

## 健康元 (600380.SH)

## 吸入制剂领跑者，多元业务开启新征程

2024年03月15日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

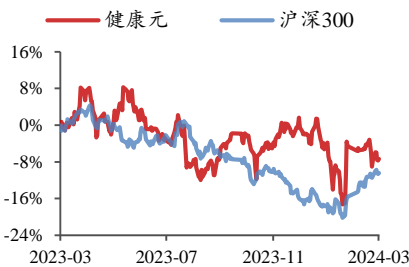
余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

日期	2024/3/15
当前股价(元)	11.68
一年最高最低(元)	14.24/9.70
总市值(亿元)	217.89
流通市值(亿元)	217.89
总股本(亿股)	18.66
流通股本(亿股)	18.66
近3个月换手率(%)	32.22

### 股价走势图



数据来源：聚源

### ● 领航吸入制剂，持续聚焦创新药与高壁垒制剂

健康元药业集团旗下拥有健康元、丽珠医药两家大型上市公司，公司坚持以研发创新为驱动，聚焦创新药及高壁垒复杂制剂，业务涵盖化学制剂、生物制品、化学原料药及中间体、中药制剂、诊断试剂及设备、保健食品等多重领域，产品涉及呼吸、肿瘤免疫、精神等多种重点疾病类型。受益于健康元的吸入制剂、丽珠的亮丙瑞林和艾普拉唑等产品在呼吸系统、消化道和生殖领域放量增长，近年公司业绩稳健增长。同时，公司持续推进在研品种，新品种带来的新增量有望惠及更多患者。此外，依托原料药基础，公司核心产品与化学原料药及中间体形成“原料药-制剂一体化”的稳固医药产业链。我们预测公司2023-2025年归母净利润为15.53/18.28/21.64亿元，对应EPS为0.81/0.96/1.13元，当前股价对应PE分别为15.5/13.2/11.1倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 呼吸赛道前景广阔，公司吸入制剂优势显著

呼吸系统疾病是我国第三大慢性疾病。哮喘/COPD作为呼吸系统疾病的高发领域，患者预估超过1.7亿人。吸入治疗正是哮喘和慢性阻塞性肺疾病（COPD）的首选疗法，2013年公司设立上海方予进军吸入制剂市场，成为国内较早布局吸入制剂的公司之一。公司吸入制剂产品接连上市，并借助三个吸入制剂品种中选第五批集采、一个吸入制剂品种中选第七批集采的机会，快速打开国内销售市场。目前，公司正在积极布局独家品种妥布霉素吸入溶液的开发上量工作。2023Q1-3，公司吸入制剂板块实现收入11.12亿元，同比增长约28.98%。

### ● 丽珠集团：创新药+高壁垒制剂齐推进，多元化布局促发展

2002年健康元收购丽珠集团，截至2023Q3，公司直接持有丽珠集团23.66%的股权。经过多年的结构调整，丽珠收入结构调整主要为化学制剂为主。其中，创新药艾普拉唑作为公司独家产品，近年来实现快速放量。亮丙瑞林以高壁垒微球制剂为载体，2022年市占率达32.23%。此外，公司现拥有丰富的研发产品线，多领域临床阶段项目同时进行中，有望贡献收入增量。

● **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)	15,904	17,143	16,912	18,619	20,794
YOY(%)	17.6	7.8	-1.3	10.1	11.7
归母净利润(百万元)	1328.50	1502.60	1553.05	1828.35	2164.40
YOY(%)	18.57	13.10	3.36	17.73	18.38
毛利率(%)	64.1	63.5	62.1	63.2	64.3
净利率(%)	16.4	16.9	18.9	20.2	20.8
ROE(%)	12.9	13.1	12.8	13.3	13.4
EPS(摊薄/元)	0.69	0.79	0.81	0.96	1.13
P/E(倍)	18.1	16.0	15.5	13.2	11.1
P/B(倍)	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、健康元：吸入制剂领跑者，多元业务开启新征程.....	4
1.1、公司业绩稳健增长，业务占比清晰明确.....	6
1.2、股权激励充分到位，持股计划提振人心.....	8
2、呼吸赛道前景广阔，公司吸入制剂优势显著.....	9
2.1、吸入制剂：领航呼吸系统疾病药物，市场容量不断扩增.....	10
2.2、公司吸入制剂产品优势显著，业内竞争优势良好.....	14
2.2.1、左沙丁胺醇：作用疗效显著，国内市占率突出.....	15
2.2.2、布地奈德混悬液：依托国内旺盛需求，销售收入逐步回暖.....	16
2.2.3、妥布霉素：吸入抗生素零突破，步入国谈进程加快.....	18
2.2.4、复方异丙托溴铵溶液：销售数据可观，加速国产替代.....	19
2.2.5、特布他林：疗效显著，中标集采稳固销量.....	20
2.2.6、吸入品种在研管线丰富，有望贡献收入增量.....	21
2.3、抗感染类药物“以价换量”，逐步降低集采影响.....	22
3、原料药：产能充足，板块业绩稳步提升.....	23
4、丽珠集团：持续聚焦创新药+高壁垒制剂，产品稳定增长.....	24
4.1、创新药艾普拉唑：产品快速放量拉动消化道板块高增长.....	24
4.2、高壁垒制剂亮丙瑞林：依托微球平台，拉动促性激素板块快速提升.....	25
5、盈利预测与投资建议.....	25
5.1、关键假设.....	26
5.2、盈利预测与估值.....	27
6、风险提示.....	27
附：财务预测摘要.....	29

## 图表目录

图 1：经过 30 余年发展，公司已成为以创新和壁垒技术平台为核心的创新科研型医药集团.....	4
图 2：公司产品阵容丰富，覆盖疾病领域广阔.....	5
图 3：公司股权结构清晰，子公司协同助力业务发展.....	6
图 4：2018-2022 年公司营业收入逐年递增.....	7
图 5：2018-2022 年公司归母净利润增长态势良好.....	7
图 6：公司毛利率和净利率相对稳定.....	7
图 7：公司期间费用率稳中有降.....	7
图 8：公司主营业务以化学制剂和原料药为主.....	8
图 9：2022 年公司化学制剂板块占比 53.8%.....	8
图 10：公司经营现金流状况良好.....	8
图 11：2023Q1-3 公司呼吸制剂板块收入超过 11 亿.....	10
图 12：预计中国典型慢性病患病人数呈上升趋势（百万人）.....	10
图 13：哮喘和 COPD 等慢性呼吸系统疾病是吸入制剂的主要适应症.....	11
图 14：预计中国 COPD 患病人数逐年提升.....	11
图 15：预计中国哮喘患者人数呈上升趋势.....	11
图 16：中国呼吸系统药物市场规模预计从 2021 年起逐年升高（单位：十亿元）.....	12
图 17：预计全球呼吸系统疾病吸入制剂市场将迎来回升.....	13
图 18：预计中国对吸入制剂需求日益增长.....	13

图 19: 国内吸入制剂市场以液体制剂为主 (2021 年)	14
图 20: 2022 年左沙丁胺醇销售过亿	15
图 21: 公司左沙丁胺醇市占率领先 (2022 年)	15
图 22: 布地奈德是中国吸入制剂市场规模最大的药物 (2021 年)	17
图 23: 公司布地奈德混悬液销售额逐年提升 (百万元)	17
图 24: 5 家企业布局国内布地奈德混悬液市场 (百万元)	17
图 25: 抗生素治疗有利于阻断恶性漩涡缓解支气管扩张症	18
图 26: 国内妥布霉素销售峰值破亿	19
图 27: 公司复方异丙托溴铵销售数据可观	20
图 28: 复方异丙托溴铵市场竞争格局良好 (2022 年)	20
图 29: 国内特布他林吸入溶液销售额位居高位	21
图 30: 公司美罗培南受集采影响销售收入显著降低	22
图 31: 子公司海滨制药美罗培南市占率为 21% (2022 年)	22
图 32: 公司原料药板块业绩稳中有升	24
图 33: 受国谈影响, 艾普拉唑销售额下滑	25
图 34: 2022 年国内亮丙瑞林销售额突破 13 亿元	25
图 35: 公司亮丙瑞林产品市场竞争格局良好 (2022 年)	25
表 1: 公司管理层资历深厚、经验丰富	6
表 2: 公司设置业绩要求以激励员工, 激发团队积极性	9
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: 吸入治疗优势显著, 是治疗呼吸道疾病的主流方式	12
表 5: 现有吸入剂分类清晰, 按需联合解决临床痛点	13
表 6: 公司已上市的吸入制剂多已中标	14
表 7: 左旋沙丁胺醇高选择性与 $\beta_2$ 受体结合快速扩张支气管	15
表 8: 多家企业积极布局盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液产品管线	16
表 9: 多家企业积极布局布地奈德混悬液产品管线	18
表 10: 健康元前瞻布局妥布霉素吸入制剂	19
表 11: 多家企业积极布局复方异丙托溴铵产品管线	20
表 12: 多家企业积极布局特布他林产品管线	21
表 13: 公司在研呼吸系统产品管线丰富	22
表 14: 公司采取“以价换量”、优化产品结构措施降低美罗培南集采对收入端的影响	23
表 15: 健康元主要原料药生产、销售、库存量可观	23
表 16: 原料药子公司生产品种丰富、产能富足	23
表 17: 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健	26
表 18: 与可比公司相比, 公司估值合理	27

## 1、健康元：吸入制剂领跑者，多元业务开启新征程

健康元始创于1992年，总部位于深圳，历时30余年，公司现已发展成为一家创新科研型的综合医药集团。集团旗下拥有健康元、丽珠医药两家大型上市公司，20余家主要控股子公司。公司前身为深圳太太保健食品有限公司；1992-1994年南下创立，以“太太口服液”闻名于保健品行业；2002年集团收购丽珠医药集团，2010-2015年投身生物医疗，重点布局呼吸领域；2013年上海方予成立，成为国内较早布局吸入制剂的公司之一；2018年至今，公司重点布局四大创新高壁垒制剂研发平台，分别为丽珠集团的单抗、缓释微球平台，与健康元集团的吸入制剂、脂微乳平台。其中，吸入制剂和脂微乳为两大高壁垒平台，竞争优势显著。

图1：经过30余年发展，公司已成为以创新和高壁垒技术平台为核心的创新科研型医药集团



资料来源：Wind、公司官网、开源证券研究所

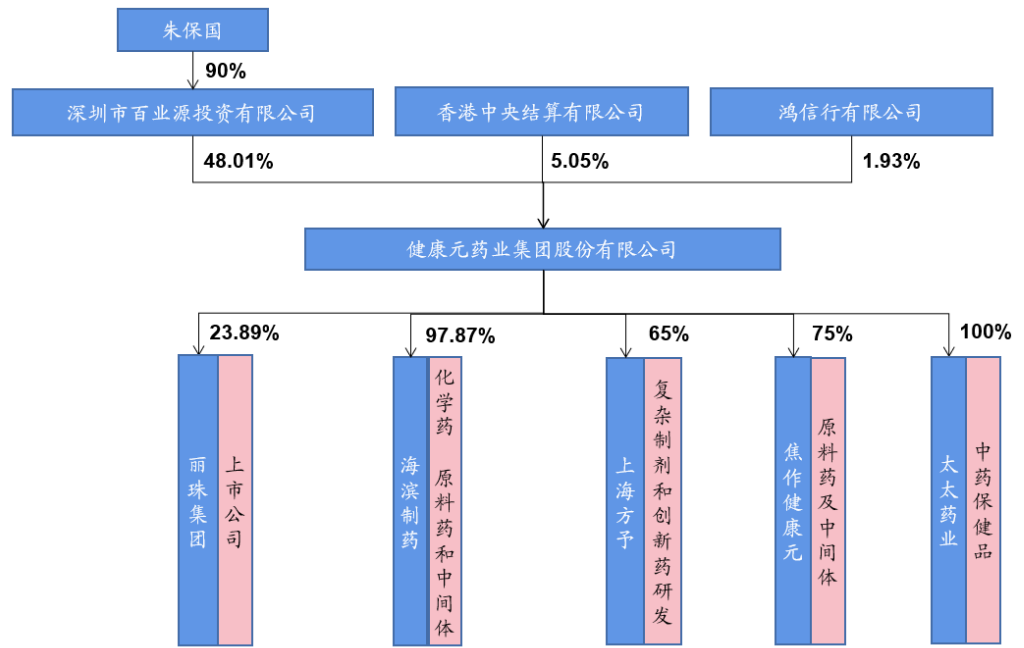
**健康元产品阵容丰富，覆盖疾病范围广。**公司凭借创新和高壁垒复杂制剂的技术平台，在细分赛道抢占先机。公司产品涵盖化学制剂、生物制品、化学原料药及中间体、中药制剂、诊断试剂及设备、保健食品等多重领域，涉及呼吸、肿瘤免疫、精神等重点疾病类型，丰富的产品阵容为公司获取了更多的市场机会及发展空间。

图2：公司产品阵容丰富，覆盖疾病领域广阔



资料来源：公司公告

公司股权结构清晰，子公司协同助力业务发展。朱保国为集团实际控制人。公司最大股东为深圳市百业源投资有限公司，根据 Wind 股权穿透图，截至 2024 年 3 月，其持股比例为 48.01%。集团主营业务覆盖广泛，旗下设有 20 余家控股子公司，包含丽珠医药、焦作健康元、太太生物科技、方予健康等。其中，丽珠医药集团是上市公司，业务涵盖化学试剂、生物制品、原料药和中间体、中药以及诊断试剂和设备等领域，截至 2024 年 3 月，健康元对其持股 23.89%；方予健康以打造吸入制剂为主，是健康元核心业务的主要子公司；焦作健康元主要布局原料药和中间体的生产、供应、销售。各个子公司业务明确清晰，协同助力集团向好发展。

**图3：公司股权结构清晰，子公司协同助力业务发展**


资料来源：Wind、开源证券研究所 截至 2024 年 3 月

**公司管理层经验丰富，高质量发展领军人物。**朱保国先生系公司董事长，自 1992 年公司创立之初便担任公司总经理，资历深厚。总裁俞雄复旦大学化学系毕业，深耕新药研究开发领域，是行业内知名的专家型管理者。副总裁/董事邱庆丰、林楠棋等在各自领域发挥优势，并多年担任公司各类要职，对公司财务、业务等方面较为熟悉。

**表1：公司管理层资历深厚、经验丰富**

姓名	职务	主要履历
朱保国	董事长	1992 年起历任本公司总经理、副董事长，现任本公司董事长及医药集团股份有限公司董事长。朱保国先生系本公司控股股东深圳市百业源投资有限公司股东及本公司实际控制人
俞雄	总裁	毕业于复旦大学化学系，2016 年起在本公司担任副总裁，现任本公司董事、总裁，丽珠集团董事，上海方予董事长，曾担任国家“新药创制”重大专项综合性新药研究开发大平台（上海医药工业研究院）负责人、“十二五”滚动课题项目技术总负责人
邱庆丰	副总裁/董事	中欧国际工商学院高级管理人员工商管理硕士，中国注册会计师非执业会员，于 1996 年起历任本公司财务工作人员、财务主管、财务部经理、副总经理及本公司总经理兼董事会秘书、总裁等职务，现任本公司董事、副总裁兼财务负责人及丽珠医药集团股份有限公司非执行董事
林楠棋	副总裁/董事	工学学位学士。曾任丽珠集团新北江制药股份有限公司车间经理、生产总监、副总经理，本公司全资子公司焦作健康元生物制品有限公司总经理。现任本公司董事、副总裁

资料来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、公司业绩稳健增长，业务占比清晰明确

**公司营业收入与归母净利润逐年向好，呈阶梯式上升。**2018 年以来公司营业收入稳定，2022 年公司营收 171.43 亿元，同比提升 7.79%；2023Q1-3 收入 126.51 亿元，同比下滑 2.77%。公司近五年归母净利润呈阶梯式增长，2022 年归母净利润为 15.03 亿元，同比增长 13.11%；2023Q1-3 归母净利润 10.84 亿元，同比下滑 3.81%。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4：2018-2022 年公司营业收入逐年递增

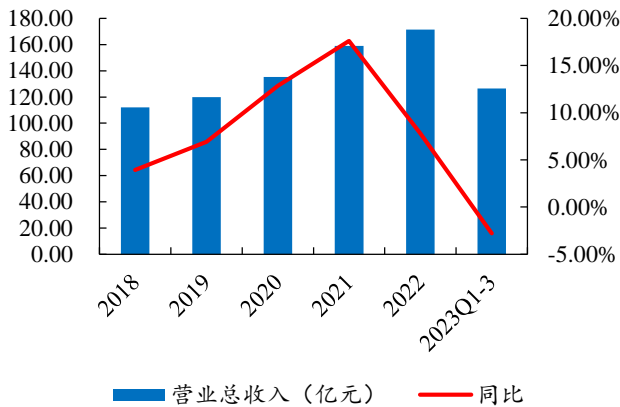
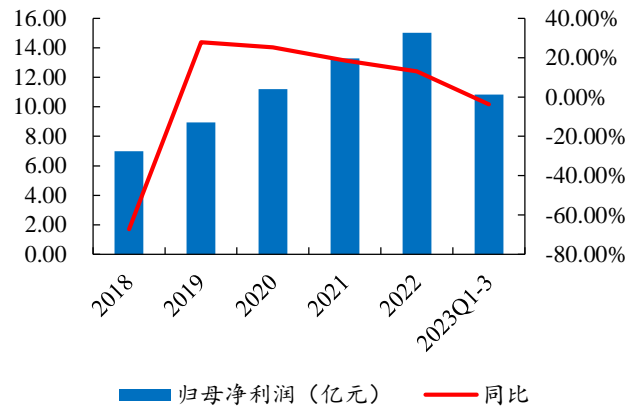


图5：2018-2022 年公司归母净利润增长态势良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司毛利率和净利率相对稳定，各项费用率稳中有降。公司近五年毛利率保持在 60-65% 的范围内，2022 年公司毛利率为 63.53%，与 2021 年基本持平；2023Q1-3 毛利率为 61.77%，同比下滑 2.95pct。2022 年公司净利率为 16.88%，同比增长 0.45pct；2023Q1-3 净利率升至 17.74%，同比增加 0.82pct。公司各项费用率相对稳健，2022 年总费用率为 42.78%，同比下滑 2.94pct；2023Q1-3 总费用率为 39.56%。公司近五年加大研发投入，提升内在核心竞争力，2022 年公司研发费用率为 10.16%，同比增加 1.38pct。

图6：公司毛利率和净利率相对稳定

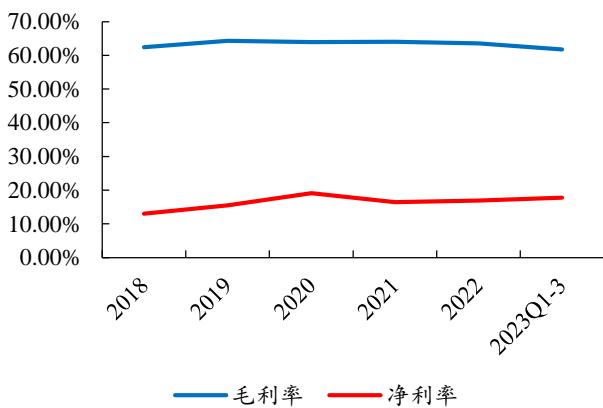
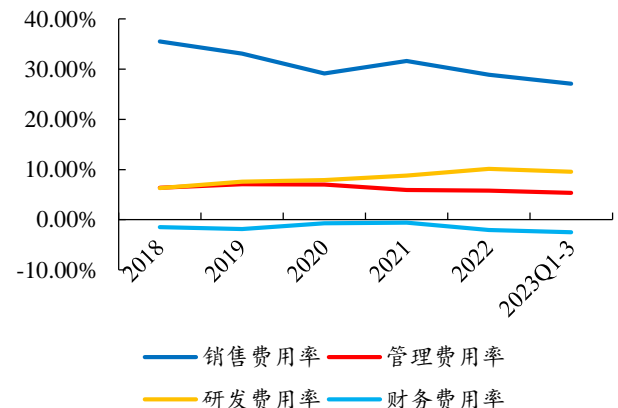


图7：公司期间费用率稳中有降

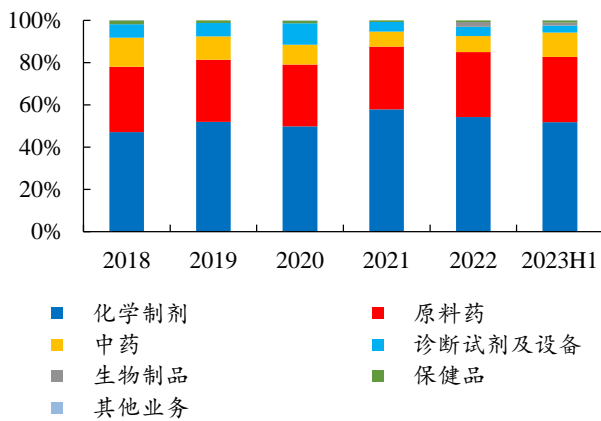


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

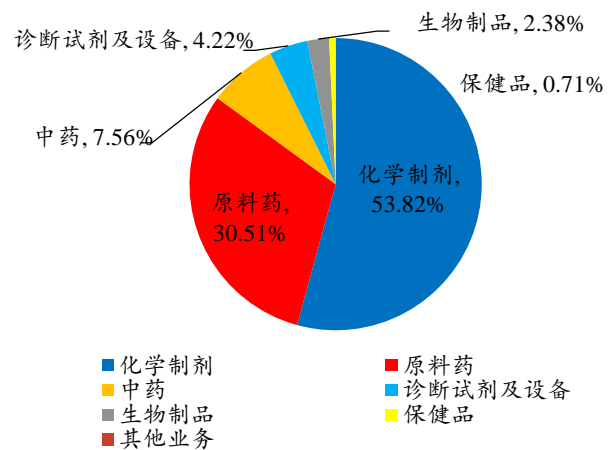
公司近五年收入结构清晰明确，以化学制剂和原料药为主。此外，公司还布局中药、诊断试剂及设备、保健品等几大类板块。其中，化学制剂收入占比由 2018 年的 46.90% 提升至 2022 年的 53.82%，2023H1 化学制剂占比 51.35%；原料药收入占比近五年维持在 30% 左右；中药业务占比略有下滑，由 2018 年的 13.81% 到 2022 年的 7.56%，但 2023H1 有所恢复，占比达 11.30%，主要原因是 2023Q1 新冠肺炎恢复期患者增多，购药频次增加所致。由于近年国家对中医药产业扶持力度逐步加大以及公司在中药板块具有深厚的产业资源和产品布局，我们预测公司中药业务收入有望提升。

图8：公司主营业务以化学制剂和原料药为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

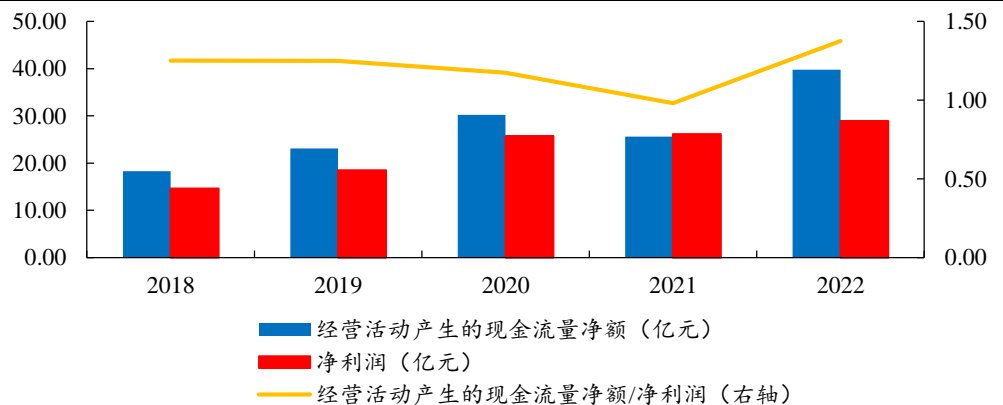
图9：2022年公司化学制剂板块占比53.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

**公司经营性现金流状况良好。**公司现金流充裕，基本满足投资的资金需要。2022年公司经营活动产生的现金流量净额达到 39.78 亿元，同比增长 55.21%；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。

图10：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、股权激励充分到位，持股计划提振人心

**公司积极与员工分享企业成长红利，股权激励计划充分到位。**2022年8月，公司发布《2022年股票期权激励计划》，拟向激励对象授予 5495.00 万份股票期权，首次激励计划授予的激励对象人数为 423 人。这是公司第三次实行股权激励计划，相较于前两次，本次计划激励总数最多，表明公司已将股权激励计划纳入公司的长期发展战略中，体现出了公司对人才的重视，并愿意与员工共同分享企业成长的红利，这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2：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	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%
	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%
	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%
考评结果	个人行权比例
个人层面考核要求	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

**公司持股计划明确清晰，利于经营目标实现。**公司于 2022 年 4 月开启第二期中长期事业合伙人持股计划，参与对象资金总额为 7576 万元，持股计划总人数不超过 50 人，包含在公司任职的高级管理人员、对考核期业绩有突出贡献或对公司未来业绩有重大影响的研发、生产、销售、管理等核心人员。截至 2022 年 6 月 7 日，公司第二期持股计划已通过二级市场集中竞价交易的方式完成标的股票的购买。此次事业合伙人持股计划有利于优化薪酬结构，并依据公司业绩达成情况，计提专项基金，购入公司股票，并进行中长期锁定，有利于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。

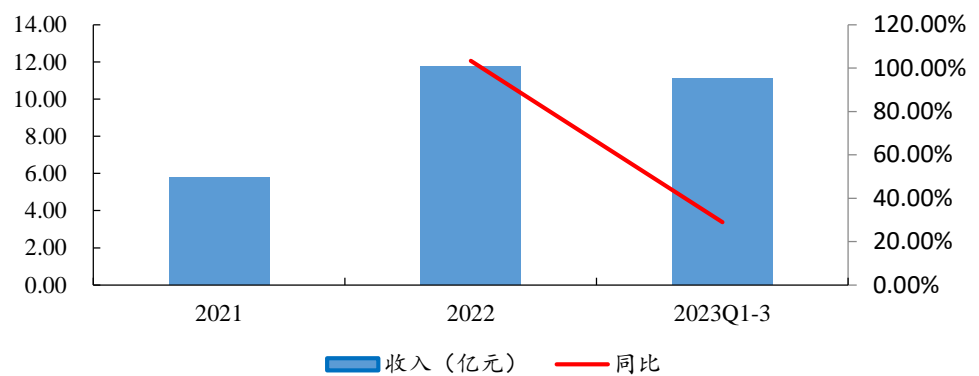
**表3：公司中长期事业合伙人持股计划专项基金提取指标明确清晰**

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
$X \leq 15\%$	0
$15\% < X \leq 20\%$	25%
$20\% < X$	35%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、呼吸赛道前景广阔，公司吸入制剂优势显著

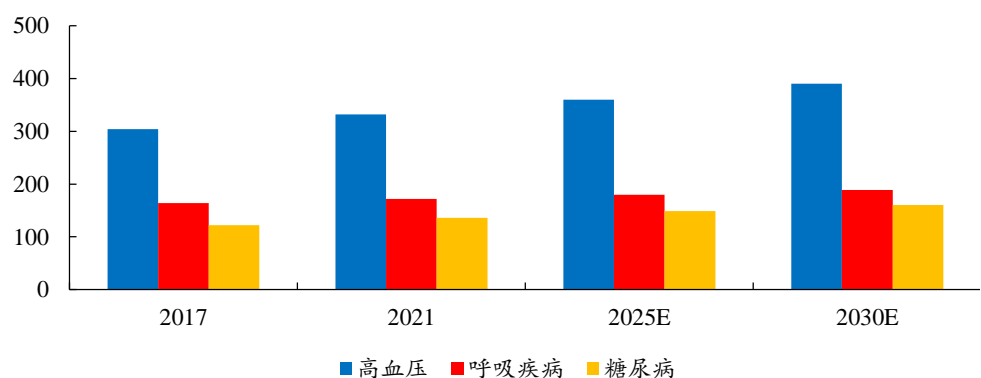
作为国产吸入制剂领航者，公司不断加大研发投入布局吸入制剂管线，持续提升市场占有率，2022 年，健康元吸入制剂板块实现收入 11.74 亿元，同比增长 103.37%；2023Q1-3 吸入制剂板块实现收入 11.12 亿元，同比增长 28.98%。继“雾舒”、“舒坦琳”、“丽雾安”三款吸入制剂产品中标第五批国家集中采购后，2022 年 7 月，“特瑞通”在第七批国采中顺利中标。集采成功进一步加速公司在吸入制剂板块实现收入放量，进而为国产优质低廉的好药新药助力。

**图11：2023Q1-3 公司呼吸制剂板块收入超过 11 亿**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.1、吸入制剂：领航呼吸系统疾病药物，市场容量不断扩增

慢性病患病人数量日益提升，高血压和呼吸疾病患者占比大。据《中华内科杂志》，我国居民慢性病死亡占总死亡人数的比例高达 86.6%。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年，国内呼吸系统疾病患病人数量达 1.72 亿人，预计 2025 年达到 1.80 亿人，2021-2025E 复合增长率为 1.2%。

**图12：预计中国典型慢性病患病人数量呈上升趋势（百万人）**


数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

**呼吸系统疾病危害性大，迫切需要药物治疗。**COPD 具有高患病率、高致残率、高病死率和高疾病负担的特点，患病周期长、反复急性加重、有多种合并症，严重影响中老年患者的预后和生活质量；哮喘由于病程长、反复发作等特点，严重影响儿童生长发育和患者生活质量。

图13: 哮喘和 COPD 等慢性呼吸系统疾病是吸入制剂的主要适应症

### 慢性阻塞性肺疾病 (COPD)

- COPD: 以持续存在的气流受限为特征的可以预防和治疗的疾病, 其气流受限多呈进行性发展, 与气道和肺组织对烟草烟雾等有害气体或有害颗粒的慢性炎症反应增强有关, 急性加重和合并症影响患者整体疾病的严重程度
- COPD的危险因素包括个体易感因素和环境因素
- 个体易感因素主要为遗传因素; 环境因素包括吸烟、空气污染、职业性粉尘和化学物质、生物燃料烟雾、呼吸道感染、社会经济地位等
- 鉴别诊断要点: 中年发病; 症状缓慢进展; 长期吸烟史; 活动后气促; 大部分为不可逆性气流受限
- 发病机制尚未完全明确, 吸入有害颗粒或气体可引起肺内氧化应激、蛋白酶和抗蛋白酶失衡, 主要病理表现为气道、肺实质和肺血管的慢性炎症反应

### 慢性呼吸系统疾病——呼吸系统吸入制剂的主要适应症

- 哮喘: 由多种细胞包括嗜酸性粒细胞、肥大细胞、T淋巴细胞、中性粒细胞、平滑肌细胞、气道上皮细胞等, 以及细胞组分参与的气道慢性炎症性疾病, 常伴随引起气道反应性增高, 导致反复发作的喘息、气促、胸闷和(或)咳嗽等症状
- 哮喘的发病机制尚不清楚, 可概括过敏原使免疫细胞释放细胞因子, 触发气道炎症反应, 使支气管收缩并分泌粘液
- 哮喘危险因素包括遗传、对变应原的致敏性、呼吸道感染、早产、肥胖、膳食等
- 鉴别诊断要点: 反复发作喘息、气急, 伴或不伴胸闷或咳嗽, 夜间及晨间多发, 常与接触变应原、冷空气、刺激及呼吸道感染等有关; 发作时双肺可闻及散在或弥漫性哮鸣音, 呼气相延长; 上述症状可经自行或治疗缓解; 存在可逆性气流受限

### 哮喘

资料来源:《中国慢性阻塞性肺疾病流行病学研究进展》林展增、丁香园公众号等、开源证券研究所

**哮喘、COPD 患者人数逐年上升, 疾病市场不断扩增。**2021年, 中国 COPD 患病人数已超 1 亿, 由于吸烟、空气污染等风险因素的增加和人口老龄化的加剧, 预计慢性阻塞性肺疾病的发病率将增加, 预计到 2030 年患病率达 1.1 亿以上; 2021 年中国哮喘患病人数高达 65.9 百万人, 预计到 2025 年哮喘患者将达 71.5 百万人, 2030 年哮喘患者将达到 78.1 百万人, 2021 年至 2025 年和 2025 年至 2030 年的年复合增长率分别为 2.1% 和 1.8%。

图14: 预计中国 COPD 患病人数逐年提升

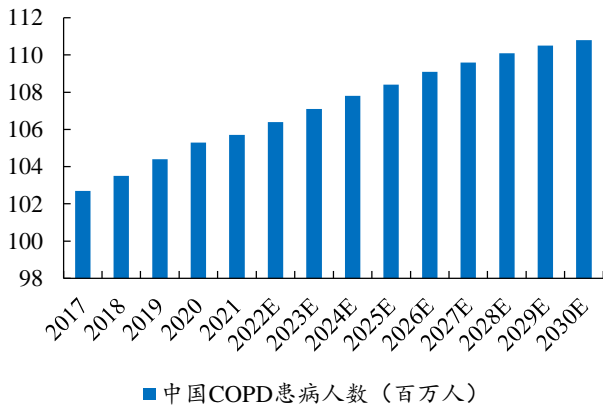
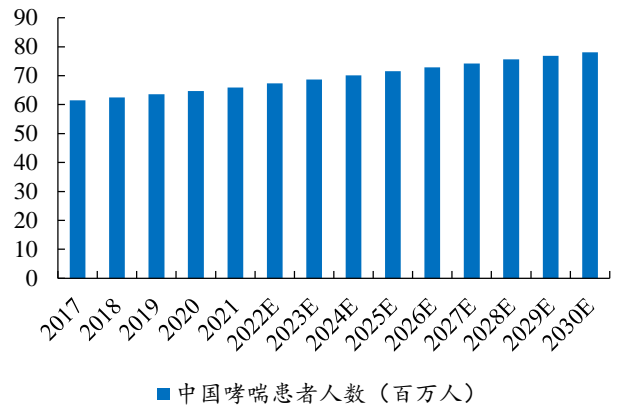


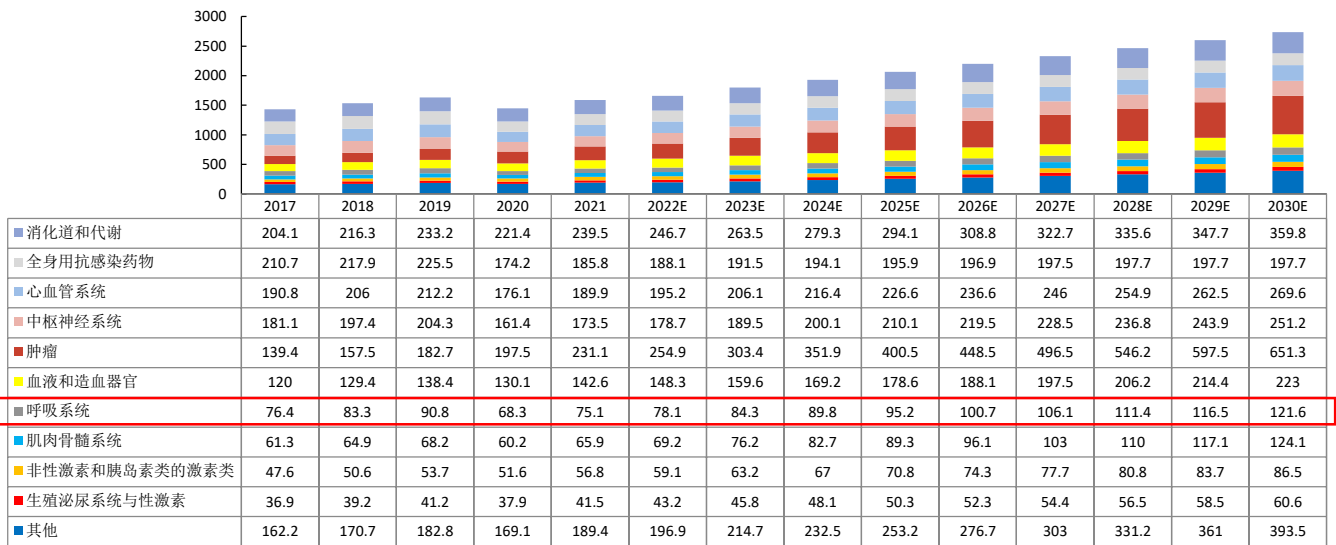
图15: 预计中国哮喘患者人数呈上升趋势



数据来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

数据来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

**呼吸疾病用药规模回升, 呼吸制剂有望快速放量。**2021年, 中国呼吸系统治疗药物市场规模达到 751 亿元。受宏观经济波动影响, 2020 年呼吸系统治疗药物市场规模下降, 从 2021 年起市场规模逐渐回升, 预计到 2030 年增长至 1216 亿元。

**图16：中国呼吸系统药物市场规模预计从2021年起逐年升高（单位：十亿元）**


数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

**吸入制剂：呼吸疾病的主力疗法，国内规模突破 200 亿。**目前对于呼吸道疾病治疗的常用给药方法有吸入、口服、静脉、透皮等。WHO 已推荐吸入治疗为哮喘及慢性阻肺疾病的首选治疗制剂。呼吸吸入剂即通过口鼻吸入肺部以缓解病情发展，特点是药械相结合，药物吸入需配合装置使用。吸入治疗优点有起效迅速，用药剂量少，全身不良反应少等。

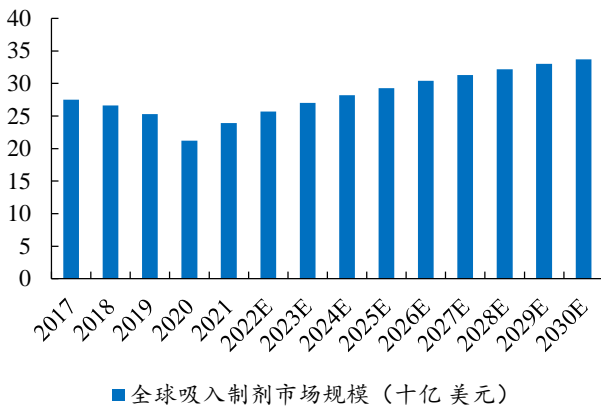
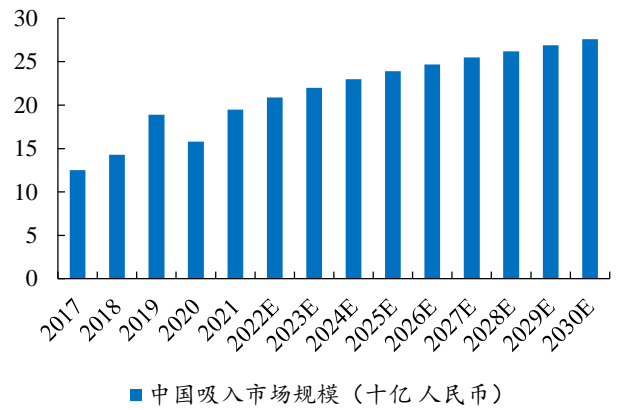
**表4：吸入治疗优势显著，是治疗呼吸道疾病的主流方式**

	吸入	口服	静脉注射	透皮
优点	起效迅速，用药剂量少，全身不良反应少	温和、便宜，不易对人体皮肤或黏膜造成损害	重症喘息或无法使用吸入治疗患者可采取静脉注射	局部用药，发生不良反应概率小 使用次数少，药效维持时间长， 应用更便利和灵活
缺点	需要配合吸入装置使用	药物稳定性和溶解性差以及药物穿过黏膜屏障的渗透性低	院内操作 用药量大，发生不良反应比例高	不适用于重度患者

资料来源：《慢性呼吸道疾病患者吸入给药治疗依从性的研究进展》都勇、《新型药物递送系统在口服给药方面的应用前景》李嘉雯、药明康德公众号、开源证券研究所

**临床需求增长，全球吸入剂市场迎来回升。**受原研药专利到期影响，吸入制剂仿制药物纷纷上市，给市场带来了价格侵蚀，全球呼吸系统疾病吸入制剂市场规模近年来呈现小幅下降趋势。但吸入制剂临床需求仍日益增长，仿制药有望进一步放量。据弗若斯特沙利文数据，预计到 2025 年和 2030 年全球呼吸系统疾病吸入制剂分别增长至 293 亿美元和 337 亿美元。

**仿制药陆续上市，我国吸入剂需求日益增长。**据弗若斯特沙利文数据，2017 年到 2021 年，中国呼吸系统疾病吸入制剂市场规模从 125 亿人民币增长到 195 亿人民币。随着仿制药的陆续上市，预计中国呼吸系统疾病吸入制剂市场将进一步快速增长，市场规模到 2025 年达到 239 亿人民币。但受未来集采及医保控费的潜在影响，预计从 2025 年至 2030 年，中国呼吸系统疾病吸入制剂市场规模将有所放缓，到 2030 年增长至 276 亿人民币。

**图17: 预计全球呼吸系统疾病吸入制剂市场将迎来回升**

**图18: 预计中国对吸入制剂需求日益增长**


数据来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

数据来源: 弗若斯特沙利文、开源证券研究所

**现有吸入剂分类清晰, 按需联合解决临床痛点。**按药物作用原理可将吸入制剂药物分为三类: (1) 吸入性糖皮质激素 (ICS), 该类药物为控制气道炎症的最有效药物; (2)  $\beta_2$  受体激动剂, 该类药物兴奋气道平滑肌和肥大细胞膜表面的  $\beta_2$  受体, 引发支气管扩张, 改善哮喘急性发作时的呼吸困难等症状; (3) 抗胆碱能拮抗剂, 其原理是抗胆碱能拮抗剂减少气道平滑肌肥大的发生, 进而舒张支气管。三类药物可以针对不同情况进行联合, 以增强疗效。

**表5: 现有吸入剂分类清晰, 按需联合解决临床痛点**

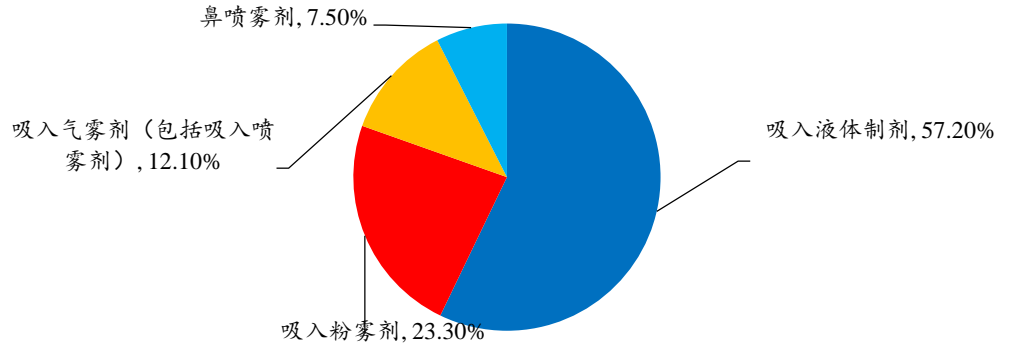
种类	产品	适应症	优劣势
胆碱能受体拮抗剂 (SAMA/LAMA)	异丙托溴铵、噻托溴铵、格隆溴铵	COPD、哮喘	作用稍慢于 $\beta_2$ 受体激动剂, 但持续时间长, 不良反应小, 可长期吸入
吸入性糖皮质激素类 (ICS)	布地奈德、氟替卡松、莫米松和倍氯米松	哮喘、过敏性鼻炎	当前治疗支气管哮喘最有效的抗炎药物, 不良反应轻微, 较常见的是声嘶、咽喉不适
$\beta_2$ 受体激动剂 (SABA/LABA)	沙丁胺醇、福莫特罗、阿福特罗、沙美特罗、维兰特罗、茚达特罗	COPD、哮喘	品种类型较多, 有短效 (作用维持 4-6 小时) 和长效 (维持 12 小时); 有速效 (数分钟起效) 和缓效 (半小时起效); 剂量加大可能代谢紊乱
$\beta_2$ 受体激动剂+吸入性糖皮质激素	氟替卡松+沙美特罗、布地奈德+福莫特罗、莫米松+福莫特罗	COPD、哮喘	增加患者的依从性, 减少大剂量激素的不良反应
胆碱能受体拮抗剂+ $\beta_2$ 受体激动剂	异丙托溴铵+沙丁胺醇、格隆溴铵+茚达特罗、异丙托溴铵+福莫特罗	COPD、哮喘	比单一制剂作用更强, 易于控制
其他	乙酰半胱氨酸、扎那米韦、伊洛前列素、舒马坦、七氟烷和安溴索	哮喘、COPD、流感、麻醉、高血压等	

资料来源: 长风药业招股书、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

**国内吸入剂多为液体, 公司产品剂型满足市场需求。**从吸入制剂剂型来看, 呼吸领域吸入制剂可分为吸入粉雾剂、吸入液体制剂、吸入气雾剂 (包括吸入喷雾剂) 以及鼻喷雾剂等。2021 年, 国内吸入液体制剂市场占中国呼吸系统疾病吸入制剂市场的 57.2%; 吸入粉雾剂占中国呼吸系统疾病吸入制剂市场的 23.3%; 吸入气雾剂和

鼻喷雾剂市场规模相对较小。公司已上市产品基本均为吸入液体制剂，满足市场需求。

**图19：国内吸入制剂市场以液体制剂为主（2021年）**



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

## 2.2、公司吸入制剂产品优势显著，业内竞争优势良好

**集采利空基本出清，销量收入加速兑现。**2013年，健康元设立上海方予进军吸入制剂市场，成为国内较早布局吸入制剂的公司之一。2022年，硫酸特布他林雾化吸入用溶液、盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液、吸入用乙酰半胱氨酸溶液、妥布霉素吸入溶液获批上市。公司借助3个吸入制剂品种中选第五批集采、1个吸入制剂品种中选第七批集采的机会，快速打开国内销售市场，不断提高市场占有率。

**表6：公司已上市的吸入制剂多已中标**

产品名称	适应症及相关	是否中标	竞争格局分析
妥布霉素吸入溶液	成人伴肺部铜绿假单胞菌感染的支气管扩张症，也可用于治疗新冠重症患者呼吸机相关性肺炎，国内首个获批上市的吸入抗生素	否	截至2022年10月，国内只有健康元一家取得该品种注册批件，国内另有1家企业于2021年11月获得临床批件。
吸入用乙酰半胱氨酸溶液	治疗浓稠黏液分泌物过多的呼吸道疾病，如急性支气管炎、慢性支气管炎及其病情恶化者、肺气肿、黏稠物阻塞症以及支气管扩张症 国家医保乙类药品	否	截至2022年10月，已批准上市的该药品国内企业有11家（含健康元），其中通过/视同通过一致性评价有6家（含健康元），国内另有7家企业申报。
吸入用复方异丙托溴铵溶液/吸入用异丙托溴铵溶液	抗胆碱能药物，松弛支气管平滑肌，改善慢性阻塞性肺疾病（COPD）患者的肺功能和运动耐量，缓解呼吸困难，改善睡眠及生活质量 与吸入性 $\beta$ 受体激动剂合用，用于治疗急性或慢性哮喘引起的可逆性气道阻塞	2019、2020年 第五批国采中标	
吸入用布地奈德混悬液	糖皮质激素，通过局部抗炎作用治疗哮喘 最早由AstraZeneca公司研制生产，1991年在英国首次上市，2001年进入中国市场	2020年 第五批国采中标	截至2020年7月，国内共有4家厂家申报，本公司是国内首家获得该规格（2ml:0.5mg）布地奈德吸入混悬液注册证书的厂家。

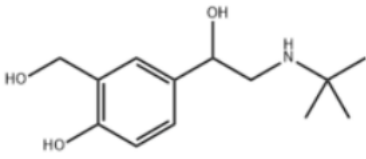
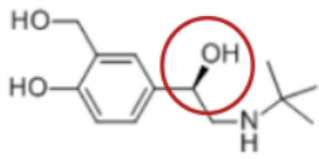
硫酸特布他林雾化吸入溶液	缓解支气管哮喘、慢性支气管炎、肺气肿及其他肺部疾病所合并的支气管痉挛，适用人群包括成人及儿童 通过选择性兴奋β2受体舒张支气管，增加由于阻塞性肺病降低的黏液纤毛清洁功能，加速黏液分泌物的清除，吸入后可在数分钟内起作用，作用持续6小时	2022年 第七批国采中标
盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液	活性成分盐酸左沙丁胺醇为短效β2受体激动剂，舒张支气管平滑肌，治疗或预防成人及6岁以上儿童可逆性气道阻塞性疾病引起的支气管痉挛	2020年 国家医保常规目录

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.2.1、左沙丁胺醇：作用疗效显著，国内市占率突出

**盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液：上市次年进入医保，作用疗效显著。**左沙丁胺醇为新复方制剂，为2.3类改良型新药，活性成分包括盐酸左沙丁胺醇和异丙托溴铵。其中，盐酸左沙丁胺醇为短效β2受体激动剂，与硫酸沙丁胺醇相比，保留了主要活性成分左沙丁胺醇，去除了产生副作用的右沙丁胺醇；异丙托溴铵为抗胆碱能药物，为临床常用的支气管扩张剂。左沙丁胺醇临床效果远优于普通沙丁胺醇，且为国内首个上市的左沙丁胺醇，发展潜力较大。

表7：左旋沙丁胺醇高选择性与β2受体结合快速扩张支气管

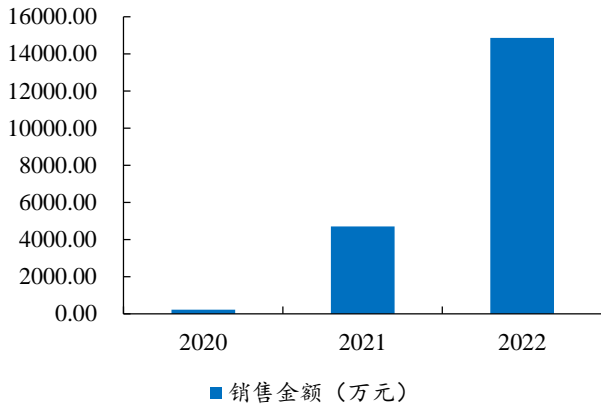
	吸入用硫酸沙丁胺醇溶液	盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液
结构式		
适应症	对传统治疗方法无效的慢性支气管痉挛的常规处理及治疗严重的急性哮喘发作	治疗或预防成人及6岁以上青少年可逆性气道阻塞性疾病引起的支气管痉挛
作用时间	4-6h	6-8h
代谢速度	右沙丁胺醇代谢慢，在体内蓄积时间长	代谢快

资料来源：丁香园用药助手公众号、开源证券研究所

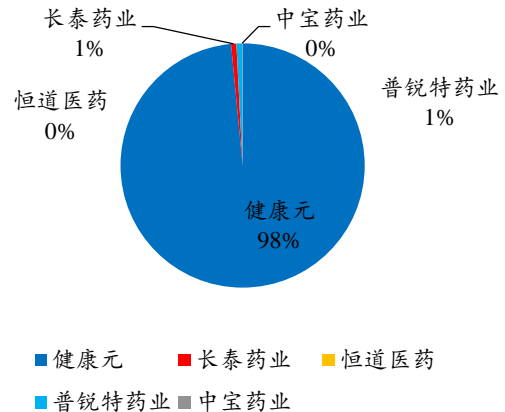
**左沙丁胺醇销售峰值过亿，纳入集采有望出清。**据PDB数据，2022年，左沙丁胺醇在国内销售额为1.5亿元，同比增长215.83%。其中，健康元销售额占总金额的98%。此外，中宝药业、普锐特药业、长泰药业以及恒道医药也在布局该产品。2023年11月，左沙丁胺醇雾化吸入溶液纳入第九批集采品种，药品价格有一定下降。左沙丁胺醇纳入集采有利于提高药品的可及性，促进公司呼吸制剂业务的进一步发展。随着公司存量品种陆续纳入集采，公司集采品种有望快速出清，为新品种放量腾出空间。

图20：2022年左沙丁胺醇销售过亿

图21：公司左沙丁胺醇市占率领先（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

多家企业积极布局盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液产品管线。目前，除获批上市的产品外，盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液在斯达制药、达因儿童、康缘药业等企业均有布局，且已步入申请上市阶段，获批上市指日可待。

**表8：多家企业积极布局盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液产品管线**

受理号	药品名称	靶点	所属集团	注册分类	申请类型	申请内容	进入新报任务时间
CYHS2400516	盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液	ADRB2	斯达制药	3	仿制	上市申请	2024-02-07
CYHS2400429	盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液	ADRB2	达因儿童	3	仿制	上市申请	2024-02-02
CYHS2400291	盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液	ADRB2	康缘药业	3	仿制	上市申请	2024-01-24
CYHS2303106	盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液	ADRB2	京卫制药	3	仿制	上市申请	2023-11-13
CYHS2302744	盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液	ADRB2	罗欣药业	3	仿制	上市申请	2023-10-13
CYHS2302745	盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液	ADRB2	罗欣药业	3	仿制	上市申请	2023-10-13
CYHS2302746	盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液	ADRB2	罗欣药业	3	仿制	上市申请	2023-10-13
CYHS2302228	盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液	ADRB2	葫芦娃	3	仿制	上市申请	2023-08-23
CYHS2301485	盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液	ADRB2	斯达制药	3	仿制	上市申请	2023-06-01

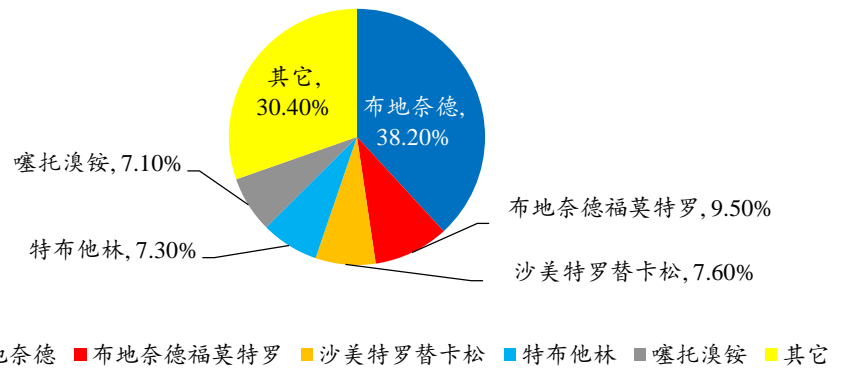
资料来源：Insight 数据库、开源证券研究所

### 2.2.2、布地奈德混悬液：依托国内旺盛需求，销售收入逐步回暖

**布地奈德：**国内吸入制剂规模之首，公司市占率领先。布地奈德是一种糖皮质激素，通过局部抗炎作用治疗哮喘，2021 年是中国吸入制剂市场规模最大的药物。2021 年，布地奈德市场规模为 74 亿人民币，占中国呼吸系统疾病吸入剂市场的 38.2%，其余位居前列的药物有布地奈德福莫特罗、沙美特罗替卡松、特布他林和噻托溴铵。



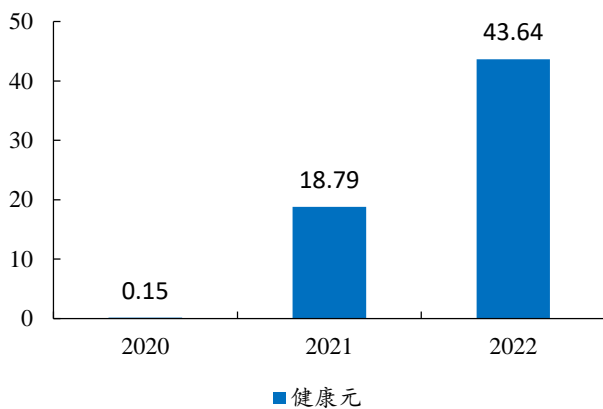
图22：布地奈德是中国吸入制剂市场规模最大的药物（2021年）



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

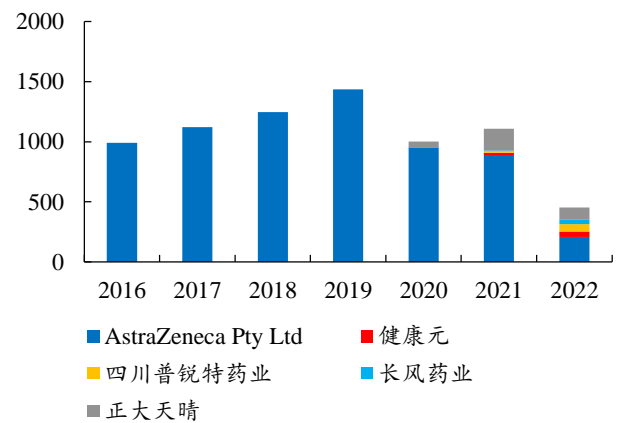
**公司布地奈德混悬液销售额逐年提升。**布地奈德吸入混悬液最早由 AstraZeneca 公司研制生产，1991 年在英国首次上市，2001 年进入中国市场。公司吸入用布地奈德混悬液为化学药品 4 类，主要用于治疗支气管哮喘，并可替代或减少口服类固醇。据 PDB 样本医院数据，公司自 2020 年开始布局销售，当年销售额约为 15 万，2021 年和 2022 年分别为 1879 和 4364 万元。据 PDB 样本医院数据，目前国内布地奈德混悬液市场中，阿斯利康原研销售额最高，2022 年布地奈德混悬液市场规模约 4.52 亿元，健康元 2022 年对应的市占率约为 9.7%。公司产品有望凭借自身药物优势和品牌效应获取更多的吸入制剂市场份额，进而推动公司产品收入获得更高增长。

图23：公司布地奈德混悬液销售额逐年提升（百万元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

图24：5家企业布局国内布地奈德混悬液市场（百万元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

**多家企业积极布局布地奈德产品管线。**目前，除健康元外，布地奈德在鲁南制药、博瑞医药、仁合益康、天津市医药集团等均有布局且均已步入申请上市阶段，获批上市指日可待。

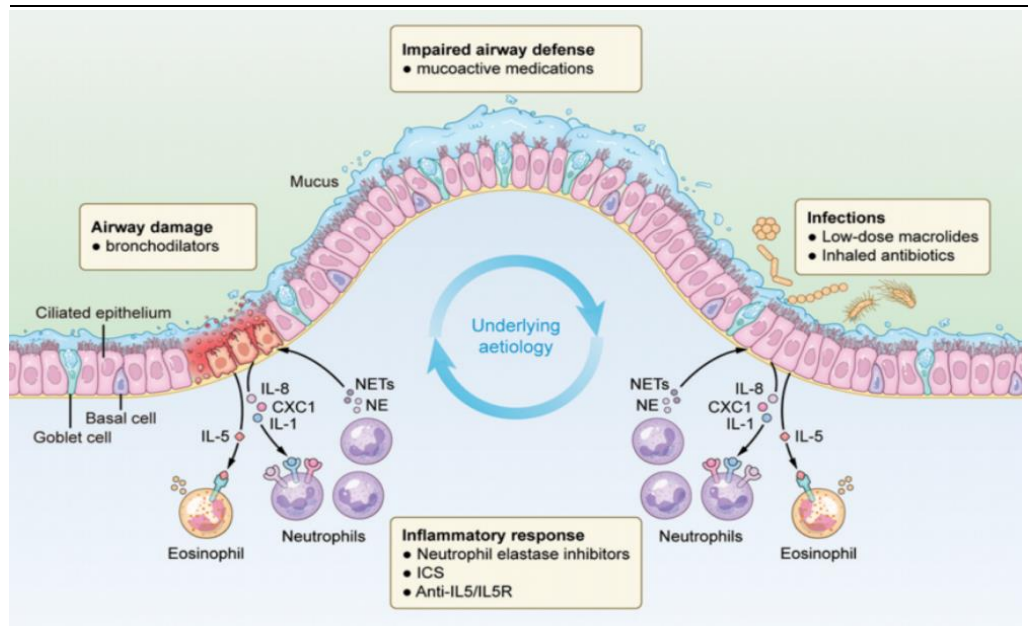
**表9：多家企业积极布局布地奈德混悬液产品管线**

受理号	药品名称	靶点	所属集团	注册分类	进入新报任务时间	产品最高进度
CYHS2400650	吸入用布地奈德混悬液	GR	鲁南制药	4	2024-02-21	上市申请中
CYHS2302443	吸入用布地奈德混悬液	GR	博瑞医药	4	2023-09-12	上市申请中
CYHS2300732	吸入用布地奈德混悬液	GR	仁合益康	4	2023-03-11	上市申请中
CYHS2201065	吸入用布地奈德混悬液	GR	天津市医药集团	4	2022-07-15	上市申请中
CYHS2000278	吸入用布地奈德混悬液	GR	倍特药业	4	2020-04-29	已获文号

资料来源：Insight 数据库、开源证券研究所

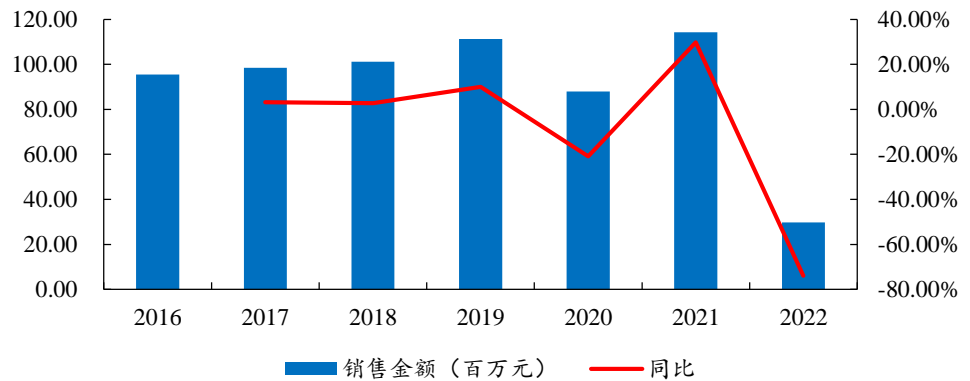
### 2.2.3、妥布霉素：吸入抗生素零突破，步入国谈进程加快

**妥布霉素：首个支气管扩张的吸入式抗生素，独家产品步入国谈进程加快。**公司妥布霉素吸入溶液是 2.4 类改良型新药，针对我国支气管扩张高患病率而研制，为全球首次上市的新适应症。妥布霉素吸入溶液通过改变给药途径，提高肺部有效药物浓度，在减少全身毒性、降低患者的耐药风险、减轻临床症状、以及减轻患者的疾病严重程度等方面都具有显著效果。

**图25：抗生素治疗有利于阻断恶性漩涡缓解支气管扩张症**


资料来源：《Chen ZM, He ZF, Guan WJ. Advances in pharmacotherapy for bronchiectasis in adults》Zhang XX 等

**院内外布局销售，全国销售峰值破亿。**据 PDB 样本医院数据，妥布霉素近年全国销售情况持续稳定，在 2021 年达到峰值 1.14 亿，2022 年销售 2975 万元，同比下滑 73.96%，主要由于疫情波动，院内购药患者大幅减少所致。目前公司正在加快独家品种妥布霉素吸入溶液的开发上量工作，各省份挂网、入院等工作正常推进。2023 年 12 月，妥布霉素进入医保谈判目录，这将有利于该产品的市场推广及未来销售，预计未来将对公司经营业绩起到积极的作用。同时，公司进一步打通线上、院外药房的销售渠道，为早日上线惠及更多支气管扩张患者助力。

**图26：国内妥布霉素销售峰值破亿**


数据来源：PDB、开源证券研究所

**健康元前瞻布局妥布霉素吸入制剂。**目前，除健康元外，仅有海南斯达制药布局妥布霉素吸入制剂，于2021年11月批准临床。因此，我们认为公司的妥布霉素吸入制剂具备先发优势，随着公司不断加大产品入院推广，妥布霉素吸入制剂有望为公司贡献业绩增量。

**表10：健康元前瞻布局妥布霉素吸入制剂**

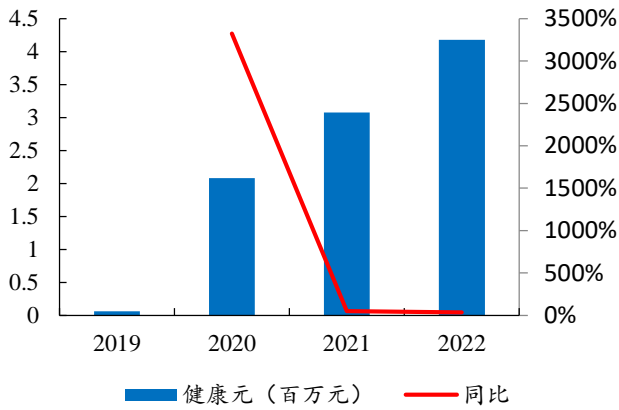
受理号	药品名称	靶点	所属集团	注册分类	官方批准日期	申请内容
CXHS2101036	妥布霉素吸入溶液	30S rProteins	健康元	2.4	2022-10-11	上市申请
CXHL2101429	妥布霉素雾化吸入溶液	30S rProteins	斯达制药	2.4	2021-11-12	临床申请

资料来源：Insight 数据库、开源证券研究所

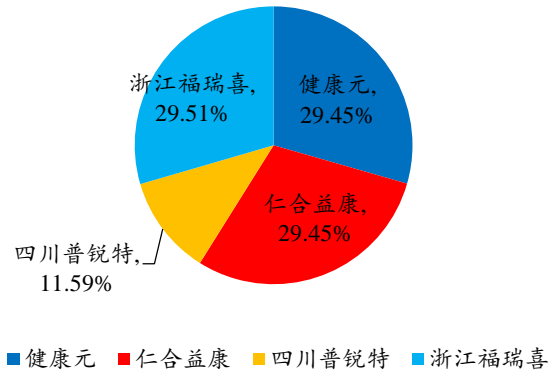
#### 2.2.4、复方异丙托溴铵溶液：销售数据可观，加速国产替代

**复方异丙托溴铵溶液：首个视同一致性评价的雾化吸入制剂，加速国产替代。**公司吸入用复方异丙托溴铵溶液为化学药品4类，通过异丙托溴铵和硫酸沙丁胺醇复合给药，可同时作用于肺部的毒蕈碱和 $\beta$ 2-肾上腺素受体，舒张主气管至终末细支气管呼吸道平滑肌，用于治疗气道阻塞性疾病有关的可逆性支气管痉挛，疗效优于单一给药，为中重度哮喘和COPD病人的临床用药。作为首个视同一致性评价的雾化吸入制剂，复方异丙托溴铵上市有望加速实现雾化吸入剂的国产替代。

**2019年集采后，健康元产品销售额逐年提升。**2019年起，公司复方异丙托溴铵溶液开始大范围销售，随后销售额快速增长。据PDB数据，2022年，公司产品国内销售额达417.8万元，当年市占率为29.5%，福瑞喜药业、仁合益康集团、普锐特药业也均有布局。健康元有望凭借产品优势和强大的品牌效应进一步提升产品销售额。

**图27：公司复方异丙托溴铵销售数据可观**


数据来源：PDB、开源证券研究所

**图28：复方异丙托溴铵市场竞争格局良好（2022年）**


数据来源：PDB、开源证券研究所

多家企业积极布局复方异丙托溴铵产品管线。目前，除健康元外，复方异丙托溴铵在康恩贝、葫芦娃、康佰特等均有布局且均已步入申请上市阶段，获批上市指日可待。

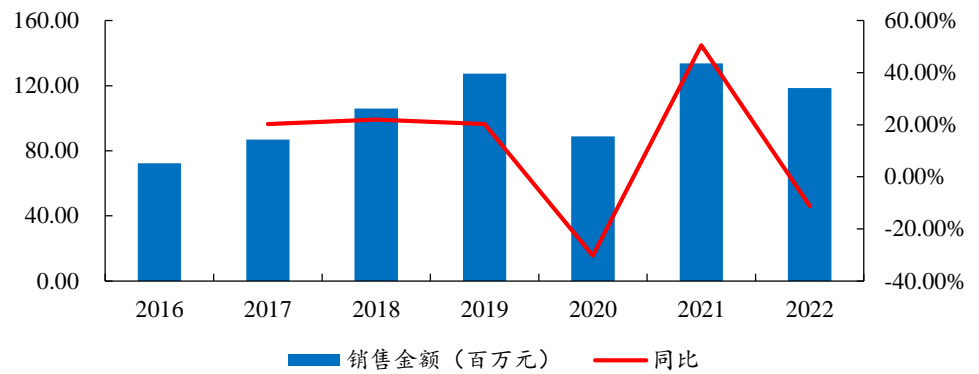
**表11：多家企业积极布局复方异丙托溴铵产品管线**

受理号	药品名称	靶点	所属集团	注册分类	申请类型	申请内容	进入新报任务时间	产品最高进度
CYHS2400359	吸入用复方异丙托溴铵溶液	CHRM1,CHRM2,CHRM3	康恩贝	4	仿制	上市申请	2024-01-29	上市申请中
CYHS2302747	吸入用复方异丙托溴铵溶液	CHRM1,CHRM2,CHRM3	葫芦娃	4	仿制	上市申请	2023-10-13	上市申请中
CYHS2301725	吸入用复方异丙托溴铵溶液	CHRM1,CHRM2,CHRM3	康佰特	4	仿制	上市申请	2023-07-03	上市申请中
JYHS2300052	吸入用复方异丙托溴铵溶液	CHRM1,CHRM2,CHRM3	Cipla	5.2	进口	上市申请	2023-04-27	上市申请中
JYHS2200087	吸入用复方异丙托溴铵溶液	CHRM1,CHRM2,CHRM3	梯瓦	5.2	进口	上市申请	2022-11-07	上市申请中
CYHS2201663	吸入用复方异丙托溴铵溶液	CHRM1,CHRM2,CHRM3	华纳药厂	4	仿制	上市申请	2022-10-11	上市申请中

资料来源：Insight 数据库、开源证券研究所

### 2.2.5、特布他林：疗效显著，中标集采稳固销量

**硫酸特布他林雾化吸入用溶液：疗效显著，中标集采稳固销量。**特布他林是一种β<sub>2</sub>受体激动剂，通过选择性兴奋β<sub>2</sub>受体舒张支气管，可增加由于阻塞性肺病降低的黏液纤毛清洁功能，从而加速黏液分泌物的清除，吸入特布他林可在数分钟内起作用，作用持续6小时。国内特布他林吸入溶液销售额位居高位，2022年，国内特布他林吸入溶液销售1.19亿元，同比下滑11.27%，主要系疫情波动所致。公司自主研发产品硫酸特布他林雾化吸入溶液属于化学药品4类，主要用于缓解支气管哮喘、慢性支气管炎、肺气肿及其它肺部疾病所合并的支气管痉挛，适用人群包括成人及儿童，2021年获注册受理，2022年7月中标第七批集采，预计近期销量大幅增加。2022年，健康元销售特布他林吸入制剂共计58.22万元。凭借公司产品出色的剂型和品牌优势，预计特布他林有望为公司吸入制剂板块助力。

**图29：国内特布他林吸入溶液销售额位居高位**


数据来源：PDB、开源证券研究所

多家企业积极布局硫酸特布他林雾化吸入用溶液产品管线。目前，除健康元外，特布他林在斯达制药、康恩贝、华纳药厂、葫芦娃药业等均有布局并且均已步入申请上市阶段，获批上市指日可待。

**表12：多家企业积极布局特布他林产品管线**

受理号	药品名称	靶点	所属集团	注册分类	申请内容	进入新报任务时间
CYHS2400300	硫酸特布他林雾化吸入用溶液	ADRB2	斯达制药	4	上市申请	2024-01-25
CYHS2301885	硫酸特布他林雾化吸入用溶液	ADRB2	康恩贝	4	上市申请	2023-07-17
CYHS2301151	硫酸特布他林雾化吸入用溶液	ADRB2	华纳药厂	4	上市申请	2023-04-25
CYHS2300231	硫酸特布他林雾化吸入用溶液	ADRB2	葫芦娃	4	上市申请	2023-01-29

资料来源：Insight 数据库、开源证券研究所

### 2.2.6、吸入品种在研管线丰富，有望贡献收入增量

研发方面公司大力布局吸入剂，吸入品种在研管线丰富。目前除了上市产品外仍有多个产品处于临床阶段。截至 2023H1，公司产品富马酸福莫特罗吸入溶液已获批上市；马来酸茚达特罗吸入粉雾剂、沙美特罗替卡松吸入粉雾剂、丙酸氟替卡松雾化吸入用混悬液进入申报生产；1 类新药 TG-1000 即将开展 III 期临床，2 类新药 XYP-001 正在开展 I 期临床。公司加快研发平台建设，全力推进吸入制剂技术平台的转化落地。

表13: 公司在研呼吸系统产品管线丰富

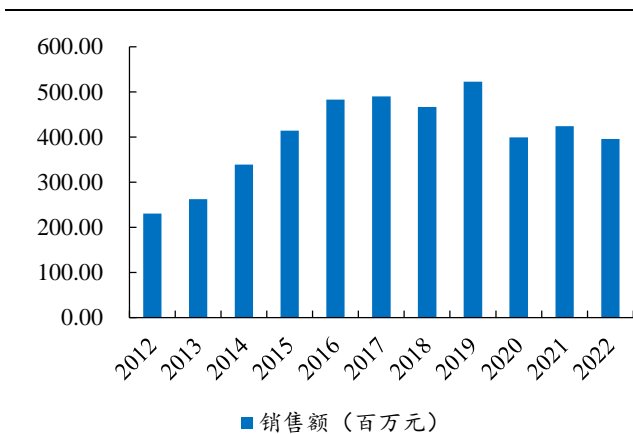
治疗领域	名称	注册分类	适应症	最高临床阶段
阻塞性气管疾病用药	富马酸福莫特罗吸入溶液	3	哮喘和 COPD	获批上市
	沙美特罗替卡松吸入粉雾剂	4	可逆性阻塞性气道疾病的常规治疗（包括哮喘）	申报生产
	马来酸茚达特罗吸入粉雾剂	4	慢性阻塞性肺疾病患者的维持治疗	申报生产
抗肺纤维化药物	XYP-001	2.2; 2.4 类	用于 IPF 治疗	I 期临床
呼吸道传染	TG-1000	1 类创新药	治疗甲流、乙流	III 期临床

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.3、抗感染类药物“以价换量”，逐步降低集采影响

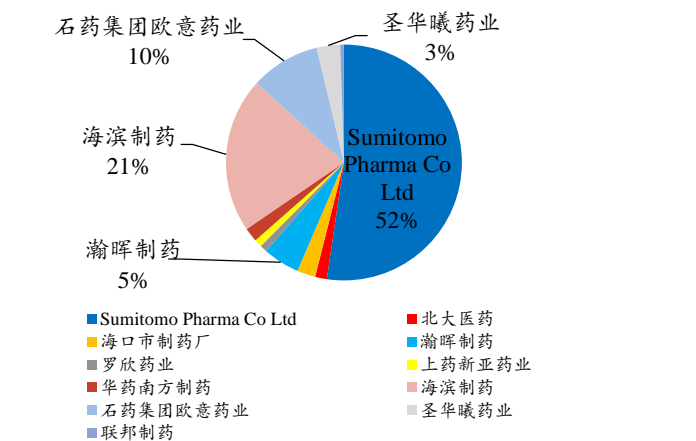
抗感染药美罗培南集采有望出清，进一步稳定公司业绩。除呼吸系统用药外，抗感染用药也是公司处方药的组成部分。2023H1，公司抗感染领域实现销售收入 1.02 亿元，同比下降约 79.17%；2023Q1-3 抗感染板块实现收入 4.00 亿元，同比下降 65.23%。2012-2021 年公司抗感染产品美罗培南销售额呈逐年上升趋势，从 2012 年的 2.30 亿元上升至 2021 年的 4.24 亿元。其中，2020 年受疫情影响稍有波动，但整体上升态势显著。2022 年受集采影响公司美罗培南销售额有所下滑，2022 年产品销售额为 3.95 亿元，同比下滑 6.68%，2022 年公司（主要是子公司海滨制药销售）美罗培南市占率达到 21%。后续随着集采逐步出清，我们认为公司美罗培南会以价换量，进一步助力公司整体业绩提升。

图30: 公司美罗培南受集采影响销售收入显著降低



数据来源：PDB、开源证券研究所

图31: 子公司海滨制药美罗培南市占率为 21% (2022 年)



数据来源：PDB、开源证券研究所

公司采取积极措施应对美罗培南集采影响。2022 年 7 月，公司重点产品注射用美罗培南（倍能）中选了第七批国家组织药品集中采购，本次集采已于 2022 年 11 月份落地，对该品种未来的销售价格及市场份额产生较大影响。针对此次集采，公司将利用“原料药—制剂”一体化优势，实现“以价换量”，降低集采影响；同时，公司将继续加大创新力度，持续推进以吸入制剂为代表的高壁垒制剂相关研发进展，以优化产品结构，降低对单一产品的依赖度。

**表14：公司采取“以价换量”、优化产品结构的措施降低美罗培南集采对收入端的影响**

集采批次	集采产品规格/销售主力	集采前后价格比较	集采销量变化	公司应对措施
第七批 国家采购	注射用美罗培南 0.5g	集采前产品价格为 86.30-108.08 元（2021 年报），2022 年中标价 10.71 元	1977.24 万支（2021 年） 上升至 2011.01 万支（2022 年）	（1）利用“原料药—制剂”一体化优势，实现“以价换量”，降低集采影响； （2）加大创新力度，持续推进以吸入制剂为代表的高壁垒制剂相关研发进展，以优化产品结构，降低对单一产品的依赖度

资料来源：公司公告、上海阳光采购网、开源证券研究所

### 3、原料药：产能充足，板块业绩稳步提升

公司原料药板块重点产品的产量和收率稳步提升。营销方面，公司重点产品 7-ACA 积极拓展国内外市场，持续提升市场占有率；另一重点产品美罗培南混粉出口份额再创佳绩；公司开展无菌美罗培南（日本市场）和美罗培南粗品（意大利市场）注册申请工作，提升海外市场份额；面对抗感染用药美罗培南集采落地，公司发挥“原料药—制剂”一体化优势，开拓国内原料药市场，尽量降低集采影响。研发方面，公司通过此前建立的改造及选育体系，结合代谢工程、基因编辑等技术，已成功使头孢菌（CPC）平均单位产量得到明显提高；公司通过对菌种的组学研究、理性改造和代谢调控，借助机器学习指导的代谢途径优化，成功开发出适合芳香族氨基酸及其中间产物的代谢物生物传感器筛选策略，加速原料药板块业绩提升。

**表15：健康元主要原料药生产、销售、库存量可观**

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量比 2021 年增减 (%)	销售量比 2021 年增减 (%)	库存量比 2021 年增减 (%)
注射用美罗培南	万支	1873.59	2011.01	13.32	2.59	1.71	-91.16
7-ACA (含 D-7ACA)	吨	3065.58	3018.95	102.50	5.57	1.07	83.43

资料来源：公司公告、开源证券研究所

原料药部门（不含丽珠）产能充足，严格落实环评要求。新乡海滨药业有限公司位于新乡市高新技术开发区的新飞大道南段、德源路以南，占地 120 亩，总资产 1.8 亿元，现为新乡市重点企业，2008 年企业通过了质量和环境体系认证；焦作健康元生物制品有限公司位于焦作市工业产业集聚区东部园区，职工人数约 1600 人左右，占地面积 37.82 万平方米。各子公司严格落实环评要求的环保措施，使得原料药生产工作有序进行。目前，公司精制美罗培南年产量已达 60t，D7-ACA 和 7-ACA 分别为 1000t、2000t。公司不断扩大产品产能，优化生产车间产能利用率，公司业绩收入有望进一步提升。

**表16：原料药子公司生产品种丰富、产能富足**

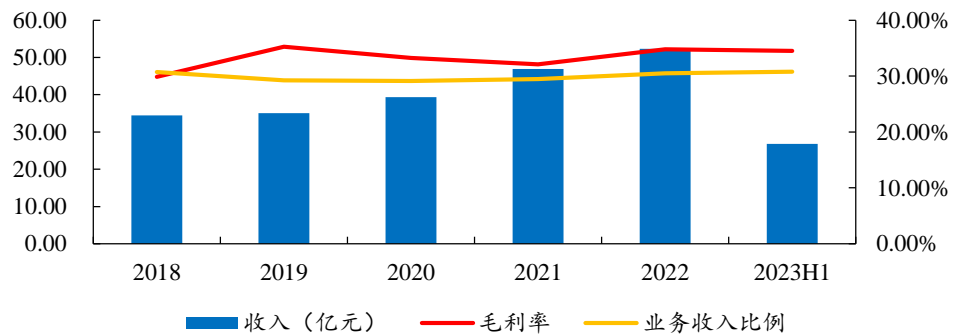
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

产物名称	所属子公司	现有产能 (t/a)
西司他丁中间体 B6	新乡海滨药业有限公司	13
伏立康唑中间体 V5.5		1.2
布地奈德		0.5
异丙托溴铵		0.1
亚胺培南		17 (粗品)
精制美罗培南		13 (精制)
D7-ACA		1000
7-ACA		2000
盐酸去甲基金霉素		200
纽莫康定 B0		0.3

资料来源：新乡海滨药业环评报告、焦作健康元环评报告、开源证券研究所

**公司原料药板块业绩稳步提升。**2022 年，健康元原料药及中间体板块实现销售收入 52.30 亿元，同比增长约 11.50%；2023H1 原料药板块收入 26.83 亿元，占公司主营业务收入的 30.77%。随着公司不断加快资源整合、优化产品结构，销售收入有望进一步提升。

**图32：公司原料药板块业绩稳中有升**



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、丽珠集团：持续聚焦创新药+高壁垒制剂，产品稳定增长

丽珠集团在原料药、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，近年来公司业绩快速提升。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。据 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%。

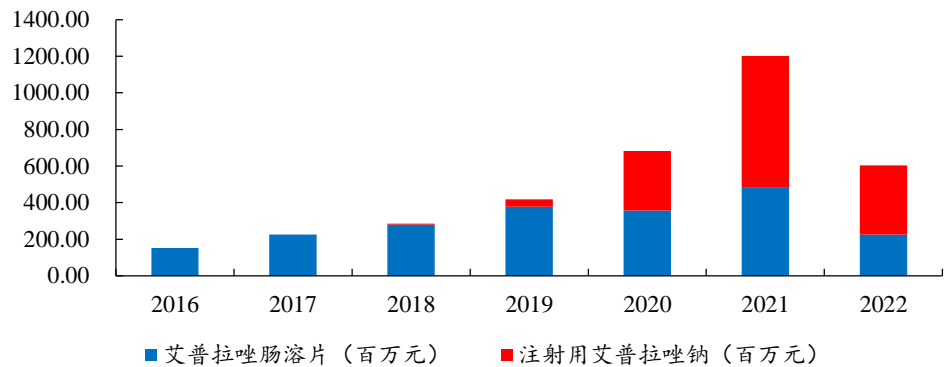
### 4.1、创新药艾普拉唑：产品快速放量拉动消化道板块高增长

国谈降价，艾普针剂销售额下滑，预期将回暖。2022 年，国内艾普拉唑销售额达到 6.03 亿元，艾普针剂占 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，预计艾普将以价换量，销售额迅速回归高位并实现稳定增长。

图33：受国谈影响，艾普拉唑销售额下滑

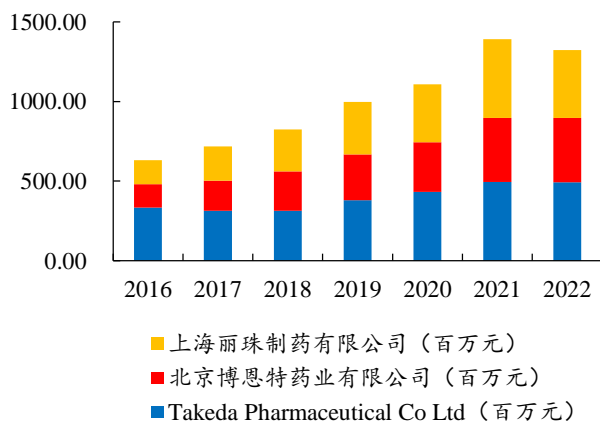


数据来源：PDB、开源证券研究所

## 4.2、高壁垒制剂亮丙瑞林：依托微球平台，拉动促性激素板块快速提升

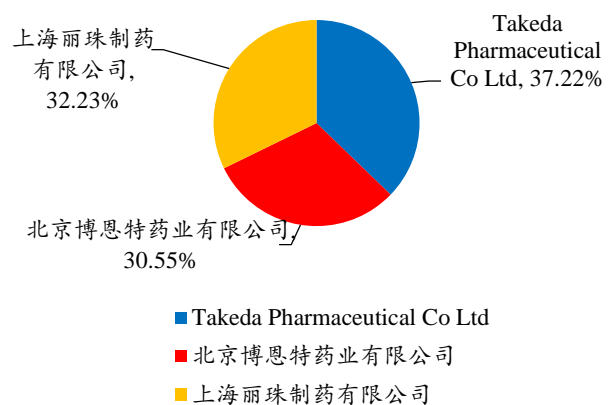
亮丙瑞林微球充分竞争，市占率已超三成。公司产品与武田、博恩特形成亮丙瑞林三足鼎立的局面，其中丽珠集团的亮丙瑞林的市占率在2022年达到32.23%。同年，公司亮丙瑞林产品销售额达到4.26亿元，而武田、博恩特销售额分别为4.92亿元、4.04亿元。随着公司微球平台技术进一步优化，品牌效应逐步加强，公司亮丙瑞林微球市占率有望进一步提升。

图34：2022年国内亮丙瑞林销售额突破13亿元



数据来源：PDB、开源证券研究所

图35：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

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、关键假设

(1) 化学制剂：主要为丽珠集团和健康元吸入制剂，吸入制剂左沙丁胺醇预计近期进入集采致使收入短期下滑，但妥布霉素以及后续新品种的获批将填补下滑的收入。因此，我们预计 2023 化学制剂板块增速为-5%，2024-2025 年化学制剂收入增速在 11.35%、13.26%左右。

(2) 原料药：公司原料药特色突出、成本优势明显，但 2023 年公司 7-ACA 等原料药及中间体价格有所回落，故 2023 年原料药增速预计为-2.00%，未来公司发挥“原料药—制剂”一体化优势，积极开拓国内外原料市场，预计 2024-2025 年增速分别为 5.00%、5.00%。

(3) 中药、诊断试剂及生物制品：丽珠集团结构持续优化，中药独家品种预计平稳推进，预计 2023-2025 年中药业务增速为 30.00%、27.00%、28.00%；诊断试剂及生物制品在健康元收入体量中占比较小，其增降幅不对公司收入构成实质影响。我们预计诊断试剂业务在 2023-2025 年收入维持稳定；生物制品收入增速分别为 -10.00%、3.00%、5.00%。

(4) 保健品：公司起家业务，但随时代变化和转型不再是公司核心产品，预计 2023-2025 年收入增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%。

表17：基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健

健康元[600380.SH]-(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	17,142.75	16,911.87	18,619.21	20,793.70
同比(%)	7.79%	-1.35%	10.10%	11.68%
毛利率(%)	63.53%	62.08%	63.18%	64.32%
归属母公司股东的净利润	1,502.60	1,650.46	1,851.81	2,136.99
同比(%)	13.11%	9.84%	12.20%	15.40%
按业务拆分				
1.化学制剂				
收入	9,226.39	8765.07	9759.91	11054.07
同比(%)	1.36%	-5.00%	11.35%	13.26%
毛利率(%)	7412.42	6830.62	7715.21	8742.66
业务收入比例(%)	53.82%	51.83%	52.42%	53.16%
2.原料药				
收入	5,229.64	5,125.05	5,381.30	5,650.36
同比(%)	11.50%	-2.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	1,819.86	1,727.14	1,797.35	1,932.42
业务收入比例(%)	30.51%	30.30%	28.90%	27.17%
3.中药				
收入	1,296.58	1685.55	2140.65	2740.04
同比(%)	16.88%	30.00%	27.00%	28.00%
毛利率(%)	868.69	1189.16	1494.18	1930.36
业务收入比例(%)	7.56%	9.97%	11.50%	13.18%
4.诊断试剂及设备				
收入	723.54	723.54	723.54	723.54
同比(%)	-0.05%	0.00%	0.00%	0.00%

健康元[600380.SH]-(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率(%)	370.90	369.01	367.56	365.39
业务收入比例(%)	4.22%	4.28%	3.89%	3.48%
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(%)	301.68	272.05	280.59	295.02
业务收入比例(%)	2.38%	2.17%	2.03%	1.91%
6.保健品				
收入	121.24	127.30	133.67	140.35
同比(%)	5.28%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	75.01	77.15	80.73	84.49
业务收入比例(%)	0.71%	0.75%	0.72%	0.67%

数据来源: Wind、开源证券研究所

## 5.2、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、科伦药业和丽珠集团。我们看好公司呼吸制剂领域的稳定增长以及后续管线竞争力,当前股价对应2023年PE为15.5,低于可比公司平均。

健康元药业集团旗下拥有健康元、丽珠医药两家大型上市公司,公司坚持以研发创新为驱动,聚焦创新药及高壁垒复杂制剂,业务涵盖化学制剂、生物制品、化学原料药及中间体、中药制剂、诊断试剂及设备、保健食品等多重领域,产品涉及呼吸、肿瘤免疫、精神等多种重点疾病类型。受益于健康元的吸入制剂、丽珠的亮丙瑞林和艾普拉唑等产品在呼吸系统、消化道和生殖领域放量增长,近年公司业绩稳健增长。同时,公司持续推进在研品种,新品种带来的新增量有望惠及更多患者。此外,依托原料药基础,公司核心产品与化学原料药及中间体形成“原料药-制剂一体化”的稳固医药产业链。我们预测公司2023-2025年归母净利润为15.53/18.28/21.64亿元,对应EPS为0.81/0.96/1.13元,当前股价对应PE分别为15.5/13.2/11.1倍,首次覆盖,给予“买入”评级。

表18: 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	19.87	88.60	-10.10	24.60	13.90	13.1	14.5	11.7	10.2	
002422.SZ	科伦药业	29.98	54.98	38.54	15.03	14.73	22.1	19.4	16.8	14.7	
000513.SZ	丽珠集团	38.40	7.53	5.74	14.15	15.95	18.8	17.8	15.6	13.4	
可比公司平均							18.0	17.2	14.7	12.8	
600380.SH	健康元	11.68	13.10	3.36	17.73	18.38	16.0	15.5	13.2	11.1	

数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 除丽珠集团、健康元、人福医药外,其余可比公司的盈利预测均来自Wind一致预测,数据截至2024年3月15日收盘

## 6、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
<b>流动资产</b>	19365	23178	23601	26943	30026
现金	11729	14808	20630	23222	26526
应收票据及应收账款	4831	5064	0	0	0
其他应收款	88	53	86	67	104
预付账款	369	364	359	437	452
存货	2079	2562	2198	2890	2617
其他流动资产	269	327	327	327	327
<b>非流动资产</b>	11739	12552	12064	12239	12481
长期投资	1419	1420	1445	1476	1510
固定资产	4839	5265	4836	4984	5190
无形资产	1244	1230	1292	1363	1436
其他非流动资产	4236	4636	4491	4417	4345
<b>资产总计</b>	31104	35729	35664	39182	42508
<b>流动负债</b>	9352	9755	7550	8255	8188
短期借款	2518	2126	2126	2126	2126
应付票据及应付账款	2454	2580	0	0	0
其他流动负债	4380	5049	5423	6129	6062
<b>非流动负债</b>	1572	3954	3249	2617	1991
长期借款	827	3231	2526	1894	1268
其他非流动负债	745	723	723	723	723
<b>负债合计</b>	10924	13709	10798	10872	10180
少数股东权益	8359	8898	10538	12463	14625
股本	1908	1929	1929	1929	1929
资本公积	2265	2344	2344	2344	2344
留存收益	7864	9191	11542	14384	17679
<b>归属母公司股东权益</b>	11820	13122	14328	15847	17703
<b>负债和股东权益</b>	31104	35729	35664	39182	42508

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2563	3978	5707	3462	4196
净利润	2613	2894	3193	3753	4326
折旧摊销	638	863	688	747	846
财务费用	-93	-352	-723	-914	-1077
投资损失	-72	-56	-77	-97	-75
营运资金变动	-863	-148	2625	-39	159
其他经营现金流	340	777	1	11	17
<b>投资活动现金流</b>	-1964	-2252	-138	-846	-1041
资本支出	1521	1148	175	891	1053
长期投资	-631	-145	-25	-31	-34
其他投资现金流	188	-959	61	76	47
<b>筹资活动现金流</b>	-975	566	253	-24	149
短期借款	408	-392	0	0	0
长期借款	466	2404	-705	-632	-625
普通股增加	-45	21	0	0	0
资本公积增加	-268	78	0	0	0
其他筹资现金流	-1536	-1545	958	608	775
<b>现金净增加额</b>	-425	2481	5822	2592	3304

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	15904	17143	16912	18619	20794
营业成本	5716	6252	6413	6855	7419
营业税金及附加	183	200	201	219	243
营业费用	5027	4951	4735	5269	5947
管理费用	939	992	1015	1117	1248
研发费用	1397	1742	1860	2048	2287
财务费用	-93	-352	-723	-914	-1077
资产减值损失	-63	-143	0	0	0
其他收益	247	290	241	257	259
公允价值变动收益	-24	-76	-22	-28	-37
投资净收益	72	56	77	97	75
资产处置收益	24	-1	6	7	9
<b>营业利润</b>	2983	3480	3728	4366	5044
营业外收入	9	8	10	9	9
营业外支出	39	32	32	34	34
<b>利润总额</b>	2952	3456	3706	4342	5018
所得税	339	562	514	588	692
<b>净利润</b>	2613	2894	3193	3753	4326
少数股东损益	1284	1392	1640	1925	2162
<b>归属母公司净利润</b>	1328	1503	1553	1828	2164
EBITDA	3446	4217	4094	4640	5307
EPS(元)	0.69	0.79	0.81	0.96	1.13

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	17.6	7.8	-1.3	10.1	11.7
营业利润(%)	0.3	16.7	7.1	17.1	15.5
归属于母公司净利润(%)	18.6	13.1	3.4	17.7	18.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	64.1	63.5	62.1	63.2	64.3
净利率(%)	16.4	16.9	18.9	20.2	20.8
ROE(%)	12.9	13.1	12.8	13.3	13.4
ROIC(%)	15.8	14.8	14.6	16.0	17.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	35.1	38.4	30.3	27.7	23.9
净负债比率(%)	-38.6	-40.5	-59.8	-63.9	-68.1
流动比率	2.1	2.4	3.1	3.3	3.7
速动比率	1.8	2.1	2.8	2.8	3.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	6.0	5.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.7	6.9	13.6	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.79	0.81	0.96	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	2.08	2.99	1.81	2.19
每股净资产(最新摊薄)	6.18	6.86	7.49	8.29	9.26
<b>估值比率</b>					
P/E	18.1	16.0	15.5	13.2	11.1
P/B	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.2	5.7	4.8	4.0	3.2

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