

立足中美放眼全球，高端制剂出海收获在即

2025 年 03 月 19 日

► **公司概况：转型高端制剂，开拓全球市场，收获期加速成长。**健友股份是全球最大的肝素原料药和制剂供应商之一，有超过 80 个制剂品种在 60 多个国家和地区开展业务。公司持续加大研发投入，向高端制剂方向转型，制剂业务销售额及营收占比呈上升趋势，2023 年占比已超七成，体现了公司从传统原料药供应商到国际无菌注射剂企业的成功转变。公司在美国拥有成熟的研发、质量、注册、销售团队，拥有 ANDA 批件数量位居国内同类公司首位，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。同时，公司持续推进 20 多个国家市场的产品注册与销售拓展工作，为参与全球药品市场竞争奠定基础。

► **制剂业务：立足中美，放眼全球。**公司以注射剂为核心剂型，持续推进经营业务发展。公司多个品种先后在国家集采中中标，集采增量推动其国内制剂销量保持增长。在美国，公司通过收购 Meitheal 建立了美国医药制剂营销本部，产品管线已基本完成了市场主力产品的覆盖，2023 年美国子公司实现销售收入 16.30 亿元，成为在美进行高端制剂自主销售规模最大的中国药企之一。同时公司与国内优秀企业在白蛋白紫杉醇、胰岛素类似物等多个产品上合作，争取在生物药类似物和复杂制剂领域获得突破，进一步验证制剂出海逻辑。在中美市场之外，公司还在欧洲市场及全球其他市场不断拓展业务，扩大市场范围。

► **肝素原料药：温和复苏，存货减值影响企稳。**公司肝素原料药业务营收在近几年呈现逐年下降趋势，对业绩影响逐渐减弱。公司近年来肝素原料药产量保持稳定，与国内主要肝素原料药厂商的产销量及库存量整体趋势一致，公司市场份额基本稳定。2023 年 Q4，由于肝素价格下降，公司计提存货跌价准备 12.4 亿元，导致当年归母净利润减少 10.53 亿元。2024 年全球肝素行业温和复苏，公司原材料平均采购单价明显降低，拟转回存货跌价准备 1.6 亿元至 2.4 亿元，预计将增加归母净利润 1.36-2.04 亿元，存货减值影响企稳。

► **投资建议：**公司转型高端制剂，制剂业务占比及海外业务占比持续提升，预计海外制剂业务增长将拉动公司整体业绩增长，预计公司 2024-2026 年的营收分别为 42.39 亿元、55.74 亿元、71.90 亿元，归母净利润分别为 9.46 亿元、11.58 亿元、16.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.59 元、0.72 元、1.00 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**海外法律及监管政策风险，市场竞争加剧风险，集采风险，原材料价格波动风险，汇率波动风险等。

推荐

首次评级

当前价格：

14.15 元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 王维肖

执业证书：S0100523100004

邮箱：wangweixiao@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,931	4,239	5,574	7,190
增长率 (%)	5.9	7.8	31.5	29.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	-189	946	1,158	1,618
增长率 (%)	-117.4	599.5	22.3	39.8
每股收益 (元)	-0.12	0.59	0.72	1.00
PE	/	24	20	14
PB	3.9	3.5	3.0	2.5

资料来源：Ifind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 3 月 18 日收盘价)

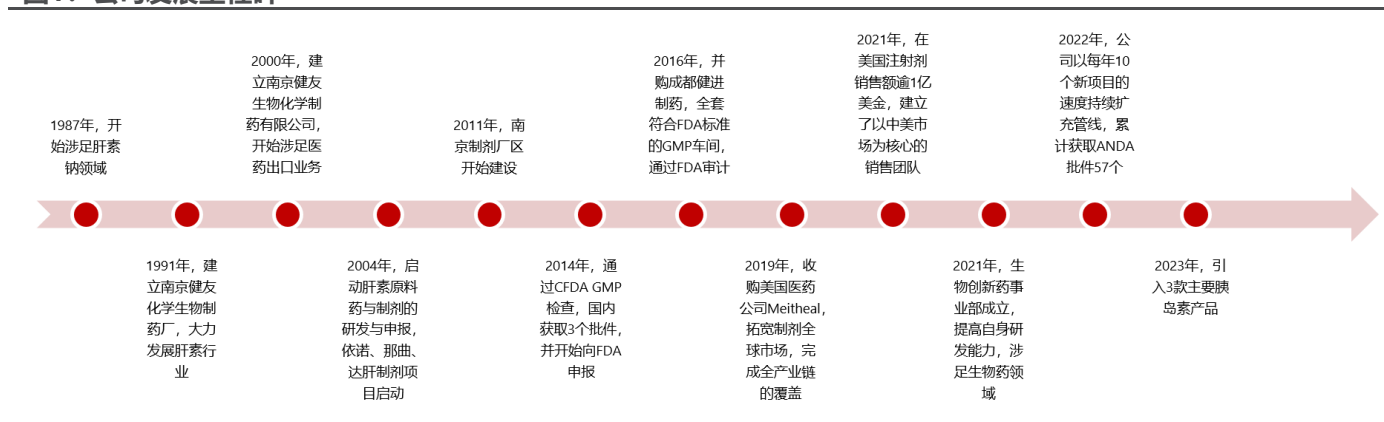
目录

1 公司概况：从肝素原料药转型高端注射制剂	3
2 制剂业务：立足中美，放眼全球	7
2.1 制剂业务是公司营收和利润的主要来源	7
2.2 国内制剂：坚定集采步伐，拓展国内市场	8
2.3 制剂出海：全球化布局，构建市场优势	10
3 肝素原料药：温和复苏，存货减值影响企稳	16
3.1 肝素原料药业务收缩，影响降低	16
3.2 国内肝素原料药市场格局稳定	17
3.3 行业温和复苏，存货减值影响企稳	18
4 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 估值分析	20
4.3 投资建议	21
5 风险提示	22
插图目录	24
表格目录	24

1 公司概况：从肝素原料药转型高端注射制剂

肝素原料药起家，成功转型高端注射剂。南京健友生化制药股份有限公司是一家集药品研发、生产及销售为一体的医药集团企业。公司致力于建设国际一流的生物制药公司，打造一体化的制剂国际化平台，成为国内企业进军国际市场的桥头堡。公司是全球最大肝素类原料药和制剂供应商之一，在全球市场有超过 80 个制剂品种在 60 多个国家和地区开展业务。健友在美国拥有成熟的研发、质量、注册、销售团队，并以每年十几个 ANDA 批件的速度，已经成长为美国最主要的高端注射剂供应商之一。

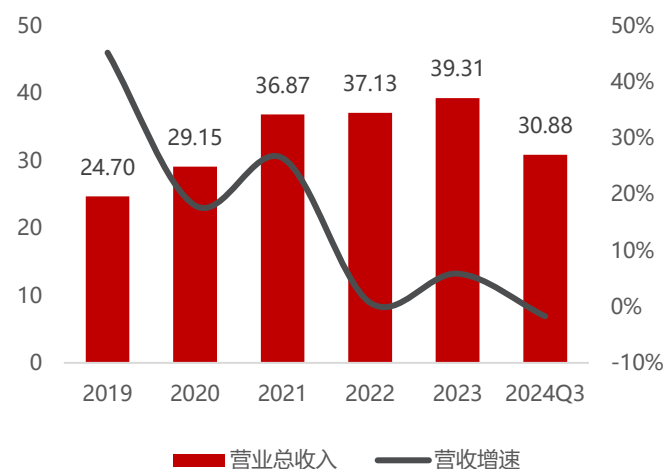
图1：公司发展里程碑



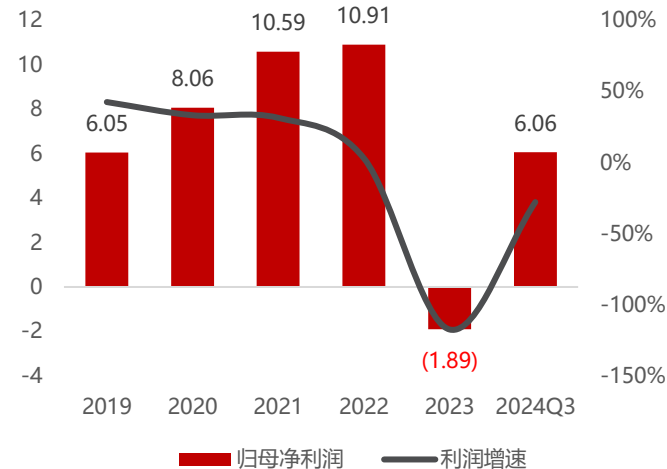
资料来源：公司官网，民生证券研究院

以制剂业务为核心，业绩拐点到来。公司秉承“建设世界一流的生物制药企业”的愿景，在“立足中美，放眼全球”的战略框架下，以注射剂为核心剂型，持续推进经营业务发展。2023 年受到订单价格下滑及存货计提减值的影响，公司实现净利润-1.89 亿元，同比减少 117.37%。2024 年公司预计实现归母净利润 8.0 亿元至 10.5 亿元，实现业绩扭亏。

肝素行业复苏，存货减值影响出清。在 2023 年前三季度公司肝素原料药业务总体保持稳定，但第四季度以来，经营环境的变化对公司肝素产品销售价格带来了不利影响，部分销售订单的结算价格低于单位结存成本，使得本公司存货中的部分肝素产品在 2023 年第四季度出现减值迹象，经过评估 2024 年在手订单及结合市场预测，2023 年公司计提存货跌价准备人民币 12.44 亿元，导致当年公司归母净利润减少 10.53 亿元。2024 年，全球肝素行业呈现温和复苏态势，公司原材料平均采购单价与上年度相比明显降低，使得存货成本降低，根据业绩预告，2024 年度公司拟转回存货跌价准备 1.6 亿元到 2.4 亿万元，预计导致归属于上市公司股东的净利润增加 1.36 亿元到 2.04 亿元。

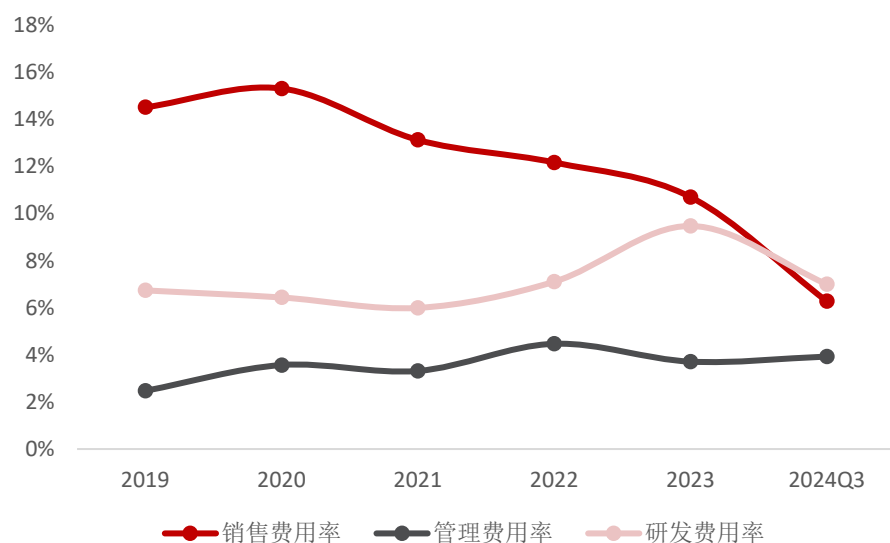
图2：公司营业总收入（亿元）及增速


资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：公司归母净利润（亿元）及增速


资料来源：iFind，民生证券研究院

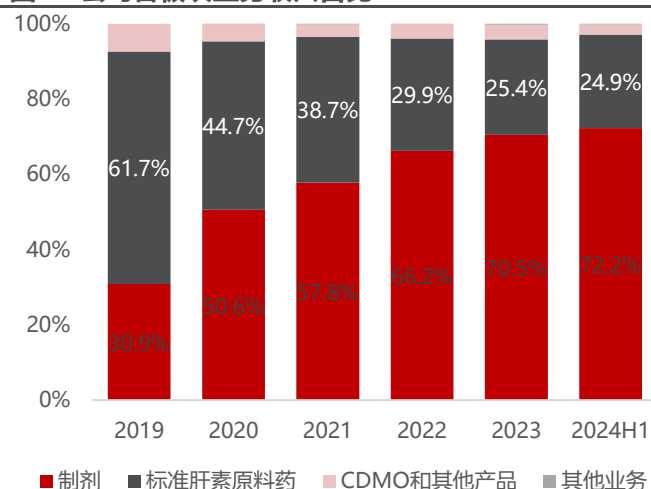
公司持续加大研发投入，坚定创新转型之路。2023 年公司研发投入为 5.91 亿元，占营收比例达到 15.02%，较 2022 年同比增加 89.53%；其中，资本化研发投入 2.18 亿元，费用化研发投入 3.72 亿元，研发费用率达到 9.47%，呈上升趋势。2024 年前三季度，公司研发费用率为 7.00%，同比继续提升 0.23pp。同时，公司的销售费用率持续改善，从 2020 年的 15.31%下降至 2023 年的 10.70%，2024 年上半年，公司销售费用为 1.43 亿元，较 23 年上半年的 2.62 亿元下降 45%，主要原因为销售推广费用（包含为市场推广发生的业务招待费、会务费、咨询服务费、办公费、通讯费等）下降，销售费用率下降至 6.66%，同比下降 4.69pp。2024 年前三季度，公司销售费用率继续下降至 6.27%，同比下降 3.55pp。

图4：公司主要费用率


资料来源：iFind，民生证券研究院

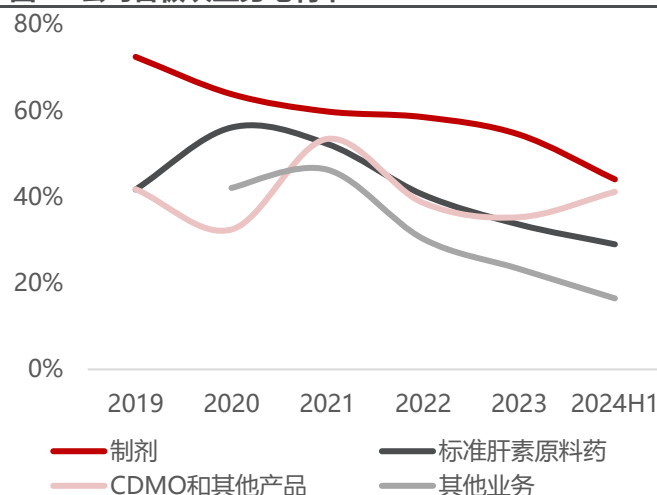
坚定向高毛利制剂业务转型。分业务板块来看，公司制剂业务毛利率相对较高，持续高于标准肝素原料药、CDMO 和其它业务毛利率。公司业务坚定地向高端制剂方向转型，制剂业务销售额继续呈上升趋势，占营业收入比重进一步增加；肝素原料药业务占总营收的比例从 2019 年占超过六成到 2023 年占不到三成，体现了公司从传统原料药供应商到国际无菌注射剂企业的成功转变。2023 年公司制剂业务收入占总营收的 70.50%，原料药业务收入占总营收的 25.37%，其他业务收入占总营收的 4.13%。2024 年上半年公司制剂业务收入占总营收的 72.23%，原料药业务收入占总营收的 24.85%，其他业务收入占总营收的 2.92%。

图5：公司各板块业务收入占比



资料来源：iFind，民生证券研究院

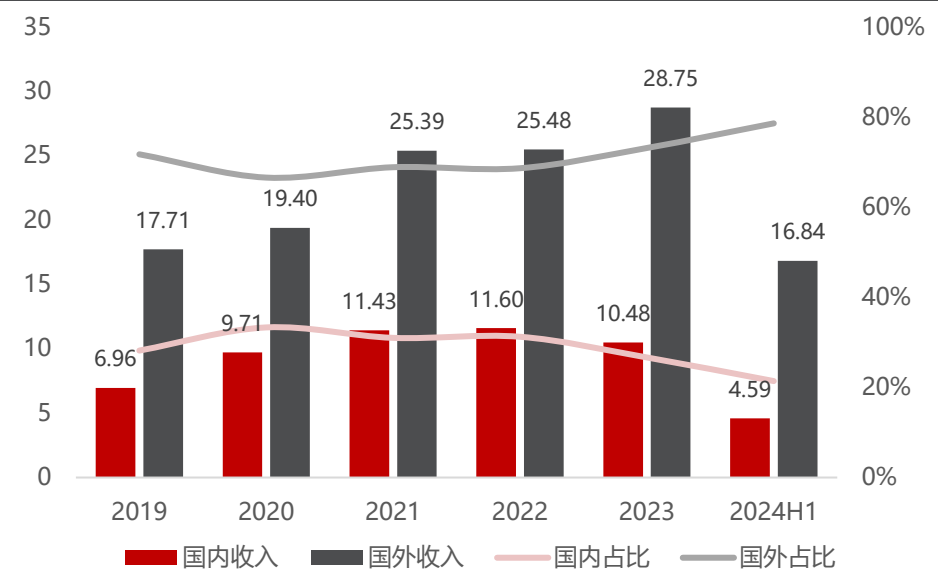
图6：公司各板块业务毛利率



资料来源：iFind，民生证券研究院

海外收入占比已超过 7 成。分地区来看，2023 年，公司国内收入 10.48 亿元，国外收入 28.75 亿元，国外收入占比超过 70%。其中美国子公司销售收入 16.30 亿元，较去年同期增长 37.71%。2024 年上半年，公司国内收入 4.59 亿元，国外收入 16.84 亿元，国外收入占比达到 78.6%。随着公司研发管线的丰富，公司商业化品种不断增加，拥有 ANDA 批件数量位居国内同类公司首位，注射剂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，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，提升了公司在美国市场的整体盈利能力。同时，公司持续推进 20 多个国家市场的产品注册与销售拓展工作，包括南美洲、中北美洲、中亚、西亚、北非等区域市场。这些市场的进一步拓展有望成为公司在中美市场之外的第三发展极，为公司业务进一步拓展并参与全球药品市场竞争奠定基础。

图7：公司国内外收入（亿元）及占比



资料来源：iFind，民生证券研究院

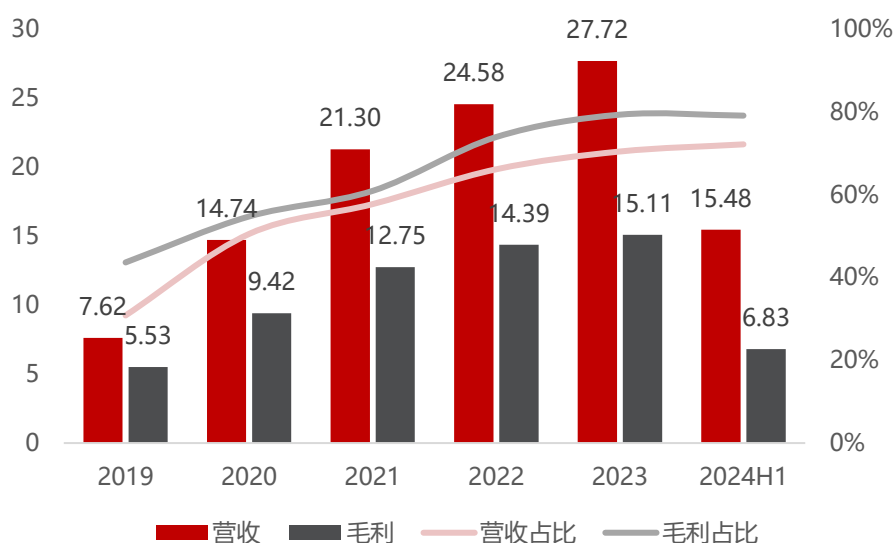
2 制剂业务：立足中美，放眼全球

2.1 制剂业务是公司营收和利润的主要来源

公司秉承“建设世界一流的生物制药企业”的愿景，在“立足中美，放眼全球”的战略框架下，以注射剂为核心剂型，持续推进经营业务发展。通过对全球制剂业务的不断探索，公司在注射剂方向上广泛布局、积累了丰富的产品管线，主要包括低分子肝素制剂、抗肿瘤制剂及其他高附加值无菌注射剂。

制剂业务已成为公司营收和利润的主要来源。公司制剂业务持续发展，营业收入从 2019 年的 7.62 亿元增长到 2023 年的 27.72 亿元，占总营收比例从 30.85% 增长至 70.50%；制剂业务的毛利从 2019 年的 5.53 亿元增长到 2023 年的 15.11 亿元，占总毛利比例从 43.68% 增长至 79.41%。制剂业务已成为公司营收和利润的主要来源。2024 年上半年，公司制剂业务占比进一步提升，营收达到 15.48 亿元，占比 72.23%，毛利达到 6.83 亿元，占比 79.18%。预计未来公司制剂业务将继续保持高速增长，占比进一步提升。

图8：公司制剂业务营收（亿元）、毛利（亿元）及其占比



资料来源：iFind，民生证券研究院

2.2 国内制剂：坚定集采步伐，拓展国内市场

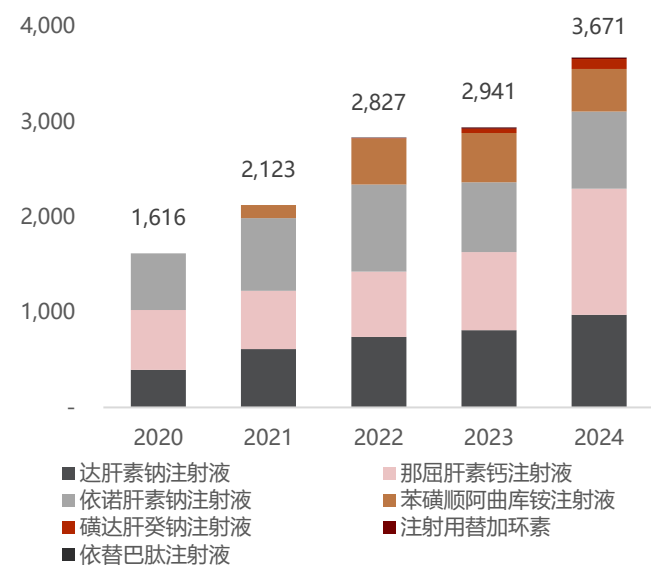
集采增量加持，国内制剂销售量保持增长。在中国，公司主要产品包括达肝素钠注射液、那曲肝素钙注射液、依诺肝素钠注射液、苯磺顺阿曲库铵注射液等。2021 年以来，公司多个品种先后在国家集采中中标，在集采的增量加持下，公司基础肝素制剂产品及其他无菌注射剂产品的市场拓展不断深入，国内制剂销量保持增长，但受集采降价影响，公司国内制剂销售额在 2023 年以来出现下滑趋势。

表1：公司国家集采中标品种信息

国采批次	药品名称	规格	执行时间	2024Q3 销售额 (元)	中选单价 (元)	价格降幅	约定采购额 (元)	约定采购量 (支)
第五批	苯磺顺阿曲库铵注射液	5ml:10mg	2021/9/15	85,208,610	24.18	78%	48,172,225	1,992,234
	磺达肝癸钠注射液	0.5ml:2.5mg	2022/11/1	22,084,416	26.75	44%	9,936,127	371,444
第七批	依替巴肽注射液	10ml:20mg	2022/11/1	1,895,999	87.50	74%	2,110,570	24,121
	注射用替加环素	50mg	2022/11/1	5,658,383	53.80	81%	5,470,034	101,674
第八批	那屈肝素钙注射液	0.4ml:4100IU	2023/7/1	134,107,092	11.68	48%	80,728,385	6,911,677
	依诺肝素钠注射液	0.4ml:4000AXaIU	2023/7/1	78,836,442	12.35	60%	48,863,150	3,956,530
		0.6ml:60mg	2023/7/1	20,152,701	15.93	62%	12,936,141	812,062

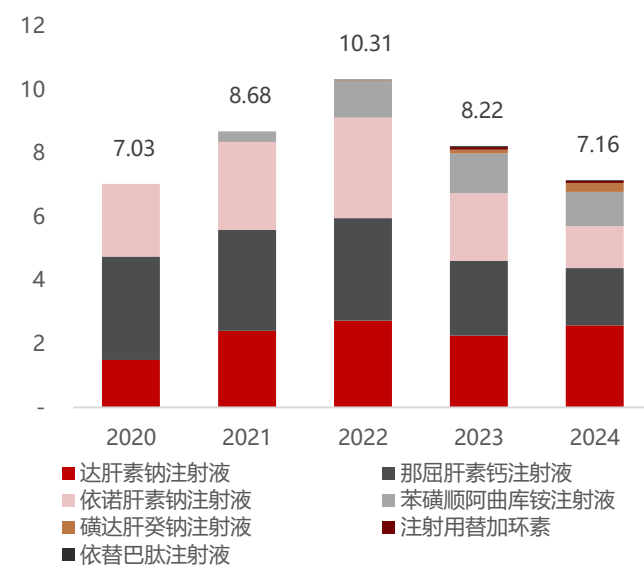
资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图9：公司制剂产品国内样本医院销售量（万支）



资料来源：医药魔方，民生证券研究院

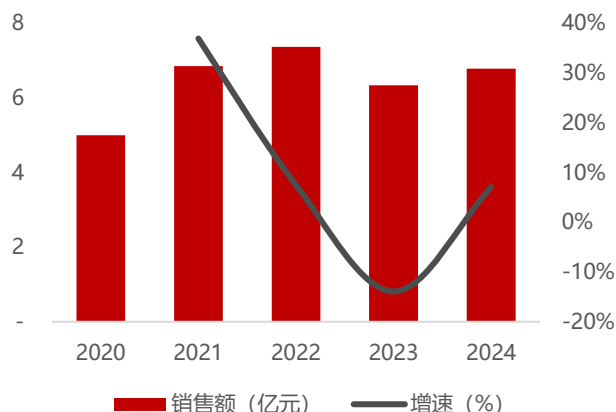
图10：公司制剂产品国内样本医院销售额（亿元）



资料来源：医药魔方，民生证券研究院

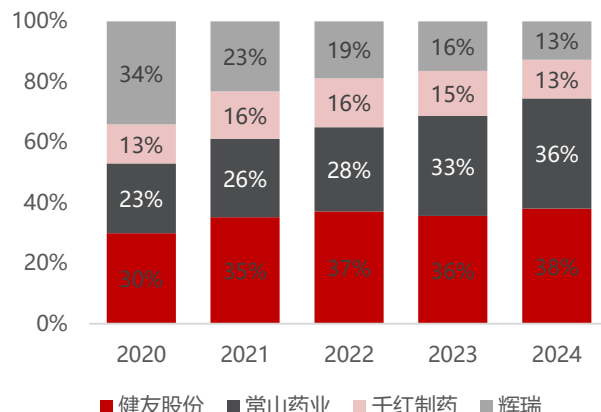
公司四大制剂品种国内市场竞争格局较为稳定。达肝素钠注射液尚未纳入国家集采，目前仅有 4 家企业销售，公司市场份额约为 35%左右。其它三大品种，包括那曲肝素钙注射液、依诺肝素钠注射液、苯磺顺阿曲库铵注射液均已进行国家集采，两项肝素制剂产品集采压力出清，苯磺顺阿曲库铵借助集采实现销售增量。

图11：达肝素钠注射液样本医院销售额



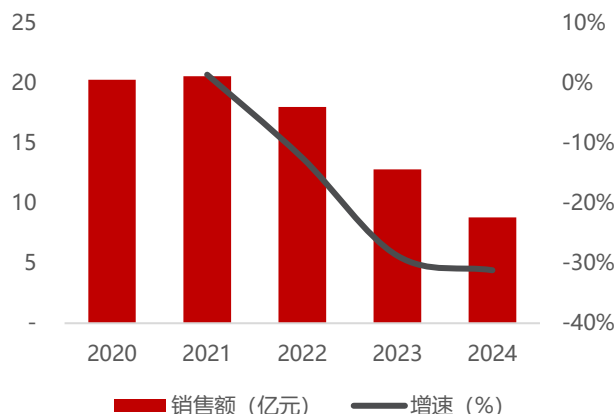
资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图12：达肝素钠注射液样本医院竞争格局



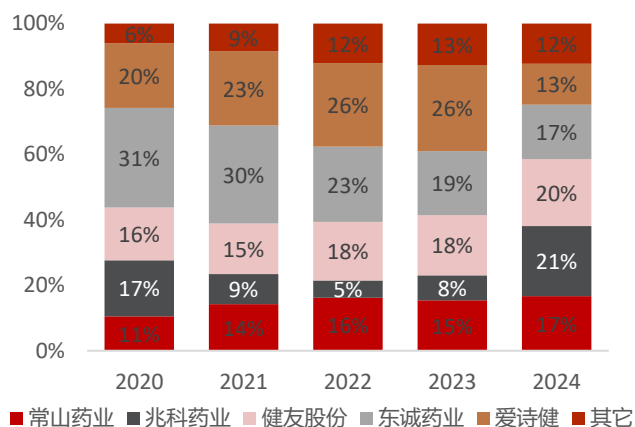
资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图13：那屈肝素钙注射液样本医院销售额



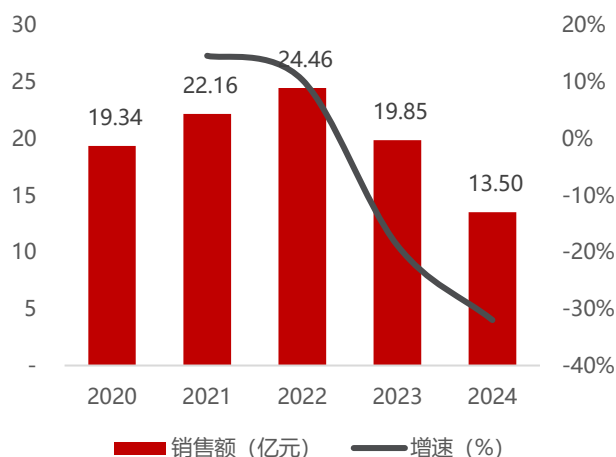
资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图14：那屈肝素钙注射液样本医院竞争格局



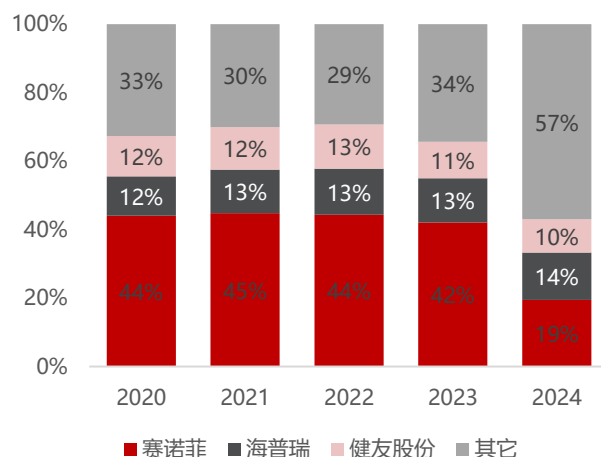
资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图15：依诺肝素钠注射液样本医院销售额



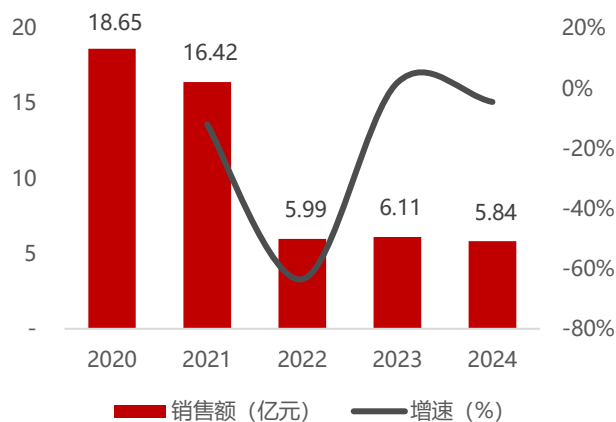
资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图16：依诺肝素钠注射液样本医院竞争格局



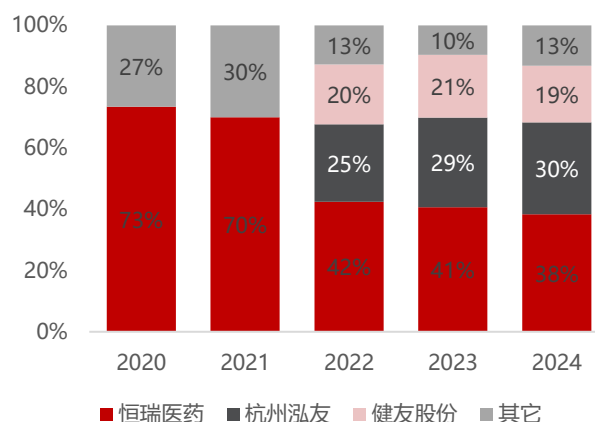
资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图17：苯磺顺阿曲库铵注射液样本医院销售额



资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图18：苯磺顺阿曲库铵注射液样本医院竞争格局



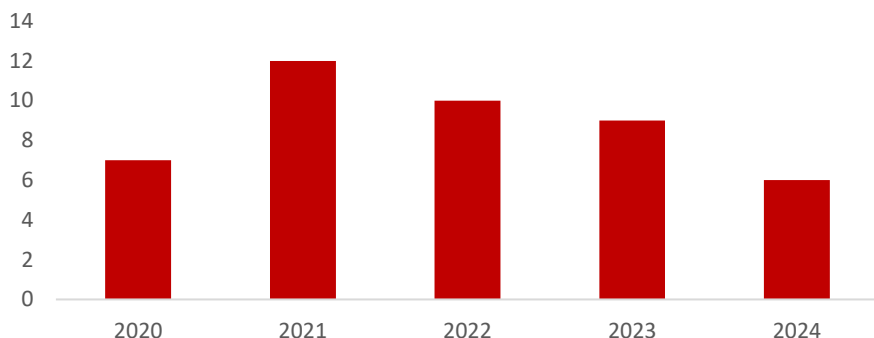
资料来源：医药魔方，民生证券研究院

全面展开国内制剂市场推广。除集中采购之外，公司 2023 年全面展开国内制剂的市场推广，包括抗凝剂磺达肝癸钠注射液，肌松剂苯磺顺阿曲库铵注射液，烷化剂白消安注射液、注射用盐酸苯达莫司汀，全身用抗菌药（四环素类）注射用替加环素，抗血栓形成药依替巴肽注射剂等。其中，磺达肝癸钠注射液实现新增商业近 50 家、新进驻医院超过 300 家，新进区域近 50 个城市；苯磺顺阿曲库铵注射液实现新进驻医院近 400 家，实现了国内市场的迅速拓展。

2.3 制剂出海：全球化布局，构建市场优势

出口业务 10 年布局，逐渐修筑护城河。公司除了围绕高端市场出口建立了符合规范市场要求的高标准生产体系之外，还针对国外制剂营销的复杂性积累了丰富的海外市场销售渠道资源和销售经验，构成了公司在海外市场的竞争壁垒。公司凭借精准的市场数据分析能力，根据美国、中国、欧洲、日本、南美等地区各自原料药和制剂销售市场情况，制定区域性、针对性的市场策略。

收购 Meitheal，在美国建立自有团队和品牌。美国医药市场是全球质量准入标准最高的市场之一，也是全球利润水平维护相对比较好的竞争市场。2019 年 7 月公司收购美国制药公司 Meitheal，同年 10 月底完成收购交割。通过收购美国医药公司 Meitheal，公司落地了公司在美国医药制剂营销本部的建立。通过组建当地有能力的销售团队，紧贴最终客户，以美国医药销售思维进入和开拓美国制剂市场，在美国建立自主品牌。目前在美国市场，公司已有数十个制剂产品获得 FDA 药品注册批件，产品管线已经基本完成了市场主力产品的覆盖，随着更多复杂剂型不断上市，公司能提供更多的服务和更先进的技术，建立了自己的品牌知名度，同时与相关合作伙伴建立了长期稳定供应关系，客户黏性较强，为公司业绩的长期稳定增长提供保证。

图19：2020 年以来公司获得美国 FDA 注册批件的数量（项）


资料来源：医药魔方，民生证券研究院

表2：公司已上市销售并持有批件所有权的注射剂产品信息（截至 2024 年 6 月 30 日）

序号	药品名称	适应症	获批国家
1	肝素钠注射液	抗凝、抗血栓	美国
2	依诺肝素钠注射液	预防静脉血栓栓塞性疾病	美国、英国、德国、瑞典、巴西、西班牙、加拿大、厄瓜多尔、新西兰、马来西亚
3	达肝素钠注射液	治疗急性深静脉血栓。预防急性肾功能衰竭或慢性肾功能不全者进行血液透析和血液过滤期间体外循环系统中的凝血。治疗不稳定型冠状动脉疾病,如: 不稳定型心绞痛和非 Q 波型心肌梗死。预防与手术有关的血栓形成	中国
4	那屈肝素钙注射液	预防血栓形成、防治深静脉血栓栓塞症、防治血管内溶血、降低血小板聚集、防治心肌梗死和脑血栓形成等	中国
5	苯磺酸阿曲库铵注射液	适应症为适用于各种外科手术中全身麻醉期间的骨骼肌松弛,也适用于气管插管时所需的肌肉松弛。	美国
6	苯磺顺阿曲库铵注射液	肌松剂	美国、中国
7	左亚叶酸钙注射液	与氟尿嘧啶联合化疗,用于晚期转移性结直肠癌的姑息性治疗	美国、中国
8	度骨化醇注射液	治疗慢性肾脏疾病透析患者继发性甲状旁腺功能亢进	美国
9	米力农注射液	用于急性失代偿性心力衰竭患者的短期静脉治疗	美国、中国
10	博莱霉素注射液	用于皮肤癌,头颈部的肿瘤	美国
11	卡铂注射液	适用于治疗晚期上皮来源的卵巢癌	美国
12	阿糖胞苷注射液	用于治疗白血病和淋巴瘤	美国
13	盐酸托扑替康注射液	用于小细胞肺癌	美国
14	盐酸去氧肾上腺素注射液	用于防治脊椎麻醉以及全身麻醉或者是应用氯丙嗪所引起的低血压	美国
15	注射用硼替佐米	多发性骨髓瘤、套细胞淋巴瘤	美国、中国
16	注射用盐酸苯达莫司汀	用于慢性淋巴细胞白血病和非霍奇金淋巴瘤的治疗	美国、中国
17	注射用吗替麦考酚酯	与环孢素和皮质类固醇联合,用于预防接受同种异体肾移植或肝移植患者的急性器官排斥反应	美国、中国
18	注射用盐酸万古霉素	适用于耐甲氧西林葡萄球菌及其它细菌所致的严重感染:败血症、心内膜炎、骨感染、下呼吸道感染、皮肤和皮肤结构感染	美国
19	醋酸加尼瑞克注射液	预防过早出现促黄体激素(LH)峰	美国
20	呋塞米注射液	水肿性疾病,包括充血性心力衰竭、肝硬化、肾脏疾病	美国
21	格隆溴铵注射液	防止抗胆碱酯酶药如新斯的明的外周毒曹碱作用(如心动过缓)	美国
22	甲硫酸新斯的明注射液	用于术后非去极化神经肌肉阻滞剂作用的逆转	美国

23	氯化琥珀胆碱注射液	全身麻醉时气管插管和手术过程中维持肌肉松弛	美国
24	瑞加诺生注射液	作为放射性核素心肌灌注显像(MPI)中使用的一种负荷药物	美国、中国
25	异舒泛蓝注射液	用于注射部位的淋巴管显影	美国
26	注射用比伐卢定	用于经皮经腔冠状动脉成形术(PTCA)的急性缺血性并发症	美国
27	注射用达托霉素	抗感染	美国
28	注射用地西他滨	一种抗肿瘤的化疗药	美国
29	注射用伏立康唑	抗真菌药	美国、中国
30	注射用卡莫司汀	用于脑肿瘤胶质母细胞瘤、脑干神经胶质瘤、髓母细胞瘤、星状细胞瘤、室管膜瘤和转移性脑肿瘤等	美国
31	注射用替加环素	用于复杂性腹腔内感染、复杂皮肤及软组织感染、社区获得性肺炎	美国、中国
32	注射用盐酸美法仑	用于不适合口服给药治疗的多发性骨髓瘤患者的姑息治疗	美国
33	注射用放线菌素	用于治疗睾丸癌,还可以有效的控制神经母细胞瘤所导致的发热症状	美国
34	氟达拉滨注射液	用于治疗 1 岁儿童至 21 岁患者在经过至少两种方案治疗后的复发性及难治性淋巴细胞性白血病	美国
35	癸酸氟哌啶醇注射液	用于治疗需要长期使用体外抗精神病药物治疗的精神分裂症患者。	美国
36	注射用米卡芬净	念珠菌血症、急性播散性念珠菌病、念珠菌腹膜炎和脓肿、食管念珠菌病的治疗等	美国
37	白消安注射液	用于联合环磷酰胺,作为慢性髓性白血病同种异体的造血祖细胞移植前的预处理方案	美国、中国
38	注射用阿扎胞苷	主要用于成人的较高危的骨髓增生异常综合征。也用于治疗慢性粒单核细胞白血病,以及急性髓系白血病。	美国、中国
39	盐酸吉西他滨注射液	与卡铂联合治疗卵巢癌;与紫杉醇联合治疗乳腺癌;与顺铂联合治疗非小细胞肺癌;单药治疗胰腺癌	美国、中国
40	注射用泮托拉唑钠	胃食管反流疾病,包括 Zollinger-Ellison (ZE)综合征在内的病理性高分泌症	美国
41	注射用丝裂霉素	用于胃癌、肺癌、乳腺癌、肝癌、胰腺癌、结肠直肠癌、食管癌、卵巢癌、癌性腔内积液以及膀胱肿瘤	美国
42	盐酸右美托咪定注射液	用于行全身麻醉的手术患者气管插管和机械通气时的镇静用于重病监护治疗期间开始插管和使用呼吸机病人的镇静	美国
43	奈拉滨注射液	用于治疗至少两种治疗方案无效或治疗后复发的 T 细胞急性淋巴细胞性白血病(T-ALL)和 T 细胞淋巴瘤母细胞性淋巴瘤(T-LBL)	美国
44	罗库溴铵注射液	作为全身麻醉的辅助	美国
45	唑来膦酸注射液	适用于男女骨佩吉特(Paget)病的治疗	美国
46	盐酸布比卡因注射液	用于局部浸润麻醉和外周神经阻滞	美国
47	注射用亚叶酸钙	用于骨肉瘤患者大剂量甲氨蝶呤治疗后的抢救;用于减少患者过量使用叶酸拮抗剂或甲氨蝶呤排泄受损的毒性;也可用于叶酸缺乏所引起的巨幼红细胞性贫血的治疗;与 5-氟尿嘧啶联合用药,用于延长姑息治疗的晚期结肠、直肠癌患者的生存期。	美国
48	普乐沙福注射液	适用于非霍奇金淋巴瘤或多发性骨髓瘤患者动员造血干细胞(HSC)进入外周血,以便于完成 HSC 采集与自体移植。	美国
49	依替巴肽注射液	用于治疗急性冠状动脉综合征(不稳定型心绞痛/非 ST 段抬高性心肌梗死)患者	中国、美国
50	磺达肝癸钠注射液	预防静脉血栓栓塞性疾病等	中国
51	多西他赛注射液	乳腺癌,非小细胞肺癌,前列腺癌胃癌	美国
52	氟尿嘧啶注射液	治疗乳腺癌、卵巢癌、肺癌、宫颈癌、膀胱癌及皮肤癌等。	中国
53	注射用培美曲塞二钠	用于非鳞状非小细胞肺癌与恶性胸膜间皮瘤的治疗。	美国
54	盐酸帕洛诺司琼注射液	适用于预防中、重度致吐化疗引起的急性恶心、呕吐。	美国、中国
55	奥沙利铂注射液	用于原发肿瘤完全切除的 III 期结肠癌患者的辅助治疗和晚期结直肠癌的疗	美国
56	注射用替替派	用于治疗乳腺或卵巢腺癌,控制恶性胸腔积液和治疗膀胱浅表性乳头状癌	美国
57	注射用达卡巴嗪	用于转移性恶性黑色素瘤和霍奇金病的治疗	美国

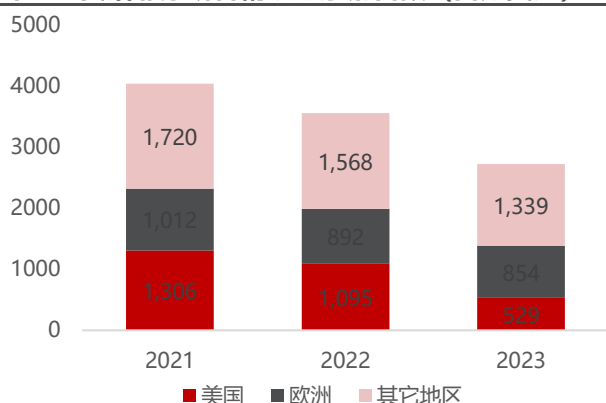
资料来源：公司公告，民生证券研究院

合作国内企业出海，继续突破高端制剂。公司已和国内优秀企业在多个产品上合作，争取在生物药类似物和复杂制剂领域获得突破。

2023 年 9 月，公司与通化东宝关于甘精、门冬、赖脯三种胰岛素注射液在美国市场的战略合作举办了签约仪式。根据协议，通化东宝与公司将根据美国 FDA 药品注册要求，共同开展上述三种胰岛素合作产品的开发和生产，同时公司将获得产品上市后在美国市场独家商业化权益。

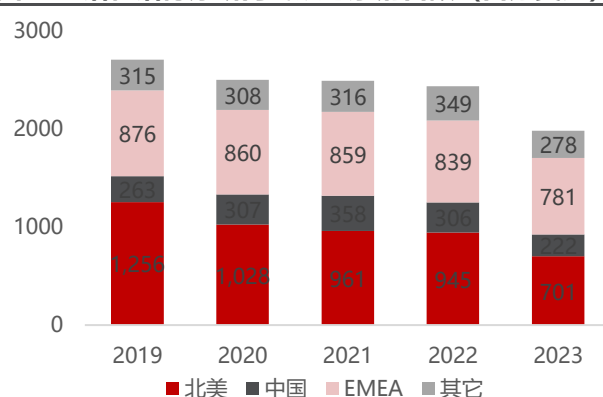
美国胰岛素市场空间十分广阔，根据 IDF（国际糖尿病联盟）2021 年数据，美国 20-79 岁的成年糖尿病患者人数约 3220 万人，居世界第四位，糖尿病患病率为 10.7%；同年，美国糖尿病相关的治疗费用达到约 3,795 亿美元，为全球最高。此外，监管互认也是药企在欧美上市的一大优势，一旦获得 FDA 或者 EMA 认证，其通往全球其他市场的难度将大幅降低。因此，胰岛素产品在美上市申请也将为中国药企在全球更快更广的商业化布局打下基础。目前，甘精胰岛素在美国仅有原研赛诺菲和礼来、Mylan、Biocon 三家生物类似药获批，门冬胰岛素仅有原研诺和诺德和赛诺菲的生物类似药获批，赖脯胰岛素仅有原研礼来和赛诺菲的生物类似药获批，竞争格局良好。

图20：赛诺菲原研甘精胰岛素销售额（百万美元）



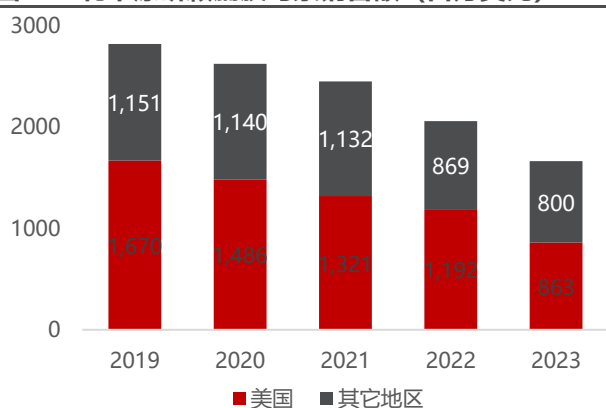
资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图21：诺和诺德原研门冬胰岛素销售额（百万美元）



资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图22：礼来原研赖脯胰岛素销售额（百万美元）



资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图23：甘精、门冬、赖脯胰岛素原研及仿制药获批情况

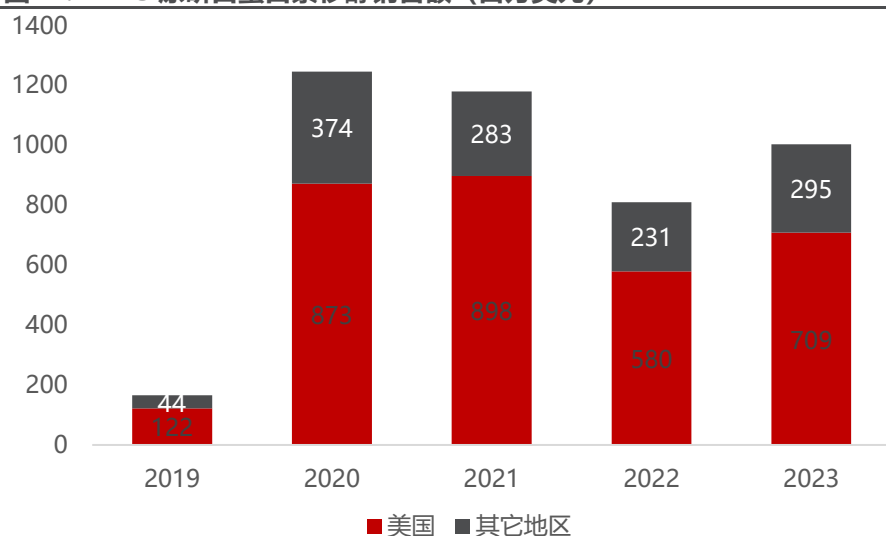
产品	厂家	获批时间	产品	厂家	获批时间
甘精胰岛素	赛诺菲	2000 年	门冬胰岛素	诺和诺德	2000 年
	礼来	2015 年		赛诺菲	2025 年
	Mylan	2020 年	赖脯胰岛素	礼来	1996 年
	Biocon	2021 年		赛诺菲	2017 年

资料来源：医药魔方，民生证券研究院

2022 年 9 月，健友股份子公司 Meitheal 与海南双成药业达成关于注射用紫杉醇（白蛋白结合型）美国市场的许可供应协议，获得了该产品美国市场独家代理权。2022 年 3 月，双成药业已向美国 FDA 提交了白蛋白紫杉醇的 ANDA 上市许可申请，目前处于审批阶段。

白蛋白紫杉醇是指通过高压技术，使用白蛋白承载天然抗癌提取物紫杉醇而制成的一种纳米颗粒，在临床上已经广泛用于乳腺癌、卵巢癌和部分头颈癌和肺癌的治疗。由于其独特的纳米剂型使得其可通过 EPR 效应靶向至肿瘤部位，又可与肿瘤细胞高表达的 SPARC 蛋白受体结合，在体内更易分解、靶向性更强，肿瘤中药物蓄积多，从而具有强效低毒、适应症广、给药时间短等优点。相比于国内药品申报，FDA 对药品的纯度、杂质、工艺水平和原料的要求更高，同时中国企业还会遇到对法规、政策不熟悉等难题。总体而言，药品在 FDA 获批难度更大、时间更长。目前美国市场仅有原研 BMS 和两家仿制药 Teva、American Regent 获批，2023 年 BMS 原研的白蛋白紫杉醇在美国的销售额为 7.09 亿美元。

图24：BMS 原研白蛋白紫杉醇销售额（百万美元）



资料来源：医药魔方，民生证券研究院

借助优势扩展全球市场。在中美市场之外，公司还在欧洲市场及全球其他市场不断拓展业务，充分利用公司生产、质量优势，建立规模化效应、扩大市场范围，特别是随着依诺肝素制剂产品在越来越多的国家完成注册，不断增强公司对全球注射剂市场法规的理解能力，扩大公司在全球肝素制剂市场影响力。截至 2024 年 6 月 30 日，公司及子公司共拥有 100 项境外药品注册批件。

12 条产线通过 FDA 审查。在产能建设方面，2023 年美国 FDA 检查专家到公司高效智能化高端药品制剂生产基地进行了现场 CGMP 检查，按照美国 FDA 对制药生产场地的 CGMP 标准，对质量管理体系、厂房设备系统、仓储系统、生产和过程控制系统、实验控制系统等进行了详细、深入的检查。检查专家现场对公

司质量体系的有效运行给予高度认可和评价，充分肯定了公司国际化的质量体系完整性和合规性，可以保证药物的有效性和安全性。截至本报告披露日，就高效智能化高端药品制剂生产线项目，公司收到了美国 FDA 签发的关于南京 5 条产线现场检查报告（EIR），表明公司的高效智能化高端药品制剂生产基地符合美国 FDA 的 CGMP 要求。此外成都 1 条新产线也顺利通过美国 FDA 审计，截至 2023 年底，公司共有 12 条产线通过美国 FDA 审计，以上产线顺利通过美国 FDA 审计，使公司向美国出口无菌注射剂的产能翻倍，为公司持续拓展美国市场提供了坚实的保障，并对拓展全球规范市场带来积极影响。

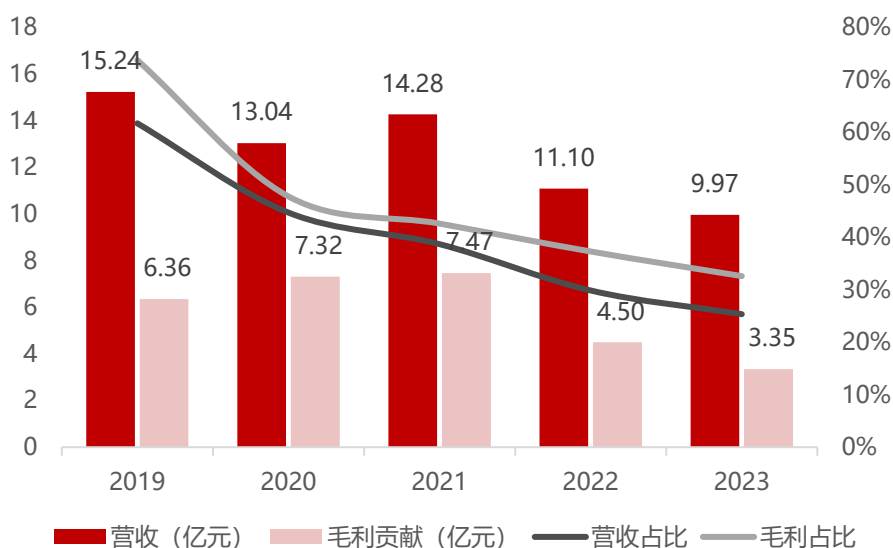
3 肝素原料药：温和复苏，存货减值影响企稳

3.1 肝素原料药业务收缩，影响降低

公司是全球有影响力的肝素原料药供应商。肝素因首先从肝脏发现而得名，天然存在于肥大细胞，主要从猪小肠粘膜提取。生产企业首先需要从生猪小肠粘膜中提取并制成肝素粗品，因肝素粗品中含有杂蛋白，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。肝素原料药作为生物提取的大分子混合物，在质量标准和工艺方面一直是法规市场的关注焦点，作为临床应用广泛的标准肝素和低分子量肝素制剂的产品原料药，在产业链中具有极其重要的地位。作为在全球有影响力的肝素原料药供给商，公司凭借着过硬的质量，与全球主要的肝素制剂生产企业包括 Pfizer、Gland、Sanofi 等，建立了长期稳定的供应关系。肝素原料药业务作为提供现金流的业务，是推动公司无菌注射剂国内和国际化进程的基础。近年来国际市场对肝素原料药的需求增长迅速。根据 QYResearch 数据，肝素原料药的全球销售额从 2016 年的 8.5 亿美元增至 2020 年的 18.37 亿美元，年复合增长率为 21.25%，预计将于 2027 年达 61.99 亿美元。2023 年，由于上游企业库存高企，海外需求疲软，导致肝素原料药价格下降，影响了国内肝素原料药出口公司的业绩。

公司肝素原料药业务营收在近几年呈现出逐年下降趋势，反映出公司业务转型轨迹。公司肝素原料药业务营收由 2019 年的 15.24 亿元下降至 2023 年的 9.97 亿元，占总营收比例由 61.7% 下降至 25.4%；肝素原料药业务毛利润贡献由 2019 年的 6.36 亿元下降至 2023 年的 3.35 亿元，占公司毛利润比例由 73.8% 下降至 32.6%。

图25：公司肝素原料药业务营收、毛利及其占比

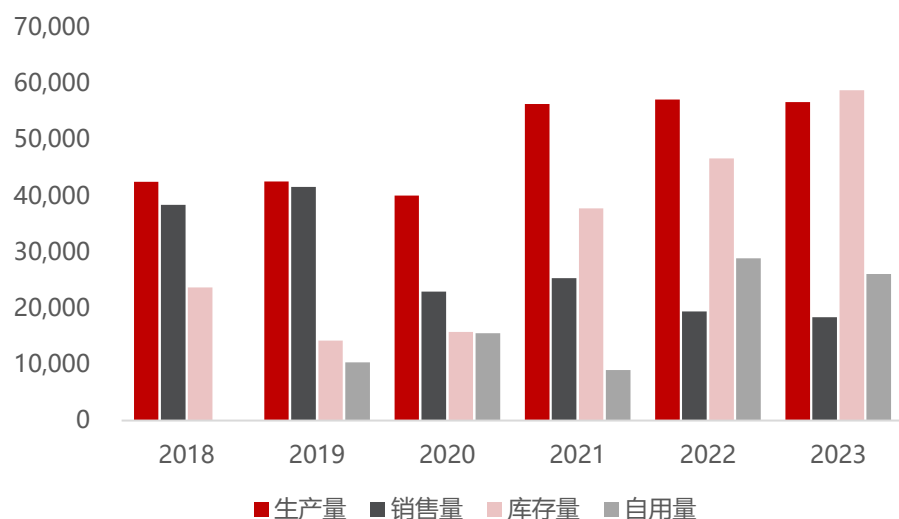


资料来源：iFind，民生证券研究院

3.2 国内肝素原料药市场格局稳定

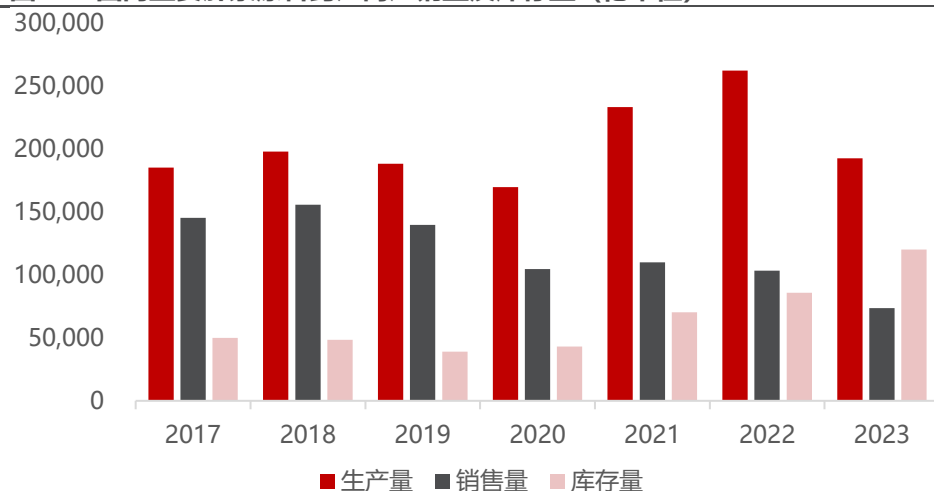
国内肝素原料药市场格局稳定。公司近年来肝素原料药产量保持稳定，2021年至2023年年产量约为5.6万亿至5.7万亿单位，但受海外需求疲软影响，年销售量在近几年处于低位，约为2.0万亿至2.5万亿单位，尽管公司自用量呈上升趋势，但最终近几年公司肝素原料药库存量逐年增加，2023年末公司肝素原料药库存量达到5.88万亿单位。合并国内主要肝素原料药厂商（海普瑞、健友股份、东诚药业、博雅生物、常山药业）的产销量及库存量情况来看，公司产销量及库存量趋势与行业整体趋势保持一致，公司生产量和销售量的市场份额基本保持稳定。

图26：公司肝素原料药产销量、库存量、自用量（亿单位）



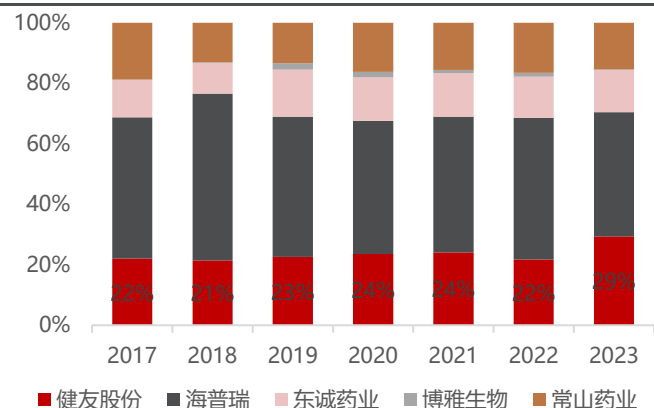
资料来源：iFind，民生证券研究院

图27：国内主要肝素原料药厂商产销量及库存量（亿单位）



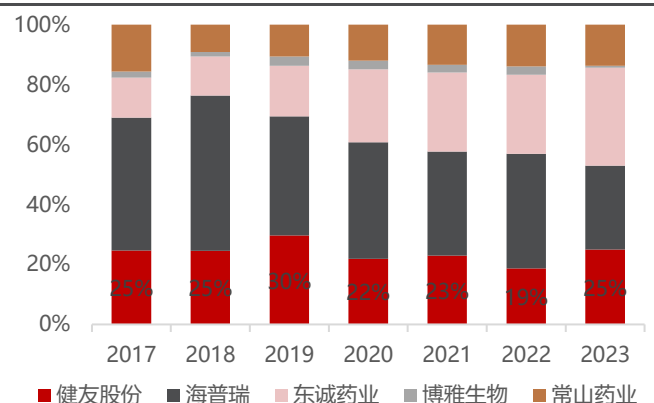
资料来源：iFind，民生证券研究院（备注：仅包含海普瑞、健友股份、东诚药业、博雅生物、常山药业数据）

图28：国内主要肝素原料药厂商生产量份额



资料来源：iFind，民生证券研究院（备注：仅包含海普瑞、健友股份、东诚药业、博雅生物、常山药业数据）

图29：国内主要肝素原料药厂商销售量份额

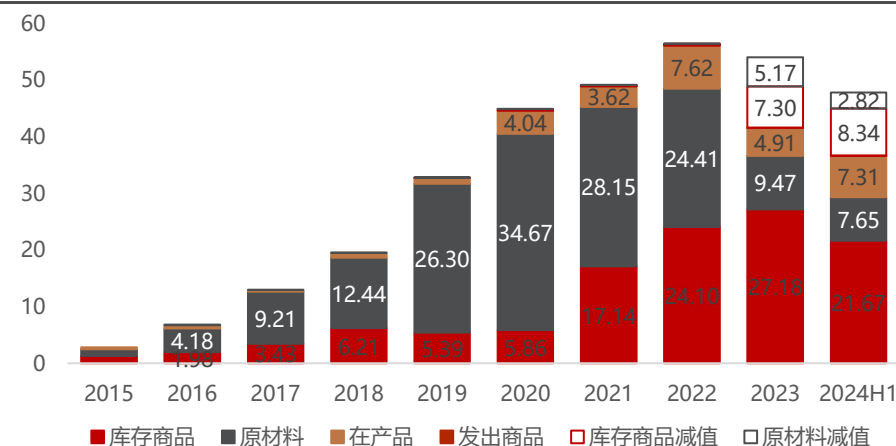


资料来源：iFind，民生证券研究院（备注：仅包含海普瑞、健友股份、东诚药业、博雅生物、常山药业数据）

3.3 行业温和复苏，存货减值影响企稳

肝素行业温和复苏，2023 年存货减值影响出清，2024 年拟冲回存货减值，提升净利润。2023 年第四季度，经营环境的变化对公司肝素产品销售价格带来了不利影响，部分销售订单的结算价格低于单位结存成本，使得本公司存货中的部分肝素产品在 2023 年第四季度出现减值迹象，经过评估 2024 年在手订单及结合市场预测，2023 年本公司按照相关会计准则计提相应存货跌价准备人民币 12.4 亿元。截至 2023 年底，公司存货账面价值为 41.58 亿元，其中存货账面约为 54.06 亿元，存货跌价准备 12.47 亿元。2024 年上半年，公司再次计提存货减值 0.42 亿元，转回或转销存货减值 1.36 亿元，另有 2.37 亿元原材料减值因生产加工转入库存商品减值，截至 2024 年 6 月 30 日，公司存货跌价准备共计 11.16 亿元。根据 2024 年业绩预告，2024 年，全球肝素行业呈现温和复苏态势，公司营业收入规模保持稳定。2024 年度，公司原材料平均采购单价与上年度相比明显降低，使得存货成本降低，进而导致转回部分跌价准备。2024 年度公司拟转回存货跌价准备 1.6 亿元至 2.4 亿元，预计导致归母净利润增加 1.36 亿元至 2.04 亿元。

图30：公司存货项目明细（亿元）



资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

公司主要业务包含肝素原料药业务、制剂业务、CDMO 业务以及其它业务。

(1) 肝素原料药业务：公司肝素原料药业务营收在近几年呈现出逐年下降趋势，2023 年公司肝素原料药业务营收 9.97 亿元，同比下降 10.12%；2024 年上半年公司肝素原料药业务营收约 5.3 亿元，同比下降 30%左右，但是肝素行业整体呈现出温和复苏趋势。考虑到公司业务转型，肝素原料药业务持续收缩，我们假设公司肝素原料药业务 2024-2026 年的增速分别为-35%、-10%、-10%；肝素业务毛利率成下降趋势，2023 年毛利率为 33.63%，2024 年上半年毛利率为 29.03%，假设 2024 年至 2026 年肝素业务的毛利率继续下降至 25%左右。

(2) 制剂业务：公司制剂业务营收持续快速上升，2023 年公司制剂业务营收达到 27.72 亿元，同比增长 12.75%；2024 年上半年公司制剂业务营收约 15.48 亿元，其中国内制剂营收约 3.99 亿元，海外制剂营收约 11.48 亿元。考虑到公司国内制剂 4 大品种中有 3 个品种已经集采落地，预计后续集采压力减轻，海外制剂不断有新产品获批，我们假设公司制剂业务 2024-2026 年的增速分别为 24%、41%、35%。考虑到高毛利的海外制剂业务占比提升，以及国内制剂由于集采扩围及续约毛利率可能进一步下滑，我们假设制剂业务毛利率在 2024 年至 2026 年继续下滑至 47-50%左右。

(3) CDMO 业务和其他业务：假设公司 CDMO 业务和其他业务的营收和毛利率保持稳定。

表3：公司业务拆分及预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	36.87	37.13	39.31	42.39	55.74	71.90
yoy	26.48%	0.71%	5.89%	7.82%	31.49%	28.99%
成本	15.96	17.68	20.29	23.83	29.89	37.33
毛利	20.91	19.45	19.03	18.55	25.85	34.57
毛利率	56.71%	52.38%	48.40%	43.77%	46.37%	48.08%
一、标准肝素原料药						
收入	14.28	11.10	9.97	6.48	5.83	5.25
yoy	9.47%	-22.28%	-10.12%	-35%	-10%	-10%
成本	6.81	6.60	6.62	4.73	4.32	3.94
毛利	7.47	4.50	3.35	1.75	1.52	1.31
毛利率	52.33%	40.53%	33.63%	27%	26%	25%
二、制剂						
收入	21.30	24.58	27.72	34.28	48.28	65.02
yoy	44.52%	15.39%	12.75%	24%	41%	35%
成本	8.55	10.19	12.61	18.04	24.51	32.32
毛利	12.75	14.39	15.11	16.25	23.77	32.70

毛利率	59.85%	58.56%	54.51%	47%	49%	50%
三、CDMO						
收入	1.23	1.40	1.54	1.54	1.54	1.54
yoy	-7.24%	13.68%	9.58%	0%	0%	0%
成本	0.57	0.86	0.99	1.00	1.00	1.00
毛利	0.66	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54
毛利率	53.50%	38.64%	35.32%	35%	35%	35%
四、其他业务						
收入	0.05	0.05	0.09	0.09	0.09	0.09
yoy	47.63%	-12.15%	87.76%	0%	0%	0%
成本	0.03	0.03	0.07	0.07	0.07	0.07
毛利	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
毛利率	34.20%	44.13%	23.34%	23%	23%	23%

资料来源：iFind，民生证券研究院预测

主要费用率假设：

(1) 销售费用率：公司销售费用率持续降低，且 2024 年由于销售推广费用下降，销售费用率下降较多。2023 年公司销售费用率为 10.7%，2024 年前三季度销售费用率为 6.3%，同比下降 3.5pp。我们预计公司 2024 年全年销售费用率较 2023 年有明显下降，且 2025-2026 年继续呈现小幅下降趋势，假设 2024-2026 年公司销售费用率分别为 8.0%、7.5%、7.0%。

(2) 研发费用率：公司研发费用率持续上升，2023 年研发费用率为 9.5%，2024 年前三季度研发费用率为 7.0%，同比上升 0.2pp。我们预计公司研发费用率继续呈现上升趋势，假设 2024-2026 年公司研发费用率分别为 10.0%、10.5%、11.0%。

(3) 管理费用率：公司管理费用率整体保持稳定，2023 年管理费用率为 3.7%，2024 年前三季度管理费用率为 3.9%，假设公司 2024-2026 年管理费用率保持为 4.5%。

基于以上假设，我们预计公司 2024-2026 年的营收分别为 42.39 亿元、55.74 亿元、71.90 亿元，归母净利润分别为 9.46 亿元、11.58 亿元、16.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.59 元、0.72 元、1.00 元。

4.2 估值分析

公司从肝素原料药业务起家，目前以制剂业务为主，且海外制剂业务增长强劲。我们选取肝素原料药企业东诚药业，以及具有制剂出海的仿创结合及原料药转型企业科兴制药、亿帆医药、华海药业作为可比公司。截至 2025 年 3 月 18 日，4 家可比公司的 2025 年一致预期 EPS 所对应 PE 的平均值为 31 倍。截至 2025 年

3月18日，公司收盘价为14.15元，对应2024-2026年PE分别为24倍、20倍、14倍，公司估值低于可比公司平均值，具有较大成长空间。

表4：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002675.SZ	东诚药业	13.43	0.25	0.22	0.31	0.40	53	60	43	34
688136.SH	科兴制药	23.18	-0.96	0.14	0.52	1.01	/	166	45	23
002019.SZ	亿帆医药	11.54	-0.45	0.43	0.60	0.76	/	27	19	15
600521.SH	华海药业	15.86	0.57	0.88	1.04	1.27	28	18	15	13
平均值									31	21
603707.SH	健友股份	14.15	-0.12	0.59	0.72	1.00	/	24	20	14

资料来源：iFind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 iFind 一致预期，股价时间为 2025 年 3 月 18 日

4.3 投资建议

健友股份是全球最大的肝素原料药和制剂供应商之一，在全球市场有超过 80 个制剂品种在 60 多个国家和地区开展业务。

公司持续加大研发投入，业务坚定地向高端制剂方向转型，制剂业务销售额及营收占比继续呈上升趋势，2023 年公司制剂业务营收占比超过 70%，毛利占比超过 79%，体现了公司从传统原料药供应商到国际无菌注射剂企业的成功转变。公司在美国拥有成熟的研发、质量、注册、销售团队，通过收购 Meitheal 建立了公司在美国医药制剂营销本部，拥有 ANDA 批件数量位居国内同类公司首位，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。同时公司已和国内优秀企业在白蛋白紫杉醇、胰岛素类似物等多个产品上合作，争取在生物药类似物和复杂制剂领域获得突破。在中美市场之外，公司持续推进 20 多个国家市场的产品注册与销售拓展工作，为公司业务进一步拓展并参与全球药品市场竞争奠定基础。

公司肝素原料药业务营收在近几年呈现出逐年下降趋势，肝素原料药业务对公司业绩影响逐渐减弱。2023 年 Q4，由于肝素价格下降，公司计提存货跌价准备 12.4 亿元，导致公司归母净利润减少 10.53 亿元。2024 年全球肝素行业呈现温和复苏态势，公司拟转回存货跌价准备 1.6 亿元至 2.4 亿元，预计将增加归母净利润 1.36-2.04 亿元，存货减值影响企稳。

我们预计公司 2024-2026 年的营收分别为 42.39 亿元、55.74 亿元、71.90 亿元，归母净利润分别为 9.46 亿元、11.58 亿元、16.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.59 元、0.72 元、1.00 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 海外法律及监管政策风险。药品出海需要接受海外各项法律法规监管，海外法律法规要求可能与国内不尽相同，或存在政策不断变化的可能性，因此导致出海产品存在上市进度不及预期风险，或生产产能不及预期风险。

2) 市场竞争加剧风险。国内外药企已上市产品众多，上市申报及研发中的厂家数量也多，随着竞品的研发及上市申报的推进，存在市场竞争加剧的风险，进而导致销量或价格不及预期风险。

3) 集采风险。仿制药集采持续进行，存在集采政策收紧、集采价格不及预期、集采后销量不及预期风险。

4) 原材料价格波动风险。肝素粗品等原材料作为公司产品的主要成本和主要存货构成，存在其价格波动影响公司成本、毛利、存货价值等风险。

5) 汇率波动风险。公司海外业务占比较大，存在未来因汇率波动影响公司营收及利润水平的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,931	4,239	5,574	7,190
营业成本	2,029	2,383	2,989	3,733
营业税金及附加	56	21	28	36
销售费用	421	339	418	503
管理费用	146	191	251	324
研发费用	372	424	585	791
EBIT	-277	957	1,403	1,933
财务费用	-74	48	52	44
资产减值损失	-1,244	198	0	0
投资收益	-89	0	0	0
营业利润	-295	1,107	1,351	1,889
营业外收支	0	-2	0	0
利润总额	-295	1,104	1,351	1,889
所得税	-105	158	193	270
净利润	-189	946	1,158	1,618
归属于母公司净利润	-189	946	1,158	1,618
EBITDA	-123	1,125	1,595	2,150

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,210	1,182	1,700	2,468
应收账款及票据	754	825	1,084	1,399
预付款项	41	48	60	75
存货	4,158	4,118	4,258	4,602
其他流动资产	1,099	1,078	1,159	1,257
流动资产合计	7,262	7,250	8,260	9,800
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,142	1,182	1,210	1,236
无形资产	174	199	223	246
非流动资产合计	2,263	2,669	2,836	2,950
资产合计	9,524	9,919	11,096	12,750
短期借款	1,567	1,474	1,424	1,374
应付账款及票据	538	555	696	869
其他流动负债	982	377	469	582
流动负债合计	3,086	2,406	2,590	2,826
长期借款	0	300	300	300
其他长期负债	640	632	632	632
非流动负债合计	640	932	932	932
负债合计	3,726	3,338	3,522	3,758
股本	1,617	1,616	1,616	1,616
少数股东权益	-3	-3	-4	-4
股东权益合计	5,798	6,581	7,575	8,992
负债和股东权益合计	9,524	9,919	11,096	12,750

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.89	7.82	31.49	28.99
EBIT 增长率	-127.09	445.26	46.65	37.75
净利润增长率	-117.37	599.51	22.33	39.80
盈利能力 (%)				
毛利率	48.40	43.77	46.37	48.08
净利润率	-4.82	22.32	20.77	22.51
总资产收益率 ROA	-1.99	9.54	10.43	12.69
净资产收益率 ROE	-3.27	14.37	15.28	17.99
偿债能力				
流动比率	2.35	3.01	3.19	3.47
速动比率	0.94	1.24	1.49	1.78
现金比率	0.39	0.49	0.66	0.87
资产负债率 (%)	39.12	33.65	31.74	29.47
经营效率				
应收账款周转天数	69.75	70.00	70.00	70.00
存货周转天数	748.14	600.00	520.00	450.00
总资产周转率	0.40	0.44	0.53	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	-0.12	0.59	0.72	1.00
每股净资产	3.59	4.08	4.69	5.57
每股经营现金流	1.00	0.76	0.72	0.88
每股股利	0.10	0.10	0.12	0.17
估值分析				
PE	/	24	20	14
PB	3.9	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	-197.48	21.58	15.22	11.29
股息收益率 (%)	0.71	0.72	0.88	1.23

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-189	946	1,158	1,618
折旧和摊销	154	168	192	217
营运资金变动	580	147	-259	-484
经营活动现金流	1,619	1,222	1,156	1,415
资本开支	-419	-465	-358	-332
投资	-757	-50	0	0
投资活动现金流	-1,162	-726	-358	-332
股权募资	0	-12	0	0
债务募资	308	-291	-50	-50
筹资活动现金流	51	-524	-281	-315
现金净流量	592	-28	518	768

插图目录

图 1: 公司发展里程碑.....	3
图 2: 公司营业总收入 (亿元) 及增速.....	4
图 3: 公司归母净利润 (亿元) 及增速.....	4
图 4: 公司主要费用率.....	4
图 5: 公司各板块业务收入占比.....	5
图 6: 公司各板块业务毛利率.....	5
图 7: 公司国内外收入 (亿元) 及占比.....	6
图 8: 公司制剂业务营收 (亿元)、毛利 (亿元) 及其占比.....	7
图 9: 公司制剂产品国内样本医院销售量 (万支)	8
图 10: 公司制剂产品国内样本医院销售额 (亿元)	8
图 11: 达肝素钠注射液样本医院销售额.....	9
图 12: 达肝素钠注射液样本医院竞争格局.....	9
图 13: 那屈肝素钙注射液样本医院销售额.....	9
图 14: 那屈肝素钙注射液样本医院竞争格局.....	9
图 15: 依诺肝素钠注射液样本医院销售额.....	9
图 16: 依诺肝素钠注射液样本医院竞争格局.....	9
图 17: 苯磺顺阿曲库铵注射液样本医院销售额.....	10
图 18: 苯磺顺阿曲库铵注射液样本医院竞争格局	10
图 19: 2020 年以来公司获得美国 FDA 注册批件的数量 (项)	11
图 20: 赛诺菲原研甘精胰岛素销售额 (百万美元)	13
图 21: 诺和诺德原研门冬胰岛素销售额 (百万美元)	13
图 22: 礼来原研赖脯胰岛素销售额 (百万美元)	13
图 23: 甘精、门冬、赖脯胰岛素原研及仿制药获批情况.....	13
图 24: BMS 原研白蛋白紫杉醇销售额 (百万美元)	14
图 25: 公司肝素原料药业务营收、毛利及其占比	16
图 26: 公司肝素原料药产销量、库存量、自用量 (亿单位)	17
图 27: 国内主要肝素原料药厂商产销量及库存量 (亿单位)	17
图 28: 国内主要肝素原料药厂商生产量份额.....	18
图 29: 国内主要肝素原料药厂商销售量份额.....	18
图 30: 公司存货项目明细 (亿元)	18

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司国家集采中标品种信息.....	8
表 2: 公司已上市销售并持有批件所有权的注射剂产品信息 (截至 2024 年 6 月 30 日)	11
表 3: 公司业务拆分及预测	19
表 4: 可比公司 PE 数据对比.....	21
公司财务报表数据预测汇总.....	23

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048