

医药生物

2020年09月29日

健友股份 (603707)

——步入收获期的稀缺注射剂出口标的

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2020年09月28日

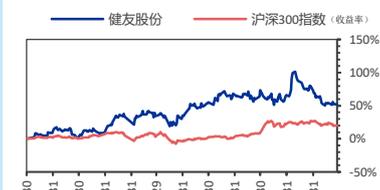
收盘价(元)	43.34
一年内最高/最低(元)	65.49/37.01
市净率	9.7
息率(分红/股价)	0.69
流通A股市值(百万元)	40422
上证指数/深证成指	3217.54/12760.93

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年06月30日

每股净资产(元)	4.49
资产负债率%	47.90
总股本/流通A股(百万)	934/933
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

赵金厚 A0230511040007
zhaojh@swsresearch.com

研究支持

余玉君 A0230120070001
yuyj@swsresearch.com

联系人

余玉君
(8621)23297818×转
yuyj@swsresearch.com

投资要点：

- **打造肝素全价值链商业模式，转型制剂出口铸造业务新升级。** 健友股份始终以前瞻性的眼光布局肝素产业链的发展。维持战略性库存管理策略，打造从粗品+原料药+制剂的一体化布局，提升议价能力，稳步快速发展。
- **注射剂步入放量阶段，为国内稀缺的注射剂出口标的。** 公司自2018年以来积极拓展产品线，目前已有二十多个品种在海外多个国家获批。从注射剂获批ANDA数量来看，公司排名第一，并有大量注射剂品种在管线储备，公司注射剂龙头地位逐渐稳固。凭借超高无菌注射剂质量水平和销售团队布局，公司注射剂出口有望快速放量，为国内稀缺的注射剂出口标的，享有一定的估值溢价。
- **多年布局迎来收获期，原料药景气度持续，公司将继续保持快速增长。** 健友股份原料药业务未来三年有望保持景气度持续，制剂板块国内保持高速增长、出口开始放量，CDMO业务保持稳定增长。随着制剂出口兑现，有望业绩增长驱动力从原料药量价齐升转变为制剂出口兑现，顺利实现从原料药转型制剂，长期利润空间在30亿元以上。
- **市场对公司价值存在低估。** 我们预计公司2020、2021、2022年归母净利润分别为8.53、11.47、15.31亿元，同比分别增长41.1%、34.4%、33.5%，对应PE分别为48倍、35倍、26倍。对公司采用相对估值(PEG对比)方法进行估值，得到公司目标市值504亿，相比2020年9月28日总市值405亿元，还有24.4%的空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：** 肝素原料药价格下行风险、注射剂出口放量不及预期、产品获批进度低预期。

财务数据及盈利预测

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	2,470	1,396	3,314	4,187	5,088
同比增长率(%)	45.2	18.6	34.2	26.3	21.5
归母净利润(百万元)	605	408	853	1,147	1,531
同比增长率(%)	42.5	41.2	41.1	34.4	33.5
每股收益(元/股)	0.84	0.57	0.91	1.23	1.64
毛利率(%)	51.2	60.3	57.0	60.4	63.3
ROE(%)	20.4	12.7	22.3	23.1	23.6
市盈率	51		48	35	26

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 33.14、41.87 和 50.88 亿元，分别同比增长 34.2%、26.3%和 21.5%；归母净利润分别为 8.53、11.47、15.31 亿元，同比分别增长 41.1%、34.4%、33.5%，对应 EPS 分别为 0.91、1.23 和 1.64 元/股。

通过相对估值法：对健友股份使用可比公司 PEG 对比估值，得到公司目标市值 504 亿元，相比 2020 年 9 月 28 日总市值 405 亿元，有 24.4%的上升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

(1) 肝素原料药：2020 年受疫情影响，肝素原料药销量有一定程度下滑，全年平均成交价格保持 10%左右增长；2021-2022 年销量恢复 5%增幅，平均成交价逐步下滑，2022 年原料药价格预计略有下滑至 3.7 万/亿单位（参考 2019 年）。**(2) 制剂**：国内肝素制剂销量有望从 2019 年的 1805 万支增长至 2022 年的 3400 多万支；国外肝素制剂从 2019 年开始逐步销售，预计到 2022 年有望销量达 6200 万支；非肝素制剂出口 2020-2022 年预计销售额分别为 0.5、1.5、2.8 亿元。

有别于大众的认识

市场认为：(1) 肝素原料药价格已近历史高点，上涨驱动力不强，随着生猪出栏量恢复，价格会大幅下滑；(2) 注射剂出口兑现存在较大不确定性。

我们认为：一方面，从供需匹配测算，生猪出栏量即使 2021 年底恢复至 2018 年水平，供给端仍处于较紧张状态，需求端保持增长，行业供需不匹配状态仍将保持，肝素原料药价格大概率会维持相对高位。健友储备的近 30 亿元的肝素粗品，通过掌握上游原材料，使得公司的行业议价能力大幅提升，在注射剂出口中占据优势地位。

另一方面，从美国注射剂市场格局、健友股份布局的品种前景，综合来看，公司的注射剂出口能力存在一定低估。

股价表现的催化剂

国外制剂出口放量进度超预期；产品获批进度超预期；肝素原料药景气度上行。

核心假设风险

(1) 肝素原料药价格下行风险：国内在大力鼓励生猪养殖，生猪出栏量存在超预期增长可能，会一定程度导致供给扩张，市场对价格预期下行，粗品价格下行带动原料药价格下行。

(2) 注射剂出口放量不及预期：美国受疫情影响，医院端需求有可能下滑导致注射剂出口销售受到影响。

(3) 产品获批进度低预期：仿制药研发在上市也有一定研发失败风险，获批进度也存在不确定性。

目录

1 . 打造肝素全价值链商业模式，转型制剂出口铸造业务新升级	6
1.1 从肝素原料药起家，打造覆盖肝素全价值链的完整商业模式	6
1.2 制剂持续发力，注射剂出口兑现元年，成为业绩增长中坚力量	6
2 . 肝素产业链：原料药为盾，制剂为矛，一体化布局筑高全球竞争壁垒	9
2.1 供需紧张，原料药景气度持续	9
2.1.1 需求平稳增长，供给持续紧张，供需不平衡将持续	10
2.1.2 供需不平衡状态下，肝素产品的价格趋势判断	12
2.2 卓越布局显优势，原料药为公司发展保驾护航	12
2.2.1 战略布局上游重要原材料肝素粗品	12
2.2.2 原料药业务顺利实现新一轮蜕变	13
2.3 肝素制剂国内外双开花，打开中长期成长空间	14
2.3.1 以中欧美三大主流市场为主，实现肝素制剂全球布局	14
2.3.2 国内市场：临床需求进一步增长，同时低分子肝素制剂对低分子量进行替代	16
2.3.3 欧美市场：原研替代，快速放量，有望迎量价齐升	17
2.3.4 肝素制剂出口有望快速放量，打开长期利润空间	19
3 . 稀缺注射剂出口标的，国内外申报同步开花	20
3.1 收购 Meitheal 搭建销售平台	20
3.2 为国内稀缺的注射剂出口标的	20
3.3 注射剂出口步入收获期，反哺国内双开花	23
4 . 首次覆盖给予“买入”评级	24
4.1 关键假设及盈利预测	24
4.2 估值	24

图表目录

图 1：公司发展历史.....	6
图 2：健友股份收入和归母净利润规模及增速.....	7
图 3：健友股份 2019 年收入构成.....	7
图 4：健友股份毛利率和净利率水平.....	7
图 5：2014-2019 年公司毛利额按板块构成.....	7
图 6：肝素产业链.....	9
图 7：肝素原料药行业量价关系决定因素分析.....	10
图 8：全球及中国生猪出栏量规模及变化.....	10
图 9：全球肝素制剂市场规模及增速.....	11
图 10：我国肝素制剂市场规模及增速.....	11
图 11：全球肝素原料药、肝素粗品及猪小肠价格趋势.....	12
图 12：健友肝素粗品的创新采购模式.....	13
图 13：健友股份原材料库存价值.....	13
图 14：肝素原料药主要生产企业原材料对比.....	13
图 15：我国主要肝素原料药企业全球市占率变化（以销售额计量）.....	13
图 16：主要肝素原料药企业肝素 API 毛利率对比.....	14
图 17：主要原料药企业肝素 API 销售单价对比.....	14
图 18：2019 年全球肝素制剂类别及占比.....	16
图 19：2019 年依诺肝素全球不同国家规模分布.....	16
图 20：不同低分子肝素制剂产品规模.....	17
图 21：2019 年低分子肝素制剂竞争格局.....	17
图 22：健友股份 2017-2019 年国内肝素制剂销售量及金额.....	17
图 23：2019 年依诺肝素全球竞争格局.....	18
图 24：HOSPIRA 标准肝素制剂价格对比.....	19
图 25：PFIZER 标准肝素制剂价格对比.....	19
图 26：健友股份生产销售平台架构.....	20
图 27：我国制剂出口规模及增速.....	21
图 28：2019 年制剂出口按剂型分类.....	21
图 29：美国无菌注射剂生产线高准入门槛.....	21

图 30 : 美国新增药品短缺数量.....	22
图 31 : 美国注射剂市场竞争格局	22
图 32 : HIKMA 注射剂与非注射剂品种利润率对比.....	22
图 33 : 国内获批 FDA 注射剂批件数企业对比 (截至 2020 年 7 月 30 日)	22
图 34 : 健友股份上市以来的 P/E Band	25
表 1 : 健友股份已获批上市制剂批件 (截至 2020 年 7 月 30 日)	8
表 2 : 根据生猪出栏推算的全球肝素粗品供应产能	11
表 3 : 健友股份肝素制剂产品全球已获批件情况	14
表 4 : 主要低分子肝素制剂适应症对比	15
表 5 : 国内低分子肝素制剂获批企业	16
表 6 : 依诺肝素主要国家使用量 (百万支)	18
表 7 : 海普瑞和健友在全球依诺肝素市场布局对比 (截至 2020 年 7 月 31 日)	18
表 8 : 健友股份肝素制剂长期利润空间展望	19
表 9 : 健友股份注射剂出口品种布局情况.....	23
表 10 : 盈利预测	24
表 11 : 可比公司 PEG 对比 (股价为 2020/9/28 日收盘价, 业绩均为 Wind 一致预测数据)	25

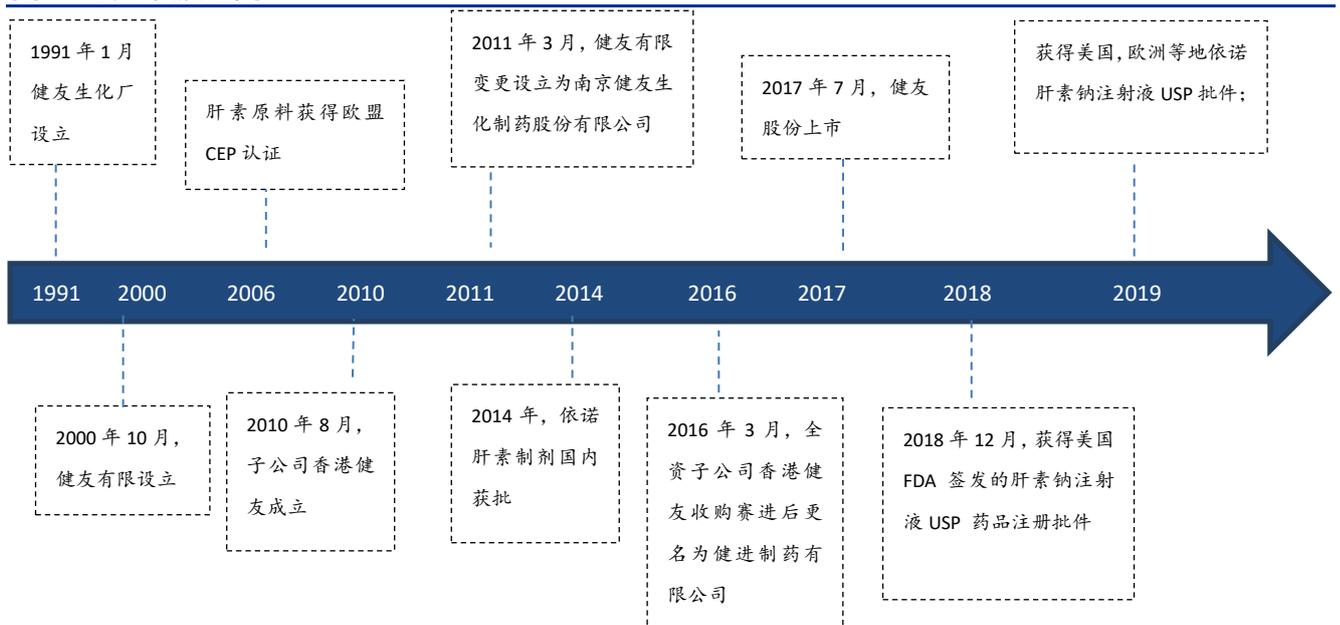
1. 打造肝素全价值链商业模式，转型制剂出口铸造业务新升级

1.1 从肝素原料药起家，打造覆盖肝素全价值链的完整商业模式

公司成立于 2000 年，是中国早期从事肝素提取纯化和开发肝素类粘多糖产品结构确认方法的制药企业之一，至今已从事肝素产品的生产超过 20 年，为全球最大肝素原料药供应商之一。

公司自设立以来，始终致力于肝素相关产品的研发、生产和销售，自上世纪 90 年代开始从事标准肝素的生产，并逐步发展成为国内乃至全球最主要的肝素原料生产企业之一，产品主要出口至美国、欧洲等国家和地区。

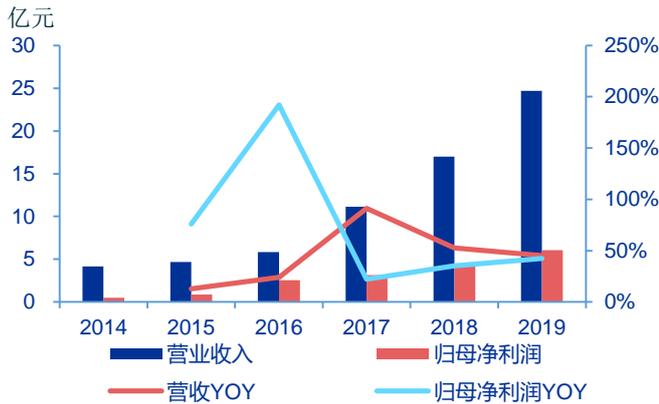
图 1：公司发展历史



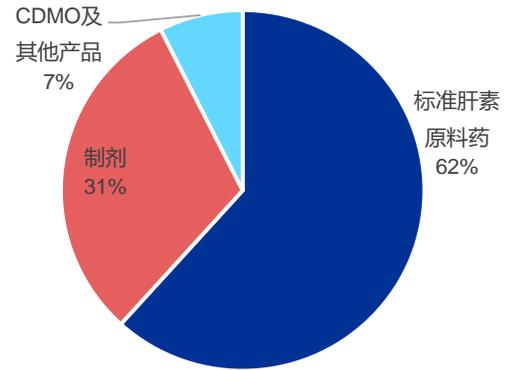
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 制剂持续发力，注射剂出口兑现元年，成为业绩增长中坚力量

公司在 2014-2019 年之间快速发展，营业收入由 2014 年 4.16 亿元增长至 2019 年 24.7 亿元，5 年 CAGR 达 42.8%；公司归母净利润由 2014 年的 0.5 亿元增长至 2019 年 6.05 亿元，复合增长率达 64.65%。

图 2：健友股份收入和归母净利润规模及增速


资料来源：公司公告，申万宏源研究

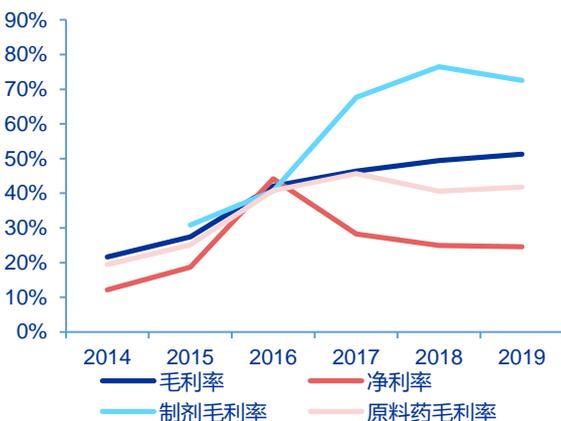
图 3：健友股份 2019 年收入构成


资料来源：公司公告，申万宏源研究

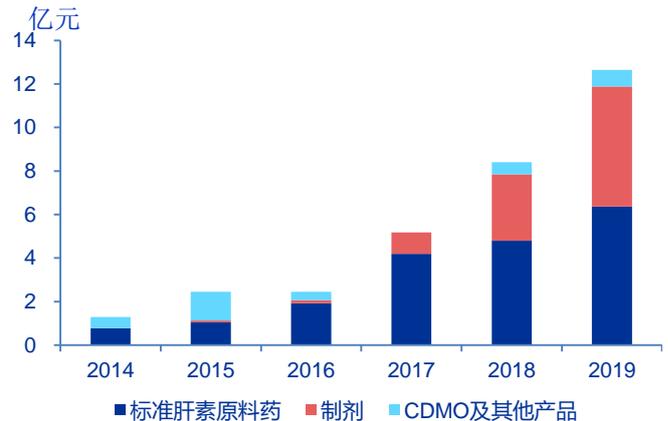
公司从肝素原料药起家，通过研发、并购等方式，目前延伸出肝素制剂、CDMO 等业务。其中，肝素原料药是公司占比最大的业务板块，公司原料药和制剂业务构成主要的营业收入来源。

从收入构成看，2019 年公司业务主要由肝素原料药、制剂和 CDMO 三大板块业务构成，其中，肝素原料药占收入比重 61.7%、制剂占收入比重 30.85%，CDMO 业务占收入比重 7.45%。

从毛利额构成来看，2015 年之后制剂业务快速增长，在毛利额构成中制剂比重逐步提升，从 2015 年的 3.65% 提升至 2019 年的 43.69%。从各板块毛利额增速来看，2014-2019 年，原料药毛利额 5 年 CAGR=52.47%，制剂毛利额 4 年 CAGR=179.98%，CDMO 及其他业务毛利额 5 年 CAGR=7.99%。可以说，制剂业务的快速发展，是公司优异业绩成长的中坚力量。

图 4：健友股份毛利率和净利率水平


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：2014-2019 年公司毛利额按板块构成


资料来源：公司公告，申万宏源研究

从业务拓展来看，公司 2014-2015 年获得国内依诺肝素（依诺肝素钠和依诺肝素钙统称，下同）、那曲肝素（那曲肝素钠和那曲素钙统称，下同）以及达肝素（达肝素钠和达肝素钙统称，下同）注射剂批件后，进行肝素制剂的国内市场生产销售。2018 年 12 月获得美国肝素钠注射液 USP，就此开始注射剂出口业务拓展，随着 2019-2020 年陆续有注射剂获批多国上市，公司开始进入注射剂出口的收获期。

表 1：健友股份已获批上市制剂批件（截至 2020 年 7 月 30 日）

国家	产品	规格	获批时间
中国	依诺肝素钠注射液	0.4ml:40mg(4000IU) 0.6ml:60mg(6000IU)	2014 年 5 月
	那曲肝素钙注射液	0.4ml : 4100IU; 0.3ml:3075IU; 0.6ml:6150IU	2015 年 4 月; 2019 年 11 月
	达肝素钠注射液	0.2ml:5000IU	2015 年 2 月
美国	肝素钠注射液 USP	2000 USP units/2 mL (西林瓶规格) 1,000 units/mL; 5,000 units/mL ; 10,000 units/mL in Single-dose Vials; 10,000 units/10 mL (1,000 units/mL) and 30,000 units/30 mL (1,000 units/mL) in Multiple-dose Vials; 50,000 units/10 mL (5,000 units/mL) and 40,000 units/4 mL (10,000 units/mL) in Multiple-dose Vials. 共 7 个规格 (西林瓶规格)	2018 年 12 月 2019 年 6 月
		20,000 USP Units/mL Multi-Dose Vials (西林瓶规格)	2020 年 2 月
		5,000 Units/0.5 mL Single-Dose (预充针规格)	2020 年 4 月
		5,000 Units/mL, 单剂量 (预充针规格)	2020 年 7 月
	苯磺顺阿曲库铵注射液 USP	10 mg/5 mL;200 mg/20 mL;20 mg/10 mL	2019 年 4 月
	左亚叶酸钙注射液	175mg/17.5mL (10mg/ml) ; 250mg/25ml (10mg/ml)	2019 年 8 月
	依诺肝素钠注射液 USP	30mg/0,3mL;40mg/0,4mL;60mg/0,6mL;80mg/0,8mL;100mg/mL 120mg/0,8mL; 150mg/mL	2019 年 12 月
	度骨化醇注射液 USP	4 mcg/2 mL (2 mcg/mL) Multi-Dose Vials.	2020 年 2 月
	米力农注射液 USP	10 mg/10 mL (1 mg/mL), 20 mg/20 mL (1 mg/mL), and 50 mg/50 mL (1 mg/mL) Single-Dose Vials	2020 年 3 月
	注射用硼替佐米	3.5 mg per vial (Single-Dose Vial)	2020 年 3 月
注射用盐酸苯达莫司汀	25 mg/Vial and 100 mg/Vial, Single-Dose Vials	2020 年 4 月	
	阿糖胞苷注射液	100 mg/5 mL	2020 年 6 月
英国	依诺肝素钠注射液	10,000IU (100mg) / 1mL;2,000IU (20mg) / 0.2mL;4,000IU (40mg) / 0.4mL;6,000IU (60mg) / 0.6mL;8,000IU (80mg) / 0.8mL	2019 年 3 月
巴西	依诺肝素钠注射液	30mg/0,3mL;40mg/0,4mL;60mg/0,6mL;80mg/0,8mL; 100mg/1,0mL; 120mg/0,8mL; 150mg/1,0mL;; 20mg/0,2mL	2019 年 4 月
德国	依诺肝素钠注射液		2019 年 3 月
瑞典	依诺肝素钠注射液		2019 年 4 月
西班牙	依诺肝素钠注射液		2019 年 8 月

资料来源：公司公告，申万宏源研究

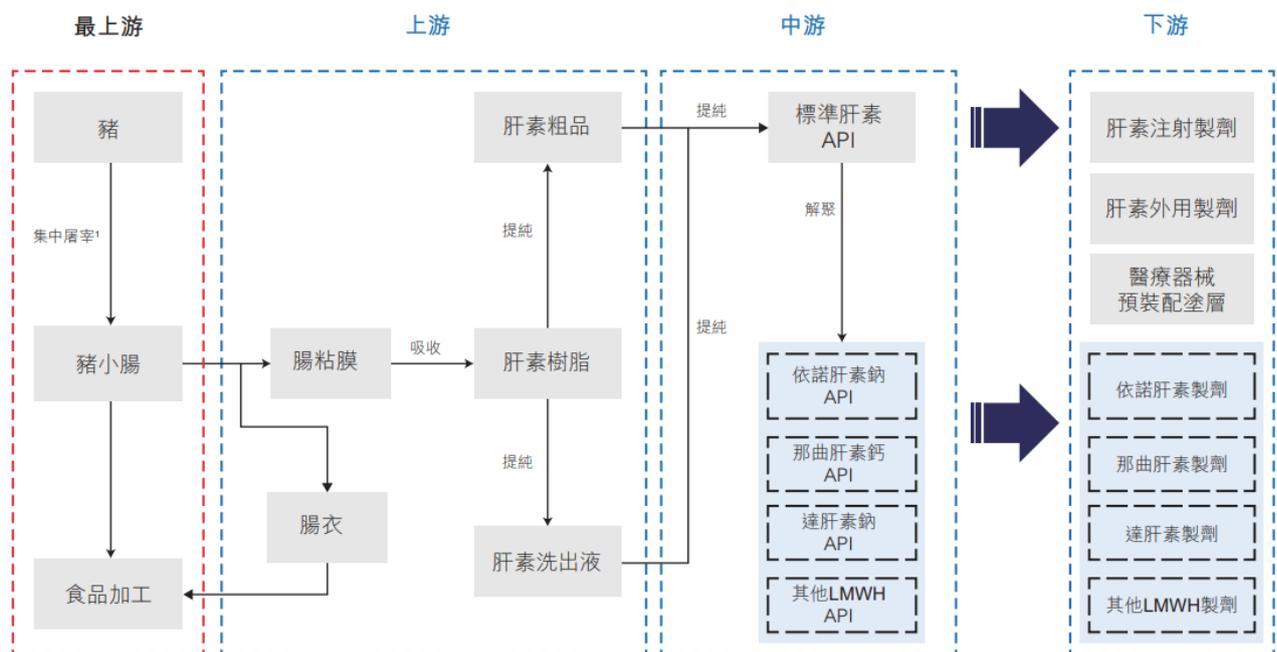
2. 肝素产业链：原料药为盾，制剂为矛，一体化布局筑高全球竞争壁垒

2.1 供需紧张，原料药景气度持续

肝素，因从肝脏发现而得名，主要提取自猪小肠粘膜。生产企业首先收集生猪小肠粘膜，再经过酶解、树脂吸附、洗脱、酒精沉淀收集、干燥等工艺处理后，形成的产品即为肝素粗品；肝素粗品因含有杂蛋白，不能直接应用于临床治疗，需进一步提取纯化加工成肝素原料药；肝素原料药可直接用于制成标准肝素制剂，或进一步加工制为低分子肝素原料药，最终制成低分子肝素制剂。标准肝素制剂和低分子肝素制剂可直接应用于临床治疗，临床上主要用于抗凝血和抗血栓。

因此肝素完整产业链为：“生猪→猪小肠→肝素粗品→肝素原料药→肝素制剂”，较长的传导通道形成了独具特色的肝素产业链，健友股份通过多年布局，形成了上游粗品+中游肝素原料药+下游肝素制剂的全通道布局，构筑了 top 级别的全球产业竞争力。

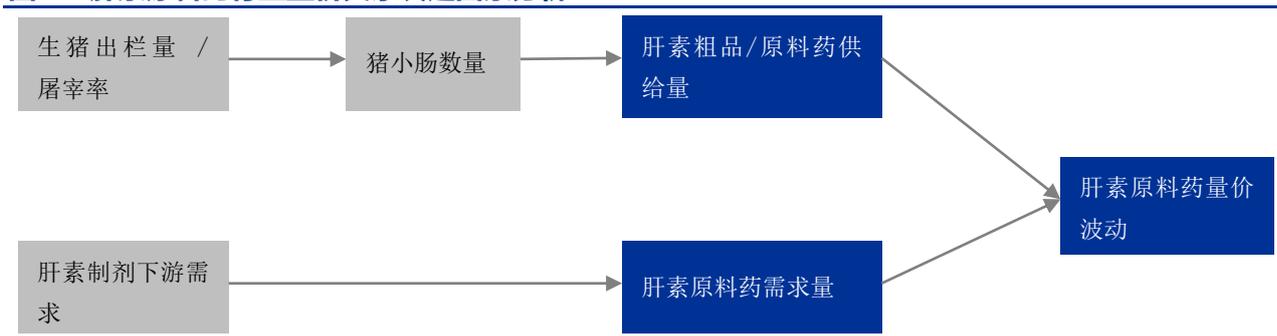
图 6：肝素产业链



资料来源：海普瑞招股说明书，申万宏源研究

肝素产业链因最上游取材自猪小肠粘膜，供给端，猪小肠作为养猪的副产品，其数量并不取决于下游肝素需求，而是取决于养猪的存栏量、出栏量和屠宰率；需求端，主要取决于肝素制剂领域的波动。供需端多因素共同构成了行业的量价波动逻辑。

图 7：肝素原料药行业量价关系决定因素分析

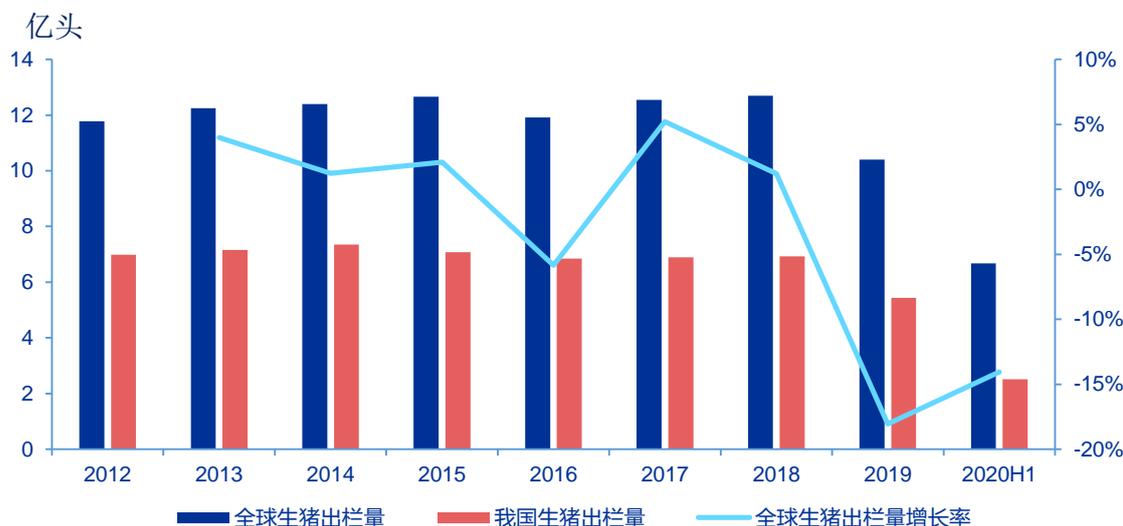


资料来源：申万宏源研究

2.1.1 需求平稳增长，供给持续紧张，供需不平衡将持续

供给端，从 2016-2019 年行业经历了两轮大的波动：（1）2016 年底，全国进入新一轮的环保严查阶段，由于部分生猪屠宰企业产生大量粪便和污水污染，导致屠宰厂被关停，肝素粗品企业受影响也关停，行业中的粗品企业从顶峰的 1000 多家，到 2017 年底剩下 100-200 家左右，粗品供应随之下降；（2）自 2018 年 8 月起我国发生非洲猪瘟疫情并自北向南传播，导致生猪出栏数大幅减少，粗品供应趋紧。根据农业部数据，2019 年猪肉产量 4255 万吨，下降 21.3%。从生猪存栏和出栏的情况来看，也出现了明显的下跌。2019 年，生猪存栏 31041 万头，同比下跌 27.5%；生猪出栏 54419 万头，同比下跌 21.6%。

图 8：全球及中国生猪出栏量规模及变化



资料来源：美国 USDA，中国统计局，申万宏源研究

根据生猪出栏量、猪小肠利用率以及粗品收率水平，大概可以根据全球生猪出栏量估算全球粗品供应量（考虑到全球各地生猪小肠利用率水平各有不一，我们在此估算的为理论水平最大化粗品供应产能）：从生猪出栏到肝素粗品的供应量来看，近两年从生猪供给减少导致肝素粗品供应进一步紧缺。

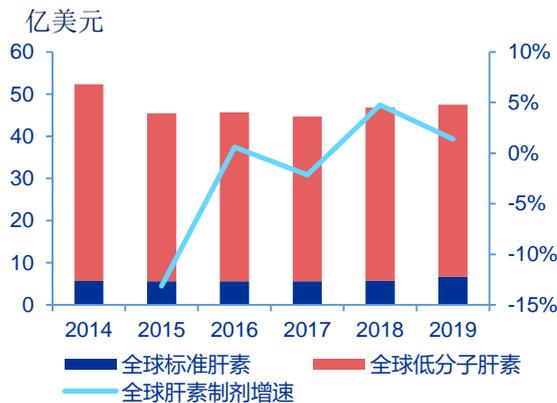
表 2：根据生猪出栏推算的全球肝素粗品供应产能

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
全球生猪出栏量 (亿头)	11.78	12.25	12.4	12.66	11.92	12.54	12.69	10.4	9.4
我国生猪出栏量 (亿头)	6.98	7.16	7.35	7.08	6.85	6.89	6.93	5.44	5.38
我国以外猪小肠利用率	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
我国猪小肠利用率	75.00%	78.00%	80.00%	82.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%
可用于生产肝素粗品的猪小肠 (亿根)	9.56	10.17	10.43	10.83	10.39	10.94	11.07	9.09	8.19
肝素粗品收率水平 (根/亿单位)	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750	1750	1750	1750	1750
肝素粗品产能 (万亿单位)	54.60	58.09	59.57	61.87	59.35	62.52	63.28	51.93	46.81

资料来源：美国 USDA，中国统计局，申万宏源研究

需求端，肝素原料药主要应用于肝素制剂，肝素制剂临床主要应用于抗凝血，用于防治血管内栓塞或血栓形成的疾病，预防中风或其它血栓性疾病，其为通过影响凝血过程中的某些凝血因子阻止凝血过程的药物。

肝素制剂主要分为标准肝素制剂和低分子肝素制剂，低分子肝素类产品因分子量较小，不易被第 IV 因子中和，抗凝效果和纤溶作用得以增强，而抗血小板、影响血小板功能、影响血液凝固性、诱发出血的作用大为减弱，加之生物利用度高达 98%，量效关系明确，抗凝效果易于预测，血浆半衰期较标准肝素长 2~3 倍，同时具有快速和持续的抗血栓形成作用，改善血流动力学，因而颇受临床青睐。

图 9：全球肝素制剂市场规模及增速


资料来源：Frost&Sullivan 申万宏源研究

图 10：我国肝素制剂市场规模及增速


资料来源：南方所，申万宏源研究

从 2014-2019 年全球肝素制剂市场来看，由于仿制药上市放量，全球肝素制剂市场从 2014 年的 52.31 亿美元，下降至 2019 年的 47.48 亿美元，并在近两年企稳回升；

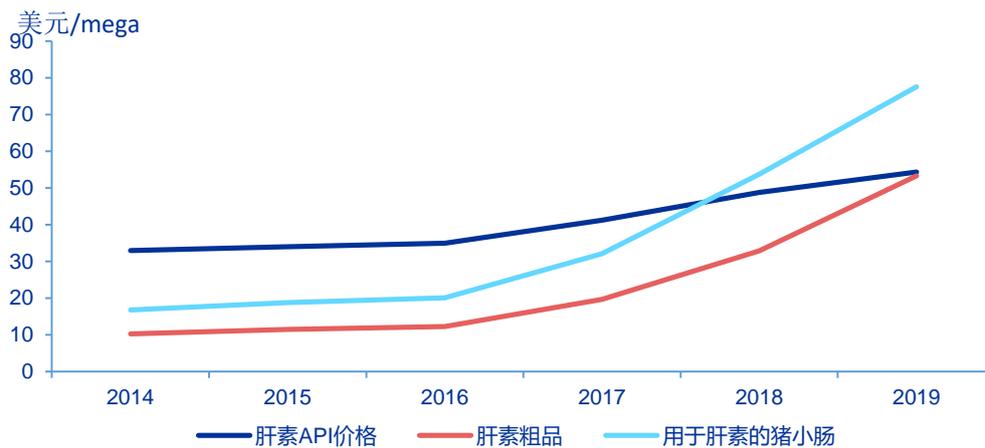
从 2014-2019 年中国肝素制剂市场来看，整体市场规模保持快速增长，从 2014 年的 47.53 亿元增长至 2019 年的 104.84 亿元，五年 CAGR=17.14%，且预计未来 3-5 年还将保持 10%左右快速增长。

综合以上，近年来供给端持续收缩，需求端保持稳健增长，行业外部环境变化导致肝素原料药行业供需之间呈现一定程度的不匹配状态。

2.1.2 供需不平衡状态下，肝素产品的价格趋势判断

在环保和非洲猪瘟事件的影响下，2016年之后，猪小肠以及肝素粗品供应趋紧，猪小肠价格、肝素粗品以及肝素原料药价格都同步上涨：2016-2019年，用于肝素的猪小肠价格上涨了285.57%；肝素粗品价格上涨了333.33%；肝素原料药价格上涨了55.14%。一般来说，猪小肠的价格上涨与肝素API的价格上涨存在一年左右的时间差。2019年用于肝素的猪小肠价格上涨了44.32%，预计2020年肝素原料药价格还将继续上涨。

图 11：全球肝素原料药、肝素粗品及猪小肠价格趋势



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

注：mega为百万IU

2.2 卓越布局显优势，原料药为公司发展保驾护航

在行业急遽变化环境下，风险与机遇并存，健友股份通过前瞻的判断、卓越的布局，规避风险、把握机遇，顺利实现新一轮蜕变：

2.2.1 战略布局上游重要原材料肝素粗品

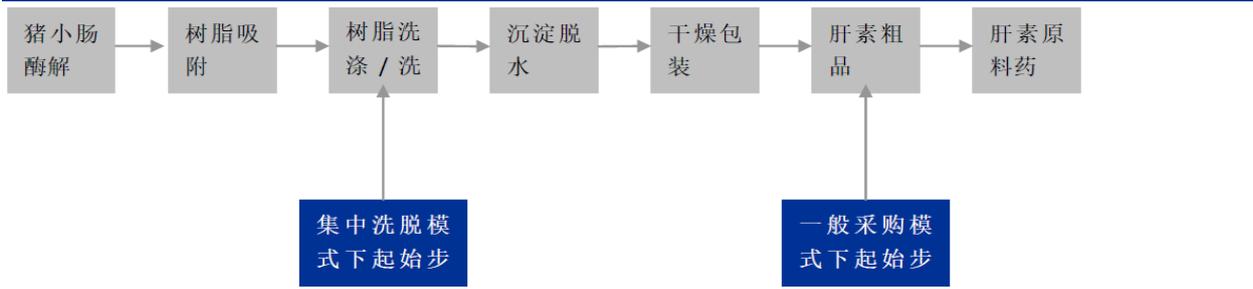
健友股份自2008年开始在主要供应商中推广集中洗脱模式进行原材料的采购。与通常情况下采购已完成初步洗脱的肝素粗品的模式相比，公司通过集中洗脱模式将产业链向上游进一步延伸，具有突出的优势：

(1) 将树脂洗脱环节收拢至公司，有利于保障后续生产工艺的稳定，控制产品中杂质的含量，提高产品质量和用药安全，是国内肝素行业质量控制领域的一大创新；

(2) 该模式采购的肝素粗品均有明细的产品来源记录，有助于加强对源头的追溯，符合cGMP标准关于产品可追溯性的重要理念，有利于公司进一步巩固与主要客户的合作关系；

(3) 为供应商带来了生产工序上的节省，有效地强化了与供应商的合作关系，有利于确保可追溯性强的原材料的稳定供应，并极大程度地优化了公司供应链的管理。

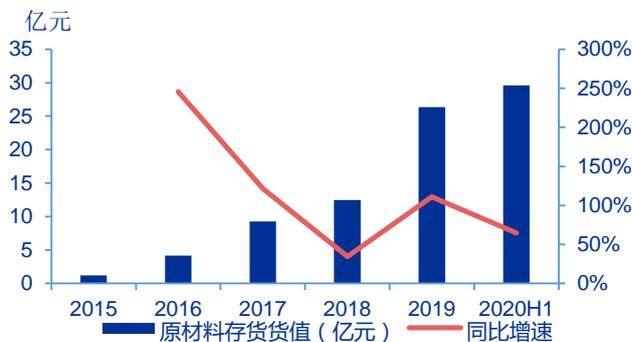
图 12：健友肝素粗品的创新采购模式



资料来源：申万宏源研究

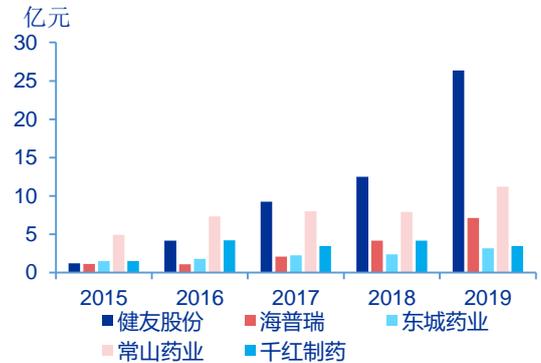
2016 年，国内肝素粗品价格进入上升通道，公司出于良好的销售预计和原材料供求趋紧的精准判断，加大了肝素粗品的采购，我们可以看出，在 2016 年以来肝素粗品价格上涨过程中，公司前瞻性持续加大原材料肝素粗品采购和储备，且原材料库存增加幅度比价格上涨幅度还快。且相较同行业其他企业，公司采购和储备的粗品量最多。

图 13：健友股份原材料库存价值



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：肝素原料药主要生产企业的原材料对比

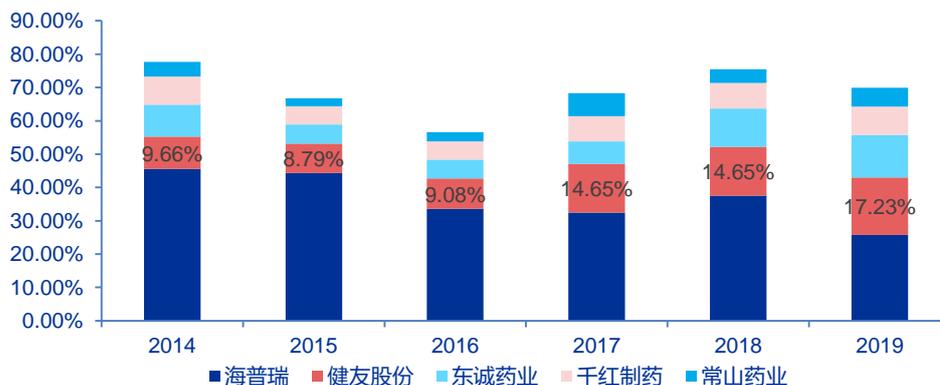


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2.2 原料药业务顺利实现新一轮蜕变

从全球市占率对比来看，在 2016-2019 年新的一轮行业周期中，健友股份成功抓住了行业量价齐升的机会。全球肝素 API 供应市场高度集中且主要供应商位于中国，包括海普瑞、健友股份、东诚药业、常山药业和千红制药，2019 年，这五家供应商合计占有 70% 的市场份额。健友股份全球市占率从 2014 年的 9.66% 提升至 2019 年 17.23%。

图 15：我国主要肝素原料药企业全球市占率变化（以销售额计量）



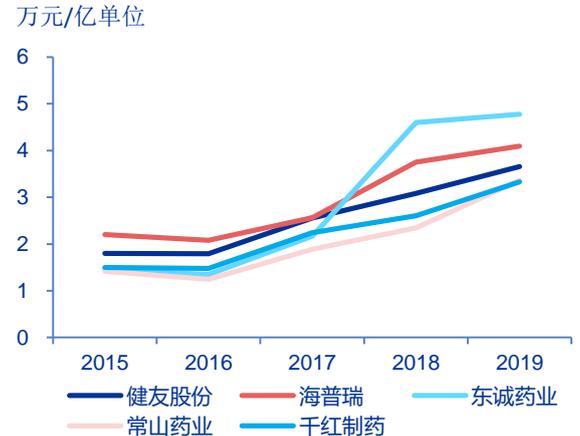
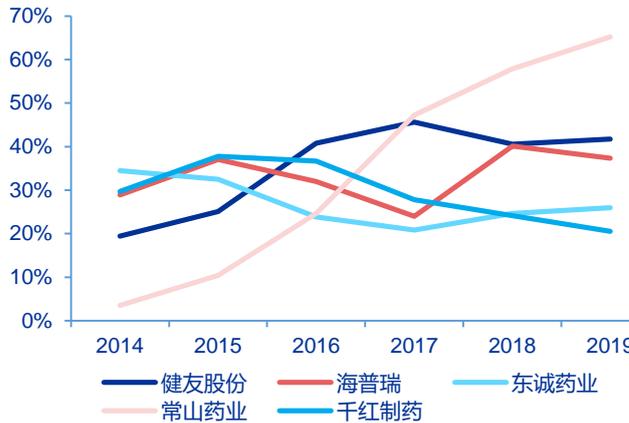
资料来源：Frost&Sullivan，公司公告，申万宏源研究

注：东诚药业与千红制药原料药销售额披露口径包括少量非肝素原料药。

从业务毛利率对比来看，健友股份毛利率呈逐年稳步抬升趋势，并结合几家公司库存原材料货值对比可以看出，毛利率提升趋势与原材料存货值有正向相关性：

粗品储备量较大的健友、常山药业相对毛利率水平更高；从销售单价对比来看，健友因有一定成本优势，原料药涨价幅度相对较小，尚有一定涨价空间。

图 16：主要肝素原料药企业肝素 API 毛利率对比 图 17：主要原料药企业肝素 API 销售单价对比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

肝素原料药从粗品到原料药的业务布局，是公司长期发展的基石，为公司长期战略转型保驾护航。展望未来，我们预计原料药业务销量会稳中有升，再加上从半年度报告中可以看出，公司储备了近 30 亿元的肝素粗品，原料药行业景气度持续，公司原料药业务毛利率仍有望保持稳中有升趋势。

2.3 肝素制剂国内外双开花，打开中长期成长空间

2.3.1 以中欧美三大主流市场为主，实现肝素制剂全球布局

健友股份自 2014 年获得国内依诺肝素注射液批件，开始了原料药向制剂生产销售转型。截至 2020 年 8 月中旬，以标准肝素注射剂、依诺肝素注射剂、达肝素注射剂以及那曲肝素注射剂四大品种申报，已获得中国、美国、英国、巴西、德国、瑞典和西班牙多国的共 10 个产品批件。

表 3：健友股份肝素制剂产品全球已获批件情况

国家	产品	规格	获批时间
中国	依诺肝素钠注射液	0.4ml:40mg(4000IU) ; 0.6ml:60mg(6000IU)	2014 年 5 月
	那曲肝素钙注射液	0.4ml : 4100IU ; 0.3ml:3075IU ; 0.6ml:6150IU	2015 年 4 月 ; 2019 年 11 月
	达肝素钠注射液	0.2ml:5000IU	2015 年 2 月
美国	肝素钠注射液 USP	2000 USP units/2 mL (西林瓶规格)	2018 年 12 月
		1,000 units/mL ; 5,000 units/mL ; 10,000 units/mL in Single-dose Vials ; 10,000 units/10 mL (1,000 units/mL) and 30,000 units/30 mL (1,000 units/mL) in Multiple-dose Vials ; 50,000 units/10 mL (5,000 units/mL) and 40,000 units/4 mL (10,000 units/mL) in	2019 年 6 月

		Multiple-dose Vials. 共 7 个规格 (西林瓶规格)	
		20,000 USP Units/mL Multi-Dose Vials (西林瓶规格)	2020 年 2 月
		5,000 Units/0.5 mL Single-Dose (预充针规格)	2020 年 4 月
		5,000 Units/mL, 单剂量 (预充针规格)	2020 年 7 月
	依诺肝素钠注射液 USP	30mg/0,3mL ; 40mg/0,4mL ; 60mg/0,6mL 80mg/0,8mL ; 100mg/mL ; 120mg/0,8mL 150mg/mL ;	2019 年 12 月
英国	依诺肝素钠注射液	10,000IU (100mg) / 1mL ; 2,000IU (20mg) / 0.2mL 4,000IU (40mg) / 0.4mL ; 6,000IU (60mg) / 0.6mL 8,000IU (80mg) / 0.8mL	2019 年 3 月
巴西	依诺肝素钠注射液	30mg/0,3mL; 40mg/0,4mL; 60mg/0,6mL; 80mg/0,8mL; 100mg/1,0mL; 120mg/0,8mL; 150mg/1,0mL; ; 20mg/0,2mL	2019 年 4 月
德国	依诺肝素钠注射液		2019 年 3 月
瑞典	依诺肝素钠注射液		2019 年 4 月
西班牙	依诺肝素钠注射液		2019 年 8 月

资料来源：公司公告，申万宏源研究

就低分子肝素制剂而言，依诺肝素制剂在低分子肝素制剂市场的占比最大，因为依诺肝素制剂因其有更广泛的适应症及更优的临床效果：

(1) 与市场上其他主要的低分子肝素制剂（例如达肝素和那曲肝素）相比，依诺肝素具有出色的药理和化学特性，包括更长的消除半衰期、更优越的生物利用度和更高的抗 Xa/IIa 活性比；

(2) 依诺肝素是通过 β -消除作用生产的，因此不存在出现亚硝酸盐杂质的风险。亚硝酸盐杂质可能致癌并具有遗传毒性，而达肝素和那曲肝素的生产过程采用亚硝酸降解，可能会导致亚硝酸盐杂质的产生；

(3) 依诺肝素还具有更广泛的获批适应症、更全面的给药途径和更好的临床表现。

表 4：主要低分子肝素制剂适应症对比

	依诺肝素	那曲肝素	达肝素
腹部手术后预防深静脉血栓形成			
外科	√	√	√
内科	√	×	×
治疗深静脉血栓形成并发肺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	√	√	√
血液透析体外循环以防止血栓症	√	√	√
治疗急性 ST 段抬高型心肌梗死	√	×	×

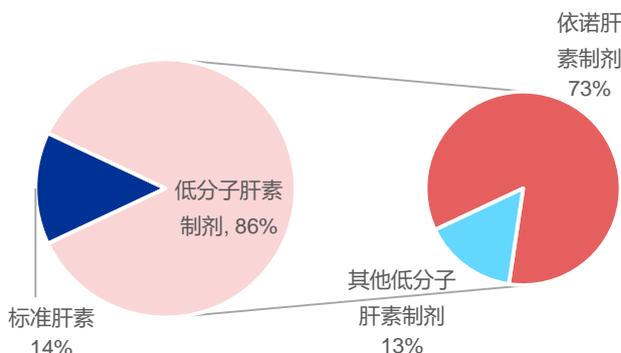
资料来源：申万宏源研究

从全球肝素制剂品种构成来看，2019 年全球肝素制剂以低分子肝素制剂为主，低分子肝素制剂中，以依诺肝素制剂为主。

从依诺肝素分布国家来看，以美国、欧洲和中国市场为主，三大市场合计占依诺肝素制剂近 90% 份额。以健友目前已获批的国家来看，中国、美国、英国、巴西、德国、瑞典

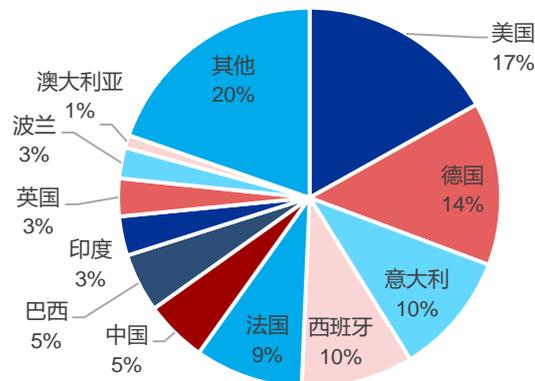
和西班牙等国家，且公司还在继续申报其他市场，有望布局依诺肝素主要销售国家，实现全球布局。

图 18：2019 年全球肝素制剂类别及占比



资料来源：IMS，申万宏源研究

图 19：2019 年依诺肝素全球不同国家规模分布



资料来源：IMS，申万宏源研究

2.3.2 国内市场：临床需求进一步增长，同时低分子肝素制剂对低分子量进行替代

低分子肝素相对标准肝素而言，是一类药品的统称，包括低分子量肝素、依诺肝素、达肝素、那曲肝素等通用名，其中，“低分子量肝素钠”和“低分子量肝素钙”这两种特殊的通用名，是我国独有的现象，是特殊历史环境下的产物：早期我国仿制赛诺菲的依诺肝素，由于技术水平差距，平均分子量只能下降到 8000 左右，距离依诺肝素 4500 以下的平均分子量还有一段距离，其他很多的技术指标也达不到标准，于是取了个折中的通用名“低分子量肝素钠/钙”。

因此我国生产的低分子量肝素制剂之前一直未按照国际标准进行研究细分，目前仍然存在两种分类标准下品种并存的局面。2010 年 11 月 15 日国家药品监督管理局审评中心发出“关于低分子量肝素类药品的审评思考”建议企业对照那曲素、达肝素和依诺肝素的要求以及国外已上市原研发厂产品，根据不同工艺、末端结构、分子量及其分布、抗 Xa 因子活性、抗 IIa 因子活性、抗 Xa 因子与抗 IIa 因子活性比对 LMWH（低分子量肝素）进行分类研究与完善，然后按照相应的注册分类进行申报。

表 5：国内低分子肝素制剂获批企业

通用名	获批厂家
低分子量肝素钠注射液	齐鲁制药、昆明积大制药、江苏万邦、杭州九源、百正药业
低分子量肝素钙注射液	天普医药、常山生化、兆科药业、红日药业、江苏大同盟
依诺肝素注射液	苏州二叶、天道医药、赛诺菲、健友股份、常山生化、九源基因、东营天东、成都百裕、常州干红、双鹭药业
那曲肝素注射液	常州干红、健友股份、东城药业、天津生化
达肝素注射液	Vetter Pharma、常州生化、干红制药、健友股份
标准肝素注射液	江苏万邦、干红制药、山东慧诺、成都海通、东诚药业等共 23 家

资料来源：CDE，申万宏源研究

如上图 10 可以看出，我国肝素制剂整体市场保持快速增长 10%以上快速增长，且低分子肝素增长快于标准肝素制剂；

从产品结构看，未分级的低分子量肝素占低分子肝素制剂近一半市场；依诺肝素、那曲肝素、达肝素制剂实现了显著超越行业整体的较快增速，在快速抢占未分级的低分子量注射剂市场。

从竞争格局来看，国内低分子肝素制剂厂商以常山药业和赛诺菲两家独大，常山药业的低分子量肝素钙注射剂 2019 年终端销售额达 18 亿元，且 2019 年低分子量肝素注射液产品呈负增长，预计未来几年这一趋势还将延续。

图 20：不同低分子肝素制剂产品规模

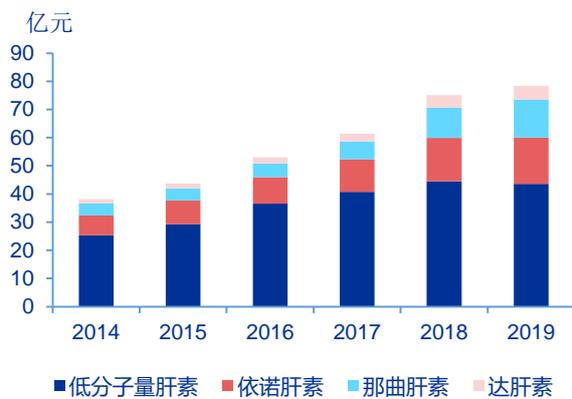
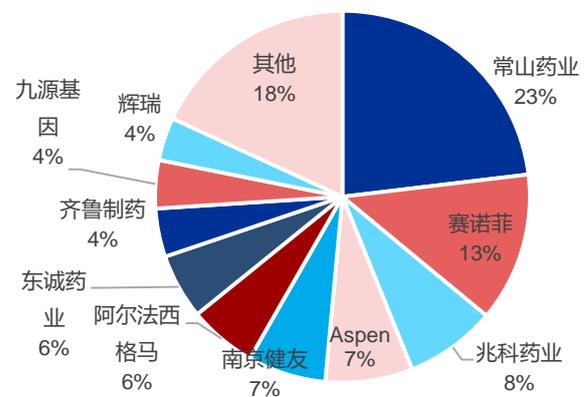


图 21：2019 年低分子肝素制剂竞争格局

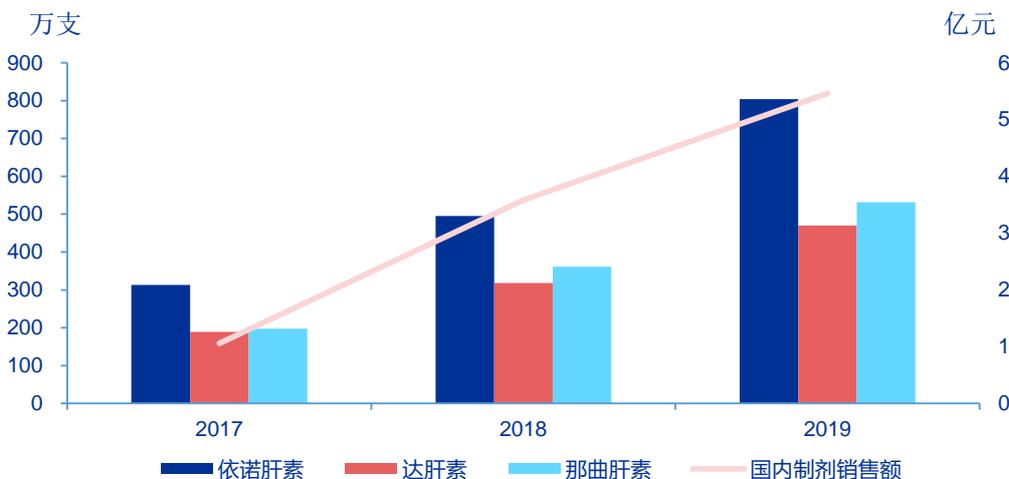


资料来源：南方所，申万宏源研究

资料来源：南方所，申万宏源研究

健友股份 2019 年市占率仅 7% 过去三年迅速放量：从 2017 年的 1.06 亿增长至 2019 年的 5.5 亿左右。预计未来三年还将 30%左右增速快速增长。考虑到行业保持增长，且低分子量肝素制剂逐步被替代，健友股份国内肝素制剂长期利润空间有望达到 3-5 亿。

图 22：健友股份 2017-2019 年国内肝素制剂销售量及金额



资料来源：公司公告，申万宏源研究（注：2019 年为估算金额）

2.3.3 欧美市场：原研替代，快速放量，有望迎量价齐升

除了中国，欧美为低分子肝素制剂主要市场。就依诺肝素而言，美国 2019 年近 1 亿支销量，欧洲近 5 亿支销量。

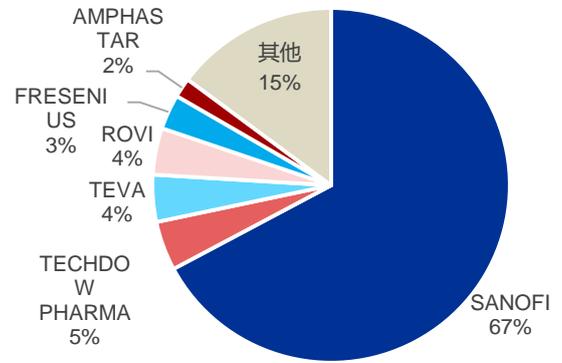
从全球依诺肝素竞争格局来看，原研赛诺菲占 67%市场份额，国内上市公司海普瑞子公司天道医药占 5%份额。

表 6：依诺肝素主要国家使用量（百万支）

国家	2019 年依诺肝素销量(百万支)
美国	93.3
意大利	79.0
德国	69.3
法国	54.9
西班牙	53.1
英国	27.0
欧洲其他国家	191.7
欧洲合计	475.3
巴西	50.0

资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

图 23：2019 年依诺肝素全球竞争格局



资料来源：IMS，申万宏源研究

参考同为肝素原料药转型制剂销售企业海普瑞在欧洲市场的销售情况：海普瑞从 2017 年开始进入海外市场，三年不到时间在目标市场占据 10%份额。健友于 2019 年陆续拿到批件后，开始拓展销售，展望未来，我们预计公司有望在 2-3 年内迅速放量，抢占市场。

表 7：海普瑞和健友在全球依诺肝素市场布局对比（截至 2020 年 7 月 31 日）

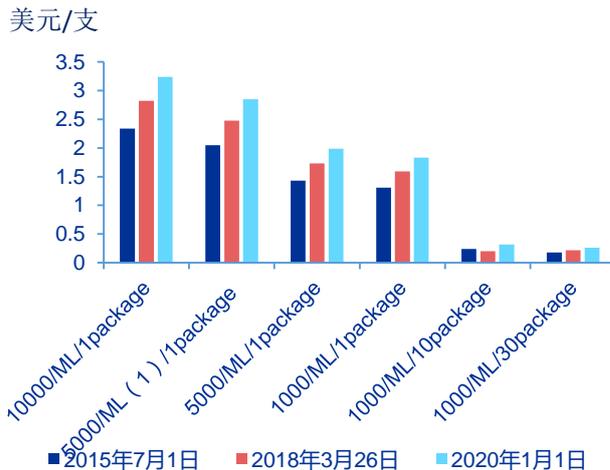
上市公司	已获批地区	2019 年目标市场合计市场规模	2019 年公司市占率	2014 年竞争格局	2019 年竞争格局
健友股份	美国、英国、德国、西班牙、巴西、瑞典	16.73 亿美金	-		
海普瑞	澳大利亚、芬兰、意大利、约旦、德国、西班牙、英国	13.1 亿美金	10%		

资料来源：IMS，申万宏源研究

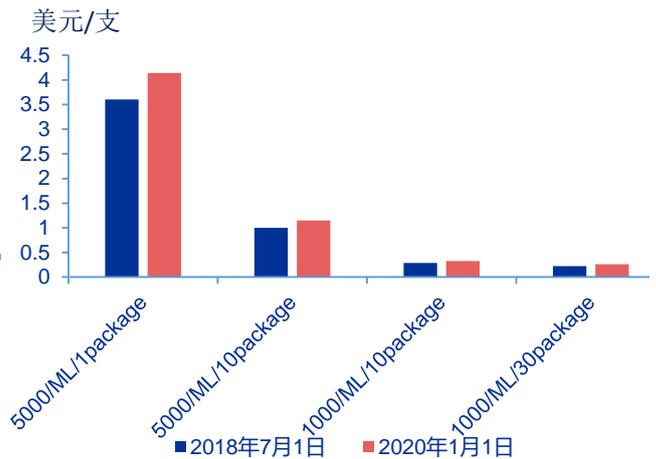
由于肝素原料药价格大幅上涨，驱动了国内标准肝素和美国标准肝素注射剂终端价格上涨。

2020 年 1 月开始，辉瑞多个产品提价，其中肝素制剂全线产品提价 15%，包括 PFIZER US PHARM 及旗下 PFIZER/HOSPIRA 的肝素制剂产品。辉瑞指出，主要原因之一就是肝素原料成本上涨 50%。如下图所示，辉瑞多个标准肝素制剂均提价。

根据 Bloomberg 2019 年 12 月最新信息 赛诺菲多个规格的依诺肝素注射液 (100 mg/ 1 mL, 3 mL multiple dose vial, 1 count ; 120 mg/ 0.8 mL, 0.8 mL graduated prefilled syringe, 10 count) 出现供应问题, 我们判断, 其中部分原因为原料药价格大幅上涨且供应紧张所致, 与此同时, 2018 年中期开始, 山德士也由于原料供应问题, 开始终止对美国市场依诺肝素制剂的供应, 在这样的背景下, 我们认为, 一方面, 欧洲和美国的依诺肝素制剂大概率仍有提价机会, 另一方面, 美国市场依诺肝素供应紧缺恰好为健友股份肝素制剂出口带来历史性机遇。

图 24 : HOSPIRA 标准肝素制剂价格对比


资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

图 25 : PFIZER 标准肝素制剂价格对比


资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

2.3.4 肝素制剂出口有望快速放量, 打开长期利润空间

依托于肝素粗品+原料药的布局, 公司在制剂开拓上占据一定优势, 2020 年可以说是公司肝素制剂出口兑现元年。展望未来, 通过对全球标准肝素和依诺肝素两大主要产品的市场进行预测, 公司有望在全球肝素制剂市场实现近百亿制剂收入, 长期利润空间在 2 亿美金左右。为公司中长期发展带来充裕现金流。

表 8 : 健友股份肝素制剂长期利润空间展望

	产品	总体市场 规模 (亿美元)	目标 份额 E	峰值收入预测 E (亿美元)	峰值利润预测 E (亿美元)
美国	标准肝素	3.8	20%	0.76	0.15
	依诺肝素	5.8	30%	1.74	0.35
欧洲	依诺肝素	18	20%	3.6	0.72
巴西	依诺肝素	1.8	50%	0.9	0.18
中国	依诺肝素/达肝素/那曲肝素	13.5	20%	2.7	0.54
其他地区		7	10%	0.7	0.14

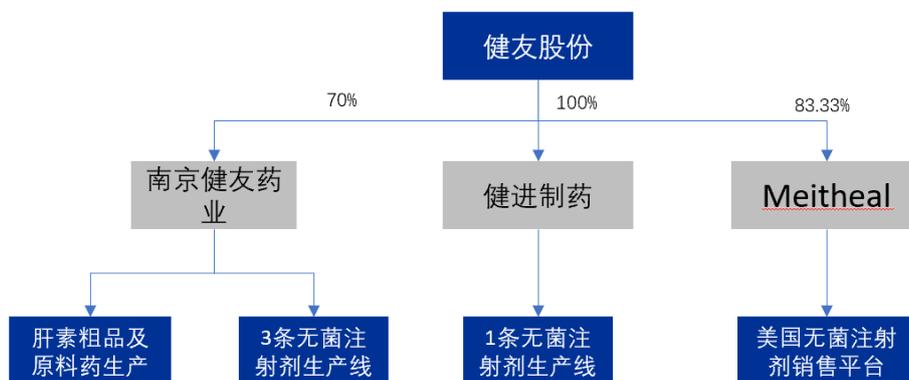
资料来源: IMS, 申万宏源研究

3. 稀缺注射剂出口标的，国内外申报同步开花

3.1 收购 Meitheal 搭建销售平台

2019年8月，健友股份全资子公司香港健友实业通过现金及无形资产增资与债转股的方式获得 Meitheal Pharmaceuticals, Inc. 新发行股份，并与 Meitheal 及其现有股东 LYFE Charles Limited 和 Thomas Shea 签订股东协议。香港健友所持对 Meitheal 的 2300 万美元债权将转换为 Meitheal 普通股，同时香港健友以作价 5600 万美元的无形资产（包括 32 项已批准、已申报或待申报的美国仿制药申请 ANDA 注册批件相关文件及对应的全部相关法律权利，另 2 项产品美国市场独家销售权）和 1600 万美元的现金对 Meitheal 进行增资，交易完成后，香港健友将持有 Meitheal 83.33% 的股权，Meitheal 将成为香港健友的控股子公司。

图 26：健友股份生产销售平台架构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

根据项目投建及获批进度，我们预计成都健进的第 2 条生产线有望于将 2020 年下半年或 2021 年上半年通过美国 FDA 认证，届时，公司将拥有 5 条通过 FDA 认证的生产线。

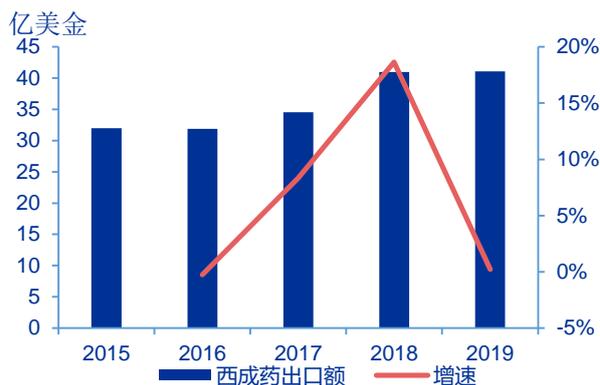
此外，公司还有南京的第 4 条生产线和成都的第 3 条生产线在建设中，投入使用后，公司将拥有 7 条通过 FDA 认证的生产线。随着公司注射剂生产线产能的持续增长，将确保公司无菌注射剂在出口和内销方面持续保持快速增长。

3.2 为国内稀缺的注射剂出口标的

近十年我国制剂出口步伐加快，国内制剂企业抓住了全球药品外包生产和外购市场需求不断扩大的机遇，积极扩大国际市场份额。

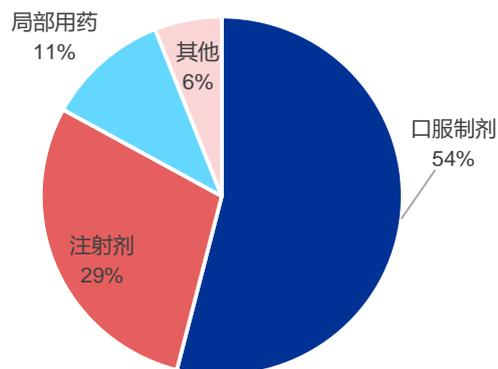
2019 年我国制剂出口 41 亿美金，合计 288 个自有品牌制剂在海外上市，从剂型分类来看，以口服制剂为主，注射剂剂型批件 85 个，占比仅 29%。

图 27：我国制剂出口规模及增速



资料来源：中国进出口商会，申万宏源研究

图 28：2019 年制剂出口按剂型分类

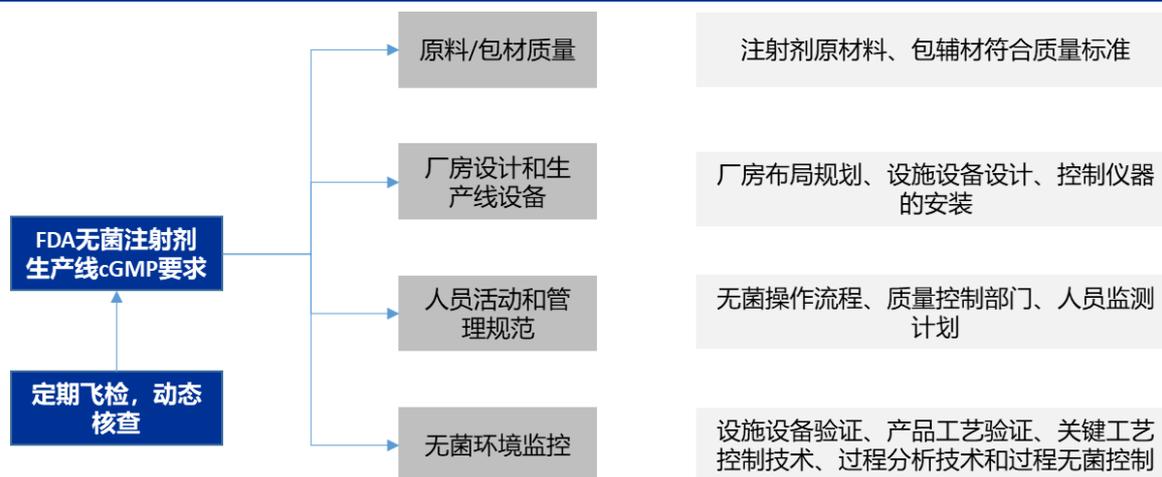


资料来源：中国进出口商会，申万宏源研究

健友注射剂 ANDA 目标市场主要为美国，由于 FDA 一直以来对于无菌注射剂的研发和生产持高压态势（cGMP 对于无菌注射剂的研发生产有极为严格要求），美国注射剂市场一直呈现三大特点：准入门槛高、常年短缺以及市场集中度高，这也导致了注射剂出口标的的稀缺性：

准入门槛高：相比于口服制剂，FDA 对无菌注射剂产品在研发、制造、处方工艺、包装和储存运输等方面要求更为严格，建设符合 FDA 标准的无菌注射剂生产体系极为困难，因此导致美国市场的仿制药注射剂拥有良好的竞争格局和盈利能力，即使是全球范围内顶尖的无菌注射剂生产企业（如 Hospira、Fresenius Kabi、Baxter、Teva、Mylan 等）依然会在 FDA 的检查面前暴露出各种问题，收到警告信（Warning Letter）以及关闭通知（Close out Letter），导致注射剂产能受限。

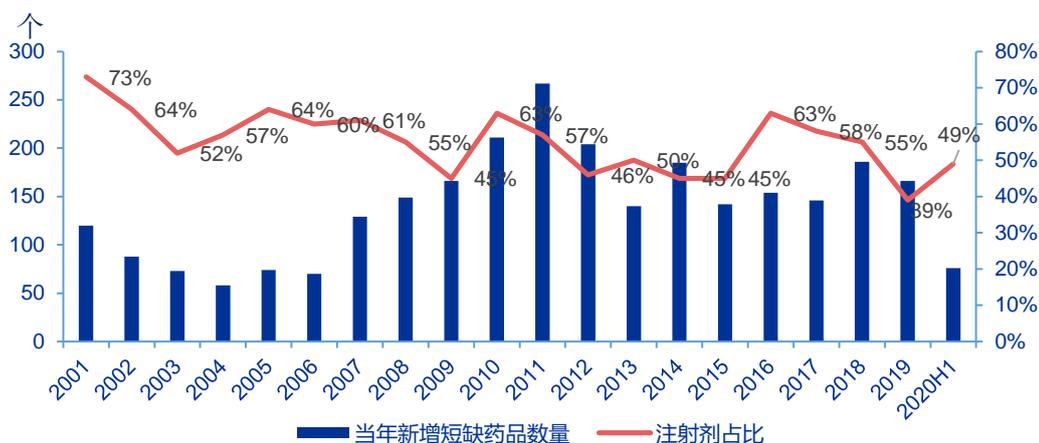
图 29：美国无菌注射剂生产线高准入门槛



资料来源：公司公告，申万宏源研究

常年短缺：FDA 由于对无菌生产线研发和生产流程的标准极其严苛，相比口服固体剂，注射剂更难以实现连续生产，使得美国很多注射剂品种一直处于短缺状态。根据 AHSP 统计，2001-2019 年，美国新增药品短缺品种数量中，注射剂占比一直居高状态，基本都在一半及以上水平。

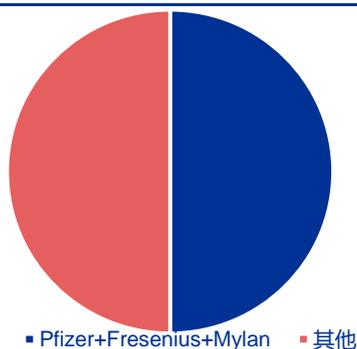
图 30 : 美国新增药品短缺数量



资料来源：ASHP，申万宏源研究

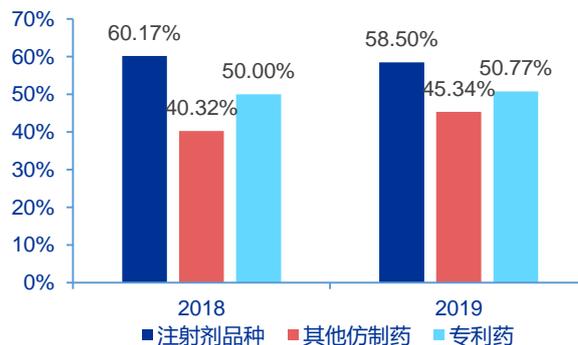
市场集中度高：FDA 对注射剂的高标准强监管，导致大大小小的注射剂生产商频频受到警告，产能严重受限，再加上产能切换、市场供求关系等原因，造成注射剂短期现象突出，合规注射剂产能全球稀缺，使得美国注射剂市场集中度较高；同时由于目前合规生产的注射剂品种维持的较好的竞争优势，注射剂品种享受更高的溢价和盈利水平。

图 31 : 美国注射剂市场竞争格局



资料来源：中国进出口商会，申万宏源研究

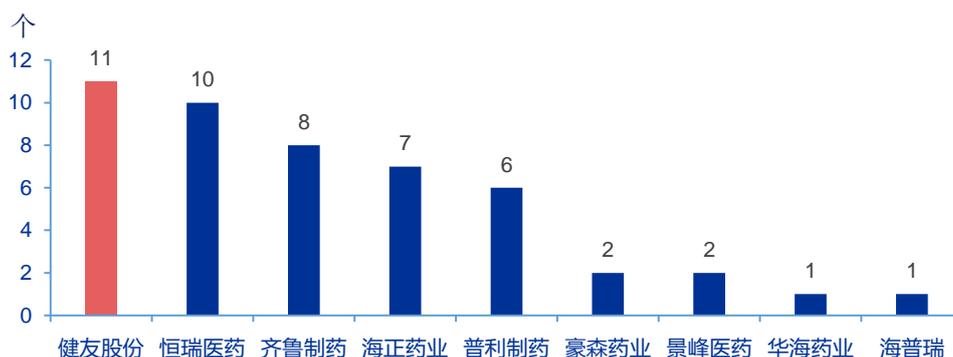
图 32 : HIKMA 注射剂与非注射剂品种利润率对比



资料来源：HIKMA 年报，申万宏源研究

健友为稀缺的国内注射剂出口标的：由于 FDA 对注射剂产品的研发和生产有着极为严苛的标准，国内能够顺利获批并稳定出口的注射剂仿制药品种很少，远少于口服固体制剂。从目前获批的产品数量来看，健友为当之无愧的注射剂出口的龙头企业之一。

图 33 : 国内获批 FDA 注射剂披件数企业对比 (截至 2020 年 7 月 30 日)



资料来源：FDA，申万宏源研究

3.3 注射剂出口步入收获期，反哺国内双开花

截至 2020 年 6 月 30 日，除肝素制剂以外品种，健友股份在国际市场获批注册批件超过 10 多个，包括卡铂注射液、苯磺顺阿曲库铵注射液、氟维司群注射液、盐酸去氧肾上腺素注射液、度骨化醇注射液、米力农注射液等产品在美国的获批。公司注射剂出口品种围绕心脑血管、抗肿瘤、手术辅助用药等几个细分领域，并不断丰富产品线，积极拓展海外市场，快速切入无菌制剂全球市场。

通过现有品种在美国市场的销售，公司建立了完整的美国市场销售渠道和运营经验，未来随着在申报和在研品种在美国不断上市，美国无菌注射液销售将成为公司业务的重要增长点。

表 9：健友股份注射剂出口品种布局情况

	品种	2019 年美国销售额（百万美金）
已有 ANDA	卡铂、阿曲库铵、博来霉素、阿糖胞苷、顺阿曲库铵、度骨化醇、苯达莫司汀、米力农、硼替佐米、左亚叶酸钙、氟维司群、盐酸去氧肾上腺素	2065.97
部分研发/申报中 ANDA	瑞加德松、卡莫司汀、磺达肝癸钠、阿扎胞苷、伊利替康、奥沙利铂、多西他赛、卡铂芬净、帕立骨化醇等等	2370.57

资料来源：IMS，BLOOMBERG，申万宏源研究

从目前已获批品种规模来看，已获批品种 2019 年美国终端销售额 20 多亿美金，后续还有数十药品在研发中。展望未来，肝素以外注射剂品种长期利润空间远大，若以 100 亿终端预期，市占率 10%，20%净利率水平粗略估算，肝素以外注射剂品种有望达到 2 亿美金净利润。

除注射剂出口美国销售外，健友也在布局中美共线品种转报国内，享受政策红利：随着国内注射剂一致性评价的文件落地，注射剂也快面临集采。公司苯磺顺阿曲库铵、米力农等注射剂符合海内外共线生产而优先审评，随着后续更多品种美国获得 ANDA，转报反哺国内，有望领跑注射剂一致性评价。

4. 首次覆盖给予“买入”评级

4.1 关键假设及盈利预测

健友股份业务主要可分为三大部分：肝素原料药、肝素制剂以及非肝素制剂出口。随着制剂出口兑现，公司业绩增长驱动力从原料药量价齐升转变为制剂出口兑现，顺利实现从原料药转型制剂。长远来看，从上文原料药、肝素制剂以及非肝素制剂出口三大部分分析，肝素原料药未来有望保持目前体量，肝素制剂长期国内外有望贡献 15 亿元以上利润，非肝素注射剂出口长期有望实现 2 亿美金利润。综合来看，公司长期利润空间在 30 亿以上。

关键假设点：

(1) **肝素原料药**：2020 年受疫情影响，肝素原料药销量有一定程度下滑，全年平均成交价格保持 10% 左右增长；2021-2022 年销量恢复 5% 增幅，平均成交价逐步下滑，2022 年原料药价格预计略有下滑至 3.7 万/亿单位（参考 2019 年）。

(2) **制剂**：国内肝素制剂销量有望从 2019 年的 1805 万支增长至 2022 年的 3400 多万支；国外肝素制剂从 2019 年开始逐步销售，预计到 2022 年有望销量达 6200 万支；非肝素制剂出口 2020-2022 年预计销售额分别为 0.5、1.5、2.8 亿元。

表 10：盈利预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	5.82	11.13	17.00	24.70	33.14	41.87	50.88
(+/-%)		91.2%	52.7%	45.3%	34.2%	26.3%	21.5%
营业成本（亿元）	3.37	5.97	8.59	12.04	14.25	16.57	18.66
毛利率	42.08%	46.36%	49.47%	51.26%	57.00%	60.43%	63.33%
原料药							
营业收入（亿元）	4.71	9.18	11.84	15.23	14.65	14.61	14.78
(+/-%)		94.88%	28.98%	28.63%	-3.82%	-0.26%	1.16%
占销售收入比重	80.94%	82.48%	69.65%	61.66%	44.20%	34.89%	29.05%
营业成本（亿元）	2.79	4.99	7.04	8.88	8.56	9.25	8.99
毛利率	40.77%	45.69%	40.52%	41.68%	41.54%	36.71%	39.17%
制剂							
营业收入（亿元）	0.37	1.10	3.99	7.58	16.06	24.14	32.10
(+/-%)		197.58%	262.73%	89.97%	111.87%	50.31%	32.97%
占销售收入比重	6.35%	9.88%	23.47%	30.69%	48.46%	57.65%	63.09%
营业成本（亿元）	0.22	0.35	0.93	2.09	4.55	6.12	8.13
毛利率	40.00%	68.47%	76.72%	72.46%	71.68%	74.66%	74.68%
CDMO 及其他（亿元）	0.74	0.85	1.17	1.89	2.43	3.12	4.00

资料来源：wind，申万宏源研究

4.2 估值

我们用相对估值法对公司进行估值：可比公司 PEG 估值。可比公司选择方面，我们选择了肝素原料药以及制剂出口公司：

(1) 肝素原料药行业，选取国内肝素行业四家上市公司为可比公司：海普瑞 (002399.SZ, 未评级)、东诚药业 (002675.SZ, 未评级)、干红制药 (002550.SZ, 未评级) 和常山药业 (300255.SZ, 未评级) 为可比公司；

(2) 制剂出口行业，目前国内制剂出口公司较少，从图 33 可知，国内制剂出口以恒瑞医药、海正药业和普利制药为主，考虑到海正药业和恒瑞医药市值中制剂出口部分占比较少，可比公司选取普利制药 (300630.SZ, 未评级) 为可比公司。

表 11：可比公司 PEG 对比 (股价为 2020/9/28 日收盘价，业绩均为 Wind 一致预测数据)

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE				20-22CAGR	PEG(2021)
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E		
002399	海普瑞	327.21	1,059.36	1,021.12	1,268.58	1,565.04	31	32	26	21	13.89%	1.9
002675	东诚药业	171.35	154.71	444.46	574.72	718.90	111	39	30	24	66.87%	0.4
002550	干红制药	58.23	262.50	291.00	342.00	403.00	22	20	17	14	15.36%	1.1
300255	常山药业	62.46	225.29	294.00	371.00	480.00	28	21	17	13	28.68%	0.6
300630	普利制药	175.76	301.15	487.60	722.74	1,014.66	58	36	24	17	49.92%	0.5
均值							50	30	23	18	34.94%	0.9

资料来源：wind，申万宏源研究

可比公司平均 CAGR=34.94%，平均 PEG 为 0.9。我们预计公司 2020、2021、2022 年归母净利润分别为 8.53、11.47、15.31 亿元，同比分别增长 41.1%、34.4%、33.5%，2020-2022 年三年 CAGR=36.27%。根据我们前文分析，公司一体化布局竞争能力高于可比公司，近几年在原料药市场市占率提升高于可比公司，获得的美国 AND 注射剂批件也多于可比公司。随之带来的公司注射剂出口兑现、利润空间高于可比公司，一体化布局铸就了超高竞争壁垒。

参考公司上市以来的 P/E 估值中位值 43.68 倍，我们给予 2021 年 44 倍估值 (对应 2021 年 PEG 为 1.2)，目标市值 504 亿，相比 2020 年 9 月 28 日总市值 405 亿元，还有 24.4% 的空间，给予“买入”评级。

图 34：健友股份上市以来的 P/E Band



资料来源：wind，申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,700	2,470	3,314	4,187	5,088
营业收入	1,700	2,470	3,314	4,187	5,088
原料药	1,184	1,523	1,465	1,461	1,478
制剂	399	758	1,606	2,414	3,210
CDMO 及其他	117	189	243	312	401
营业总成本	1,249	1,810	2,376	2,915	3,377
营业成本	859	1,204	1,425	1,657	1,866
原料药	704	888	856	925	899
制剂	93	209	455	612	813
CDMO 及其他	62	107	114	120	155
税金及附加	4	4	8	9	11
销售费用	248	358	612	854	1,041
管理费用	37	61	80	96	112
研发费用	101	166	217	268	334
财务费用	0	16	34	30	14
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	11	11	11	11
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	-3	-2	-1	-4
资产减值损失	1	0	11	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	460	668	958	1,282	1,718
营业外收支	7	13	0	0	0
利润总额	468	680	958	1,282	1,718
所得税	43	74	103	133	184
净利润	425	606	855	1,149	1,534
少数股东损益	0	1	2	2	3
归母净利润	425	605	853	1,147	1,531

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

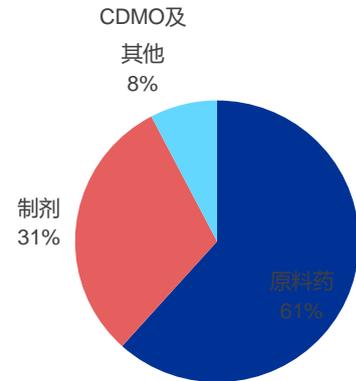
百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	425	606	855	1,149	1,534
加：折旧摊销减值	38	42	85	96	104
财务费用	6	18	34	30	14
非经营损失	-9	-19	-11	-11	-11
营运资本变动	-400	-1,494	-576	303	71
其它	4	5	0	0	0
经营活动现金流	62	-841	387	1,568	1,711
资本开支	83	115	165	174	165
其它投资现金流	287	-39	-54	11	11
投资活动现金流	204	-154	-219	-163	-155
吸收投资	20	6	0	0	0
负债净变化	-3	1,048	348	84	-300
支付股利、利息	73	101	34	30	14
其它融资现金流	0	-2	0	0	0
融资活动现金流	-56	951	313	54	-314
净现金流	218	-39	482	1,458	1,243

资料来源：wind，申万宏源研究

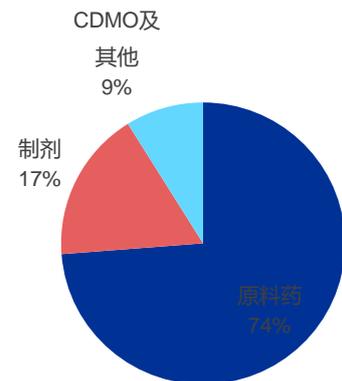
合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,838	4,289	5,568	6,893	8,118

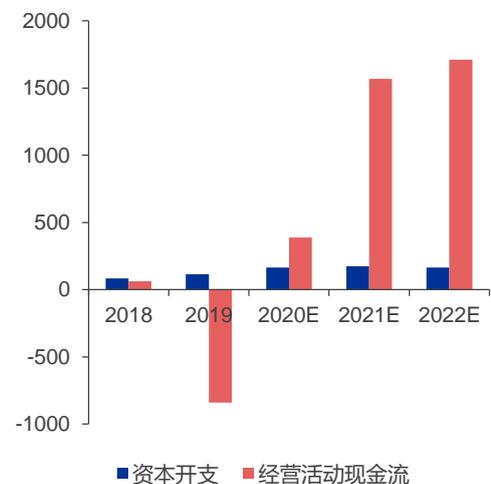
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



现金及等价物	435	421	967	2,426	3,668
应收款项	307	524	627	697	879
存货净额	1,952	3,274	3,903	3,700	3,500
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	144	70	70	70	70
长期投资	4	1	1	1	1
固定资产	471	482	526	570	598
无形资产及其他资产	89	307	334	369	406
资产总计	3,402	5,078	6,429	7,833	9,123
流动负债	947	2,033	2,529	2,784	2,540
短期借款	320	1,368	1,716	1,800	1,500
应付款项	576	586	734	905	961
其它流动负债	52	79	79	79	79
非流动负债	34	41	41	41	41
负债合计	981	2,074	2,570	2,825	2,581
股本	552	718	934	934	934
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	492	340	124	124	124
其他综合收益	4	9	9	9	9
盈余公积	131	181	250	344	469
未分配利润	1,241	1,714	2,497	3,550	4,956
少数股东权益	0	38	39	42	45
股东权益	2,421	3,004	3,859	5,008	6,542
负债和股东权益合计	3,402	5,078	6,429	7,833	9,123

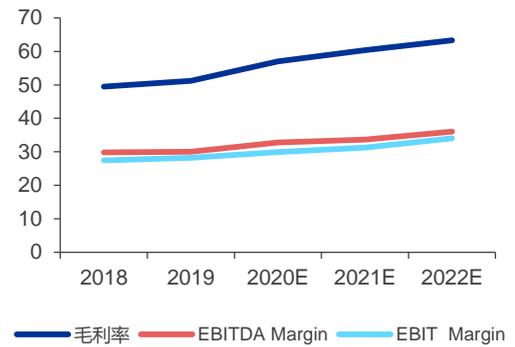
资料来源：wind，申万宏源研究

重要财务指标

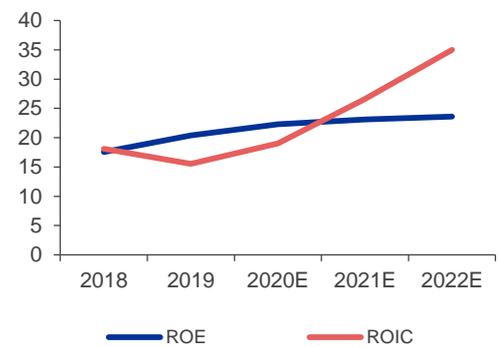
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.45	0.65	0.91	1.23	1.64
每股经营现金流	0.07	-0.90	0.41	1.68	1.83
每股红利	0.09	0.23	-	-	-
每股净资产	2.59	3.18	4.09	5.31	6.95
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	18.1	15.5	19.0	26.6	35.0
ROE	17.5	20.4	22.3	23.1	23.6
毛利率	49.5	51.2	57.0	60.4	63.3
EBITDA Margin	29.9	30.0	32.8	33.6	36.0
EBIT Margin	27.5	28.2	29.9	31.3	34.0
营业总收入同比增长	52.8	45.3	34.2	26.3	21.5
归母净利润同比增长	35.1	42.5	41.1	34.4	33.5
资产负债率	28.8	40.9	40.0	36.1	28.3
净资产周转率	0.70	0.83	0.87	0.84	0.78
总资产周转率	0.50	0.49	0.52	0.53	0.56
有效税率	9.4	11.1	10.8	10.4	10.8
股息率	0.2	0.5	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	95.7	67.2	47.6	35.5	26.6
P/B	16.8	13.7	10.6	8.2	6.3
EV/Sale	23.9	16.9	12.5	9.6	7.6
EV/EBITDA	79.9	56.2	38.2	28.5	21.0
股本	552	718	934	934	934

资料来源：wind，申万宏源研究

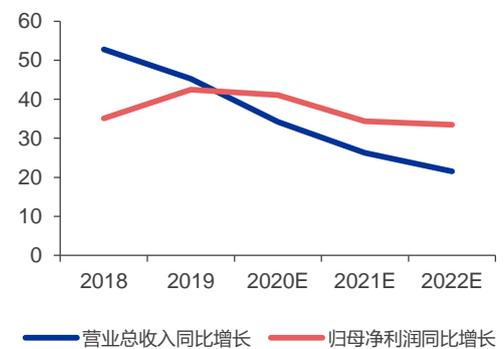
经营利润率(%)



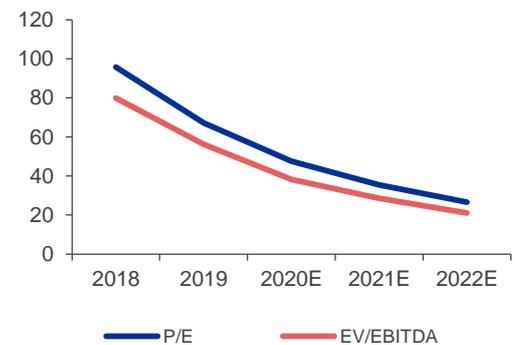
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。