

# 海外制剂快速放量， 第三曲线逐步兑现

## 核心观点

公司 2024 年业绩符合预期，25Q1 业绩有所波动，主要由于公司 API 业务板块受客户采购策略调整影响。分板块来看：肝素 API 价格底部企稳，扰动幅度将减小。制剂业务发展态势良好，海外制剂快速增长。利拉鲁肽美国获批，新品陆续兑现。展望未来，我们认为值得关注：1) 大分子业务放量，第三曲线逐步兑现；2) 业务区域扩张，海外制剂持续贡献增量；3) 原料药扰动减小，价格有望逐步回暖。

## 事件

### 公司发布 2024 年年度报告及 2025 年一季度报告

4 月 28 日，公司发布 2024 年年度报告，24 年营收 39.24 亿，同比-0.20%；归母净利润 8.26 亿，同比+536.09%；扣非归母净利润 7.82 亿，同比+566.00%。

公司发布 2024 年度利润分配预案：拟每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税），合计拟派发现金红利 1.62 亿元。

## 简评

### 年度业绩符合预期，25Q1 受到阶段性扰动

#### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,931.39	3,923.59	4,868.00	6,096.00	7,462.00
YoY(%)	5.89	-0.20	24.07	25.23	22.41
净利润(百万元)	-189.45	826.14	1,098.90	1,453.33	1,865.31
YoY(%)	-117.37	536.09	33.02	32.25	28.35
毛利率(%)	48.40	43.21	44.25	46.91	48.44
净利率(%)	-4.82	21.06	22.57	23.84	25.00
ROE(%)	-3.27	12.73	14.91	17.03	18.61
EPS(摊薄/元)	-0.12	0.51	0.68	0.90	1.15
P/E(倍)	-87.76	20.12	15.13	11.44	8.91
P/B(倍)	2.89	2.58	2.27	1.96	1.67

资料来源：iFinD，中信建投证券 数据截至 2025.4.29

## 健友股份 (603707.SH)

维持

买入

贺菊颖

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

刘若飞

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

赖俊勇

SAC 编号:S1440523070007

王云鹏

SAC 编号:S1440524070002

发布日期：2025 年 05 月 02 日

当前股价：10.29 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-28.79/-26.86	-23.83/-24.94	-22.28/-28.69

12 月最高/最低价 (元) 15.61/10.29

总股本 (万股) 161,563.50

流通 A 股 (万股) 161,563.50

总市值 (亿元) 166.25

流通市值 (亿元) 166.25

近 3 月日均成交量 (万) 1338.91

主要股东

谢菊华 27.21%

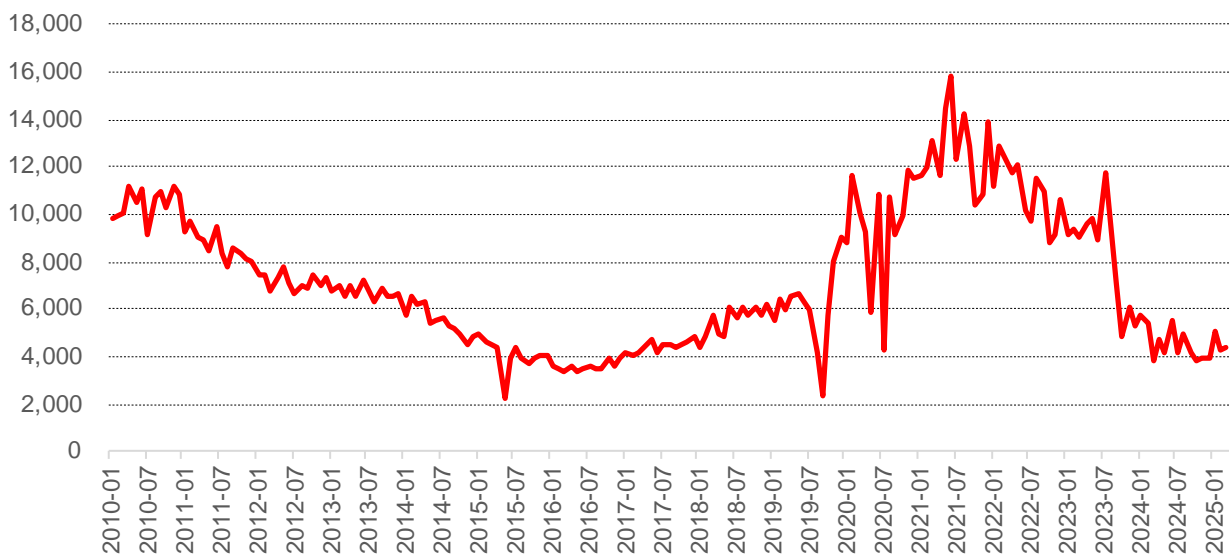
#### 股价表现



公司 24 年营收 39.24 亿，同比-0.20%；归母净利润 8.26 亿，同比+536.09%；扣非归母净利润 7.82 亿，同比+566.00%。24Q4 营收 8.36 亿，同比+5.84%；归母净利润 2.20 亿，同比+121.42%；扣非归母净利润 2.34 亿，同比+123.60%。25Q1 营业收入 8.85 亿元，同比下降 11.85%；归母净利润 0.85 亿元，同比下降 52.19%；扣非归母净利润 0.75 亿元，同比下降 56.05%。公司 2024 年业绩符合预期，收入端表现稳健，Q4 单季度利润端同比增速较快主要由于 23 年同期有较大资产减值损失，从全年各季度利润绝对值来看 Q4 利润环比有所增长。25Q1 业绩有所波动，主要由于公司 API 业务板块受客户采购策略调整影响，肝素原料药收入同比下降 51.61%。

分板块来看：**1) 肝素 API：价格底部企稳，扰动幅度将减小。**2024 年公司肝素 API 收入 7.87 亿元，同比-21.08%。我国肝素出口平均价格 23 年 10 月后显著下降，24 年肝素及其盐出口平均价格 4528.5 美元/kg，与 23 年平均价格 8266.9 美元/kg 相比同比下降 45.2%，从月度海关数据来看肝素出口价格环比基本稳定。公司原料药板块收入占比已从 2019 年占比超六成下降至 24 年的占比仅有 20%，目前价格处于底部区间并有所企稳。由于公司此前 API 业务全年季度分布通常不均匀，我们判断在 25 年后续季度 API 业务对公司经营扰动幅度将减小，同时新业务增长动能将逐步体现。

**图表1： 肝素及其盐出口均价（美元/千克）**



资料来源：海关总署，中信建投

**2) 制剂业务发展态势良好，海外制剂快速增长。**24 年公司制剂业务收入 30.50 亿元，同比+10.05%。分地区来看，公司国内制剂积极响应国家集采政策导向，营收端预计阶段性波动，但销售数量保持 15.7% 的增长；同时公司非肝素制剂收入达 14.7 亿元，同比增长 24.25%，由于公司非肝素制剂主要集中在海外，我们判断公司海外制剂保持快速增长趋势。公司制剂业务积极拓展境外市场，结合 Meitheal 在 GPO、渠道端的优势，保障制剂国外销售收入稳定增长；24 年 6 月公司完成对 Coherus 公司阿达木单抗生物类似药 YUSIMRY 全资产收购，切入美国生物类似药市场，上市销售以来已实现收入突破 7000 万元人民币。同时原有 ANDA 品种进一步拓展，目前公司海外商业化团队超 100 人，已在北美、欧洲、南美搭建营销平台并实现制剂直接销售。海外市场开拓带动公司制剂业务不断放量。

**利拉鲁肽美国获批，新品陆续兑现。**2025 年 4 月 3 日，公司向美国 FDA 申报的利拉鲁肽注射液 18 mg/3 mL (6 mg/mL) 的 ANDA 申请获得批准，适应症为 2 型糖尿病的血糖控制和降低心血管不良事件的风险。该产品原

研厂家为诺和诺德，其利拉鲁肽（商品名 VICTOZA）于 2010 年在美国获批上市。除原研厂家和公司之外，目前仅有 HIKMA 的利拉鲁肽注射液在美国获批上市。2024 年诺和诺德 VICTOZA 美国市场销售额 16.99 亿丹麦克朗（约 17.70 亿人民币），公司产品获批后 2025 年销售情况值得关注。

**Q4 毛利率环比改善，经营性现金流良好。**2024 年公司毛利率 43.21% (-5.19pct)；净利率 21.05% (+25.87 pct)。Q4 单季度毛利率 49.85%，环比 +0.78 pct。25Q1 毛利率 34.41%，同比 -4.08 pct。我们判断毛利率季度间波动主要由于公司 API 业务全年季度分布不均匀，在年初对业绩扰动体现较多，预计 25 年后续季度毛利率水平将逐步修复。费用方面，24 全年销售费用率 7.14% (-3.56 pct)，管理费用率 5.37% (+1.66 pct)，研发费用率 8.41% (-1.06 pct)，财务费用率 0.23% (+2.12 pct)。销售费用变动原因主要因报告期内销售推广费下降，管理费用变动主要因人员薪酬增加和折旧摊销增加，研发费用变动主要因本期研发投入费用化金额下降，财务费用变动主要因 24 年汇率变动导致的汇兑收益降低。公司持续加大研发投入，截至 24 年末公司及子公司已拥有 100 项境外药品注册批件，超 30 项中国药品注册批件，确保申报一批、研究一批、储备一批的高效研发节奏。24 年公司经营活动产生的现金流量净额 15.01 亿元，同比 -7.28%，现金流明显好于公司已实现利润水平，经营性现金流保持良好。其余财务指标基本稳定。

**未来展望：1) 大分子业务放量，第三曲线逐步兑现：**公司于 2024 年 6 月获得阿达木单抗生物类似药 YUSIMRY 美国 FDA 批件的所有权属，切入美国生物类似药市场，此外还与通化东宝在门冬、甘精、赖脯三种胰岛素上开展合作，以及与双成药业就注射用紫杉醇（白蛋白结合型）达成合作获得美国市场独家代理权。目前利拉鲁肽、阿达木单抗已获批上市，25 年随着白紫等品种陆续上市及进入申报阶段，生物类似药和复杂制剂领域管线扩展将为公司中长期业绩增长提供坚实保障。**2) 业务区域扩张，海外制剂持续放量：**公司坚持“立足中美，放眼全球”的战略框架，创新转型持续推进，6 条新产线顺利通过 FDA 现场检查后，目前公司共有 12 条产线通过美国 FDA 审计，无菌注射剂出口产能翻倍。同时公司将加速在全球市场拓展业务，重点在中国大陆、欧洲、中东、加拿大等多个区域市场开展注册工作。随着后续产能爬坡，叠加公司新境外药品注册批件不断申报、渠道优势显著，海外制剂业务有望持续放量。**3) 原料药扰动减小，价格有望逐步回暖：**此前受下游企业去库存影响，肝素原料药行业面临冲击，从海关数据来看，目前出口价格基本稳定，我们认为随着下游库存消化，去库存基本接近尾声，肝素原料药价格将逐步企稳回升。

## 盈利预测

我们预测 2025-2027 年，公司营收分别为 48.68、60.96 和 74.62 亿元，分别同比增长 24.1%、25.2% 和 22.4%；归母净利润分别为 10.99、14.53 和 18.65 亿元，分别同比增长 33%、32.3% 和 28.3%。折合 EPS 分别为 0.68 元/股、0.9 元/股和 1.15 元/股，对应 PE 为 15.1X、11.4X 和 8.9X，维持“买入”评级。

## 风险提示

**原材料价格波动风险：**公司产品主要原材料为肝素粗品，其价格如大幅波动将对公司生产成本产生较大影响，如无法向下游转嫁上述价格上涨，将影响公司利润表现。

**国际贸易环境变化风险：**公司目前产品以出口为主，占比超 70%，国际贸易整体环境和政策的变化存在不确定性。如果未来全球贸易摩擦进一步加剧可能对公司经营造成不利影响。

**行业竞争格局变化风险：**目前少数国际主流肝素制剂生产企业拥有绝大部分市场份额，随着专利药的保护

到期、新的仿制药上市以及新专利药的推出，可能会对肝素类药品市场格局产生较大影响。若公司主要合作伙伴的产品市场份额发生较大变动，可能会进一步传导至公司的产品销售，对公司生产经营产生不利影响。

**行业政策风险：**目前国家药品集中带量采购以及医保谈判工作逐步常态化，如果公司主要肝素制剂产品在国家集采中不能中标，可能导致公司肝素制剂产品在公立医疗机构终端的销售受到限制，对公司国内市场份额和经营业绩产生不利影响。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

### 袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind金牌分析师医药行业第4名。2019年Wind金牌分析师医药行业第1名。2018年Wind金牌分析师医药行业第3名，第一财经最佳分析师医药行业第1名。2021年新财富最佳分析师医药行业第五名。

### 刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO等细分领域。

2024年、2023年、2022年、2021年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

### 赖俊勇

北京大学理学/经济学双学士，北京大学药物化学硕士，以第一作者发表多篇SCI论文。2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责合成生物学、基因测序、原料药等板块研究。

### 王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk