

## 健友股份 (603707.SH) 国际注射剂平台公司，生物类似药迎来收获期

2024 年 12 月 10 日

### ——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余汝意（分析师）

阮帅（分析师）

yuruyi@kysec.cn

ruanshuai@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790524040007

日期	2024/12/9
当前股价(元)	14.13
一年最高最低(元)	16.40/10.45
总市值(亿元)	228.29
流通市值(亿元)	228.29
总股本(亿股)	16.16
流通股本(亿股)	16.16
近3个月换手率(%)	31.11

#### ● 国际注射剂平台公司，生物类似药迎来收获期

公司业务覆盖肝素原料药、肝素制剂、无菌注射剂、CDMO 和生物药，近年来大力推进生物创新药和高端仿制产品的布局与拓展。随着公司布局的生物类似药逐步获批，有望带来较大业绩弹性。考虑公司在美国注射剂市场渠道的逐步拓展和生物类似药的布局，我们预计 2024-2026 年归母净利润为 8.59/11.77/16.79 亿元，当前股价对应 PE 分别为 26.6/19.4/13.6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 肝素原料药价格底部企稳，国内制剂业务稳健增长

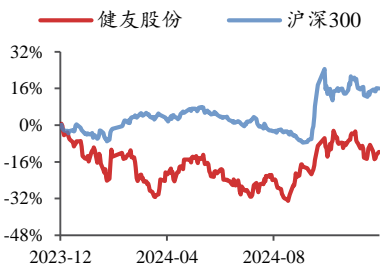
受下游去库存影响，2023 年肝素原料药价格大幅下跌，行业对肝素库存进行减值，2024 年肝素 API 价格呈现企稳态势。全球肝素 API 市场稳健增长，国内肝素 API 市场竞争格局稳定，公司市场份额处于国内前三的水平。随着去库存周期的结束，肝素 API 价格有望企稳回升。国内制剂市场，公司产品矩阵以低分子肝素制剂为主，随着国内制剂集采的推进，公司国内业务呈现稳定增长的趋势。

#### ● 研发投入快速增长，小分子 ANDA 及生物类似药持续获批

近年来公司研发强度较大，2023 年研发投入 5.91 亿元，同比增长 89.42%，每年美国 ANDA 获批品种数维持 10 个以上。2019 年公司依诺肝素钠注射液在美国获批上市，并收购美国本土注射剂公司 Meitheal，持续拓展和丰富美国销售渠道，驱动 Meitheal 销售收入快速增长，Meitheal 的收入从 2020 年的 6.9 亿元增长到 2023 年的 16.3 亿元。此外，借助 Meitheal 销售平台，公司通过合作及收购等方式快速拓展美国制剂批件。2024 年公司购买阿达木单抗类似药，打开美国生物类似药市场的大门，未来几年公司布局的生物类似药有望在美国市场逐步获批，进而带动公司美国制剂业务快速增长。

#### ● 风险提示：产品质量控制、原材料价格波动、药品研发不达预期、汇率波动

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,713	3,931	4,631	6,119	7,557
YOY(%)	0.7	5.9	17.8	32.1	23.5
归母净利润(百万元)	1,091	-189	859	1,177	1,679
YOY(%)	3.0	-117.4	553.2	37.0	42.7
毛利率(%)	52.4	48.4	46.3	50.6	53.4
净利率(%)	29.4	-4.8	18.5	19.2	22.2
ROE(%)	17.6	-3.3	13.2	15.7	18.6
EPS(摊薄/元)	0.68	-0.12	0.53	0.73	1.04
P/E(倍)	20.9	-120.5	26.6	19.4	13.6
P/B(倍)	3.7	4.0	3.5	3.1	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 健友股份：立足中国、面向全球的国际化注射剂平台公司.....	4
1.1、 推进全球化与全产品全产业链布局，坚定创新转型之路.....	4
1.2、 公司业绩稳健增长，盈利能力较强.....	5
2、 肝素 API 市场稳健增长，价格有望回升.....	8
3、 积极参与国家集采，稳步推进标外市场学术推广.....	9
4、 在研产品顺利推进，美国生物类似药市场迎来收获期.....	12
4.1、 研发规模快速增长，制剂产品快速获批.....	12
4.2、 借助 Meitheal 美国市场销售渠道，推进生物类似药市场布局.....	15
5、 盈利预测与投资建议.....	18
5.1、 关键假设.....	18
5.2、 盈利预测与估值.....	19
6、 风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

## 图表目录

图 1： 公司股权结构集中，旗下子公司分工明确、协同发展.....	5
图 2： 2019-2023 年公司营收稳健增长.....	6
图 3： 2023 年因存货减值扣非归母净利润为负.....	6
图 4： 制剂业务营收占比逐年提升.....	6
图 5： 制剂业务毛利占比逐年提升.....	6
图 6： 海外营收占比高于国内.....	7
图 7： 公司销售毛利率保持稳定.....	7
图 8： 制剂业务毛利率最高.....	7
图 9： 公司销售费用率呈下降趋势.....	7
图 10： 预计全球肝素 API 市场稳健增长（亿美元）.....	8
图 11： 国内肝素 API 企业竞争格局稳定.....	9
图 12： 我国生猪资源供给稳定.....	9
图 13： 肝素出口价处于历史低位.....	9
图 14： 肝素制剂系列产品和苯磺顺阿曲库铵注射液销售贡献 90%以上（单位：亿元）.....	11
图 15： 2023 年达肝素钠注射液市占率第一.....	11
图 16： 2023 年那曲肝素钙注射液市占率第二.....	11
图 17： 2023 年苯磺顺阿曲库铵注射液市占率近 30%.....	12
图 18： 2023 年注射用盐酸苯达莫司汀市占率近 20%.....	12
图 19： 2023 年研发支出大幅增加.....	12
图 20： 研发人员数量逐年增加.....	12
图 21： 2023 年研发人员学历本科及以上占比约 80%.....	13
图 22： 2023 年 40 岁以下研发人员占比超 90%.....	13
图 23： 2020-2023 年公司每年获批 ANDA 数维持在 11 个左右.....	14
图 24： 2019-2023 年美国子公司 Meitheal 销售收入持续增长.....	15
图 25： 预计 2011-2045 年美国糖尿病市场规模持续扩大.....	16
图 26： 2020-2023 年白蛋白紫杉醇原研美国市场销售额平均高达 7 亿美金.....	17
图 27： 预计 2024-2030 年全球抗肿瘤药物市场规模持续扩大.....	18

表 1: 历经 37 年发展, 健友股份完成从传统原料药到国际无菌注射剂的业务转变 .....	4
表 2: 公司主要业务包括无菌注射剂、肝素原料药、CDMO 和生物创新药 .....	4
表 3: 公司高管均具有丰富的行业经验 .....	5
表 4: 国内上市销售的主要无菌注射剂品种 .....	10
表 5: 公司积极参与国家集采, 共有 7 个制剂产品中标 .....	10
表 6: 公司在全球设立三大合作研发中心, 四个实验室协同研发 .....	13
表 7: 2023 年公司国内外共获批 13 种制剂产品 .....	14
表 8: 三种胰岛素产品美国市场销售总额达 22 亿美元 .....	16
表 9: 2024-2026 年健友股份制剂业务有望维持较快增长 (单位: 百万元) .....	19
表 10: 与可比公司相比, 公司估值偏低, 出海美国制剂产品保持领先优势 .....	20

## 1、健友股份：立足中国、面向全球的国际化注射剂平台公司

健友股份成立于2000年，是全球最大的肝素类原料药和制剂供应商之一，致力于建设国际一流生物制药公司，打造一体化、国际化制剂平台。历经37年发展，公司逐步完成从肝素原料药到肝素制剂的升级，再从肝素制剂到非肝素制剂的扩展，在全球60多个国家和地区开展业务，已成长为美国最主要的高端注射剂供应商之一。目前公司在全球设立三大合作研发中心，分别位于南京、成都和美国，拥有全球领先的隔离器生产线和高端无菌注射剂生产技术。

**表1：历经37年发展，健友股份完成从传统原料药到国际无菌注射剂的业务转变**

年份	业务发展
1987年	开始涉足肝素钠领域
1991年	建立南京健友化学生物制药厂，大力发展肝素行业
2000年	建立南京健友生物化学制药有限公司，开始涉足医药出口业务
2004年	依诺，那曲，达肝制剂项目启动，启动肝素类原料药与制剂的研发与申报
2011年	南京制剂厂区开始建设，打造全球顶尖制剂生产厂区
2014年	通过CFDA的GMP检查，国内获取三个批件，开始向FDA申报
2016年	并购成都健进制药 车间通过FDA的GMP检查
2019年	拓宽制剂全球市场，收购美国医药公司Meitheal，完成全产业链覆盖 依诺肝素钠注射液在美国获批
2021年	建立以中美市场为核心的优秀销售团队 生物创新药事业部成立
2022年	与双成药业合作获得白蛋白紫杉醇美国市场独家代理权
2023年	从友商购买超10个ANDA批件，引入3款主要胰岛素产品
2024年	购买阿达木单抗美国批件

资料来源：健友股份官网、公司公告、开源证券研究所

### 1.1、推进全球化与全产品全产业链布局，坚定创新转型之路

公司从事的主要业务包括肝素原料药、无菌注射剂、CDMO和生物创新药。作为肝素原料药龙头企业，公司与全球多家肝素制剂生产企业建立长期稳定供应关系。通过对全球制剂业务的不断探索，公司在注射剂领域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。CDMO业务定位于无菌注射剂的研发和生产，为客户提供制剂端一站式产业服务；在现有原料药和无菌制剂的产品基础上，公司成立生物医药事业部，与全球领先研发团队合作，深入拓展大分子生物药创新与产业化能力。

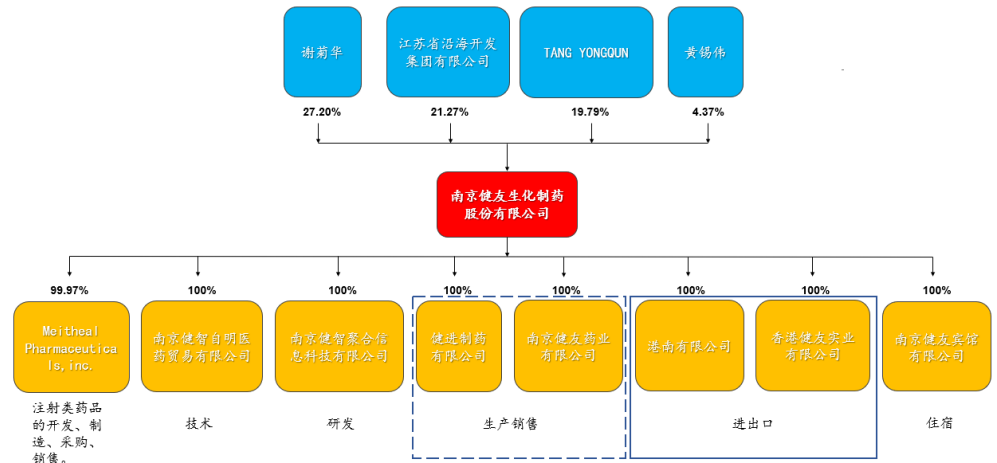
**表2：公司主要业务包括无菌注射剂、肝素原料药、CDMO和生物创新药**

业务分类	具体介绍
无菌注射剂	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
肝素原料药	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
CDMO	公司为客户在全球申报、生产、研究等环节提供专业化服务
生物创新药	公司设有生物医药事业部，下设蛋白设计平台、药物递送系统平台、分子生物学平台和细胞生物学平台，成功搭建重组蛋白药物质量研究与临床评价平台

资料来源：健友股份年报、开源证券研究所

公司股权结构集中，旗下子公司分工明确、协同发展。截至 2023 年，公司实际控制人为谢菊华、唐咏群（TANG YONGQUN）和丁莹，通过一致行动人关系合计持有 47.36% 的股份。公司旗下共有 8 家子公司，各子公司分工明确，业务遍及中国和美国，形成从药物研发、生产、商业化销售到进出口业务的完整产业链。

**图1：公司股权结构集中，旗下子公司分工明确、协同发展**



资料来源：Wind、开源证券研究所 注：股权结构截至 2023 年

公司高管行业经验丰富。公司董事长唐咏群曾任职于富士通、朗讯和阿尔卡特公司，担任工程师、高级工程师、项目经理等职务；副总经理黄锡伟获得博士学位，曾任亚信联创集团股份有限公司首席运营官和董事，以及多家公司的总经理和执行董事等职位；其余高管也均拥有丰富的行业经验。

**表3：公司高管均具有丰富的行业经验**

姓名	职务	工作经历
唐咏群	董事长、董事	历任美国富士通、朗讯和阿尔卡特公司工程师、高级工程师、项目经理，南京健友生物化学制药有限公司副总经理等职务
谢菊华	董事	历任南京缝纫机总厂医生、南京轮胎厂医生、南京锦湖轮胎有限公司医生等职务
黄锡伟	董事、总裁、董事会秘书	曾任亚信联创集团股份有限公司首席运营官、董事，南京健仁信息科技有限公司执行董事，南京联创国际服务外包产业有限公司董事，南京联创网络科技有限公司总经理
王涛	董事	历任江苏省沿海开发集团有限公司资产财务部(资金管理中心)副总经理、总经理

资料来源：健友股份年报、Wind、开源证券研究所

## 1.2、公司业绩稳健增长，盈利能力较强

公司营收保持稳健增长。公司营收从 2019 年的 24.70 亿元增长至 2023 年的 39.31 亿元，CAGR 达到 12.32%，扣非归母净利润从 2019 年的 5.87 亿元逐年增长至 2022 年的 10.80 亿元，CAGR 达到 22.54%。2023 年肝素原料药行业经历调整，公司计提存货减值，导致利润端亏损。

图2：2019-2023 年公司营收稳健增长

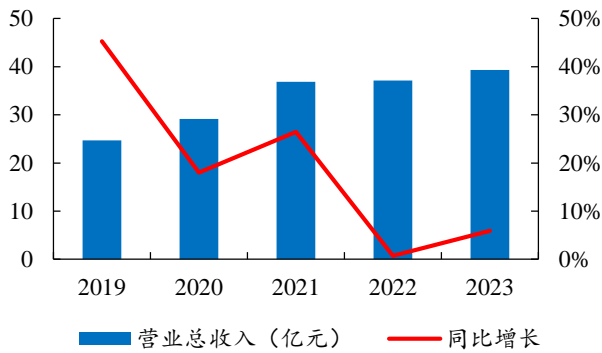
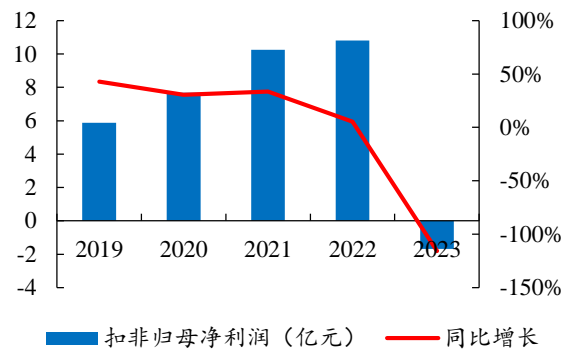


图3：2023 年因存货减值扣非归母净利润为负



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

**制剂业务逐步成为公司核心业务。**2019 年至 2023 年，公司制剂业务营收占比从 30.85% 逐年提升至 70.50%，反之，肝素原料药占比从 61.70% 逐年下降至 25.37%；CDMO 及其他产品占比较低，其他业务对营收贡献较小。

**制剂业务毛利贡献远远超过肝素原料药。**2023 年，公司制剂业务毛利占比高达 79.40%，肝素原料药仅贡献 17.60% 的毛利，此外，公司其他业务毛利贡献整体有小幅提升。

图4：制剂业务营收占比逐年提升

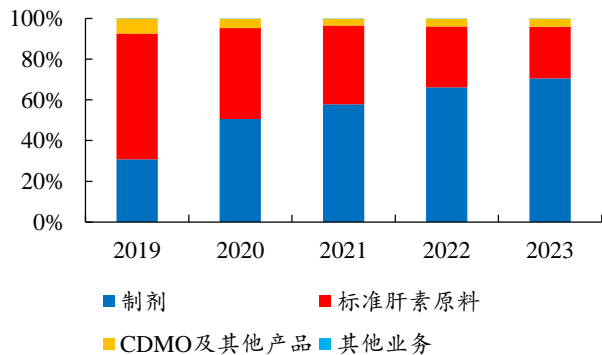
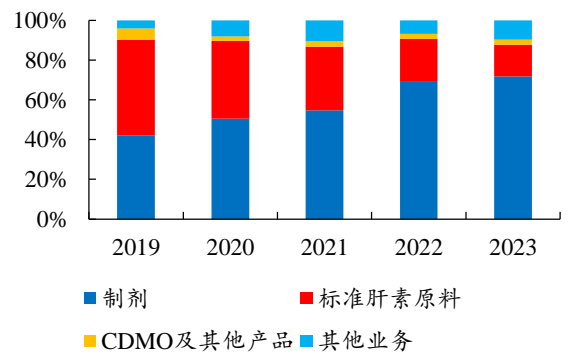


图5：制剂业务毛利占比逐年提升

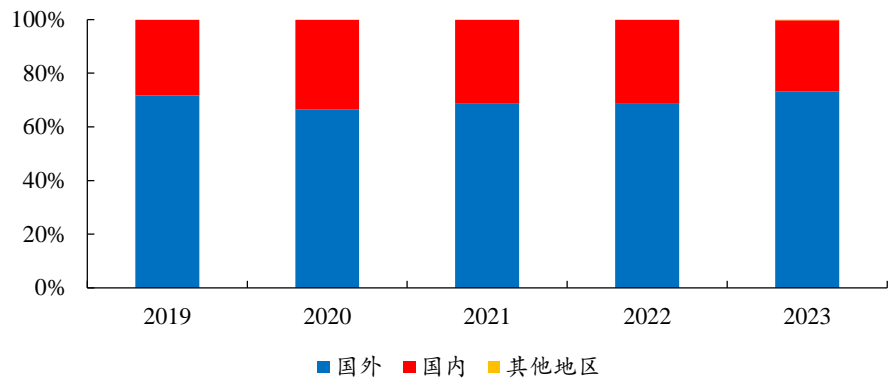


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

**海外营收占比高于国内。**2019 年至 2023 年，公司海外营收占比 70% 附近，国内占比 30% 附近，海内外业务对营收贡献保持稳定。

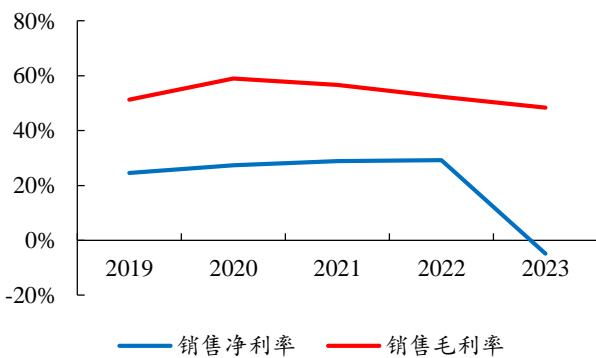
图6：海外营收占比高于国内



数据来源：Wind、开源证券研究所

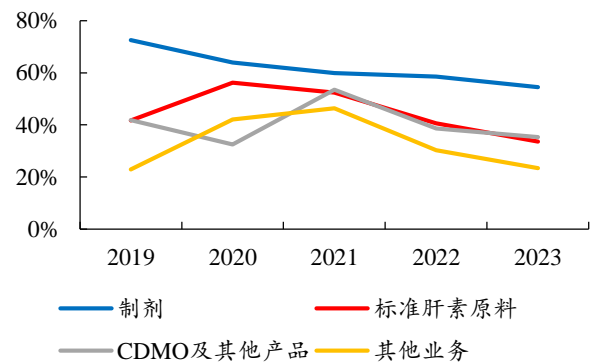
公司盈利能力较强。近五年，公司销售毛利率较为稳定，基本维持在50%以上；销售净利率在前四年保持小幅上涨趋势，2023年受减值影响大幅下降。公司各项业务毛利率整体较为稳定，其中制剂业务毛利率最高。

图7：公司销售毛利率保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

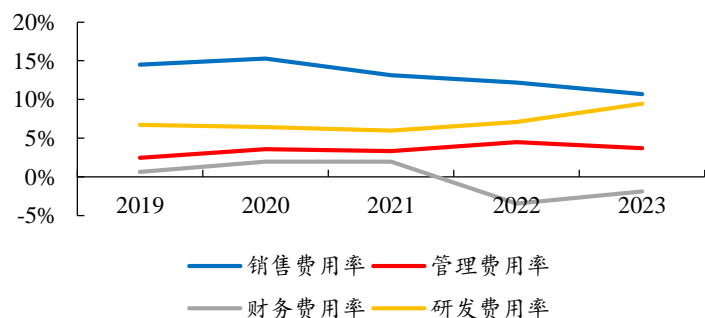
图8：制剂业务毛利率最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司销售费用率呈下降趋势，研发费用率持续提升。销售费用率从2019年的14.51%下降至2023年的10.70%；研发费用率整体呈上升趋势，从2019年的6.74%上升至2023年的9.47%；管理费用率和财务费用率较为平稳。

图9：公司销售费用率呈下降趋势



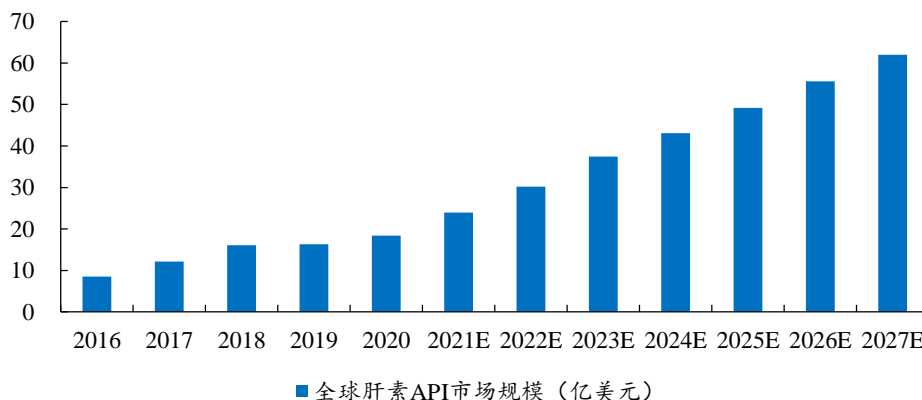
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、肝素 API 市场稳健增长，价格有望回升

肝素是一种由葡萄糖胺、L-艾杜糖醛苷、N-乙酰葡萄糖胺和 D-葡萄糖醛酸交替组成的黏多糖硫酸脂，具有抗凝血作用，肝素类药物可直接用于心脑血管等疾病的治疗。首先生产企业从生猪的小肠粘膜中提取并制作成肝素粗品，由于肝素粗品含有杂蛋白，不能直接用于临床治疗，需要进一步提纯加工为肝素原料药，用于制成标准肝素制剂，或继续加工制成低分子肝素原料药，用于制成低分子肝素制剂。

**肝素市场稳健增长。**根据 Frost & Sullivan 的预测，2021 年至 2027 年，全球肝素 API 市场规模将持续增长，预计 2027 年将达到 61.99 亿美元，CAGR 达到 17.19%。由于欧美发达国家和地区已实现大规模集约化生猪养殖和屠宰，全球肝素粗品资源的增量主要来源于中国等发展国家，中国作为全球最大的生猪养殖和屠宰国家，总量占全球总量 50% 以上，拥有全球最丰富的肝素原材料资源。

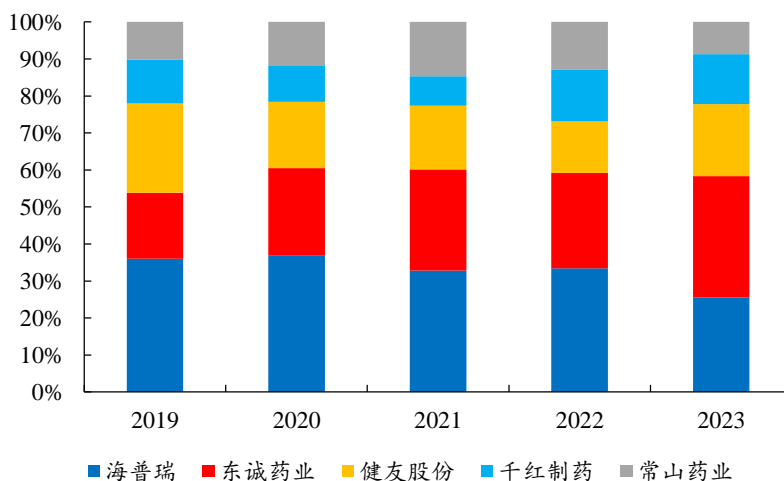
**图10：预计全球肝素 API 市场稳健增长（亿美元）**



数据来源：Frost & Sullivan、艾迪药业公告、开源证券研究所

**国内主要肝素原料药供应商市场份额稳定。**由于中国生猪存栏量较大，全球肝素原料药行业竞争主要集中于中国，国内肝素 API 企业之间竞争格局保持稳定。2023 年公司肝素原料药板块实现收入 9.97 亿元，位居国内肝素原料药供应商第三。

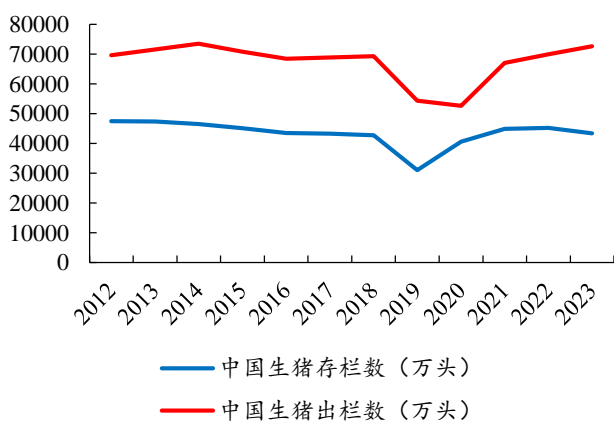


**图11：国内肝素 API 企业竞争格局稳定**


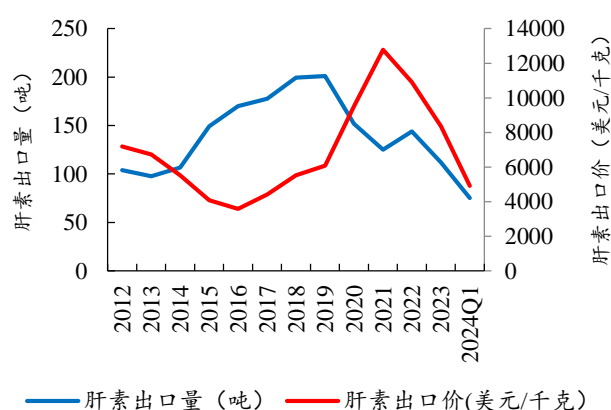
数据来源：Wind、开源证券研究所

**生猪资源供应稳定，肝素价格有望回升。**2019年非洲猪瘟流行，生猪存栏量和出栏量均大幅下降，导致肝素供给端出现短缺，肝素价格大幅上涨；2020-2021年，生猪资源供应逐步恢复，但新冠疫情的流行，导致肝素供给进一步短缺，肝素出口价格持续上涨至2021年，2022年出现小幅回落；2023年，随着疫情的结束，肝素下游企业从相对谨慎的高库存回归正常，面临去库存现状，肝素原料药需求端减弱，肝素价格迅速下降，截至2024年第一季度，肝素价格已跌至4915.32美元/千克，处于历史低位；随着去库存周期的结束，肝素原料药价格有望逐步恢复。

**存货减值充分释放风险。**由于2023年肝素行业受到冲击，价格大幅下跌导致公司存货出现减值现象，公司结合在手订单销售情况和市场预测，对标准肝素原料药产品及其主要原材料进行存货减值，平均减值率达47.86%，充分释放风险。

**图12：我国生猪资源供给稳定**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图13：肝素出口价处于历史低位**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、积极参与国家集采，稳步推进标外市场学术推广

**制剂产品覆盖抗凝及抗肿瘤等领域。**公司在抗凝血和抗血栓领域布局多个产品，包括依诺肝素钠注射液、达肝素钠注射液、那曲肝素钙注射液三款低分子肝素制剂，

依替巴肽注射液以及磺达肝癸钠注射液等；在抗肿瘤领域，公司拥有注射用盐酸苯达莫司汀、白消安注射液；此外，国内制剂在抗感染领域、麻醉辅助、生殖辅助用药以及心血管领域均有覆盖。

**表4：国内上市销售的主要无菌注射剂品种**

制剂名称	主要治疗领域	适应症	获批国家
依诺肝素钠注射液	抗凝血及抗血栓	预防静脉血栓栓塞性疾病；治疗已形成的深静脉血栓；治疗不稳定型心绞痛和非 Q 波型心肌梗死，与阿司匹林合用	美国、中国等
达肝素钠注射液	抗凝血及抗血栓	治疗急性深静脉血栓；治疗不稳定型冠状动脉疾病；预防与手术有关的血栓形成；预防急性肾功能衰竭或慢性肾功能不全者血液透析和血液过滤期间体外循环系统中凝血	中国
那曲肝素钙注射液	抗凝血及抗血栓	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
苯磺顺阿曲库铵注射液	麻醉辅助用药	作为全麻的辅助用药或在重症监护病房（ICU）起镇静作用，它可以松弛骨骼肌，使气管插管和机械通气易于进行	美国、中国
注射用盐酸苯达莫司汀	抗肿瘤	治疗慢性淋巴细胞白血病和非霍奇金淋巴瘤	美国、中国
白消安注射液	抗肿瘤	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
依替巴肽注射液	抗血栓形成	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
磺达肝癸钠注射液	抗凝血	预防静脉血栓栓塞性疾病等	中国
注射用替加环素	抗感染	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
注射用醋酸西曲瑞克	生殖系统	辅助生育技术中，对控制性卵巢刺激的患者，本品可防止提前排卵	中国
米力农注射液	心血管	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

资料来源：健友股份年报、Insight、开源证券研究所

**积极参与国家集采，稳步推进标外市场推广。**公司主要肝素制剂产品依诺肝素钠注射液和那曲肝素钙注射液在第八批全国药品集中采购中标，截至 2023 年，公司共 7 个制剂产品分别在第五批、第七批、第八批集采中标；除集中采购的中选量，公司全面开展国内制剂市场推广，其中磺达肝癸钠注射液 2023 年实现新增商业近 50 家，新进驻医院超 300 家，苯磺顺阿曲库铵注射液新进驻医院近 400 家，市场覆盖率显著提升。

**表5：公司积极参与国家集采，共有 7 个制剂产品中标**

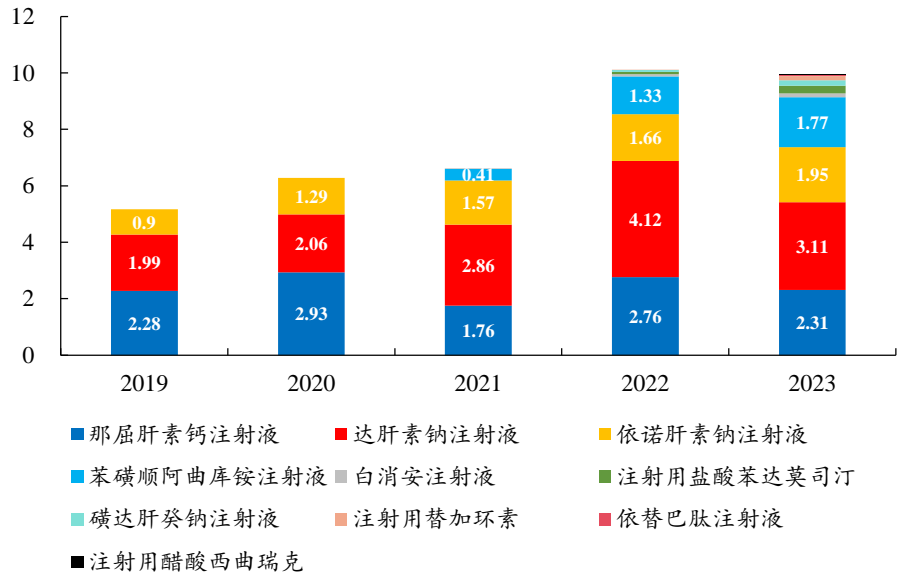
药品名称	规格	中标价格（元）	中选企业数量	集采批次和时间	采购周期
苯磺顺阿曲库铵注射液	5ml:10mg*10 瓶/盒	241.8	3	第五批（2021.6）	2 年
注射用盐酸苯达莫司汀	25mg*1 瓶/盒	572.0	4	第五批（2021.6）	3 年
磺达肝癸钠注射液	0.5ml:2.5mg*10 支/盒	267.5	4	第七批（2022.7）	3 年
注射用替加环素	50mg*10 支/盒	538.0	4	第七批（2022.7）	3 年
依替巴肽注射剂	10ml:20mg*1 支/盒	87.5	8	第七批（2022.7）	3 年
那曲肝素钙注射液	0.4ml:4100AXaIU（预灌封）*10 支/盒	116.8	4	第八批（2023.3）	中选结果执行日起至 2025.12.31
依诺肝素钠注射液	0.4ml:4000AXaIU（预灌封）*10 支/盒	123.5	9	第八批（2023.3）	中选结果执行日起至 2025.12.31

资料来源：上海阳光医药采购网、开源证券研究所

**肝素制剂和苯磺顺阿曲库铵注射液贡献 90%以上的国内制剂业务收入。**2019 年

至 2023 年，国内制剂品类逐步丰富，销售收入呈稳健增长趋势；2023 年，肝素系列制剂产品销售收入均超亿元，其中达肝素钠注射液实现销售收入 3.11 亿元，占公司国内整体制剂销售收入 31%，那曲肝素钙注射液和依诺肝素钠注射液分别实现销售收入 2.31 亿元、1.95 亿元，分别占整体收入 23%、20%；苯磺顺阿曲库铵注射液同样实现销售收入超 1 亿元，占比 18%。

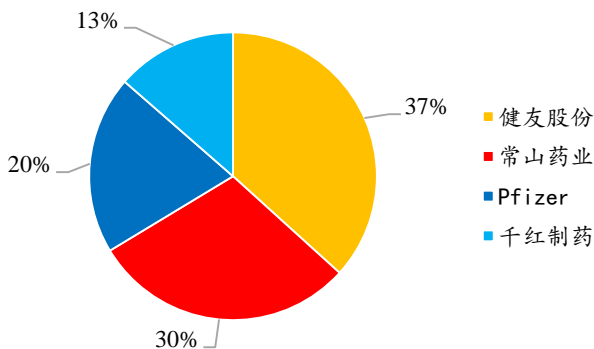
图14：肝素制剂系列产品和苯磺顺阿曲库铵注射液销售贡献 90%以上(单位:亿元)



数据来源：PDB、开源证券研究所

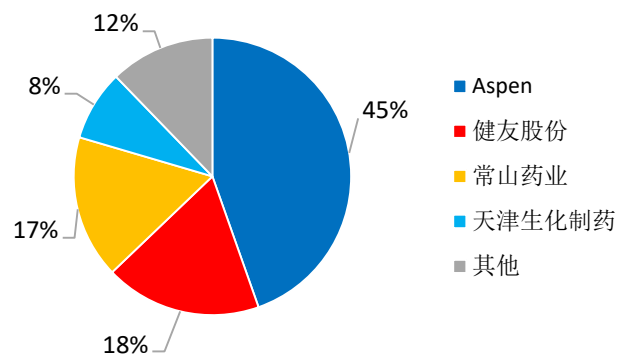
达肝素钠注射液等产品市占率较高。2023 年，公司达肝素钠注射液市占率第一，占比超 30%；那曲肝素钙注射液市占率仅次于 Aspen，占比 18%；苯磺顺阿曲库铵注射液市占率近 30%，几乎与其余两家主要供应商持平；注射用盐酸苯达莫司汀注射液市场份额占比近 20%。

图15：2023 年达肝素钠注射液市占率第一

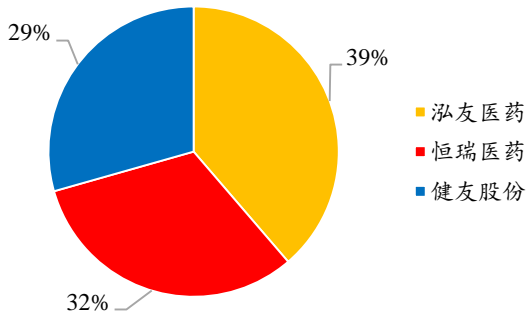


数据来源：PDB、开源证券研究所

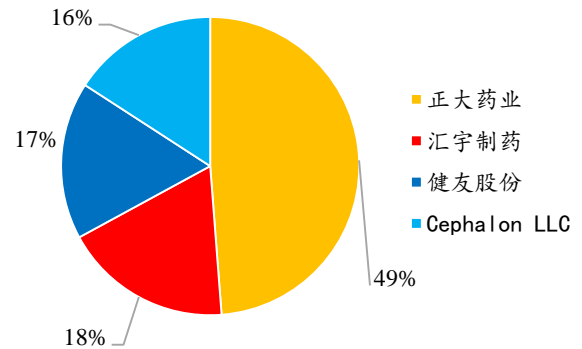
图16：2023 年那曲肝素钙注射液市占率第二



数据来源：PDB、开源证券研究所

**图17：2023年苯磺顺阿曲库铵注射液市占率近30%**


数据来源：PDB、开源证券研究所

**图18：2023年注射用盐酸苯达莫司汀市占率近20%**


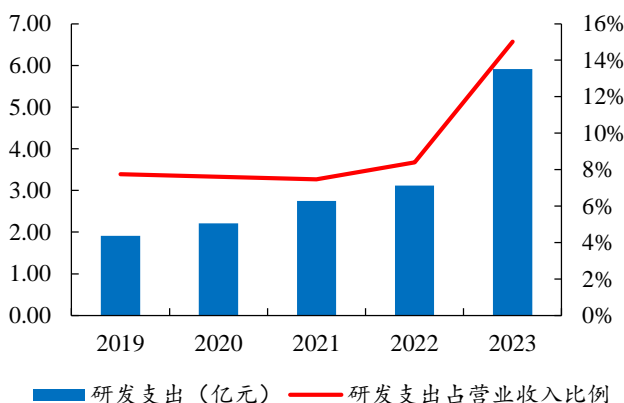
数据来源：PDB、开源证券研究所

## 4、在研产品顺利推进，美国生物类似药市场迎来收获期

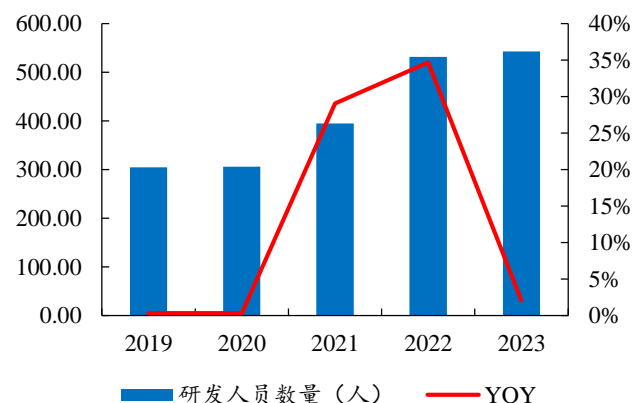
公司坚持以研发为核心竞争力，创新驱动发展，围绕全球及国内重大临床需求与技术进展，大力推进创新药和高端仿制制剂产品的布局与拓展，通过新产线的建设，进一步加快向高端制剂领域迈进步伐，实现“标准肝素/依诺肝素+小分子抗肿瘤注射剂+其他高端制剂”出口的全产业链布局。

### 4.1、研发规模快速增长，制剂产品快速获批

研发投入持续增长，研发团队逐步扩大。2019年至2022年，公司研发支出稳步增长，CAGR为17.77%，2023年，公司研发投入达到5.91亿元，同比增长89.42%，研发支出占营业收入比例几乎翻倍。2019年至2023年，公司研发人员数量逐年增加，2023年研发团队人数达到543人，CAGR为15.51%。

**图19：2023年研发支出大幅增加**


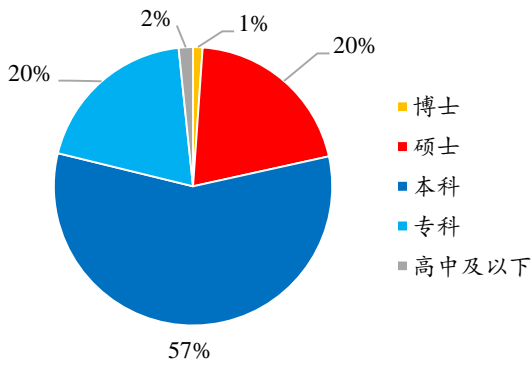
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图20：研发人员数量逐年增加**


数据来源：Wind、开源证券研究所

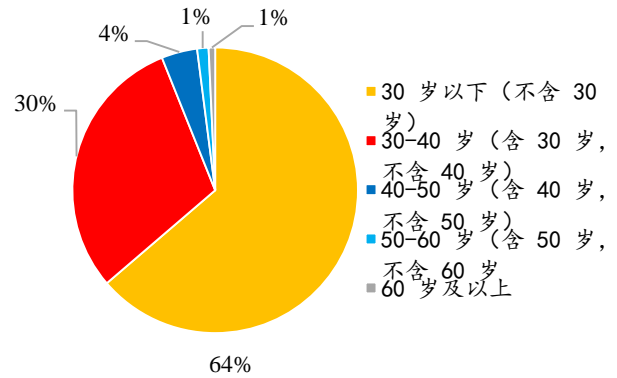
研发人员整体素质较高，团队结构偏年轻化。截至2023年年底，公司研发团队本科学历及以上人才占比约80%，其中，硕博学历员工共117人，占比21%，本科学历员工共311人，占比57%；40岁以下员工占比高达94%，其中，30岁以下员工占比64%，团队结构年轻，创新活力充足。

图21：2023年研发人员学历本科及以上占比约80%



数据来源：健友股份年报、开源证券研究所

图22：2023年40岁以下研发人员占比超90%



数据来源：健友股份年报、开源证券研究所

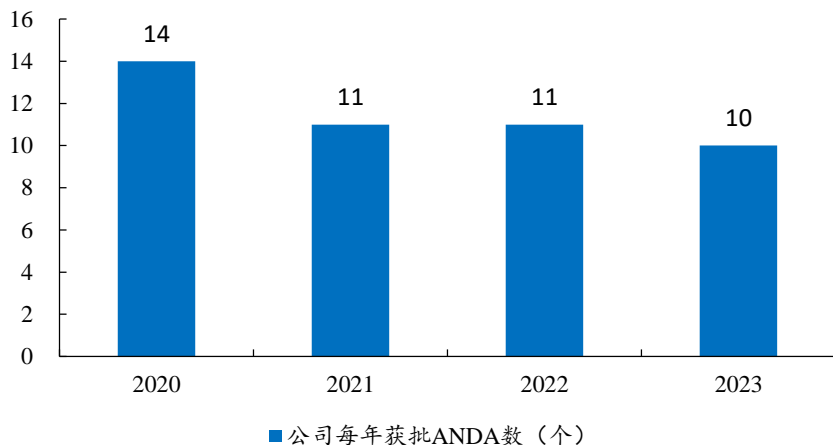
**公司拥有全球研发中心、研发平台等研发优势。**公司分别在南京、成都、美国设立研发中心，其中南京实验室负责研发 mRNA 技术药物，成都实验室负责研发单克隆抗体药物，美国实验室负责全球临床研究，以及位于美国的以色列实验室负责生物创新药研发；全球研发团队通过分工合作、广泛协作的方式，提高研发效率并降低研发成本，形成以肝素制剂类产品为主逐渐向肿瘤及免疫调节、代谢及消化系统、中枢神经系统等重点疾病领域拓展的研发战略，同时积极探索核酸类药物领域，搭建和形成小分子药、多肽药物和复杂制剂技术平台。

表6：公司在全球设立三大合作研发中心，四个实验室协同研发

地点	研发中心	研发工作内容
南京	南京实验室	基于 mRNA 技术的药物开发与商业化生产制造
成都	成都实验室	基于单克隆抗体类药物早期开发与生产制造
美国	美国实验室	作为全球临床研究中心与营销中心
	以色列实验室（协作）	负责生物创新药研发，紧跟创新药行业最新技术趋势

资料来源：健友股份年报、开源证券研究所

**公司多个产品研发进度顺利推进。**截至 2023 年，公司主要在研项目共 59 项，其中已申报以及审批中的项目共 25 项，产品适应症涉及抗感染、抗肿瘤、抗糖调节、抗凝血、麻醉类、消化类、激素类等多个治疗领域，申报地区覆盖中国、美国和欧洲；除自主研发，公司同时通过合作研发、平台孵化及外购 ANDA 等方式增加研发储备广度，以快速实现规模化。

**图23：2020-2023 年公司每年获批 ANDA 数维持在 11 个左右**


数据来源：健友股份年报、开源证券研究所

**2023 年全球获批 13 个制剂品种。**2023 年，公司共有 13 种制剂产品通过审批，抗肿瘤领域获批多个产品，其余产品治疗领域涵盖抗感染、神经系统、眼科疾病、消化系统等，其中 10 个产品在美国获批，1 个产品在加拿大获批，进一步丰富海外制剂产品管线；获批产品中，盐酸布比卡因注射液、普乐沙福注射液等产品在美国市场份额超 1 亿美元，公司产品上市后有望抢占部分市场份额，拉动海外制剂业务增长。

**表7：2023 年公司国内外共获批 13 种制剂产品**

制剂名称	主要治疗领域	适应症	获批国家
奈拉滨注射液	抗肿瘤	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
注射用盐酸吉西他滨	抗肿瘤	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	中国
罗库溴铵注射液	神经系统	作为全身麻醉的辅助	美国
注射用盐酸苯达莫司汀	抗肿瘤/内分泌系统和代谢/血液系统	用于慢性淋巴细胞白血病和非霍奇金淋巴瘤的治疗	美国
唑来膦酸注射液	抗肿瘤/内分泌系统和代谢/骨骼肌肉系统	适用于男女骨佩吉特 (Paget) 病的治疗	美国
盐酸布比卡因注射液 (MDV)	眼科疾病	用于局部浸润麻醉和外周神经阻滞	美国
盐酸布比卡因注射液 (SDV)			
注射用亚叶酸钙	抗肿瘤	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；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
普乐沙福注射液	抗肿瘤/免疫系统/血液系统/泌尿系统	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
依诺肝素钠注射液	抗凝血及抗血栓	预防静脉血栓栓塞性疾病	加拿大
盐酸帕洛诺司琼注射液	消化系统	适用于预防中、重度致吐化疗引起的急性恶心、呕吐。	美国
注射用米卡芬净钠	抗感染	念珠菌血症、急性播散性念珠菌病、念珠菌腹膜炎和脓肿、	中国

制剂名称	主要治疗领域	适应症	获批国家
注射用塞替派	抗肿瘤/血液系统	食管念珠菌病的治疗等 造血干细胞移植前调理治疗	美国

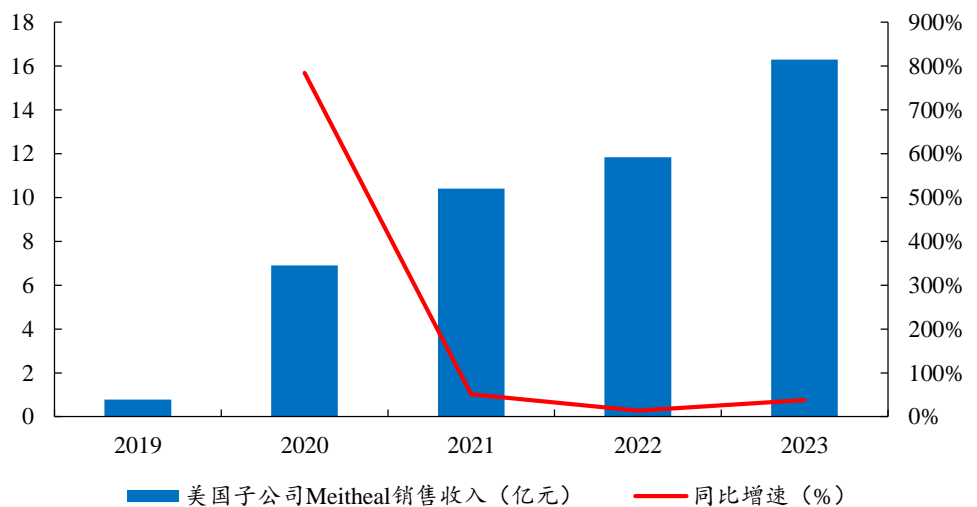
资料来源：Insight、健友股份年报、开源证券研究所

**6 条新产线通过 FDA 现场检查，公司产能建设持续推进。**2023 年，高效智能化高端药品制剂生产性建设项目竣工验收，南京 5 条产线通过 FDA 审计，符合 CGMP 要求，此外成都 1 条新产线也通过 FDA 审计。目前公司已有 12 条生产线通过美国 FDA 审计，生产效率和产能得到充分提升，出口美国的无菌注射剂产能翻倍，为持续拓展美国市场提供坚实保障。

## 4.2、借助 Meitheal 美国市场销售渠道，推进生物类似药市场布局

**收购 Meitheal，持续丰富拓展美国市场销售渠道。**Meitheal 为美国本土化注射剂医药公司，在无菌注射剂的注册、质量和市场营销方面有着较强的能力。Meitheal 管理层都曾任职于 Sandoz、Pfizer、Fresenius Abi 等美国无菌注射剂市场的主要供应商，此外，Meitheal 能够直接面对 GPO、IDN/PN 以及美国三大批发商，并保持长期稳定的合作。自收购以来，Meitheal 销售收入从 2020 年的 6.9 亿元增长至 2023 年的 16.3 亿元，CAGR 高达 33.18%。目前 Meitheal 销售超 55 种产品，涉及多个治疗领域，截至 2024 年 5 月底，有 20 多种产品处于研发阶段，19 种产品正在进行 FDA 申报，14 种产品计划于 2024 年上市。

图24：2019-2023 年美国子公司 Meitheal 销售收入持续增长



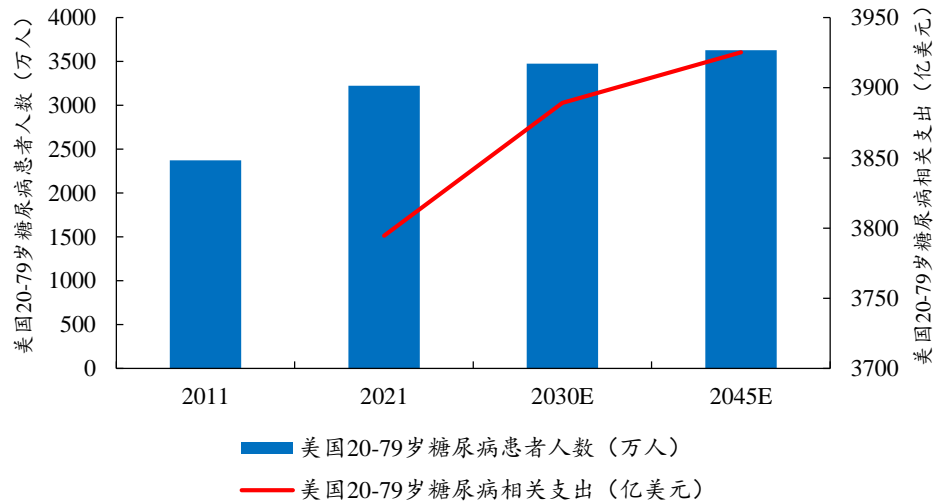
数据来源：健友股份年报、开源证券研究所

**公司重磅布局糖尿病治疗领域产品。**糖尿病是以高血糖为主要特征的代谢性疾病，由胰岛素分泌缺陷或生物作用损伤或二者兼有所引起，长期高血糖会造成人体各组织的慢性损害、功能障碍和器官衰竭。糖尿病分为 1 型糖尿病、2 型糖尿病、妊娠期糖尿病等多个类型，其中 2 型糖尿病占比高达 96%；公司针对糖尿病治疗布局一系列产品，包括胰岛素类似物门冬、甘精、赖脯胰岛素注射液、GLP-1 受体激动剂利拉鲁肽等，未来产品获批上市以后，有望为公司拓展美国胰岛素市场注入强劲动力。

**美国糖尿病患者人数和药物市场规模持续扩大。**根据 IDF（国际糖尿病联盟）的数据，2021 年，美国 20-79 岁的成年糖尿病患者人数为 3222 万人，位居世界第四，

糖尿病相关支出高达 3794.70 亿美元，位列世界第一，2045 年，患者人数将增长至 3629 万人，相关支出将增长至 3925.37 亿美元，人均支出超 1 万美元，胰岛素系列产品有望带来可观的业绩增长。

**图25：预计 2011-2045 年美国糖尿病市场规模持续扩大**



数据来源：IDF、开源证券研究所

门冬、甘精、赖脯胰岛素美国市场空间广阔。2023 年，公司与通化东宝达成战略合作，根据美国 FDA 药品注册要求，共同开展门冬、甘精、赖脯三种胰岛素注射液的开发和生产，同时公司将获得产品上市后在美国市场的独家商业化权益。2023 年门冬、甘精、赖脯三种胰岛素产品的原研产品在美国市场销售额分别为 7.63 亿美元、5.35 亿美元、8.63 亿美元，目前仿制药企业较少，公司产品上市后有较为广阔的市场空间。

**表8：三种胰岛素产品美国市场销售总额达 22 亿美元**

产品名称	原研 2023 年美国市场销售额 (亿美元)	原研企业	获批仿制药企业
门冬胰岛素	7.63	诺和诺德	无
甘精胰岛素	5.35	赛诺菲	礼来、迈兰、默沙东
赖脯胰岛素	8.63	礼来	赛诺菲

资料来源：Insight、各公司年报、开源证券研究所

利拉鲁肽市场空间高达 10 亿美金。利拉鲁肽为 GLP-1 受体驱动剂，可用于治疗肥胖和 2 型糖尿病，目前原研产品专利已到期，美国市场除了原研企业诺和诺德，仅有一家企业获批仿制药，2023 年美国利拉鲁肽注射液市场销售额为 10.03 亿美元。公司年产能 1400 万支利拉鲁肽的单独隔离器卡式生产线已通过 FDA 审计，产品上市后有望持续放量。

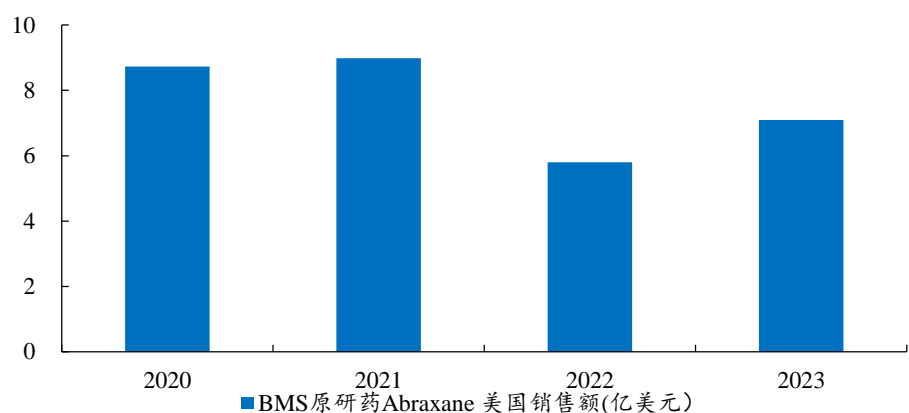
格拉替雷原研产品市场规模较大。格拉替雷是由四种天然氨基酸组成的合成多肽的醋酸盐，用于治疗复发性多发性硬化 (MS) 成人患者，包括临床孤立综合征、复发缓解型多发性硬化和活动性继发进展型多发性硬化。多发性硬化症由人体免疫系统对大脑和脊髓的攻击所导致，会影响人的认知、情感、运动、感觉或视觉功能，在发病初期，可通过药物治疗改善或稳定病情，全世界约有 180 多万人患有此病，常见于年轻人和女性。目前美国市场已有山德士、迈兰制药和 Synthron 三家公司获批



上市。2023 年原研产品 Copaxone 的全球市场销售额为 5.9 亿美元，其中北美地区为 3.2 亿美元，预计公司产品上市后有望贡献较大增量。

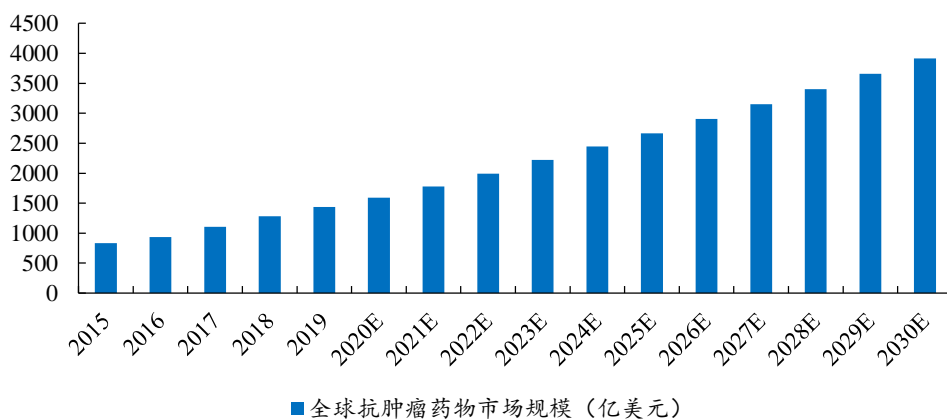
**助力海南双成抗肿瘤重磅产品“白蛋白紫杉醇”进军美国市场。**2022 年 Meitheal 与海南双成签订协议，获得注射用紫杉醇（白蛋白结合型）在美国市场的独家代理权。紫杉醇是近年市场上最有效的天然抗肿瘤药物之一，能够促进微管蛋白聚合，抑制微管蛋白的解聚，临床上可用于乳腺癌、卵巢癌和部分头颈癌以及肺癌治疗；白蛋白紫杉醇是指通过高压技术，使用白蛋白承载天然抗癌提取物紫杉醇而制成的一种纳米颗粒，相较于普通注射用紫杉醇，其独特的纳米剂型使得其可通过 EPR 效应靶向至肿瘤部位，又可与肿瘤细胞高表达的 SPARC 蛋白受体结合，在体内更易分解、靶向性更强，肿瘤中药物蓄积多，从而具有强效低毒、适应症广、给药时间短等优点。

**图26：2020-2023 年白蛋白紫杉醇原研美国市场销售额平均高达 7 亿美金**



数据来源：Insight、开源证券研究所

**白蛋白紫杉醇的市场规模较大。**根据 Frost & Sullivan 的预测，2030 年全球抗肿瘤药物市场规模将达到 3913 亿美金，2020 年至 2030 年期间，预期 CAGR 达到 9.40%。2020 年至 2021 年，BMS 公司的原研产品 Abraxane 的年销售额超 8 亿美金，2022 年短暂下滑后，2023 年销售额回升至 7.09 亿美金，由于 FDA 获批难度较大，目前美国市场仅有一家仿制药获批，公司产品成功获批上市后有望大幅拉动业绩增长。

**图27：预计 2024-2030 年全球抗肿瘤药物市场规模持续扩大**


数据来源：Frost &amp; Sullivan、开源证券研究所

**购买阿达木单抗生物类似药美国市场权益，有望带来部分增量。**2024 年，公司全资子公司香港健友向 Coherus 购买阿达木单抗生物类似药 YUSIMRY 的美国 FDA 批件及所有相关专利、非专利技术和相关资产，获得美国独家商业权和全球销售权，产品已获批所有现有适应症并在美国上市销售。阿达木单抗是一种肿瘤坏死因子阻断剂，适用于减轻类风湿性关节炎、幼年特发性关节炎、银屑病关节炎和强直性脊柱炎的症状和体征，以及治疗克罗恩病、溃疡性结肠炎、斑块状银屑病、化脓性扁桃体炎和色素膜炎。2020 年，原研产品 Humira 为全球及美国最畅销处方药，全球销售额超 198 亿美元，美国销售额超 160 亿美元，2023 年 Humira 的市场独占期结束，截至 2023 年底美国共获批 10 个阿达木单抗生物类似药，Humira 的 2023 年美国销售额仍高达 123 亿美元，全球销售额超 150 亿美元。

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、关键假设

现阶段，健友股份成功从传统原料药供应商转变为国际无菌注射剂企业，国内外产品管线持续扩充，我们预计：

(1) 肝素下游企业去库存周期还未结束，原料药价格底部企稳，仍处于恢复期，由于公司原料药自用比例逐步提升，预计 2024-2026 年标准肝素原料药业务的收入增速为 5.00%、-5.00%、-5.00%；毛利率有所下降，预计 2024-2026 年标准肝素原料药业务毛利率为 20.99%、25.15%、25.93%。

(2) 国内制剂有望借助集采持续放量，海外制剂产品管线持续扩充，高端制剂和生物仿制药产品上市后有望成为制剂业务重要增长点，预计 2024-2026 年制剂业务的收入增速为 24.00%、45.00%、30.00%；毛利率稳健增长，预计 2024-2026 年制剂业务毛利率为 54.51%、56.08%、57.77%。

(3) 受行业竞争加剧的影响，CDMO 业务预计有所下滑，预计 2024-2026 年 CDMO 及其他产品业务的收入增速为 -10.00%、-5.00%、-5.00%；毛利率保持稳定，预计 2024-2026 年 CDMO 及其他产品业务毛利率为 35.32%、35.32%、35.32%。

(4)其他业务相对保持稳定,预计 2024-2026 年其他业务的收入增速为 1.00%、1.00%、1.00%;毛利率基本保持稳定,预计 2024-2026 年其他业务毛利率为 23.33%、23.33%、23.33%。

**表9：2024-2026 年健友股份制剂业务有望维持较快增长（单位：百万元）**

子版块	财务表现	2023A	2024E	2025E	2026E
标准肝素原料药	营收	997.33	1047.19	994.83	945.09
	同比增速 (%)	(10.12)	5.00	(5.00)	(5.00)
	成本	661.93	827.41	744.67	699.99
	毛利率 (%)	33.63	20.99	25.15	25.93
制剂	营收	2771.67	3436.86	4983.45	6478.49
	同比增速 (%)	12.75	24.00	45.00	30.00
	成本	1260.71	1563.29	2188.60	2735.75
	毛利率 (%)	54.51	54.51	56.08	57.77
CDMO 及其他产品	营收	153.74	138.37	131.45	124.88
	同比增速 (%)	9.58	(10.00)	(5.00)	(5.00)
	成本	99.44	89.50	85.02	80.77
	毛利率 (%)	35.32	35.32	35.32	35.32
其他	营收	8.65	8.74	8.83	8.92
	同比增速 (%)	87.76	1.00	1.00	1.00
	成本	6.63	6.70	6.77	6.83
	毛利率 (%)	23.33	23.33	23.33	23.33

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：2024-2026 年关键假设数据来自开源证券研究所

## 5.2、盈利预测与估值

公司业务覆盖肝素原料药、肝素制剂、无菌注射剂、CDMO 和生物药，近年来大力推进生物创新药和高端仿制产品的布局与拓展。随着公司布局的生物类似药逐步获批，有望带来较大业绩弹性。考虑公司在美国注射剂市场渠道的逐步拓展和生物类似药的布局，我们看好公司的长期发展，预计 2024-2026 年归母净利润为 8.59/11.77/16.79 亿元，当前股价对应 PE 分别为 26.6/19.4/13.6 倍。

考虑健友股份从原料药业务逐步转型为高端仿制药制剂、创新药业务等方面，我们选取与健友股份业务相近的国内原料药制剂转型企业华海药业、信立泰，以及生物药企业通化东宝、特宝生物作比较。与可比公司的平均估值相比，健友股份估值较低；健友股份逐步完成传统原料药供应商向国际无菌注射剂企业的转变，出海美国制剂产品保持领先优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表10：与可比公司相比，公司估值偏低，出海美国制剂产品保持领先优势**

证券代码	证券简称	收盘价(元/股)	归母净利润增速 (%)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688278.SH	特宝生物	70.30	41.06	38.48	34.27	36.5	26.4	19.6
600521.SH	华海药业	17.99	57.01	19.29	24.02	20.2	17.0	13.7
600867.SH	通化东宝	8.44	-79.13	274.49	26.06	68.6	18.3	14.5
002294.SZ	信立泰	34.08	8.25	14.08	20.21	60.5	53.0	44.1
	可比公司平均		6.31	110.75	28.11	41.8	20.6	16.0
603707.SH	健友股份	14.13	553.23	37.05	42.70	26.6	19.4	13.6

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：特宝生物、通化东宝、信立泰的盈利预测来自 Wind 一致预测数据，华海药业的盈利预测来自开源证券研究所的预测，数据截至 2024 年 12 月 9 日收盘

## 6、风险提示

**产品质量控制风险：**由于肝素类药物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，同时，公司的主要合作伙伴是国际主流肝素制剂生产企业，出于严格监管要求和对自身产品质量、市场形象等因素，对其供应商有着严格甚至个性化的质量要求。

**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，其价格波动将对公司生产成本产生较大影响，价格下跌导致企业库存的原材料价值下降，进而影响公司的经营业绩和资产价值。

**药品研发不达预期的风险：**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。

**汇率波动风险：**公司海外业务是营收重要组成部分，以美元结算为主，若人民币未来大幅升值，将导致公司所持美元资产产生汇兑损失，影响公司的盈利水平。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	8294	7262	8363	8579	10403
现金	1389	1210	834	2402	2123
应收票据及应收账款	974	754	1396	1396	2165
其他应收款	242	231	140	297	206
预付账款	25	41	8	54	22
存货	5616	4158	5789	4294	5772
其他流动资产	49	868	196	135	114
<b>非流动资产</b>	1716	2263	2214	2414	2462
长期投资	0	0	7	11	16
固定资产	931	1142	1215	1358	1451
无形资产	212	467	460	442	422
其他非流动资产	573	654	533	603	572
<b>资产总计</b>	10010	9524	10577	10992	12865
<b>流动负债</b>	2705	3086	3525	3030	3494
短期借款	1957	1567	2135	1664	1713
应付票据及应付账款	505	538	789	806	1069
其他流动负债	243	982	601	560	711
<b>非流动负债</b>	1138	640	558	466	367
长期借款	991	506	418	330	228
其他非流动负债	147	133	140	137	138
<b>负债合计</b>	3843	3726	4083	3497	3860
少数股东权益	-3	-3	-5	-6	-9
股本	1617	1617	1617	1617	1617
资本公积	604	601	601	601	601
留存收益	3915	3540	4242	5206	6581
<b>归属母公司股东权益</b>	6171	5802	6499	7502	9013
负债和股东权益	10010	9524	10577	10992	12865

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	595	1619	-851	2443	-96
净利润	1087	-189	857	1176	1677
折旧摊销	140	154	154	179	207
财务费用	-128	-74	-169	-225	-361
投资损失	-27	89	31	60	45
营运资金变动	-478	601	-1850	1317	-1694
其他经营现金流	3	1039	127	-63	31
<b>投资活动现金流</b>	-400	-1162	383	-369	-327
资本支出	470	419	220	314	281
长期投资	36	-757	-7	-4	-5
其他投资现金流	34	14	611	-52	-41
<b>筹资活动现金流</b>	-311	51	-281	-133	144
短期借款	386	-390	568	-470	49
长期借款	517	-485	-88	-89	-101
普通股增加	373	0	0	0	0
资本公积增加	-384	-3	0	0	0
其他筹资现金流	-1203	929	-761	426	197
<b>现金净增加额</b>	-132	592	-749	1941	-279

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	3713	3931	4631	6119	7557
营业成本	1768	2029	2487	3025	3523
营业税金及附加	31	56	52	78	91
营业费用	452	421	533	753	952
管理费用	166	146	176	202	257
研发费用	264	372	445	606	824
财务费用	-128	-74	-169	-225	-361
资产减值损失	-10	-1244	-9	-13	-17
其他收益	0	55	28	41	34
公允价值变动收益	-5	-3	-4	-4	-4
投资净收益	27	-89	-31	-60	-45
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	1174	-295	1093	1650	2245
营业外收入	12	0	6	3	5
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	1185	-295	1099	1653	2249
所得税	99	-105	242	477	573
<b>净利润</b>	1087	-189	857	1176	1677
少数股东损益	-4	-0	-2	-1	-2
<b>归属母公司净利润</b>	1091	-189	859	1177	1679
EBITDA	1467	-48	1351	1912	2502
EPS(元)	0.68	-0.12	0.53	0.73	1.04

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	0.7	5.9	17.8	32.1	23.5
营业利润(%)	-0.7	-125.1	470.9	50.9	36.1
归属于母公司净利润(%)	3.0	-117.4	553.2	37.0	42.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	52.4	48.4	46.3	50.6	53.4
净利率(%)	29.4	-4.8	18.5	19.2	22.2
ROE(%)	17.6	-3.3	13.2	15.7	18.6
ROIC(%)	13.2	-1.5	10.1	12.7	15.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	38.4	39.1	38.6	31.8	30.0
净负债比率(%)	26.8	25.0	29.4	-2.9	0.2
流动比率	3.1	2.4	2.4	2.8	3.0
速动比率	1.0	0.9	0.7	1.4	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	4.1	4.6	4.4	4.5	4.4
应付账款周转率	3.8	3.9	3.8	3.9	3.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.68	-0.12	0.53	0.73	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	1.00	-0.53	1.51	-0.06
每股净资产(最新摊薄)	3.79	3.56	3.99	4.61	5.55
<b>估值比率</b>					
P/E	20.9	-120.5	26.6	19.4	13.6
P/B	3.7	4.0	3.5	3.1	2.5
EV/EBITDA	16.7	-487.3	18.3	11.8	9.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn