

丽珠集团 (000513.SZ) 创新药与高壁垒制剂齐推进，多元化布局促发展

2024年01月24日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

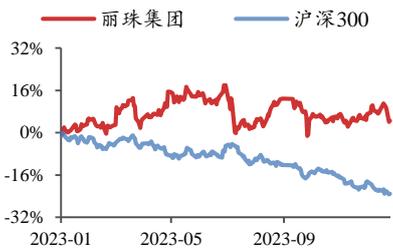
余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

日期	2024/1/23
当前股价(元)	34.20
一年最高最低(元)	40.58/31.72
总市值(亿元)	316.39
流通市值(亿元)	203.59
总股本(亿股)	9.25
流通股本(亿股)	5.95
近3个月换手率(%)	47.95

股价走势图



数据来源：聚源

● 主抓创新药与高壁垒制剂，多元化业务布局推进公司发展

公司由健康元控股，在原料药、化学药、中药、生物药、体外诊断试剂等领域不断突破，持续聚焦创新药主业及高壁垒复杂制剂，产品分布在消化、心脑血管、生殖内分泌、精神/神经等疾病领域。受益于亮丙瑞林和艾普拉唑等重磅产品在消化和生殖领域放量增长，近年来公司经营业绩快速提升。短期看，重磅品种凭借医保政策和出色的产品竞争力迅速上量，通过扩增新适应症充分发挥其临床价值；中长期看，公司研发投入不断加大，在研品种持续推进，新品种带来的新增量有望惠及更多患者。我们看好公司的长期发展，预计2023-2025年公司归母净利润为20.19/23.05/26.72亿元，对应EPS为2.16/2.46/2.86元，当前股价对应PE分别为15.8/13.8/11.9倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 重磅产品艾普拉唑和亮丙瑞林带动消化和生殖板块放量增长

创新药艾普拉唑作为公司独家产品，近年来实现快速放量。据PDB数据显示，2022年国内艾普拉唑销售额达到6.03亿元。基于产品自身优势以及注射用艾普拉唑钠新适应症的应用，艾普拉唑市场规模有望进一步提升。公司产品亮丙瑞林以高壁垒微球制剂为载体，在同类产品市场竞争格局中表现突出。PDB数据显示，2022年公司亮丙瑞林微球共计销售4.26亿元，市占率达32.23%。作为GnRH激动剂药物的主力军，公司亮丙瑞林销售额有望进一步提升。微球产品“醋酸曲普瑞林微球”和“注射用阿立哌唑微球”后续也有望为公司贡献新业绩。

● 在研生物制品加速推进，中药、原料药板块稳定收入

丽珠生物托珠单抗注射液安维泰®于2023年1月在国内获批上市。托珠单抗注射液原研产品专利保护已到期，生物类似药有待逐步放量。目前公司重组抗人IL-17A/F人源化单克隆抗体注射液和生物类似药司美格鲁肽均步入三期临床，后期有望贡献收入。此外，公司中药和原料药板块收入稳固向前、平稳增长，多元化布局有助于公司拓宽成长空间，实现收入增长。

● **风险提示：**行业政策变化风险、新药研发风险、原材料供应和价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,064	12,630	13,276	14,621	16,229
YOY(%)	14.7	4.7	5.1	10.1	11.0
归母净利润(百万元)	1776	1909	2019	2305	2672
YOY(%)	3.54	7.53	5.74	14.15	15.95
毛利率(%)	64.7	64.7	63.8	64.2	64.8
净利率(%)	16.2	15.5	17.0	17.6	17.9
ROE(%)	13.6	13.1	14.4	15.1	15.6
EPS(摊薄/元)	1.90	2.04	2.16	2.46	2.86
P/E(倍)	17.9	16.7	15.8	13.8	11.9
P/B(倍)	2.5	2.3	2.2	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 丽珠集团：仿创并重，聚焦创新药及高壁垒制剂研发.....	5
1.1、 公司业绩稳健增长，化学制剂收入占比大.....	7
1.2、 持股计划明确清晰，员工激励充分到位.....	9
2、 前瞻布局创新药，持续提升公司核心竞争力.....	10
2.1、 艾普拉唑：产品快速放量拉动消化道板块高增长.....	10
2.2、 消化道多领域布局助力公司长期成长.....	15
3、 发挥高壁垒复杂制剂优势，深度布局微球平台.....	17
3.1、 微球复杂制剂优势明显，市场前景良好.....	17
3.2、 亮丙瑞林：产品借助微球平台带动促性激素板块收入提升.....	19
3.2.1、 亮丙瑞林在 GnRH 激动剂中销售表现亮眼.....	19
3.2.2、 促性激素板块产品协同助力公司发展.....	21
3.3、 其他微球产品合力拓宽高壁垒制剂领域.....	23
4、 丽珠生物：托珠单抗新星上市，在研生物制品持续推进.....	25
4.1、 丽珠生物新星—托珠单抗贡献收入新增量.....	25
4.2、 生物制品在研管线丰富，后期有待逐步放量.....	27
4.2.1、 IL-17A/F 填补国内同靶点蓝海.....	27
4.2.2、 司美类似药：三期入组完成，产品有望上市放量.....	29
5、 多元化布局：中药板块蓄势待发，原料药产品稳固向前.....	31
5.1、 公司中药产业集聚实力，蓄势待发.....	31
5.2、 原料药板块盈利能力持续提升.....	33
5.3、 诊断产品收入稳定，为抗疫贡献“丽珠力量”.....	35
6、 盈利预测与投资建议.....	37
6.1、 关键假设.....	37
6.2、 盈利预测与估值.....	38
7、 风险提示.....	39
附：财务预测摘要.....	40

图表目录

图 1： 集医药研发、生产、销售为一体的丽珠集团与健康元并肩同行.....	5
图 2： 丽珠集团股权结构清晰，子公司协同助力业务发展.....	6
图 3： 公司营业收入稳健增长.....	7
图 4： 公司扣非归母净利润增长态势良好.....	7
图 5： 公司化学制剂收入占比大.....	8
图 6： 公司化学制剂板块毛利率较高.....	8
图 7： 公司盈利指标趋于稳定.....	8
图 8： 公司各项费用率稳中有降.....	8
图 9： 公司不断加大研发支出以提升产品质量.....	9
图 10： 公司研发人员稳步上升.....	9
图 11： 公司经营性现金流状况良好.....	9
图 12： 消化性溃疡多发，潜在扩增药物市场.....	11
图 13： PPIs 作用机制明确，抑制胃酸分泌作用显著.....	12
图 14： 艾普拉唑不受 CYP1C19 代谢途径干扰，和氯吡格雷联用更安全.....	13

图 15: 近年国内 PPIs 受集采影响总体销售额下滑	14
图 16: 国内 PPIs 针剂占比相对较大	14
图 17: 受国谈影响, 艾普拉唑销售额下滑	15
图 18: 公司枸橼酸铋钾销售额位居高位	16
图 19: 公司枸橼酸铋钾市场竞争格局良好	16
图 20: 2021 年以来公司雷贝拉唑销售情况维持稳定	17
图 21: 2020 年以来双歧杆菌活菌胶囊销售额维持稳定	17
图 22: 微球剂型的缓释作用有助于解决药物半衰期短等痛点问题	18
图 23: 中国微球制剂行业市场规模不断扩大	19
图 24: GnRH 激动剂促进垂体分泌促黄体生成素 (LH) 及促卵泡刺激素 (FSH)	20
图 25: 亮丙瑞林销售情况突出且呈现良好增长态势	20
图 26: 国内亮丙瑞林销售额于 2021 年达到峰值	21
图 27: 公司亮丙瑞林产品市场竞争格局良好 (2022 年)	21
图 28: 公司尿促性素销售位居市场领先地位 (百万元)	22
图 29: 公司占据国内尿促性素较大市场份额 (2022 年)	22
图 30: 国内尿促卵泡激素销售额于 2019 年达到峰值	23
图 31: 国内曲普瑞林销售情况可观 (百万元)	24
图 32: 益普生占据曲普瑞林较大市场份额 (2022 年)	24
图 33: 阿立哌唑: 治疗精神分裂症的首选药物	25
图 34: 阿立哌唑长效肌内注射剂全球销售额逐年上涨	25
图 35: 阿立哌唑国内销售额于 2021 年达到峰值	25
图 36: 康弘药业占据阿立哌唑较大市场份额 (2022 年)	25
图 37: 托珠单抗通过竞争性抑制 IL-6 与其受体的结合来阻断信号转导途径	26
图 38: 国内托珠单抗销售额呈上升趋势	27
图 39: IL-17A/F 靶点作用效果优于 IL-17A	28
图 40: 国内司库奇尤单抗销售额逐年上升	29
图 41: 国内依奇珠单抗销售额迅速上升	29
图 42: GLP-1 以葡萄糖依赖性方式增强胰岛素和抑制胰高血糖素分泌	30
图 43: 公司中药领域毛利率和收入占比维持稳定	32
图 44: 公司 2022 年参芪扶正注射液销售额达 1.3 亿元	33
图 45: 公司 2022 年抗病毒颗粒销售额达 113 万元	33
图 46: 公司原料药板块收入毛利率相对稳定	35
图 47: 丽珠诊断试剂与设备收入稳定	37
表 1: 丽珠集团加快稳步推进研发进展	5
表 2: 各子公司业务布局明确, 协同助力公司业绩稳固提升	7
表 3: 公司中长期事业合伙人持股计划专项基金提取指标明确清晰	9
表 4: 公司设置业绩要求以激励员工, 激发团队积极性	10
表 5: PPIs 制剂: 治疗消化道溃疡的主力军	11
表 6: 第二代 PPIs 在不同程度上克服第一代缺陷	12
表 7: 艾普拉唑未纳入集采, 在收入端有望高于其余 PPIs 集采品种	13
表 8: 注射用艾普拉唑钠两次国谈降价为其销量提供有利条件	14
表 9: 公司消化道板块品种丰富, 市场优势突出	15
表 10: 不同结构的微球制剂各有优势, 临床上择优选择	18
表 11: 丽珠在中国微球行业中具备先发优势	18

表 12:	目前有两家企业积极布局注射用醋酸亮丙瑞林微球产品管线.....	21
表 13:	公司促性激素领域产品多样化且一半已入医保.....	22
表 14:	公司不断推进微球平台产品研发上市进展.....	23
表 15:	仅有一家企业布局注射用醋酸曲普瑞林微球在研管线.....	24
表 16:	丽珠生物前瞻布局托珠单抗生物类似药.....	26
表 17:	公司加速推进生物制品研发进展（截至 2023H1）.....	27
表 18:	同类产品情况利于公司 IL-17A/F 单抗开拓市场.....	28
表 19:	丽珠生物制剂司美格鲁肽注射液已进入三期临床.....	29
表 20:	公司前瞻布局司美格鲁肽生物类似药.....	30
表 21:	中药政策频出，产业实力集聚.....	31
表 22:	公司中药独家品种（部分）种类繁多.....	31
表 23:	公司主要原料药种类繁多.....	33
表 24:	原料药事业部各子公司职责明确、产能充足.....	34
表 25:	丽珠合成制药公司生产经验丰富，产能资源富足.....	34
表 26:	公司诊断试剂产品多样化.....	35
表 27:	基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健.....	37
表 28:	与可比公司相比，公司估值合理.....	39

1、丽珠集团：仿创并重，聚焦创新药及高壁垒制剂研发

丽珠集团创建于1985年，为A+H股上市公司。2002年，健康元入主，助力丽珠集团发展成为集医药研发、生产、销售为一体的综合集团。公司产品涵盖化学制剂、生物制品、中药、原料药和中间体、诊断试剂及设备，覆盖了消化道、辅助生殖、精神及肿瘤免疫等众多治疗领域，已形成比较完善的产品集群。公司持续聚焦创新药主业及高壁垒复杂制剂，推出了艾普拉唑和亮丙瑞林等重磅产品，在消化和生殖领域实现放量增长。

图1：集医药研发、生产、销售为一体的丽珠集团与健康元并肩同行



资料来源：丽珠集团官网、Wind、开源证券研究所

丽珠集团不断推进重点项目研发进程。公司重点关注未被满足的临床需求，视研发创新为可持续发展的基石，持续关注全球新药研发领域新分子和前沿技术，基于临床价值、差异化前瞻布局创新药及高壁垒复杂制剂，聚焦消化道、精神、辅助生殖、抗肿瘤等领域，加速提升研发效率。

表1：丽珠集团加快稳步推进研发进展

业务领域	细分	具体内容
化学制剂领域	微球等高壁垒复杂制剂	截至2023H1，在研项目共7项，其中获批上市1项，完成III期临床试验1项，I期临床试验2项，BE试验2项，筹备开展I期临床试验1项。具体如下：注射用醋酸曲普瑞林微球（维宝宁®）（1个月缓释）前列腺癌适应症已获批上市，子宫内膜异位症项目完成III期临床试验，中枢性早熟适应症与CDE沟通交流资料准备中；注射用阿立哌唑微球（1个月缓释）完成I期临床试验；注射用醋酸奥曲肽微球（1个月缓释）、注射用醋酸亮丙瑞林微球（3个月缓释）正在开展BE试验；注射用醋酸丙氨瑞林微球（1个月缓释）完成I期临床试验；注射用双羟萘酸曲普瑞林微球（3个月缓释）筹备开展I期临床；醋酸戈舍瑞林缓释植入剂（1个月缓释）开展了中试向生产的桥接试验。
	其他项目	截至2023H1，其他在研重点项目共27项。其中获批上市3项，申报生产阶段4项，临床试验/BE研究阶段4项。具体如下：注射用艾普拉唑钠新适应症、注射用伏立康唑及布南

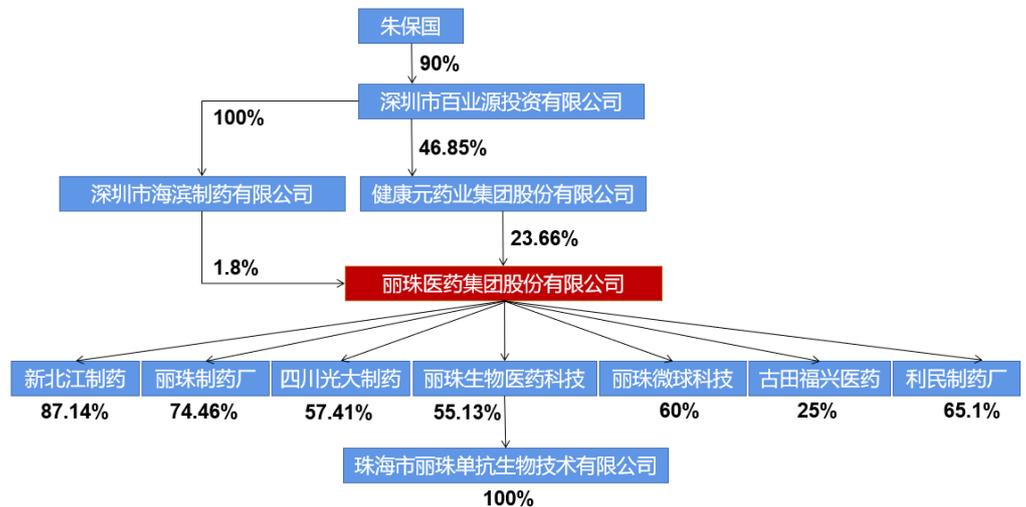
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

		色林片（丽同欣®）已获批上市；盐酸哌罗匹隆片、盐酸普拉西酮片和黄体酮注射液已申报生产，注射用醋酸西曲瑞克已向 FDA 提交了缺陷信回复；LZ001、艾普拉唑微丸肠溶片及阿塞那平透皮贴剂已获批开展 I 期临床试验；艾拉戈利钠片提交了临床试验申请。
一致性评价		截至 2023H1，在研项目共 9 项。其中，已获批 3 项，已申报在审评中 2 项。具体如下：环孢素软胶囊（50mg）、注射用盐酸万古霉素及枸橼酸铋钾胶囊已获批；枸橼酸铋钾颗粒及雷贝拉唑钠肠溶片已申报注册。
生物药领域	治疗用生物制品	托珠单抗注射液 BLA 申报于 2023 年 1 月在国内获批上市； 重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液目前正在开展 III 期临床试验； 治疗糖尿病药物司美格鲁肽注射液 III 期临床试验完成入组。
	预防用生物制品	重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗已于 2022 年 6 月获国内序贯加强免疫紧急使用，于 2022 年 9 月被国家纳入免疫规划，已在全国 27 个省市开展接种使用； 重组新型冠状病毒融合蛋白二价疫苗获得药物临床试验批件。
原料药领域	原料药及中间体	合成研发方面：氟雷拉纳、阿氟拉纳高端宠物药正在开展工业化验证批生产和注册申报； 动物保健产品方面：莫昔克丁大动物浇泼剂的申报以及外部新产品引进等工作同步开展中。
中药领域	中药制剂	“古代经典名方 3.1 类中药复方新药”、“剂型改良型 3.2 类中药新药”、“院内制剂中药 1.1 类新药”等新项目有序开展同时新品正在加速布局。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

丽珠集团股权结构清晰，子公司协同助力业务发展。截至 2023Q3，健康元（600380.SH）直接持股份 23.66%，系公司控股股东。实际控制人为朱保国。同时，丽珠集团旗下设立多家子公司以进一步完善公司组织架构及业务布局。其中，丽珠集团直接持有新北江制药、丽珠制药厂股份分别为 87.14%、74.46%。

图2：丽珠集团股权结构清晰，子公司协同助力业务发展



资料来源：Wind、开源证券研究所 注：股权数据截至 2023Q3

各子公司业务布局明确，协同助力公司业绩稳固提升。集团旗下的主要参控股公司中，新北江制药、丽珠合成制药、福兴医药以及上海丽珠制药是布局原料药和中间体产品的主阵地，2023 年 H1 净利润共计 10.14 亿元；丽珠单抗主要从事生物医药产品的研究、开发及商品化，2023 年 H1 亏损 3.96 亿元，主要是研发费用投入所致；四川光大制药有限公司和利民制药厂主要布局中药及中成药的研发，2023 年 H1

净利润共计 1.93 亿元。各子公司协同助力公司业务快速发展。

表2：各子公司业务布局明确，协同助力公司业绩稳固提升

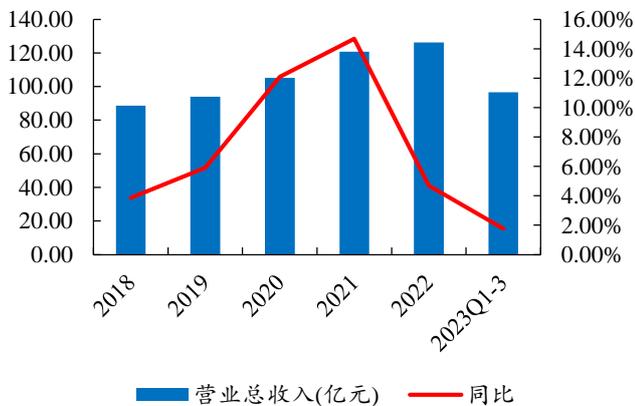
子公司名称	主要业务	2023H1 净利润（百万元）
丽珠集团丽珠制药厂	主要从事生产和销售自产的化学药品、生化药品、微生态制剂、生物制品等	393.59
四川光大制药有限公司	主要从事中成药的研发、生产和销售，主要产品抗病毒颗粒、口炎宁等	80.00
丽珠集团利民制药厂	主要从事中药制剂、医药原料等的生产经营，主要产品有参芪扶正注射液、血栓通等	113.03
上海丽珠制药有限公司	主要从事生化与多肽原料药的生产，主要产品有尿促性素、绒促性素等生化原料药	332.50
珠海保税区丽珠合成制药有限公司	主要从事化学原料药的生产经营，主要产品有头孢唑肟钠、头孢地嗪钠、头孢曲松钠等	153.39
丽珠集团新北江制药股份有限公司	主要从事经营原料药、中间体产品及相关技术的出口业务等，主要产品有普伐他汀、美伐他汀、盐霉素等	317.86
丽珠集团福州福兴医药有限公司	主要从事生产抗菌素类原料药、中间体和制剂及医药生产用的化工原料材料，主要产品有硫酸粘杆菌素、万古霉素、苯丙氨酸等	210.23
珠海丽珠试剂股份有限公司	主要从事诊断试剂的生产及销售	25.81
珠海市丽珠单抗生物技术有限公司	主要从事生物医药产品的研究、开发及商品化	-396.00

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、公司业绩稳健增长，化学制剂收入占比大

公司营收稳健增长，扣非归母增长态势良好。2022 年，公司营业收入 126.30 亿元，同比增长 4.69%；扣非归母净利润 18.80 亿元，同比增长 15.57%。2023Q1-3，公司营业收入 96.55 亿元，同比上升 1.76%；扣非归母净利润为 15.76 亿元，同比增加 4.41%。随着疫情负面影响消除，新产品研发逐步落地，我们预计公司收入利润将保持稳健。

图3：公司营业收入稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司扣非归母净利润增长态势良好



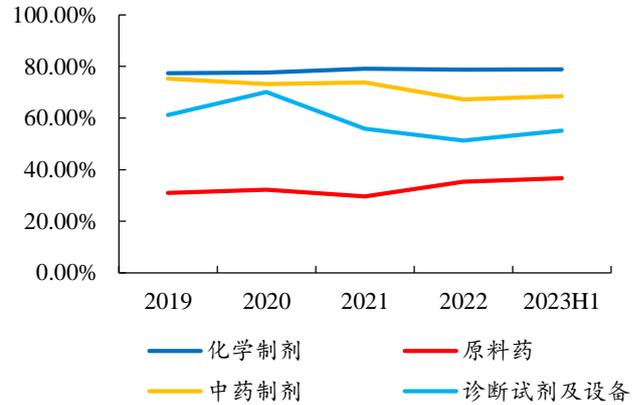
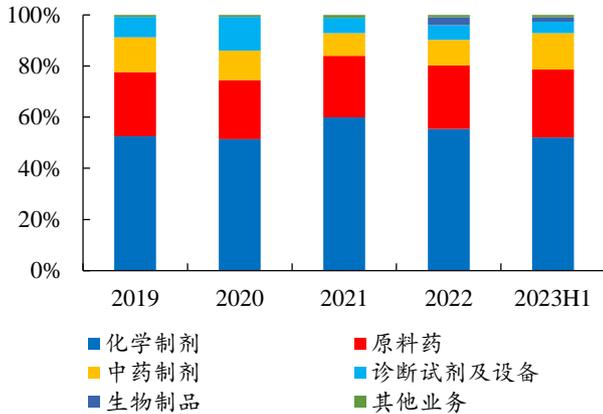
数据来源：Wind、开源证券研究所

化学制剂板块收入占比大，毛利率较高。公司化学制剂收入占比较大，近五年维持在 50%-60%之间，2023 年 H1 化学制剂收入占比达 52.02%，创新药及高壁垒复

杂制剂为核心增长动力；原料药板块收入稳定，近五年维持在 25%左右，构成公司整体业绩向好发展的重要组成部分。公司各业务板块毛利率稳中有升。其中，化学制剂板块毛利率最高，2019-2023H1 维持在 77%-80%区间范围；原料药板块毛利率稳中有升，由 2019 年的 30.99%提升至 2023H1 的 36.62%。作为公司主营业务的中坚力量，化学制剂和原料药毛利率的稳定上升将有助于抬升公司整体毛利率。

图5：公司化学制剂收入占比大

图6：公司化学制剂板块毛利率较高



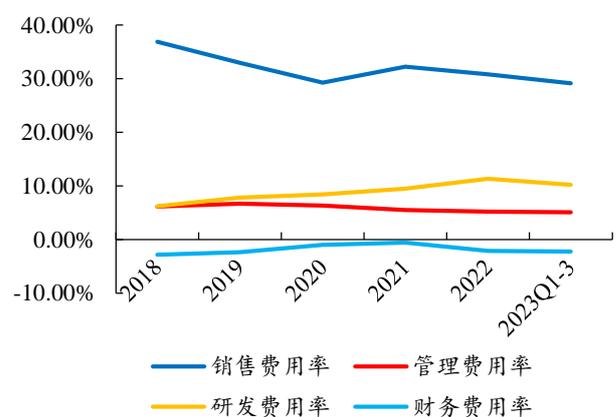
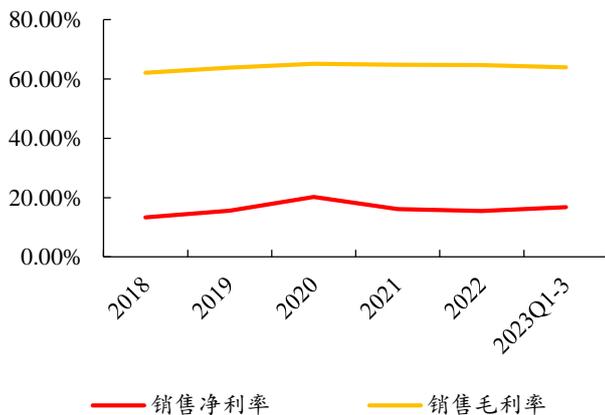
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司盈利指标趋于稳定，各项费用率稳中有降。近五年公司销售净利率维持在 15%-20%区间范围内，2023Q1-3 公司销售净利率达 16.82%，同比下滑 0.38pct，基本保持稳定；公司业务结构稳定，产品竞争力较强，整体销售毛利率近五年始终处于高位，维持在 60%以上，盈利能力较强。公司各项费用率控制状况良好，费用支出稳定。其中，销售费用率稳中有降，近五年销售费用率维持在 30-35%左右；管理费用率较为稳定，近五年维持在 5-7%左右；财务费用率多为负值；研发费用率呈上升趋势，2022 年研发费用率达到了 11.30%，同比提升 1.80pct，主要系公司近年注重研发，积极布局在研产品管线所致。

图7：公司盈利指标趋于稳定

图8：公司各项费用率稳中有降



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司加大研发投入，稳住市场地位。近五年公司研发支出和研发人员均呈上升趋势。2022 年，公司研发支出合计 14.01 亿元，占当年营收的 11.10%；2023H1 投入研发 5.38 亿元，占营收的 8.03%。截止 2022 年末，公司研发人员达 973 人，团队拥有数百名博士及高端研发人员，共同构成全方位的科学家网络。公司始终专注于原

料药、化学药、中药、生物药、体外诊断试剂等领域的研发，深耕于消化道、心脑血管、生殖内分泌、精神/神经等疾病范围，持续提升产品竞争力。

图9：公司不断加大研发支出以提升产品质量

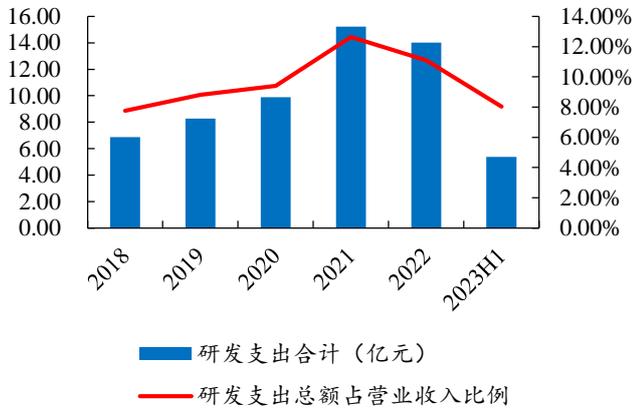
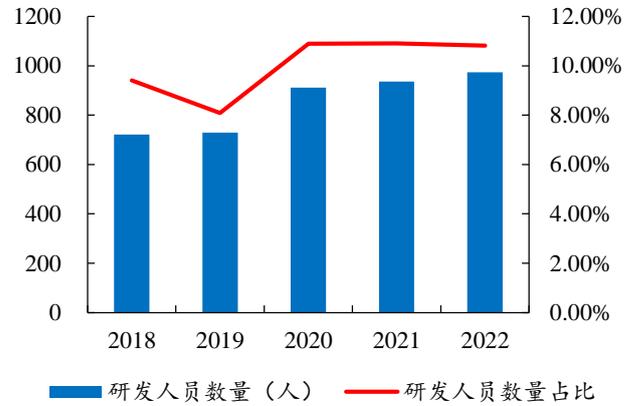


图10：公司研发人员稳步上升

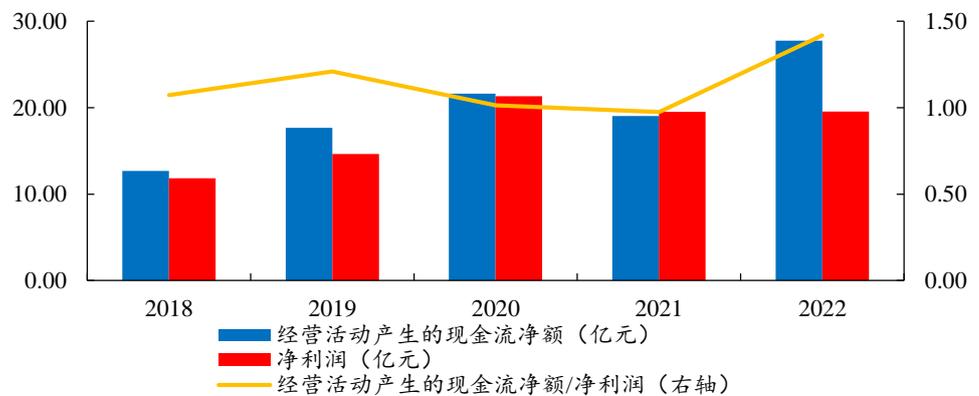


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司盈利质量较好，经营性现金流处于较好的状态。公司现金流充裕，基本满足投资的资金需要。2022年公司经营性现金流为27.73亿元，同比增加45.75%；近五年公司经营性现金流净额与净利润之比基本大于1，经营回款状况良好，有充分的条件实现现金分红，进而满足对股东的合理投资回报并兼顾公司的可持续发展。

图11：公司经营性现金流状况良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、持股计划明确清晰，员工激励充分到位

公司持股计划明确清晰，利于经营目标实现。2020年2月，公司发布《中长期事业合伙人持股计划》，并于2022年4月公告第二期持股管理办法。该持股计划总人数78人，其中董事、监事和高级管理人员9人。给予普通员工更多的机会和比例持股，有助于公司整体繁荣向上发展。此次持股计划有利于优化薪酬结构，实现公司核心管理团队的长期激励与约束，确保公司长期经营目标的实现。

表3：公司中长期事业合伙人持股计划专项基金提取指标明确清晰

各考核年度实现的净利润复合增长率 (X)	复合增长率 15%以上超额累计计提专项基金比例
X ≤ 15%	0

各考核年度实现的净利润复合增长率 (X)	复合增长率 15%以上超额累进计提专项基金比例
15% < X ≤ 20%	25%
20% < X	35%

资料来源：公司公告、开源证券研究所 注：1、净利润指扣非归母净利润；2、以2018年为扣非归母净利润为基数。

公司股权激励计划充分，覆盖群体较广。公司于2022年10月发布《2022年股票期权激励计划》，拟向激励对象授予1797.35万份股票期权，行权价格为31.31元/A股，首次授予的激励对象总人数1026人。其中，公司中层管理人员、核心骨干1018人，占授予股票期权总数的84.90%。相较于合伙人持股计划，此次股票期权激励计划以2021年净利润为基数，覆盖群体更广，更有利于激发管理团队的积极性，提高经营效率，降低代理人成本。

表4：公司设置业绩要求以激励员工，激发团队积极性

股票期权的条件		
行权期	业绩考核目标	
公司层面业绩考核要求	首次授予的股票期权 第一个行权期	以2021年净利润为基数，2022年的净利润复合增长率不低于15%；
	首次授予的股票期权 第二个行权期	以2021年净利润为基数，2023年的净利润复合增长率不低于15%；
	首次授予的股票期权 第三个行权期	以2021年净利润为基数，2024年的净利润复合增长率不低于15%。
个人层面考核要求	考评结果	个人行权比例
	优秀	100%
	良好	100%
	合格	80%
	不合格	0

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、前瞻布局创新药，持续提升公司核心竞争力

公司持续聚焦创新药，集中力量突破核心创新品种的研发。消化道为丽珠集团创新板块的优势领域，公司创新药艾普拉唑的快速放量拉动消化道板块加速增长。2022年消化道板块总营收达34.36亿元，占总营收比重的27.2%；2023Q1-3 消化道业务收入达22.79亿元，占比为23.6%，成为公司收入端的主要增长点。

2.1、艾普拉唑：产品快速放量拉动消化道板块高增长

消化系统疾病多发，药物市场不断扩大。消化系统疾病以消化道溃疡（PU）最为常见，主要指发生在胃和十二指肠的慢性溃疡。发病初期的症状与功能性消化不良相似，目前认为其发病机理与导致溃疡的攻击因子以及粘膜防御因子失去平衡有关，而造成消化道溃疡的因素主要有工作疲劳、饮食不规律、服用过多刺激肠胃的药物等。

图12: 消化性溃疡多发, 潜在扩增药物市场

<ul style="list-style-type: none"> • 定义: PU指在各种致病因子的作用下, 消化道黏膜发生炎症反应与坏死、脱落, 形成破损, 溃疡的黏膜坏死缺损穿透黏膜肌层, 严重者可达固肌层或更深 • 流行病学特征: PU发病率及其导致的死亡率逐渐下降, 但近年来下降趋势逐渐趋缓 	<p>PU的临床表现与诊断:</p> <ul style="list-style-type: none"> • PU可表现为慢性、节律性、周期性的上腹部疼痛, 并发症主要包括出血、穿孔、幽门梗阻和癌变等 • 内镜检查是诊断PU最重要的方法, 对于无法接受传统内镜检查的患者, 有条件的内镜中心可根据适应证选择磁控胶囊内镜检查。磁控胶囊内镜检查诊断PU的准确性与传统胃镜检查相当 • 现在或既往诊断PU的患者均需接受H.pylori 检测 • PU病因诊断时需综合考虑患者既往史、服药史, 特别是NSAID等使用情况
<h3>消化系统疾病——消化性溃疡 (PU)</h3>	
<ul style="list-style-type: none"> • 发病机制: PU的发病机制主要与胃、十二指肠黏膜的损伤因素和黏膜防御修复因素之间失衡有关 • 病因: PU的病因主要为H.pylori 感染, 以及阿司匹林和其他NSAID的应用 	<p>PU的复发、监测和预防:</p> <ul style="list-style-type: none"> • H.pylori 感染、NSAID(含阿司匹林)的使用和IPU是溃疡复发的主要原因 • 对于使用NSAID的PU中度风险患者, 应换用选择性环氧合酶2抑制剂或联合使用PPI或P-CAB等抑酸剂; 对于PU高风险患者, 应换用选择性环氧合酶2抑制剂并联合PPI或P-CAB等抑酸剂, 以预防PU复发 • 应用PPI或P-CAB等抑酸剂可降低阿司匹林相关PU和出血风险 • 关于胃溃疡是否会并发癌变仍有争议, 建议对患者定期进行内镜随访

资料来源:《消化性溃疡诊断与治疗共识意见(2022年, 上海)》、开源证券研究所

PPIs 制剂解决消化道溃疡未满足临床需求。临床治疗消化道溃疡的药物主要分为抑酸药、抗酸药及黏膜保护剂。其中, 抑酸药在临床中主要以质子泵抑制剂 (PPIs) 和 H2 受体拮抗剂 (替丁类) 为主, 黏膜保护类药物的作用机制各不相同, 但均具有保护胃黏膜细胞的作用。随着新技术的发展和完善, 新型钾离子竞争性酸阻滞剂 (P-CAB) 加入治疗消化道溃疡的新型药物队列, 和 PPIs 一并成为指南推荐的 PU 治疗一线药物, 但由于 P-CAB 上市时间较短, 目前 PPIs 依然占据较大市场。

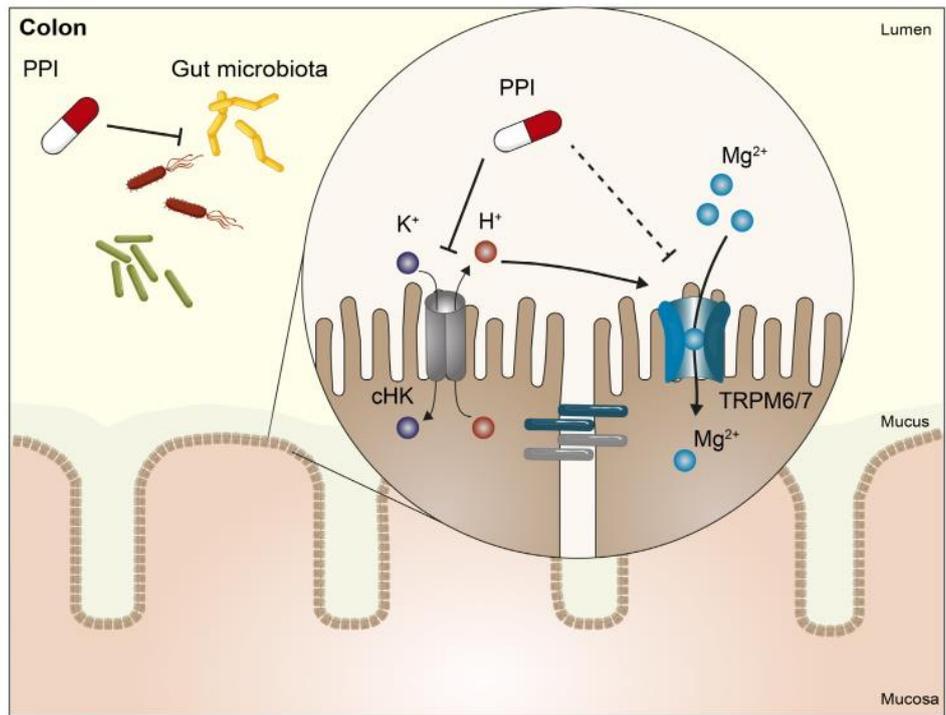
表5: PPIs 制剂: 治疗消化道溃疡的主力军

种类	细分类别	作用机理	代表药品
抑酸药	质子泵抑制剂 (PPI)	抑制 H ⁺ /K ⁺ -ATP 的活性	一代: 奥美拉唑、兰索拉唑、泮托拉唑等 二代: 埃索美拉唑、雷贝拉唑、艾普拉唑等
	H ₂ -受体拮抗剂 (H ₂ R)	阻断壁细胞 H ₂ -受体	尼扎替丁、雷尼替丁、法莫替丁等
抗酸药	吸收性、非吸收性抗酸药	中和胃酸	碳酸氢钠、氢氧化铝等
粘膜保护剂	铋剂类、硫糖铝类等	覆盖胃壁表面, 减少侵蚀	硫糖铝、枸橼酸铋钾、吉法酯等

资料来源:《内科学》、梅斯医学公众号、丁香园公众号、开源证券研究所

PPIs 抑制胃酸分泌作用显著, 临床使用比例高。PPIs 适应症广泛, 包括胃炎、反流性食管炎、消化道溃疡、消化道出血等, 主要通过竞争性地结合 K⁺, 而抑制 H⁺/K⁺ ATP 的活性, 实现抑制胃酸分泌的作用, 从而达到保护消化道的临床效果。

图13: PPIs 作用机制明确, 抑制胃酸分泌作用显著



资料来源:《Acta Physiologica》Lisanne M. M. Gommers

第二代 PPIs 克服第一代缺陷, 针对性解决临床痛点。第一代 PPIs 多主要通过肝脏内的细胞色素 P450 的同工酶 CYP2C19 代谢, CYP2C19 基因具有多态性且个体差异很大。因此, 第一代 PPIs 的代谢速度与患者 CYP2C19 基因分型及其表达酶活性高低密切相关, 致使临床上不同患者使用第一代 PPIs 后血药浓度存在巨大差异; 而第二代 PPIs 在不同程度上克服了第一代 PPIs 的缺陷, 具有抑酸作用起效快、抑酸水平高、不良反应小、与其他药物相互影响较小的特点。

表6: 第二代 PPIs 在不同程度上克服第一代缺陷

参数	第一代 PPIs			第二代 PPIs		
	奥美拉唑	兰索拉唑	泮托拉唑	雷贝拉唑	艾司奥美拉唑	艾普拉唑
首次上市时间	1988 年	1992 年	1995 年	1998 年	2000 年	2008 年
上市国家	瑞士、德国	日本	德国	日本	英国	中国
主要代谢途径	2C19	3A4	2C19	2C19 和 3A4	3A4	3A4
次要代谢途径	3A4	2C19	3A4	非酶	2C19	
半衰期 (h)	1.6	1.44-1.60	1.2	1.38	1.08	3.97
标准治疗剂量 (mg)	20	30	40	20	20 或 40	5 或 10
每日给药次数	1-2 次	1 次	1 次	1 次	1 次	1 次
疗程	4-8 周	4-8 周	4-8 周	6-8 周	4-8 周	4 周
特点	价格低廉, 但是存在起效缓慢、生物利用度低、半衰期短、效果不持久, 夜间酸突破等问题			对质子泵的抑制速度快, 夜间酸抑制能力强, 药理学参数稳定		

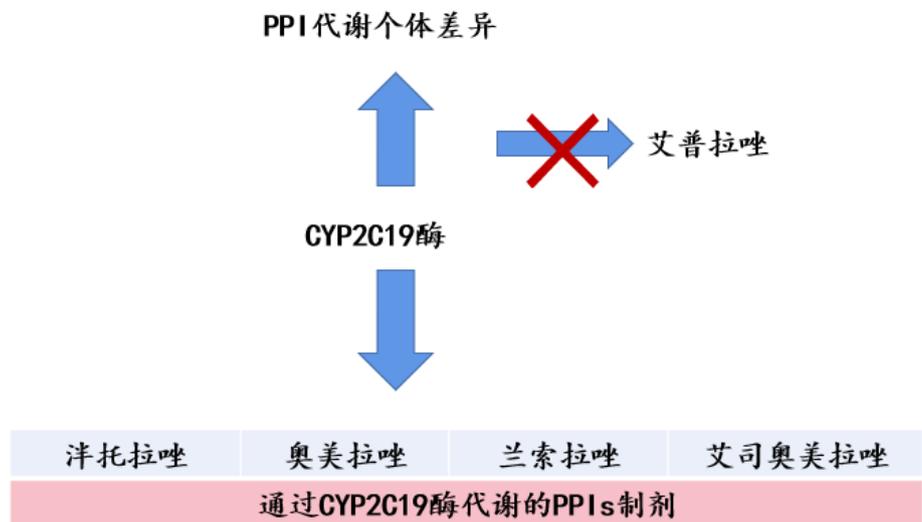
资料来源:《2020 年质子泵抑制剂临床应用指导原则》、《新型质子泵抑制剂艾普拉唑的综合评价与临床应用进展》刘腾等、开源证券研究所

艾普拉唑: 消化道板块重磅品种, PDB 样本医院年销售额突破 10 亿。作为公司独家核心产品, 艾普拉唑具有片剂和针剂双剂型, 起初由丽珠集团 2001 年从韩国

一洋药品株式会社率先引进，属于第二代质子泵抑制剂（PPIs），是治疗消化性溃疡的主要药物。近年公司艾普拉唑收入持续维持高位，2021年PDB样本医院销售额突破10亿元，后受疫情扰动销售额有所下滑，但凭借产品的独家竞争优势，产品销售额有望为公司带来业绩增量。

艾普拉唑较于其他PPIs制剂优势显著。艾普拉唑和氯吡格雷联用可预防动脉粥样硬化血栓形成事件，临床处方比例进一步增大。基于药物自身的代谢途径，PPIs制剂中泮托拉唑、奥美拉唑、兰索拉唑、艾司奥美拉唑全部或部分通过CYP450酶家族中的CYP2C19酶代谢，而艾普拉唑不通过CYP2C19代谢，故其药物间产生的相互作用少，不会与氯吡格雷竞争CYP2C19酶而影响氯吡格雷疗效，故临床合用更安全。

图14：艾普拉唑不受CYP2C19代谢途径干扰，和氯吡格雷联用更安全



资料来源：《CYP2C19 基因多态性指导质子泵抑制剂精准用药研究进展》吴婧等、开源证券研究所

艾普拉唑未纳入集采，在收入端有望高于其余PPIs集采品种。目前，市场上的PPIs制剂均进入医保且除奥美拉唑（口服）为非处方药外，其余均为处方药物。六大PPIs制剂中，只有雷贝拉唑、艾普拉唑以及兰索拉唑（口服）未进入集采。我们认为，艾普拉唑有望凭借价格和自身药物优势实现销售额新突破。

表7：艾普拉唑未纳入集采，在收入端有望高于其余PPIs集采品种

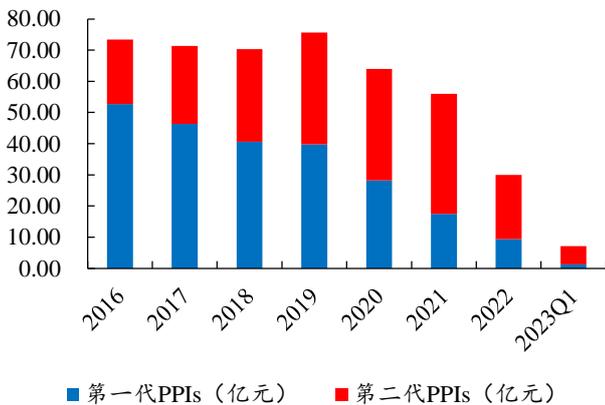
药品名	剂型	药物种类	是否纳入集采
奥美拉唑	口服	非处方	是
	注射	处方	是
兰索拉唑	口服	处方	否
	注射	处方	是
泮托拉唑	口服	处方	是
	注射	处方	是
雷贝拉唑	口服	处方	否
	注射	处方	否
艾司奥美拉唑	口服	处方	是

	注射	处方	是
艾普拉唑	口服	处方	否
	注射	处方	否

资料来源：国家药监局、米内网、开源证券研究所

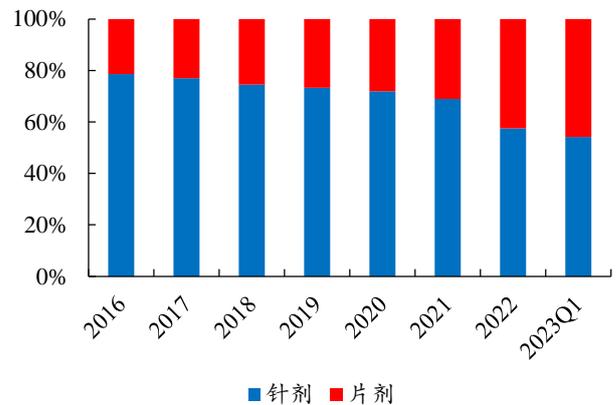
集采 PPIs 品种为创新药艾普拉唑腾出收入放量空间。近年 PPIs 销售额持续走低，主要由于 PPIs 药物陆续进入国家集采目录后产品单价大幅下降所致。PPIs 品种集采有助于创新品种艾普拉唑持续放量，进一步提升销售收入。从剂型看，据 PDB 数据显示，针剂艾普拉唑市场份额占比较大，2022 年针剂艾普拉唑占比达 57.6%，但片剂除了医院终端销售之外，还有部分在院外药店终端销售。

图15：近年国内 PPIs 受集采影响总体销售额下滑



数据来源：PDB、开源证券研究所

图16：国内 PPIs 针剂占比相对较大



数据来源：PDB、开源证券研究所

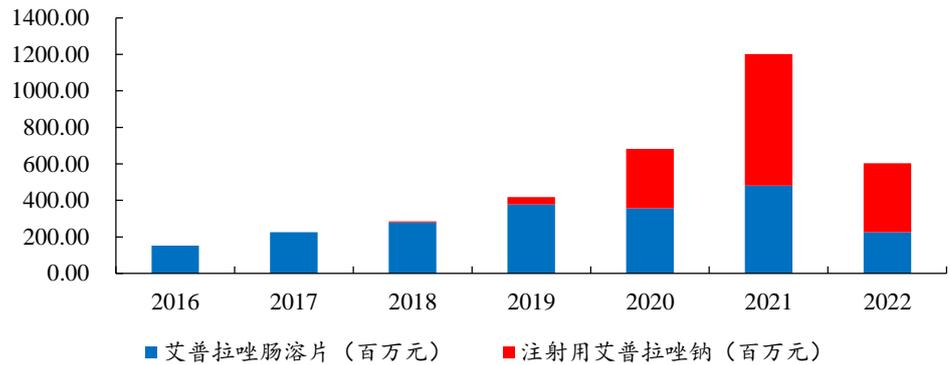
双剂型拓展产品适应症，进一步助力收入增长。片剂产品——艾普拉唑肠溶片（规格 5mg/片）于 2007 年底由子公司丽珠制药厂开发并获批上市，适应症为十二指肠溃疡。2017 年 9 月 CFDA 批准产品增加用于治疗反流性食管炎的适应症，带动产品销量上升。2017 年，艾普拉唑片剂纳入国家医保目录。**针剂艾普拉唑两次国谈降价，产品规模有望提升。**2018 年，注射用艾普拉唑钠获批生产，并于 2019 年首次纳入医保目录。2021 年艾普拉唑钠通过谈判续约，医保支付标准由价格由人民币 156 元/支降至人民币 71 元/支（10mg/支），为艾普拉唑产品销量提升提供了有利条件。2023 年 5 月，注射用艾普拉唑钠在原适应症（消化性溃疡出血）基础上继续获批新适应症“预防重症患者应激性溃疡出血”，市场规模有望进一步提升。

表8：注射用艾普拉唑钠两次国谈降价为其销量提供有利条件

时间	单价 (元/支)	更新进展情况
2017 年获批上市	258	未纳入
2019 年国谈进入医保	156	限禁食医嘱或吞咽困难的患者
2021 年国谈续约医保	71	取消限定用药人群
2023 年 5 月获批新适应症	63	预防重症患者应激性溃疡出血

资料来源：国家医保局、公司公告、开源证券研究所

国谈降价，艾普拉唑针剂销售额下滑。2022 年，国内艾普拉唑销售额达到 6.03 亿元，艾普拉唑针剂占 2022 年艾普拉唑销售额的 62.56%。艾普拉唑近年受国谈降价的原因销售额同比有所下降，但随着产品新适应症用药逐步放量，国谈降价影响进一步落地，预计产品销量继续增长，销售额有望回归稳定增长。

图17：受国谈影响，艾普拉唑销售额下滑


数据来源：PDB、开源证券研究所

2.2、消化道多领域布局助力公司长期成长

消化道板块产品丰富，市场优势突出。除艾普拉唑外，公司在该领域还拥有枸橼酸铋钾、雷贝拉唑钠、双歧杆菌活菌胶囊等多个产品。枸橼酸铋钾属于胃黏膜保护药，用于慢性胃炎及缓解胃酸过多引起的胃痛、胃灼热感、烧心和反酸等；雷贝拉唑钠肠溶胶囊和枸橼酸铋雷尼替丁片多用于十二指肠溃疡；双歧杆菌活菌胶囊用于肠菌群失调引起的肠功能紊乱；多潘立酮片用于消化不良、腹胀、嗝气、恶心、呕吐、腹部胀痛等不良症状；盐酸伊托必利片也适用于功能性消化不良引发的各种症状。公司多疾病领域开发消化道药物，助力形成差异化的产品管线。

表9：公司消化道板块品种丰富，市场优势突出

通用名	商品名	药物种类	图片
注射用艾普拉唑钠			
	壹丽安	处方药	
艾普拉唑肠溶片			
	丽珠得乐	非处方药	
枸橼酸铋钾颗粒			
	丽珠得乐	非处方药	
枸橼酸铋钾胶囊			

枸橼酸铋钾片/替硝唑片/克拉霉素片组合包装

丽珠维三联

处方药



雷贝拉唑钠肠溶胶囊

丽倍乐

处方药



双歧杆菌活菌胶囊

丽珠肠乐

非处方药



多潘立酮片

丽美琳

非处方药



盐酸伊托必利片

瑞复琳

处方药



枸橼酸铋雷尼替丁片

金得乐

处方药



资料来源：国家药监局、公司官网、开源证券研究所

枸橼酸铋钾销售情况可观，竞争格局突出。2022年公司枸橼酸铋钾胶囊销售额达0.32亿元。同年，华纳大药厂和济川药业分别销售375万元和195万元，公司在同类产品竞争格局中占据领先地位。随着公司研发投入逐步加大，该产品的核心优势地位将进一步凸显。

图18：公司枸橼酸铋钾销售额位居高位



数据来源：PDB、开源证券研究所

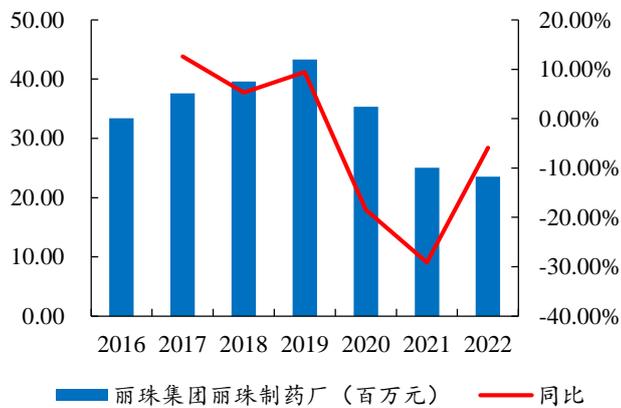
图19：公司枸橼酸铋钾市场竞争格局良好



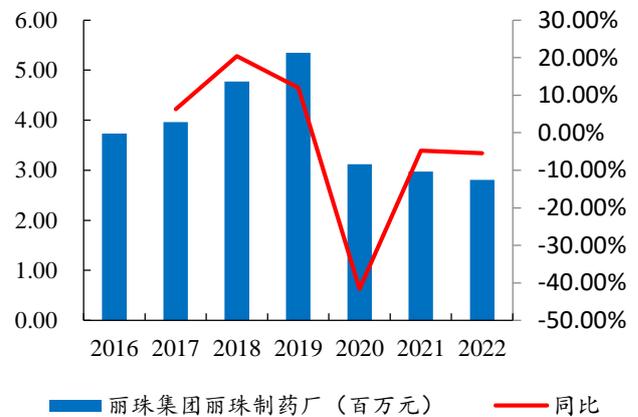
数据来源：PDB、开源证券研究所

雷贝拉唑、双歧杆菌活菌胶囊稳固收入助力消化道板块发展。公司雷贝拉唑钠肠溶胶囊为处方药，2022年公司产品销售额达0.24亿元；双歧杆菌活菌胶囊为非处

方药，2022 公司产品销售额达 281 万元。两种产品同比均略有下滑，主要原因是由于国内竞争厂家增多所致。雷贝拉唑、双歧杆菌活菌胶囊等消化道产品不断贡献稳固收入，有助力公司消化道板块持续稳定发展。

图20：2021 年以来公司雷贝拉唑销售情况维持稳定


数据来源：PDB、开源证券研究所

图21：2020 年以来双歧杆菌活菌胶囊销售额维持稳定


数据来源：PDB、开源证券研究所

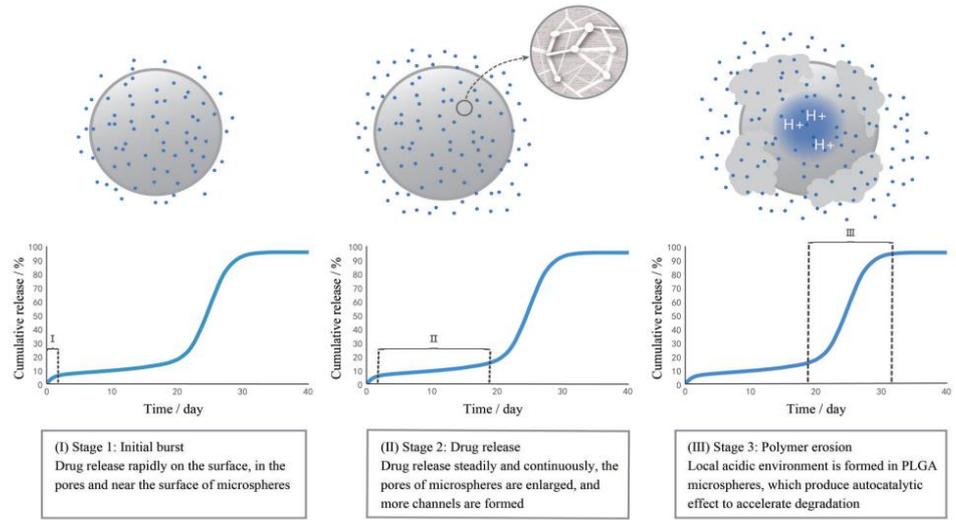
3、发挥高壁垒复杂制剂优势，深度布局微球平台

公司深度布局微球平台，不断推进高壁垒复杂制剂的研发工作。2013 年 1 月，公司正式引进微球项目平台，成立研究院化药研究所微球室，着力布局高壁垒复杂制剂平台技术，于 2015 年 3 月获得“长效微球技术国家地方联合工程研究中心”称号。2017 年，丽珠微球科技有限公司成立。作为国内最早研发微球产品的企业之一，丽珠微球不断加大研发投入，深度布局微球平台，进一步巩固市场地位。

3.1、微球复杂制剂优势明显，市场前景良好

微球制剂优势显著，缓控释效果突出。微球制剂将药物包埋或者吸附在聚合物分子表面，通过皮下注射或者深部肌肉注射进入人体内，经载体表面快速释放、药物扩散、聚合物溶蚀降解等方式，实现增加载药量、提升包封率、或者实现靶向精准用药等效果，有助于发挥药品疗效，具有良好缓控释、稳定药性、靶向性、降低刺激性等显著特点。

图22：微球剂型的缓释作用有助于解决药物半衰期短等痛点问题



资料来源：《注射用乳酸-羟基乙酸共聚物微球的体内外相关性研究进展》王珊等

不同结构的微球各有特性，临床可根据需求择优选择。根据其结构形式的不同，微球制剂可分大致为成孔性微球制剂、双层微球制剂、磁性微球制剂。其中，成孔性微球制剂和双层微球制剂具有较高的载药量，而磁性微球制剂则凭借外加磁场可以达到更强的靶向作用效果，进而减少用药量和降低药物毒副作用。

表10：不同结构的微球制剂各有优势，临床上择优选择

成孔性微球制剂	双层微球制剂	磁性微球制剂
<p>由高分子材料与药物混合制成，通过表面逐渐降解掉形成微小的孔道，药物从孔道中不断溶出发挥药理作用</p>	<p>将一种高分子生物降解材料与药物混合作为微球内核，用另一种高分子生物降解材料将其包裹，制得双层微球药物</p>	<p>将具有磁性的金属或金属氧化物制成超细的粉末，分散于高分子材料或药物中，制得药物、金属及高分子生物降解材料的三者混合体</p>
<p>多孔结构大幅增加了表面积，进而增加载药量</p>	<p>通过双层壳控制药物释放，具有较高的载药量及包封率，但质量标准难以控制，重现性较差</p>	<p>在外加磁场的作用下，可移动到靶向器官或组织，达到靶向的目的，可减少用药量，降低药物毒副作用</p>

资料来源：智研咨询、开源证券研究所

丽珠在国内微球行业具备先发优势，研发实力强劲。2000年，日本武田制药的注射用醋酸亮丙瑞林微球首次进入中国，打开中国微球市场。随后丽珠制药和北京博恩特于2009年推出国产亮丙瑞林微球；2013年丽珠正式引进微球项目，开展长效微球技术研究；2020年丽珠与院端联合创立实验室，促使微球研发实力不断增强。

表11：丽珠在中国微球行业中具备先发优势

时间	事件
2013年	公司正式引进微球项目平台，成立研究院化药研究所微球室，获得“长效微球技术国家地方联合工程研究中心”称号
2015年	公司获得“长效微球技术国家地方联合工程研究中心”称号
2017年	公司控股子公司丽珠微球科技有限公司成立
2020年	珠海市人民医院医疗集团与丽珠集团正式开启医药、医工、医企合作新模式，并揭牌“长效微球联合实验室”

资料来源：公司公告、珠海特区报、开源证券研究所

微球规模不断扩大，为公司微球产品提供增量空间。根据华经产业研究院数据显示，2015-2019年，中国微球制剂行业市场规模从22.3亿元增加至47.4亿元，期

间每年的同比增速稳定在 17-26%。随着市面上多个原研药的专利过期，国内企业加紧微球产品研发布局，预计 2024 年我国微球制剂行业市场规模将增加至 116.1 亿元。

图23：中国微球制剂行业市场规模不断扩大



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

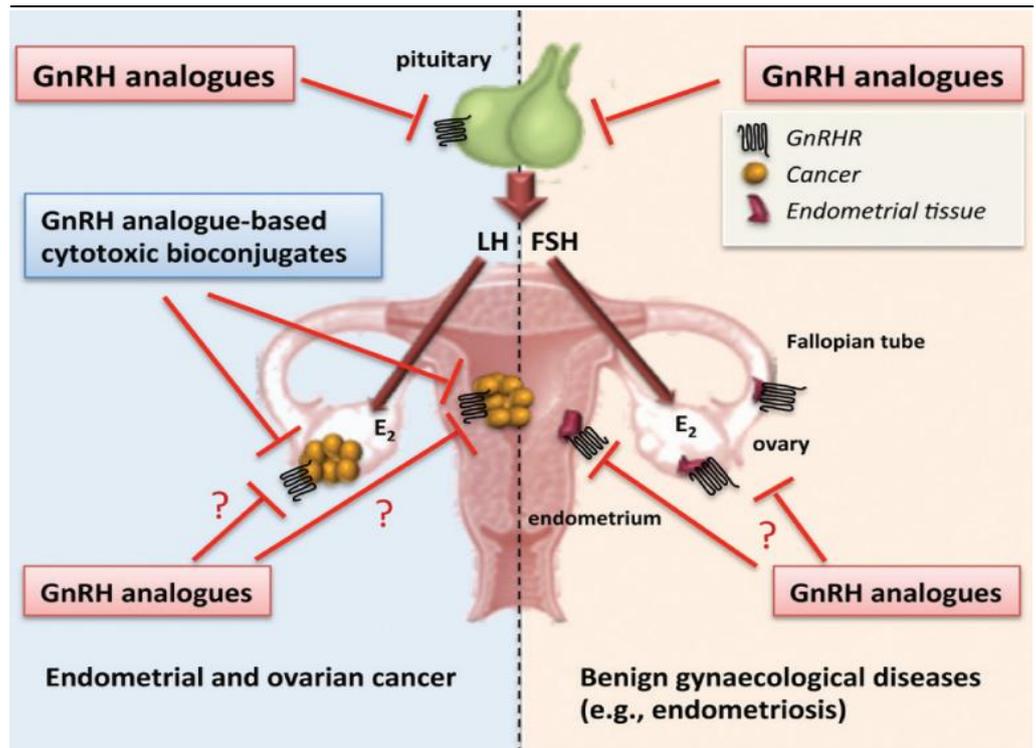
3.2、亮丙瑞林：产品借助微球平台带动促性激素板块收入提升

公司已上市产品亮丙瑞林微球，主要治疗子宫内膜异位、子宫肌瘤及前列腺癌等，为国内缓控释微球制剂之一。公司微球平台主要贡献于促性激素领域产品，2022 年促性激素领域药物收入 25.91 亿元，占公司总营收比重 20.5%；2023Q1-3 促性激素板块收入 21.88 亿元，占比达 22.7%。

3.2.1、亮丙瑞林在 GnRH 激动剂中销售表现亮眼

亮丙瑞林：促性激素领域重磅产品，PDB 样本医院销售额达到十亿级。亮丙瑞林属于垂体促性腺激素释放激素(GnRH)受体激动剂类似物。GnRH 激动剂是由 9 个氨基酸构成的肽类，其通过与垂体细胞膜上的受体结合，可促进垂体分泌促黄体生成素 (LH)、促卵泡刺激素 (FSH)，通常需注射使用。GnRH 激动剂有半衰期短、治疗周期长等不足，而公司的微球剂型恰好能够针对此痛点有效解决问题。

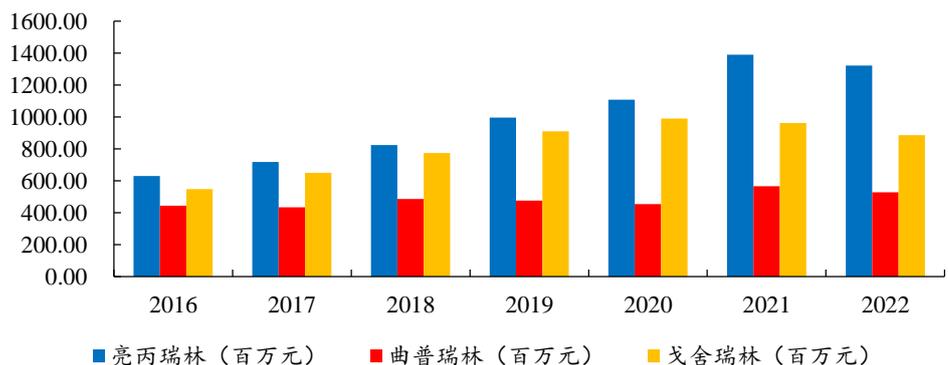
图24: GnRH 激动剂促进垂体分泌促黄体生成素 (LH) 及促卵泡刺激素 (FSH)



资料来源:《Human Reproduction Update》Roberto Maggi

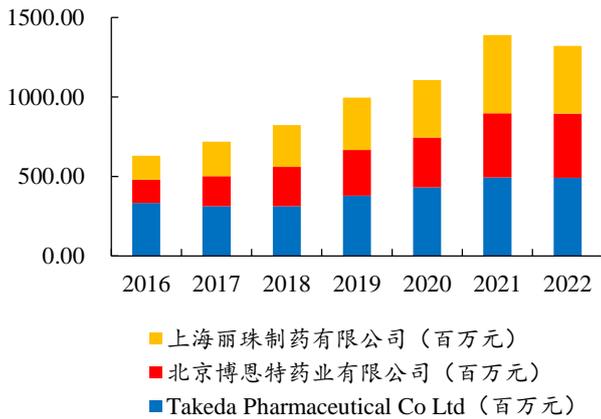
亮丙瑞林在 GnRH 激动剂中表现突出。 GnRH 激动剂主要包含亮丙瑞林、戈舍瑞林、曲普瑞林三种。其中，亮丙瑞林销售额占比最高，2022 年亮丙瑞林在国内销售额接近 13.2 亿，同年曲普瑞林、戈舍瑞林分别销售 5.3 亿元、8.9 亿元。GnRH 激动剂药物对于性激素调节乃至内分泌治疗均起到重要作用，作为 GnRH 激动剂药物的主力军，叠加公司自身的微球优势剂型，丽珠集团的亮丙瑞林微球销售额有望进一步提升。

图25: 亮丙瑞林销售情况突出且呈现良好增长态势

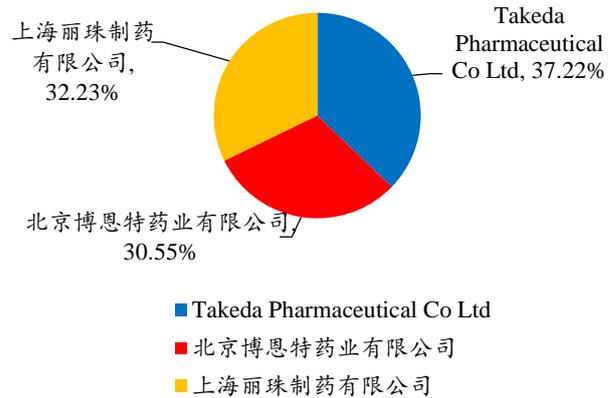


数据来源: PDB、开源证券研究所

亮丙瑞林微球充分竞争，公司市占率已超三成。 公司亮丙瑞林微球销售额逐年呈上升趋势，与武田、博恩特形成亮丙瑞林三足鼎立的局面，2022 年公司产品市占率达到 32.23%。同年，公司亮丙瑞林产品销售额达到 4.26 亿元，而武田、博恩特销售额分别为 4.92 亿元、4.04 亿元。随着公司微球平台技术进一步优化，品牌效应逐步加强，公司亮丙瑞林微球市占率有望进一步提升。

图26：国内亮丙瑞林销售额于2021年达到峰值


数据来源：PDB、开源证券研究所

图27：公司亮丙瑞林产品市场竞争格局良好（2022年）


数据来源：PDB、开源证券研究所

目前仅有两家企业布局注射用醋酸亮丙瑞林微球产品管线。目前，除丽珠集团外，注射用醋酸亮丙瑞林微球在兆科药业、康欣东弘均有布局。其中，兆科药业已经进入上市申请阶段。

表12：目前有两家企业积极布局注射用醋酸亮丙瑞林微球产品管线

受理号	药品名称	靶点	企业名称	注册分类	CDE 承办时间	申请类型	申请内容
CYHL2400015	注射用醋酸亮丙瑞林微球	GNRHR	康欣东弘	4	2024-01-10	仿制	临床申请
JYHS2100015	注射用醋酸亮丙瑞林微球	GNRHR	GP-PHARM SA 兆科药业	5.2	2021-01-29	进口	上市申请

资料来源：Insight 数据库、开源证券研究所

3.2.2、促性激素板块产品协同助力公司发展

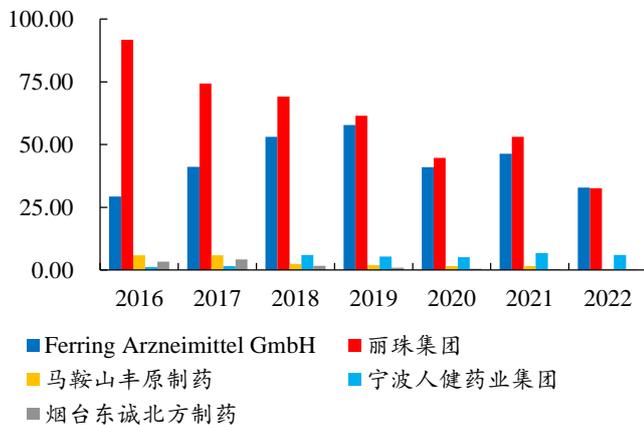
促性激素板块品种多样，主要用于辅助生殖领域。除亮丙瑞林外，公司促性激素领域还有尿促性素、绒促性素、尿促卵泡素等多个产品，主要用于辅助生殖领域。其中，注射用醋酸亮丙瑞林微球、注射用尿促性素、注射用绒促性素陆续进入医保范畴，使得医生处方意愿大幅提升。随着公司促性激素板块产品日益丰富，整体业绩有望进一步提升。

表13: 公司促性激素领域产品多样化且一半已入医保

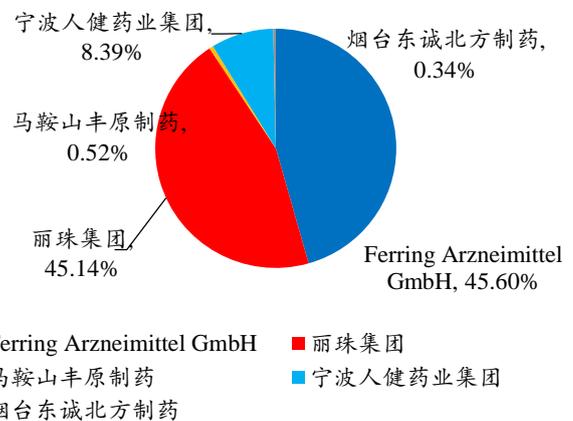
药品名称	治疗疾病	医保目录纳入情况
注射用醋酸亮丙瑞林微球	子宫内膜异位症；子宫肌瘤；雌激素受体阳性的绝经前乳腺癌；前列腺癌；中枢性性早熟	医保乙类
注射用尿促性素	促性腺激素分泌不足所致的原发性或继发性闭经、无排卵所致的不孕症等	医保乙类
注射用绒促性素	青春期前隐睾症；垂体功能低下所致的男性不育；垂体促性腺激素不足所致的女性无排卵性不孕症；用于体外受精以获取多个卵母细胞；女性黄体功能不全的治疗；功能性子宫出血、妊娠早期先兆流产等	医保甲类
注射用重组人绒促性素	用于刺激卵泡生长后触发卵泡的最终成熟和黄体化；刺激卵泡生长后触发排卵及黄体化	非医保
注射用尿促卵泡素	用于不排卵（包括多囊卵巢综合征）且对枸橼酸克罗米芬治疗无效者；用于辅助生殖技术超促排卵者	非医保
注射用西曲瑞克	用于进行性控制卵巢刺激的患者，防止提前排卵，进而进行采卵和辅助生殖技术治疗	非医保

资料来源：国家医保局、公司官网、开源证券研究所

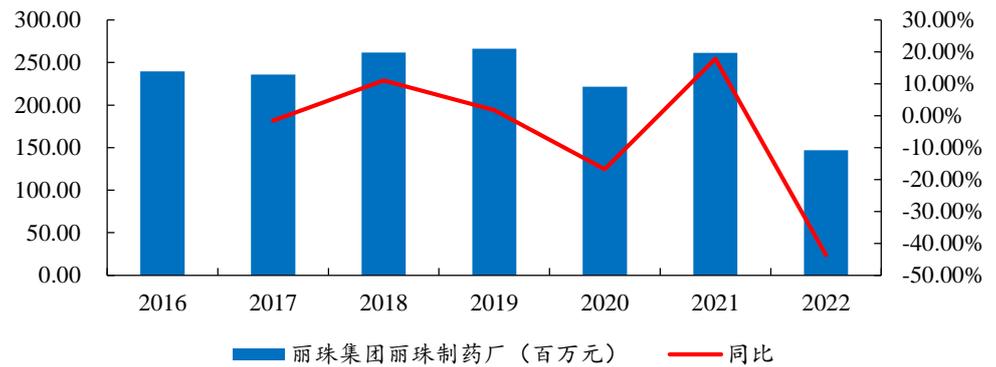
其中，尿促性素和尿促卵泡素业绩亮眼。据 PDB 数据显示，2022 年，国内尿促性素销售额达 0.72 亿元，其中，公司销售额为 0.33 亿元，占总销售额的 45.14%，在产品市场中竞争优势显著；2022 年国内尿促卵泡素产品销售额达到 1.47 亿元，且均为丽珠集团贡献，此外 Laboratoires Serono Sa 也在布局该产品。随着公司加大产品推广力度，尿促性素和尿促卵泡素等收入有望逐步提升，公司促性激素板块有望进一步放量。

图28: 公司尿促性素销售位居市场领先地位（百万元）


数据来源：PDB、开源证券研究所

图29: 公司占据国内尿促性素较大市场份额（2022年）


数据来源：PDB、开源证券研究所

图30：国内尿促卵泡激素销售额于 2019 年达到峰值


数据来源：PDB、开源证券研究所

3.3、其他微球产品合力拓宽高壁垒制剂领域

在研微球产品多分布于生殖领域，精神疾病也有布局。截止 2023H1，公司在研微球等高壁垒复杂项目共 7 项，其中获批上市 1 项，完成 III 期临床试验 1 项，I 期临床试验 2 项，BE 试验 2 项，筹备开展 I 期临床试验 1 项。公司微球产品分布于生殖、神经等领域，合力拓宽高壁垒制剂业务范围，协同助力公司业绩稳步提升。

表14：公司不断推进微球平台产品研发上市进展

产品	领域	所处阶段
注射用醋酸曲普瑞林微球	前列腺癌等生殖疾病领域	2023 年 5 月获得注册批准
注射用阿立哌唑微球	治疗成人精神分裂症	2023 年 9 月上市许可申请获受理
注射用醋酸奥曲肽微球	用于治疗肢端肥大症患者、伴有功能性胃肠胰内分泌肿瘤相关症状的患者	正在开展 BE 试验
注射用醋酸亮丙瑞林微球 (3 个月缓释)	子宫内膜异位症、子宫肌瘤、前列腺癌、雌激素受体阳性的绝经前乳腺癌等生殖疾病领域	正在开展 BE 试验
注射用醋酸丙氨瑞林微球	子宫内膜异位症、子宫肌瘤、前列腺癌等生殖疾病领域	完成 I 期临床试验
注射用双羟萘酸曲普瑞林微球	前列腺癌等生殖疾病领域	筹备开展 I 期临床
醋酸戈舍瑞林缓释植入剂	前列腺癌等生殖疾病领域	中试向生产的桥接试验

资料来源：公司公告、开源证券研究所

曲普瑞林微球上市，产品临床优势显著。公司曲普瑞林为 2.2 类改良型新药，相比普通注射剂，曲普瑞林长效缓控释制剂起效时间更长，可减少用药次数，提高耐受性和可及性。目前，该产品已于 2023 年 5 月获批上市，后续有望贡献收入业绩。目前，曲普瑞林主要由法国益普生和辉凌医药布局销售。据 PDB 数据，2022 年，国内曲普瑞林销售额达 5.29 亿元，其中法国益普生和辉凌医药分别销售 3.59 亿元和 1.67 亿元，产品市场较大。相较已上市的曲普瑞林长效缓控释制剂，公司醋酸曲普瑞林微球在前列腺癌患者中具有更高的去势治疗达成率和维持率，较大程度降低了常见不良反应的发生率，有效提升了临床安全耐受性，具有良好的市场前景，预计后续为公司收入端贡献业绩。

图31: 国内曲普瑞林销售情况可观 (百万元)

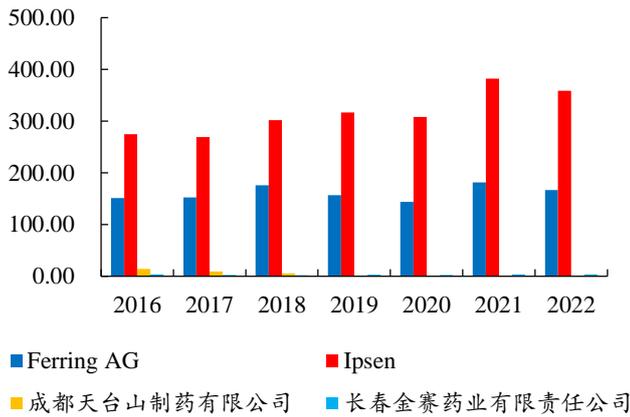
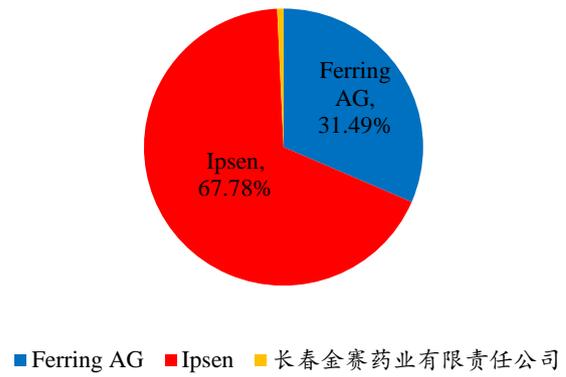


图32: 益普生占据曲普瑞林较大市场份额 (2022年)



数据来源: PDB、开源证券研究所

数据来源: PDB、开源证券研究所

仅有一家企业布局注射用醋酸曲普瑞林微球产品在研管线。目前,注射用醋酸曲普瑞林微球仅有一家企业申报临床——金赛药业的注射用醋酸曲普瑞林微球目前处于临床 III 期阶段。基于丽珠集团的先发优势以及微球缓控释剂型疗效显著,我们预计丽珠集团的曲普瑞林微球将会贡献新的收入增量。

表15: 仅有一家企业布局注射用醋酸曲普瑞林微球在研管线

受理号	药品名称	靶点	企业名称	注册分类	CDE 承办时间	申请类型	申请内容
CXHL1300591	注射用醋酸曲普瑞林微球	GNRHR	金赛药业	5	2013-07-30	新药	III 期临床

资料来源: Insight 数据库、开源证券研究所

注射用阿立哌唑微球: 市场前景良好,阿立哌唑长效肌内注射剂全球销售额突破十亿美元。阿立哌唑可部分激动多巴胺 D2 受体和 5-羟色胺 1A 受体,同时拮抗 5-羟色胺 2A 受体,用于治疗精神分裂症、急性躁狂发作或混合发作及双相情感障碍。长效阿立哌唑肌内注射剂由大冢制药和灵北制药联合研发,于 2021 年 3 月在国内获批上市。2021 年,阿立哌唑长效肌内注射剂全球销售额达到 13.71 亿美元,同比增长 10.74%,具有较大市场规模。公司产品注射用阿立哌唑微球也是阿立哌唑的长效缓释制剂,每个月注射 1 次,有着降低给药频次、缩短释药延迟期、不再需要首次注射后的口服制剂补充等优势,从而改善患者用药的依从性。丽珠医药是首家布局阿立哌唑微球的企业。

图33: 阿立哌唑: 治疗精神分裂症的首选药物

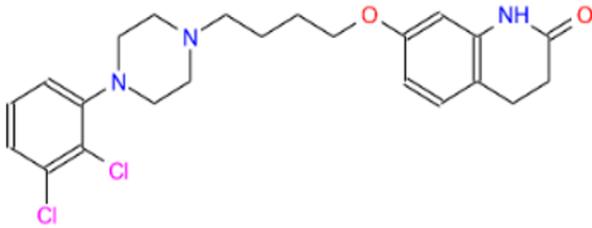
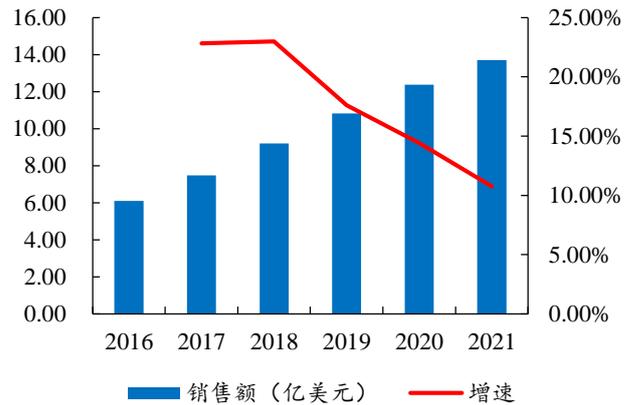


图34: 阿立哌唑长效肌内注射剂全球销售额逐年上涨



资料来源: X-MOL 学术平台、开源证券研究所

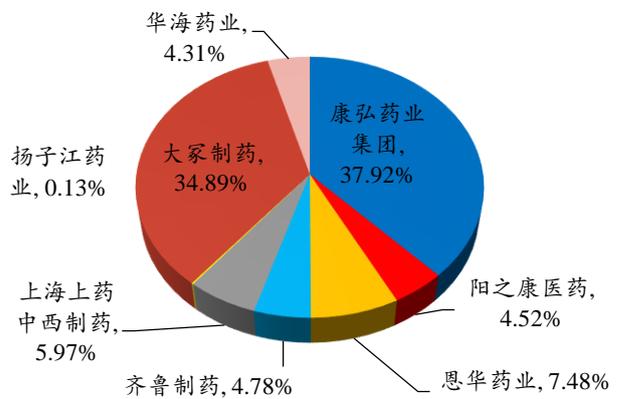
数据来源: CPHI 制药在线公众号、开源证券研究所

阿立哌唑国内销售额维持高位, PDB 样本医院年销售额破亿。2021 年, 阿立哌唑国内销售额达 1.75 亿元, 达到峰值。2022 年受疫情波动影响销售额下滑为 0.57 亿元, 康弘药业和众生制药在阿立哌唑市场占比中达 72.81%。公司阿立哌唑微球为 2.2 类化学药品, 于 2023 年 9 月获批上市。由于精分市场较大, 竞争格局良好, 加之公司微球产品相较于其他剂型有更明显的缓控释效果, 因此预计产品上市后会占据较大市场份额, 为公司业务带来新增量。

图35: 阿立哌唑国内销售额于 2021 年达到峰值



图36: 康弘药业占据阿立哌唑较大市场份额 (2022 年)



数据来源: PDB、开源证券研究所

数据来源: PDB、开源证券研究所

4、丽珠生物: 托珠单抗新星上市, 在研生物制品持续推进

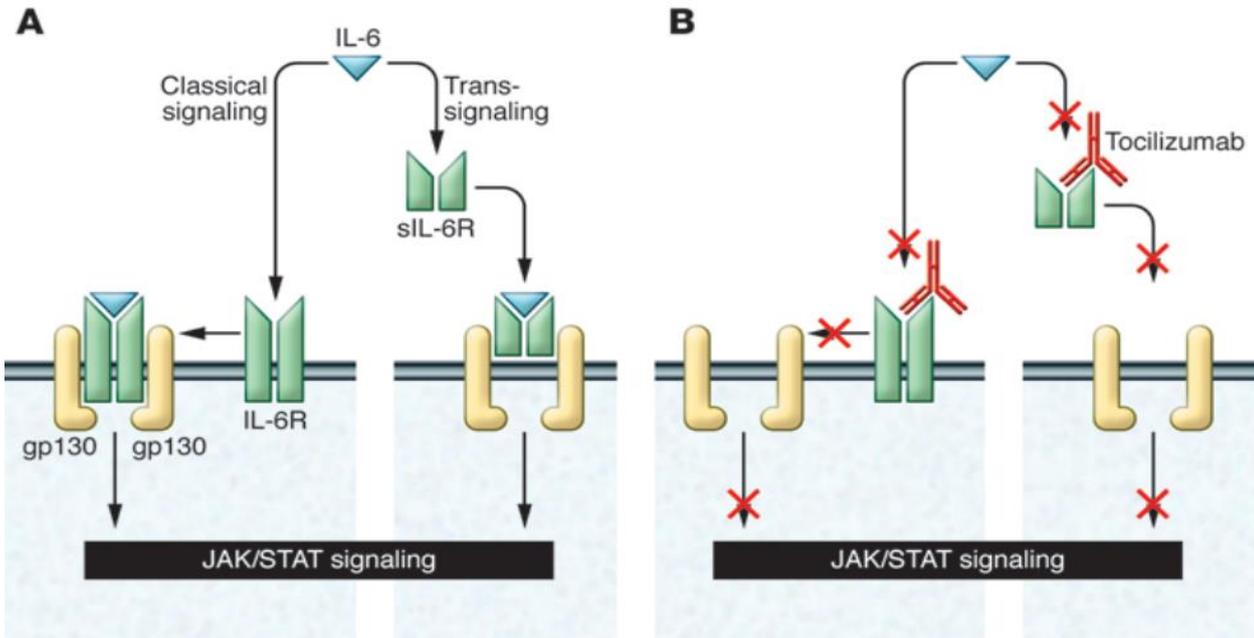
丽珠生物医药科技有限公司是由丽珠集团、健康元于 2010 年发起成立的专注于大分子创新药开发的高科技企业, 其主营业务为生物药自主创新研究开发及产业化, 包括创新型单抗、单抗类似药、双特异性抗体、抗体偶联药物、CAR-T 细胞治疗等, 在肿瘤、自身免疫性疾病等产品领域贡献业绩收入。

4.1、丽珠生物新星—托珠单抗贡献收入新增量

托珠单抗作用机制明确, 国内首款靶向 IL-6(R) 药物。托珠单抗 (Tocilizumab, 雅美罗) 是罗氏公司研制的抗人白介素 6 受体 (IL-6R) 人源化单克隆抗体注射液,

通过阻断白介素 6 与白介素 6 受体结合减少病理性炎症反应，主要用于治疗类风湿关节炎 (RA)、全身型幼年特发性关节炎 (sJIA) 和细胞因子释放综合征 (CRS) 等。此外，托珠单抗被纳入《新型冠状病毒感染诊疗方案（试行第十版）》和《新型冠状病毒感染重症病例诊疗方案（试行第四版）》，用于重症新冠治疗。

图37：托珠单抗通过竞争性抑制 IL-6 与其受体的结合来阻断信号转导途径



资料来源：《IL-6 polymorphisms: a useful genetic tool for inflammation research》Patricia Woo

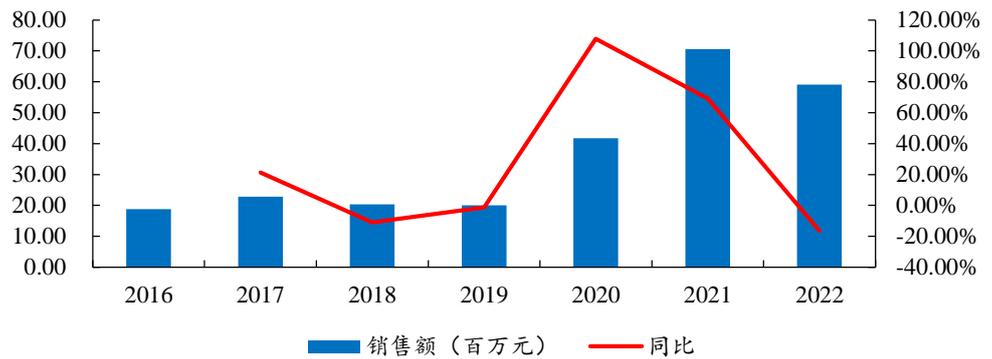
托珠单抗原研专利到期，公司安维泰®有望贡献新增量。托珠单抗注射液原研产品专利保护已到期，2023 年 1 月，百奥泰和丽珠生物的托珠单抗生物类似药分别获得了国家药监局的上市批准。2023 年 5 月，丽珠生物的安维泰®获批增加用于 CAR-T 细胞引起的严重或危及生命的细胞因子释放综合征 (CRS) 以及用于 2 岁或 2 岁以上儿童的活动性全身型幼年特发性关节炎 (sJIA) 两个适应症。

表16：丽珠生物前瞻布局托珠单抗生物类似药

商品名称	雅美罗®	安维泰®	施瑞立®
所属公司	罗氏公司	丽珠生物	百奥泰公司
注册分类	治疗用生物制品（原研）	治疗用生物制品（类似物）	治疗用生物制品（类似物）
作用靶点	IL-6R	IL-6R	IL-6R
上市/获批进口时间	2013 年——中国获批进口	2023 年 1 月 18 日——国内获批上市	2023 年 1 月 16 日——国内批准上市
剂型	注射液	注射液	注射液
适应症	类风湿关节炎 (RA)、细胞因子释放综合征 (CRS)、全身型幼年特发性关节炎 (sJIA) 以及重症新冠治疗	类风湿关节炎 (RA)、细胞因子释放综合征 (CRS)、全身型幼年特发性关节炎 (sJIA) 以及新冠感染重症病例且实验室检测 IL-6 水平明显升高者可试用	类风湿关节炎 (RA)、全身型幼年特发性关节炎 (sJIA)、细胞因子释放综合征 (CRS) 以及新冠治疗

资料来源：各公司公告、百奥泰公众号、医药魔方公众号、药渡公众号、开源证券研究所

国内托珠单抗销售乐观，收入增量预期明朗。据 PDB 数据，2022 年国内托珠单抗销售额达 0.59 亿元，均为罗氏公司贡献。由于托珠单抗原研药专利已经到期，预计公司托珠单抗生物类似药将逐步放量，贡献收入新增量。

图38：国内托珠单抗销售额呈上升趋势


数据来源：PDB、开源证券研究所

4.2、生物制品在研管线丰富，后期有待逐步放量

生物制品在研管线丰富，后期有待逐步放量。截至2023H1，生物制品在研项目共8项。其中，已获批上市2项，获批紧急使用1项，附条件上市申报阶段1项，III期临床试验3项，I期临床试验1项。除推进临床期的项目外，公司还在双特异性抗体、NKT细胞治疗等领域进行研发探索。

表17：公司加速推进生物制品研发进展（截至2023H1）

序号	产品	上市及研发进展
1	重组人绒促性素	2021年——国内获批上市
2	托珠单抗注射液	2023年1月——国内获批上市
3	重组抗人IL-17A/F人源化单抗	正在开展III期临床试验
4	注射用利普苏拜单抗（PD-1）	正在开展附条件上市申报准备工作
5	重组人促卵泡激素注射液	已开展III期临床试验
6	重组肿瘤酶特异性干扰素 α -2b Fc融合蛋白	正在开展I期临床试验（截至2022年）
7	司美格鲁肽注射液	III期临床试验完成入组
8	重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗（丽康®）	2022年9月——被国家纳入免疫规划，已在全国27个省市开展接种使用
9	重组新型冠状病毒融合蛋白二价（原型株/Omicron XBB变异株）疫苗（CHO细胞）	2023年7月——获得药物临床试验批准

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.2.1、IL-17A/F填补国内同靶点蓝海

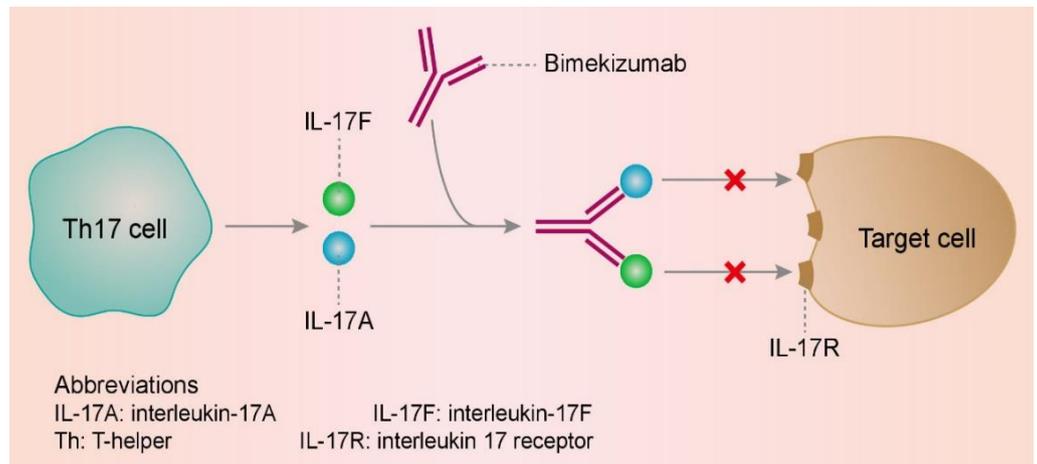
银屑病市场容量大，IL-17A/F填补国内同靶点蓝海。“重组抗人IL-17A/F人源化单克隆抗体注射液”是丽珠医药自鑫康合生物引进的一款IL-17A/IL-17F单抗，可同时靶向同源二聚体IL-17A-A和IL-17F-F，以及异源二聚体IL-17A-F，用于银屑病的治疗，目前已进入三期临床阶段。丽珠单抗已获得该产品在全球范围内的开发、注册、生产、销售和分许可的独占性权益。市场上同类产品的靶点分为两类：IL-17A与IL-17A/F靶点。以IL-17A为靶点的已上市进口产品为司库奇尤单抗、依奇珠单抗，国产产品中共有8家企业已获批临床，其中2家已申报上市；以IL-17A/F为靶点的已上市进口产品仅有优时比（UCB）比吉利珠单抗注射液，除丽珠集团外，国内暂无其他公司申报临床。

表18: 同类产品情况利于公司 IL-17A/F 单抗开拓市场

靶点	药物与靶点作用机制	已上市产品	国内申报情况
IL-17A 靶点	药物针对具有促炎作用的细胞因子 IL-17A 具有较高的亲和力和特异性，可抑制 IL-17A 与 IL-17 受体的结合，从而达到疾病治疗的作用	目前国内已有 2 个进口产品获批上市：司库奇尤单抗、依奇珠单抗	国产产品共有 8 家企业已获批临床，其中 2 家已申报上市
IL-17A/F 靶点	药物在抑制 IL-17A 的同时抑制 IL-17F 能够减少皮肤和关节炎症以及病理性骨形成，其程度大于单独抑制 IL-17A 的程度	目前全球仅有优时比 (UCB) 比吉利珠单抗注射液 (Bimekizumab) 于 2023 年 4 月 26 日在国内获批上市	国内暂无其他公司申报临床

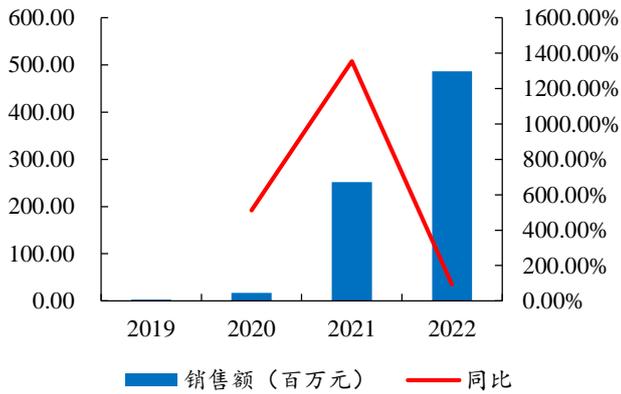
资料来源: Bimekizumab Overview, Retrieved December 6.2019、公司公告、药明康德公众号、开源证券研究所

IL-17A/F 靶点作用效果优于 IL-17A。目前唯一上市的 IL-17A/F 单抗药物 Bimekizumab, 此前在头对头三期临床中证实其可同时抑制白细胞介素 17A (IL-17A) 和白细胞介素 17F (IL-17F) 两种驱动炎症过程的关键细胞因子, 而这种独特的作用机制相比于其他 IL-17A 类药物可能有更好的疗效。

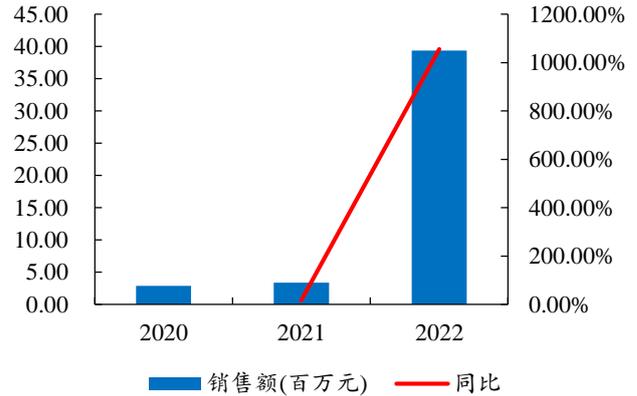
图39: IL-17A/F 靶点作用效果优于 IL-17A


资料来源: Bimekizumab Overview, Retrieved December 6.2019、开源证券研究所

司库奇尤和依奇珠单抗进入医保后收入大幅增加, 同类产品市场前景良好。以 IL-17A 为靶点的司库奇尤单抗、依奇珠单抗, 2022 年国内产品销售总额分别为 4.87 亿元、0.39 亿元, 同比增长 93.46%、1055.76%, 增幅较大; 以 IL-17A/F 为靶点的优时比 (UCB) 比吉利珠单抗注射液疗效显著, 市场前景良好。然而目前, 国内还没有以 IL-17A/F 为靶点的产品面市, 公司重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液有望填补 IL-17A/F 蓝海, 实现收入放量。

图40：国内司库奇尤单抗销售额逐年上升


数据来源：PDB、开源证券研究所

图41：国内依奇珠单抗销售额迅速上升


数据来源：PDB、开源证券研究所

4.2.2、司美类似药：三期入组完成，产品有望上市放量

司美类似药三期临床入组完毕，获批上市指日可待。司美类似物属于 3.3 类治疗用生物制品，主要用于 2 型糖尿病患者的血糖控制以及伴有心血管疾病的 2 型糖尿病患者的不良事件等，通常以皮下注射为主要治疗方式。

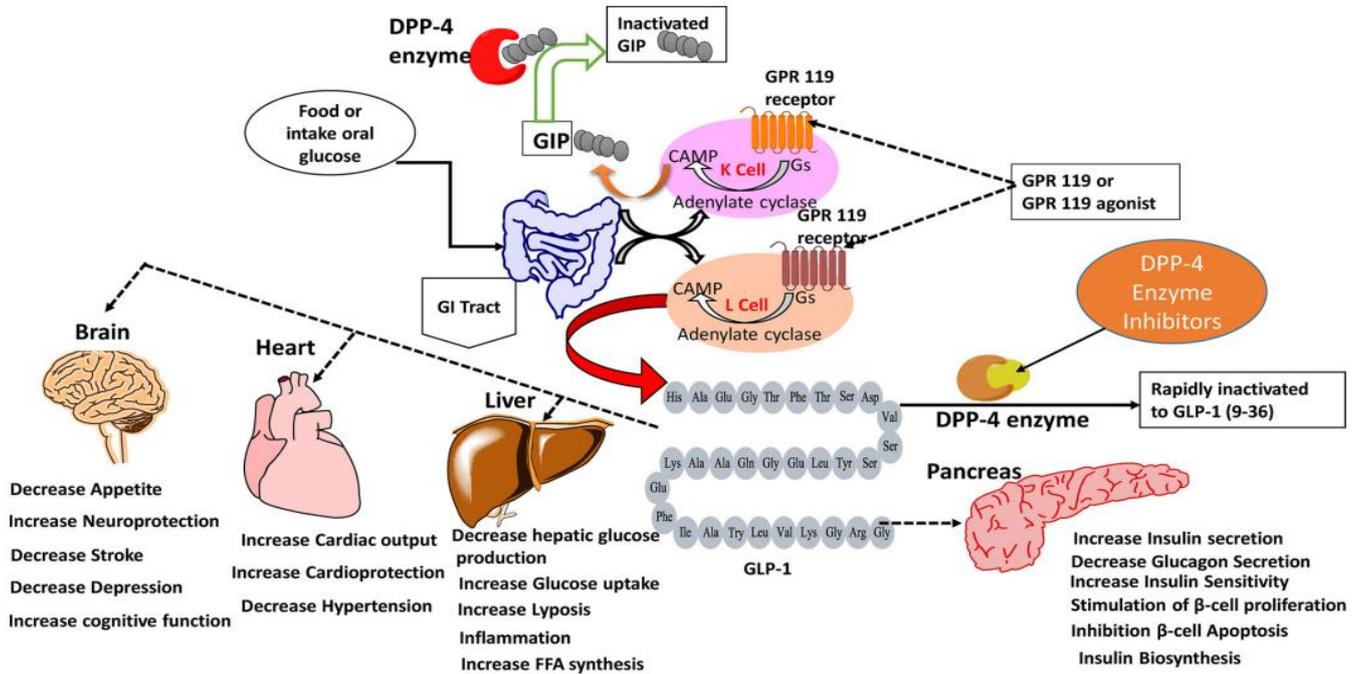
表19：丽珠生物制剂司美格鲁肽注射液已进入三期临床

药物名称	规格	注册分类	适应症	用法用量
司美格鲁肽注射液	1.34mg/ml 1.5ml	治疗用生物制品 3.3 类	用于在饮食控制和运动基础上，接受二甲双胍和/或磺脲类药物控制不佳的成人 2 型糖尿病患者的血糖控制，及降低伴有心血管疾病的 2 型糖尿病成人患者的主要心血管不良事件	皮下注射，起始剂量为每周 0.25mg；在 4 周后，剂量应增加至每周 0.5mg；如果需要进一步控制血糖，再至少 4 周后可将剂量增加至每周 1mg

资料来源：公司公告、开源证券研究所

作用机制明确，药物自身优势显著。产品活性成分司美格鲁肽为胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 受体激动剂，属多肽类物质，能够通过模拟生理性 GLP-1 激活其受体，以葡萄糖依赖性的方式增强胰岛素分泌、抑制胰高血糖素分泌。

图42: GLP-1 以葡萄糖依赖性方式增强胰岛素和抑制胰高血糖素分泌



资料来源:《Recent updates on GLP-1 agonists: Current advancements & challenges》 Dilip Sharma

丽珠生物前瞻布局司美类似药,在同类产品中位居前列。目前,除丽珠集团外,华东医药、宸安生物、联邦制药、质肽生物等在司美格鲁肽生物类似药品上均有布局。其中,华东医药、宸安生物、联邦制药、惠升生物、正大天晴及九源基因已将产品推至 III 期临床,获批上市指日可待。

表20: 公司前瞻布局司美格鲁肽生物类似药

受理号	药品名称	靶点	企业名称	注册分类	CDE 承办时间	产品最高进度
CXSL2300828	司美格鲁肽注射液	GLP1R	丽珠集团新北江制药	3.3	2023-12-01	III 期临床
CXSL2300750	司美格鲁肽注射液	GLP1R	杭州九源基因工程	3.3	2023-11-02	III 期临床
CXSL2300398	司美格鲁肽注射液	GLP1R	正大天晴	3.3	2023-06-07	III 期临床
CXSL2300274	司美格鲁肽注射液	GLP1R	惠升生物	3.3	2023-04-20	III 期临床
CXSL2200497	司美格鲁肽注射液	GLP1R	质肽生物	3.3	2022-09-30	I 期临床
CXSL2200379	司美格鲁肽注射液	GLP1R	联邦生物科技	3.3	2022-08-17	III 期临床
CXSL2200244	司美格鲁肽注射液	GLP1R	宸安生物 博唯生物	3.3	2022-06-06	III 期临床
CXSL2200185	司美格鲁肽注射液	GLP1R	派金生物 华东医药	3.3	2022-04-24	III 期临床

资料来源: Insight 数据库、开源证券研究所

原研专利临期, GLP-1 市场空间较大。原研司美格鲁肽化合物中国专利将于 2026 年 3 月到期。据诺和诺德业绩报显示, 2023 年前三季度全球司美格鲁肽销售共计 148 亿美元, 同比增加 86.4%, 司美格鲁肽市场空间较大。随着 GLP-1 在国内的进一步普及, 司美生物类似药有望获取更多的销售空间, 而丽珠生物也有望占据一定市场份额。

5、多元化布局：中药板块蓄势待发，原料药产品稳固向前

公司多元布局中药、原料药、诊断试剂领域，进一步提升行业竞争力。中药方面，公司持续加强参芪扶正注射液的肿瘤领域的推广布局，中药肿瘤销售队伍与基层销售队伍将继续深耕细作；加大抗病毒颗粒的销售布局，零售药店与线上推广力争形成合力。原料药方面，公司重点推进特色原料药新产品研发及老产品改造精进，进一步提升原料药及中间体整体盈利水平与行业竞争力。

5.1、公司中药产业集聚实力，蓄势待发

中药政策频出，产业实力集聚。近年来，国家陆续出台多项政策支持中医药发展，鼓励中医药传承创新，不断在服务体系、科室建设等多维度全面推进中医药产业发展，表明国家对于发展中医药产业的重视。

表21：中药政策频出，产业实力集聚

时间	政策文件	主要内容
2019年10月	国务院发布《关于促进中医药传承创新发展的意见》	健全中医药服务体系，加强中医医疗机构的建设，发挥中医药在疾病治疗、预防和康复的作用，推动中医药传承创新，改善中医药管理体制
2021年12月	医保局等机构发布《关于医保支持中医药传承创新发展指导意见》	将中医医药机构、中药和中医医疗服务纳入医保，优先对医疗服务项目调价，中医优势病种纳入按病种付费范围，中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组付费
2022年3月	国务院发布《“十四五”中医药发展规划》	建设国家中医医学中心和强化各级中医医院，提升中医药健康服务能力，强化疾病预防、治疗和康复能力，强化中医药应对突发疾病和公共卫生事件的处理能力，增强中医药传承创新能力，促进成果转化，推动中药材养殖、保护、开采、加工等产业链的发展，发展中医药健康服务业，推动中医药文化发展和对外开放
2022年9月	卫健委、中医药局发布《健康中国行动中医药健康促进专项活动实施方案》	发展中医药健康活动，推广中医药健康管理服务，开展中医药疾病预防活动
2022年11月	国家药监局《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》	促进中药传承创新，采用中医药理论、人用经验和临床试验相结合的审评证据体系，综合评价中药的临床有效性、安全性，鼓励采用真实世界研究，保障中药资源可持续利用，支持中药“走出去”
2023年1月	国家药监局《关于进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展的若干措施》	加强中药材质量管理，强化中药饮片、中药配方颗粒监管，优化医疗机构中药制剂管理，完善中药审评审批机制，重视中药上市后管理，提升中药标准管理水平，加大中药安全监管力度，推进中药监管全球化合作，保障措施

资料来源：人民网、中国政府网、国家药监局、开源证券研究所

中药领域基础深厚，独家品种领跑市场前沿。公司深耕等级医院、基层医疗机构、零售药店等终端市场，并不断加强重点产品的临床数据证据研究工作。同时，参芪扶正注射液聚焦肿瘤治疗领域及阳康人群，县级医疗机构覆盖不断扩大，基层销售收入持续增长。研发方面，围绕中医治疗优势病种、独家品种的临床定位，公司重点推进了“古代经典名方中药复方制剂 3.1 类”、“中药改良型新药 2.2 类”及“中药创新药 1.1 类”等项目的研发进展及新品布局。截至 2023H1，中药在研项目共 9 项，其中，中药改良型新药 SXSHL 凝胶已完成临床前实验研究，正在撰写及整理申报资料；中药 1.1 类新药 TGDG 颗粒完成院内制剂单中心临床试验，并获得临床试验总结报告。此外，四川光大新厂区建设完成并已正式启用，在确保产能供应的基础上，加快新产品的开发力度与速度，不断提升企业的现代化管理水平。

表22：公司中药独家品种（部分）种类繁多

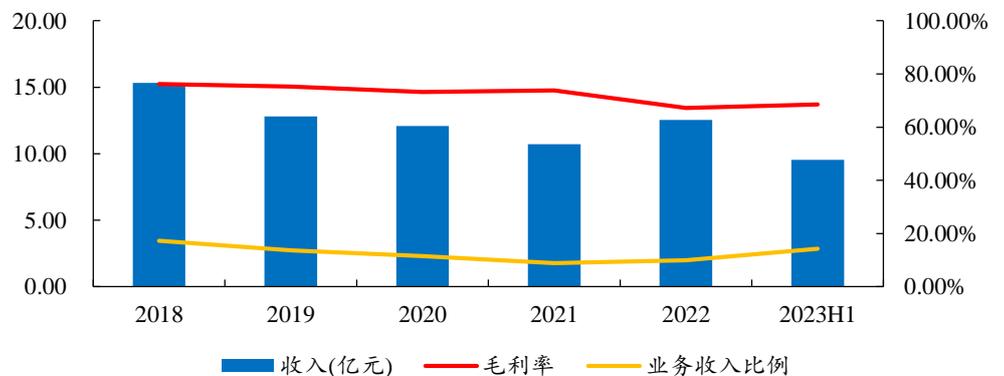
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

序列	产品	治疗领域
1	参芪扶正注射液	用于不适宜放、化疗，表现为气虚证的晚期肺癌的辅助治疗；可与化疗配合，用于表现为气虚证肺癌、胃癌的辅助治疗
2	抗病毒颗粒	用于风热感冒，上呼吸道感染，流感
3	九味抗病毒颗粒	用于病毒性感冒
4	抗病毒糖浆	用于风热感冒，上呼吸道感染，流感
5	复方五指柑胶囊	用于中毒性消化不良，急、慢性胃肠炎，痢疾，风热感冒
6	复方乌桕颗粒	用于功能性消化不良之脾胃气滞兼热证，症见胃脘饱胀或胀满，胃脘胀痛，吐酸嘈杂，大便不畅或便结等，属治疗辅助用药
7	前列安栓	主治湿热瘀血阻滞证所引起的少腹痛、会阴痛、睾丸疼痛、排尿不利、尿频、尿痛、尿道口滴白、尿道不适等证
8	九味益脑颗粒	适用于老年期血管性痴呆轻症之髓海不足兼痰瘀阻络证。症见近事善忘，呆钝少言，头晕耳鸣，肢体麻木不遂等
9	上清胶囊	用于头晕耳鸣，目赤，鼻窦炎，口舌生疮，牙龈肿痛，大便秘结
10	麝香舒活灵	用于各种闭合性新旧软组织损伤和肌肉疲劳酸痛
11	消核片	用于瘰疬痰核
12	清火爽口颗粒	用于牙龈肿痛，出血，齿动，口臭症状的改善
13	荆肤止痒颗粒	用于儿童风热型或湿热型丘疹性荨麻疹。症状可见脓疱疮
14	口炎颗粒	用于胃火上炎所致的口舌生疮，牙龈肿痛
15	八正胶囊	用于湿热下注，小便短赤，淋漓涩痛，口燥咽干等症
16	口炎片	用于胃火上炎所致的口舌生疮，牙龈肿痛
17	复方丹参肠溶胶囊	用于胸中憋闷，心绞痛

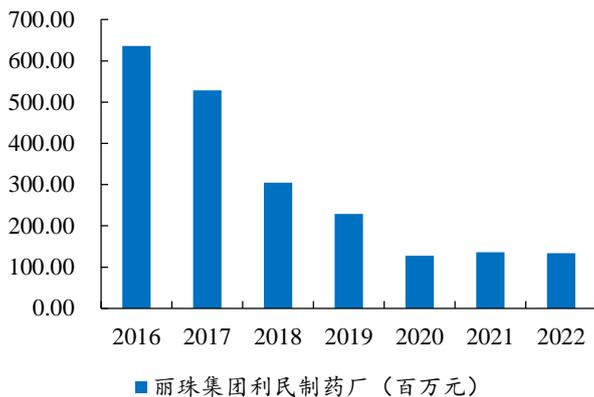
资料来源：公司官网、开源证券研究所

中药领域业绩稳固，公司持续加大板块投入。2022年，丽珠集团中药产品实现销售收入12.54亿元，同比增长17.07%；2023H1中药产品收入9.54亿元，占总营收的14.26%。其中，参芪扶正注射液和抗病毒颗粒为中药领域主要销售品种。随着国家对于中医药产业扶持政策的进一步更新、出台与落实，加之公司未来进一步加强中药领域的研发投入与销售，我们预计中药板块在公司业务占比中会有较大提升，更多独家中药品种将逐步放量。

图43：公司中药领域毛利率和收入占比维持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：公司 2022 年参芪扶正注射液销售额达 1.3 亿元


数据来源：PDB、开源证券研究所

图45：公司 2022 年抗病毒颗粒销售额达 113 万元


数据来源：PDB、开源证券研究所

5.2、原料药板块盈利能力持续提升

原料药板块：国内稳步推进，出口市场放量增长。营销方面，公司高端抗生素系列产品销售额稳中有增，多个产品继续保持全球市场占有率前列。头孢系列产品的出口销售逆势增长，主导产品头孢曲松钠和头孢唑肟钠紧抓集采机会，加强战略营销，国内市场占有率持续提升。宠物驱虫原料药全球市场份额仍然遥遥领先，并与众多跨国动保公司建立了长期稳定的合作关系。中间体出口市场，加强与核心客户的战略合作，同时大力发展中小客户，保持放量增长；生产方面，公司原料药及中间体各生产企业持续夯实了环保、安全基础，完善现有产品的质量研究、优化生产工艺。在推动 GMP 常态化的同时，积极推进国际化注册认证。截至 2023H1，公司共有 33 个原料药及中间体产品在 63 个海外国家/地区完成了 135 个国际注册项目；49 个原料药及中间体产品在国内完成了 58 个注册项目。

表23：公司主要原料药种类繁多

系列	产品名称	符合标准
高端抗生素	万古霉素	FDA,EUGMP,CEP
	替考拉宁	EUGMP,CEP
	达托霉素	FDA
	粘菌素甲磺酸钠	FDA,CGMP,APPROVAL,CEP
高端宠物药	米尔贝肟	FDA,CEP
	莫西克汀	FDA,CEP
	塞拉菌素	FDA,CEP
	多拉菌素	FDA,CGMP,APPROVAL

资料来源：公司官网、开源证券研究所

原料药事业部产能充足，保障业绩收入。公司针对原料药领域设有四大企业，分别是新北江制药股份有限公司、福州福兴医药有限公司、珠海合成制药有限公司以及丽珠集团（宁夏）制药有限公司。其中，新北江制药占地面积 6.8 万平方米，共包含 9 个生产车间；福州福兴医药有限公司总占地面积 18 万平方米，现有职工 1000 余人；丽珠合成制药占地面积约 9.3 万平方米，现建有 3 条无菌原料药生产线，5 条非无菌原料药生产线，共计对应 12 个生产车间；丽珠集团（宁夏）制药有限公司于

2013年正式投产试车，项目总投资12亿元，占地面积600亩，共有员工近1000人。

表24：原料药事业部各子公司职责明确、产能充足

子公司	地址	说明	主导产品
新北江制药股份有限公司	广东省清远市人民一路	占地面积6.8万平方米，共包含9个生产车间	化学合成类品种如枸橼酸铋钾、艾普拉唑、富马酸福莫特罗等以及发酵类制药品种如阿卡波糖、妥布霉素等产品
福州福兴医药有限公司	福建省福州市福清市江阴工业集中区	公司总占地面积18万平方米，现有职工1000余人。公司创建于1979年，前身为国营企业，2004年成为丽珠医药集团旗下的集生产、研发、销售于一体的全资子公司	高端抗生素原料、动物药原料及制剂如万古霉素、米尔贝胂等产品
珠海合成制药有限公司	珠海保税区联峰路22号	占地面积约9.3万平方米，现建有3条无菌原料药生产线，5条非无菌原料药生产线，共计对应12个生产车间	以头孢类半合成抗生素、肠胃药系列、抗精神障碍系列和心脑血管系列为主的原料药
丽珠集团（宁夏）制药有限公司	宁夏平罗工业园区	2011年筹建，2013年正式投产试车，项目总投资12亿元，占地面积600亩，共有员工近1000人	原料药（医药中间体）产品，如洛伐他汀等

资料来源：各公司环评报告、公司官网、开源证券研究所

公司生产经验丰富，产能资源充足。2022年1月，棕榈酸帕利哌酮、阿立哌唑、枸橼酸铋钾等14个新产品扩建环评《珠海保税区丽珠合成制药有限公司技改扩建项目环境影响评价报告》取得批复。公司持续扩大产品产能，利用优秀的生产经验和过往业绩，优化公司生产车间产能利用率。

表25：丽珠合成制药公司生产经验丰富，产能资源富足

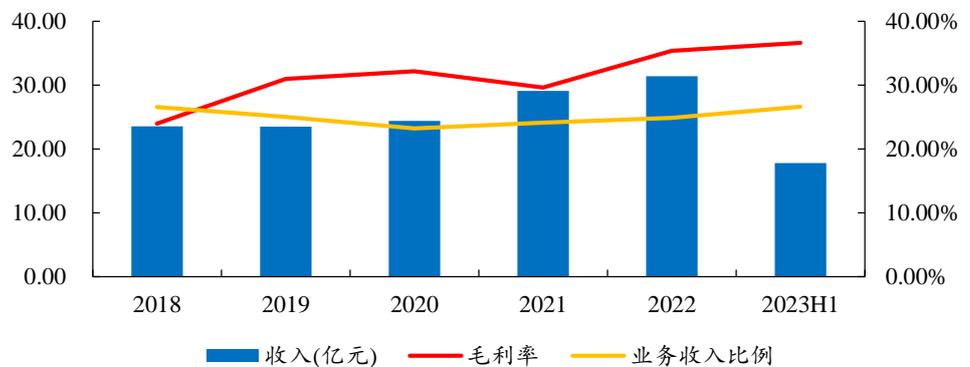
产品类别	产品名称	扩建后产能 (t/a)
非头孢类	艾拉戈利钠	1
	艾普拉唑及其钠盐	5
	阿魏酸钠	10
	桂利嗪	20
	盐酸哌罗匹隆	5
	奥美拉唑钠	20
	丹曲林钠	0.1
	丁苯酞	1
	马来酸茚达特罗	0.1
	维兰特罗	0.1
	他唑巴坦	50
	替硝唑	30
	胶束	0.5
	吡咯基苯并咪唑	3
	阿立哌唑	0.5
	棕榈酸帕利哌酮	0.5
轮环藤宁	30	

头孢类	氯甲基吡啶盐酸盐	5
	枸橼酸铋钾	210
	头孢曲松钠	600
	头孢唑肟钠	180
	头孢地嗪钠	18
	头孢他啶	90

资料来源：丽珠合成制药公司环评报告、开源证券研究所

公司原料药板块业绩稳步提升。原料药事业部持续加强在 EHS、质量、生产、销售等各方面的工作，降本增效抢市场。2022 年，公司原料药及中间体产品实现收入 31.38 亿元，同比增长 7.89%；2023H1 公司原料药板块实现收入 17.82 亿元，占总营收的 26.63%。

图46：公司原料药板块收入毛利率相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3、诊断产品收入稳定，为抗疫贡献“丽珠力量”

试剂板块供应稳定，新冠期间满足需求。丽珠试剂围绕自身免疫性疾病、呼吸道传染病、重大传染病等优势领域，依托多重液相芯片、化学发光、分子诊断等重点平台，开展多病种检测试剂的开发。在研发方面，丽珠试剂聚焦自免及传染病等战略方向，从源头确保产品质量与稳定供应。在生产方面，丽珠试剂优化生产流程、提高产品质量及针对重点产品生产制造成本优化。2022 年，丽珠试剂积极响应国家防控政策，在新冠病毒抗原检测工作中做出卓越贡献。

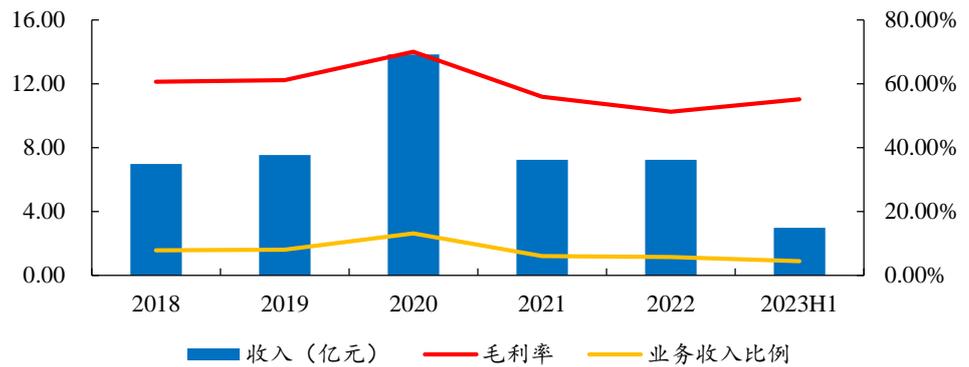
表26：公司诊断试剂产品多样化

产品名称	基本用途	图片
新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM/IgG 抗体检测试剂盒（胶体金法）	单人份分开检测 IgM 和 IgG 的新冠病毒检测试剂盒	
丙型肝炎病毒抗体诊断试剂盒（酶联免疫法）	用于体外定性检测人血清或血浆样本中的丙型肝炎病毒抗体（抗-HCV）	

产品名称	基本用途	图片
丙型肝炎病毒抗体诊断试剂盒（酶联免疫法）	可定性检测人血清或血浆样本中的丙型肝炎病毒（Hepatitis C Virus, HCV）抗体；适用于血液筛查和临床丙型肝炎病毒感染的辅助诊断	
人类免疫缺陷病毒抗体诊断试剂盒（酶联免疫法）	用于体外定性检测人血清或血浆样本中的人类免疫缺陷病毒 1 型和/或 2 型抗体（抗-HIV-1/HIV-2）；适用于血液筛查和临床人类免疫缺陷病毒感染的辅助诊断	
人类免疫缺陷病毒抗原抗体诊断试剂盒（酶联免疫法）	用于体外定性检测人血清或血浆样本中的人类免疫缺陷病毒 1 型和/或 2 型抗体（抗-HIV-1/HIV-2）和 1 型 P24 抗原（HIV-1 P24）；适用于血液筛查和临床人类免疫缺陷病毒感染的辅助诊断。	
梅毒螺旋体抗体检测试剂盒（凝集法）	用于体外定性检测人血清和血浆中的梅毒螺旋体抗体及测定其抗体效价	
细菌性阴道病测定试剂盒（唾液酸酶法）	用于细菌性阴道病的快速诊断	
肺炎支原体 IgM 抗体检测试剂（胶体金法）	体外定性检测人血清，血浆或全血中的肺炎支原体 IgM 抗体；适用于肺炎支原体（Mycoplasma pneumonia）感染的辅助诊断	
肺炎支原体抗体检验试剂盒（被动凝集法）	用于体外半定量检测人血清中的肺炎支原体抗体	
解脲脲原体和人型支原体培养鉴定药敏试剂盒	适用于临床解脲脲原体和人型支原体的培养鉴定，半定量计数和药物敏感性实验	

资料来源：公司官网、开源证券研究所

诊断试剂板块收入稳定，公司综合实力有望提升。2022 年，公司诊断试剂及设备收入 7.24 亿元；2023H1 收入 2.98 亿元，占总营收比重的 4.45%。2020 年 11 月，公司股东大会审议批准分拆丽珠试剂至深交所创业板上市，同时进一步增强丽珠试剂的盈利能力和综合竞争力。2023 年 11 月 10 日，公司董事会同意控股子公司珠海丽珠试剂股份有限公司申请在全国中小企业股份转让系统挂牌。丽珠试剂本次挂牌后，将根据未来资本市场环境及战略发展需要，择机寻求在北京证券交易所上市。

图47：丽珠诊断试剂与设备收入稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

6.1、关键假设

(1) 化学制剂：化学制剂中占比较高的板块为消化道和生殖领域，消化道领域的艾普拉唑针剂及生殖领域的亮丙瑞林微球均纳入医保，收入预计稳定。故我们预计 2023-2025 年公司化学制剂板块收入增速在 0-10%的区间内。

(2) 原料药：公司原料药特色突出、成本优势明显，我们预计 2023-2025 年该板块增速 5-10%。

(3) 中药：公司持续优化产品结构，加大中药独家品种的推广力度，预计中药板块收入增速在 20-30%左右。

(4) 生物制品：2023 年生物制品板块受疫苗退货影响较大，2023Q1-3 同比下滑 31.09%，预计 2023 全年下滑 10%。公司托珠单抗于 2023 年 5 月获批上市，预计为板块收入贡献新增量。此外，随着司美格鲁肽、疫苗等新产品上市，生物制品收入有望提升。因此我们预计 2024-2025 年生物制品板块收入增速分别为 3%、5%。

(5) 诊断试剂：诊断试剂板块收入占比较小，对公司整体业绩不构成实质性影响，预计保持稳定。

表27：基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健

丽珠集团[000513.SZ] (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12629.58	13275.94	14620.93	16228.83
同比(%)	4.69%	5.12%	10.13%	11.00%
毛利率 (%)	64.68%	63.75%	64.24%	64.76%
归属母公司股东的净利润	1,909.39	2018.91	2304.65	2672.33
同比(%)	7.53%	5.74%	14.15%	15.95%
按业务拆分				
1 化学/西药制剂				
收入	6,999.78	7044.14	7648.65	8344.06
同比 (%)	-3.11%	0.63%	8.58%	9.09%

丽珠集团[000513.SZ] (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率(%)	78.74%	77.80%	78.00%	78.20%
业务收入比例(%)	55.42%	53.06%	52.31%	51.42%
2 原料药				
收入	3,138.26	3405.01	3694.44	4008.47
同比 (%)	7.89%	8.50%	8.50%	8.50%
毛利率(%)	35.36%	33.20%	33.40%	33.70%
业务收入比例(%)	24.85%	25.65%	25.27%	24.70%
3 中药制剂				
收入	1,253.63	1629.72	2069.74	2649.27
同比 (%)	17.07%	30.00%	27.00%	28.00%
毛利率(%)	67.25%	72.40%	73.10%	73.30%
业务收入比例(%)	9.93%	12.28%	14.16%	16.32%
4 诊断试剂及设备				
收入	723.54	723.54	723.54	723.54
同比 (%)	-0.06%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	51.26%	51.10%	50.87%	50.69%
业务收入比例(%)	5.73%	5.45%	4.95%	4.46%
5 生物制品				
收入	408.49	367.64	378.67	397.60
同比(%)		-10.00%	3.00%	5.00%
毛利率(%)	73.85%	73.94%	73.95%	73.96%
业务收入比例(%)	3.23%	2.77%	2.59%	2.45%

数据来源：Wind、开源证券研究所

6.2、盈利预测与估值

基于公司整体规模和业务特点，我们选取三家布局仿创药物的公司作为可比公司，分别为人福医药、科伦药业和健康元。我们看好公司消化道和促性激素领域的稳定增长以及后续管线竞争力，预计 2023 年 PE 为 15.8，趋近于可比公司平均。

公司由健康元控股，在原料药、化学药、中药、生物药、体外诊断试剂等领域不断突破，持续聚焦创新药主业及高壁垒复杂制剂，产品分布在消化、心脑血管、生殖内分泌、精神/神经等疾病领域。受益于亮丙瑞林和艾普拉唑等重磅产品在消化和生殖领域放量增长，近年来公司经营业绩快速提升。短期看，重磅品种有望凭借医保政策和出色的产品竞争力迅速上量，通过扩增新适应症充分发挥其临床价值；中长期看，公司研发投入不断加大，在研品种持续推进，新品种带来的新增量有望惠及更多患者。我们看好公司的长期发展，预计 2023-2025 年公司归母净利润为 20.19/23.05/26.72 亿元，对应 EPS 为 2.16/2.46/2.86 元，当前股价对应 PE 分别为 15.8/13.8/11.9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表28：与可比公司相比，公司估值合理

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600079.SH	人福医药	20.92	88.60	-10.10	24.60	13.90	15.7	18.1	14.5	12.8
002422.SZ	科伦药业	24.14	54.98	38.37	14.60	14.95	22.1	15.3	13.4	11.6
600380.SH	健康元	10.84	13.10	1.34	15.69	21.79	14.5	13.3	11.5	9.4
	可比公司平均		52.23	9.87	18.30	16.88	17.4	15.6	13.1	11.3
000513.SZ	丽珠集团	34.06	7.53	5.74	14.15	15.95	16.7	15.8	13.8	11.9

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：除丽珠集团、人福医药外，其余可比公司的盈利预测均来自 Wind 一致预测，数据截止 2024 年 1 月 22 日收盘

7、风险提示

行业政策变化风险、新药研发风险、原材料供应和价格波动风险等。

- (1) 行业政策变化风险：目前医药行业受政策严格监管，上市审批政策、医保支付政策、合规监管政策、环保政策等存在不断演变的可能性，监管要求变化可能直接或间接影响企业经营。
- (2) 新药研发风险：目前新产品的推出是医药制造企业不断前进的动力，若产品研发进度受到拖累或者失败，会影响企业的核心竞争力。
- (3) 原材料供应和价格波动风险：原材料价格的不稳定性会对成本控制及利润率产生重大影响，这是医药制造企业需要面对的潜在威胁。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	14673	16987	15793	17228	18253
现金	9146	10411	13234	14284	15214
应收票据及应收账款	3294	4039	0	0	0
其他应收款	48	44	52	54	64
预付账款	281	202	306	253	367
存货	1663	2045	1955	2392	2363
其他流动资产	241	245	245	245	245
非流动资产	7699	7878	7820	7969	8155
长期投资	1065	1056	1070	1092	1122
固定资产	3670	3968	3914	4026	4152
无形资产	835	826	891	964	1044
其他非流动资产	2129	2028	1946	1888	1838
资产总计	22372	24865	23613	25198	26409
流动负债	6925	7397	5789	6425	6390
短期借款	2043	1622	1622	1622	1622
应付票据及应付账款	1817	1862	0	0	0
其他流动负债	3065	3912	4167	4803	4768
非流动负债	1136	2532	2130	1747	1368
长期借款	637	1974	1572	1190	811
其他非流动负债	499	557	557	557	557
负债合计	8061	9929	7919	8173	7758
少数股东权益	1307	1060	1296	1562	1796
股本	938	936	936	936	936
资本公积	1629	1627	1627	1627	1627
留存收益	10461	11182	11755	12458	13226
归属母公司股东权益	13004	13876	14398	15463	16855
负债和股东权益	22372	24865	23613	25198	26409

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1902	2773	4255	2726	2689
净利润	1952	1956	2254	2571	2906
折旧摊销	451	664	478	529	595
财务费用	-70	-269	-457	-560	-639
投资损失	-90	-44	-65	-87	-71
营运资金变动	-669	-124	2040	255	-126
其他经营现金流	327	590	6	18	25
投资活动现金流	-1877	-1230	-375	-617	-744
资本支出	1309	940	406	656	752
长期投资	-676	-399	-14	-22	-30
其他投资现金流	108	109	45	61	37
筹资活动现金流	-815	-720	-1057	-1059	-1015
短期借款	492	-421	0	0	0
长期借款	276	1338	-402	-382	-379
普通股增加	-7	-2	0	0	0
资本公积增加	69	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-1646	-1633	-655	-677	-636
现金净增加额	-827	947	2823	1050	930

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12064	12630	13276	14621	16229
营业成本	4253	4461	4813	5229	5720
营业税金及附加	137	146	154	169	187
营业费用	3884	3887	4235	4649	5145
管理费用	664	657	664	724	795
研发费用	1146	1427	1460	1652	1842
财务费用	-70	-269	-457	-560	-639
资产减值损失	-57	-117	0	0	0
其他收益	208	183	191	200	195
公允价值变动收益	-23	-75	-22	-28	-37
投资净收益	90	44	65	87	71
资产处置收益	7	1	2	2	3
营业利润	2267	2351	2658	3026	3422
营业外收入	7	7	8	8	7
营业外支出	28	27	22	24	25
利润总额	2246	2331	2644	3009	3404
所得税	294	375	390	438	498
净利润	1952	1956	2254	2571	2906
少数股东损益	176	46	236	266	234
归属母公司净利润	1776	1909	2019	2305	2672
EBITDA	2588	2911	2930	3275	3694
EPS(元)	1.90	2.04	2.16	2.46	2.86

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	14.7	4.7	5.1	10.1	11.0
营业利润(%)	-9.3	3.7	13.1	13.8	13.1
归属于母公司净利润(%)	3.5	7.5	5.7	14.2	16.0
获利能力					
毛利率(%)	64.7	64.7	63.8	64.2	64.8
净利率(%)	16.2	15.5	17.0	17.6	17.9
ROE(%)	13.6	13.1	14.4	15.1	15.6
ROIC(%)	11.6	10.6	11.4	12.3	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	36.0	39.9	33.5	32.4	29.4
净负债比率(%)	-42.8	-43.2	-59.2	-62.9	-64.5
流动比率	2.1	2.3	2.7	2.7	2.9
速动比率	1.8	2.0	2.3	2.2	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	6.5	5.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.7	5.4	11.3	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.90	2.04	2.16	2.46	2.86
每股经营现金流(最新摊薄)	2.03	2.96	4.55	2.91	2.87
每股净资产(最新摊薄)	13.90	14.83	15.39	16.53	18.02
估值比率					
P/E	17.9	16.7	15.8	13.8	11.9
P/B	2.5	2.3	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	10.4	9.1	8.1	6.9	5.8

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10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