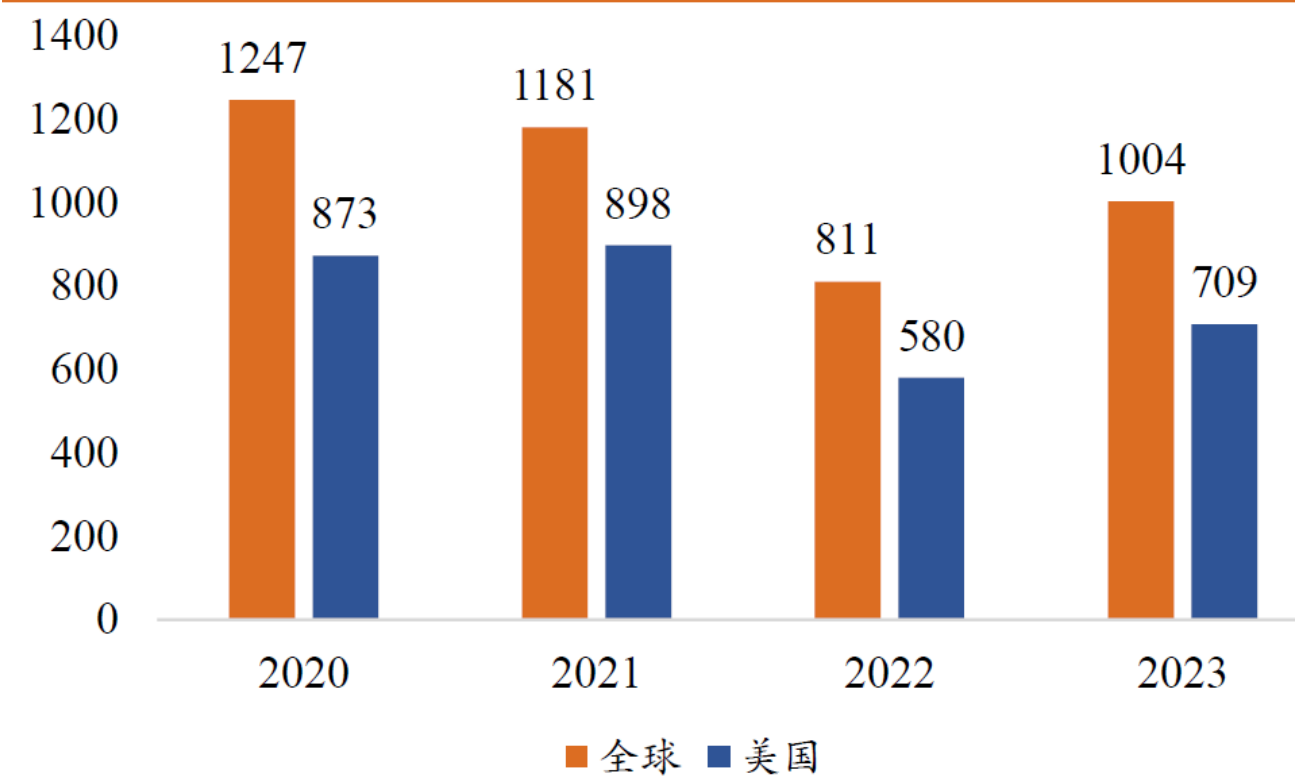


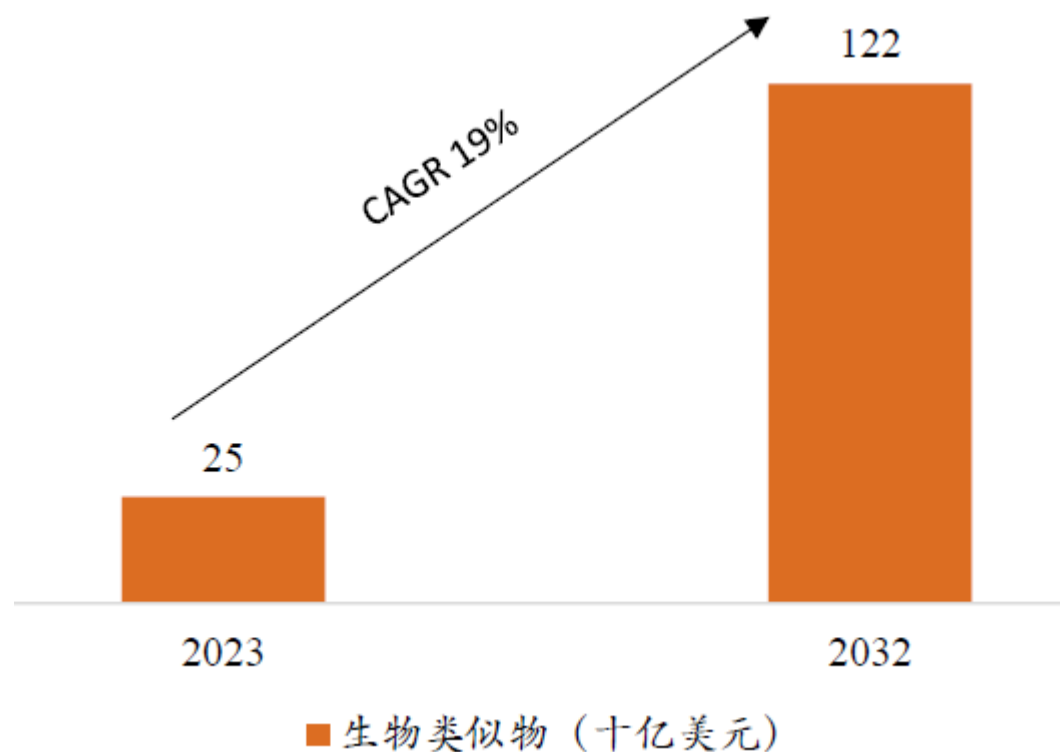
表 1 公司白蛋白紫杉醇潜在美国市场销售峰值敏感性测算（百万美元）

原研市场规模		709	567	425	284	142
价格降幅		0%	20%	40%	60%	80%
市占率	30%	213	170	128	85	43
	20%	142	113	85	57	28
	15%	106	85	64	43	21
	10%	71	57	43	28	14

仿制向创新转型，布局大分子生物产品管线

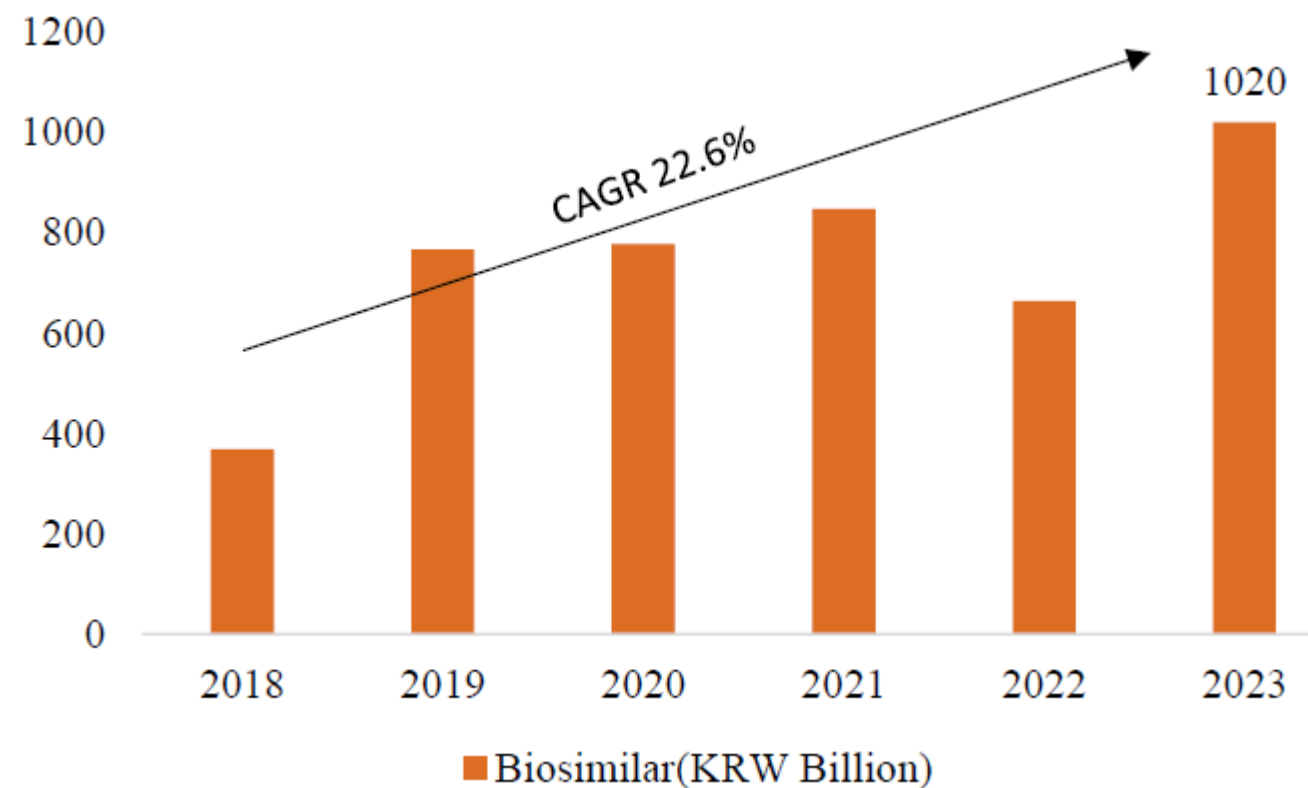
- 阿达木单抗：2024年上半年引进阿达木单抗生物类似药YUSIMRY 美国FDA 批件。
- 胰岛素：与通化东宝就甘精、门冬、赖脯三种胰岛素注射液在美国市场的战略合作达成协议。
- 创新药：TNF α 抑制剂XTMAB-16，进入临床二期阶段。

图 10 2020-2023 BMS白蛋白紫杉醇Abraxane销售收入（百万美元）



资料来源：Sandoz presentation、湘财证券研究所

图 11 2018-2023 三星生物生物类似药收入



资料来源：Samsung biologics 官网、湘财证券研究所

驱动力分析：

- 短期：ANDA产品矩阵+大单品。
- 中期：生物类似物产品线放量。
- 长期：创新驱动。

三、短期波动归因分析



3.1 肝素原料药周期扰动边际减弱，板块有望筑底回升

图 12 2000-2024 肝素原料药出口价格与生猪价格走势

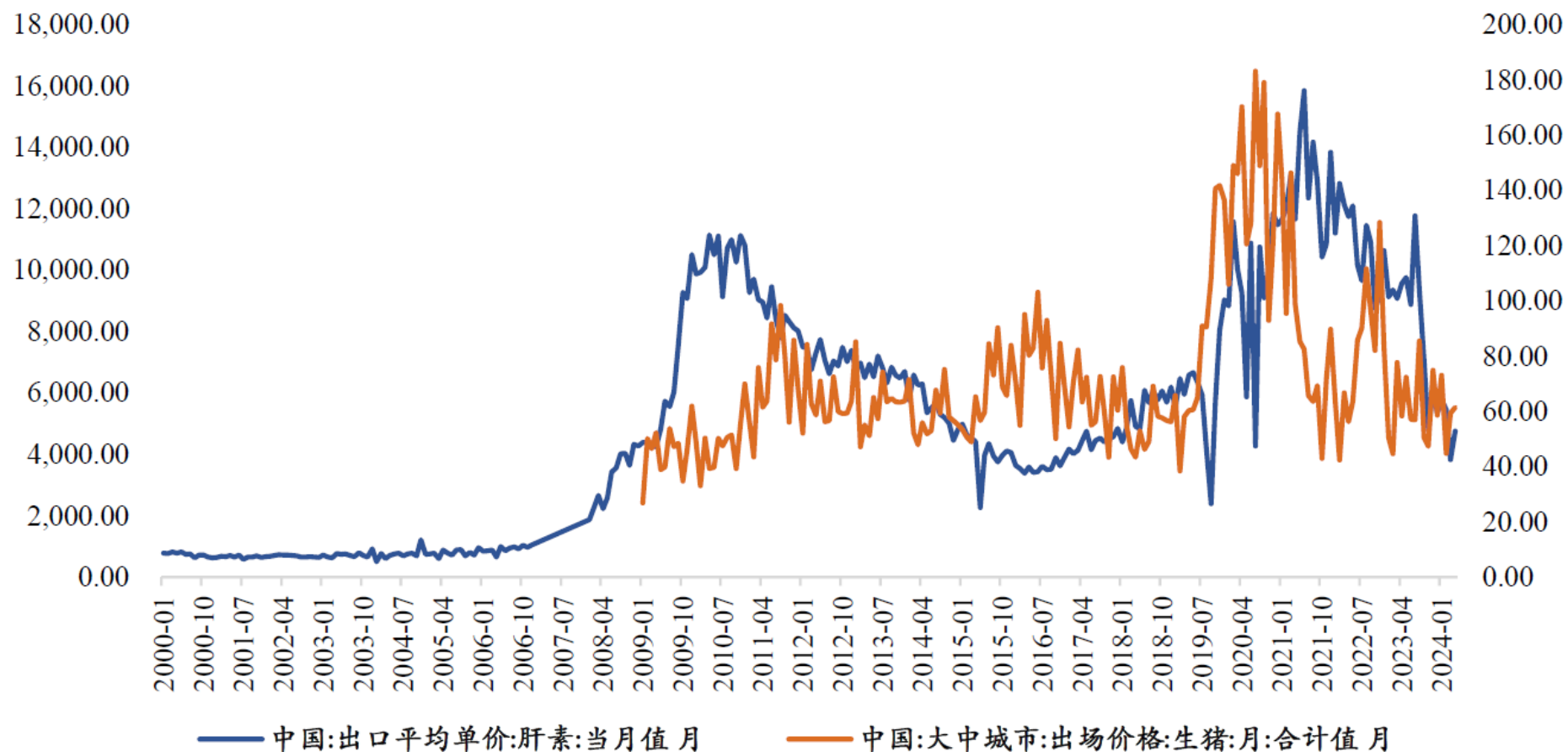
肝素原料药呈现一定周期性：

- 第一轮上涨主要来自供给端收缩导致。
- 第二轮上涨因素：猪价上涨 + 疫情

当前位置：

- 价格：回落至相对低位区间
- 出口量：下降至2009 年水平

预计此轮去库存周期步入尾声。



资料来源：Wind、湘财证券研究所；左轴：肝素出口均价（美元/千克），右轴：生猪价格（元/公斤）

3.1 肝素原料药周期扰动边际减弱，板块有望筑底回升

■ 收入及毛利率下滑：2024年上半年实现收入 5.32亿元，毛利率29%。

图 13 2013-2023 标准肝素原料药收入及增速（亿元）

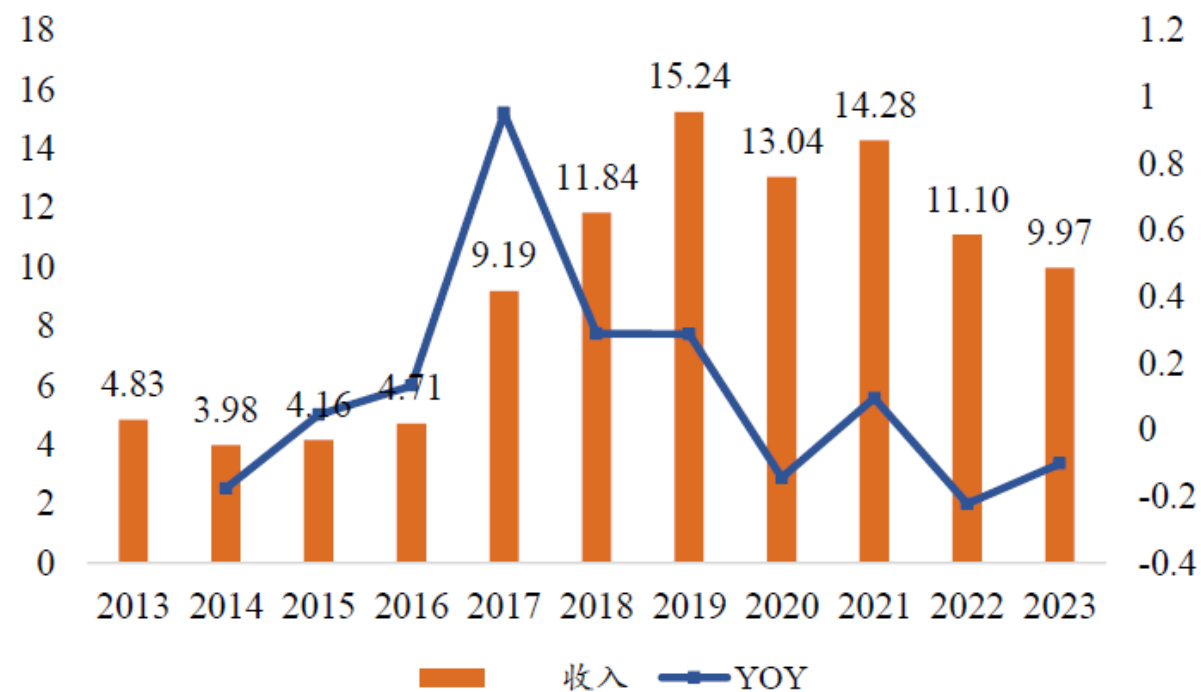
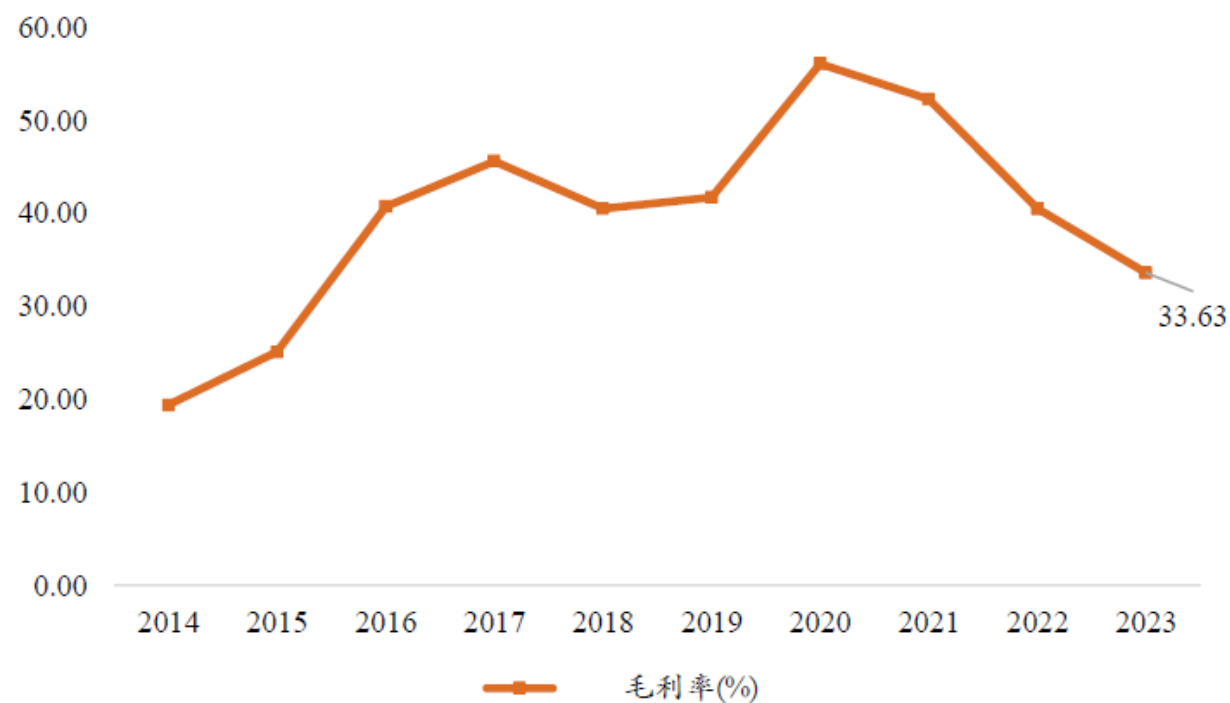


图 14 2014-2023 标准肝素原料药毛利率走势



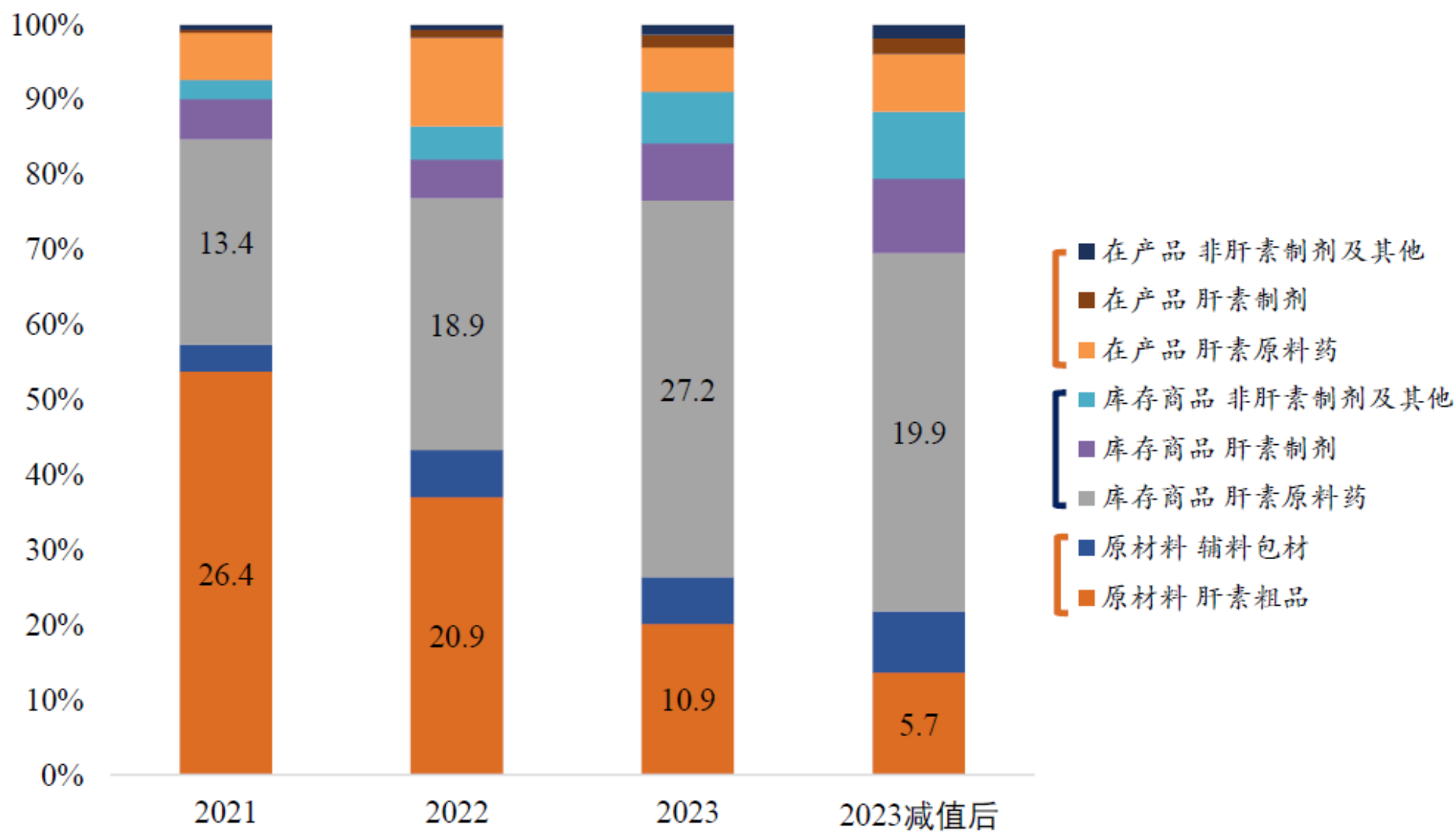
3.1 肝素原料药周期扰动边际减弱，板块有望筑底回升

图 15 2021-2023公司原材料、库存商品和在产品金额（亿元）

存货跌价风险已得到一定程度释放，2023 年计提12.4 亿元存货跌价准备。

- 原材料肝素粗品减值5.2亿元
- 库存商品肝素原料药减值7.3 亿元。

此次减值完成后原材料下降至5.7亿，从历史原材料库存数据来看，已处于较低位置。



资料来源：健友股份公告、湘财证券研究所

3.2 国内制剂集采落地，有望恢复增长

- 中美双报优先通道助力国内制剂市场快速增长，2018-2022 年收入复合增长率达到34%。
- 四大核心单品：三款肝素制剂+1款麻醉产品。

图 16 2018-2022 公司国内收入复合增速达到34%

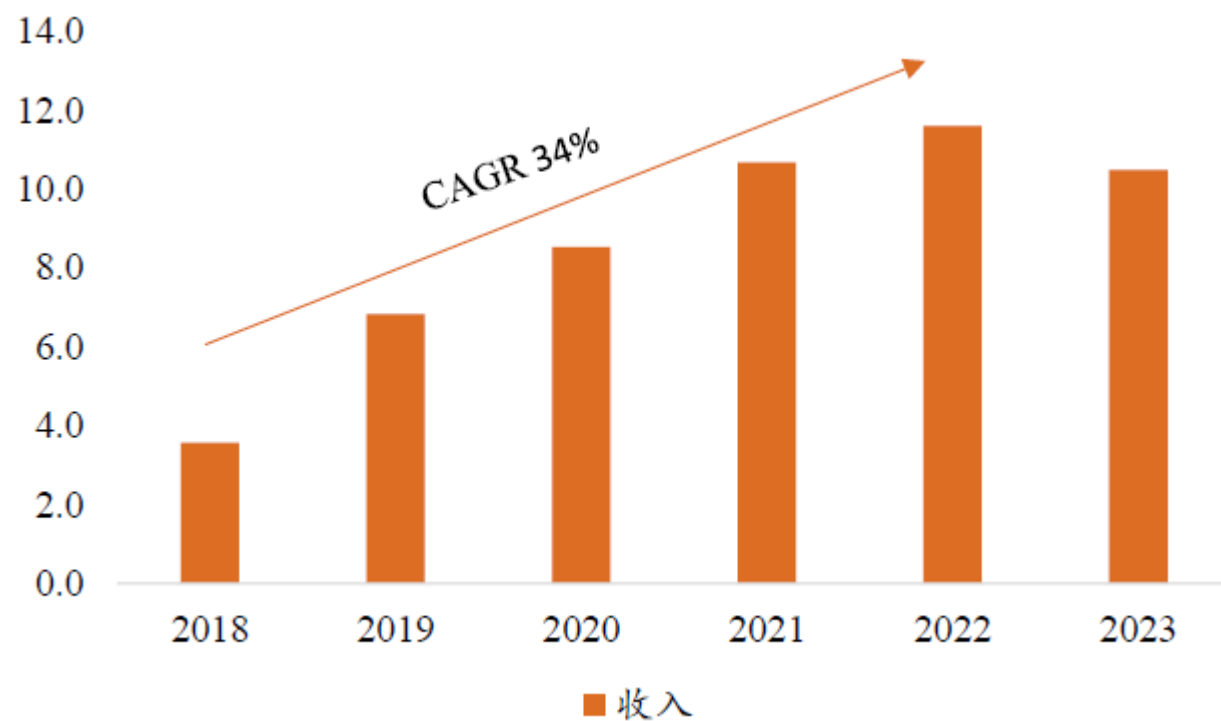
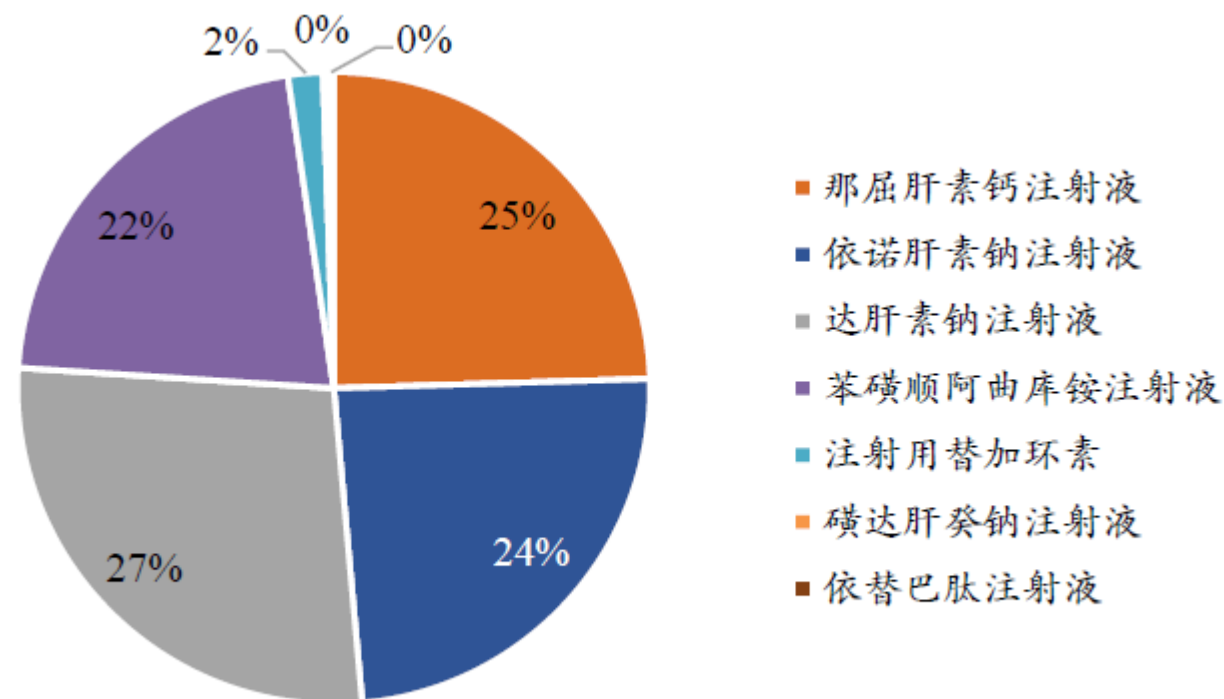


图 17 2023 公司国内制剂收入结构



3.2 国内制剂集采落地，有望恢复增长

表 2 2023 主要药品在药品集中招标采购中的中标情况

- 7 款产品纳入集采，其中3 款核心品种已参加集采，仅有达肝素钠尚未参加。
- 公司针对国家集中带量采购制定完整应对方案，加大公司主要产品在国家集采中标的可能性，核心品种未出现落标情况。
- 集采新进品种取得市占率第一，体现出公司优秀商业化能力：顺阿曲库铵中标2021 年第五批集采，2023 年市占率上升至第一位。

药品名称	采购量	集采批次	采购周期	发布日期
依诺肝素钠注射液	1460.99	第八批	3 年	2023/4/11
那曲肝素钙注射液	1650.75	第八批	3 年	2023/4/11
磺达肝癸钠注射液	131.13	第七批	3 年	2022/7/18
依替巴肽注射液	3.3	第七批	3 年	2022/7/18
注射用替加环素	31.82	第七批	3 年	2022/7/18
苯磺顺阿曲库铵注射液	700.56	第五批	2 年	2021/6/23
注射用盐酸苯达莫司汀	3.3	第五批	2 年	2021/6/23
达肝素钠注射液	1118.78	/	/	/
白消安注射液	2.15	/	/	/
注射用左亚叶酸钙	0.018	/	/	/

资料来源：健友股份年报2023、药智数据、湘财证券研究所；备注：采购量为医疗机构的合计实际采购量，单位为万支

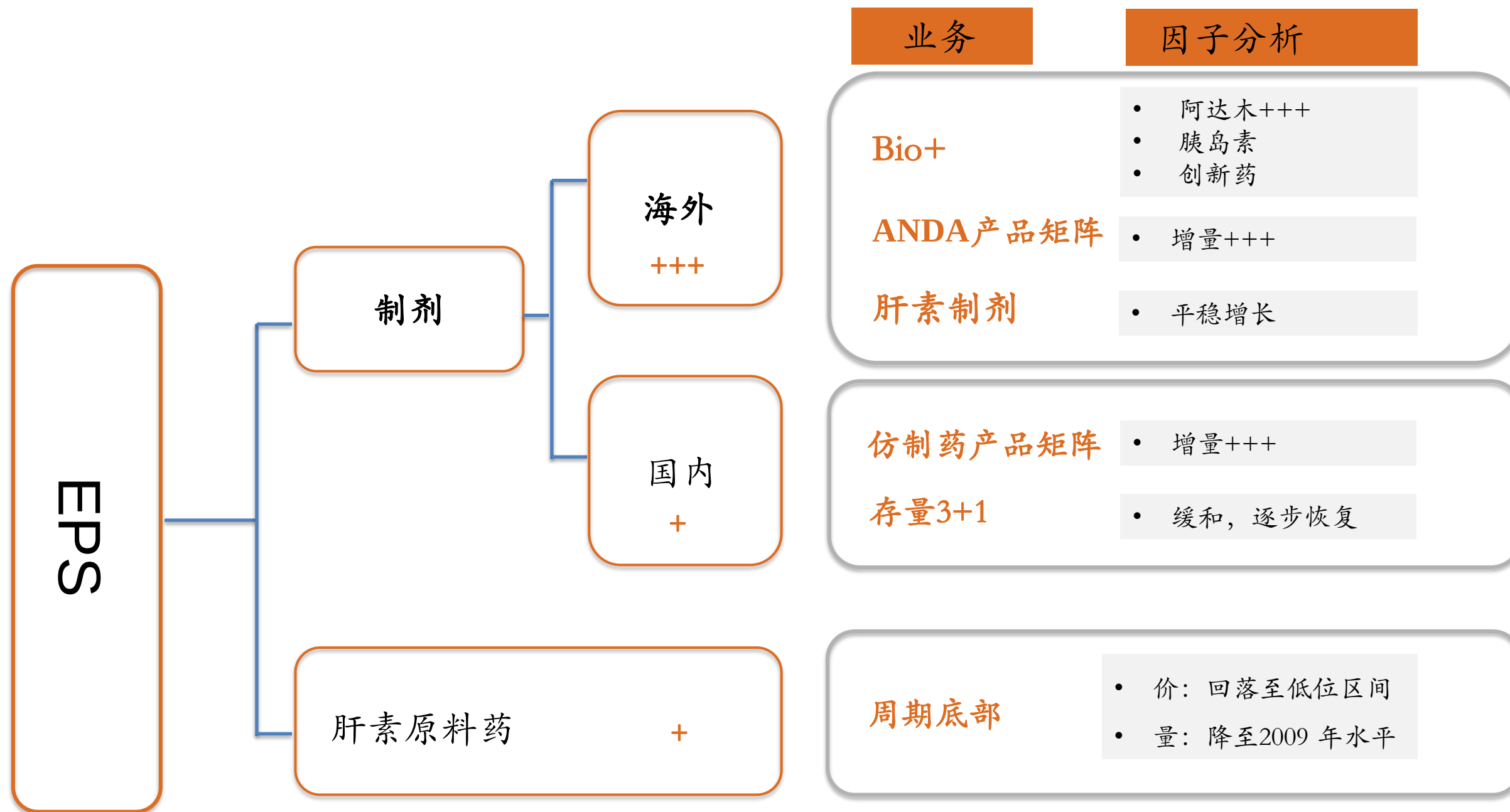
短期波动归因分析：

- 肝素周期扰动。
- 国内存量产品受到集采影响。

两大因素边际影响减弱，有望逐步恢复。

四、投资建议

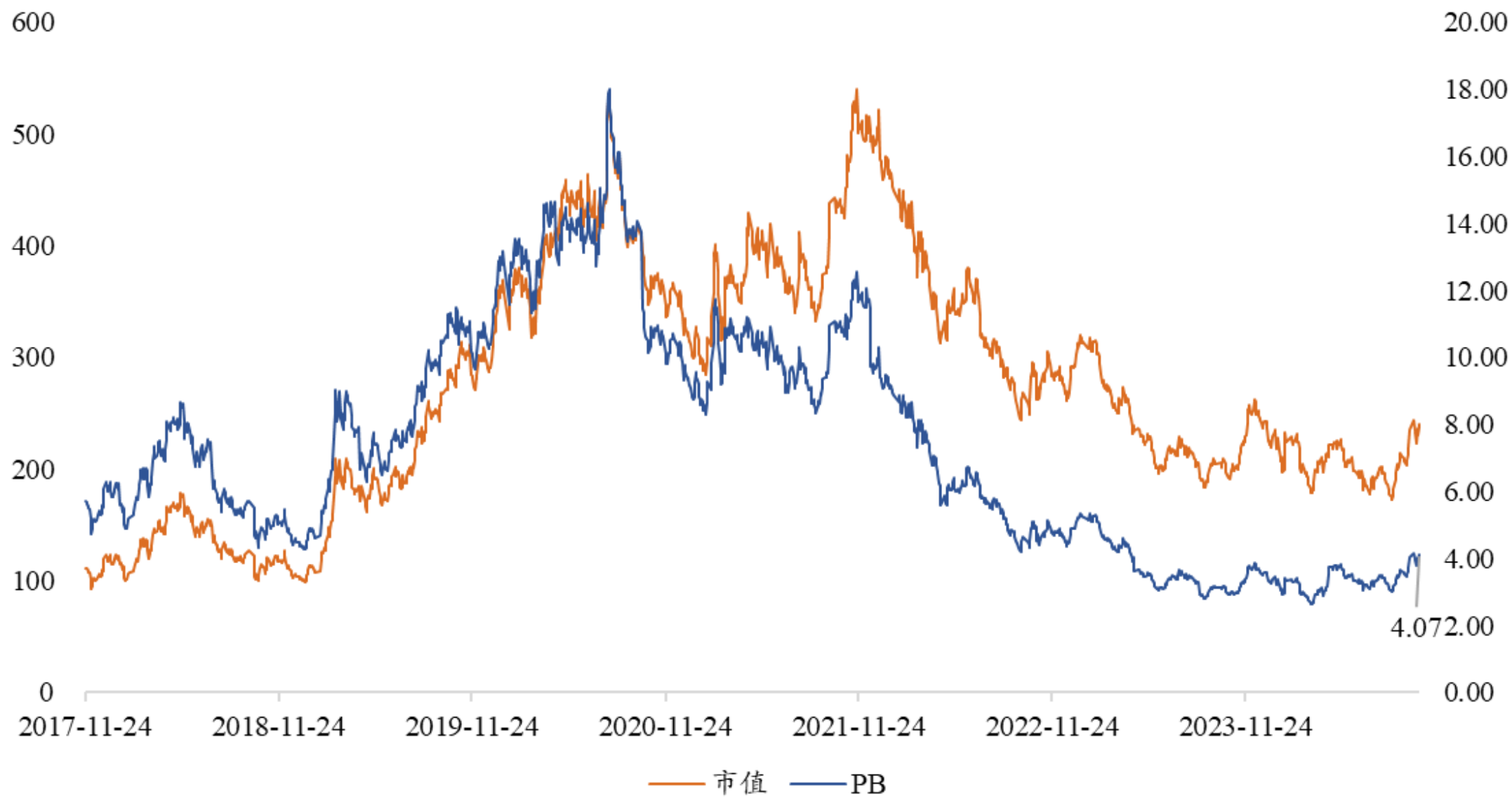




- 1、积极进取，由肝素龙头蜕变为高端制剂国际化领航者：**公司深耕肝素产业链，成功打造完成第一条增长曲线，实现肝素原料制剂一体化，国际国内双循环战略。公司持续蜕变，向高端小分子制剂拓展，同时布局高端生物制剂，打造“标准肝素/依诺肝素+小分子抗肿瘤注射剂+其他高端制剂”出口的全产品产业链布局，致力于发展成为国际一流的综合型制药企业。
- 2、国际、国内市场驱动制剂板块持续增长：**国际市场主要增长动力来自于产品管线不断获批上市及高端复杂制剂白蛋白紫杉醇商业化，同时积极拓展产能，2023年6条新产线通过FDA现场检查，制剂生产线上升至12条，美国出口制剂产能实现翻倍增长。国内市场集采落地有望恢复稳健增长：公司四大核心单品，3款已参加集采，仅有达肝素钠尚未参加，存量产品后续集采影响风险敞口相对较低。2023年公司两大核心品种依诺肝素钠、那曲肝素钙同时纳入集采，短期对业绩带来一定扰动，从中期来看，市占率第一的原研药品均落标，公司两款产品以量补价，后续随着公司产品市占率进一步提升，两款产品整体销售有望恢复平稳，同时伴随新产品上市，国内制剂业务有望恢复稳健增长。
- 3、肝素原料药板块风险得到一定程度释放：**肝素原料药行业呈现一定周期性，受到下游制剂去库存影响，2021年以来行业进入下行周期，2023年4季度公司计提部分存货跌价减值准备，原料药板块风险得到一定程度释放。当前肝素原料药价格及出口量均处于历史低位区间，随着下游去库存完成，板块有望筑底回升。

我们维持2024-2026年公司EPS分别为0.54元、0.70元、0.91元的预测值，当前股价对应2024-2026年PE分别为24.27、18.76、14.40倍，给予公司维持“增持”评级。

图 18 2017-至今健友股份市值及PB情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所；左轴：市值（亿元）

五、风险提示

- 1、肝素原料药价格波动风险：肝素产业链上游主要原材料猪小肠与生猪出栏量密切相关，行业整体呈现了资源属性和周期属性的特征。肝素粗品等原材料作为公司产品的主要成本构成，其价格波动将对公司生产成本影响较大。尽管公司能够通过提高销售价格的形式向下游转嫁上述影响，但依然存在价格上涨到一定程度无法完全对外转嫁的风险，进而对公司的经营业绩产生影响。同时肝素粗品等原材料作为公司产品的主要存货构成，价格下跌可能会导致企业库存的原材料价值下降，从而影响企业的资产价值，也可能导致企业在销售产品时面临利润压力从而影响企业的生产和运营。
- 2、存货持续计提减值风险：公司2023年已经完成12.4亿元存货跌价减值准备，减值后库存商品肝素原材料仍有19.9亿元，其中一部分为自用，仍存在一定风险敞口。
- 3、产品质量控制的风险：公司海外产品主要集中于美欧日等境外药政规范市场，上述市场执行严格的cGMP标准，其明确规定其监管范围不仅涉及成品药，更是延伸到包括原料在内的药品生产全过程（包括起始原料或药用中间体的接收、生产、包装、标签、质量控制、储存和配送等过程）。同时肝素类药品直接用于心脑血管等疾病的临床治疗，对药物疗效及安全性要求较高。产品质量控制风险会对公司造成较大影响。

- 4、地缘政治风险：公司长期发展战略为“立足中美，放眼全球”，逐步发展成为国际一流的综合型制药企业。当前美国市场是公司增长重要市场，同时公司也在积极拓展第三发展极。地缘政治风险会对公司发展战略造成不同程度影响。
- 5、药品研发失败、商业化不达预期的风险：公司通过技术合作、自主研发等方式，初步建立起生物药、创新药品种梯队，生物药、创新药的研发周期长，风险大，存在诸多不确定性，有研发失败或产品上市不达预期的风险。
- 6、汇率风险：公司海外业务以美元结算为主，若人民币未来大幅升值，将导致本公司所持美元资产兑换成人民币资金而产生汇兑损失，进而直接影响公司的盈利水平。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深300 指数）

买入：未来6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持：未来6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性：未来6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持：未来6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；
卖出：未来6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

本材料基于已发布的证券研究报告2024年7月4日《持续蜕变，跨入高端制剂国际化新里程》、2024年9月19日《二季度业绩改善，看好高端生物制剂新成长周期》基础上撰写完成。