

福元医药(601089)

报告日期: 2023年06月13日

被忽视的首仿高效药企

——福元医药深度报告

投资要点

福元医药：首仿策略，2024年提效新周期

差异化首仿立项，稳健增长。从收入结构看，2022年公司药品、医疗器械业务收入分别30.3、2.0亿元，占比分别为93.5%、6.1%，复盘公司收入和利润增长，2018-2022年收入CAGR为12.5%、归母净利润CAGR为21.6%，归母净利润率累计提升3.6pct、应收账款周转率从2018年的4.87次/年连续提升至2022年的8.82次/年，我们认为公司收入和利润稳健增长、经营效率提升来自于：①集采中标的增量贡献（2021年公司的收入集中受到第三批和第四批集采的影响，部分品种以价换量带动销售额增长，部分品种如奥美沙坦酯片等规模效应提升带来成本下降）、②高效&差异化销售推广。

展望2023-2025年，我们认为2023年3月底的第八批集采后，公司存量制剂集采影响下降，多元化、首仿立项策略下，申报中仿制药多为竞争格局相对较好品种，增量品种市场容量110亿元+，我们预计公司2023-2025年收入和利润稳健增长。

中短期：集采影响下降，2024年新产品周期

存量品种：近半收入已完成集采，2024年增长新起点。我们根据公司销售品种和上海阳光医药采购网公告的国家集采中标情况估计，2022年公司集采品种收入（注：含中标和未中标品种，假设第一年集采主要影响第二年收入，估算结果仅供参考）占比约39.4%，如果考虑到未中标的氯沙坦钾氢氯噻嗪片，我们估算2023年公司集采品种收入占比约46.3%，公司暂未集采的品种过评公司较少，我们预计2023-2024年氯沙坦钾氢氯噻嗪片基数消化后（我们估计该产品销售额占公司2022年总收入的10-13%），2024年起的国家集采对公司存量品种的影响相对较小。

增量中标：第七批集采增量中标品种有放量空间，有望贡献2023年收入和利润增量。复盘公司的历史增长，第三批集采（2个品种中标）、第四批集采（3个品种中标），我们预计增量品种以价换量，分别带动公司2021-2022年收入和利润增长，具体看：2021年奥美沙坦酯片（2020年中标）、格列齐特缓释片（2021年中标）、替米沙坦片（2021年中标）、瑞格列奈片（2021年中标）的销量均大幅超过集采中标量。展望2023年，我们预计2022年第七批集采中标的依折麦布片有望贡献收入增量，综合考虑到该产品相对较大的市场空间（2022年样本医院销售额约4.3亿元）和较高的原研市占率（先灵葆雅市占率87.8%），我们看好该产品的放量空间。

增长逻辑：首仿、差异化品种策略。相比于其他仿制药公司，我们认为公司的特点体现在：①**获批品种跨科室销售**，根据公司年报，已获批品种分布在心血管系统、慢性肾病、皮肤病、消化系统、糖尿病、精神神经系统、妇科类药物六大板块。②**首仿品种多、创收占比高**，2021年首仿产品在公司制剂产品收入中占比为44.7%。从储备产品空间看，截至2023年6月，公司已申报但暂未获批的品种样本医院销售总额达到23.5亿元（未放大），考虑到片剂、乳膏等在低等级医院和三终端使用较多，假设放大5倍，对应样本医院销售空间约110+亿元，其中较大的产品包括磷酸西格列汀片、乳果糖口服溶液等；从申报品种的过评情况和竞争格局看，公司延续首仿、多元化立项思路，大多数品种已过评厂商个数小于3家，我们看好公司新品种上市后带来的收入和利润增量。

投资评级：增持(首次)

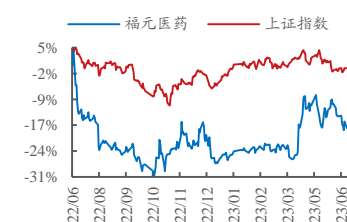
分析师：孙建
 执业证书号：S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

分析师：毛雅婷
 执业证书号：S1230522090002
 maoyating@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥17.01
总市值(百万元)	8,164.80
总股本(百万股)	480.00

股票走势图



相关报告

□ 中长期：创新升级，器械助力

原料药配套，期待后续在建原料药产能释放，增强一体化竞争优势。公司原料药已有产能搭建，期待后续在建原料药产能释放。我们认为，未来随着公司后向一体化布局的不断深入，公司的在供应稳定以及成本控制方面的竞争能力将进一步增强。

技术平台：助力创新升级，看好创新项目进展。公司已经形成了化学合成技术平台、口服固体制剂技术平台、外用制剂技术平台和医疗器械氧疗技术平台等四大核心技术平台。考虑到公司在研仿制药项目市场竞争格局及市场需求良好，我们看好在研仿制药产品未来的销售潜力。

临床护理+家用医疗器械，发展可期。2022年医疗器械产品收入2.0亿元，占主营业务收入6.1%。公司医疗器械产品以临床护理产品为主，家用医疗产品为辅。我们认为随着未来老龄化社会到来，公司产品的应用前景将逐渐扩大，发展可期。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司2022-2025年收入CAGR为10.8%、归母净利润CAGR为15%，2023-2025年EPS分别为1.03、1.2和1.39元/股，2023年6月12日收盘价对应公司2023年PE为16.5倍。我们看好公司在差异化立项、首仿策略下，存量制剂集采影响下降、特色制剂陆续上市，支撑收入和利润稳健增长、营运效率持续改善，首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示

集采品种续约丢标/降价风险；产品研发、注册及放量进度不及预期风险；药品质量风险等

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,240	3,428	3,898	4,413
(+/-) (%)	14.18%	5.81%	13.71%	13.20%
归母净利润	438	495	577	667
(+/-) (%)	39.43%	12.78%	16.70%	15.64%
每股收益(元)	0.91	1.03	1.20	1.39
P/E	18.62	16.51	14.15	12.24

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 福元医药：首仿策略，2024 年提效新周期	5
2 中短期：集采影响下降，2024 年新产品周期	6
2.1 集采影响：存量品种影响下降，2024 年新起点	6
2.2 增长逻辑：首仿、差异化品种策略	8
3 中长期：创新升级，器械助力	10
3.1 原料药配套：稳定供应、强化优势	10
3.2 技术平台：助力创新升级，期待创新项目进展	11
3.3 器械：临床护理+家用医疗器械，发展可期	11
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测	13
4.2 相对估值	14
5 风险提示	14
6 附录	15

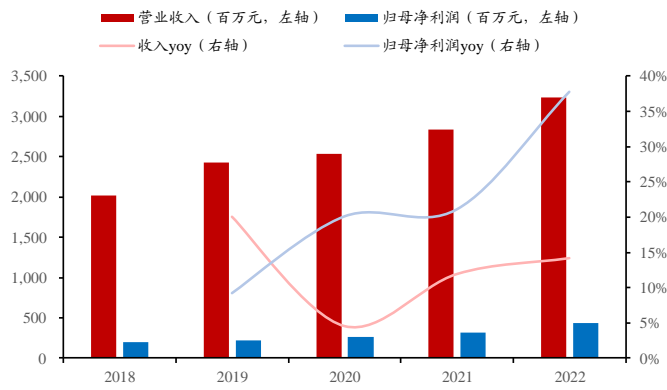
图表目录

图 1: 福元医药 2018-2022 年收入、利润及增速.....	5
图 2: 福元医药 2018-2022 年产品收入结构.....	5
图 3: 部分仿制药公司 2019-2022 年毛利率.....	5
图 4: 福元医药 2018-2022 年盈利能力变化.....	5
图 5: 福元医药 2022 年样本医院销售额品种占比.....	6
图 6: 估算福元医药 2023-2024 年收入增量构成.....	6
图 7: 2019-2022 年福元医药集采中标品种市占率.....	7
图 8: 2017-2022 年依折麦布片样本医院销售额(万元)及增速.....	7
图 9: 福元医药每年新过评&上市品种个数.....	8
图 10: 福元医药 2019-2021 年一致性评价产品收入占比.....	8
图 11: 福元医药四大技术平台.....	11
图 12: 福元医药部分在研仿制药项目市场竞争格局.....	11
表 1: 仿制药品种梯队看中短期增长逻辑.....	7
表 2: 公司通过一致性评价前五品种.....	8
表 3: 福元医药已申报、暂未获批的品种.....	9
表 4: 福元医药原辅料登记.....	10
表 5: 福元医药现有及在建产能情况.....	10
表 6: 截至 2022 年 12 月公司在研创新药项目.....	11
表 7: 福元医药医疗器械产品注册/备案表.....	12
表 8: 公司医疗器械在研产品.....	12
表 9: 公司部分业务拆分及收入预测(单位:百万元).....	13
表 10: 可比公司估值情况.....	14
表 11: 福元医药集采品种中标情况.....	15
表 12: 福元公司 GMP 认证.....	15
表附录: 三大报表预测值.....	16

1 福元医药：首仿策略，2024 年提效新周期

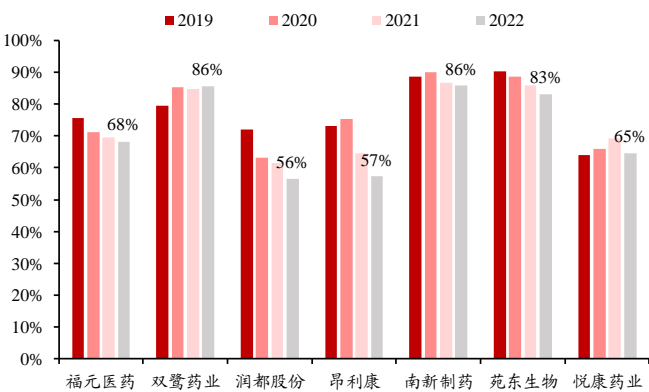
福元医药：差异化首仿立项，稳健增长。公司 2019 年由万生药业整体变更设立，新合成控股集团持股 36.73%，公司业务主要由药品制剂和医疗器械两部分组成。从营收结构看，2022 年公司在药品制剂收入 30.3 亿元、占比 93.5%，医疗器械收入 2.0 亿元、占比为 6.1%，复盘公司的收入和利润增长，2018-2022 年收入 CAGR 为 12.5%、归母净利润 CAGR 为 21.6%，归母净利率累计提升 3.6pct、应收账款周转率从 2018 年的 4.87 次/年连续提升至 2022 年的 8.82 次/年，我们认为公司收入和利润的稳健增长和经营效率提升来自于①集采中标的增量贡献（2021 年公司的收入集中受到第三批和第四批集采的影响，部分品种以价换量带动销售额增长，部分品种如奥美沙坦酯片等规模效应提升带来成本下降）、②高效&差异化产品市场推广。展望 2023-2025 年，我们认为 2023 年 3 月底的第八批集采后，公司存量制剂集采影响下降，多元化、首仿立项策略下，申报中仿制药多为过评公司少、竞争格局相对较好品种，增量市场容量在 110 亿元+，我们看好公司 2023-2025 年收入和利润稳健增长的持续性。

图1： 福元医药 2018-2022 年收入、利润及增速



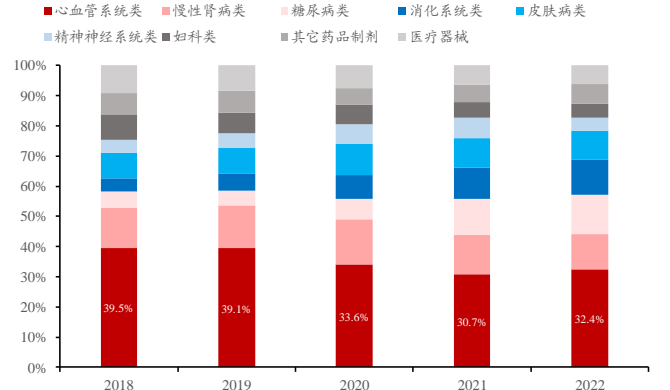
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3： 部分仿制药公司 2019-2022 年毛利率



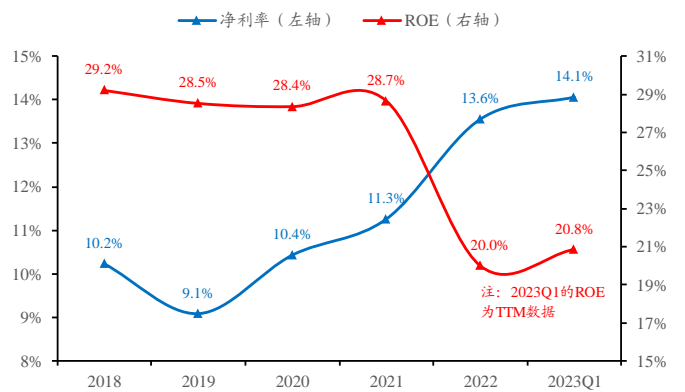
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2： 福元医药 2018-2022 年产品收入结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4： 福元医药 2018-2023Q1 年盈利能力变化

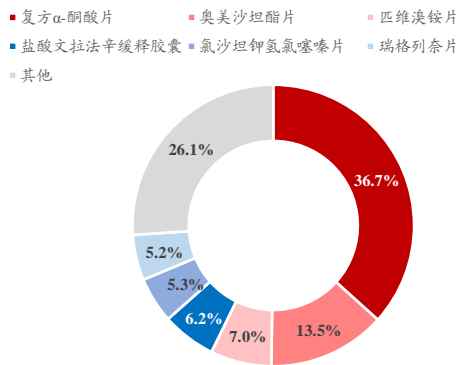


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 中短期：集采影响下降，2024 年新产品周期

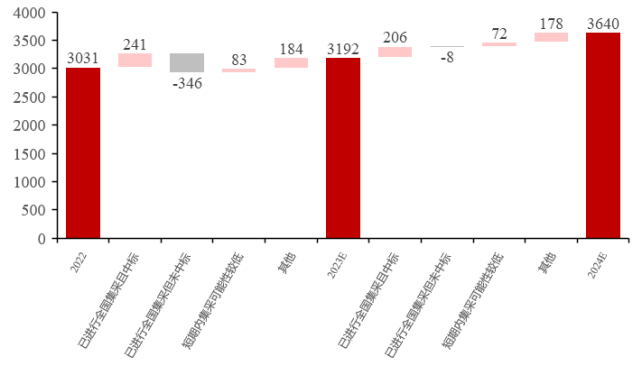
我们预计 2023 年 3 月底的第八批集采后，公司存量制剂集采对收入和利润的增长影响下降，2024 年起未中标的氯沙坦钾氢氯噻嗪片基数出清、心血管/皮肤科新产品陆续上市，有望支撑制剂业务增长新起点，综合考虑集采影响、增量构成等因素，我们预计公司 2023-2025 年国内制剂收入 CAGR 在 10.9%。

图5：福元医药 2022 年样本医院销售额品种占比



数据来源：Wind 医药库，浙商证券研究所

图6：估算福元医药 2023-2024 年收入增量构成（百万元）



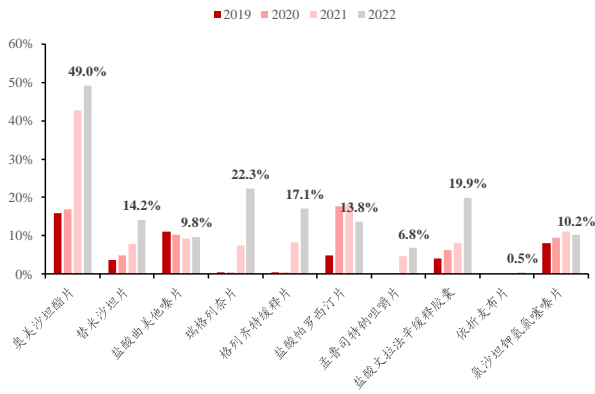
数据来源：Wind 医药库，浙商证券研究所预测

2.1 集采影响：存量品种影响下降，2024 年新起点

存量品种：近半收入已完成集采，2024 年增长新起点。我们根据公司销售品种和上海阳光医药采购网公告的国家集采中标情况估计，2022 年公司已集采品种收入（注：含中标和未中标品种，假设第一年集采主要影响第二年收入，估算结果仅供参考）占比约 39.4%，如果考虑到未中标的氯沙坦钾氢氯噻嗪片，我们估算 2023 年公司集采品种收入占比约 46.3%，暂未集采的品种申报一致性评价的公司较少，我们预计 2023-2024 年氯沙坦钾氢氯噻嗪片基数消化后（我们估计该产品销售额占公司 2022 年总收入的 10-13%），2024 年起国家集采对公司存量品种的影响相对较小。

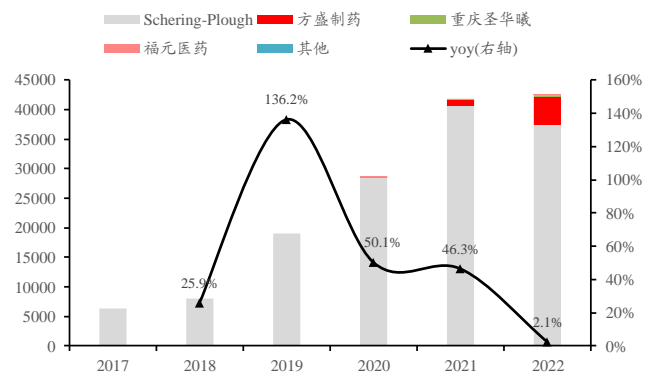
增量中标：第七批集采增量中标品种有放量空间，有望贡献 2023 年收入和利润增量。复盘公司的历史增长，我们预计第三批集采（2 个品种中标）、第四批集采（3 个品种中标）增量品种以价换量，分别带动公司 2021-2022 年收入和利润增长，具体看：2021 年奥美沙坦酯片（2020 年中标）、格列齐特缓释片（2021 年中标）、替米沙坦片（2021 年中标）、瑞格列奈片（2021 年中标）的销量均大幅超过集采中标量。展望 2023 年，我们预计 2022 年第七批集采中标的依折麦布片有望贡献收入增量，综合考虑该产品相对较大的市场空间（2022 年样本医院销售额约 4.3 亿元）和较高的原研市占率（2022 年先灵葆雅市占率 87.8%），我们看好该产品的放量空间。

图7: 2019-2022年福元医药集采中标品种市占率



资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

图8: 2017-2022年依折麦布片样本医院销售额(万元)及增速



资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

其他品种: 结合相关品种在国内销售情况和审评节奏, 我们预计复方 α -酮酸片、开塞露、匹维溴铵片、哈西奈德溶液、黄体酮软胶囊等品种的增长主要来自于渠道下沉和 market 扩容, 我们估算该类品种 2022 年收入占比约 28-30%, 预计 2023-2025 年该类产品的收入 CAGR 在 10%左右。

表1: 仿制药品种梯队看中短期增长逻辑

代表产品	适应症或功能主治	特点	2022年样本医院销售额(万元)	2022年公司样本医院市占率	2022年原研样本医院市占率	2022年收入占比估算	增长逻辑总结
奥美沙坦酯片	原发性高血压	首仿+原料药配套+第二批集采中标	8270.7 (CAGR -12.6%)	49.0% (市占率第一)	25.0%		
盐酸文拉法辛缓释胶囊	治疗抑郁症和广泛性焦虑症	第五批集采中标+原料药配套	9306.7 (CAGR -8%)	19.9% (市占率第三)	55.7%		
替米沙坦片	原发性高血压	第四批集采中标	5812.6 (CAGR -18.1%)	14.2% (市占率第三)	37.0%		
瑞格列奈片	改善糖尿病临床症状, 纠正血糖过高所引起的各种代谢紊乱	第四批集采中标	7018.2 (CAGR -24.5%)	22.3% (市占率第三)	47.8%		
格列齐特缓释片	成人2型糖尿病治疗	第二个通过一致性评价产品, 市场份额不断提升	8826.1 (CAGR -15.2%)	17.1% (市占率第四)	18.3%	37.7%	以价换量, 原研替代, 市占率提升, 我们预测 2023-2025 年收入 CAGR 20%+
盐酸帕罗西汀片	治疗抑郁症	国内第二个通过一致性评价+扩面带量采购中标	7977.2 (CAGR -18.9%)	13.8% (市占率第三)	23.2%		
盐酸曲美他嗪片	降血压, 逆转左心室肥厚	首仿+第三轮集采中标	1470.5 (CAGR -47.7%)		48.8%		
孟鲁司特钠咀嚼片	儿童哮喘的预防和长期治疗	第三批集采中标	3438.3 (CAGR -32.5%)		33.5%		
依折麦布片	原发性高胆固醇血症	第七批集采中标	42658.9 (CAGR 46.2%)	0.5% (市占率第四)	87.8%		
阿托伐他汀钙片	原发性高胆固醇血症	第一轮集采	104249.4 (CAGR -12.9%)	/	84.0%		院内剩余市场空间和 OTC&三终端竞争, 我们预计未中标后的第一年有收入和利润增长压力, 后续有望实现稳健增长
阿卡波糖片	配合饮食控制治疗糖尿病	第二轮集采	15814.9 (CAGR -31.8%)		68.2%	2.0%	
氯沙坦钾氢氯噻嗪片	原发性高血压	第八批集采	15484.5 (CAGR -4%)	10.2% (市占率第二)	65.9%	12.6%	中标量外市场开拓
复方 α -酮酸片	延缓肾衰、防治肾性骨病	首仿	83419.5 (CAGR 5.1%)	13.2% (市占率第二)	73.9%		
哈西奈德溶液	接触性接触性湿疹、银屑病	上市时间长, 市场认可度高	1114.6 (CAGR 23.9%)	55.4% (市占率第一)	/		竞争格局较好, 短期内不会进入集采, 我们预测 2023-2025 年收入 CAGR 10%左右
匹维溴铵片	肠易激综合征相关的腹痛、肠道不适及肠道、胆道功能性疾患相关的不适	首仿, 国内唯一生产厂家	7245.2 (CAGR 9.1%)	29.0% (市占率第二)	71.0%	28.4%	

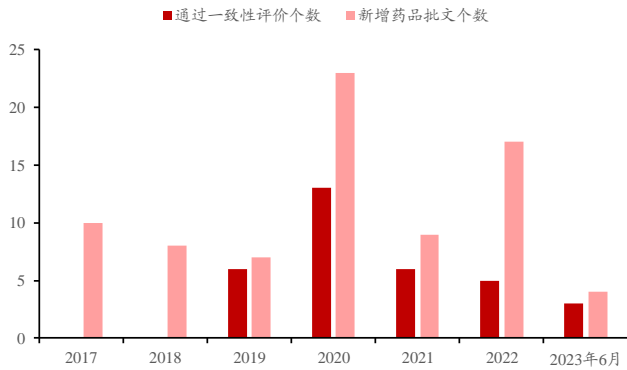
黄体酮软胶囊	女性因黄体不足或孕激素缺乏而导致的月经疾病及先兆性流产等	首仿	7398.8 (CAGR 6.6%)	19.8% (市占率第三)	58.9%
--------	------------------------------	----	-----------------------	------------------	-------

资料来源: Wind 医药库, 药融云, 浙商证券研究所

2.2 增长逻辑: 首仿、差异化品种策略

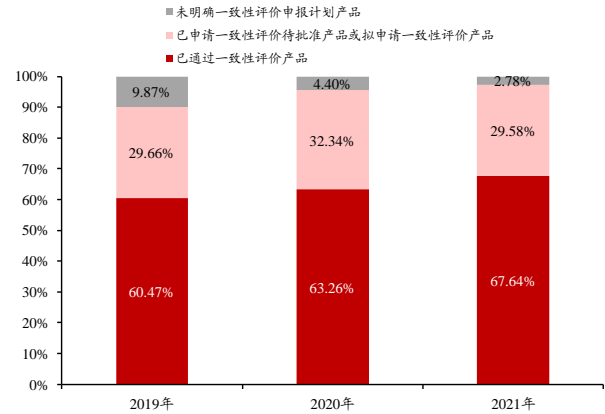
立项战略: 跨科室、首仿占比高。相比于其他仿制药公司, 我们认为公司的特点体现在: ①**获批品种跨科室销售**, 根据公司年报, 已获批品种分布在心血管系统类、慢性肾病类、皮肤病类、消化系统类、糖尿病类、精神神经系统类、妇科类药物六大板块。②**首仿品种多、创收占比高**, 根据公司招股书数据, 2019-2021 年公司通过一致性评价产品收入占适用仿制药一致性评价产品比例分别为 60.5%、63.3%和 67.6%, 2021 年公司首仿产品在公司制剂产品收入中占比为 44.7%, 抢仿能力凸显其技术研发实力和品种立项策略。

图9: 福元医药每年新过评&上市品种个数



数据来源: Wind 医药库, 公司公告, 浙商证券研究所

图10: 福元医药 2019-2021 年一致性评价产品收入占比



数据来源: Wind 医药库, 公司公告, 浙商证券研究所

表2: 公司通过一致性评价前五品种

药品	首个通过一致性评价企业	首个通过一致性评价企业通过时间	公司通过一致性评价时间	公司通过一致性评价排名	通过一致性评价家数	是否集采
奥美沙坦酯片	南京正大天晴	2019/1/16	2019/8/13	4	10+	第二批集采
盐酸帕罗西汀片	华海药业	2017/12/27	2019/9/19	2	5	第四批+第七批集采
盐酸曲美他嗪片	吴中医药苏州制药	2019/4/15	2019/12/11	2	7	第三批集采
格列齐特缓释片	宜昌人福	2020/1/9	2020/6/10	2	9	第四批集采
氯沙坦钾氢氯噻嗪片	北京福元	2020/9/4	2020/9/17	1	3	第八批集采目录
瑞格列奈片	北京福元	2020/9/25	2020/10/21	1	3	第四批集采
替米沙坦片	上海信谊天平	2020/7/16	2020/10/22	2	10+	第四批集采
盐酸文拉法辛缓释胶囊	康弘药业	2019/10/23	2021/3/8	3	5	第五批集采
盐酸莫西沙星片	东莞阳之康	2018/7/6	2019/12/17	4	10+	第二批集采
阿卡波糖片	杭州中美华东	2018/11/19	2019/12/11	3	10+	第二批集采
盐酸曲美他嗪缓释片	齐鲁制药	2019/2/22	2020/4/3	4	9	第二批集采
孟鲁司特钠咀嚼片	上海安必生	2018/6/28	2020/8/3	5	10+	第三批集采
奥美沙坦酯氢氯噻嗪片	华海药业	2020/8/12	2020/9/11	2	6	否
盐酸特比萘芬喷雾剂	安徽福元	2021/1/12	2021/1/21	1	1	否
依折麦布片	湖南方盛	2020/9/8	2021/7/28	3	5	第七批集采
达格列净片	北京福元、山东鲁抗(同时获批)	2021/10/26	2021/10/26	1	2	否
莫匹罗星软膏	安徽福元	2021/11/15	2021/11/15	1	1	否

富马酸贝达喹啉片	北京福元	2021/12/8	2021/12/8	1	1	否
复方 α -酮酸片	北京福元	2022/11/15	2022/11/15	1	3	否
盐酸帕罗西汀肠溶缓释片	深圳信立泰	2020/8/14	2022/9/19	3	3	否
沙格列汀片	江苏奥赛康	2019/1/17	2022/7/8	5	6	第五批集采
磷酸特地唑胺片	北京福元、南京正大天晴(同时获批)	2023/1/05	2023/1/05	1	2	否
沙格列汀二甲双胍缓释片	北京福元	2023/5/17	2023/5/17	1	1	否

资料来源: 药融云, 浙商证券研究所, 红色表示首仿产品

品种储备: 多元化、首仿策略延续, 开发 110+亿元增量市场。截至 2023 年 6 月, 公司已申报但暂未获批的品种样本医院销售总额达到 23.5 亿元(未放大), 考虑到片剂、乳膏等在低等级医院和三终端使用较多, 假设放大 5 倍, 对应样本医院销售空间约 110+亿元, 其中较大的产品包括磷酸西格列汀片、乳果糖口服溶液等; 从申报品种的过评情况和竞争格局看, 公司延续首仿、多元化立项思路, 大多数品种已过评厂商个数小于 3 家, 我们看好公司新品种上市后带来的收入和利润增量。

表3: 福元医药已申报、暂未获批的品种

CDE 承办日期	药品名称	2022 年样本医院销售额 (万元)	竞争格局	过评公司个数
2023-05-30	丙戊酸钠缓释片 (I)	13,516	赛诺菲 97.4%	0
2023-05-17	阿戈美拉汀片	25,244	豪森 86.5%	1
2023-04-17	尼麦角林片	9,494	龙灯瑞迪 81.6%	1
2023-04-10	琥珀酸亚铁片	6,025	金陵药业 41.2%	2
2023-03-22	美沙拉秦肠溶片	14,567	losan 89.6%	2
2023-03-18	美阿沙坦钾片	21	武田 100%	1 (原研)
2023-03-08	多巴丝肼片	18,018	罗氏 100%	1 (原研)
2023-02-11	丙酸氟替卡松乳膏	7,551	恒安芙林 52.5%	0
2022-12-17	卡泊三醇软膏	3,920	LEO 55.4%	2
2022-11-11	乳果糖口服溶液	40,598	Solvay 67.5%	5
2022-09-29	阿仑膦酸钠片	8,413	Merk 86.5%	2
2022-09-21	西洛他唑片	7,805	大家 84.1%	0
2022-09-08	依折麦布辛伐他汀片	45	MSD 100%	1 (原研)
2022-08-25	夫西地酸乳膏	8,162	澳美制药 86.3%	0
2022-08-10	氟伐他汀钠缓释片	4,641	诺华 99.9%	1
2022-07-11	糠酸莫米松乳膏	5,818	恒安芙林 30.6%	2
2022-06-16	替米沙坦氢氯噻嗪片	1,644	BI 51.9%	1
2022-05-05	磷酸西格列汀片	47,071	Merk 99.9%	10+
2022-04-21	盐酸茶甲唑啉滴鼻液	0		1
2021-01-13	地奈德乳膏	7,427	华邦健康 100%	0
2020-05-10	莫匹罗星软膏	5,481	GSK 70.3%	2

资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

3 中长期：创新升级，器械助力

3.1 原料药配套：稳定供应、强化优势

原料药配套，期待后续在建原料药产能释放，增强一体化竞争优势。根据公司招股书，“公司已具备酮酸系列原料、盐酸曲美他嗪、奥美沙坦酯、盐酸帕罗西汀等原料药量产能力，并针对重点在研仿制品种同步研发对应原料药”。目前公司原料药生产主要由北京福元沧州分公司生产，安徽福元也有部分产能，公司现有的原料药产能约为 70 t/a，在建的原料药项目“高端原料药及中间体项目一期工程慢性肾脏病 α -酮酸钙原料药项目”建设完成后，将达到年产 200 吨原料药的产能。我们认为，未来随着公司原料药配套有助于供应稳定以及成本控制。

表4：福元医药原辅料登记

原料药品种	审评结果	原料药品种	审评结果	原料药品种	审评结果
富马酸贝达喹啉	A	盐酸莫西沙星	A	拉米夫定	A
盐酸帕罗西汀	A	替格瑞洛	A	匹维溴铵	A
沙格列汀	A	瑞格列奈	A	消旋羟蛋氨酸钙	A
麝香草酚	A	辛伐他汀	A	盐酸非索非那定	A
达格列净	A	洛伐他汀	A	酮亮氨酸钙	A
奥美沙坦酯	A	阿托伐他汀钙	A	酮缬氨酸钙	A
丙胺卡因	I	氯沙坦钾	A	酮苯丙氨酸钙	A
罗沙司他	I	替米沙坦	A	消旋酮异亮氨酸钙	A
利多卡因	I	盐酸曲美他嗪	A	盐酸文拉法辛	A
磷酸特地唑胺	I	阿仑膦酸钠	A	盐酸托莫西汀	A
丙戊酸钠	I	丙戊酸	I		

资料来源：药融云，浙商证券研究所

表5：福元医药现有及在建产能情况

		已有制剂产能	建设规模	单位	投资额(万元)
已有制剂产能		片剂	289,720.70	万片	
		软膏剂、乳膏剂、凝胶剂	12,008.00	万支	
		软胶囊剂	24,000.00	万粒	
		溶液剂、糖浆剂、酞剂、喷雾剂	39,999.60	万瓶	
		硬胶囊剂	15,931.00	万粒	
已有医疗器械产能		一次性使用吸氧管	1,329.98	万套	
已有原料药产能	高端原料药项目一期工程	奥美沙坦酯	1.99	t/a	15760
		盐酸曲美他嗪	7	t/a	
		盐酸帕罗西汀	0.99	t/a	
		消旋羟蛋氨酸钙	8.8	t/a	
		酮苯丙氨酸钙	11	t/a	
		酮亮氨酸钙	16.1	t/a	
		酮缬氨酸钙	14.04	t/a	
		酮异亮氨酸钙	10.08	t/a	
在建产能	高端原料药及中间体项目一期工程慢性肾脏病 α -酮酸钙原料药项目	酮缬氨酸钙	45	t/a	12720
		酮苯丙氨酸钙	35	t/a	
		酮亮氨酸钙	55	t/a	
		酮异亮氨酸钙	36	t/a	
		消旋羟蛋氨酸钙	29	t/a	
		高精尖药品产业化建设项目(一期)	590000	万片/万粒	

资料来源：公司公告，环评报告，浙商证券研究所

3.2 技术平台：助力创新升级，期待创新项目进展

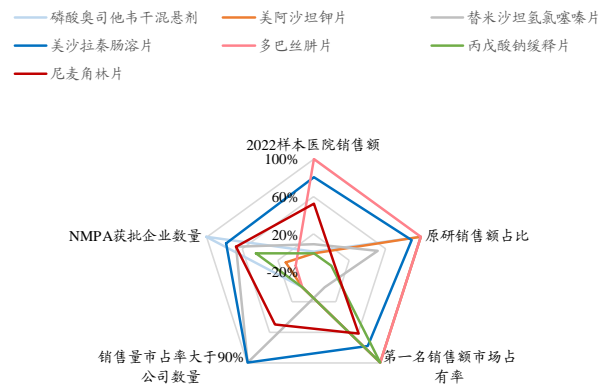
研发费用率提升，看好技术积累及在研项目进展。从在研管线看，截至2022年12月31日，公司仿制药制剂在研项目51个、创新药在研项目5个、医疗器械在研项目4个；从专利申请看，截至2023年6月11日，公司拥有已授权专利506项，其中发明专利194项（含北京福元、万生人和、浙江爱生）；从技术平台看，公司已形成了化学合成技术平台、口服固体制剂技术平台、外用制剂技术平台和医疗器械氧疗技术平台等四大核心技术平台。其中，化学合成技术平台拥有的核心技术包括手性药物合成技术、催化氢化合成技术、连续化生产技术和结晶控制技术；口服固体制剂技术平台拥有核心技术包括缓控释制剂技术、难溶性药物制备技术、多组分药物制剂技术、粉体学控制技术；外用制剂技术平台主要核心技术有乳化分散技术、热熔胶炼合技术和含药微米储库抑晶技术；医疗器械氧疗技术平台通过表面湿化工艺避免入水湿化问题的弊端，相关技术已应用于一次性使用吸氧管等产品。

图11：福元医药四大技术平台

技术平台	生产产品	涉及技术
化学合成技术平台	口服固体制剂技术平台	外用制剂技术平台
主要用于原料药生产	主要用于片剂、胶囊剂、软胶囊剂生产	主要用于生产用于皮肤表面或粘膜的制剂
手性药物合成、催化氢化合成、连续化生产、结晶控制	缓控释制剂、难溶性药物制备、多组分药物制剂、粉体学控制	乳化分散、热熔胶炼合、含药微米储库抑晶技术
		医疗器械氧疗技术平台
		主要用于临床氧疗法
		—

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图12：2022年公司部分在研仿制药竞争格局（标准化处理）



数据来源：Wind 医药库，浙商证券研究所

表6：截至2022年12月公司在研创新药项目

品种名称	适应症	注册分类	进展阶段
FY002 (GLP-1)	糖尿病、非酒精性脂肪性肝炎、肥胖等化药1类		药物发现
N-ER (核酸类目)	-	化药1类	药物发现
P-ER (蛋白降解类项目)	-	化药1类	药物发现

资料来源：福元医药招股说明书，浙商证券研究所

3.3 器械：临床护理+家用医疗器械，发展可期

医疗器械应用前景逐渐扩大，发展可期。根据公司年报，2022年公司医疗器械产品收入1.98亿元，同比增长9.3%、收入占比6.1%。公司医疗器械产品以临床护理产品为主，家用医疗产品为辅。根据国家药品监督管理局，截至2023年5月，公司的医疗器械产品种类有19项，在研项目4个。从产品角度看，公司主要产品包括一次性使用吸氧管、鼻用空气净化器、尿动力监控仪等加湿吸氧装置，用于治疗低氧血症和有低氧血症风险的患者，我们认为，随着未来老龄人口占比提升，公司产品的应用前景将逐渐扩大，市场容量增长带动公司收入和利润增长。

表7: 福元医药医疗器械产品注册/备案表

产品名称	注册号/备案号	监管类别	有效期至	适用范围
一次性使用压力传感器(膀胱压力)	京械注准20162070092	II类	2025/12/30	产品配合尿动力监控仪使用,用于留置导尿患者在治疗中及治疗后阶段,采集膀胱压力
一次性使用压力传感器(直肠压力)	京械注准20162070091	II类	2025/12/30	产品配合尿动力监控仪使用,用于留置导尿患者在治疗中及治疗后阶段,采集直肠压力
鼻用空气过滤器	京械注准20182660024	II类	2023/1/23	通过阻隔致病性微生物及其他颗粒性过敏物质进入鼻腔作用,缓解因过敏性鼻炎引发的相关症状
一次性使用吸氧面罩	京械注准20152560061	II类	2024/7/25	产品适用于吸氧时氧源与吸氧者之间的氧气直接输送或湿化后输送
一次性使用吸氧管	京械注准20142560086	II类	2024/7/25	产品适用于吸氧时氧源与吸氧者之间的氧气直接输送或湿化后输送
医用一次性防护服	京械注准20202140071	II类	2025/3/6	供临床医务人员在工作时接触到的具有潜在感染性的患者血液、体液、分泌物、空气中的颗粒物提供阻隔、防护用
尿动力监控仪	京械注准20162070079	II类	2025/12/30	尿动力监控仪 OT-UD-I、V型用于留置导尿患者在治疗中及治疗后阶段,测量膀胱压力、直肠压力及控制尿液引流,通过测量膀胱内的静水压力,从而监测腹腔内压力; OT-UD-II、VI型用于留置导尿患者在治疗中及治疗后阶段,测量膀胱压力、直肠压力、尿量、留置导尿尿流率及控制尿液引流,通过测量膀胱内的静水压力,从而监测腹腔内压力; OT-UD-III型用于留置导尿患者在治疗中及治疗后阶段,测量膀胱压力及控制尿液引流,通过测量膀胱内的静水压力,从而监测腹腔内压力; OT-UD-IV型用于留置导尿患者在治疗中及治疗后阶段,测量膀胱压力、尿量、留置导尿尿流率及控制尿液引流,通过测量膀胱内的静水压力,从而监测腹腔内压力
医用微网雾化器	京械注准20212080109	II类	2026/3/9	用于对液态药物进行雾化,并通过患者吸入,起到预期的治疗效果
一次性使用雾化器(微网)	京械注准20212080110	II类	2026/3/11	本产品与医用微网雾化器配合使用,用于对液态药物进行雾化,并通过患者吸入,起到预期的治疗效果
动态尿量监测仪	京械注准20212070544	II类	2026/10/31	动态尿量监测仪用于留置尿管尿患者,对患者排尿量监测和尿流率检测
一次性使用吸氧面罩	京械注准20152560061	II类	2024/7/25	适用于吸氧时氧源与吸氧者之间的氧气直接输送或湿化后输送
腹内压尿量数据管理软件	京械注准20222210451	II类	2027/10/31	用于腹内压(膀胱压)、直肠压、尿量、尿流率数据的集中显示、数据管理、回放、报告
负压引流接管	京通械备20160029号	I类	-	用于向外引出并收集体内液体
浮标式氧气吸入器	京通械备20160026号	I类	-	用于急救给氧和缺氧病人氧气吸入
负压引流器	京通械备20160027号	I类	-	用于向外引出并收集体内液体
集尿袋	京通械备20160025号	I类	-	用于向外引出并收集体内液体
数字集尿袋	京通械备20200024号	I类	-	用于留置导尿患者,用于向外引出并收集体内液体。本产品目前没有发现禁忌症
数字抗返流引流袋	京通械备20210058号	I类	-	用于与插入体内的引流导管相连接,向外引出并收集体内液体
医用降温贴	京大械备20140005号	I类	-	用于物理退热、冷敷理疗。仅用于闭合性软组织

资料来源:福元医药招股说明书,国家药品监督管理局,浙商证券研究所

表8: 公司医疗器械在研产品

在研产品	分类	治疗领域	研发进展
生理性海水鼻腔喷雾	二类医疗器械	鼻腔清洗	完成样品研发
腹内压尿量数据管理软件	二类医疗器械	软件处理对患者病理数据进行处理,包括:腹内压(膀胱压)、尿量	已完成体系考核、提交发补资料
小伤口处理包	二类医疗器械	小伤口	完成样品研发
一次性使用测压导尿管	二类医疗器械	对患者进行尿液引流并对患者的膀胱压力进行监测	完成样品选型

资料来源:福元医药招股说明书,浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

综合上文分析，我们对公司不同业务板块主要产品进行拆分和分析：

制剂业务：我们结合集采中标品种以及非集采品种等不同产品的放量节奏，根据公司招股说明书中披露近三年销量及单价变化，结合产品在样本医院销售情况，分别对量&价进行假设，预测主要制剂产品增速，综合看 2022-2025 年公司制剂业务收入 CAGR 约 10.9%，重点品类看：

- **心血管类：**我们预计氯沙坦钾氢氯噻嗪片未在第八批集采中标可能对公司 2023-2024 年收入增长有影响，我们假设该产品降价且市占率下降，但考虑到新中标的依折麦布片贡献增量、奥美沙坦酯片等销量增长、新产品陆续上市，我们预计 2023 年心血管类收入下降 10-15%，2022-2025 年收入 CAGR 约为 6.6%。
- **糖尿病类：**我们认为第四批集采已对公司主要产品的销售价、市场推广等产生影响，考虑到新产品上市节奏和大品种的潜在增量，暂不考虑增量中标，我们预计该品类 2022-2025 年收入 CAGR 约为 17.3%。
- **皮肤病类：**从公司已上市/申报上市的品种看，我们认为该品类用药受集采的影响相对较小，我们预计新产品如夫西地酸乳膏等渠道下沉空间大、竞争格局好、总市场空间较大、过评企业少，我们看好该品类新产品上市后的增量，我们预计 2022-2025 年收入 CAGR 为 13.2%。

医疗器械板块：公司医疗器械主要产品为一次性使用吸氧管，我们根据公司招股说明书中披露近三年销量及单价变化，对量&价进行假设，综合看 2022-2025 年公司医疗器械业务收入 CAGR 在 9-10%。

利润率方面：毛利率方面，考虑到集采产品对公司 2023-2024 年收入的影响，我们假设 2023 年药品毛利率有所下降，随着皮肤科等新产品上市，我们预计药品毛利率有所提升；此外我们假设器械的毛利率基本稳定、取 2020-2022 年毛利率平均值，在这样的假设下，我们预计 2023-2025 年公司综合毛利率先降后升、基本稳定。费用率方面，考虑到集采品种影响，我们假设销售费用率有所下降、研发费用率基本稳定，在这样的假设下，我们预计 2023-2025 年公司净利率有所提升。

表9：公司部分业务拆分及收入预测（单位：百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
制剂业务收入	2,646	3,031	3,192	3,640	4,130
yoy	13.8%	14.6%	5.3%	14.0%	13.5%
占收入比例	93.2%	93.5%	93.1%	93.4%	93.6%
毛利率	71.3%	69.9%	69.1%	69.3%	69.4%
其中：心血管系统	872	1,047	920	1,083	1,268
yoy	2.3%	20.2%	-12.2%	17.7%	17.1%
其中：糖尿病类	343	419	503	592	676
yoy	95.5%	22.1%	20.0%	17.8%	14.0%
其中：消化系统类	290	377	452	514	587
yoy	48.0%	30.3%	19.7%	13.9%	14.1%
其中：皮肤病类	278	307	347	393	446
yoy	6.9%	10.4%	13.0%	13.2%	13.4%
其中：精神神经系统类	188	146	172	195	222
yoy	14.7%	-22.3%	17.7%	13.5%	13.6%
医疗器械业务收入	181	198	219	239	261
yoy	-2.9%	9.3%	10.7%	9.1%	9.2%
占收入比例	6.4%	6.1%	6.4%	6.1%	5.9%
毛利率	48.0%	44.9%	46.8%	46.5%	46.1%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

4.2 相对估值

综合上述分析，我们预计公司 2022-2025 年收入 CAGR 为 10.8%、归母净利润 CAGR 为 15%，2023-2025 年 EPS 分别为 1.03、1.2 和 1.39 元/股，2023 年 6 月 12 日收盘价对应公司 2023 年 PE 为 16.5 倍，低于可比公司平均。我们看好公司在差异化立项、首仿策略下，存量制剂集采影响下降、特色制剂陆续上市，支撑收入和利润稳健增长、营运效率持续改善，首次覆盖给予“增持”评级。

表10: 可比公司估值情况

代码	重点公司	现价		EPS					PE			评级
		2023-6-12	2022A	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E		
003020.SZ	立方制药	41.8	1.71	1.74	2.24	2.87	29.1	24.0	18.7	14.5	无评级	
002940.SZ	昂利康	18.6	0.92	2.15	2.59		27.7	8.7	7.2		无评级	
688513.SH	苑东生物	54.2	2.05	2.21	2.82	3.64	25.6	24.5	19.2	14.9	增持	
300630.SZ	普利制药	20.2	0.96	1.12	1.34	1.59	22.1	18.0	15.0	12.7	增持	
	平均						26.2	18.8	15.0	14.0		
601089.SH	福元医药	17.0	0.91	1.03	1.20	1.39	17.5	16.5	14.1	12.2	增持	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：苑东生物、普利制药 2023-2025 年 EPS 来自于浙商医药团队估计，其他公司 EPS 来自于 Wind 一致预期

5 风险提示

集采品种续约丢标/降价风险：公司部分品种集采期满，面临各省重新招标采购，若在部分省份续约丢标/降价将导致业绩下滑；

产品研发、注册及放量进度不及预期风险：公司新药研发难度较大、技术要求高、周期长，研发结果及放量节奏具有不确定性；

药品质量风险：药品的质量和最终疗效取决于原材料采购、制剂生产、运输、贮存和使用等多个环节。若出现产品质量问题甚至造成医疗事故，给公司经营产生不利影响。

6 附录

表11: 福元医药集采品种中标情况

品种	集采批次	规格包装	最小制剂单位价格(元)	采购量(万片/万支)	时间
奥美沙坦酯片	第二批	20mg*7片/板/盒	1.75	589.272	21/1/2020
	第二批	20mg*10片/板/盒	1.73	589.272	21/1/2020
	第二批	20mg*7片/板*2板/盒	1.7	589.272	21/1/2020
盐酸曲美他嗪片	第三批	20mg*30片/板/盒	0.12	9351.90416	24/8/2020
	第三批	20mg*30片/板*2板/盒	0.12	9351.90416	24/8/2020
	第三批	4mg*10片/板*2板/盒	0.64	474.4808	24/8/2020
孟鲁司特钠咀嚼片	第三批	4mg*10片/板/盒	0.66	474.4808	24/8/2020
	第三批	5mg*10片/板*2板/盒	0.76	566.39896	24/8/2020
	第三批	5mg*10片/板/盒	0.78	566.39896	24/8/2020
格列齐特缓释片	第四批	30mg*30片/板*2板/盒	0.61	10229.72538	8/2/2021
替米沙坦片	第四批	40mg*7片/板*4板/盒	0.46	12477.4788	8/2/2021
	第四批	80mg*7片/板*2板/盒	0.8	2539.52408	8/2/2021
瑞格列奈片	第四批	500μg*15片/板*4板/盒	0.14	12970.11156	8/2/2021
	第四批	1mg*15片/板*2板/盒	0.24	16317.40992	8/2/2021
盐酸文拉法辛缓释胶囊	第五批	75mg*7粒/板*2板/盒	2.56	1565.62776	28/6/2021
盐酸帕罗西汀片	扩面带量采购	20mg*20片/盒	0.88		7/12/2021
依折麦布片	第七批集采	10mg*10片/板*1板/盒	1.332	1617.7648	18/7/2022
	第七批集采	10mg*10片/板*2板/盒	1.2985	1551.86448	18/7/2022

资料来源: 药融云, 浙商证券研究所

表12: 福元公司 GMP 认证

持证人	证书编号	生产地址	认证范围	有效期
北京福元	BJ20190090	北京市通州区通州 经济开发区广源东 街8号	片剂、硬胶囊剂(口服固体制剂1车间)	2025/02/12
万生药业	BJ20170290		原料药(酮苯丙氨酸钙、酮缬氨酸钙、酮亮氨酸钙、消旋酮异亮氨酸钙、消旋羟蛋氨酸钙、奥美沙坦酯、盐酸帕罗西汀)	2022/09/28
	BJ20180335	河北省沧州市临港经济 技术开发区	原料药(盐酸曲美他嗪)	2023/05/22
	BJ20180359		原料药(盐酸文拉法辛、匹维溴铵、瑞格列奈)	2023/10/31
	BJ20180337		片剂、硬胶囊剂(口服固体制剂2车间)	2023/07/04
安徽福元	AH20170421		溶液剂(外用)(A区制剂车间)	2022/12/18
	AH20190575	安徽省宣城市经济 技术开发区	乳膏剂、软膏剂(含激素类)、溶液剂(外用,含激素类)(制剂车间B区)、片剂、硬胶囊剂、酞剂、口服溶液剂、糖浆剂(含中药提取)	2024/03/03
	AH20190613		酞剂(激素类)、颗粒剂、凝胶剂	2024/06/10
浙江爱生	ZJ20190034	杭州经济技术开发 区2号大街8号	软胶囊剂(激素类)	2024/03/17

资料来源: 福元医药招股说明书, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,372	3,694	4,406	5,213
现金	2,541	2,893	3,478	4,193
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	396	425	500	547
其它应收款	4	4	5	5
预付账款	18	22	25	28
存货	339	346	394	437
其他	74	3	3	3
非流动资产	949	961	959	952
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	675	680	680	675
无形资产	143	143	143	143
在建工程	47	54	52	50
其他	85	85	85	85
资产总计	4,322	4,655	5,364	6,165
流动负债	1,053	1,083	1,214	1,346
短期借款	40	40	40	40
应付款项	144	153	175	187
预收账款	0	0	0	0
其他	869	890	999	1,119
非流动负债	90	90	90	90
长期借款	17	17	17	17
其他	73	73	73	73
负债合计	1,143	1,173	1,304	1,436
少数股东权益	5	6	7	8
归属母公司股东权益	3,174	3,477	4,054	4,721
负债和股东权益	4,322	4,655	5,364	6,165

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	660	612	642	772
净利润	439	496	578	669
折旧摊销	84	68	72	77
财务费用	6	1	1	1
投资损失	(3)	(3)	(4)	(4)
营运资金变动	118	50	(8)	23
其它	16	0	2	7
投资活动现金流	(31)	(67)	(56)	(56)
资本支出	(135)	(70)	(60)	(60)
长期投资	0	0	0	0
其他	103	3	4	4
筹资活动现金流	1,494	(193)	(1)	(1)
短期借款	(30)	0	0	0
长期借款	10	0	0	0
其他	1,514	(193)	(1)	(1)
现金净增加额	2,123	352	585	715

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,240	3,428	3,898	4,413
营业成本	1,029	1,113	1,257	1,417
营业税金及附加	37	39	44	50
营业费用	1,359	1,370	1,538	1,719
管理费用	132	137	156	177
研发费用	240	257	292	331
财务费用	(28)	(20)	(15)	(8)
资产减值损失	(11)	(13)	(15)	(20)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	3	3	4	4
其他经营收益	15	14	16	18
营业利润	477	541	633	733
营业外收支	9	10	10	10
利润总额	486	551	642	743
所得税	47	55	64	74
净利润	439	496	578	669
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	438	495	577	667
EBITDA	529	592	695	811
EPS (最新摊薄)	0.91	1.03	1.20	1.39

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	14.18%	5.81%	13.71%	13.20%
营业利润	32.24%	13.42%	17.01%	15.88%
归属母公司净利润	39.43%	12.78%	16.70%	15.64%
获利能力				
毛利率	68.23%	67.55%	67.75%	67.90%
净利率	13.53%	14.42%	14.80%	15.12%
ROE	13.81%	14.22%	14.24%	14.14%
ROIC	12.19%	13.07%	13.41%	13.63%
偿债能力				
资产负债率	26.45%	25.20%	24.31%	23.29%
净负债比率	35.96%	33.68%	32.12%	30.37%
流动比率	3.20	3.41	3.63	3.87
速动比率	2.86	3.07	3.28	3.52
营运能力				
总资产周转率	1.00	0.76	0.78	0.77
应收账款周转率	8.82	9.19	10.20	10.21
应付账款周转率	7.53	7.50	7.66	7.83
每股指标(元)				
每股收益	0.91	1.03	1.20	1.39
每股经营现金	1.37	1.27	1.34	1.61
每股净资产	6.61	7.24	8.45	9.84
估值比率				
P/E	18.62	16.51	14.15	12.24
P/B	2.57	2.35	2.01	1.73
EV/EBITDA	9.33	9.12	6.92	5.05

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>