



## 买入（首次）

所属行业：医药生物/化学制药  
当前价格(元)：10.25

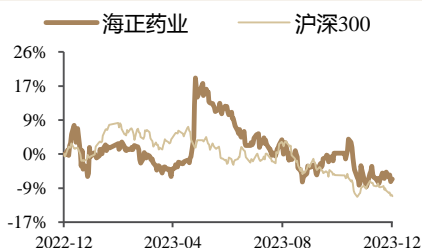
### 证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.39	-6.48	-3.03
相对涨幅(%)	2.90	-0.88	4.47

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 海正药业（600267.SH）：经营效率+盈利能力持续改善，老牌药企焕发新机

## 投资要点

- 经营效率持续改善，老牌药企焕发新机：**海正药业是集“研产销”为一体的综合性药企，2019 年以来持续进行“瘦身优化+管理改革”战略，经营效率持续提升，财务指标不断修复，此外期间还推出股权激励计划提高了公司整体经营动力。随着公司治理水平的改善，2020 年海正药业扣非归母净利润回正，2022 年实现扣非归母净利润 3.1 亿元，23H1 公司销售净利率达 7.1%，达到新高，看好公司后续盈利能力持续提升。
- 瀚晖制药贡献稳定现金流，多个大单品有望带动业绩增长：**瀚晖制药是国内唯一成功的原研药地化案例，瀚晖制药作为国内领先的 CSO 平台，具有管线丰富+销售能力突出（尤其在抗感染、心血管等领域）+产品力强的优势，瀚晖制药归母净利润连续多年高增长，从 2016 年的 3.5 亿元增长到 2022 年的 8.4 亿元（CAGR:15.5%），目前相关产品集采已经落地，随着新品逐渐上市放量未来瀚晖制药后续业绩确定性较强。其中辉瑞原研药产品力强市占率稳定，目前多达一、玫满、甲强龙等产品批次性地化，未来有望贡献稳定现金流。新品方面，自研降脂产品海博麦布市场空间和格局良好，且进入医保目录未来放量可期，引进产品奥马环素、西格列他钠、“三润”系列等产品，依托公司原有 CSO 业务优势有望实现快速增长。
- 原料药产能利用率开始爬坡，折旧摊销有望改善，业务收入反弹可期：**原料药业务是公司的传统业务，战略资源储备丰富，拥有台州、富阳、南通三大基地，品种批文多样，发酵类业务技术优势明显，22 年原料药收入 11.5 亿元。目前受限于原料药产能利用率较低，设备闲置折旧摊销费用大，公司从海外、国内、CMO 三大业务条线出发，积极拓宽公司业务。考虑到欧盟整改顺利推进，海外客户加速开发，外部合作积极拓展，公司原料药业务盈利情况有望得到改善。
- 新兴业务——“海正动保+博锐生物”上市可期：**（1）海正动保业务布局猪、反刍、宠物、疫苗四大领域，现已发展成为国产宠物药第一品牌，2022 年实现营收 4.2 亿元、归母净利润 0.5 亿元。依托行业高景气度，海乐妙成为首个销售额突破 1 亿元的国产驱虫药，莫爱佳成为公司历史上销售最快破千万的单品。（2）博锐生物聚焦自免和肿瘤领域，截至目前已上市“六安”系列产品线且相关产品有望加速放量，根据公司公告博锐生物投前估值约 130 亿元（海正持股约 40.32%）。
- 盈利预测：**考虑到公司治理水平和盈利能力持续改善，瀚晖制药业绩的较高确定性，原料药业务的持续改善，叠加动保业务和博锐生物产品的高成长性，我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 6.6 亿元/8.1 亿元/9.8 亿元，对应当前 PE 估值 19X/15X/13X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧风险；相关产品销量不及预期风险；新药研发风险；集采不及预期的风险；行业政策变化风险。

股票数据		主要财务数据及预测				
总股本(百万股):	1,207.87		2021	2022	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	1,130.91	营业收入(百万元)	12,136	12,037	12,551	13,531
52 周内股价区间(元):	10.04-13.03	(+/-)YOY(%)	6.9%	-0.8%	4.3%	7.8%
总市值(百万元):	12,380.71	净利润(百万元)	487	489	658	812
总资产(百万元):	18,147.09	(+/-)YOY(%)	16.7%	0.4%	34.5%	23.5%
每股净资产(元):	7.11	全面摊薄 EPS(元)	0.40	0.40	0.54	0.67
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	40.8%	41.9%	42.4%	43.3%
		净资产收益率(%)	6.7%	6.1%	7.8%	8.8%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所				
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润				

## 内容目录

1. 海正药业：经营效率持续改善，老牌药企焕发新机.....	7
1.1. 公司概况：多赛道布局，“研产销”一体化综合性药企.....	7
1.2. 财务状况：财务指标不断修复，资产结构持续优化.....	9
1.3. 管理经营：瘦身优化+股权激励，经营预期长期向好.....	12
2. 瀚晖制药：持续贡献稳定现金流，重磅产品有望放量.....	13
2.1. 瀚晖利润稳定增长，原研产品竞争力强.....	13
2.2. 原研药陆续地产化+自研创新药放量，业绩确定性强.....	15
2.2.1. 原研药：多款地产化产品持续稳定贡献利润.....	15
2.2.2. 自研创新药：对标依折麦布，海博麦布放量可期.....	17
2.3. 潜力创新药：大力引进新品，CSO 业务高效运转.....	18
2.3.1. 奥马环素：重磅抗感染产品，潜在市场空间巨大.....	18
2.3.2. 双洛平：新型胰岛素增敏剂，糖尿病市场潜力巨大.....	19
2.3.3. 里葆多：经典抗肿瘤类仿制药，市场认可度高.....	21
2.3.4. “三润”系列：希润+昂润+杰润，构建慢阻肺治疗完备产品线.....	22
3. 原料药：产能利用率有望改善，具备较大反弹空间.....	23
4. 新兴业务：海正动保、博锐生物，产品力强，上市可期.....	26
4.1. 海正动保：动保行业高景气，相关产品有望高速增长.....	26
4.2. 博锐生物：聚焦自免和肿瘤业务，多品种放量可期待.....	30
5. 盈利预测与投资建议.....	31
5.1. 盈利预测.....	31
5.2. 可比公司估值.....	32
6. 风险提示.....	32

## 图表目录

图 1: 海正药业历史沿革 .....	7
图 2: 海正药业股权结构 (截止 2023H1) .....	7
图 3: 2016-2023Q3 年公司总营收及增速情况 (亿元, %) .....	9
图 4: 2016-2023Q3 年公司归母净利润和扣非归母净利润 (亿元) .....	9
图 5: 2016-2022 年公司医药工业和商业的营收及占比 (亿元, %) .....	10
图 6: 2023H1 年海正药品销售额占比 (%) .....	10
图 7: 2016-2023H1 年制剂业务结构拆分 (亿元, %) .....	10
图 8: 2016-2023Q3 年公司毛利率和净利率情况 (%) .....	11
图 9: 2016-2023Q3 年公司期间费用率情况 (%) .....	11
图 10: 公司近年来总资产/在建工程/负债情况 (亿元) .....	11
图 11: 公司近年来负债情况 (亿元, %) .....	11
图 12: 2019-2022 年公司整改措施 (节选) .....	12
图 13: 2016-2023H1 年瀚晖制药营业收入情况 (亿元, %) .....	14
图 14: 2016-2023H1 年瀚晖制药归母净利润情况 (亿元, %) .....	14
图 15: 2016-2022 年瀚晖制药化学药分类销售额情况及增速 (亿元, %) .....	14
图 16: 2016-2022 年注射用哌拉西林他唑巴坦钠国内市场空间 (亿元, %) .....	15
图 17: 2022 年注射用哌拉西林他唑巴坦钠国内销售格局 .....	15
图 18: 2016-2022 年氨氯地平阿托伐他汀钙片国内市场空间 (亿元, %) .....	16
图 19: 2022 年氨氯地平阿托伐他汀钙片国内竞争格局 (%) .....	16
图 20: 2016-2022 年盐酸米诺环素胶囊国内市场空间 (亿元, %) .....	16
图 21: 2018-2022 年盐酸米诺环素胶囊国内竞争格局 (百万元) .....	16
图 22: 2016-2022 年注射用甲泼尼龙琥珀酸钠国内市场空间 (亿元, %) .....	16
图 23: 2022 年注射用甲泼尼龙琥珀酸钠国内竞争格局 (亿元, %) .....	16
图 24: 2016-2022 年甲泼尼龙片国内市场空间 (亿元, %) .....	17
图 25: 2022 年甲泼尼龙片国内竞争格局 (亿元, %) .....	17
图 26: 2016-2022 年肠道胆固醇吸收抑制剂国内市场空间 (亿元, %) .....	18
图 27: 2022 年血脂调节剂国内竞争格局 (%) .....	18
图 28: 奥马环素和替加环素的药代动力学研究 .....	18
图 29: 奥马环素和莫西沙星治疗开始后出现的不良事件表 .....	18
图 30: 2016-2022 年四环素类销售额及增速 (亿元, %) .....	19
图 31: 2022 年分季度奥马环素销售额及环比增速 (万元, %) .....	19
图 32: 西格列他钠不良事件报告表 .....	20

图 33: 2022 年糖尿病用药市场竞争格局.....	20
图 34: 2016-2022 年 DPP-4 抑制剂销售额及增速 (亿元, %) .....	21
图 35: 2022 年分季度西格列他钠销售情况及环比增速 (万元, %) .....	21
图 36: 2016-2022 年里葆多销售额及增速 (亿元, %) .....	21
图 37: 2022 年盐酸多柔比星脂质体注射液销售格局 .....	21
图 38: 2019 年 COPD 患病率流行病学情况.....	22
图 39: 2022 年 COPD 用药国内竞争格局 (%) .....	22
图 40: 2016-2022 年肾上腺素能药吸入剂国内市场规模 (亿元, %) .....	22
图 41: 2022 年肾上腺素能药吸入剂国内竞争格局 (%) .....	23
图 42: 2019-2022 年杰润国内销售额及增速 (亿元, %) .....	23
图 43: 原料药营收情况及增速 (亿元, %) .....	24
图 44: 原料药利润及增速 (%) .....	24
图 45: 2018-2021 年中国宠物数量变化情况 (百万只) .....	26
图 46: 2018-2021 年中国宠物医疗机构数量变化情况 (万, %) .....	26
图 47: 宠物主驱虫频次 (%) .....	26
图 48: 中国宠物驱虫药市场规模 (亿元, %) .....	26
图 49: 海正动保上市宠物药产品 (截止 2023Q1) .....	27
图 50: 2018-2022 年海正动保营业收入及其增速 (亿元, %) .....	28
图 51: 2018-2022 年海正动保归母净利润及增速 (百万元, %) .....	28
图 52: 2023 年宠物药公司品牌排行 TOP10 (截止 23Q1) .....	29
图 53: 2023 驱虫药品牌 TOP10 (截止 23Q1) .....	29
图 54: 博锐生物股权结构 (截止 2022 年 12 月 29 日) .....	30
表 1: 公司部分管理层介绍 (截止 2023 年 10 月) .....	8
表 2: 海正主要控股子公司一览表 (截止 23H1) .....	9
表 3: 股权激励方案考核指标及相关情况.....	13
表 4: 2016-2022 年公司经营目标预计和实际经营情况.....	13
表 5: 瀚晖制药主要制剂品种销售额及集采情况.....	14
表 6: 2012 年肺炎死亡率与年龄的关系.....	18
表 7: 海正药业原料药生产批文及产品名称一览表 (部分数据) .....	24
表 8: 海正原料药一览表 (截止 23H1) .....	25
表 9: 原料药小分子板块进展(截止 23H1).....	26
表 10: 相关政策 (节选) .....	27

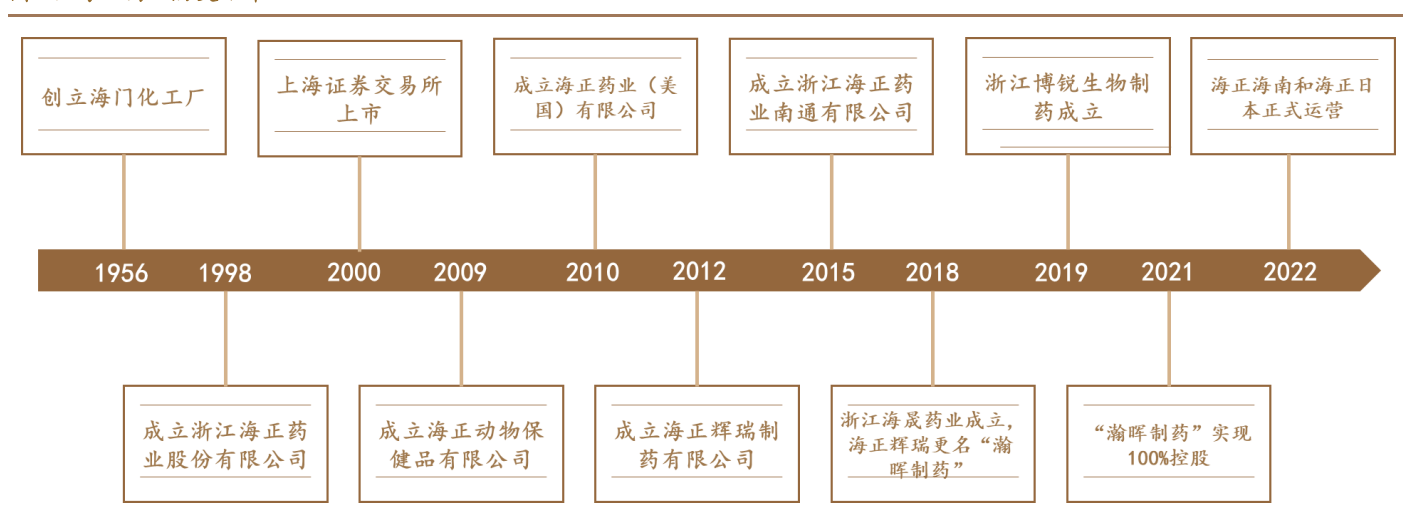
表 11: 海正药业在研新兽药 (截止 2023Q1) .....	29
表 12: 博锐生物“六安”产品系列 (截止 2023H1) .....	30
表 13: 博锐生物在研管线 (2023-11-7) .....	31
表 14: 海正药业盈利预测 .....	31
表 15: 可比公司估值 .....	32

## 1. 海正药业：经营效率持续改善，老牌药企焕发新机

### 1.1. 公司概况：多赛道布局，“研产销”一体化综合性药企

海正药业是一家集“研产销”全价值、原料药与制剂垂直一体化的综合性制药企业集团。公司始创于 1956 年，2000 年发行 A 股上市，60 几年来公司专注于化学药、生物药、动物药、中药及商业流通等多产业发展，近几年开始加快布局大健康产业和健康美学等新兴市场。

图 1：海正药业历史沿革

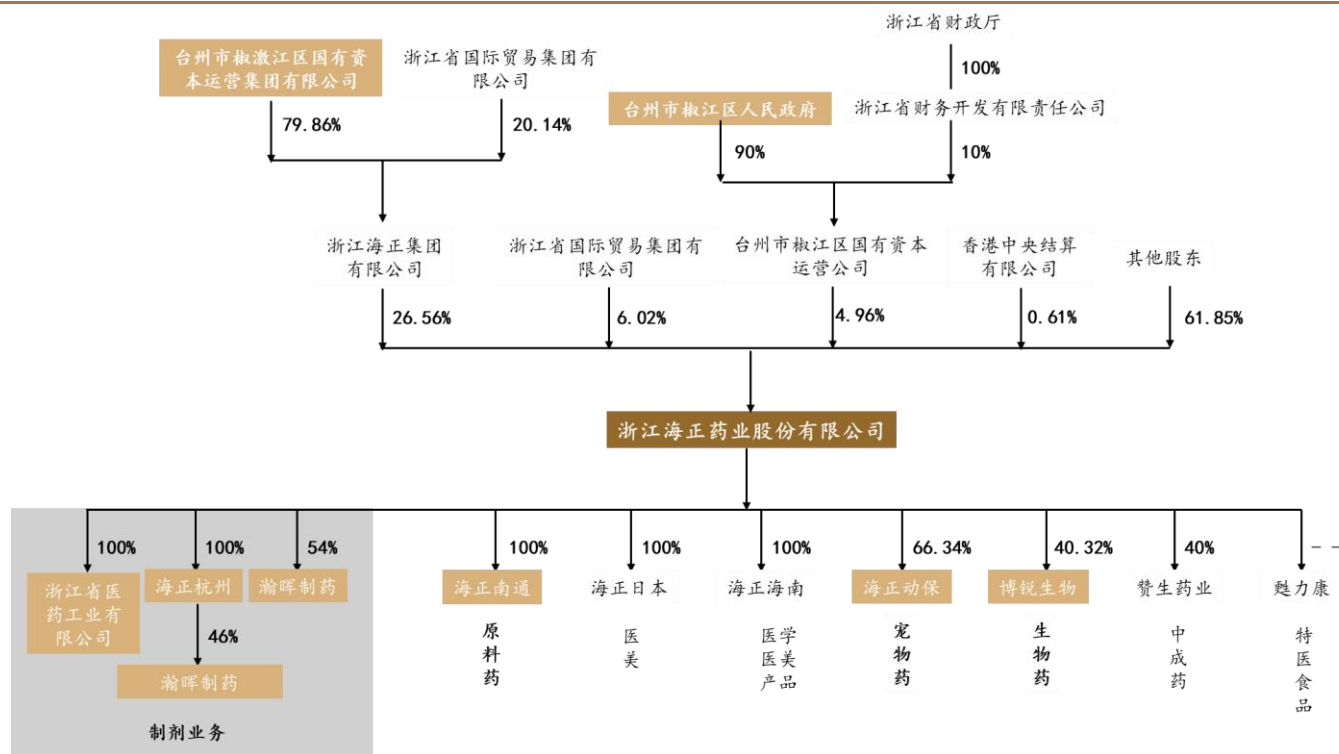


资料来源：公司公告，公司官网，德邦研究所

海正药业实际控制人为台州市椒江区国有资本运营集团有限公司，属于国有控股上市公司。截止 2023H1 台州市椒江区国有资本运营集团有限公司、浙江省国际贸易集团有限公司同时分别持有浙江海正集团有限公司 79.864%、20.136% 的股权。

图 2：海正药业股权结构（截止 2023H1）





资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所  
注：--表示未公示

**管理层接续发力，助力公司发展向好。**2019 年公司董事会完成换届，前任公司董事长蒋国平先生履历丰富，自上任以来聚焦公司战略资源、优化公司治理结构、改善公司经营水平；前任公司副董事长、高级副总裁陈晓华先生金融背景出生，上任之后主管资本，逐步实现优化和盘活公司现有资产。经过这一届全新核心管理层的管理改革之后，海正逐步理顺业务逻辑，走上新的发展轨道，2023 年 8 月管理层稳定革新，新任董事长沈星虎先生，具备法律专业和财务履历背景，有望持续深化改革主旨，海正有望持续改善。

表 1：公司部分管理层介绍（截止 2023 年 10 月）

姓名	职务	性别	年龄	履历背景
沈星虎	董事长	男	52	法律专业硕士学位，历任椒江区府办财贸科科长，台州市椒江区经贸局党委委员、副局长，台州市椒江区委、常委、区政府党组成员，现任浙江海正集团有限公司党委书记、董事长、法定代表人，浙江海正药业股份有限公司党委书记、董事长、法定代表人，浙江海正生物材料股份有限公司董事长、法定代表人，海正药业（杭州）有限公司执行董事、法定代表人
郑伯超	董事	男	44	高级经济师。历任椒江区财政局经济建设科科长，椒江区政府性项目投融资管理中心主任，台州市椒江区国有资产经营有限公司副董事长、副总经理
费荣富	董事	男	38	曾任浙江汇源投资管理有限公司（现浙江省中医药健康产业集团有限公司）战略投资部总监，浙江省国际贸易集团有限公司投资管理部副总经理（主持工作），浙江英特集团股份有限公司董事，浙商金汇信托股份有限公司董事
杜加秋	董事、高级副总裁	男	49	硕士，正高级工程师。中央研究院副院长、省医药公司副总经理、瀚晖制药有限公司副总裁
肖卫红	总裁	男	55	经济学学士学位，中国农工民主党上海市浦东新区副主委，政协上海市浦东新区常委，中国药师协会副会长，浦东国际商会副会长。历任辉瑞制药中国有限公司人力资源部总监、商务及多元化业务事业部总经理，海正辉瑞制药有限公司首席执行官，三生制药首席运营官，三生国健药业（上海）股份有限公司总经理。现任公司总裁。
路兴海	高级副总裁	男	56	教授级高级工程师。历任吉化辽东药业有限公司副总经理，吉林省博大制药股份有限公司常务副总经理，瀚晖制药有限公司工厂总经理。现任公司高级副总裁。
沈锡飞	董事会秘书	男	51	博士、高级统计师。历任杭州空港经济区党政办副调研员，舟山市人民政府金融办副主任，安徽华信国际控股股份有限公司总经办主任
张楨颖	财务总监	女	39	金融工程硕士，美国注册管理会计师。历任普华永道中天会计师事务所高级审计师，施维雅制药财务管控经理，工银国际融通资本医疗投资后管理经理，瀚晖制药有限公司会计结算总监、总裁助理。现任公司财务总监，兼任海正（海南）医学科技发展有限公司监事
蒋国平	前任董事长	男	62	历任椒江市商业局业务股副股长、椒江市外轮供应公司副经理（主持工作）、椒江市府办财贸科科长、椒江区（市）府办副主任、椒江区工业局局长、椒江区经济贸易局局长、椒江区人民政府副区长、椒江区人大常委会副主任



陈晓华	前任副董事长、高级副总裁	男	59	硕士。曾任中共丽水市市委党校教师、杭州大学财政金融系讲师、浙江省商业财务有限公司投资总监兼浙江泰丰控股集团有限公司投资总监、浙江国大集团公司投资总监、浙江裕丰投资有限公司总经理、浙江汇源投资管理有限公司总经理
李琰	前任董事、总裁	男	47	历任西格玛奥德里奇（上海）贸易有限公司业务发展总监，卡博特（中国）投资有限公司业务发展总监，方源资本副总裁，工银国际融通资本执行董事、董事总经理，吉林省博大制药股份有限公司董事长、总经理，西安康拓医疗技术股份有限公司监事

资料来源：公司公告，德邦研究所

注：灰色底纹：表示目前（截止 2023/9）已在海正药业离职

### 公司核心子公司业务结构逐渐清晰，核心聚焦原料药、制剂、动保等业务。

其中瀚晖制药通过整合海晟药业，慢病治疗管线补强，瀚晖制药核心业务包含抗感染、呼吸、肿瘤、慢病等领域；浙江省医药公司负责药品批发、兽药经营的经销工作，在售产品 3000 个，纯销业务覆盖浙江全省；海正杭州和海正南通是公司原料药业务的核心公司，负责主要的原料药生产；海正动保是公司动保业务的核心主体，新投资公司海正海南未来有望贡献一定营收和利润。

表 2：海正主要控股子公司一览表（截止 23H1）

公司名称	经营范围	注册资本 (万元)	总资产 (万元)	归属母公司净 资产 (万元)	营业收入 (万元)	归属母公司净 利润 (万元)
瀚晖制药有限公司	药品的生产和销售及提供相关服务等	155203	572231.8	382998.1	232243.3	29470.3
海正药业（杭州）有限公司	生产、销售原料药及制剂	103742	588806.2	391443.8	48699.61	10999.9
浙江省医药工业有限公司	药品批发，兽药经营的销售，保健食品、化学品的批发等	13600	200770.1	85959.35	270293.4	2679.61
海正药业南通有限公司	原料药，制剂技术的研发；化工产品的销售等	111000	88413.46	82781.19	7294.19	-5936.05
浙江海正动物保健品有限公司	兽药的生产；药品的技术开发等	39772.73	94100.54	78151.59	19006.34	2522.34
海正（海南）医学科技发展有限公司	药品批发、第三类医疗器械经营、化妆品批发等	5000	12612.44	3727.07	14207.33	1091.02
浙江海正投资管理有限公司	服务：投资管理、投资咨询、股权投资、实业投资	1000	290.83	254.76	35.38	33.16
海正药业（美国）有限公司	新药及工艺研发、代理销售	150 万美元	10717.72	8016.8	1179.67	-437.62
上海昂睿医药技术有限公司	化学原料药的研发等	200	1368.62	-9223.01	45.05	-1516.58

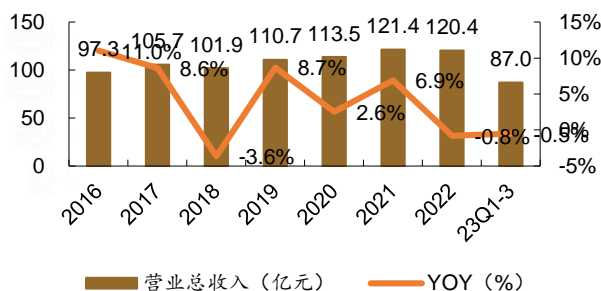
资料来源：公司公告，德邦研究所

## 1.2. 财务状况：财务指标不断修复，资产结构持续优化

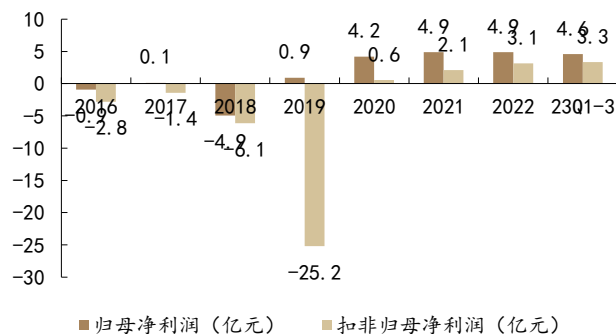
公司治理水平持续提升，扣非净利润恢复高增长。从收入端来看，2018 年受到两票制推广冲击，瀚晖制药报表收入减少，省医药公司分销与原料业务下降，收入端实现 101.9 亿元（同比-3.6%）。2019 年完成董事会换届，经营效率得到一定程度改善，实现营收 110.7 亿元（同比+8.7%）恢复增长。截止 2023Q3 实现营收 87.0 亿元（同比-0.5%）。从利润端来看，2019 年公司实现归母净利润 0.9 亿元，业绩扭亏为盈，主要系子公司海正博锐完成股权重组叠加制剂业务的销售毛利增长，但扣非归母净利润大幅亏损（-25.2 亿元），主要系非流动资产处置损益，税收返还、减免等非经常性损益的大幅提高影响。随着公司治理水平的改善，2020 年海正药业扣非净利润回正，具体而言 2020-23Q1-Q3 公司分别实现归母净利润 4.2/4.9/4.9/4.6 亿元，扣非后归母净利润 0.6/2.1/3.1/3.3 亿元，利润增涨明显。

图 3：2016-2023Q3 年公司总营收及增速情况（亿元，%）

图 4：2016-2023Q3 年公司归母净利润和扣非归母净利润（亿元）



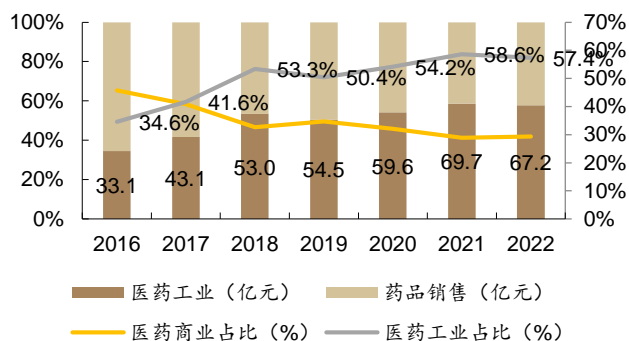
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

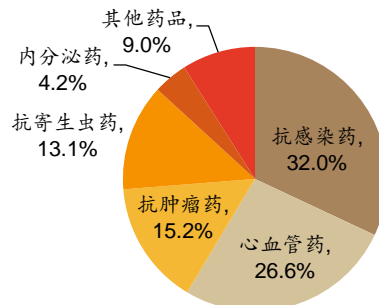
医药工业营收占比不断提升，抗感染及心血管药物作为公司制剂业务的主要收入来源。(1) 业务类型拆分来看：公司医药工业营收逐步提高，从 2016 年的 33.1 亿元增长到 2022 年的 67.2 亿元（CAGR: 12.5%），医药工业占比持续走高，2022 年达到 57.4% 高于医药商业。(2) 制剂产品拆分来看：抗感染药物和心血管药物是主要的营收来源，2023H1 年合计占海正药品销售额的 58.6%。抗感染药物营收从 2016 年的 8.3 亿元增长到 2022 年的 21.9 亿元（CAGR: 17.6%），毛利率历年均维持在 50% 以上水平。心血管药物营收从 2016 年 3.1 亿元增长到 2022 年 17.3 亿元（CAGR: 33.4%），产品毛利率也从 2016 年的 20.5% 增长到 2022 年的 66.5%。

图 5: 2016-2022 年公司医药工业和商业的营收及占比 (亿元, %)



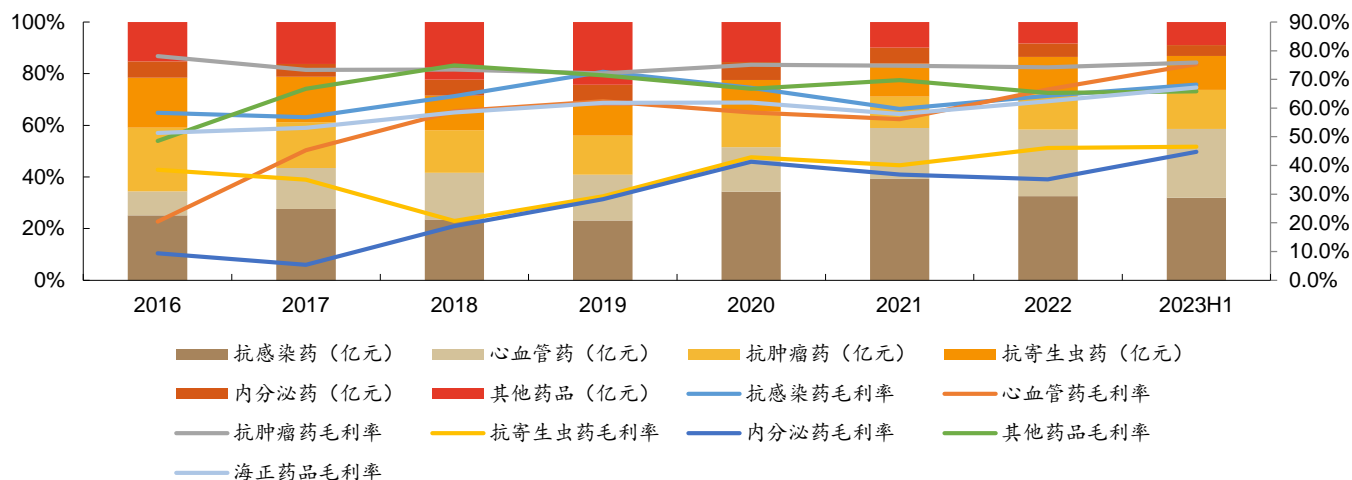
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

图 6: 2023H1 年海正药品销售额占比 (%)



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 7: 2016-2023H1 年制剂业务结构拆分 (亿元, %)

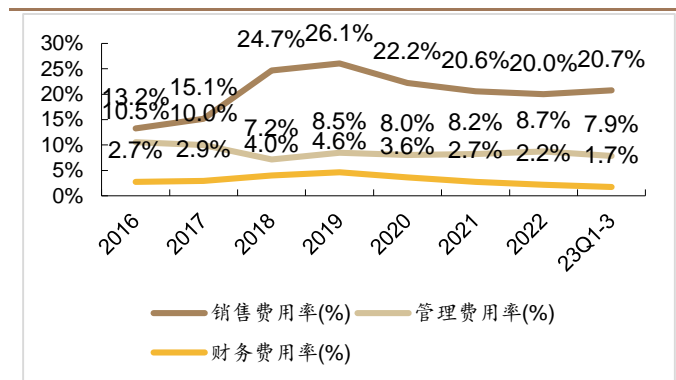
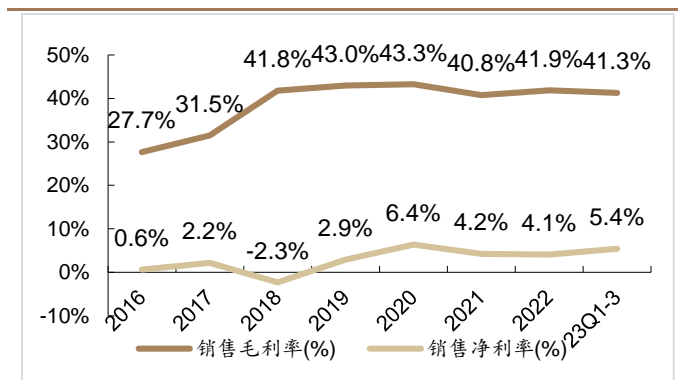


资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所  
注：销售额占比：左轴，毛利率：右轴

公司整体毛利率较为稳定，净利率呈现增长态势，期间费用率不断改善。公司 2016 年销售毛利率 27.7%，2022 年增长到 41.9%，提升了 14.2pct。公司在 2019 年后治理水平显著提升，稳定维持较高毛利率水平。销售净利率从 2016 年的 0.6% 增长到 2022 年的 4.1%，6 年间提升 3.4pct，截止 2023Q3 销售毛利率 41.3%，销售净利率 5.4%，公司盈利能力保持上升趋势。2019-2023Q3 公司销售费用率总体呈现下降趋势，管理费用率和财务费用率呈现下降趋势，2023Q1-3 分别为 20.7%、7.9%和 1.7%，2023 年全年费用率有望持续改善。

图 8: 2016-2023Q3 公司毛利率和净利率情况 (%)

图 9: 2016-2023Q3 公司期间费用率情况 (%)



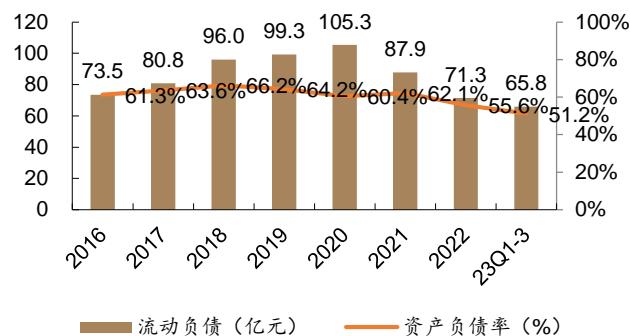
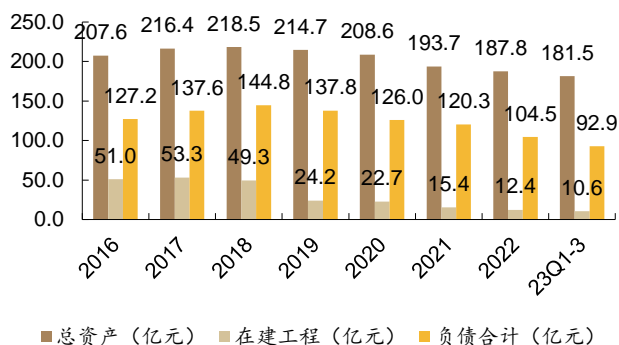
资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所  
注：2017 年及以前的管理费用包含了研发费用

公司不断优化资产结构，实现资产与负债规模双降。公司总资产由 2018 年的 218.5 亿元降至 2022 年 187.8 亿元，负债情况由 2018 年的 144.8 亿元下降到 2022 年的 104.5 亿元，在建工程由 2018 年的 49.3 亿元降至 2022 年的 12.4 亿元，2018-2022 年间公司连续实现总资产和负债规模双降，资产结构持续改善。流动负债显著优化，资产负债率不断下降，公司流动负债从 2020 年 105.3 亿下降到 2022 年的 71.3 亿，截止 23Q3 流动负债降至 65.8 亿元。资产负债率由 2018 年 66.2% 降至 23Q1-3 的 51.2%。公司整体财务数据得到较大幅度改善，资产负债率回归到合理水平。

图 10: 公司近年来总资产/在建工程/负债情况 (亿元)

图 11: 公司近年来负债情况 (亿元, %)



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

### 1.3. 管理经营：瘦身优化+股权激励，经营预期长期向好

“聚焦、瘦身、优化”，三大战略拉动经营效率提升。2019 年公司积极推进改革，持续瘦身优化。公司引进战投，改革完善用人机制，梳理管线，积极拓展对外业务。2020 年，公司重点推进瀚晖制药的资产重组业务，同时积极推进欧盟整改。2021 年公司瀚晖制药重大资产重组事项顺利完成，股权激励落地实施。2022 年公司控股子公司海正动保、魅力康完成内部重组，海南公司、日本公司加速推进，瀚晖制药与海晟药业内部重组积极推进，原料药生产持续推进欧盟整改并取得实质性进展，一期工程验收合格。

图 12：2019-2022 年公司整改措施（节选）

- ✓ 理清资产、梳理管线
- ✓ 产能梳理、优化布局

2019年博锐重组，挂牌转让闲置资产，与圣兆药物、梅斯医学建立战略合作，累计6个品种11个品规通过仿制药一致性评价  
2020年推进瀚晖重组，促进战略转型和业务协同  
2021年完成瀚晖制药资产重组  
2022年海正动保、魅力康完成内部重组，海南公司、日本公司加速新业务筹建。

2019年-2022年制定了海正中长期战略，推行岗位内部竞聘，完善用人机制  
2020年健全供应商动态管理，建设供应链管理信息化平台  
2021年限制性股票激励计划落地实施，进一步优化治理水平，开展第一次以集中竞价方式回购公司股份  
2022年完成2021 年限制性股票激励计划预留授予，再次以集中竞价方式回购公司股份

- ✓ 明确战略、措施落地
- ✓ 管理优化、内控完善

- ✓ 工艺优化、降本攻关
- ✓ 欧盟整改、EHS升级

2019年落实 GMP 常态化，强化 EHS 风险管控和环保设施管理  
2020年积极推进欧盟整改，现完成I 期整改；建立 GMP 普及机制；组织三地 EHS 交叉学习交流机制  
2021年生产方面，持续推进一致性评价工作及工艺优化；质量管理方面，积极推进欧盟整改  
2022年首个创新药 CMO 产品再鼎奥马环素顺利进入商业化供货阶段，欧盟整改一期整改获官方认可

资料来源：公司公告，德邦研究所

股权激励落地实施，公司长期发展向好。公司 2021 年 7 月发布股权激励计划相关公告，激励对象涵盖公司部分董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干人员等，计划首次授予 3000 万股，预留 300 万股。



- **业绩考核:1)公司层面**,要求经营性现金流为正,主营业务收入比 $\geq 90\%$ ,且处于同行业的 75 分位值。以 2020 年为基数,首次授予设定扣非后净利润增速目标为 100%、200%、400%,扣非后净资产收益增速目标为 50%、80%、120%。预留授予设定扣非后净利润增速为 200%、400%、600%,扣非后净资产收益增速为 80%、120%、150%;**2)个人层面**,激励对象在申请解除限售的前一个会计年度的绩效考核结果符合达标及以上,可解除当期可解除限售的限制性股票。
- **解除限售期**:考核达标后,激励对象获授的限制性股票将在 24 个月限售期满后的未来 36 个月内分三批解除限售,解除限售的比例分别为 40%、30%、30%。目前公司股权激励计划已完整落地实施,其中首次实际授予 656 人,2736.1 万股;预留实际授予 89 人,262.6 万股。股权激励的成功实施有望深度绑定优质员工,提升公司管理效率,业绩前景可期。

表 3: 股权激励方案考核指标及相关情况

解除限售期	考核时间	扣非后净利润*	扣非后净资产收益*	经营活动产生的现金流量	主营业务收入/营业收入	解除比例	实际授予人数	实际授予股份(万股)
首次授予解限 1	2021 年	$\geq 100\%$ , $\geq 75$	$\geq 50\%$ , $\geq 75$	正	$\geq 90\%$	40%	656 人	2736.11
首次授予解限 2	2022 年	$\geq 200\%$ , $\geq 75$	$\geq 80\%$ , $\geq 75$	正	$\geq 90\%$	30%		
首次授予解限 3	2023 年	$\geq 400\%$ , $\geq 75$	$\geq 120\%$ , $\geq 75$	正	$\geq 90\%$	30%		
预留授予解限 1	2022 年	$\geq 200\%$ , $\geq 75$	$\geq 80\%$ , $\geq 75$	正	$\geq 90\%$	40%	89 人	262.60
预留授予解限 2	2023 年	$\geq 400\%$ , $\geq 75$	$\geq 120\%$ , $\geq 75$	正	$\geq 90\%$	30%		
预留授予解限 3	2024 年	$\geq 600\%$ , $\geq 75$	$\geq 150\%$ , $\geq 75$	正	$\geq 90\%$	30%		

资料来源:公司公告,德邦研究所

注:“\*”表示对应指标的增长率,75 表示对标同行业企业的分位值

公司经营状况基本向好,营收完成情况基本维持在 95%以上。公司 2017 年首次突破百亿大关,2019-2021 年收入维持增长态势,得益于经营效率的改善,2021 年成功实现经营目标并超预期实现 121.36 亿的营收(预期收入 120 亿),2023 年管理层经营目标拟定为:营业收入(合并数)130 亿,同比预增 8%。

表 4: 2016-2022 年公司经营目标预计和实际经营情况

时间	公司经营目标(亿元)	实际经营情况(亿元)	实际经营情况/经营目标
2016 年	100	97.33	97.3%
2017 年	110	105.72	96.1%
2018 年	116	101.87	87.8%
2019 年	115	110.72	96.3%
2020 年	115	113.54	98.7%
2021 年	120	121.36	101.1%
2022 年	125	120.37	96.3%

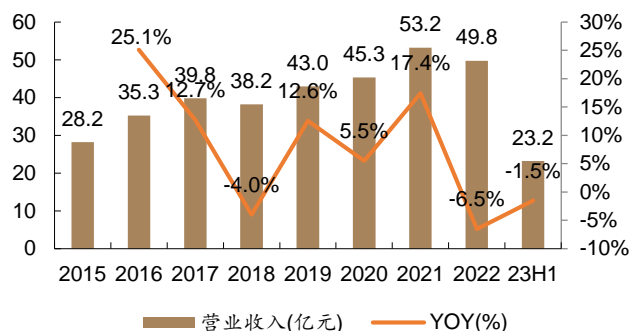
资料来源:公司公告,德邦研究所

## 2. 瀚晖制药:持续贡献稳定现金流,重磅产品有望放量

### 2.1. 瀚晖利润稳定增长,原研产品竞争力强

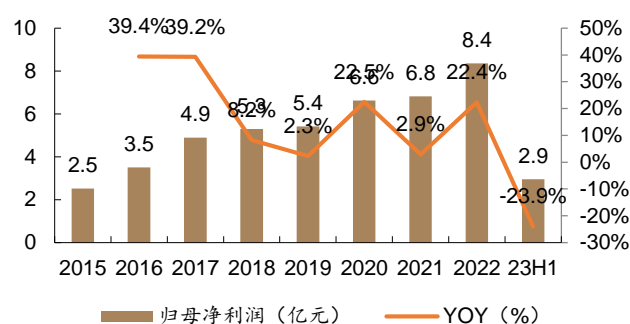
瀚晖制药归母净利润逐年提高,稳定贡献现金流。2022 年瀚晖制药营业收入达到 49.8 亿元(同比-6.5%),主要系自研制剂业务受到集采产品范围逐步扩大及外部环境的影响,销售业务受到辉瑞进口品供货不足影响,归母净利润达到 8.4 亿元(同比+22.4%)。

图 13: 2016-2023H1 年瀚晖制药营业收入情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

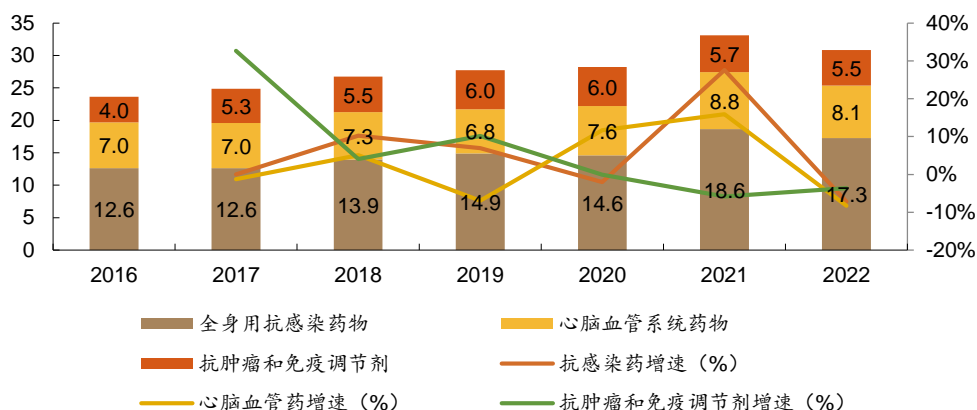
图 14: 2016-2023H1 年瀚晖制药归母净利润情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

瀚晖制药管线管理能力强大, 目前在销品种 60+, 覆盖肿瘤、心脑血管、抗感染、呼吸、激素、免疫制剂、体外诊断等领域。从药品类型来看: 主要收入组成为全身用抗感染类药物、心脑血管药物、抗肿瘤和免疫调节剂三类, 其中 2022 年由于辉瑞原研药供货问题, 营收有所下滑, 三类药物分别实现 17.3 亿元/8.1 亿元/5.5 亿元的销售额, 同比降低 7.2%/8.2%/3.7%。

图 15: 2016-2022 年瀚晖制药化学药分类销售额情况及增速 (亿元, %)



资料来源: 米内网, 德邦研究所

注: 剔除掉收入较低的神经系统药物和肌肉骨骼系统药物

集采影响基本出清, 创新品种后续有望贡献稳定收入。据米内网统计, 2022 年瀚晖制药已经参与集采的品种收入占比达到 62.6%, 根据公司 2023 年半年报数据可知瀚晖制药 2023 年上半年实现收入 23.2 亿元, 同比下降 1.5%, 说明整体上收入占比较高集采产品对于公司的业绩冲击较小, 随着公司部分“光脚”产品如瑞舒伐他汀钙、厄贝沙坦、来曲唑等陆续获批上市, 以及创新产品的放量, 总体来看, 瀚晖制药的收入和利润有望企稳。

表 5: 瀚晖制药主要制剂品种销售额及集采情况

产品		销售额（万元）					集采情况	
药品名称	通用名	2020	2021	2022	2022 年占比	占比合计	国采品种	国采中标
注射用美罗培南	美罗培南	35401	30836	30208	9.8%	62.6%	是	否
注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	哌拉西林他唑巴坦	76191	111752	100418	32.6%		是	否
瑞舒伐他汀钙片	瑞舒伐他汀	5472	5079	5970	1.9%		是	是
氯氯地平阿托伐他汀钙片	氯氯地平阿托伐他汀	50418	55415	52072	16.9%		是	否
厄贝沙坦片	厄贝沙坦	6627	9102	4527	1.5%		是	是
泛昔洛韦片	泛昔洛韦	224	69	2	0.0%	37.4%	否	否
盐酸米诺环素胶囊	米诺环素	22181	31219	27377	8.9%		否	否
注射用磷酸氟达拉滨	氟达拉滨	2174	2150	1514	0.5%		否	否



注射用盐酸表柔比星	表柔比星	16371	14801	12894	4.2%	否	否
注射用亚胺培南西司他丁钠	亚胺培南西司他丁钠	12051	12423	14871	4.8%	否	否
普伐他汀钠片	普伐他汀	9490	11127	10352	3.4%	否	否
注射用盐酸阿糖胞苷	阿糖胞苷	1192	724	962	0.3%	否	否
注射用盐酸多柔比星	多柔比星	648	457	733	0.2%	否	否
注射用丝裂霉素	丝裂霉素	1151	1602	3604	1.2%	否	否
注射用盐酸伊达比星	伊达比星	21913	20719	18389	6.0%	否	否
注射用盐酸柔红霉素	柔红霉素	590	579	561	0.2%	否	否
氟伐他汀钠胶囊	氟伐他汀	3947	7293	7836	2.5%	否	否
注射用放线菌素 D	放线菌素 D	2475	2424	1816	0.6%	否	否
注射用盐酸吡柔比星	吡柔比星	6231	4694	4659	1.5%	否	否
注射用盐酸博来霉素	博来霉素	1232	2082	2749	0.9%	否	否
丁二酸洛沙平胶囊	洛沙平	57	52	83	0.0%	否	否
克拉屈滨注射液	克拉屈滨	6139	6490	6799	2.2%	否	否

资料来源：米内网，药智网，上海阳光采购网，德邦研究所

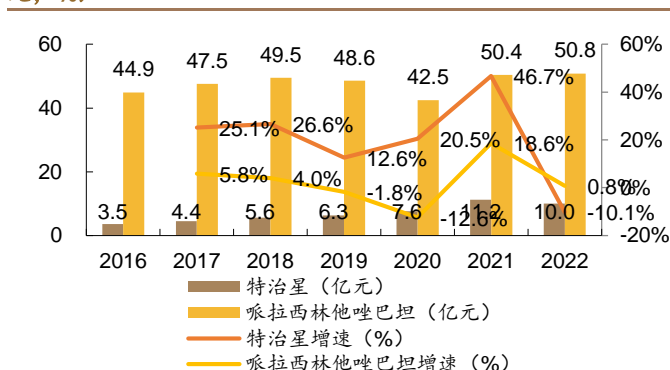
## 2.2. 原研药陆续地产化+自研创新药放量，业绩确定性强

### 2.2.1. 原研药：多款地产化产品持续稳定贡献利润

截止 2023Q1 辉瑞注入瀚晖的进口产品玫满、多达一、特治星已完成地产化转移，美卓乐、甲强龙地产化按计划顺利推进。

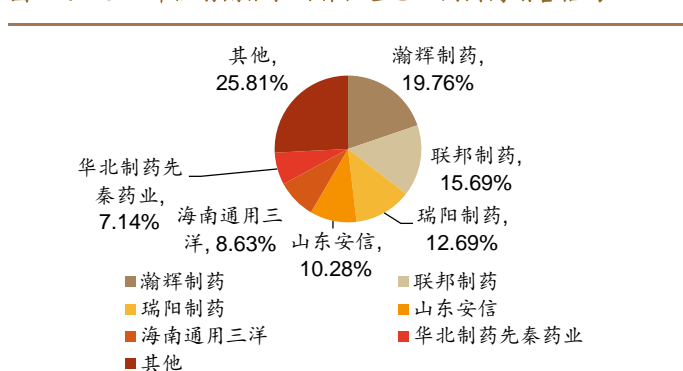
**特治星（注射用哌拉西林他唑巴坦钠）**属于抗感染类化学制剂，适用于葡萄球菌属、大肠菌属、枸橼酸菌属、克雷伯氏菌属、肠杆菌属、普罗韦德斯菌属、绿脓菌属引起的败血症、复杂性膀胱炎、肾盂肾炎。该产品于 2018 年首次纳入国家基药目录，2021 年获得药品技术转让批件，在 2022 年 1 月于富阳正式投产实现地产化。从市场空间来看，据米内网统计，城市公立医院哌拉西林他唑巴坦市场规模呈现阶段性波动（22 年市场规模 50.8 亿元），其中特治星销售额从 2016 年的 3.5 亿元突破到 2022 年的 10.0 亿元（CAGR 达 18.9%）；从竞争格局来看，据米内网统计，2022 特治星在城市公立医院中占据 19.8% 份额，联邦制药和瑞阳制药以 15.7% 和 12.7% 的市场份额紧随其后、竞争较为激烈但龙头地位不改。

图 16: 2016-2022 年注射用哌拉西林他唑巴坦钠国内市场空间(亿元, %)



资料来源：米内网，德邦研究所

图 17: 2022 年注射用哌拉西林他唑巴坦钠国内销售格局

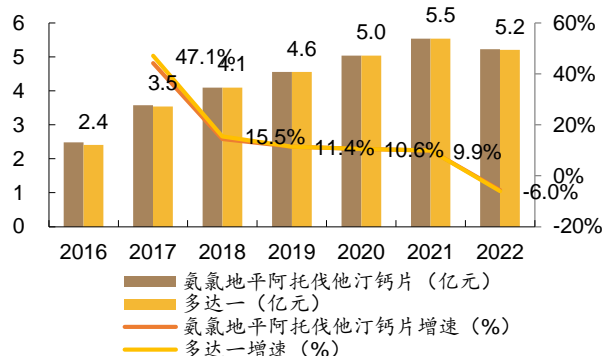


资料来源：米内网，德邦研究所

**多达一（氯氯地平阿托伐他汀钙片）**属于心血管类药物，适用于降血脂，高血压、慢性稳定性心绞痛、血管痉挛性心绞痛（或称变异性心绞痛）、各种家族性或非家族性血脂异常。多达一在 2016 年海正辉瑞工厂通过 FDA 检查后实现首个原研产品分包装本地化生产。从市场空间来看，氯氯地平阿托伐他汀钙片 22 年市场规模约 5.2 亿元，其中多达一销售额从 2016 年的 2.4 亿元突破到 2022 年的 5.2

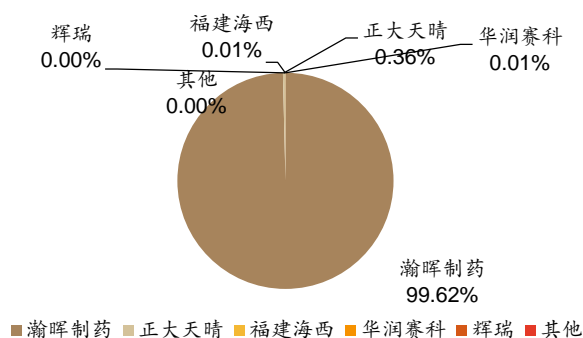
亿元 (CAGR 达 13.7%); 从竞争格局来看, 2018-2020 年维持国内垄断地位, 2021 年开始市场竞争对手突显, 截止 2022 年占据 99.6% 的市场份额, 优势龙头地位不改。

图 18: 2016-2022 年氨氯地平阿托伐他汀钙片国内市场空间 (亿元, %)



资料来源: 米内网, 德邦研究所

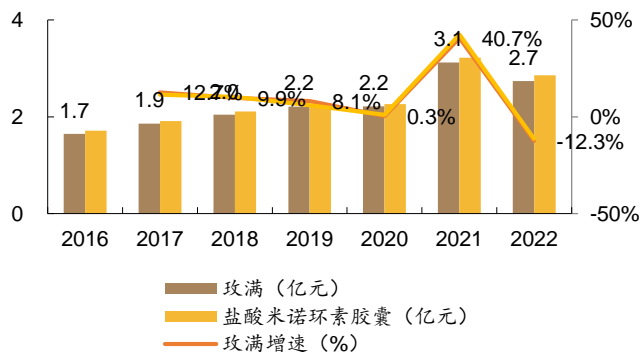
图 19: 2022 年氨氯地平阿托伐他汀钙片国内竞争格局 (%)



资料来源: 米内网, 德邦研究所  
注: 销售额口径

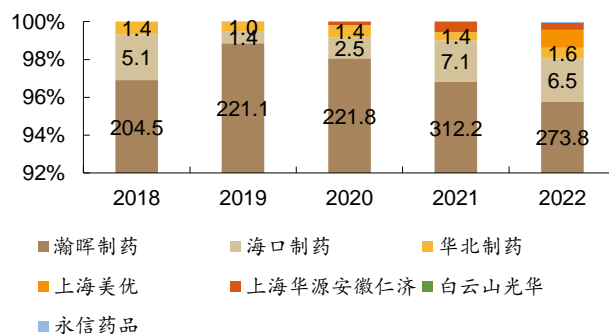
玫满 (盐酸米诺环素胶囊) 同属于抗感染类药物之一, 适用于因葡萄球菌、链球菌、肺炎球菌、淋病奈瑟菌、痢疾杆菌、大肠埃希菌、克雷伯氏菌、变形杆菌、绿脓杆菌、梅毒螺旋体及衣原体等特异性敏感的病原体引起的感染, 2018 年成为全国完成原研药 100% 地产转移并完成招标切换的首例产品。从市场空间来看, 2022 年产品市场规模达到 2.9 亿元, 其中玫满从 2016 年的 1.7 亿元增加到 2022 年的 2.7 亿元; 从竞争格局来看, 2018-2022 年间玫满持续保持市场龙头地位, 2022 年玫满占据国内米诺环素销售市场份额 95.8%, 市场优势地位不改。考虑到市场空间稳定叠加较高市占率, 我们认为后续营收贡献较为稳定。

图 20: 2016-2022 年盐酸米诺环素胶囊国内市场空间 (亿元, %)



资料来源: 米内网, 德邦研究所

图 21: 2018-2022 年盐酸米诺环素胶囊国内竞争格局 (百万元)

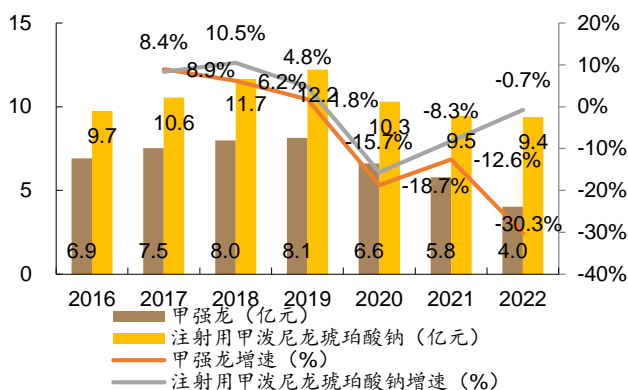


资料来源: 米内网, 德邦研究所

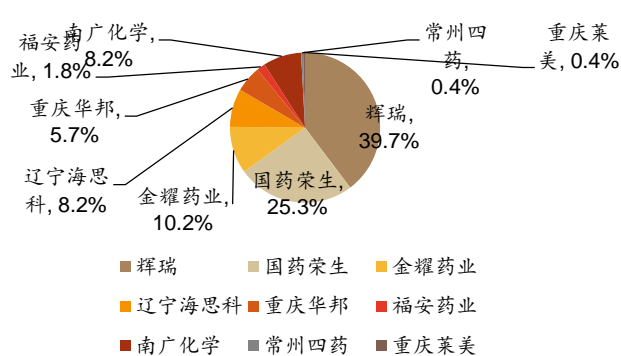
甲强龙 (注射用甲泼尼龙琥珀酸钠) 属于激素类药物, 适应症包括: 抗炎治疗, 免疫抑制治疗, 血液疾病及肿瘤治疗, 休克和内分泌失调治疗等。甲强龙于 2018 年首次被纳入《国家基药目录》。从市场空间来看, 根据米内网数据显示, 2016-2019 年间市场规模从 9.7 亿元增加到 12.3 亿元, 后续受到原料药供应及疫情影响, 市场空间趋窄, 截止 2022 年市场规模维持 9.4 亿元, 由于疫情影响和辉瑞供货不足, 甲强龙自 2019 年销售额逐年下滑, 截止 2022 年实现营收 4.0 亿元; 从竞争格局来看, 根据米内网数据, 2022 年市场主要玩家 9 家, 竞争较为激烈, 截止 2022 年在辉瑞供货不足的影响下, 瀚晖仍然占据同类药品 39.7% 市场份额, 我们认为市场优势地位不改。据公司公告, 2022 年甲强龙技术转移补充申请已递交至 CDE, 地产化进程持续推进。未来甲强龙通过地产化带来降本增效, 产品加速放量可期。

图 22: 2016-2022 年注射用甲泼尼龙琥珀酸钠国内市场空间 (亿元, %)

图 23: 2022 年注射用甲泼尼龙琥珀酸钠国内竞争格局 (亿元, %)



资料来源: 米内网, 德邦研究所

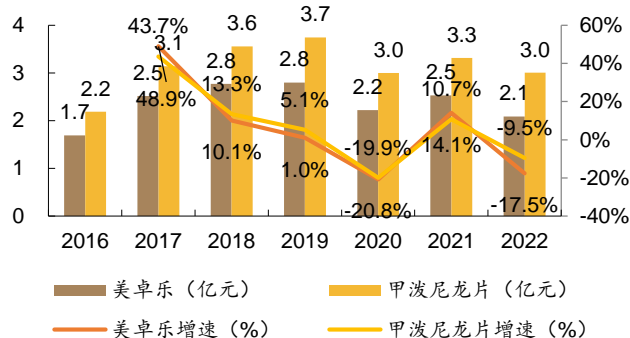


资料来源: 米内网, 德邦研究所

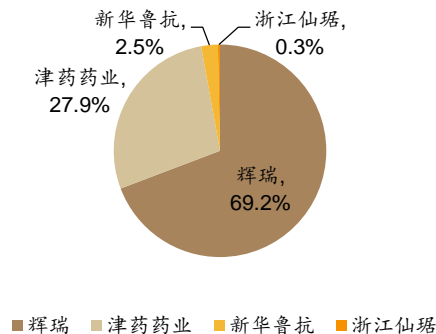
**美卓乐 (甲泼尼龙片)** 适用于非内分泌失调症: 风湿性疾病、胶原疾病、皮肤疾病、过敏性疾病、眼部疾病、呼吸道疾病、血液病、肿瘤、水肿、胃肠道疾病、神经系统和其他器官移植内分泌失调等疾病。目前辉瑞负责生产, 瀚晖制药负责分销和推广, 美卓乐于 2018 年首次被纳入《国家基药目录》。从市场空间来看: 剔除掉 2019-2022 年间的国内外疫情影响, 我们认为整体维持正增速, 其中 2022 年市场规模达 3 亿元, 美卓乐实现销售收入 2.1 亿元, 同比下降 17.5%, 主要系辉瑞供货不足的原因。从竞争格局来看: 据米内网统计, 2022 年美卓乐销售份额占据国内 69.2% 的市场份额, 居于市场龙头地位。2022 年美卓乐技术转移补充申请进入 CDE 审评, 地产化后有望加速放量。

图 24: 2016-2022 年甲泼尼龙片国内市场空间 (亿元, %)

图 25: 2022 年甲泼尼龙片国内竞争格局 (亿元, %)



资料来源: 米内网, 德邦研究所



资料来源: 米内网, 德邦研究所

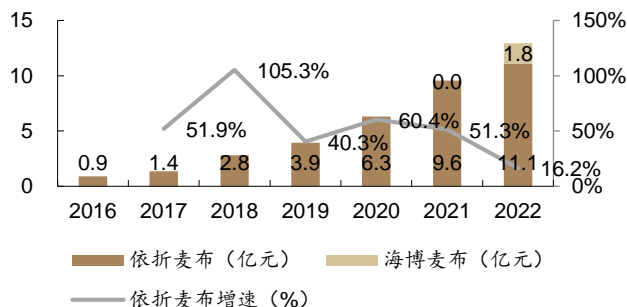
### 2.2.2. 自研创新药: 对标依折麦布, 海博麦布放量可期

**海博麦布片** 是公司自研产品, 属于心血管类降脂化学制剂, 可作为饮食控制以外的辅助治疗, 可单独或与 HMG-CoA 还原酶抑制剂 (他汀类) 联合用于治疗原发性 (杂合子家族性或非家族性) 高胆固醇血症, 可降低总胆固醇 (TC)、低密度脂蛋白胆固醇 (LDL-C)、载脂蛋白 B (Apo B) 水平。具体机制是通过作用于肠道和肝细胞表面的尼曼匹克 C1 样 (Niemann-Pick C1-like1, NPC1L1) 蛋白 1 受体, 选择性地抑制胆固醇的吸收, 从而降低小肠中的胆固醇向肝脏中的转运, 使得肝脏胆固醇贮量降低, 增加血液中胆固醇的清除。

**参考依折麦布, 后期放量可观。**海博麦布片于 2021 年获批上市, 同年 12 月列入医保, 是国内近年来心血管领域批准的唯一 1 类新药, 国内首个、全球第二个口服肠道胆固醇吸收抑制剂 (依折麦布为全球首个肠道胆固醇吸收抑制剂)。从市场空间来看, 根据米内网数据显示, 2022 年国内血脂调节剂市场销售规模约 85.0 亿元 (品牌超 20 种) 类型多样, 肠道胆固醇吸收抑制剂从 2016 年的 0.9 亿元增加到 2022 年的 12.9 亿元 (CAGR:55.9%), 其中海博麦布 2022 年实现 1.8 亿元的销售; 从竞争格局来看, 海博麦布上市一年已占据国内血脂调节剂销售市场 2.2% 的份额, 竞争优势显著。参考同类产品依折麦布销售额, 从 2016 年的

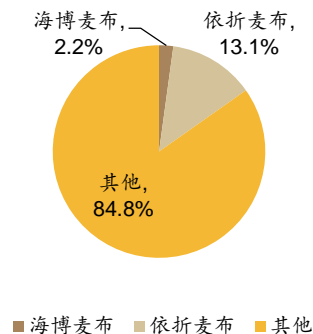
0.9 亿元增长到 2022 年的 11.1 亿元 (CAGR 达 52.0%)，增速显著，我们预计后续海博麦布市场前景广阔，有望高速增长。

图 26：2016-2022 年肠道胆固醇吸收抑制剂国内市场空间 (亿元，%)



资料来源：米内网，德邦研究所

图 27：2022 年血脂调节剂国内竞争格局 (%)



资料来源：米内网，德邦研究所

## 2.3. 潜力创新药：大力引进新品，CSO 业务高效运转

### 2.3.1. 奥马环素：重磅抗感染产品，潜在市场空间巨大

奥马环素是一种新型 9-氨基环素类药物，是在米诺环素基础上通过化学基团修饰后得到的半合成化合物，属于四环素家族的一员。《中国成人社区获得性肺炎诊断和治疗指南 (2016 年版)》推荐四环素 (米诺环素和多西环素) 用于成人社区获得性肺炎 (CAP) 经验性治疗。根据《中国成人社区获得性肺炎诊断和治疗指南 (2016 年版)》，2012 年我国肺炎的死亡率平均为 17.46/10 万，1 岁以下人群的死亡率为 32.07/10 万，25-39 岁的死亡率 <1/10 万，65-69 岁的死亡率为 23.55/10 万，>85 岁人群的死亡率高达 864.17/10 万，考虑到目前国内老龄化趋势显著，我们认为纽再乐放量可期，潜在空间巨大。

表 6：2012 年肺炎死亡率与年龄的关系

年龄区间	死亡率
≤1	32.07/10 万
25~39	<1/10 万
65~69	23.55/10 万
>85	864.17/10 万

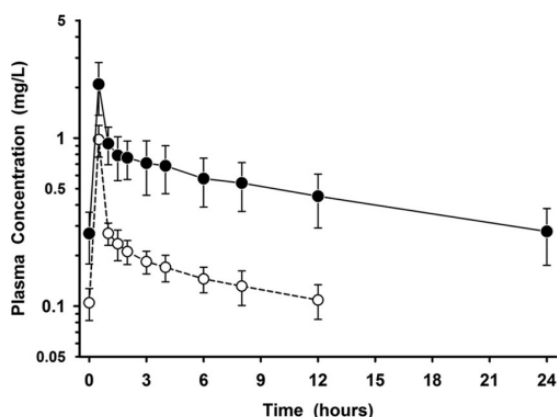
资料来源：《中国成人社区获得性肺炎诊断和治疗指南 (2016 年版)》，德邦研究所

**奥马环素疗效稳定，安全性优异。**奥马环素对肺炎链球菌 (包括青霉素耐药株和四环素耐药株)、流感嗜血杆菌、肺炎支原体 (包括大环内酯耐药株)、嗜肺军团菌都有很好的体外抗菌活性。奥马环素克服了传统四环素的耐药机制——泵出机制和核糖体蛋白保护机制，因此可以安全用于肺炎链球菌肺炎 (或合并肺炎支原体肺炎) 的治疗。据 Mark H Gotfried 的一项研究表明：替加环素和奥马环素在经验性治疗成人 CAP 药代动力学研究发现，奥马环素在血浆中的浓度更高，更持久，表明奥马环素药效优异，据 Roman Stets 的一项研究报道显示：奥马环素引起的腹泻和难辨梭菌感染比例低于莫西沙星。

图 28：奥马环素和替加环素的药代动力学研究

图 29：奥马环素和莫西沙星治疗开始后出现的不良事件表





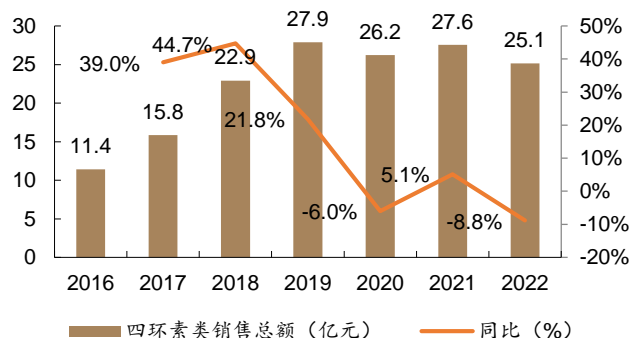
资料来源:《Comparison of Omadacycline and Tigecycline Pharmacokinetics in the Plasma, Epithelial Linin Fluid, and Alveolar Cells of Healthy Adult Subjects》Mark H. Gotfried 等, 德邦研究所.注实心圆表示奥马环素, 空心圆表示替加环素

Type of Event	Omadacycline (N=382)	Moxifloxacin (N=388)
no. of patients (%)		
Any adverse event	157 (41.1)	188 (48.5)
Treatment-related adverse event†	39 (10.2)	69 (17.8)
Severe adverse event	25 (6.5)	26 (6.7)
Serious adverse event	23 (6.0)	26 (6.7)
Treatment discontinuation for adverse event	21 (5.5)	27 (7.0)
Death	8 (2.1)	4 (1.0)
Adverse events that occurred in >2% of patients in either group		
ALT increased	14 (3.7)	18 (4.6)
Hypertension	13 (3.4)	11 (2.8)
γ-Glutamyltransferase increased	10 (2.6)	8 (2.1)
Insomnia	10 (2.6)	8 (2.1)
Vomiting	10 (2.6)	6 (1.5)
Constipation	9 (2.4)	6 (1.5)
Nausea	9 (2.4)	21 (5.4)
AST increased	8 (2.1)	14 (3.6)
Headache	8 (2.1)	5 (1.3)
Diarrhea‡	4 (1.0)	31 (8.0)

资料来源:《Omadacycline for Community-Acquired Bacterial Pneumonia》Roman Stets 等, 德邦研究所

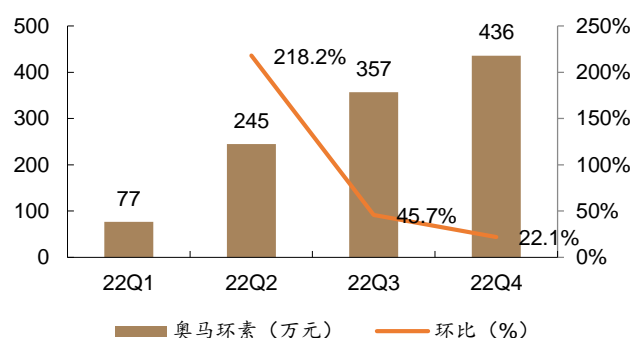
纽再乐 (甲苯磺酸奥马环素) 由再鼎医药开发, 瀚晖制药全国独家推广。于 2018 年 10 月获批 FDA, 用于治疗 CABP 成年患者, 2021 年 12 月 14 日获得 NMPA 的批准。从市场空间来看, 据米内网统计, 四环素类抗生素市场规模从 2016 年的 11.4 亿元增长到 2022 年的 25.1 亿元 (CAGR:14.1%), 近四年来维持 25 亿元以上销售额, 总体市场空间稳定; 从单品来看, 2022 年奥马环素销售额为 1115 万元, 其中分剂型看注射用甲苯磺酸奥马环素和甲苯磺酸奥马环素片分别实现 1107 万元和 8 万元的销售额, 2022 年分季度看销售额逐月递增, 环比正增长, 我们认为随着市场渗透率的提升, 后续市场广阔, 有望加速放量。

图 30: 2016-2022 年四环素类销售额及增速 (亿元, %)



资料来源: 米内网, 德邦研究所

图 31: 2022 年分季度奥马环素销售额及环比增速 (万元, %)



资料来源: 米内网, 德邦研究所

### 2.3.2. 双洛平: 新型胰岛素增敏剂, 糖尿病市场潜力巨大

双洛平 (西格列他钠, Chiglitazar Sodium) 是成都微芯生物自主设计、合成、筛选和开发的新一代胰岛素增敏剂类新分子实体, 是一种过氧化物酶体增殖物激活受体 (PPAR) 全激动剂, 属于二肽基肽酶 4 (DPP-4) 抑制剂, 可适度激

活并平衡 PPAR  $\alpha$ 、 $\gamma$  和  $\delta$  三个受体亚型，能有效地抑制 CDK5 对 PPAR  $\gamma$  的磷酸化，选择性地改变一系列与胰岛素增敏相关的基因表达。单药可用于改善成人 2 型糖尿病 (T2DM) 患者的血糖控制。西格列他钠是全球首个获批治疗 2 型糖尿病的 PPAR 全激动剂，是我国自主研发并拥有自主知识产权的 1 类创新降糖药。

**双洛平安全性优势明显。**根据 2021 年 Weiping Jia 的一项研究显示：与安慰剂和对照组相比，西格列他钠不同剂量在不良事件总体发生率和程度分级上基本一致。两项试验中观察到西格列他钠治疗组出现 PPAR  $\gamma$  激活相关的副作用的频率较低，副作用明显低于噻唑烷二酮 (TZD) 类药物 (罗格列酮和吡格列酮)，同时任何组都没有中风或心力衰竭情况出现。

图 32：西格列他钠不良事件报告表

	Chiglitazar 32 mg (n = 245)	Chiglitazar 48 mg (n = 246)	Sitagliptin 100 mg (n = 248)
Any adverse event, n (%)	164 (66.9)	156 (63.4)	162 (65.3)
Mild	120 (49.0)	130 (52.8)	126 (50.8)
Moderate	41 (16.7)	23 (9.3)	32 (12.9)
Severe	3 (1.2)	3 (1.2)	4 (1.6)
Adverse events leading, discontinuation, n (%)	8 (3.3)	6 (2.4)	2 (0.8)
Serious adverse events, n (%)	11 (4.5)	3 (1.2)	9 (3.6)
Death, n (%)	0	0	0
Adverse events with frequency $\geq 5\%$ in any group			
Upper respiratory tract infection, n (%)	32 (13.1)	38 (15.4)	41 (16.5)
Mild	29 (11.8)	32 (13.0)	38 (15.3)
Moderate	3 (1.2)	5 (2.0)	3 (1.2)
Severe	0	1 (0.4)	0
Urinary tract infection, n (%)	20 (8.2)	21 (8.5)	23 (9.3)
Mild	19 (7.8)	20 (8.1)	21 (8.5)
Moderate	1 (0.4)	1 (0.4)	2 (0.8)
Severe	0	0	0
Dyslipidaemia, n (%)	31 (12.7)	24 (9.8)	25 (10.1)
Mild	29 (11.8)	23 (9.3)	22 (8.9)
Moderate	2 (0.8)	1 (0.4)	3 (1.2)
Severe	0	0	0
Adverse effects known potentially associated with TZD drugs			
Edema, n (%)	1 (0.4)	7 (2.8)	1 (0.4)
Mild	0	6 (2.4)	1 (0.4)
Moderate	1 (0.4)	1 (0.4)	0
Severe	0	0	0
Heart failure, n (%)	0	0	0
Bone fracture, n (%)	1 (0.4)	0	1 (0.4)
Mild	0	0	0
Moderate	1 (0.4)	0	1 (0.4)
Severe	0	0	0
Body weight and waist circumference			
Body weight, kg, mean (SD)			
Baseline	70.8 (11.2)	71.2 (12.3)	70.9 (10.8)
Change at week 24	0.80 (2.9)	1.14 (2.9)	-0.1 (2.2)
Waist circumference, cm, mean (SD)			
Baseline	90.4 (8.8)	90.9 (9.0)	90.6 (9.0)
Change at week 24	-0.1 (4.4)	0.4 (3.6)	-0.2 (3.8)

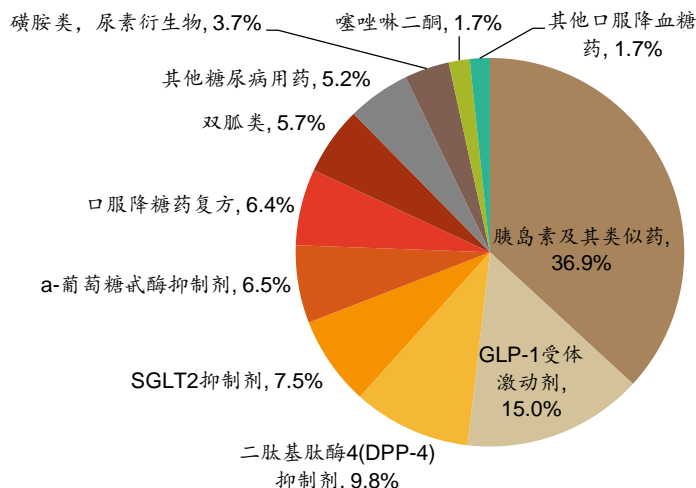
SD, standard deviation.

资料来源：《Chiglitazar monotherapy with sitagliptin as an active comparator in patients with type 2 diabetes: a randomized, double-blind, phase 3 trial (CMAS)》Weiping Jia 等，德邦研究所

双洛平 (西格列他钠) 于 2021 年 10 月获批上市，获得市场高度认可。从糖尿病用药格局来看：市场上 DPP-4 抑制剂合计占比糖尿病用药市场的 9.8%，排在 GLP-1 受体激动剂 15.0% 和胰岛素及类似药 36.9% 之后，竞争格局相对有利。从 DPP-4 抑制剂的市场空间来看：DPP-4 抑制剂销售额自 2016 年的 3.5 亿逐年增长到 2022 年的 25.0 亿元 (CAGR:38.5%)，市场空间持续拓宽。从单品来看，2022 年西格列他钠实现 132 万元的销售额 (同比+4300%)，季度环比来看持续正增速。考虑到新药上市以及 DPP-4 抑制剂市场稳定增长，我们认为后续放量可观。

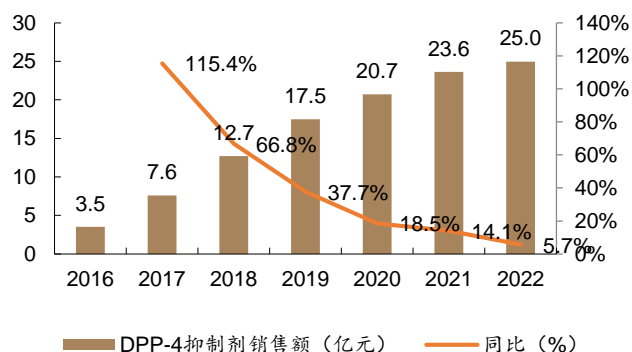
图 33：2022 年糖尿病用药市场竞争格局





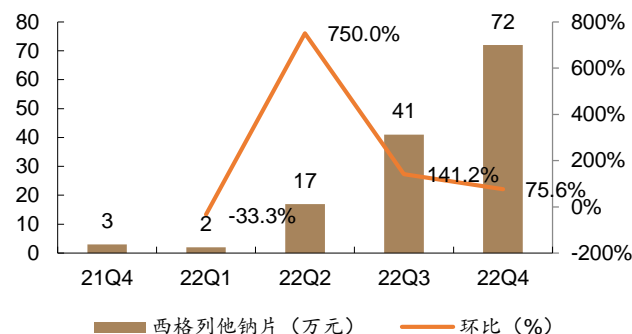
资料来源: 米内网, 德邦研究所

图 34: 2016-2022 年 DPP-4 抑制剂销售额及增速 (亿元, %)



资料来源: 米内网, 德邦研究所

图 35: 2022 年分季度西格列他钠销售情况及环比增速 (万元, %)



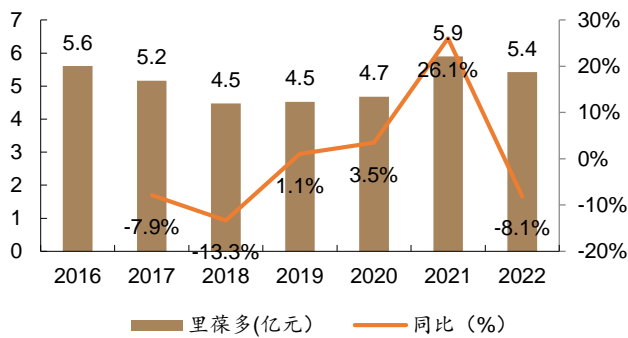
资料来源: 米内网, 德邦研究所

### 2.3.3. 里葆多: 经典抗肿瘤类仿制药, 市场认可度高

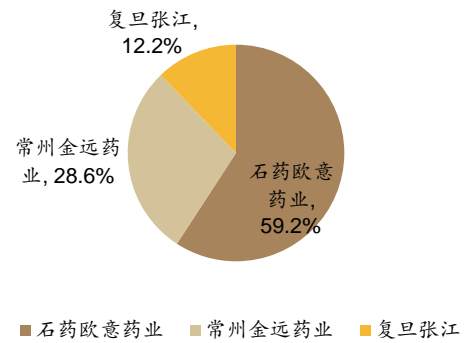
里葆多是一种脂质体制剂, 采用先进的隐形脂质体技术包封, 具有被动靶向特性的多柔比星新剂型, 是蒽环类药物的更新换代产品, 在肿瘤治疗学上具有提高疗效、降低心脏毒性、骨髓抑制以及减少脱发等优势。该产品适应症为 (1) 用作一线全身化疗药物; (2) 用作治疗病情有进展的 AIDS-KS 病人的二线化疗药物; (3) 可用于不能耐受括号内两种以上药物 (长春新碱、博莱霉素和多柔比星或其他蒽环类抗生素) 联合化疗的病人。里葆多于 2009 年 7 月国内上市, 是国内第一个成功投产的 PEG 化脂质体化疗药物, 2018 年瀚晖制药获得复旦张江里葆多的中国推广权, 为期十年。从市场空间来看, 根据米内网数据, 里葆多销售额从 2018 年的 4.5 亿元增长到 2022 年的 5.4 亿元 (CAGR: 4.9%); 从竞争格局来看, 目前国内的同类药品除里葆多 (复旦张江) 外, 多美素 (石药欧意) 和立幸 (常州金远) 也参与竞争。

图 36: 2016-2022 年里葆多销售额及增速 (亿元, %)

图 37: 2022 年盐酸多柔比星脂质体注射液销售格局



资料来源：米内网，德邦研究所



资料来源：米内网，德邦研究所

#### 2.3.4. “三润”系列：希润+昂润+杰润，构建慢阻肺治疗完备产品线

“三润”系列（希润、昂润、杰润）产品可以起到舒张支气管的作用，能够有效改善肺功能，适用于成人慢性阻塞性肺疾病（COPD）的维持治疗。根据 2009 年 M Miravittles 的一项研究表明：GOLD 标准定义的 COPD 总体患病率为 10.2%。根据 tephania A Christenson 教授等人的报道：2017 年慢性呼吸道疾病患者人数约达到 5.5 亿，其中约 55% 的病例归因于 COPD，2019 年 COPD 已成为全球第三大死因。

图 38：2019 年 COPD 患病率流行病学情况

	40-49 years	50-59 years	60-69 years	70-80 years	Total
COPD GOLD I-IV					
Men	4.4% (2.8% to 6.1%)	10.2% (7.6% to 12.8%)	21.7% (17.7% to 25.6%)	35.9% (30.5% to 41.4%)	15.1% (13.5% to 16.8%)
Women	3.2% (1.8% to 4.5%)	4.4% (2.8% to 6.1%)	7.5% (5.0% to 10.0%)	10.7% (7.3% to 14.1%)	5.6% (4.6% to 6.7%)
All	3.8% (2.7% to 4.8%)	7.0% (5.6% to 8.6%)	14.5% (12.1% to 16.8%)	22.8% (19.5% to 26.2%)	10.2% (9.2% to 11.1%)
COPD GOLD II-IV					
Men	2.1% (0.9% to 3.2%)	3.3% (1.8% to 4.9%)	9.8% (6.9% to 12.7%)	19.7% (15.1% to 24.2%)	7.1% (5.9% to 8.3%)
Women	0.8% (0.1% to 1.4%)	1.3% (0.4% to 2.2%)	3.5% (1.8% to 5.3%)	4.1% (1.9% to 6.3%)	2.0% (1.4% to 2.7%)
All	1.4% (0.7% to 2.0%)	2.2% (1.4% to 3.1%)	6.6% (4.9% to 8.3%)	11.6% (9.1% to 14.2%)	4.4% (3.8% to 5.1%)

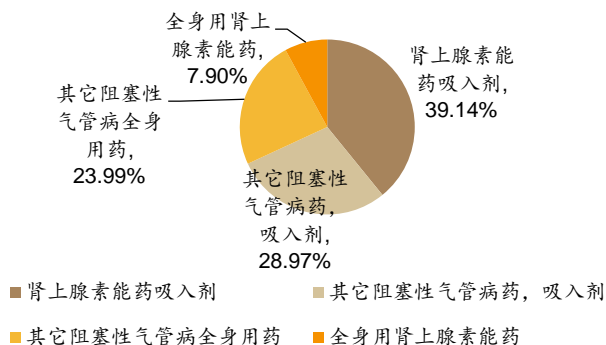
The prevalence of respiratory symptoms in the total population, COPD and GOLD 0 COPD is presented in the Supplementary material. COPD, chronic obstructive pulmonary disease; GOLD, Global Initiative for Chronic Obstructive Lung Disease.

资料来源：《Prevalence of COPD in Spain: impact of undiagnosed COPD on quality of life and daily life activities》M Miravittles 等，德邦研究所

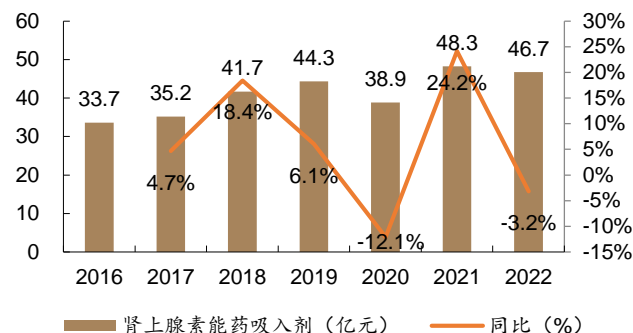
“三润”系列产品成功构筑全系列慢阻肺产品线，2018 年瀚晖获得三款产品的十年独家推广权，精准定位慢阻肺患者群。昂润于 2012 年国内获批上市，杰润和希润于 2019 年在国内上市。从 COPD 用药格局来看：据米内网统计，肾上腺素能药吸入剂的市场规模从 2016 年的 33.7 亿元增长到 2022 年的 46.7 亿元（CAGR: 5.6%），占据国内阻塞性器官疾病用药市场份额的 39.1%，疾病用药市场优势地位不改。

图 39：2022 年 COPD 用药国内竞争格局 (%)

图 40：2016-2022 年肾上腺素能药吸入剂国内市场规模(亿元, %)



资料来源：米内网，德邦研究所

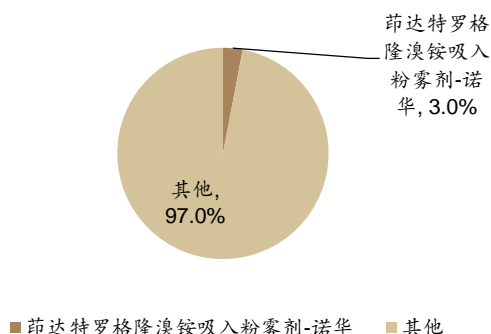


资料来源：米内网，德邦研究所

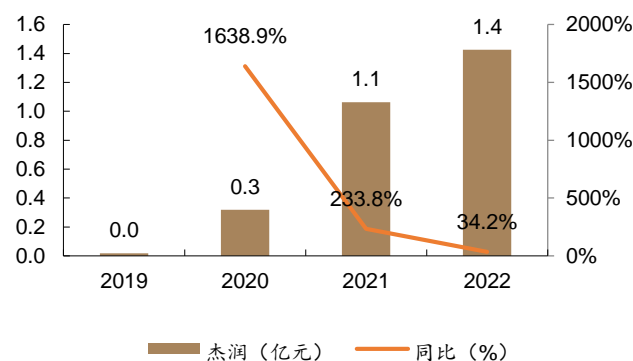
从杰润单品来看：2019 年杰润在国内上市，同年纳入医保，销售额从 2019 年的 183 万增长到 2022 年的 1.4 亿元 (CAGR: 327.0%)，连续正增速。截止 2022 年杰润 (茚达特罗格隆溴铵吸入粉雾剂) 销售额占据国内肾上腺素能药吸入剂 (超 20 款品牌) 市场 3.0% 的份额。考虑到肾上腺素能药吸入剂市场规模稳定及公司产品优势，我们认为后续全系列放量可观。

图 41: 2022 年肾上腺素能药吸入剂国内竞争格局 (%)

图 42: 2019-2022 年杰润国内销售额及增速 (亿元, %)



资料来源：米内网，德邦研究所



资料来源：米内网，德邦研究所

### 3. 原料药：产能利用率有望改善，具备较大反弹空间

原料药业务是公司的传统业务，发酵类业务技术优势明显，近年来，全球特色原料药的行业竞争呈现两大变化：一是原料药的产业转移加快，行业竞争加剧；二是全球医药行业出现了纵向一体化的发展趋势，制剂生产企业与原料药生产企业之间的兼并收购日益增多。原料药产能属于战略资源，海正药业目前有三大原料药基地，分别位于台州、富阳和南通，台州基地主要负责合成覆盖肿瘤、发酵管线，富阳基地主要负责发酵类，南通基地主要负责合成类。面对严峻的市场形势，公司原料药业务持续进行国内制剂配套、海外制剂客户拓展以及新 CMO 项目引入。未来通过扩大产业规模及调整产能布局，产能利用率有望进一步提升。

公司手握多种原料药批文，原料药客户群丰富。截止 2023 年 8 月，公司原料药覆盖抗肿瘤、心血管、抗感染和动物保健等多种领域，品种多达百余个，储备丰富。公司积极开拓原料药业务，2022 年全年完成新客户开发 100 余家，新业务拓展 200 余例，通过产能优势和降低成本等手段，进一步扩大市场份额，总体来看公司未来将加速提高产能利用率。具体措施表现为：

- 1) 海外业务：以原研药和仿制药大客户为主，加速欧盟解禁的 API 市场份额抢占，叠加开拓一些新兴市场；
- 2) 国内业务：除配套自身制剂外，积极寻找国内的制剂厂家建立战略合作，拓宽业务面；

➤ **3) CMO 业务：**公司的发酵类产品，在产能和技术领域具有一定的领先优势，计划在发酵领域开展相关 CMO 定制业务。

表 7：海正药业原料药生产批文及产品名称一览表（部分数据）

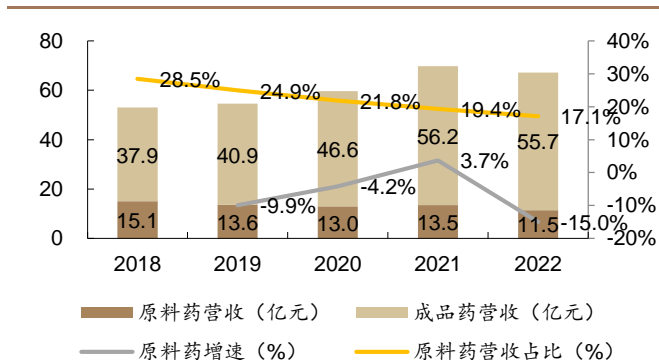
批文	产品名称	批文	产品名称	批文	产品名称	批文	产品名称
国药准字 H20150060	达托霉素*	国药准字 H20103164	阿卡波糖	国药准字 H20059256	氯曲南	国药准字 H20041315	硫酸氨基葡萄糖氯化钠复盐
国药准字 H20163053	他克莫司*	国药准字 H20100034	丁二磷酸腺苷蛋氨酸	国药准字 H20058349	盐酸柔红霉素	国药准字 H20041280	氟伐他汀钠
国药准字 H20163080	西罗莫司*	国药准字 H20093556	阿那曲唑	国药准字 H20057219	卡铂	国药准字 H20040444	盐酸洛美沙星
国药准字 H20153152	奥利司他*	国药准字 H20093536	替考拉宁	国药准字 H20056475	盐酸舍曲林	国药准字 H20030795	甲苯磺酸托氟沙星
国药准字 H33021979	盐酸多柔比星	国药准字 H20093487	奥沙利铂	国药准字 H20055198	甲氧蝶呤	国药准字 H20030340	盐酸格拉司琼
国药准字 H33020855	妥布霉素	国药准字 H20093387	盐酸吉西他滨	国药准字 H20055186	硫酸卷曲霉素	国药准字 H20030330	美罗培南
国药准字 H33020854	丝裂霉素	国药准字 H20083217	异环磷酰胺	国药准字 H20054693	盐酸阿糖胞苷	国药准字 H20013173	氟脲苷
国药准字 H33020784	盐酸普罗帕酮	国药准字 H20067734	盐酸文拉法辛	国药准字 H20052561	氢溴酸西酞普兰	国药准字 H20010757	伊维菌素
国药准字 H33020781	诺氟沙星	国药准字 H20067161	他唑巴坦	国药准字 H20052252	克拉屈滨	国药准字 H20010674	辛伐他汀
国药准字 H33020775	磷酸腺嘌呤	国药准字 H20067153	帕米膦酸二钠	国药准字 H20051232	盐酸博来霉素	国药准字 H19994096	放线菌素 D
国药准字 H33020454	盐酸环丙沙星	国药准字 H20066690	兰索拉唑	国药准字 H20050756	磷酸氟达拉滨	国药准字 H19991173	泛昔洛韦
国药准字 H20140107	瑞舒伐他汀钙	国药准字 H20065148	盐酸万古霉素	国药准字 H20050148	普伐他汀钠	国药准字 H19990279	盐酸表柔比星
国药准字 H20103631	阿托伐他汀钙	国药准字 H20065140	氟马西尼	国药准字 H20050143	盐酸伊达比星	国药准字 H10980269	丁二酸洛沙平
国药准字 H20103343	羟喜树碱	国药准字 H20064800	吡嗪酮	国药准字 H20045999	硫酸异帕米星	国药准字 H10980230	依诺沙星
国药准字 H20103331	奥氮平	国药准字 H20059377	紫杉醇	国药准字 H20045982	吡柔比星	国药准字 H10980229	司帕沙星

资料来源：国家药监局，德邦研究所

注：此处仅展示 60 个数据；“\*”表示由海正杭州生产，附录分领域可见详细原料药品类

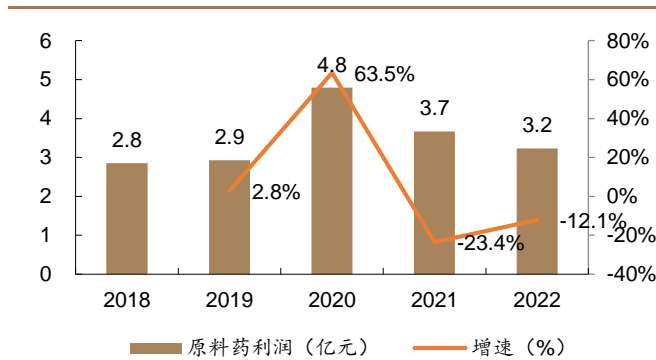
**原料药业务有望触底反弹。**作为公司的传统业务，公司 85%以上的原料药销往国际市场，从营收端来看，海正原料药在医药工业中的占比持续走低，从 2018 年的 28.5% 下降到 22 年的 17.1%，2020 年至今，受海外疫情影响，印度等主要原料药生产国的生产供应下滑，其中 2022 年再次受到原料药市场竞争加剧的影响，实现 11.5 亿元的销售额（同比-15.0%），营收持续下滑探底；从利润端来看，海正持续降本增效初见成效，2020 年利润端实现 4.8 亿元（同比+63.5%），后续随着市场竞争加剧，毛利持续下滑，22 年维持 3.2 亿元的利润。由于近几年公司原料药厂房进入折旧摊销高峰期，因而业务整体有所亏损，导致公司整体业绩承压，但是考虑到原料药业务进入探底阶段，未来产能利用率有望逐渐攀升，亏损有望进一步收窄。

图 43：原料药营收情况及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 44：原料药利润及增速（%）



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司原料药产品丰富，看好公司原料药长期增长潜力。

表 8：海正原料药一览表（截止 23H1）

领域	通用名	质量标准	US DMF (VM F)	EU DMF (VM F)	CEP	JP DMF	CDE Status (MOA)	领域	通用名	质量标准	US DMF (VM F)	EU DMF (VM F)	CEP	JP DMF	CDE Status (MOA)
抗肿瘤药	阿那曲唑	USP UCP	√	0	0	0	A	抗感染药物	达托霉素	In house	√	√	0	0	A
	安沙菌素 (AP3)	In house	0	0	0	0	0		亚胺培南+西司他丁钠	In house	0	0	0	0	A
	比卡鲁胺	USP EP YBH	√	0	0	0	A		硫酸异帕米星	JP CP In house	0	0	0	√	A
	盐酸博来霉素	YBH	0	0	0	0	A		利奈唑胺	USP In house	√	0	0	0	A
	硫酸博来霉素	USP EP IP In house	√	0	√	0	0		美罗培南	USP JP CP	0	0	0	√	A
	克拉屈滨	USP EP IP YBH	√	0	0	0	A		米卡芬净钠	In house	√	0	0	0	A
	环磷酰胺	USP EP CP	√	0	0	0	A		盐酸莫西沙星	USP EP In house	√	0	√	0	A
	阿糖胞苷	USP EP	√	0	0	0	0		泊沙康唑	In house	0	0	0	0	I
	放线菌素 D	USP CP	√	0	0	0	A		利福霉素 O	In house	0	0	0	0	0
	盐酸柔红霉素	USP EP CP	√	0	√	0	A		他唑巴坦	USP CP JP In house	√	√	0	0	0
	盐酸多柔比星	USP EP CP JP	√	0	√	√	A		替替拉宁	CP	0	0	0	0	A
	盐酸表柔比星	USP EP CP	0	√	√	0	A		替加环素	USP EP In house	√	0	0	0	A
	磷酸氟达拉滨	USP EP CP	√	0	0	0	A		伊维菌素	USP EP In house	√	0	√	√	A
	盐酸伊达比星	USP EP CP	√	0	0	0	A		阿卡波糖	USP EP CP JP In house	√	0	√	√	A
	来曲唑	USP CEP CP	√	0	0	0	A	其他药物	1, 4-丁二磺酸腺苷蛋氨酸	YBH	0	√	0	0	A
	美司那	USP	√	0	0	0	0		阿哌沙班	In house	√	0	0	0	A
心血管药物	丝裂霉素	USP EP CP	√	0	√	0	A		阿普斯特	In house	0	0	0	0	0
	吡柔比星	YBH	0	0	0	0	A		阿立哌唑	USP EP CP	√	0	0	0	A
	盐酸阿糖胞苷	CP	0	0	0	0	A		甲磺酸达比加群酯	In house	√	0	0	0	0
	腺苷	USP EP	√	0	√	0	0		艾曲波帕乙醇胺	In house	0	0	0	0	0
	阿托伐他汀钙	CP	0	0	0	0	A		谷胱甘肽	YBH	0	0	0	0	A
	盐酸多奈哌齐	USP In house	√	0	0	0	A		丁二酸洛沙平	In house	0	0	0	0	A
	氟伐他汀钠	YBH	0	0	0	0	A		盐酸鲁拉西酮	In house	√	0	0	0	A
	洛伐他汀	USP EP CP	√	0	√	0	A		吗替麦考酚酯	USP EP CP	√	0	√	0	A
	美伐他汀	In house	√	0	0	0	0		奥氮平	USP	√	0	0	0	0
	普伐他汀钠	USP EP JP CP	√	0	√	√	A		奥利司他	USP In house	0	√	0	0	A
动物保健产品	瑞舒伐他汀钙	YBH	0	0	0	0	A		磷酸奥司他韦	CP USP EP In house	0	0	0	0	0
	辛伐他汀+BHA	USP EP	0	0	√	0	0		帕瑞昔布钠	In house	0	0	0	0	A
	辛伐他汀	USP EP CP	√	0	√	0	A		西罗莫司	In house	√	√	0	0	A
	多拉菌素	In house CVP	√	0	0	0	√	动物保健产品	琥珀酸索利那新	In house	0	0	0	0	A
	乙酰氨基阿维菌素	USP CVP	√	√	0	√	√		枸橼酸托法替布	In house	0	0	0	0	A
	非泼罗尼	In house	√	0	√	0	√		他克莫司	USP EP IP	√	0	√	0	A
	吡虫啉	EP In house	0	0	0	0	0		替格瑞洛	In house	√	0	0	0	0
	伊维菌素	CVP In house	√	0	√	√	√		硫酸氨基葡萄糖氯化钠复盐	YBH	0	0	0	0	A
	米尔贝胂	CVP In house	√	√	0	√	√		泰拉霉素	In house	√	√	0	0	√
	莫昔克丁	USP EP In house	√	0	√	√	√		甲氧普烯	In house	0	0	0	0	0
	吡喹酮	USP EP CVP	√	0	√	√	√		艾莫德斯	In house	0	0	0	0	0
	塞拉菌素	EP In house	0	0	0	0	√		氟雷拉纳	In house	0	0	0	0	0



	多杀菌素	In house	0	0	0	0	0		阿福拉纳	In house	0	0	0	0	0
--	------	----------	---	---	---	---	---	--	------	----------	---	---	---	---	---

资料来源：公司官网，德邦研究所

注：“√”表示已获得批准文件，“A”表示已获得批准文件，“0”表示没有批准文件，“I”表示 APIs that have not been reviewed and approved together with finished dosage in China, “VMF、MOA”用于动物保健产品

表 9：原料药小分子板块进展(截止 23H1)

领域	通用名	质量标准	治疗领域	项目进展
ADC 小分子	安沙菌素 AP3	In house	Oncology/ADC Small Molecule	Validation
	卡里奇霉素	In house	Oncology/ADC Small Molecule	Pilot Scale
	埃斯塔拉霉素	In house	Oncology/ADC Small Molecule	Bench scale
	FR901464	In house	Oncology/ADC Small Molecule	Bench scale
	罗米地辛	In house	Oncology/ADC Small Molecule	Validation
	来普霉素 B	In house	Oncology/ADC Small Molecule	Pilot Scale 500L
	ThalinstatinA	In house	Oncology/ADC Small Molecule	Bench scale

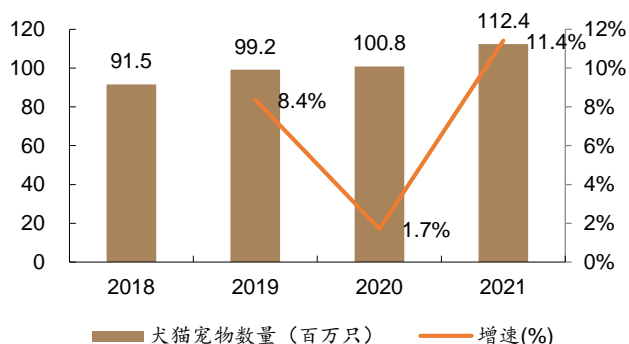
资料来源：公司官网，德邦研究所

## 4. 新兴业务：海正动保、博锐生物，产品力强，上市可期

### 4.1. 海正动保：动保行业高景气，相关产品有望高速增长

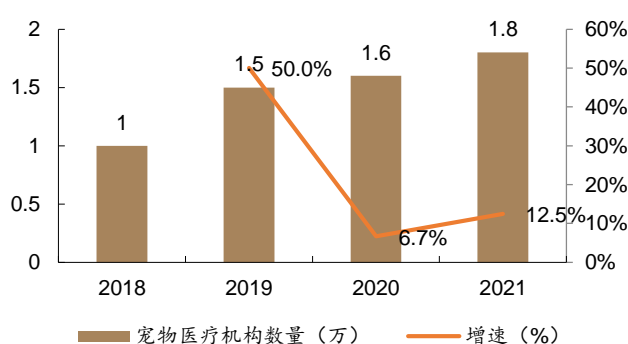
供需两旺，宠物行业有望高速增长。从需求端看：宠物数量从 2018 年的 9149 万只增长到 2021 年的 1.1 亿只（CAGR 为 7.1%），持续正增速。从供给端看：随着宠物主在医院的消费逐渐多元化，医院也成为线下综合性服务平台，覆盖业务广泛，宠物医疗机构从 2018 年的 1 万家增加到了 2021 年的 1.8 万家（CAGR 为 21.6%），市场规模预计将持续扩大。

图 45：2018-2021 年中国宠物数量变化情况（百万只）



资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，德邦研究所

图 46：2018-2021 年中国宠物医疗机构数量变化情况（万，%）



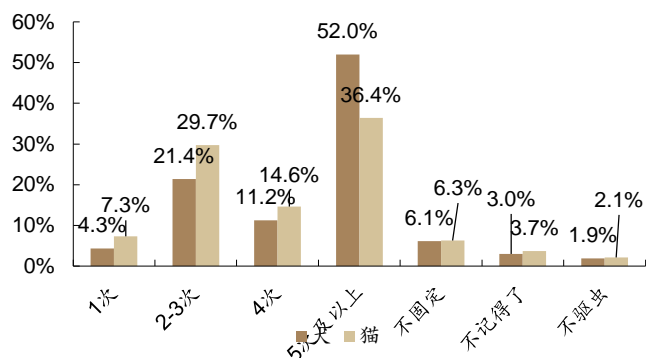
资料来源：华经产业研究院，德邦研究所

驱虫需求旺盛，驱虫市场规模高速增长。根据《2021 年中国宠物行业白皮书》统计显示 2021 年犬猫驱虫频次达到“5 次及以上”的，分别占比 52.0%/36.4%，表明公众的宠物驱虫意识高。根据《2023 巨量引擎宠物行业白皮书》统计，中国宠物驱虫药市场规模从 2018 年的 11 亿元增长到 2022 年的 23 亿元（CAGR 为 19%），连续 4 年正增长。考虑到政策支持+驱虫意识提升带来的双重驱动，我们认为后续驱虫药市场有望进一步提高。

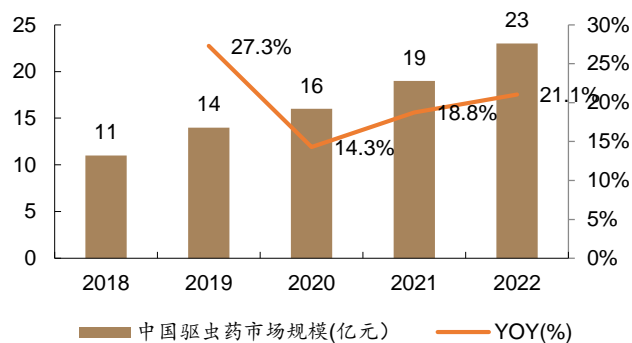
图 47：宠物主驱虫频次 (%)

图 48：中国宠物驱虫药市场规模（亿元，%）





资料来源:《2021 年中国宠物行业白皮书》, 德邦研究所



资料来源: 巨量算数, 欧睿国际, 《2023 巨量引擎宠物行业白皮书》, 德邦研究所

**宠物药品政策法规逐渐完善, 利好行业龙头玩家。**随着中国宠物市场的发展, 宠物健康消费市场规模占比逐渐提高, 医疗相关细分市场消费增速迅猛, 国家农业农村部相继出台各类政策, 鼓励宠物医疗用药研发创新, 同时为了解决当前宠物临床用药短缺问题, 制定《人用化学药品转宠物用药注册资料要求》, 解决宠物健康医疗市场中供给端药品短缺问题。此外, 政府也持续规范执业兽医行业发展及人才队伍建设, 规范宠物健康医疗行业发展, 为保护宠物健康和公共卫生安全保驾护航。

表 10: 相关政策 (节选)

时间	发布机构	政策名称	相关内容
2020 年 9 月	农业农村部	《人用化学药品转宠物用化学药品注册资料要求》	为解决当前兽医临床上宠物用药短缺问题, 推动宠物用化学药品的研发和上市, 在保证安全、有效、质量可控的前提下, 借鉴相关评审评价办法, 制定人用化学药品转宠物用药注册资料要求。
2020 年 9 月	农业农村部	《废止的药物饲料添加剂品种增加治疗用途注册资料要求》	加快推进宠物兽药注册工作, 进一步合理利用现有资源, 促进技术创新, 更好满足预防、治疗动物疾病需求。
2022 年 2 月	农业农村部	《2022-2025 年全国官方兽医培训计划》	加强“十四五”时期官方兽医队伍建设, 加强官方兽医培训, 提升官方兽医队伍依法履职能力和水平, 到 2025 年, 国家、省、市、县四级官方兽医培训体系健全完善。
2022 年 10 月	农业农村部	《动物诊疗机构管理办法》	加强动物诊疗机构的监督和管理, 对其市场经营活动以及动物诊疗行为、设备、人员、场所等各方面进行规范, 保障公共卫生安全。

资料来源: 中华人民共和国农业农村部官网, 德邦研究所

**海正动保专注动物保健品行业近 30 年, 建有 25 条多剂型生产线 (含疫苗), 布局猪、反刍、宠物、疫苗四大业务领域, 现有产品 40 余款, 拥有 130 多个长期战略合作伙伴, 覆盖国内 30 余家大型养殖集团和多个宠物连锁医院。公司引进战投, 于 2022 年完成内部战略重组, 目前海正动保宠物药上市产品涵盖驱虫药、抗炎药、抗生素和营养保健四大类产品。**

图 49: 海正动保上市宠物药产品 (截止 2023Q1)

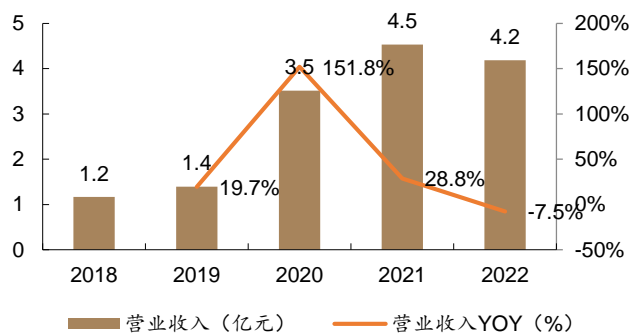
类别	商品名	通用名称	适应症	对应动物	图片
驱虫药	莫爱佳	吡虫啉莫昔克丁滴剂	用于预防和治疗犬的体内、外寄生虫感染。并可辅助治疗因跳蚤引起的过敏性皮炎	犬类	
	莫爱佳	吡虫啉莫昔克丁滴剂	用于预防和治疗猫的体内、外寄生虫感染。并可辅助治疗因跳蚤引起的过敏性皮炎	猫类	
	海乐妙	米尔贝肟吡喹酮片	用于驱除猫的蛔虫，钩虫，绦虫	妊娠、哺乳猫	
	海乐旺	米尔贝肟吡喹酮咀嚼片	抗寄生虫药，用于驱除犬绦虫和线虫，预防犬心丝虫	柯利犬、怀孕犬、哺乳犬	
	海乐宠	米尔贝肟片	用于预防心丝虫，驱除体内蛔虫、钩虫、鞭虫和体外螨虫	柯利犬、怀孕犬、哺乳犬	
抗炎药	海美乐	美洛昔康片	用于缓解急性和慢性肌肉-骨骼疾病引发的炎症和疼痛	适用于不同体重犬	
抗生素	海乐平	恩诺沙星片	氟喹诺酮类抗菌药，用于动物细菌性感染和支原体感染	犬猫	
营养保健	海耳净	-	犬猫专用耳道清洁及护理产品，温和无刺激，气味怡人，可溶解、清除耳道坏死的角质细胞和耳垢，可用于外耳炎用药前的耳道清理及犬猫耳部的日常清洁护理（1-2次/周）	犬猫	
	舒欣宝	牛初乳抗焦虑肽产品	对抗焦虑，减缓应激，用于促进猫在环境压力下的冷静行为和注意力集中，同时不产生嗜睡	猫类	
	舒欣宝	牛初乳抗焦虑肽产品	对抗焦虑，减缓应激，用于促进狗在环境压力下的冷静行为和注意力集中，同时不产生嗜睡	犬类	

资料来源：公司官网，药智网，德邦研究所

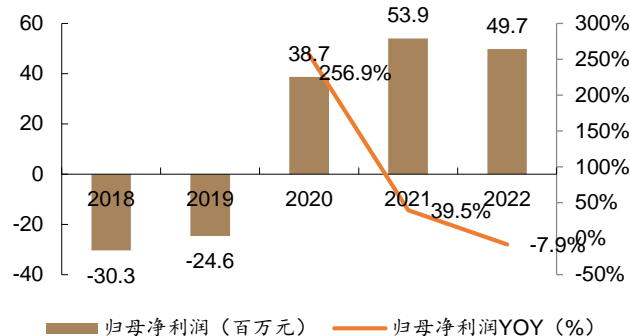
海正动保深耕多年，营收利润不断增加。营业收入从 2018 年的 1.2 亿元突破到 2022 年的 4.2 亿元（CAGR 为 37.6%）。2020 年受猪瘟影响，猪业务大幅度增长。宠物业务方面，以特色驱虫药作为宠物系列药品的主推产品不断提升品牌效应，销售增量明显；反刍业务方面，公司加快与国内各大集团牧场深入合作，市场占有率进一步提升。2020 年海正动保归母净利润扭亏为盈达 3866 万元（同比 +256.9%），2022 年受到猪业务下降的影响，归母净利润约 4969 万元，同比下降 7.9%。

图 50：2018-2022 年海正动保营业收入及其增速（亿元，%）

图 51：2018-2022 年海正动保归母净利润及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，德邦研究所



资料来源：公司公告，德邦研究所  
注:2020 年归母净利润剔除云南生物，仅计算动保单体归母净利润

**驱虫药国产第一品牌，公司品牌影响力不断扩大。**公司专注宠物驱虫药市场，覆盖宠物用抗生素、抗炎药、营养保健等领域。根据十大品牌网数据显示，23Q1 海正动保宠物药位居国内市场第二位，仅次于硕腾。其中海乐妙 2021 年实现年销售额过亿，成为首个达到 1 亿元销售额的国产驱虫药，根据十大品牌网数据显示 23Q1 海乐妙位居驱虫药品牌 TOP5。新产品莫爱佳 2021 年作为国产首款体内外驱虫滴剂上市，目前成为公司历史上销售最快破千万的单品。

图 52：2023 年宠物药公司品牌排行 TOP10（截止 23Q1）

1	硕腾Zoetis	全球知名动物保健企业	推荐值 9850
2	海正动保	海正药业全资子公司	推荐值 9789
3	勃林格殷格翰	全球知名动物保健企业	推荐值 9596
4	Elanco	全球知名动物保健企业	推荐值 9251
5	普安特	宠物医院药品专用品牌 英国宠物保健行业协会会员	推荐值 9126
6	金盾药业	雪兰莪指定品牌	推荐值 8802
7	小宠	专业宠物健康品牌 高新技术企业	推荐值 8605
8	布尔Bullvet	专业动物保健药品生产企业 兽药GMP认证	推荐值 8546
9	爱纳它	宠物药品品牌电商品牌 兽药GMP认证	推荐值 8281
10	朗博特	自有专业宠物药的研发中心 高新技术企业	推荐值 8093

资料来源：十大品牌网，德邦研究所

图 53：2023 驱虫药品牌 TOP10（截止 23Q1）

NO.1	大宠爱	大宠爱	品牌指数: 85.5
NO.2	福来恩	FRONTLINE福来恩	品牌指数: 84.8
NO.3	拜宠清	拜宠清	品牌指数: 84.0
NO.4	爱沃克	爱沃克	品牌指数: 83.0
NO.5	海乐妙	海乐妙	品牌指数: 82.2
NO.6	Broadline博来恩	Broadline博来恩	品牌指数: 82.0
NO.7	Heartgard犬心保	Heartgard犬心保	品牌指数: 80.9
NO.8	超可信	超可信	品牌指数: 79.7
NO.9	拜宠爽	拜宠爽	品牌指数: 78.9
NO.10	BRAVECTO贝卫多	BRAVECTO贝卫多	品牌指数: 78.2

资料来源：十大品牌网，德邦研究所

**在研管线丰富，多个品种上市可期。**根据药智网数据显示，自 2022 年以来，公司目前有 7 款新兽药在研，多数为独家品种，后续在研新品种上市有望带来新增量，巩固动保业务的行业领先地位。

表 11：海正药业在研新兽药（截止 2023Q1）

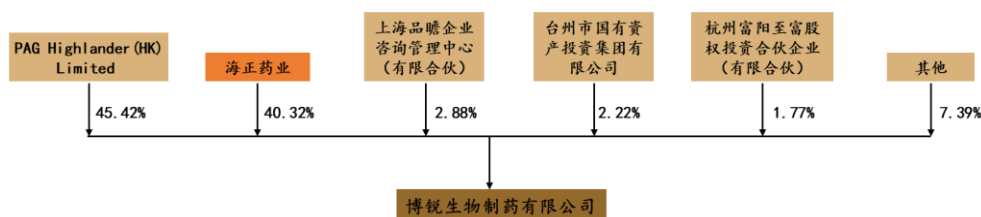
名称	国内/进口	新兽药注册证书号（国内）	在研厂家/单位	公告日期
复方非泼罗尼滴剂（猫用）	国内新兽药	（2022）新兽药证字 68 号	1	2022/10/13
复方非泼罗尼滴剂（犬用）	国内新兽药	（2022）新兽药证字 67 号	1	2022/10/13
卡洛芬咀嚼片（犬用）	国内新兽药	（2022）新兽药证字 61 号	9	2022/10/13
莫昔克丁	国内新兽药	-	2	2022/10/13
甲氧普烯	国内新兽药	（2022）新兽药证字 66 号	1	2022/10/13
复方阿莫西林粉	国内新兽药	-	1	2022/6/10
匹莫苯丹咀嚼片	国内新兽药	（2022）新兽药证字 23 号	4	2022/5/24

资料来源：药智网，德邦研究所

## 4.2. 博锐生物：聚焦自免和肿瘤业务，多品种放量可期待

**增资扩股结束，博锐生物股权结构稳定。**海正药业生物药业务板块除了胰岛素管线外，其他生物药由博锐生物统一整合管理。根据公司公告披露，截止 2023 年 1 月 19 日，博锐生物完成增资扩股、部分股权转让事项以及相关工商登记手续，注册资本增加到 6.60 亿元，海正持股股本不变（持股 40.32%），仍为其第二大股东，此次投前估值为 130 亿元（折合每股价格约 20.5070 元）。

图 54：博锐生物股权结构（截止 2022 年 12 月 29 日）



资料来源：公司公告，德邦研究所

**积极布局生物药自免肿瘤领域，构筑“六安”产品完备产线。**博锐生物是国内自免领域龙头，在生物药行业处于领先地位，近几年持续加大研发投入。公司业务仿创并重，2023 年已全新上市肿瘤生物类似药曲妥珠单抗和 1 类创新型生物制品泽贝妥单抗。截至目前已完整构筑“六安”产品线系列，有效提升博锐生物的市场竞争力，相关产品市场规模较大，且竞争格局相对较好。

表 12：博锐生物“六安”产品系列（截止 2023H1）

商品名	通用名	适应症	上市时间	2022 年市场规模 (亿元)	2022 年公司销售额 (亿元)	2022 年市占率	主要玩家 (含博锐)
安健宁	阿达木单抗	类风湿性关节炎、多关节型幼年特发性关节炎、强直性脊柱炎、银屑病、儿童斑块状银屑病、克罗恩病、儿童克罗恩病、非感染性葡萄膜炎等	2019 年	12.8	2.3	18.3%	7
安佰诺	注射用重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白	类风湿性关节炎、强直性脊柱炎、银屑病等	2015 年	6.4	0.6	9.9%	3
安佰特	英夫利昔单抗	类风湿性关节炎、强直性脊柱炎、银屑病、成人及 6 岁以上儿童克罗恩病、瘻管型克罗恩病、成人溃疡性结肠炎	2022 年	9.1	0.1	1.4%	3
安舒正	枸橼酸托法替布片	类风湿性关节炎	2021 年	3.1	-	-	6
安瑞泽	曲妥珠单抗	HER2 阳性的早期乳腺癌、转移性乳腺癌	2023 年	50.4	-	-	2
安瑞昔	泽贝妥单抗	CD20 阳性弥漫大 B 细胞淋巴瘤	2023 年	-	-	-	1

资料来源：米内网，德邦研究所  
注：以产品通用名作口径统计

**研发管线充足，有望接力贡献收入增量。**博锐生物拥有 18 年生物药研发经验，聚焦于免疫和肿瘤领域，其中自身免疫以协同科室全覆盖为布局主线，肿瘤免疫以细胞类型覆盖为靶点布局主线，目前公司在全球有 1700+员工，分布于中国台州、杭州、上海和美国圣地亚哥，商业化产能达 4 万+升，建有噬菌体抗体库平台、细胞构建平台、成药性评价平台、生物功能性评价平台、新型抗体药物研发平台、CMC 和 GMP 生产技术平台和商业化规模生产基地的“6+1”研发生产商业化全体系。



表 13：博锐生物在研管线 (2023-11-7)

疾病领域	产品编号	类型	靶点	目前阶段	适应症
自身免疫疾病	HS628	单抗	IL-6R	BLA	类风湿关节炎/全身型幼年特发性关节炎/细胞因子释放综合征
	HS006	单抗	CD20	II 期	特发性血小板减少性紫癜
	BR201	单抗	-	IND	-
肿瘤免疫及肿瘤	HS627	单抗	Her2	III 期	乳腺癌
	BR105	单抗	SIRP α	I 期	实体瘤/血液瘤
	BR110	三抗	CD3/CD19/CD20	I 期	血液瘤
	BR101	单抗	CD73	I 期	实体瘤
	BR108	单抗	CD70	I 期	实体瘤/血液瘤
	BRY805	单抗	NKG2A	I 期	实体肿瘤
	BR109	双抗	-	早期发现	血液瘤
	BR115	三抗	CD3/TAA/TAA	早期发现	实体瘤
	BRY812	ADC	-	I 期	实体瘤

资料来源：公司官网，德邦研究所

注：“-”表示未披露

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测

我们通过对海正的整体营收结构进行医药制造和医药商业两个部分的营收和毛利预测，我们对公司业务进行如下预测：

- 1) 医药制造业务：考虑到海博麦布等新品的持续放量叠加美卓乐和甲强龙的地产化降本增效以及原料药业务的触底反弹，我们预测 23-25 年医药制造业务增速分别为 2.1%/7.0%/10.3%，毛利率分别为 62.1%/61.9%/61.9%；
- 2) 医药商业业务：考虑到公司医药商业业务中包含部分 CSO 引进品种有望带来医药商业板块较快增速，我们预测 23-25 年医药商业业务增速分别为 7.1%/9.1%/7.7%，毛利率分别为 17.3%/20.5%/23.0%。

表 14：海正药业盈利预测

(单位：百万元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营收	11354.40	12136.47	12036.69	12550.71	13530.72	14752.82
Yoy	2.55%	6.89%	-0.82%	4.27%	7.81%	9.03%
毛利	4913.05	4950.47	5038.56	5316.75	5863.88	6579.28
毛利率	43.27%	40.79%	41.86%	42.36%	43.34%	44.60%
医药制造	5962.68	6973.31	6721.35	6863.11	7339.87	8095.03
Yoy	9.36%	16.95%	-3.61%	2.11%	6.95%	10.29%
毛利	3689.71	4035.45	4192.78	4262.65	4542.23	5011.27
毛利率	61.88%	57.87%	62.38%	62.11%	61.88%	61.91%
药品商业	5045.54	4917.56	4914.60	5262.81	5740.57	6180.50
Yoy	-5.76%	-2.54%	-0.06%	7.09%	9.08%	7.66%
毛利	1164.01	869.92	700.33	908.27	1175.82	1422.18

毛利率	23.07%	17.69%	14.25%	17.26%	20.48%	23.01%
其他业务	346.18	245.60	400.74	424.79	450.28	477.30
Yoy	30.25%	-29.05%	63.17%	6.00%	6.00%	6.00%
毛利	59.34	45.10	145.45	145.83	145.83	145.83
毛利率	17.14%	18.36%	36.30%	34.33%	32.39%	30.55%

资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

综合下来，我们预计海正药业 23-25 年分别实现营收 125.5 亿元/135.3 亿元/147.5 亿元，同比增长 4.3%/7.8%/9.0%。

## 5.2. 可比公司估值

我们选取业务类型中包含原料药业务和制剂业务的仙琚制药、苑东生物，以及 CSO 业务为主的百洋医药作为可比公司，2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 25X/21X/16X。考虑到海正药业经营效率和盈利能力持续改善，未来业绩有望高增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 15：可比公司估值

股票代码	公司名称	最新股价（元）	每股收益 EPS(元)			市盈率 PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688513.SH	苑东生物	55.52	2.10	2.54	3.13	26.48	21.89	17.76
002332.SZ	仙琚制药	12.47	0.66	0.81	0.99	18.87	15.45	12.54
301015.SZ	百洋医药	40.23	1.25	1.63	2.12	32.18	24.68	18.98
平均值						25.84	20.67	16.43
600267.SH	海正药业	10.25	0.54	0.67	0.81	18.82	15.24	12.70

资料来源：Wind，德邦研究所预测

注：海正、百洋为德邦预测数据，苑东、仙琚为 Wind（2023-12-1）一致预测，股价选取 2023-12-1 数据

## 6. 风险提示

- 市场竞争加剧风险；
- 相关产品销量不及预期风险；
- 新药研发风险；
- 集采不及预期的风险；
- 行业政策变化风险等。



## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.54	0.67	0.81
每股净资产	6.74	6.97	7.64	8.45
每股经营现金流	1.72	1.28	0.85	1.74
每股股利	0.17	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	26.24	18.82	15.24	12.70
P/B	1.63	1.47	1.34	1.21
P/S	1.02	0.97	0.90	0.82
EV/EBITDA	8.53	9.72	8.82	7.34
股息率%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	41.9%	42.4%	43.3%	44.6%
净利润率	4.1%	5.3%	6.1%	7.1%
净资产收益率	6.1%	7.8%	8.8%	9.6%
资产回报率	2.6%	3.6%	4.4%	4.9%
投资回报率	5.3%	4.4%	5.8%	6.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-0.8%	4.3%	7.8%	9.0%
EBIT 增长率	8.7%	-28.7%	32.9%	24.9%
净利润增长率	0.4%	34.5%	23.5%	20.0%
偿债能力指标				
资产负债率	55.6%	52.9%	48.4%	47.5%
流动比率	0.9	1.0	1.2	1.4
速动比率	0.6	0.6	0.8	1.0
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	68.0	69.0	72.0	71.0
存货周转天数	101.3	100.0	102.0	97.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	1.5	1.7	1.9	2.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	489	658	812	975
少数股东损益	2	4	11	73
非现金支出	1,162	923	766	606
非经营收益	383	-52	-6	-40
营运资金变动	29	15	-560	489
经营活动现金流	2,066	1,547	1,023	2,103
资产	-439	-257	-214	-76
投资	0	-205	-187	-129
其他	-140	53	71	54
投资活动现金流	-579	-409	-331	-152
债权募资	-1,598	-1,000	-820	210
股权募资	323	-117	0	0
其他	-231	-201	-1	-1
融资活动现金流	-1,505	-1,318	-821	209
现金净流量	-12	-180	-129	2,161

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 1 日  
资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,037	12,551	13,531	14,753
营业成本	6,999	7,234	7,667	8,174
毛利率%	41.9%	42.4%	43.3%	44.6%
营业税金及附加	107	126	138	198
营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.3%
营业费用	2,406	2,819	2,909	3,046
营业费用率%	20.0%	22.5%	21.5%	20.6%
管理费用	1,052	1,205	1,285	1,394
管理费用率%	8.7%	9.6%	9.5%	9.4%
研发费用	429	502	602	738
研发费用率%	3.6%	4.0%	4.5%	5.0%
EBIT	1,057	753	1,001	1,251
财务费用	263	-21	-18	-16
财务费用率%	2.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-126	-1	3	2
投资收益	25	53	68	58
营业利润	682	826	1,029	1,326
营业外收支	1	1	-0	-16
利润总额	683	827	1,029	1,310
EBITDA	2,103	1,675	1,770	1,859
所得税	192	165	206	262
有效所得税率%	28.1%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	2	4	11	73
归属母公司所有者净利润	489	658	812	975

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,399	1,219	1,090	3,251
应收账款及应收票据	2,455	2,405	3,045	2,790
存货	1,914	2,105	2,240	2,165
其它流动资产	641	774	535	828
流动资产合计	6,409	6,502	6,911	9,034
长期股权投资	1,462	1,570	1,675	1,771
固定资产	7,815	7,430	7,113	6,785
在建工程	1,244	1,105	937	783
无形资产	1,337	1,251	1,174	1,139
非流动资产合计	12,369	11,906	11,479	11,066
资产总计	18,778	18,408	18,390	20,100
短期借款	2,399	1,399	579	789
应付票据及应付账款	1,530	1,576	1,388	1,663
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,203	3,443	3,610	3,787
流动负债合计	7,133	6,419	5,577	6,239
长期借款	1,554	1,554	1,554	1,554
其它长期负债	1,761	1,761	1,761	1,761
非流动负债合计	3,315	3,315	3,315	3,315
负债总计	10,448	9,733	8,892	9,554
实收资本	1,198	1,187	1,187	1,187
普通股股东权益	8,079	8,420	9,232	10,207
少数股东权益	251	255	266	339
负债和所有者权益合计	18,778	18,408	18,390	20,100

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。