

2025 年 02 月 27 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
李强
SAC: S1350524040001
liqiang01@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 02 月 26 日
收盘价（元）	29.38
一年内最高/最低（元）	38.10/25.51
总市值（百万元）	32,753.31
流通市值（百万元）	32,745.94
总股本（百万股）	1,114.82
资产负债率（%）	15.52
每股净资产（元/股）	7.72

资料来源：聚源数据

信立泰 (002294.SZ)

——慢病领域龙头，高血压/心衰市场潜力可期

投资要点：

- **聚焦心血管大赛道，集采阵痛期已过，预计即将进入创新收获期。**公司为中国慢病领域龙头之一，在心血管领域布局多年，并连续多年高研发投入（2023 年研发支出超 10 亿，占收入比例达 31%），在经过 2018–2020 年集采阵痛期后，创新药板块开始放量，且后续高血压、心衰等大品种预计即将兑现，发展有望迈入创新驱动新台阶。
- **从单方到复方，从初治到全流程管理，公司高血压产品集群即将逐步升级，竞争力不断增强。**公司现有高血压药物主要为单方制剂，目前拥有阿利沙坦酯十亿量级创新药，并以其为基础布局 SAL0107（阿利沙坦酯氨氯地平，2024 年获批上市）和 SAL0108（阿利沙坦酯吲达帕胺，已报产）两款复方制剂，以及 ARNI 类创新药 S086（阿利沙坦酯沙库比曲钙，高血压适应症已报产），以及 SAL0120（二期）、SAL0140（即将 IND）和 SAL0130（三期）等创新产品，以及小核酸药物，实现从初治（阿利沙坦酯+S086），到单药控制不佳（SAL0107+SAL0108），到难治（SAL0120+SAL0140+SAL0130）高血压患者全流程管理，公司高血压产品集群矩阵已经形成，市场龙头地位有望持续巩固，我们预计 2030 年公司高血压领域收入有望超 50 亿元。
- **中美双报心衰创新药 JK07 值得期待，心衰市场潜力广阔。**在心衰领域，现有药物只能改善症状（通过调节神经内分泌系统、减轻心脏负荷等），ARNI 类药物通过抑制脑啡肽酶和拮抗血管紧张素受体间接改善心肌重构，目前尚无上市药物能通过直接改善修复心肌细胞结构和功能来治疗心衰，JK07 为中美双报创新药，有望通过改善心肌细胞结构和功能治疗心衰，美国二期临床中期数据显示，JK07 在低剂量组中显示出良好的安全性和耐受性，初步观察到积极疗效信号，考虑到全球心衰市场潜力广阔，若 JK07 能成功上市或将成为重磅潜力品种。
- **其他慢病亦有大品种布局，小核酸药物平台值得期待。**其他领域，肾科创新药恩那度司他目前处于市场推广早期，对标产品罗沙司他 2023 年中国净销售额达 2.8 亿美元，市场潜力较大；PCSK9 单抗在中国降血脂领域市场份额快速提升，公司 SAL003(PCSK9 单抗)目前处于临床三期，预计兑现在即；小核酸平台建设初见成效，已经具备裸序列设计、修饰优化、递送系统改进，体内外评价等综合能力，截止 2023 年已交付 4 个先导化合物。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 6.2/6.8/8.5 亿元，同比增速分别为 6.2%/9.4%/26.1%，当前股价对应的 PE 分别为 53/49/39 倍。我们选取海思科、恒瑞医药和贝达药业作为可比公司估值，考虑到公司创新药研发顺利推进，下游慢病市场潜力广阔，维持“买入”评级。
- **风险提示。**1）研发不及预期的风险；2）市场竞争加剧的风险；3）政策超预期的风险；4）市场空间存在测算偏差的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,482	3,365	4,008	4,483	5,520
同比增长率（%）	13.85%	-3.35%	19.09%	11.86%	23.13%
归母净利润（百万元）	637	580	616	674	849
同比增长率（%）	19.34%	-8.93%	6.18%	9.40%	26.06%
每股收益（元/股）	0.57	0.52	0.55	0.60	0.76
ROE（%）	8.02%	7.23%	7.61%	8.23%	10.24%
市盈率（P/E）	51.42	56.46	53.18	48.61	38.56

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 6.2/6.8/8.5 亿元，同比增速分别为 6.2%/9.4%/26.1%，当前股价对应的 PE 分别为 53/49/39 倍。我们选取海思科、恒瑞医药和贝达药业作为可比公司估值，考虑到公司创新药研发顺利推进，下游慢病市场潜力广阔，维持“买入”评级。

关键假设

1) 制剂收入：考虑阿利沙坦酯、恩那度司他目前处于快速增长期，以及新品种 SAL0107、长效特立帕肽、S086 未来三年的增量，我们假设制剂板块 2024–2026 年收入分别为 31.7/35.7/45.4 亿元，同比增长 19.4%/12.6%/27.3%；2) 仿制药收入：考虑到头孢呋辛集采续约的影响，我们假设 2024–2026 年收入同比增长–3.5%/–25.0%/–9.5%，对应分别为 14.0/10.5/9.5 亿元；3) 医疗器械收入：我们假设 2024–2026 年收入同比增长 30%/15%/10%，对应分别为 2.8/3.2/3.6 亿元；4) 原料及中间体收入：我们假设 2024–2026 年收入同比增长 15%/7%/6%，对应分别为 4.8/5.1/5.4 亿元。

投资逻辑要点

高血压领域：公司现有高血压药物主要为单方制剂，目前拥有阿利沙坦酯十亿量级创新药，并以其为基础布局 SAL0107（阿利沙坦酯氨氯地平，2024 年上市）和 SAL0108（阿利沙坦酯吲达帕胺，已报产）两款复方制剂，以及 ARNI 类创新药 S086（阿利沙坦酯沙库比曲钙，高血压适应症已报产），以及 SAL0120（二期）、SAL0140（即将 IND）和 SAL0130（三期）等创新产品，以及小核酸药物，实现从初治（阿利沙坦酯+S086），到单药控制不佳（SAL0107+SAL0108），到难治（SAL0120+SAL0140+SAL0130）高血压患者全流程管理，公司高血压产品集群矩阵已经形成，市场龙头地位有望持续巩固，我们预计 2030 年公司高血压领域收入有望超 50 亿元。

心衰领域，现有药物只能改善症状（通过调节神经内分泌系统、减轻心脏负荷等），ARNI 类药物通过抑制脑啡肽酶和拮抗血管紧张素受体间接改善心肌重构，目前尚无上市药物能通过直接改善修复心肌细胞的结构和功能来治疗心衰，JK07 为中美双报创新药，有望通过改善心肌细胞结构和功能治疗心衰，美国二期临床中期数据显示，JK07 在低剂量组中显示出良好的安全性和耐受性，初步观察到积极疗效信号，考虑到全球心衰市场潜力较大，若 JK07 能成功上市或将成为重磅潜力品种。

核心风险提示

1) 研发不及预期的风险；2) 市场竞争加剧的风险；3) 政策超预期的风险；4) 市场空间存在测算偏差的风险。

内容目录

1. 心血管领域龙头，预计即将进入创新收获期	6
1.1. 集采镇痛影响逐步减弱，创新药开始发力	6
1.2. 研发支出不断加大，盈利水平相对稳定	8
2. 中国高血压市场广阔，慢病龙头大有可为	10
2.1. 老龄化背景下，高血压人群数量持续增长	10
2.2. 复方制剂依从性好，销量占比不断提升	11
2.3. 以阿利沙坦酯和 S086 为基础，打造高血压全流程产品矩阵	13
3. 心衰市场空间较大，公司创新品种预计即将兑现	18
3.1. 中国心衰人群不断增长，治疗领域前景广阔	18
3.2. 中美双报创新产品 JK07 值得期待，临床进度顺利推进中	19
4. 其他特色慢病品种持续兑现，带动业务多点开花	22
4.1. 恩那罗：目前处于市场推广初期，肾科领域潜力较大	22
4.2. 长效特立帕肽预计即将兑现，产品矩阵丰富提高竞争力	24
4.3. PCSK9 单抗市场快速增长，SAL003 目前处于临床三期	26
5. 盈利预测与评级	28
5.1. 盈利预测	28
5.2. 相对估值	28
6. 风险提示	29

图表目录

图表 1： 信立泰股价复盘	6
图表 2： 信立泰股权结构（截至 2024Q3）	7
图表 3： 2010-2024Q1-3 公司营业收入情况	7
图表 4： 2010-2024Q1-3 公司归母净利润情况	7
图表 5： 2006-2023 年公司收入结构情况（亿元）	8
图表 6： 2006-2023 年公司收入占比情况	8
图表 7： 2015-2024Q1-3 公司销售费用率情况	8
图表 8： 2015-2023 年公司研发支出情况	8
图表 9： 2010-2024Q1-3 公司毛利率和归母净利率情况	9
图表 10： 2018-2024Q1-3 年公司管理费用率和财务费用率情况	9
图表 11： 信立泰主要上市产品情况	9
图表 12： 全国高血压患病率调查	10
图表 13： 基于血压水平和心血管风险启动降压治疗的时机	10
图表 14： 高血压患者单药或联合药物治疗方案	11
图表 15： 有合并症高血压患者单药或联合药物推荐治疗方案	11
图表 16： 2019-2024H1 样本医院/药店高血压药物市场规模（亿元）	12
图表 17： 2019-2024H1 样本医院/药店高血压药物市场份额（按销售额）	12
图表 18： 2019-2024H1 样本医院高血压药物销售量（亿片/粒/瓶）	12
图表 19： 2019-2024H1 样本医院高血压药物市场份额（按销售量）	12
图表 20： 2019-2024H1 样本医院高血压复方制剂销售量（亿片/粒）	12
图表 21： 2019-2024H1 样本医院高血压复方制剂市场份额（按销售量）	12
图表 22： 信立泰部分现有及在研新药情况	13
图表 23： 样本医院/药店销售靠前高血压药品情况	13
图表 24： 夜间血压升高是心血管死亡最显著的预测指标	14
图表 25： 夜间高血压高发人群	14
图表 26： 2019-2024H1 样本医院/药店阿利沙坦酯销售额（亿元）	15
图表 27： 2019-2024H1 样本医院/药店 ARB 药物销售额（亿元）	15
图表 28： 信立泰高血压创新药布局情况	15
图表 29： 沙库巴曲缬沙坦的结构及药理学作用示意图	16

图表 30: 利钠肽与 5 大类降压药物降压作用对比	16
图表 31: 2019-2024H1 样本医院/药店诺欣妥销售额	16
图表 32: 2019-2024H1 样本医院诺欣妥销售量	16
图表 33: 信立泰高血压药物销售额预测	17
图表 34: 全球心衰流行病学情况	18
图表 35: 慢性 HFrEF 患者治疗流程	19
图表 36: 心衰药物发展历史	19
图表 37: NRG-1 药物作用机理	20
图表 38: JK07 药物作用机理	20
图表 39: JK07 药物 Ib 期临床数据	21
图表 40: 信立泰心衰药物销售额预测	21
图表 41: 中国 CKD 患者贫血患病率情况	22
图表 42: 慢性肾脏病 (CKD) 贫血主要治疗药物	23
图表 43: 中国已经获批上市罗沙司他药物	23
图表 44: 恩那度司他对比罗沙司他	24
图表 45: 抗骨质疏松药物的选择	24
图表 46: 中国已上市特立帕肽情况	25
图表 47: 2019-2024H1 样本医院特立帕肽销售额	25
图表 48: 2019-2024H1 样本医院特立帕肽市场格局情况 (按销售额)	25
图表 49: 家族性高胆固醇血症推荐治疗药物	26
图表 50: 中国已上市 PCSK9 靶点药物情况	26
图表 51: 2019-2024H1 样本医院/药店降血脂药物市场份额 (按销售额)	27
图表 52: 2019-2024H1 样本医院/药店依洛尤单抗和阿利西尤单抗销售额情况 (亿元)	27
图表 53: 信立泰收入预测 (亿元)	28
图表 54: 可比公司估值表	29

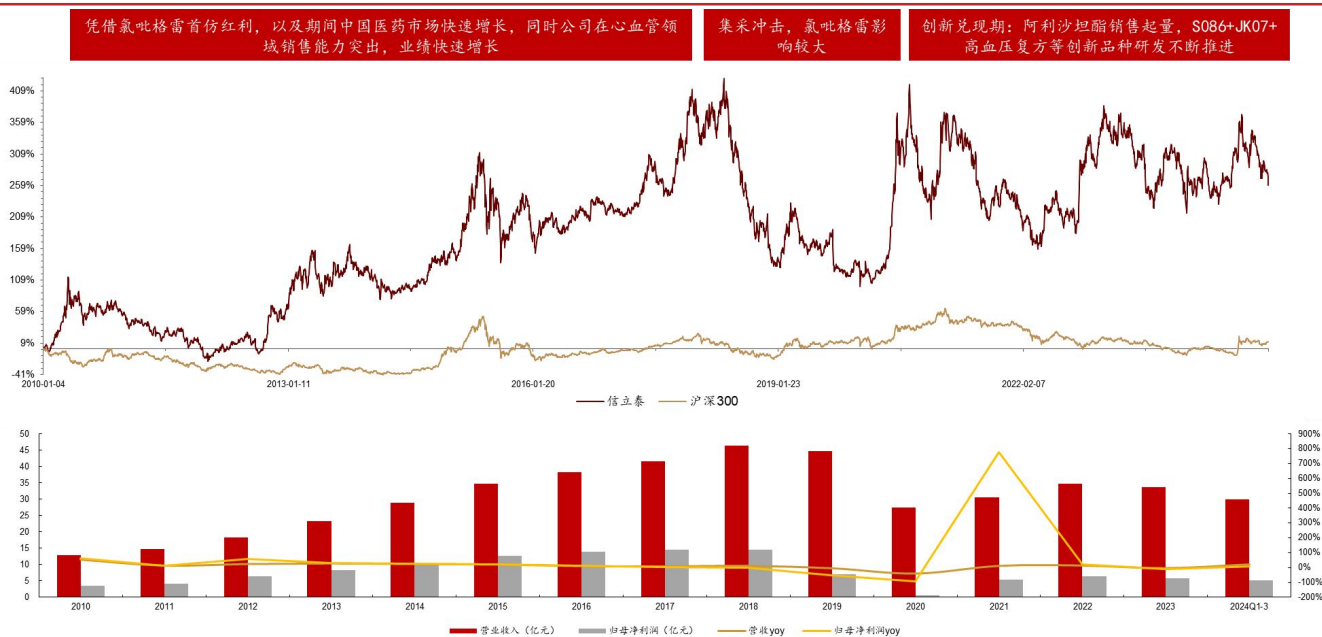
1. 心血管领域龙头，预计即将进入创新收获期

1.1. 集采镇痛影响逐步减弱，创新药开始发力

信立泰成立于 1998 年，2009 年在深交所上市，业务布局涵盖心血管四大领域（脑血管、心血管、心脏实体、外周血管）及六大科室（心内科、心外科、神内科、神外科、肾内科、血管外科），布局植入介入器械产品，实现药品、器械、服务的战略协同，提供全方位治疗方案，提升在心血管领域综合解决方案的优势地位，目前信立泰已经成为以心血管为主的中国慢病领域龙头企业之一。

信立泰销售能力一直较为突出，回顾公司发展历史，在 2009–2017 年期间，凭借重磅首仿品种氯吡格雷（泰嘉），以及公司在心血管领域的丰富经验，泰嘉快速占领市场，推动业绩持续高增长。但在 2018 年开始的 4+7 集采以及后续的集采中，泰嘉受到较大影响，导致业绩出现大幅下滑。在 2021 年之后，随着集采的影响逐步出清，以阿利沙坦酯为代表的创新品种销售开始起量，公司收入端开始企稳回升，且随着在研管线中的大品种即将进入收获期，预计公司创新转型即将完成。

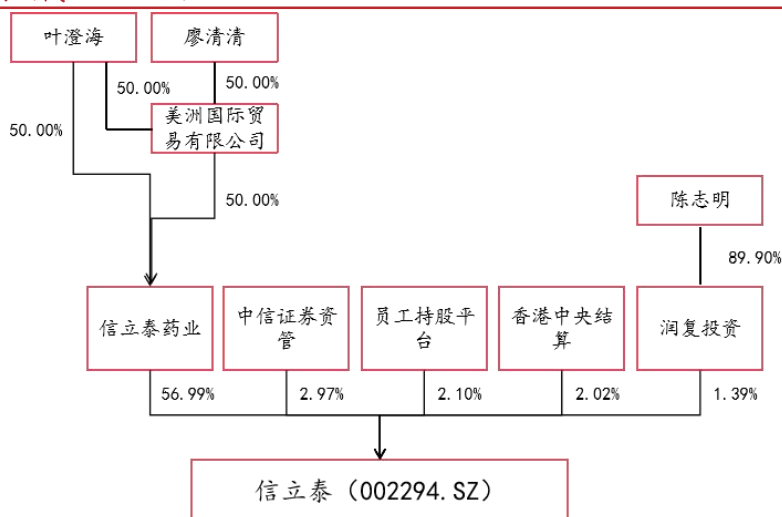
图表 1：信立泰股价复盘



资料来源：wind，华源证券研究所

股权结构方面，公司实控人为叶澄海和廖清清夫妇、叶宇翔、叶宇筠和陈志明，股权结构稳定，截止 2024Q3，叶澄海和廖清清夫妇通过信立泰药业持有上市公司 56.99% 股权。

图表 2：信立泰股权结构（截至 2024Q3）

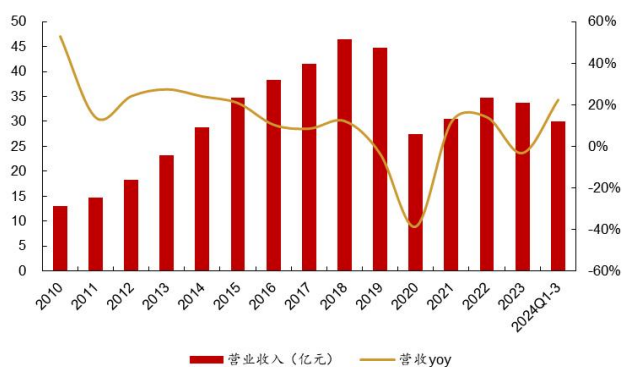


资料来源：wind，华源证券研究所

在 2018 年之前，依托氯吡格雷等产品快速放量，公司收入从 2010 年的 12.98 亿元增长至 2018 年的 46.52 亿元，期间复合增速达到约 17%，归母净利润从 2010 年的 3.55 亿元增长至 2018 年的 14.58 亿元，复合增速约 19%。

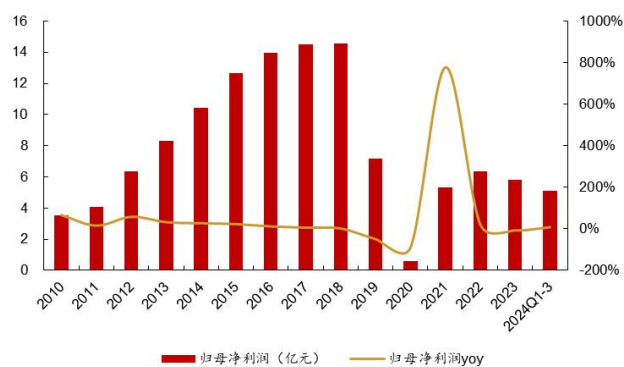
2018–2020 年期间，受集采影响，公司收入和归母净利润承压明显，2021 年之后，随着集采影响逐渐减弱，以及阿利沙坦酯等创新品种逐渐发力，公司收入端开始稳步回升，2024 前三季度，公司营业收入达到 30.0 亿元，同比增长 22.2%，实现归母净利润 5.1 亿元，同比增长 6.4%。

图表 3：2010–2024Q1–3 公司营业收入情况



资料来源：wind，华源证券研究所

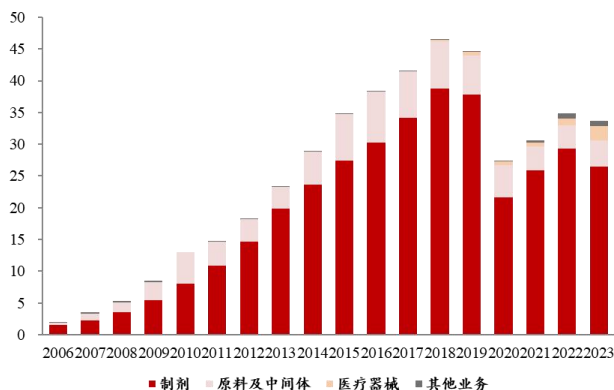
图表 4：2010–2024Q1–3 公司归母净利润情况



资料来源：wind，华源证券研究所

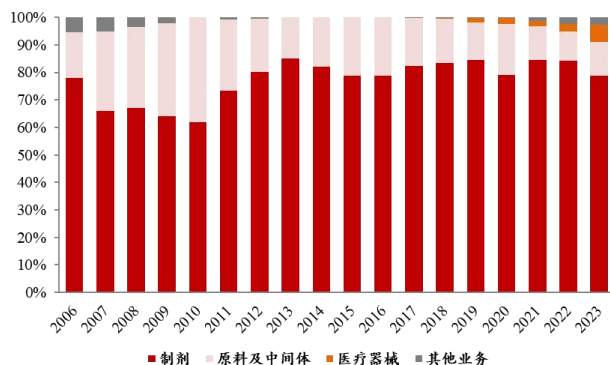
从收入结构来看，药物制剂占公司收入比例较大，2023 年制剂收入为 26.5 亿元，占公司收入比例达到 78.7%，原料及中间体收入为 4.1 亿元，占公司收入比例为 12.3%，医疗器械收入为 2.2 亿元，占公司收入比例为 6.4%。

图表 5：2006-2023 年公司收入结构情况（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 6：2006-2023 年公司收入占比情况



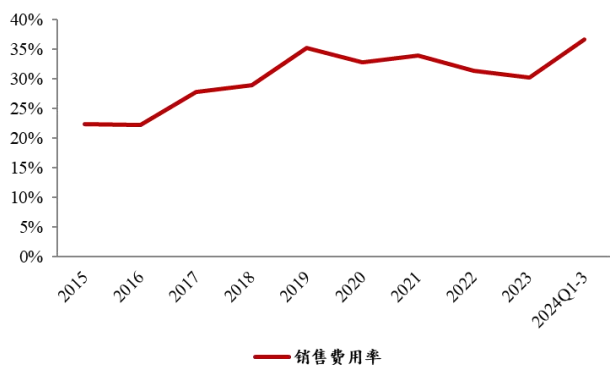
资料来源：wind，华源证券研究所

1.2. 研发支出不断加大，盈利水平相对稳定

从销售费用率情况来看，随着创新品种收入占比的提高，公司销售费用率近几年有所提高，2024 前三季度，公司销售费用率达到 36.6%，毛利率和净利率方面近几年相对较为稳定，2024 前三季度为 72.1%，归母净利率为 17.0%。

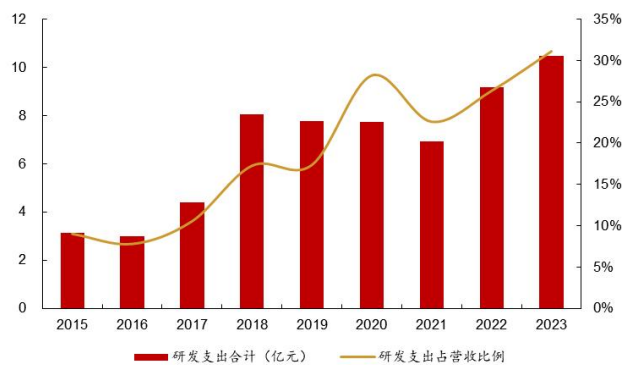
公司在研发支出方面近几年持续加大，2023 年研发支出达到 10.5 亿元，占公司营收的比例达到 31%，占比持续提高，持续多年高研发投入使得公司创新管线不断丰富。

图表 7：2015-2024Q1-3 公司销售费用率情况



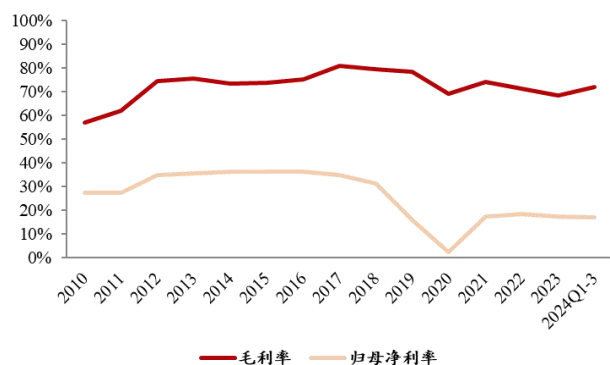
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 8：2015-2023 年公司研发支出情况



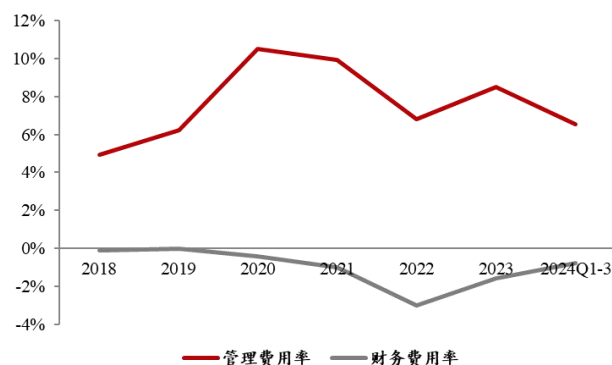
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 9：2010-2024Q1-3 公司毛利率和归母净利率情况



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 10：2018-2024Q1-3 年公司管理费用率和财务费用率情况



资料来源：wind，华源证券研究所

集采影响方面，从公司现有已上市产品来看，按照样本医院/药店销售额排名，公司目前销售最大的品种是阿利沙坦酯，其为国家 1 类创新药，短期无集采风险，大部分其他在售的主要产品中，除了特立帕肽注射液外大多已经被集采，整体来看，我们认为未来集采对公司现有制剂板块影响相对较小。

图表 11：信立泰主要上市产品情况

	2024H1 样本医院/药店 销售额（亿元）	商品名	上市时间	是否纳入 医保	是否集采
阿利沙坦酯片	3.25	信立坦	2012 年	是	否，创新药
硫酸氢氯吡格雷片	1.74	泰嘉	2000 年	是	是
注射用头孢呋辛钠	1.73	信立欣	2000 年	是	是
特立帕肽注射液	0.40	欣复泰	2019 年（粉针），2022 年（水针）	否	否
盐酸乐卡地平片	0.27	信达平	2020 年	是	是
替格瑞洛片	0.27	泰仪	2018 年	是	是
利伐沙班片	0.21	--	2021 年	是	是

资料来源：医药魔方，公司官网，米内网，华源证券研究所

2. 中国高血压市场广阔，慢病龙头大有可为

2.1. 老龄化背景下，高血压人群数量持续增长

根据《中国高血压防治指南（2024年修订版）》，2018年中国年龄 ≥ 18 岁成人高血压加权患病率达到27.5%，粗略估计中国高血压人数超过2亿人，且近几十年来，中国高血压患病率呈上升趋势。此外，中国高血压患者的知晓率、治疗率和控制率分别为51.6%、45.8%和16.8%。

图表 12：全国高血压患病率调查

研究名称	调查年份	年龄（岁）	样本量	患病率（%）
中国医学科学院重点项目-高血压研究	1958-1959	≥ 15	739204	5.1 ^a
全国高血压抽样调查	1979-1980	≥ 15	4012128	7.7 ^a
全国高血压抽样调查	1991	≥ 15	950356	13.6 ^a
中国健康营养调查	2002	≥ 18	272023	18.8 ^a
中国高血压调查	2012-2015	≥ 18	451755	23.2 ^b (27.9 ^a)
中国慢性病与危险因素监测	2018	≥ 18	179873	27.5 ^b

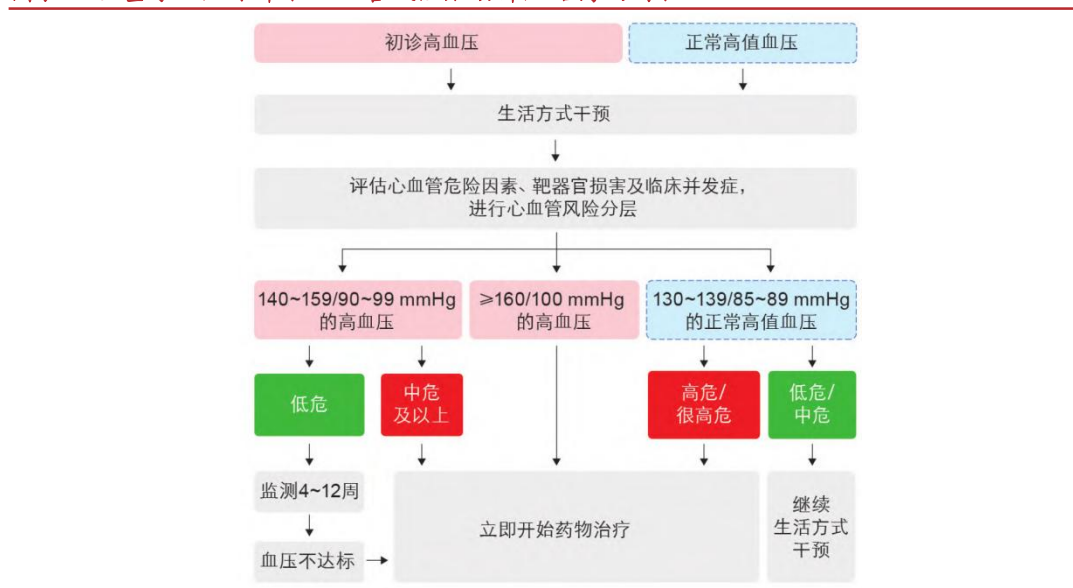
资料来源：《中国高血压防治指南（2024年修订版）》，华源证券研究所

备注：^a为患病粗率，^b为加权患病率

高血压本质是心血管综合征，包括遗传和环境因素在内多种病因所致，其危害取决于血压升高的本身，以及患者合并其他心血管危险因素、靶器官损害和/或心、脑、肾和血管并发症等，其治疗目标主要涵盖：1）针对血压升高本身的降压治疗(分级)；2）针对合并的危险因素、靶器官损害和临床并发症的治疗(分期)；3）针对高血压的病因的纠正和治疗(分型)。

国内高血压控制率仍然较低，同时高血压是心血管疾病发病和死亡的最主要危险因素的局面仍然没有根本改变，在治疗条件允许的情况下，应采取强化降压的治疗策略，以取得最大的心血管获益。

图表 13：基于血压水平和心血管风险启动降压治疗的时机



资料来源：《中国高血压防治指南（2024年修订版）》，华源证券研究所

2.2. 复方制剂依从性好，销量占比不断提升

关于高血压药物治疗，临床上主要使用药物包括钙通道阻滞药（CCB）、血管紧张素转换酶抑制药（ACEI）、血管紧张素受体阻滞药（ARB）、血管紧张素受体脑啡肽酶抑制剂（ARNI）等以及传统的降压药如噻嗪类利尿剂、 β 受体阻滞剂等。以上药物均可作为初始治疗药物，但由于高血压患者常伴随其他慢性并发症（如心衰、心绞痛、心肌梗死等），因此临床对不同并发症推荐药物会有所不同。

此外，联合使用降压药可以显著增强疗效，目前大部分高血压患者都需要使用2种及以上降压药，从依从性来看，复方制剂（SPC）依从性较好，获得《指南》联合治疗中优先推荐，中国临床常用的复方制剂包括：ACEI+噻嗪类利尿剂，ARB+噻嗪类利尿剂，二氢吡啶类 CCB+ARB，二氢吡啶类 CCB+ACEI，二氢吡啶类 CCB+ β 受体阻滞剂，噻嗪类利尿剂+保钾利尿剂等。

图表 14：高血压患者单药或联合药物治疗方案



注：A为血管紧张素转换酶抑制药（ACEI）或血管紧张素受体阻滞药（ARB）或血管紧张素受体脑啡肽酶抑制剂（ARNI）；B为 β 受体阻滞剂；C为钙通道阻滞药；D为利尿剂；F2为2种药物的单片复方制剂；F3为3种药物的单片复方制剂。

资料来源：《中国高血压防治指南（2024年修订版）》，华源证券研究所

图表 15：有合并症高血压患者单药或联合药物推荐治疗方案

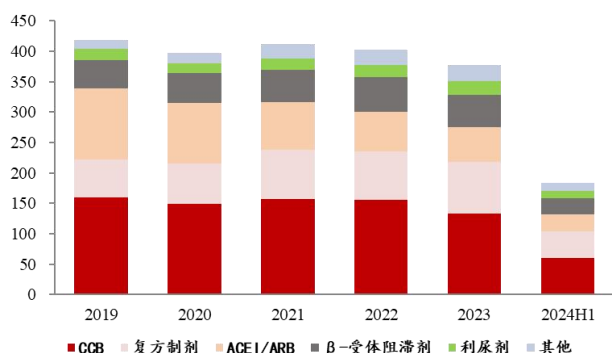
合并症	一线	二线	三线
心肌梗死	A+B	A+B+C或A+B+D	转诊或A+B+C+D
心绞痛	B或A或C	B+C或B+A或A+C	B+C+A或B+C+D
心力衰竭	B或A或C	A+B+D	转诊或A+B+D+C
卒中	C或A或D	C+A或C+D或A+D	C+A+D
糖尿病或慢性肾病	A	A+C或A+D	A+C+D

资料来源：《高血压基层合理用药指南（2021）》，华源证券研究所

目前国内高血压药物市场销售主要以 CCB、ACEI、ARB 以及各类复方制剂为主，米内网数据显示，2024 上半年按销售额来看，样本医院/药店 CCB 和复方制剂销售额占比分别为 33%和 24%，按销售量来看，样本医院 CCB、ACEI/ARB 占比分别为 31%和 19%。

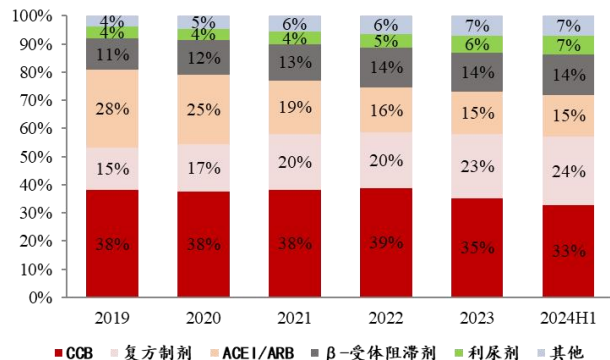
复方制剂由于依从性较好，近几年销售量占比提升趋势明显，占比从 2019 年的约 10%提升至 2024H1 的约 18%。

图表 16：2019–2024H1 样本医院/药店高血压药物市场规模（亿元）



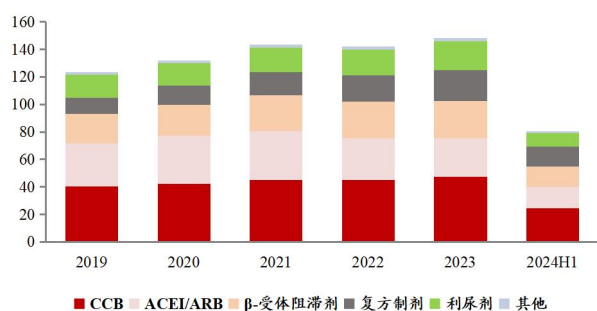
资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 17：2019–2024H1 样本医院/药店高血压药物市场份额（按销售额）



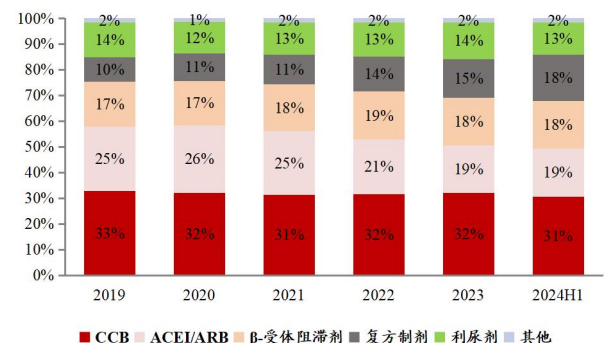
资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 18：2019–2024H1 样本医院高血压药物销售量（亿片/粒/瓶）



资料来源：米内网，华源证券研究所

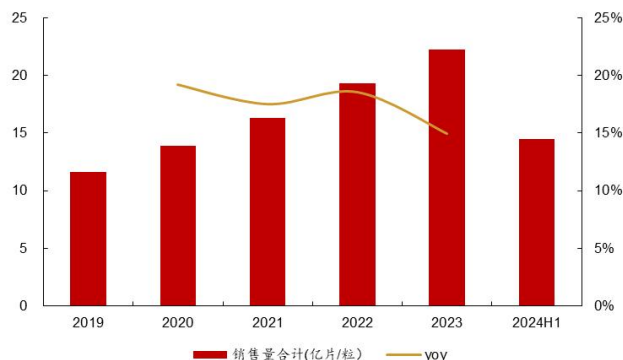
图表 19：2019–2024H1 样本医院高血压药物市场份额（按销售量）



资料来源：米内网，华源证券研究所

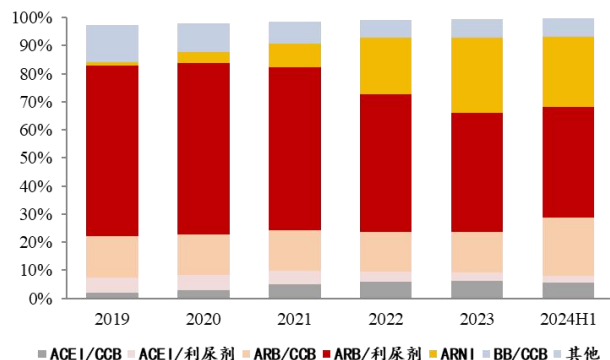
复方制剂近几年内使用量增长显著，米内网数据显示，其 2020–2023 年期间在样本医院销售量增速约在 15%–20%，其中 ARNI 类药物（即沙库巴曲缬沙坦，商品名诺欣妥）占比增长显著，销售量占比从 2019 年的 1.1% 增长至 2024H1 的 24.8%。

图表 20：2019–2024H1 样本医院高血压复方制剂销售量（亿片/粒）



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 21：2019–2024H1 样本医院高血压复方制剂市场份额（按销售量）



资料来源：米内网，华源证券研究所

2.3. 以阿利沙坦酯和 S086 为基础，打造高血压全流程产品矩阵

信立泰在心血管领域布局广泛，目前拥有多款高血压药物，其中已经上市高血压药物包括阿利沙坦酯氨氯地平（ARB/CCB，2024 年上市）、阿利沙坦酯（ARB，2012 年上市）、贝那普利（ACEI）、奥美沙坦酯（ARB）、乐卡地平（CCB）。

在研药物方面，阿利沙坦酯沙库比曲钙（S086，ARNI）高血压适应症已申报上市，阿利沙坦酯呋达帕胺（SAL0108，ARB/利尿剂）高血压适应症已申报上市，S086/苯磺酸氨氯地平（SAL0130）高血压适应症目前处于临床三期阶段，ETA 受体拮抗剂（SAL0120）高血压适应症目前处于临床二期阶段。

图表 22：信立泰部分现有及在研新药情况

领域	在研药物	适应症	地区	临床进度	备注	自研/引进
心血管	阿利沙坦酯（信立坦）	高血压	中国	已上市	2012 年上市	艾力斯转让
	阿利沙坦酯氨氯地平（复立坦）	高血压	中国	已上市	2024 年上市	自研
	阿利沙坦酯呋达帕胺（SAL0108）	高血压	中国	申报上市	2023 年 9 月上市获受理	自研
	阿利沙坦酯沙库比曲钙（S086）	高血压	中国	申报上市	2023 年 7 月上市获受理	自研
		心衰	中国	三期临床	Na	自研
	S086/苯磺酸氨氯地平（SAL0130）	高血压	中国	三期临床	Na	自研
	SAL003(PCSK9 单抗)	高胆固醇血症	中国	三期临床	Na	自研
	JK07	心衰	中国	二期临床	Na	自研
		心衰	美国	二期临床	Na	自研
	SAL0120(ETA 受体拮抗剂)	高血压	中国	二期临床	Na	自研
		慢性肾脏病 (CKD)	中国	一期临床	Na	自研
	SAL0104	血栓	中国	一期临床	Na	自研
	恩那度司他	慢性肾脏病(CKD)	中国	已上市	2023 年上市	自研
		血液透析、腹膜透析 CKD 患者贫血	中国	申报上市	Na	自研
其他	SAL056(长效特立帕肽)	骨质疏松	中国	申报上市	2024 年 6 月上市获受理	日本 JAPAN TOBACCO INC 转让
	SAL0112	糖尿病	中国	二期临床	Na	自研
		肥胖	中国	一期临床	Na	自研
	JK06	肿瘤	欧洲	一期临床	Na	自研
	SAL0119	类风湿性关节炎	中国	一期临床	Na	自研

资料来源：公司公告，医药魔方，华源证券研究所

高血压药物单方大多已经被集采，米内网数据显示，国内样本医院/药店销售额靠前 20 的高血压药物中，除了沙库比曲缬沙坦、阿利沙坦酯、多沙唑嗪缓释片外，其余 17 款药物已全部被集采，我们认为单方的集采给未来复方制剂的放量留下较大市场空间。

图表 23：样本医院/药店销售靠前高血压药品情况

药物名称	2024H1 样本医院/药店销售额（亿元）	分类	市场格局	是否集采
------	-----------------------	----	------	------

沙库巴曲缬沙坦钠片	16.38	ARNI	1 家原研上市, 20 家获批	否
苯磺酸氨氯地平片	14.47	CCB	77 家获批	4+7 集采
硝苯地平控释片	12.73	CCB	28 家获批	国采第七批
苯磺酸左氨氯地平片	10.38	CCB	19 家获批	国采第八批
琥珀酸美托洛尔缓释片	9.72	β -受体阻滞剂	10 家获批	国采第七批
缬沙坦氨氯地平片(I)	6.39	ARB/CCB	32 家获批	国采第四批
缬沙坦胶囊	5.07	ARB	12 家获批	国采第三批
非洛地平缓释片	4.30	CCB	12 家获批	国采第八批
盐酸艾司洛尔注射液	4.22	β -受体阻滞剂	30 家获批	国采第十批
厄贝沙坦片	4.12	ARB	21 家获批	4+7 集采
氯沙坦钾片	3.94	ARB	12 家获批	4+7 集采
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	3.77	ARB/利尿剂	20 家获批	4+7 集采
盐酸乌拉地尔注射液	3.77	α -受体阻滞剂	35 家获批	国采第九批
盐酸贝尼地平片	3.76	CCB	7 家获批	联盟集采
富马酸比索洛尔片	3.61	β -受体阻滞剂	12 家获批	国采第二批
替米沙坦片	3.31	ARB	49 家获批	国采第四批
阿利沙坦酯片	3.25	ARB	1 家上市	否
盐酸尼卡地平注射液	2.80	CCB	11 家获批	联盟集采
甲磺酸多沙唑嗪缓释片	2.62	α -受体阻滞剂	6 家获批	否
缬沙坦氢氯噻嗪片	2.61	ARB/利尿剂	14 家获批	国采第四批

资料来源：米内网，医药魔方，华源证券研究所

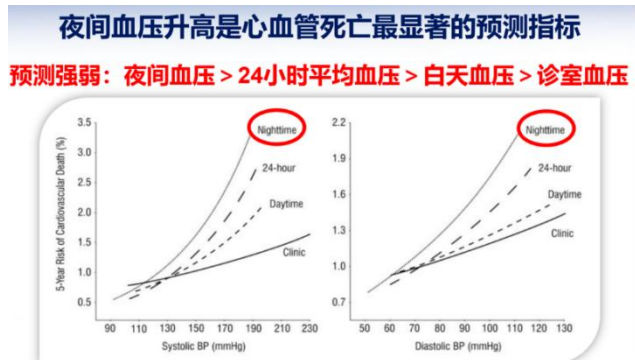
阿利沙坦酯（商品名信立坦）：ARB 新药，近几年快速增长

1.1 类 ARB 降压药，用于轻、中度原发性高血压的治疗，于 2012 年在中国获批上市，相比于传统 ARB 类药物如氨沙坦和奥美沙坦酯等，阿利沙坦酯具有以下优势：

1) 不经肝代谢活化，减少肝脏负担，阿利沙坦酯在体内经胃肠道酯酶代谢直接转化为 EXP3174，减少药物相互作用发生可能性；

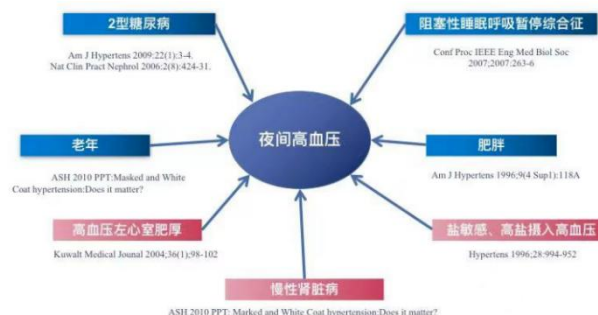
2) 有较强的血压管理优势，尤其是夜间血压控制能力强。24h 动态血压研究结果显示，一天一次早晨口服阿利沙坦酯 240 mg 治疗 12 周后，白天和夜间动态血压降幅分别为 9.9/5.4、10.4/5.4 mmHg，显著提高杓型血压比例，并获得全球首部夜间高血压管理专家共识的用药推荐；

图表 24：夜间血压升高是心血管死亡最显著的预测指标



资料来源：中国医学论坛报微信公众号，华源证券研究所

图表 25：夜间高血压高发人群

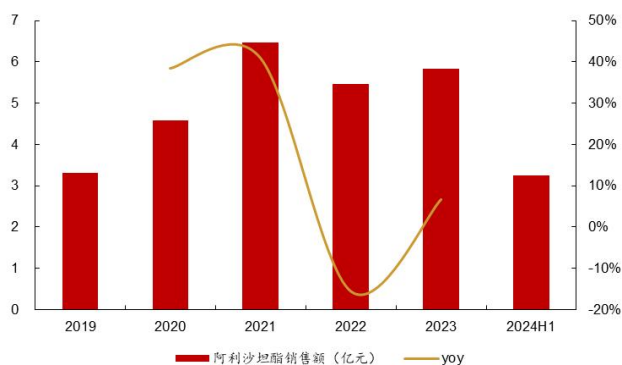


资料来源：中国医学论坛报微信公众号，华源证券研究所

3) 阿利沙坦酯通过抑制尿酸转运体, 从而减少尿酸的重吸收, 显著降低血尿酸水平 (阿利沙坦酯 IV 期研究显示治疗 12 周可显著降低尿酸 36.2 $\mu\text{mol/L}$), 在安全降压的同时兼顾靶器官保护作用。

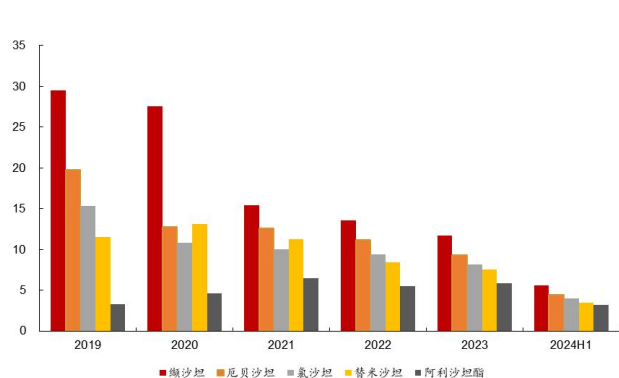
米内网数据显示, 传统被集采的 ARB 单方近几年样本医院/药店销售额持续下降, 如缬沙坦从 2019 年的 29.5 亿元下降到 2023 年的 11.7 亿元, 厄贝沙坦销售额从 2019 年的 19.8 亿元下降到 2023 年的 9.3 亿元, 而阿利沙坦酯销售额则从 2019 年的 3.3 亿元上升到 2023 年的 5.8 亿元。

图表 26: 2019-2024H1 样本医院/药店阿利沙坦酯销售额 (亿元)



资料来源: 米内网, 华源证券研究所

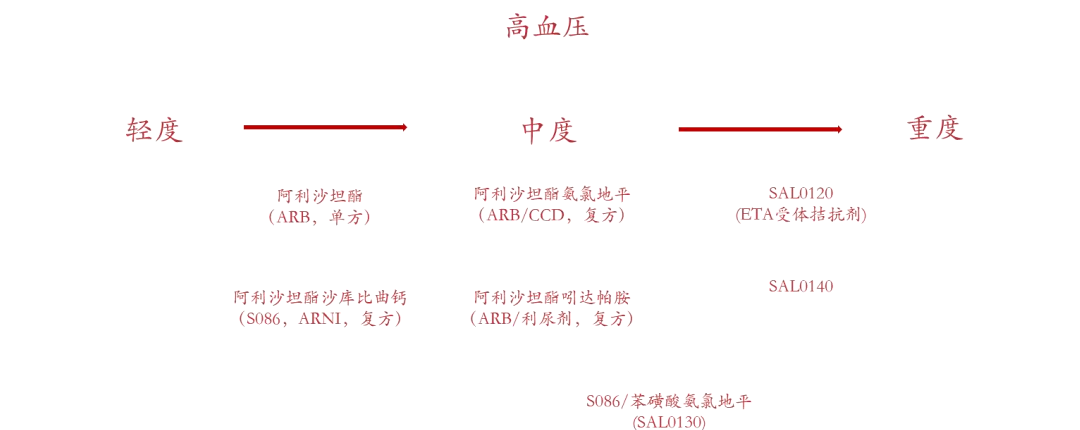
图表 27: 2019-2024H1 样本医院/药店 ARB 药物销售额 (亿元)



资料来源: 米内网, 华源证券研究所

此外, 以阿利沙坦酯为基础, 信立泰还布局了 1 类新药 S086、首个国产 ARB/CCB 类 2 类复方制剂 SAL0107、ARB/利尿剂类 2 类复方制剂 SAL0108 等, 在研产品与阿利沙坦酯形成战略协同, 阿利沙坦酯和 S086 未来主要用于轻中度高血压的初治患者, 复方制剂主要用于单药控制不佳的患者。

图表 28: 信立泰高血压创新药布局情况

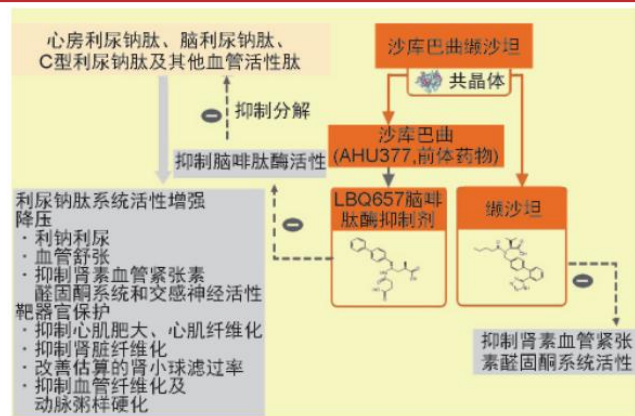


资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

S086：高血压适应症预计即将获批，中国第二款 ARNI 药物，市场空间较大

沙库巴曲缬沙坦（商品名诺欣妥）是全球首个上市 ARNI 药物，在抑制血管紧张素受体的同时可以抑制脑啡肽酶对利钠肽的降解，增强利钠肽降压作用，发挥利尿、利钠和扩血管、抑制交感神经的效应，以上机制同样适用于高血压和心衰适应症。

图表 29：沙库巴曲缬沙坦的结构及药理学作用示意图



资料来源：《沙库巴曲缬沙坦在高血压患者临床应用的中国专家建议》，华源证券研究所

图表 30：利钠肽与 5 大类降压药物降压作用对比

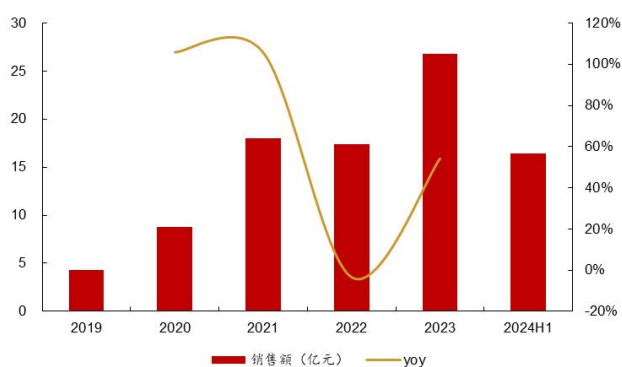
成分/药物	扩血管	利尿	RAAS 抑制	SNS 抑制
NPs	+	+	+	+
利尿剂	+	+	—	—
ACEI/ARB	+	—	+	—
CCB	+	—	—	—
β 受体阻滞剂	—	—	—	+

注：NPs：利尿钠肽系统；RAAS：肾素血管紧张素醛固酮系统；SNS：交感神经系统；ACEI：血管紧张素转换酶抑制药；ARB：血管紧张素受体阻滞药；CCB：钙通道阻滞剂。

资料来源：《沙库巴曲缬沙坦在高血压患者临床应用的中国专家建议》，华源证券研究所

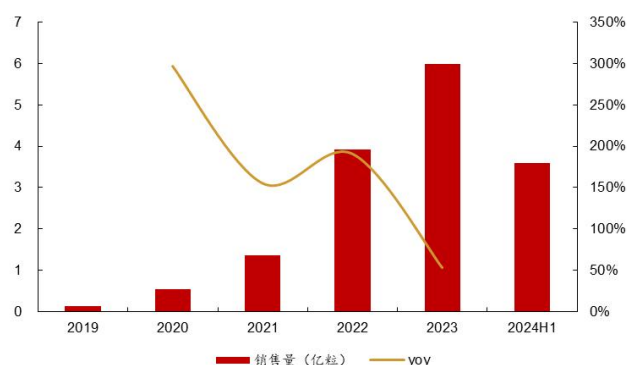
诺欣妥在 2017 年 7 月获批进入中国市场，获批适应症为心衰，2019 年通过谈判纳入全国医保乙类目录，2021 年诺欣妥原发性高血压适应症在中国获批，核心专利将于 2026 年到期，目前已经有多款沙库巴曲缬沙坦仿制药获批上市。米内网数据显示，2023 年样本医院/药店诺欣妥销售额达到 26.8 亿元，同比增长 54.2%。2024 年，诺欣妥全球销售额达到 78.2 亿美元。

图表 31：2019-2024H1 样本医院/药店诺欣妥销售额



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 32：2019-2024H1 样本医院诺欣妥销售量



资料来源：米内网，华源证券研究所

S086（阿利沙坦酯沙库比曲钙）由信立泰自主研发，是全球第二个进入临床的 ARNI 类药物，2023 年 7 月，S086 高血压适应症的上市申请获得 CDE 受理。

S086 高血压适应症三期临床数据显示：截至 2023 年 1 月，实验共入组 1197 例受试者，按照 1:1:1 随机进入 S086 片 240mg 组、480mg 组和奥美沙坦酯 20mg 组，揭盲后初步统计分析结果显示达到了主要终点：S086 片 240mg、480mg 组治疗 12 周后平均诊室坐位收缩压的降幅均值分别为 25.07、28.22mmHg，对照药奥美沙坦酯 20mg 组降幅均值高了 1.90、5.04mmHg，提示 S086 片降压疗效显著，且呈剂量依赖性。安全性方面，各治疗组间的不良事件发生率相似，尚未发现有新的需要关注的安全性风险，S086 片整体安全性良好。

其他复方制剂方面，公司的阿利沙坦酯氨氯地平（商品名复立坦）于 2024 年获批上市，阿利沙坦酯呋达帕胺（SAL0108，ARB/利尿剂）高血压适应症已申报上市，S086/苯磺酸氨氯地平（SAL0130）高血压适应症目前处于临床三期阶段，公司以阿利沙坦酯和 S086 为基础的高血压复发制剂产品矩阵已经形成。

我们对信立泰各高血压药物销售进行预测，我们预计阿利沙坦酯销售峰值有望在 2027 年达到 20 亿，后随着仿制药上市价格下降销售逐步回落；复方制剂（SAL0107 和 SAL0108）作为单药控制不佳的患者的主推产品，我们预计销售额有望在 2030 年达到 19.5 亿元；S086 作为国内有望第二款 ARNI 创新药，我们预计销售额有望在 2030 年达到 20 亿元。

图表 33：信立泰高血压药物销售额预测

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国高血压人数（亿人）	2.60	2.64	2.68	2.72	2.76	2.80	2.84	2.89
知晓率	51.0%	51.8%	52.6%	53.4%	54.2%	55.0%	55.8%	56.6%
治疗率	45.0%	46.0%	47.0%	48.0%	49.0%	50.0%	51.0%	52.0%
中国高血压治疗人数（亿人）	0.60	0.63	0.66	0.70	0.73	0.77	0.81	0.85
ARB 渗透率	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%	16.0%	15.0%	14.0%	13.0%
阿利沙坦酯占比	13%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	21%
阿利沙坦酯单片价格（元/片/240mg）	4.15	4.15	4.15	3.94	3.75	3.00	2.55	2.16
年治疗时长（月）	7	7.5	8	8.3	8.6	8.9	9.2	9.5
年治疗费用（元）	871.5	933.8	996.0	981.7	966.3	800.0	702.9	617.0
市场规模（亿元）	10.1	13.7	16.9	19.2	20.4	17.6	15.9	14.3
复方渗透率（不包括 ARNI）	12.5%	14.0%	15.0%	15.5%	16.0%	16.5%	17.0%	17.5%
信立泰复方占比（107 和 108）			1.0%	4.0%	7.0%	9.0%	12.0%	14.0%
复方平均单片价格（元）			4.5	4.5	4.5	4.05	3.65	3.28
年治疗时长（月）			8	8.3	8.6	8.9	9.2	9.5
年治疗费用（元）			1080.0	1120.5	1161.0	1081.4	1006.0	934.9
市场规模（亿元）			1.1	4.8	9.5	12.4	16.6	19.5
ARNI 渗透率	2.5%	4.0%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%
S086 占比			1.0%	3.0%	5.0%	8.0%	12.0%	14.0%
S086 单片价格（元/片）			5	5	5	5	4.5	4
年治疗时长（月）			8	8.3	8.6	8.9	9.2	9.5
年治疗费用（元）			2400.0	2490.0	2580.0	2670.0	2484.0	2280.0
高血压适应症市场规模（亿元）			0.8	2.9	5.7	10.7	16.9	20.3

资料来源：《中国高血压防治指南（2024 年修订版）》，医药魔方，米内网，各药品说明书，华源证券研究所

3. 心衰市场空间较大，公司创新品种预计即将兑现

3.1. 中国心衰人群不断增长，治疗领域前景广阔

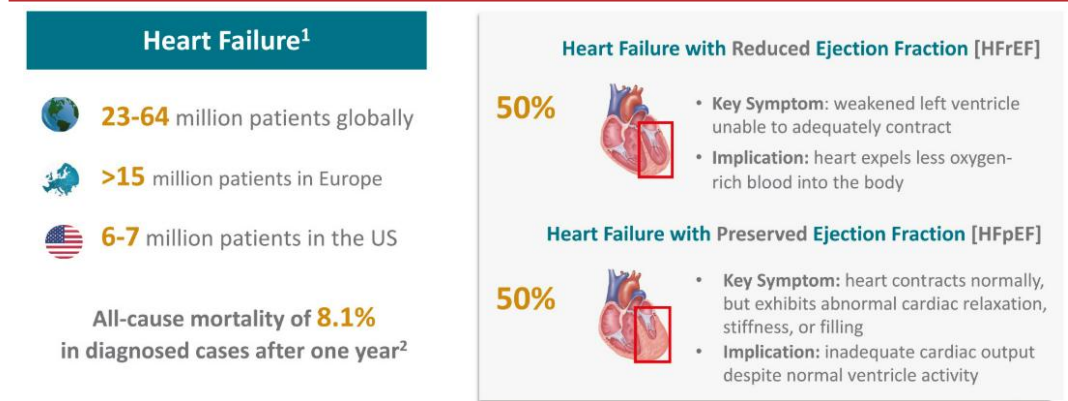
心衰是由于心脏结构和/或功能异常导致心室充盈和/或射血能力受损的一组临床综合征，其病理生理学特征为肺淤血和/或体循环淤血、伴或不伴有组织器官低灌注，主要临床表现为呼吸困难、乏力和/或液体潴留等。

心衰病理生理学较为复杂，由心脏功能、肾功能、自主神经系统及外周血管系统等相互影响，常见病因包括心肌损伤、心瓣膜病变、机械性梗阻等，经典的神经激素模型认为，心力衰竭的进展是由于生物活性分子的过度表达，对心脏产生有害影响，心衰是大部分心血管疾病发展最终阶段。

根据《中国心力衰竭诊断和治疗指南 2024》数据，2012–2015 年中国高血压调查数据显示，中国 ≥ 35 岁成年人中，心衰患病率为 1.3%，即约有 1370 万心衰患者。海外方面，根据信立泰子公司 Salubris Bio 官网数据，欧洲约 1500 万心衰患者，美国约 600–700 万心衰患者。

根据左心室射血分数（LVEF），心衰可分为射血分数降低的心衰（HFrEF），射血分数保留的心衰（HFpEF）和射血分数中间值的心衰（HFmrEF）。据《2021 年中国心衰中心工作报告》数据显示，中国心衰患者中 HFrEF 患者占比最高，2021 年患者占比超一半，达到 50.7%，其次是 HFpEF。

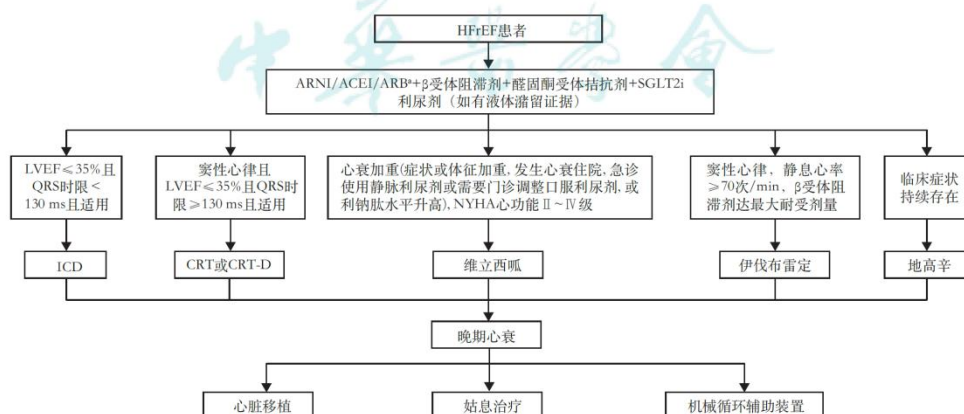
图表 34：全球心衰流行病学情况



资料来源：Salubris Bio 官网，华源证券研究所

慢性 HFrEF 的治疗目标是改善临床症状和生活质量，预防或逆转心脏重构，减少再住院，降低死亡率，药物主要包括利尿剂、ACEI/ARB/ARNI、 β -受体阻滞剂、MRA 等。HFpEF 和 HFmrEF 患者治疗主要使用利尿剂和钠-葡萄糖协同转运蛋白 2 抑制剂（SGLT2i），以及针对心血管基础疾病、合并症和心血管疾病危险因素采取综合性治疗手段。

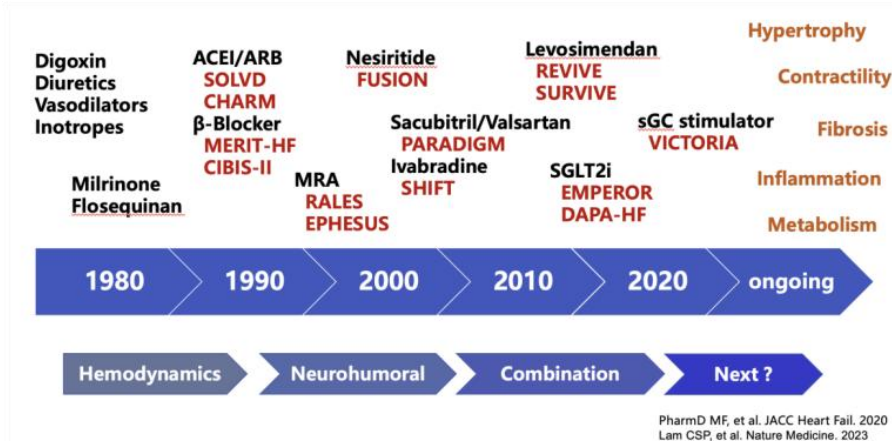
图表 35：慢性 HFrEF 患者治疗流程



资料来源：《中国心力衰竭诊断和治疗指南 2024》，华源证券研究所

回顾心衰药物治疗发展历史，临床上从最初的血流动力学治疗，即“强心、利尿、扩血管”，发展到神经体液系统治疗，再到目前多靶点联合治疗，但现有药物只能改善症状（通过调节神经内分泌系统、减轻心脏负荷等），ARNI 类药物通过抑制脑啡肽酶和拮抗血管紧张素受体间接改善心肌重构，如何通过修复受损的心肌细胞治疗慢性心衰，是长期以来科学家致力解决的医学难题。迄今为止，尚无获批上市药物能够通过直接改善心肌细胞的结构和功能来治疗心衰，心衰新药研发目标主要包括：1）延缓甚至逆转心肌重塑，恢复心肌功能；2）进一步降低心衰治疗死亡风险，再入院风险；3）改善预后等。

图表 36：心衰药物发展历史



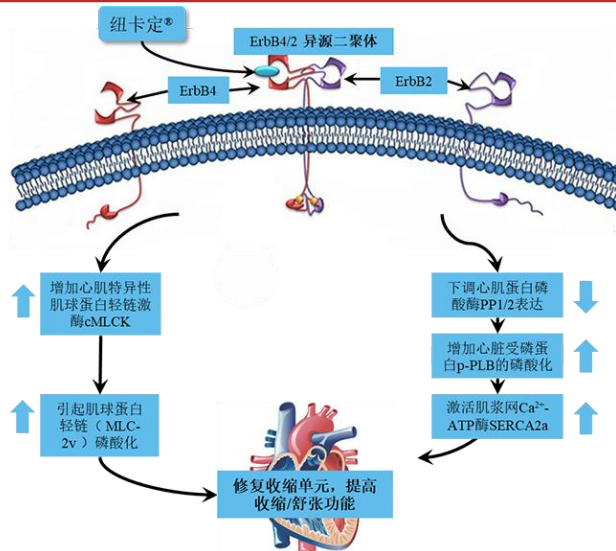
资料来源：浙江大学医学院附属第二医院，华源证券研究所

3.2. 中美双报创新产品 JK07 值得期待，临床进度顺利推进中

信立泰公司的 JK07(重组人神经调节蛋白 1(NRG-1)-抗 HER3 抗体融合蛋白注射液)研发进度相对较快，其是心衰领域首个进入临床开发阶段的抗体融合蛋白、选择性 ErbB4 激动剂，有望通过改善心肌细胞结构和功能治疗慢性心力衰竭。

ErbB 家族作为一类受体酪氨酸激酶（RTKs）能调控细胞的生长、增殖和存活，在心脏发育中起着重要作用。NRG-1 是一组含有表皮样生长因子结构域蛋白，与心肌细胞表面信号接受蛋白 ErbB4/2 结合后，对心脏发育、心脏生理功能的维持和修复都具有极其重要的作用。

图表 37：NRG-1 药物作用机理

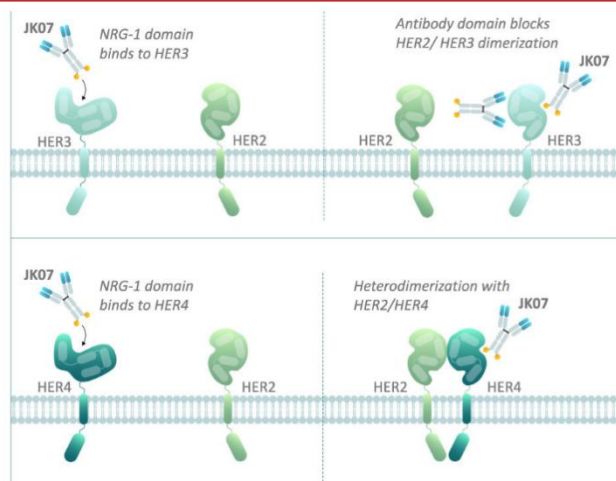


资料来源：泽生科技官网，华源证券研究所

但 NRG-1 是 HER4/ErbB4 的自然配体，但同时也会刺激 HER3/ErbB3，导致毒性（耐受性）和安全风险（如癌症），并且半衰期短，可能需要较高频率的剂量和给药方案才能达到所需治疗目标。根据 Salubris Bio 官网介绍，JK07 分子设计独特，由与 NRG-1 活性域融合的拮抗 HER3/ErbB3 抗体组成，在不影响 HER4 激活的情况下阻断 HER3 受体功能，从而减轻 NRG-1 致癌风险和胃肠道毒性，同时抗体骨架格式赋予其典型单克隆抗体的分子半衰期，解决了重组 NRG-1 蛋白疗法的局限性，大幅提高了产品的成药性和安全性。

图表 38：JK07 药物作用机理

- Neuregulin-1 (NRG1) is the natural ligand for HER4/ErbB4, but also stimulates HER3/ErbB3, leading to toxicity (GI tolerability), and safety risks (cancer), and has a short half-life limiting AUC without high Cmax
- JK07 consists of an antagonistic HER3/ErbB3 antibody fused to the active domain of NRG-1
- The JK07 design provides improved safety and tolerability through selective agonism of ErbB4 and antibody-like PK

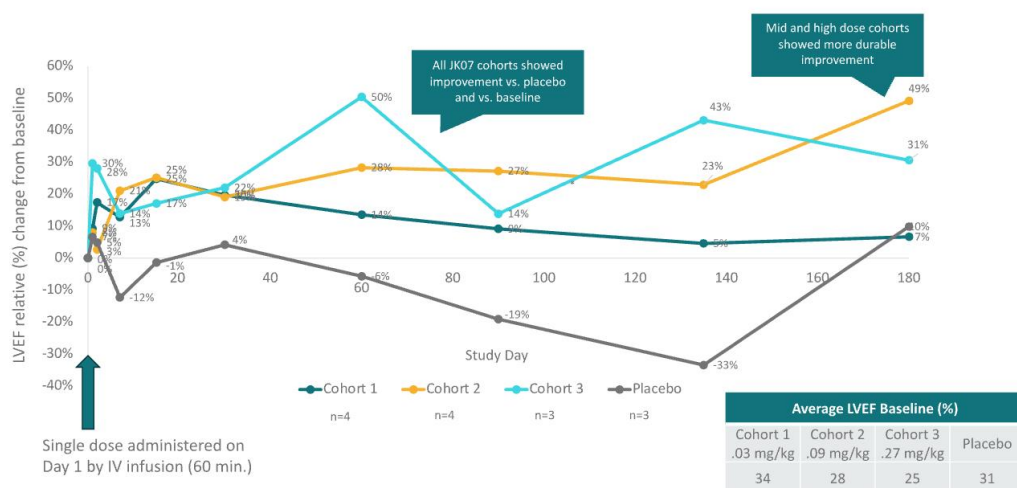


资料来源：Salubris Bio 官网，华源证券研究所

2025 年 1 月，公司发布公告，JK07 在 HFrEF（射血分数降低的心衰）和 HFpEF（射血分数保留的心衰）患者的 MRCT II 期临床试验中获得积极的中期数据。JK07 的 II 期临床试验计划纳入 282 例心衰患者，按照 2:1 的比例随机接受 JK07 或安慰剂治疗。本次中期分析纳入了最初随机的 68 名患者。数据显示，JK07 在低剂量组（0.045mg/kg）中显示出良好的安全性和耐受性，两组（试验组与安慰剂组）在不良事件（AE）的发生频率和严重性方面不存在有意义的差异。此外，也初步观察到了 JK07 积极的疗效信号。

在 Ib 期临床试验中，14 名 NYHA II/III 级心衰患者按 3:1 随机接受 JK07 或安慰剂治疗（11 例 JK07：3 例安慰剂），与安慰剂组相比，JK07 在所有剂量组均显示出有临床意义 LVEF（左室射血分数）的改善，且靶点相关的替代生物标志物呈剂量依赖性改变。D180（单次给药 180 天后），中、高剂量组 LVEF 平均改善 $\geq 31\%$ 。JK07 总体耐受性良好，大多数不良事件为轻度至中度，仅在最高剂量组发生一例严重不良事件（3 级）。

图表 39：JK07 药物 Ib 期临床数据



资料来源：Salubris Bio 官网，华源证券研究所

JK07 目前在中国正在开展心衰适应症的二期临床研究，此外，公司的 S086 针对射血分数降低的慢性心衰临床实验稳步推进中，其目前正在开展 3 期临床研究，根据临床方案，目标入组 714 人，III 期临床目前处于入组过程中，我们认为未来在心衰领域 S086 和 JK07 将发挥较大的协同作用，助力公司在心衰领域的快速放量。

我们对信立泰心衰药物销售进行预测，我们预计 S086 销售额有望在 2030 年达到 9 亿，JK07 销售额有望在 2030 年达到 7 亿元。

图表 40：信立泰心衰药物销售额预测

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
--	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

心衰患者（万人）	1370.0	1383.7	1397.5	1411.5	1425.6	1439.9	1454.3	1468.8
高血压合并心衰人数占比	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
高血压合并心衰人数(万人)	411.0	415.1	419.3	423.5	427.7	432.0	436.3	440.6
HFrEF 占比	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
扣除合并适应症后 HFrEF 患者治疗人数（万人）	479.5	484.3	489.1	494.0	499.0	504.0	509.0	514.1
s086 占比（针对 HFrEF 患者）					0.4%	2.3%	3.8%	7.6%
年治疗费用（元）					2580	2670	2484	2280
销售（亿元）					0.51	3.09	4.80	8.91
jk07 占比（所有心衰患者）						0.3%	0.5%	1.0%
年治疗费用（元）						5000	5000	5000
销售（亿元）						1.80	3.78	7.34

资料来源：《中国心力衰竭诊断和治疗指南 2024》，中华全科医师杂志微信公众号，Salubris Bio 官网，医药魔方，米内网，各药品临床方案，华源证券研究所

4. 其他特色慢病品种持续兑现，带动业务多点开花

4.1. 恩那罗：目前处于市场推广初期，肾科领域潜力较大

肾性贫血是指各种肾脏疾病导致红细胞生成素（EPO）生成不足，以及尿毒症毒素影响红细胞生成及其寿命而发生的贫血，是慢性肾脏病（CKD）严重并发症之一，CKD 患者贫血患病率远高于普通人群，根据《中国肾性贫血诊治临床实践指南》，2009 年上海市浦东新区进行的抽样调查显示，3326 例 18 岁以上社区居民中贫血患病率 1.7%，其中 532 例 CKD 患者贫血患病率为 3.0%，非透析 CKD 患者总体贫血患病率 28.5%~72.0%，并随着 CKD 进展而增加，透析患者贫血患病率高达 91.6%~98.2%。

图表 41：中国 CKD 患者贫血患病率情况

研究	病例数(例)	非透析 CKD 患者(%)						透析患者(%)
		总体	1 期	2 期	3 期	4 期	5 期	
Li 等 ^[6]	2 420	51.5	22.4	30.0	51.1	79.2	90.2	-
林攀等 ^[7]	845	52.1	22.0	37.0	45.4	85.1	98.3	98.2
保红云等 ^[8]	465	72.0	24.2	43.8	63.2	88.6	99.4	-
阎梦潇 ^[9]	2 464	61.0	20.0	43.3	56.2	77.6	64.3	-
阿勇等 ^[10]	425	48.5	14.3	23.3	50.0	83.6	94.1	-
李欣等 ^[11]	525	44.4	-	-	30.4	64.3	88.9	96.1
何樟秀等 ^[12]	1 619	94.9	-	-	83.0	94.7	97.8	91.6
Wang 等 ^[13]	462	28.5	17.8	17.8	42.9	87.5	100.0	-
Li 等 ^[14]	2 924	-	16~36	16~36	16~36	65.8	80.2	-

资料来源：中华医学杂志《中国肾性贫血诊治临床实践指南（2021 版）》，华源证券研究所

目前治疗肾性贫血的药物主要有红细胞生成刺激剂（ESAs）、铁剂和低氧诱导因子脯氨酰羟化酶抑制剂（HIF-PHI）。ESAs 类药物（包括 rHuEPO、达依泊汀 α 及甲氧聚二醇重组人 EPO）和铁剂（口服和注射铁剂）可一定程度上纠正患者贫血，但存在局限性。外源性注射 ESA 治疗，部分患者存在低反应性，且大剂量 ESA 增加心血管事件风险，注射给药依从

性差。口服铁剂常见胃肠道副作用，静脉铁剂可能引起过敏反应，且持续大剂量使用可增加心血管事件和感染风险，ESA 和/或铁剂的传统治疗下中国肾性贫血患者 Hb 达标率仅为 8%–40%。罗沙司他（HIF-PHI）Hb 达标率不高，Hb 波动大，增加血栓和心血管事件风险等。

图表 42：慢性肾脏病（CKD）贫血主要治疗药物

现有治疗方案	疗效	安全性	依从性
ESAs	ESAs 治疗功能性铁缺乏等因素导致的 ESA 治疗低反应（5~15%）	注射给药不便、药物需冷藏保存、影响全因死亡率、存在心血管并发症、铁治疗过载和加重感染的风险	静脉/皮下注射给药，增加患者痛苦，尤其 ND 及 PD 患者依从性差
铁剂	铁剂只适用于绝对铁缺乏，口服铁剂纠正贫血缓慢；不适用于功能性铁缺乏患者	过度铁剂治疗可引起机体铁代谢正平衡甚至铁超载；铁元素沉积在肝脏、脾脏等组织器官可造成不可逆损害	静脉铁剂需注射给药，增加穿刺痛苦
罗沙司他	罗沙司他 Hb 达标率不高，仅 67.0%	罗沙司他给药后，Hb 波动大，增加血栓和心血管事件风险	罗沙司他 Hb 波动大，须频繁调药，且调药阶梯非倍数关系，调药复杂，易错服漏服

资料来源：信立泰恩那度司他介绍材料，华源证券研究所

罗沙司他是全球首个 HIF-PHI 类药物，2018 年中国获批并于 2019 年纳入医保，原研公司为珐博进公司，目前适应症为慢性肾脏病(CKD)引起的贫血，包括透析及非透析患者。罗沙司他中国核心专利于 2024 年 6 月到期，截止目前已有多仿制药获批上市。根据珐博进公司公告，2023 年，罗沙司他在中国净销售额为 2.84 亿美元。

图表 43：中国已经获批上市罗沙司他药物

通用名	持证商	品种获批适应症	中国上市年代
罗沙司他	济川药业集团有限公司	慢性肾病贫血	2025 年
罗沙司他	北京福元医药股份有限公司	慢性肾病贫血	2025 年
罗沙司他	哈尔滨三联药业股份有限公司	慢性肾病贫血	2025 年
罗沙司他	复星万邦(江苏)医药集团有限公司	慢性肾病贫血	2025 年
罗沙司他	湖南先施制药有限公司	慢性肾病贫血	2025 年
罗沙司他	哈尔滨三联药业股份有限公司	慢性肾病贫血	2025 年
罗沙司他	南京正大天晴制药有限公司	慢性肾病贫血	2024 年
罗沙司他	成都倍特药业股份有限公司	慢性肾病贫血	2024 年
罗沙司他	广州康臣药业有限公司	慢性肾病贫血	2024 年
罗沙司他	齐鲁制药有限公司	慢性肾病贫血	2024 年
罗沙司他	江西山香药业有限公司	慢性肾病贫血	2024 年
罗沙司他	石药集团中诺药业(石家庄)有限公司	慢性肾病贫血	2024 年
罗沙司他	湖南明瑞制药股份有限公司	慢性肾病贫血	2024 年

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

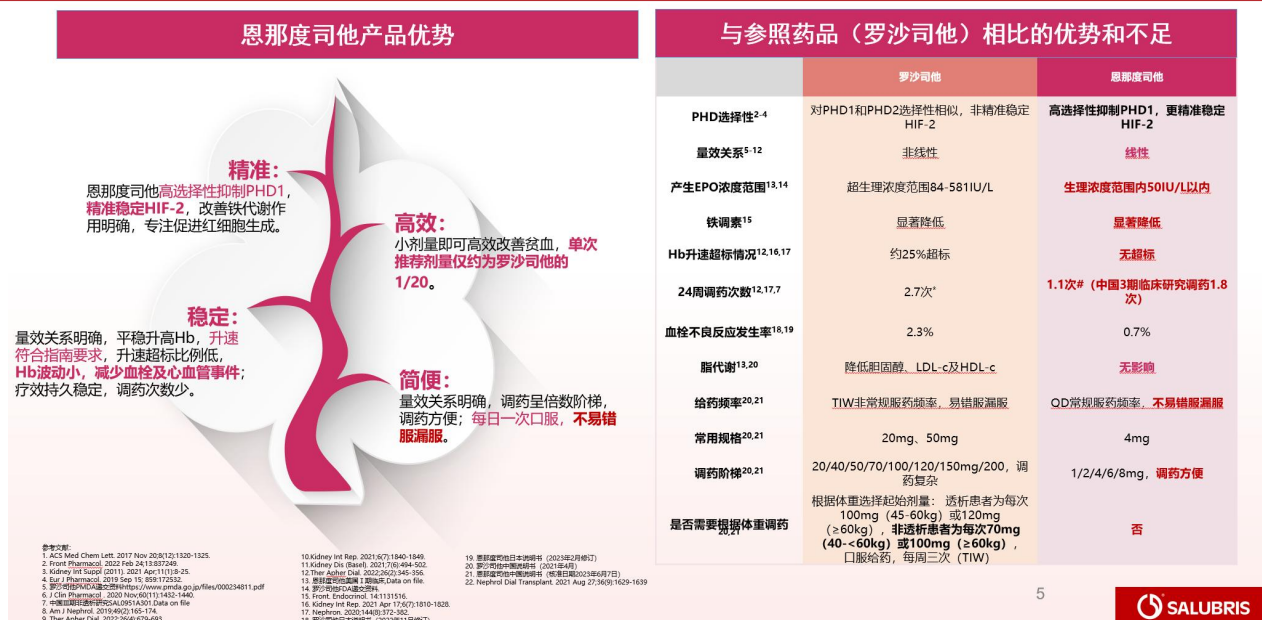
公司的恩那度司他（商品名恩那罗）于 2023 年在中国获批上市，主要用于非透析的成人慢性肾脏病（CKD）患者的贫血治疗（肾性贫血），目前已经进入医保目录。恩那度司他相较罗沙司他，具有精准、适度、高效、安全、稳定、简便治疗肾性贫血等优势。

1) 精准性：恩那度司他对 PHD1 选择性更高，更精准稳定 HIF-2，改善铁代谢作用明确，专注促进红细胞生成。

2) 稳定性: 量效关系明确, 平稳提升 Hb, 升速符合指南要求, Hb 波动小, 减少血栓及心血管事件。

3) 高效性: 小剂量即可高效改善贫血, 单次服药剂量仅约为罗沙司他的 1/20。

图表 44: 恩那度司他对比罗沙司他



资料来源: 信立泰恩那度司他介绍材料, 华源证券研究所

4.2. 长效特立帕肽预计即将兑现, 产品矩阵丰富提高竞争力

骨质疏松症是一种以骨量低下、骨组织微结构损坏, 导致脆性增加, 属于典型老年化疾病, 第七次全国人口普查显示: 中国 60 岁以上人口为 2.64 亿, 65 岁以上人口超过 1.9 亿。全国骨质疏松症流行病学调查显示: 50 岁以上人群骨质疏松症患病率为 19.2%; 65 岁以上人群骨质疏松症患病率为 32.0%。

根据《骨质疏松症基层合理用药指南 (2021) 》, 推荐对口服不能耐受、依从性欠佳及高骨折风险者, 如多发椎体骨折或腕部骨折的老年患者、骨密度水平极低的患者, 可考虑使用注射剂如唑来膦酸、特立帕肽治疗。

图表 45: 抗骨质疏松药物的选择

患者类型	用药指征
低中度骨折风险者	首选口服药物: 如阿仑膦酸钠治疗
口服不能耐受、依从性欠佳及高骨折风险者, 如多发椎体骨折或腕部骨折的老年患者、骨密度水平极低的患者	注射剂: 如唑来膦酸、特立帕肽治疗
仅存在椎体骨折高风险, 而腕部和非椎体骨折风险不高的患者	雌激素或选择性雌激素受体调节药: 如雷洛昔芬治疗
新发骨折伴疼痛的患者	短期使用降钙素治疗

资料来源: 《骨质疏松症基层合理用药指南 (2021) 》, 华源证券研究所

特立帕肽是国内目前唯一被批准上市骨形成促进剂类抗骨质疏松药物，能够有效改善骨微结构，在治疗骨质疏松性骨折时，具有降低再骨折风险、促进骨折愈合、缓解疼痛等作用，是治疗极高危骨折风险骨质疏松症患者的理想选择，获得国内外指南推荐，特立帕肽的原研为礼来公司，2002 年获批在美国上市，2011 年获批在国内销售。国内方面，目前已经有多款特立帕肽获批上市，获批上市公司包括信立泰、联合赛尔、博康健基因等。

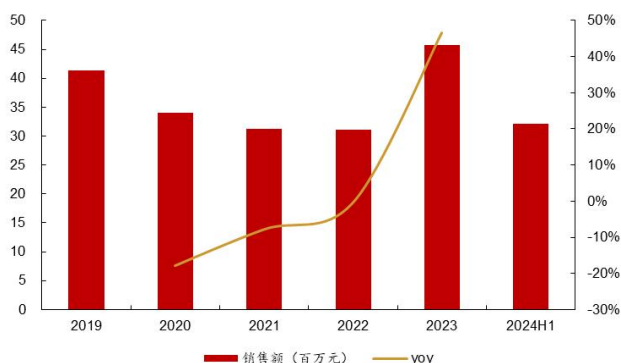
图表 46：中国已上市特立帕肽情况

通用名	剂型	药品	持证商	获批适应症	中国上市年代
特立帕肽	注射剂	特立帕肽注射液	上海联合赛尔生物工程有限公司	骨质疏松症	2024 年
特立帕肽	注射剂	特立帕肽注射液	北京博康健基因科技有限公司	骨质疏松症	2024 年
特立帕肽	注射剂	特立帕肽注射液	信立泰(苏州)药业有限公司	髌骨骨折；骨质疏松症	2022 年
特立帕肽	注射剂(冻干)	注射用重组特立帕肽	信立泰(苏州)药业有限公司	骨质疏松症	2019 年
特立帕肽	注射剂(冻干)	注射用重组特立帕肽	上海联合赛尔生物工程有限公司	骨质疏松症	2017 年
特立帕肽	注射剂	特立帕肽注射液	Eli Lilly Nederland B.V.	骨质疏松症	2011 年

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

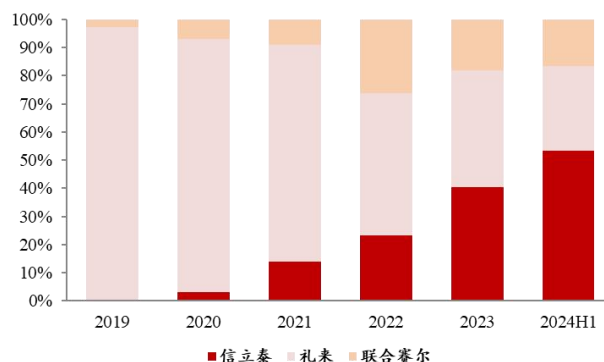
特立帕肽目前在国内市场规模尚处于推广早期，目前市场规模相对不大，但信立泰公司的特立帕肽产品在上市之后，市场份额快速提升，从 2020 年的约 3%提升到 2024 上半年的 53%，目前处于快速增长态势。

图表 47：2019-2024H1 样本医院特立帕肽销售额



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 48：2019-2024H1 样本医院特立帕肽市场格局情况 (按销售额)



资料来源：米内网，华源证券研究所

特立帕肽新产品方面，公司的 SAL056 于 2024 年 6 月上市申请获得受理，有望成为国内首个上市的长效特立帕肽，与已上市特立帕肽（欣复泰，每天注射一次）形成战略协同。SAL056 拟用于治疗骨折高风险的绝经后妇女骨质疏松症，为每周注射一次皮下注射，目前国内尚无同规格及用法用量的产品上市。

4.3. PCSK9 单抗市场快速增长，SAL003 目前处于临床三期

以 LDL-C 或甘油三酯升高为特点的血脂异常是动脉粥样硬化性心血管疾病（ASCVD）重要危险因素，国内外血脂异常防治指南均强调，LDL-C 在 ASCVD 发病中起着核心作用，降低 LDL-C 水平，可显著减少 ASCVD 的发病及死亡危险。

PCSK9 单克隆抗体无论单独应用或与他汀类药物联合应用均明显降低血清 LDL-C 水平，同时可改善其他血脂指标，并明显增加心血管获益，药物相关副作用少。基于多项循证医学研究，多个国内及欧美的血脂指南或共识对 PCSK9 抑制剂进行了推荐。

图表 49：家族性高胆固醇血症推荐治疗药物

治疗方案	特点
他汀类药物	为首选药物，不仅可降低血 LDL-C 水平，还可改善 FH 患者的预后。建议使用最大耐受剂量的强效他汀
联合治疗	FH 患者常需联合调脂治疗。对他汀类药物单药治疗效果不好或因药物不良反应不能耐受大剂量他汀类药物的患者，可联合使用不同类别调脂药物。他汀类药物联合胆固醇吸收抑制剂依折麦布是联合治疗的首选推荐。
PCSK9 抑制剂	全面调节血脂，降脂效果可达到约 60%，甚至超越了一些高强度他汀类药物，用药频率较低；与他汀类药物相比，其引起如转氨酶升高、肌肉痛等不良反应的概率较低。

资料来源：《家族性高胆固醇血症筛查与诊治中国专家共识 2018》，梅斯心血管新前沿微信公众号，华源证券研究所

国内目前已有多款 PCSK9 单克隆抗体获批上市，进口分别为安进公司的依洛尤单抗（2018 年上市）、赛诺菲的阿利西尤单抗（2019 年上市）和诺华公司的英克司兰钠（siRNA，降解 PCSK9 mRNA），国产上市公司分别为信达生物、康方生物、君实生物和恒瑞医药。

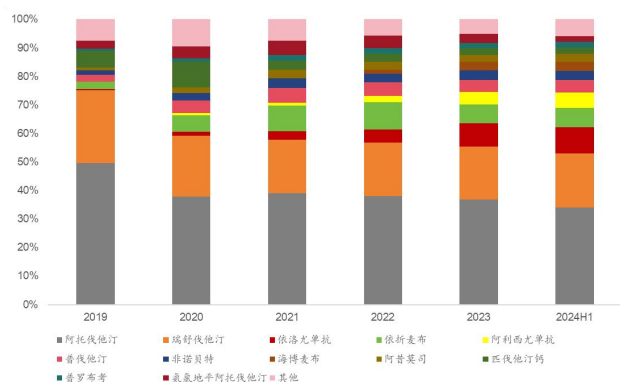
图表 50：中国已上市 PCSK9 靶点药物情况

通用名	商品名	集团	获批适应症	中国上市年代
瑞卡西单抗	艾心安	恒瑞医药	高胆固醇血症；杂合子型家族性高胆固醇血症；混合型高脂血症	2025 年
昂戈瑞西单抗	君适达	君实生物	高胆固醇血症；混合型高脂血症	2024 年
伊努西单抗	伊喜宁	康方生物；康融东方	高胆固醇血症；杂合子型家族性高胆固醇血症；混合型高脂血症	2024 年
托莱西单抗	信必乐	信达生物	杂合子型家族性高胆固醇血症；高胆固醇血症；混合型高脂血症	2023 年
英克司兰钠	乐可为	诺华	高胆固醇血症；杂合子型家族性高胆固醇血症；混合型高脂血症	2023 年
阿利西尤单抗	波立达	赛诺菲	心血管风险；原发性高脂血症；杂合子型家族性高胆固醇血症；高胆固醇血症；混合型高脂血症	2019 年
依洛尤单抗	瑞百安	安进	动脉粥样硬化；心血管风险；杂合子型家族性高胆固醇血症；高胆固醇血症；纯合子型家族性高胆固醇血症；混合型高脂血症	2018 年

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

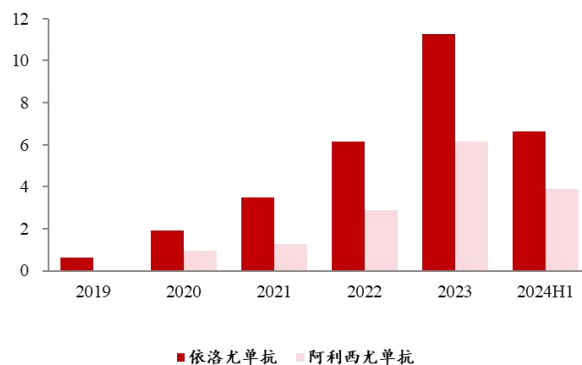
市场表现来看，近几年 PCSK9 单抗销售快速增长，样本医院/药店数据显示，依洛尤单抗在降血脂药物的市场份额从 2019 年的 0.3%提升到 2024 上半年的 9.2%，阿利西尤单抗市场份额从 2020 年的 0.7%提升到 2024 上半年的 5.4%。2023 年，依洛尤单抗和阿利西尤单抗在样本医院/药店销售额增速分别为 83%和 115%。

图表 51：2019-2024H1 样本医院/药店降血脂药物市场份额（按销售额）



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 52：2019-2024H1 样本医院/药店依洛尤单抗和阿利西尤单抗销售额情况（亿元）



资料来源：米内网，华源证券研究所

SAL003 为公司自主研发，拟用于高胆固醇血症和混合型高脂血症的治疗，其 Ib 期临床试验结果：SAL003 140mg（Q4W）剂量组和 420mg（Q8W）剂量组，在稳定服用至少 4 周他汀降脂治疗的高胆固醇血症和混合型高脂血症患者中，表现出降低血清低密度脂蛋白胆固醇（LDL-C）及改善其他血脂指标的药效学趋势。与阳性对照药物依洛尤单抗 420mg 剂量组（Q4W）及安慰剂组比较，SAL003 各剂量组多次给药后表现出良好的安全性和耐受性。目前，公司 PCSK9 单抗已经完成 III 期临床试验患者入组，正在随访中。

5. 盈利预测与评级

5.1. 盈利预测

核心假设：

1) 制剂收入：考虑阿利沙坦酯、恩那度司他目前处于快速增长期，以及新品种 SAL0107、长效特立帕肽、S086 未来三年的增量，我们假设制剂板块 2024–2026 年收入分别为 31.7/35.7/45.4 亿元，同比增长 19.4%/12.6%/27.3%；

2) 仿制药收入：考虑到头孢呋辛集采续约的影响，我们假设 2024–2026 年收入同比增长–3.5%/–25.0%/–9.5%，对应分别为 14.0/10.5/9.5 亿元；

3) 医疗器械收入：我们假设 2024–2026 年收入同比增长 30%/15%/10%，对应分别为 2.8/3.2/3.6 亿元；

4) 原料及中间体收入：我们假设 2024–2026 年收入同比增长 15%/7%/6%，对应分别为 4.8/5.1/5.4 亿元。

图表 53：信立泰收入预测（亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	30.58	34.82	33.65	40.08	44.83	55.20
yoy	11.68%	13.85%	-3.35%	19.09%	11.86%	23.13%
制剂收入	25.85	29.33	26.50	31.65	35.65	45.39
yoy	19.45%	13.46%	-9.65%	19.44%	12.64%	27.32%
阿利沙坦酯	8.90	9.26	10.50	13.65	16.88	19.19
yoy		4.00%	13.39%	30.01%	23.68%	13.65%
特立帕肽		0.50	1.10	2.00	3.00	3.90
yoy			120.00%	81.82%	50.00%	30.00%
恩那度司他				2.00	3.40	5.10
yoy					70.00%	50.00%
SAL0107+108					1.07	4.84
yoy						351.29%
S086 高血压适应症					0.79	2.86
yoy						260.30%
仿制药收入合计	16.95	19.33	14.50	14.00	10.50	9.50
yoy		14.07%	-24.99%	-3.45%	-25.00%	-9.52%
医疗器械收入	0.59	1.00	2.16	2.81	3.23	3.55
yoy		69.49%	116.00%	30.00%	15.00%	10.00%
原料及中间体收入	3.76	3.68	4.14	4.76	5.09	5.40
yoy		-2.10%	12.59%	15.00%	7.00%	6.00%
其他收入	0.39	0.81	0.86	0.86	0.86	0.86
yoy		109.85%	5.41%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：wind，华源证券研究所

5.2. 相对估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 6.2/6.8/8.5 亿元，同比增速分别为 6.2%/9.4%/26.1%，当前股价对应的 PE 分别为 53/49/39 倍。我们选取海思科、恒瑞医药和贝达药业作为可比公司估值，考虑到公司创新药研发顺利推进，维持“买入”评级。

图表 54：可比公司估值表

代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE	
		2025/2/26	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002653.SZ	海思科	370.4	4.7	6.1	8.4	78.9	60.6	44.3
600276.SH	恒瑞医药	3033.2	59.8	66.7	79.7	50.7	45.5	38.1
300558.SZ	贝达药业	225.3	4.9	7.2	9.5	45.8	31.4	23.6
	平均值					64.8	45.8	35.3
002294.SZ	信立泰	327.5	6.2	6.8	8.5	53.2	48.5	38.5

资料来源：wind，华源证券研究所，可比公司业绩预测来自 wind 一致预期

6. 风险提示

- 1) 研发不及预期的风险：创新药研发具有较强不确定性，未来或存在在研药物研发失败的风险；
- 2) 市场竞争加剧的风险：高血压领域厂家较多，未来或存在市场竞争加剧的风险；
- 3) 政策超预期的风险：目前主要高血压药物已经被集采，且主要创新药也参与医保谈判，未来或存在政策超预期导致降价幅度超预期的风险；
- 4) 市场空间测算存在偏差的风险：报告中的市场空间测算基于一定假设条件，若实际情况与假设存在较大偏差，存在不及预期的风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,322	1,674	1,432	1,185
应收票据及账款	545	615	688	847
预付账款	26	22	18	23
其他应收款	21	22	18	23
存货	491	467	507	592
其他流动资产	908	705	766	900
流动资产总计	3,313	3,504	3,430	3,570
长期股权投资	291	813	1,285	1,757
固定资产	1,423	1,387	1,362	1,333
在建工程	34	55	53	50
无形资产	1,318	1,553	1,778	1,990
长期待摊费用	118	134	141	137
其他非流动资产	2,899	2,523	2,122	1,689
非流动资产合计	6,083	6,466	6,740	6,956
资产总计	9,397	9,970	10,170	10,526
短期借款	40	40	40	40
应付票据及账款	156	229	249	291
其他流动负债	619	1,043	1,141	1,350
流动负债合计	815	1,312	1,429	1,680
长期借款	13	13	13	13
其他非流动负债	514	514	514	514
非流动负债合计	526	526	526	526
负债合计	1,341	1,838	1,955	2,206
股本	1,115	1,115	1,115	1,115
资本公积	1,900	1,900	1,900	1,900
留存收益	5,004	5,082	5,168	5,277
归属母公司权益	8,019	8,098	8,184	8,292
少数股东权益	36	34	31	27
股东权益合计	8,055	8,131	8,214	8,319
负债和股东权益合计	9,397	9,970	10,170	10,526

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	581	553	612	787
折旧与摊销	375	380	433	487
财务费用	-54	-3	-3	-2
投资损失	-12	-6	-4	-4
营运资金变动	-164	658	-50	-136
其他经营现金流	113	68	66	67
经营性现金净流量	839	1,651	1,054	1,197
投资性现金净流量	-1,371	-765	-711	-706
筹资性现金净流量	-706	-534	-585	-739
现金流量净额	-1,233	352	-242	-247

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,365	4,008	4,483	5,520
营业成本	1,058	1,136	1,233	1,441
税金及附加	44	55	61	76
销售费用	1,016	1,435	1,650	2,070
管理费用	287	281	314	386
研发费用	409	413	462	569
财务费用	-54	-3	-3	-2
资产减值损失	-59	-68	-77	-94
信用减值损失	-2	-3	-3	-4
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	12	6	4	4
公允价值变动损益	8	0	0	0
资产处置收益	0	-1	-1	-1
其他收益	90	67	67	67
营业利润	656	693	757	953
营业外收入	2	11	11	11
营业外支出	16	15	15	15
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	642	688	753	949
所得税	61	75	82	103
净利润	581	613	671	846
少数股东损益	1	-3	-3	-4
归属母公司股东净利润	580	616	674	849
EPS(元)	0.52	0.55	0.60	0.76

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-3.35%	19.09%	11.86%	23.13%
营业利润增长率	-9.82%	5.59%	9.33%	25.90%
归母净利润增长率	-8.93%	6.18%	9.40%	26.06%
经营现金流增长率	-13.53%	96.65%	-36.12%	13.55%
盈利能力				
毛利率	68.58%	71.65%	72.51%	73.90%
净利率	17.26%	15.30%	14.96%	15.32%
ROE	7.23%	7.61%	8.23%	10.24%
ROA	6.17%	6.18%	6.63%	8.07%
估值倍数				
P/E	56.46	53.18	48.61	38.56
P/S	9.73	8.17	7.31	5.93
P/B	4.08	4.04	4.00	3.95
股息率	1.67%	1.64%	1.79%	2.26%
EV/EBITDA	36	29	26	22

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。