



买入 (首次)

所属行业: 医药生物
当前价格(元): 45.48

证券分析师

陈铁林

资格编号: S0120521080001

邮箱: chentl@tebon.com.cn

陈进

资格编号: S0120521110001

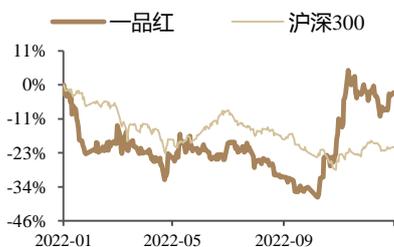
邮箱: chenjing3@tebon.com.cn

张俊

资格编号: S0120522080001

邮箱: zhangjun6@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	17.63	10.54	42.23
相对涨幅(%)	10.08	-0.21	27.07

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

一品红(300723.SZ): 行稳致远, 深耕儿童慢性病药细分市场

投资要点

- 投资逻辑: 1) 行稳致远, 以研发创新深耕细分市场:** 公司产品管线丰富, 依托三大技术平台形成覆盖面广、重点突出、阶梯化储备完善。截至 2022H1, 公司共有 161 个药品注册批件, 其中国家医保品种 68 个、国家基药品种 21 个、国家中药保护品种 2 个; **2) 加速发力广阔儿科市场, 独家产品前景可期:** 公司儿童药产品结构丰富, 重点发力呼吸抗感染等儿童药核心市场。盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片是公司 10 亿级规模的拳头产品, 二级以上医院覆盖率已高达 19.43%。芬香清解口服液为儿童专用抗病毒药物, 获诸多新冠及流感指南及共识推荐; **3) 市场持续高景气, 研发成果转化有望成催化剂:** 公司在研高尿酸血症&痛风创新药物 AR882 为治疗高尿酸血症及痛风的一线用药, 临床研究成果表现优异。
- 行稳致远, 以研发创新深耕细分市场: 1) 公司产品管线丰富, 依托三大技术平台形成覆盖面广、重点突出、阶梯化储备完善:** 截至 2022H1, 公司共有 161 个药品注册批件, 其中国家医保品种 68 个、国家基药品种 21 个、国家中药保护品种 2 个; **2) 研发投入逐步提升, 股权激励稳固人才队伍:** 公司重视研发创新实力提升, 研发团队由资深科学家领衔, 进行过四次股权激励方案以保证核心人才队伍, 2022 年新发布激励计划中设定解锁条件为 2023-2026 年增长率 25%、56%、103% 和 165% 较高解锁条件, 彰显长期发展信心。
- 加速发力广阔儿科市场, 独家产品前景可期: 1) 儿童用药关乎国家战略, 审评支付端格局改善催生广阔市场:** 我国儿童人口基数大, 但儿童用药相对紧缺。国家重视儿童健康, 陆续发布相关政策保证儿童用药安全、支持行业发展, 近年来儿童药审评加速、支付端格局良好, 市场规模超千亿级; **2) 公司儿童药产品结构丰富, 重点发力呼吸抗感染等儿童药核心市场:** 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片是公司近 10 亿级规模的拳头产品, 二级以上医院覆盖率已高达 19.43%。芬香清解口服液为儿童专用抗病毒药物, 获诸多新冠及流感指南及共识推荐, 2022Q3 单季度增速超 88%; **3) 儿科用药在研管线丰富, 儿童疫苗有望打开新增长点。**
- 慢性病市场持续高景气, 研发成果转化有望成催化剂: 1) 公司慢性病产品组合全面, 在研管线丰富:** 截止 2022H1, 公司拥有慢病药注册批件 44 个, 涵盖心脑血管疾病、肾脏疾病、消化系统疾病、肝病等慢性疾病主要治疗领域。2022H1 营收受疫情及医保政策影响, Q3 影响已有所消化; **2) 公司在研高尿酸血症&痛风创新药物 AR882 为治疗高尿酸血症及痛风的一线用药, 临床研究成果表现优异:** AR882 在临床试验结果中表现出了优秀的疗效、药代动力学和安全性, 同时用药安全性高, 克服了目前尿酸促排药物雷西纳德和苯溴马隆肝肾毒性高的缺点。
- 盈利预测与估值:** 公司坚持深耕慢性病及儿童药广阔市场, 坚守研发创新, 持续推动成果转化, 有望凭借已经构筑核心产品竞争优势稳固市场地位, 同时带动后续产品入院放量。我们认为, 在国家政策支持儿童药发展的背景下, 公司各优势产品有望持续带来不断增长的业绩贡献, 助力公司在未来释放亮眼业绩。预计 2022-2024 年公司营收分别为 23.1/29.4/37.2 亿元、归母净利润分别为 3.0/4.0/5.3 亿元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 产品降价风险, 行业竞争加剧的风险, 核心技术及业务人员流失风险

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	288.48		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	132.19	营业收入(百万元)	1,675	2,199	2,310	2,938	3,718
52 周内股价区间(元):	22.34-46.10	(+/-)YOY(%)	2.3%	31.3%	5.0%	27.2%	26.6%
总市值(百万元):	13,120.19	净利润(百万元)	226	307	298	399	528
总资产(百万元):	4,101.22	(+/-)YOY(%)	57.0%	36.0%	-3.0%	34.2%	32.2%
每股净资产(元):	7.11	全面摊薄 EPS(元)	0.78	1.07	1.03	1.38	1.83
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	82.4%	85.5%	83.6%	85.1%	86.1%
		净资产收益率(%)	15.2%	16.4%	14.1%	16.5%	18.7%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 一品红：行稳致远，以研发创新深耕细分市场.....	6
1.1. 发力儿科及慢性病优势领域，三大技术平台打造丰富产品与在研管线.....	7
1.2. 研发投入逐步提升，股权激励稳固人才队伍.....	8
2. 儿科：加速发力广阔儿科市场，独家产品前景可期.....	10
2.1. 儿童用药关乎国家战略，审评支付端格局改善催生广阔市场.....	10
2.1.1. 我国儿童用药较为紧缺，政策鼓励驱动行业加速发展.....	10
2.1.2. 儿童用药市场规模已达千亿级别，呼吸及消化占主要份额.....	12
2.2. 公司儿童药产品组合丰富，呼吸领域重点产品优势明显.....	13
2.2.1. 化学制剂：独家产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片销售规模超5亿级.....	14
2.2.2. 中成药：广受指南及共识推荐，发力儿童流感及新冠大市场.....	17
2.3. 儿科用药在研管线丰富，儿童疫苗有望打开新增长点.....	19
3. 慢性病：市场持续高景气，研发成果转化有望成催化剂.....	21
3.1. 强研发团队领头推进痛风药研发，临床结果优异.....	23
4. 盈利预测与估值.....	25
5. 风险提示.....	26

图表目录

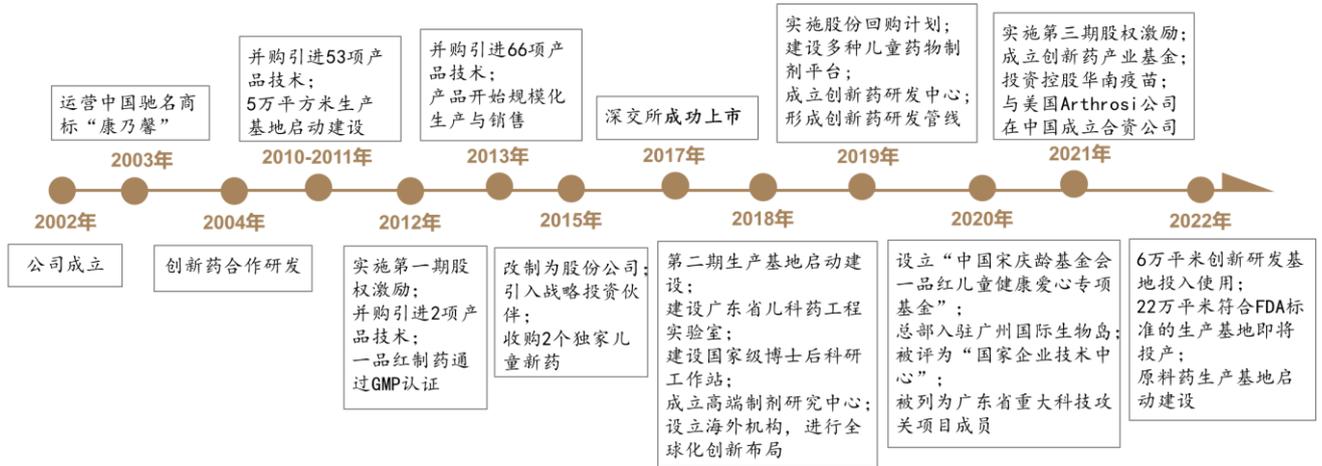
图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司股权结构图 (截至 2022 年 9 月 30 日)	6
图 3: 公司三大创新品牌和管线情况 (截至 2022H1)	7
图 4: 公司营业收入情况 (左轴: 营业收入; 右轴: 同比增速)	7
图 5: 公司归母净利润情况 (左轴: 营业收入; 右轴: 同比增速)	7
图 6: 公司收入拆分情况 (亿元)	8
图 7: 2021 年公司收入构成 (亿元)	8
图 8: 公司分项目毛利率情况	8
图 9: 公司期间费用率情况	8
图 10: 公司研发团队人员数量	9
图 11: 公司研发投入情况	9
图 12: 公司四次股权激励的主要内容	9
图 13: 2022 年公司股权激励解锁条件	9
图 14: 2020 年中国儿童药品的种类占药物总量的比例 (%)	10
图 15: 医疗机构儿童基本药物配备率 (%)	10
图 16: 中国优先审评中儿童用药的情况	11
图 17: 中国优先审评中儿童用药占比 (%)	11
图 18: 儿童用药总费用构成 (2013-2017)	12
图 19: 2017 年小儿肺热咳喘颗粒进入医保后放量情况	12
图 20: 中国儿童药物市场规模及增速	12
图 21: 儿童常见疾病 (0~14 岁儿童)	13
图 22: 2018 年儿童用药分类以及市场份额占比	13
图 23: 公司儿童药营业收入及毛利率情况 (亿元, %)	14
图 24: 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片产品图片	15
图 25: 产品的基本情况	15
图 26: 细菌结构与抗菌药物作用示意图	15
图 27: 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片的核心竞争优势	16
图 28: 盐酸克林霉素棕榈酸酯给药剂型与年龄的关系	16
图 29: 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片产品销售情况	17
图 30: 芬香清解口服液产品示意图	18
图 31: 芬香清解口服液被纳入指南及共识情况	18
图 32: 芬香清解口服液与奥司他韦退烧时间对比	18

图 34: 我国居民的慢性病负担.....	21
图 35: 中国慢性病管理市场总规模.....	21
图 36: 公司慢性病药营业收入及毛利率情况 (亿元, %)	23
图 37: 痛风控制情况分布	23
图 38: 确诊高尿酸血症或痛风的渠道.....	23
图 39: 服药后平均血清尿酸浓度变化.....	23
表 1: 公司创新研发团队情况.....	9
表 2: 儿童药相关政策梳理	10
表 3: 公司主要儿童药品种及优势概况 (截至 2022H1)	13
表 4: 儿童药市场竞争格局 (2021 年)	17
表 5: 公司儿童药领域的在研管线情况	19
表 6: 公司主要慢病药品种及优势概况 (截至 2022H1)	21
表 7: 公司慢性病在研管线 (截止 2022H1)	22
表 8: 全球 URAT1 抑制剂临床在研药物数据	24
表 9: 公司收入预测拆分 (百万元)	25
表 10: 可比公司估值表.....	25

1. 一品红：行稳致远，以研发创新深耕细分市场

公司成立于2002年，已发展为聚焦儿童药和慢病药领域的医药创新型企业。公司成立于2002年，于2017年11月上市，是一家聚焦儿童药和慢病药领域、集研发、生产、销售为一体的创新型生物医药企业。公司组建了全球资深科学家领衔的超260人研发团队，形成成熟完备的研发体系。截至2022H1，公司共有161个药品注册批件，其中国家医保品种68个、国家基药品种21个、国家中药保护品种2个，儿科代表产品芬香清解口服液和馥感淋口服液被纳入十三五国家科技重大专项。获“2021年中国化药研发综合实力100强”等荣誉。

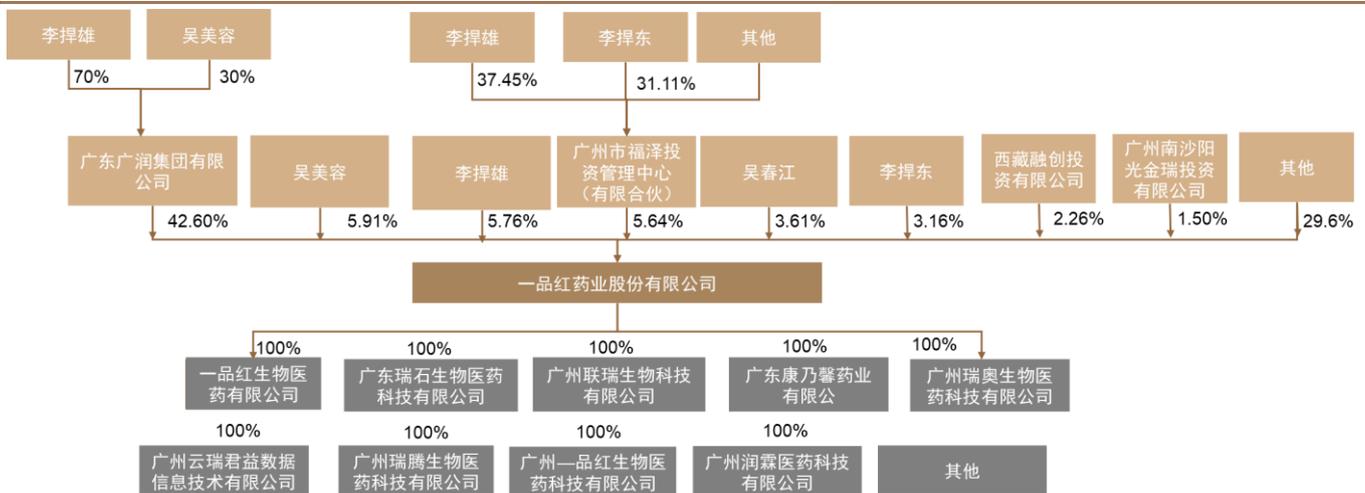
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

公司股权结构清晰稳定，股权激励彰显长期发展信心。根据公司公告及Wind，广东广润、吴美容、李捍雄是公司前三大股东，其中李捍雄与吴美容系夫妻关系，李捍东与李捍雄系兄弟关系，吴美容与吴春江系姐弟关系，李捍雄与吴美容合计持有公司股权的50%以上，股权结构清晰稳定。2021年，公司发布第二期限制性股票激励计划，其中第一个解锁条件已完成并于2022年6月解禁。我们认为，公司实控人稳定，同时以股权激励计划提高员工积极性，彰显长期发展信心。

图2：公司股权结构图（截至2022年9月30日）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

1.1. 发力儿科及慢性病优势领域，三大技术平台打造丰富产品与在研管线

公司产品管线丰富，依托三大技术平台形成覆盖面广、重点突出、阶梯化储备完善的战略格局。公司专注于药品的研发、生产、销售，产品类别涵盖化药、中药、生物疫苗等多品类。在强研发团队的支持下，公司以儿童药、慢病药、生物基因疫苗三大创新技术研发平台为依托，构建起以儿童药产品、慢病药产品为核心，生物基因疫苗产品为延伸的产品管线，全面覆盖多种临床需求迫切的常见疾病，以研发创新优势巩固竞争护城河。

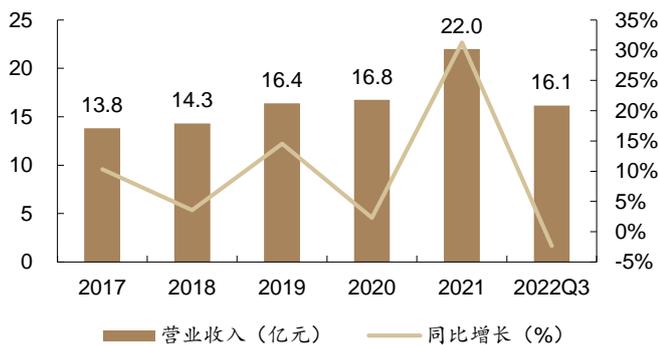
图 3：公司三大创新品牌和管线情况（截至 2022H1）



资料来源：公司公告，德邦研究所

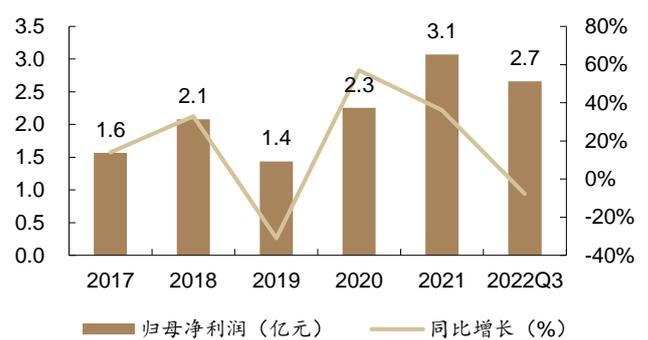
公司近年业绩实现稳定增长，2022 年前三季度受疫情影响有所波动。2021 年，公司实现收入 22.0 亿元，对应 2017-2021 年 CAGR 为 12.4%；实现归母净利润 3.1 亿元，对应 2017-2021 年 CAGR 为 18.3%。2022 年前三季度受疫情影响收入、归母净利润增速有所下滑，但 2022Q3 单季度营收已重回同比正增长态势，我们认为，2022 全年营收有望随四季度复苏有所回升。

图 4：公司营业收入情况（左轴：营业收入；右轴：同比增长）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 5：公司归母净利润情况（左轴：营业收入；右轴：同比增长）

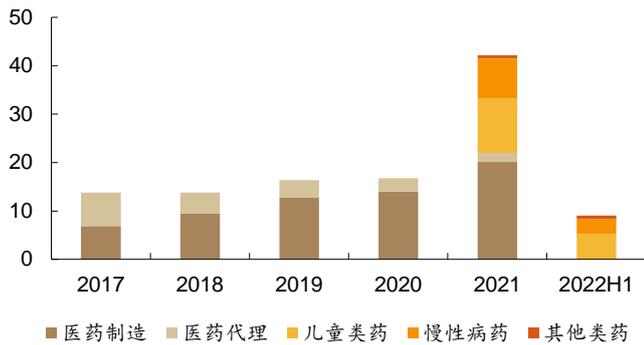


资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

医药制造是主要收入贡献来源，2022 年前三季度重点产品保持稳定增长。2021-2022H1，公司的收入结构中，医药制造占据 90% 以上比例，是公司收入的主要贡献来源。儿童药产品、慢病药产品为公司的核心优势领域，2021 年儿童类药、慢性病药分别占据医药制造收入的 56.1%、40.9%。2022 年前三季度，在疫情影响下医药制造业务实现收入 15.7 亿元，同比增长 4.98%，重点产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、芬香清解口服液分别实现营业收入 7.65 亿、0.40 亿，同比

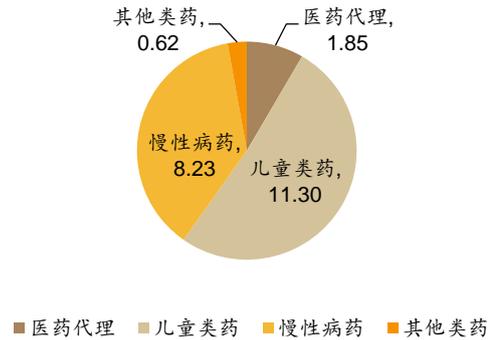
增长 19.44%、88.68%，医药制造板块持续为公司带来稳定的收入贡献。

图 6：公司收入拆分情况（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

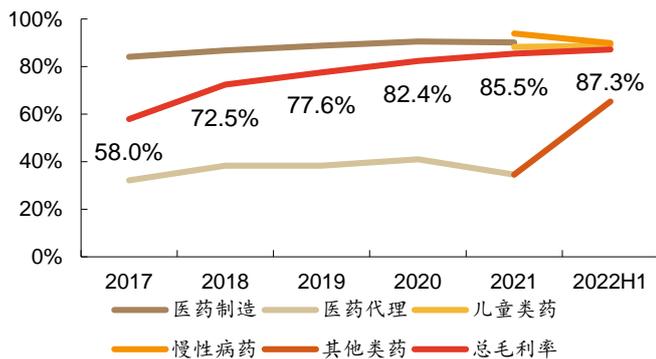
图 7：2021 年公司收入构成（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

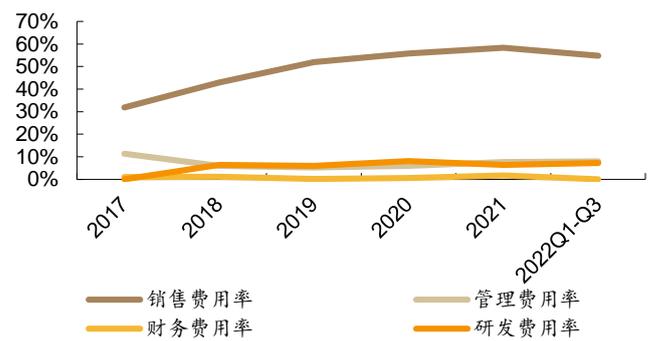
受益于自主产品占比提升，公司近年毛利率持续提升。受益于高毛利的自主产品占比上升，公司毛利率由 2017 年的 58% 稳步增长至 2021 年的 85.5%，提升明显。费用端层面，公司近年来持续开展市场建设，2022H1 新开发各类别医院终端 5,310 家，致使销售费用率有所爬升。

图 8：公司分项目毛利率情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 9：公司期间费用率情况

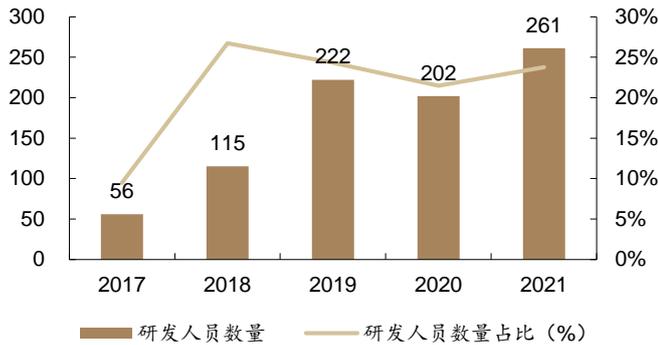


资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所
注：2017 年管理费用包括研发费用

1.2. 研发投入逐步提升，股权激励稳固人才队伍

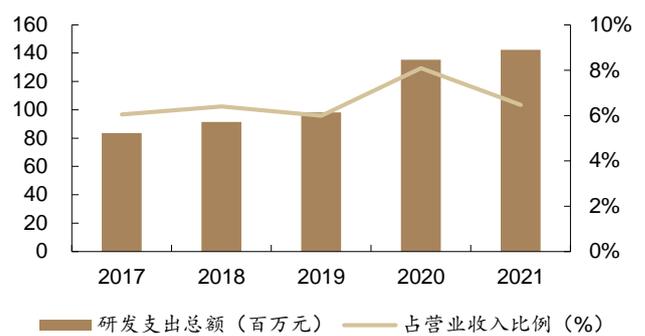
研发投入持续提升，人才队伍规模稳步扩张。近年来，公司持续保持研发投入以保持核心竞争力，提升创新实力。2021 年，公司研发支出总额达 1.42 亿元，占营业收入比例为 6.5%；研发人员数量达 261 人，占总员工数量 23.8%，占比呈现稳步增长的态势。在持续的研发投入下，公司已建有国家企业技术中心、国家级企业博士后科研工作站、广东省儿科药工程实验室、广东省企业技术中心、广东省生化制剂工程技术研究中心等综合性基础研究平台，为公司夯实研发实力、推动研发创新奠定了稳固的基础。

图 10: 公司研发团队人员数量



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 11: 公司研发投入情况



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

公司重视研发创新实力提升, 研发团队由资深科学家领衔。公司重视研发创新为主要竞争优势, 核心研发管线的团队均由全球资深科学家领衔, 为公司研发团队提供带头作用。此外, 公司持续推动全球化核心人才的引进、在各领域打造专业的技术顾问团队, 持续优化研发创新机制, 巩固研发团队的创新实力。

表 1: 公司创新研发团队情况

姓名	任职情况	履历
Wenqian Yang 博士	首席科学家	<ul style="list-style-type: none"> 中国协和医科大学药物化学博士 东京大学日本学术振兴会博士研究员 IRIX Pharmaceuticals (被 ThermoFisher 收购) 资深研究员
Tao Peng 博士	首席科学家	<ul style="list-style-type: none"> 宾西法尼亚大学病毒学博士后 重组蛋日疫苗研发专家 曾任国家科技重大专项课题负责人
Changchun Cheng 博士	首席科学家	<ul style="list-style-type: none"> 麻省理工学院有机化学博士 原默克、先灵葆雅项目负责人 Rutgers University 有机化学博士
Shunqi Yan 博士	首席科学家	<ul style="list-style-type: none"> 专长于新药设计、药化和生产, 是 2 个 FDA 批准上市肿瘤首创药物及多个临床药物设计和发现的重要参与者, 其参与开发的 Idhifa 荣获 2018 年 Prix Galien 美国最佳药物产品奖 瑞安博董事

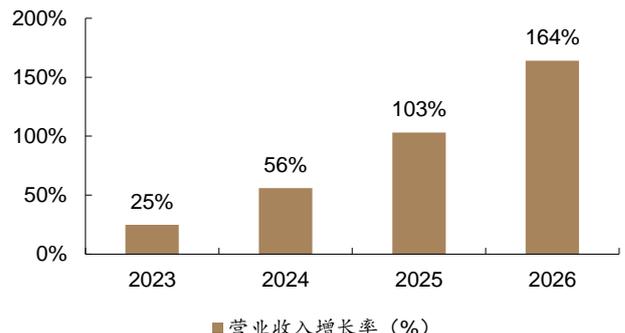
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

股权激励稳固人才团队, 彰显长期业绩发展信心。在持续增长的研发投入外, 2018-2022 年间公司已累计发布三次股权激励方案。2022 年 11 月新发布《2022 年股票期权与限制性股票激励计划(草案)》中, 计划授予 288 名员工合计权益总数 528.10 万股, 设定解锁条件为以 2021 年营业收入为基数, 2023-2026 年增长率分别不低于 25%、56%、103% 和 164%。我们认为, 公司推动关键核心技术骨干通过股权激励的持有股票并设置高解锁条件, 有助于保证人才队伍稳定, 也彰显长期发展决心。

图 12: 公司四次股权激励的主要内容



图 13: 2022 年公司股权激励解锁条件



资料来源：公司公告，德邦研究所

资料来源：公司公告，德邦研究所

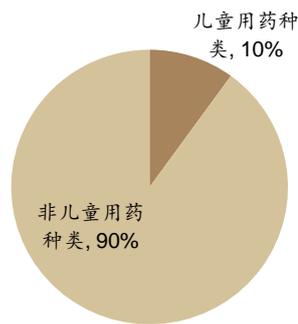
2. 儿科：加速发力广阔儿科市场，独家产品前景可期

2.1. 儿童用药关乎国家战略，审评支付端格局改善催生广阔市场

2.1.1. 我国儿童用药较为紧缺，政策鼓励驱动行业加速发展

我国儿童人口基数大，但儿童用药相对紧缺。根据 2020 年世界各国儿童（14 岁及以下）人口总数统计，全世界儿童人口约为 19.76 亿，我国儿童人口占 12.6%。由于儿童肝脏、肾脏等重要器官功能尚不完全，对药物的吸收、代谢与成人有所不同，致使儿童用药不良反应高，发展儿童专用药尤为重要。而长期以来，由于研发成本高、定价机制不完备等因素，我国儿科用药品种较为匮乏，多数临床药品没有儿童专用剂型，儿童基本药物短缺现象普遍存在。根据《我国儿童基本药物的可获得性研究——基于全国 19 省份的调查分析》，2016 年儿童基本药物(西药+中成药)在东、中、西部地区医疗机构的平均配备率均低于 50%、儿童中成药及西药基本药物在医疗机构的平均可获得率均在 35% 以下，儿童用药的可获得率低。

图 14：2020 年中国儿童药品的种类占药物总量的比例（%）



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

图 15：医疗机构儿童基本药物配备率（%）

	配备率	中成药	西药	合计
地区	东部	27.2%	48.8%	42.7%
	中部	27.8%	50.8%	44.3%
	西部	21.6%	56.8%	46.9%
	均值	25.5%	52.1%	44.6%
不同类型儿童专科医院	妇幼保健院	30.4%	51.1%	45.2%
	三级综合性医院	20.8%	56.5%	46.5%
	二级综合性医院	18.6%	59.4%	47.9%
	基层医疗机构	38.7%	30.4%	32.7%
	均值	26.0%	50.9%	43.9%
	不同医疗机构	21.5%	57.4%	47.3%

资料来源：《我国儿童基本药物的可获得性研究——基于全国 19 省份的调查分析》，德邦研究所

国家重视儿童健康，陆续发布相关政策保证儿童用药安全、支持行业发展。为进一步促进儿童用药市场发展，市场各部门近年陆续出台配套政策为儿童药产业链的各个环节保驾护航。2014 年以来，《关于保障儿童用药的若干意见》、《关于进一步加强医疗机构儿童用药配备使用工作的通知》等关键文件密集出台，从研发、审批、生产、流通、使用等环节全方位支持我国儿童用药行业发展，我国儿童用药市场开始进入规范化、高速发展阶段。

表 2：儿童药相关政策梳理

时间	政策名称	主要内容
2003 年	《药物临床试验质量管理规范》	正式将儿童纳入药物临床试验对象
2010 年	《中国国家处方集(2010)》	处方集所选的药品品种兼顾儿童临床常见病、多发病及重大、疑难、复杂疾病抢救治疗的需
2011 年	《关于加强孕产妇及儿童临床用药管理的通知》	建立孕产妇及儿童药物选制度,按照药品监督管理部门批准并公布的药品通用名称严格选
2011 年	《中国儿童发展纲要 2011-2020 年》	1.儿童专用药品研发和生产; 2.国家基本药物目录中儿科用药品种和剂型范围,完善儿童用药
2013 年	《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励创新的意见》	明确提出了鼓励研制儿童用药的相关措施
2014 年	《关于保障儿童用药的若干意见》	对鼓励研发创新、加快申报审评、确保生产供应、强化质量监管、推动合理用药、完善体系

2015年	《关于进一步加强医疗机构儿童用药配备使用工作的通知》	明确放宽对医疗机构儿童药品的“一品两规”限制，满足儿科特别是综合医院儿科用药需求。制定妇儿专科非专利药品直接挂网采购示范药品和遴选原则，明确对儿童用药等特殊人群用药实行集中挂网、由医院直接采购等措施办法
	《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	加快转移到境内生产的创新药和儿童药的审评审批。
2016年	《儿科人群药物临床试验技术指导原则》	规范我国儿科人群药物临床试验设计，提高试验质量
2017年	《关于鼓励药品创新试行优先审评审批的意见》	防治下列疾病且具有明显临床优势的药品注册申请：艾滋病；肺结核；病毒性肝炎；罕见病；恶性肿瘤；儿童用药品；老年人特有和多发疾病。
2019年	《中华人民共和国药品管理法》	鼓励儿童药品研制和创新，支持开发符合儿童生理特征的儿童用药新品种、剂型和规格。
2020年	《药品注册管理办法》	符合儿童生理特征的儿童用药品新品种、剂型和规格可以申请适用优先审评审批程序
2021年	《中国儿童发展纲要（2021-2030）》	鼓励儿童用药研发生产，加快儿童用药申报审批工作
	《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》	在基药范围中首次新增“儿童药品”
2022年	《中华人民共和国药品管理法实施条例（修订草案征求意见稿）》	鼓励儿童用药品和罕见病药品的研制和创新，鼓励仿制药发展，对儿童用药品和临床急需的罕见病药品予以优先审评审批。

资料来源：《2016年儿童用药安全调查报告》，中华人民共和国国家卫生健康委员会官网，中日医药信息网，上海证券报，德邦研究所

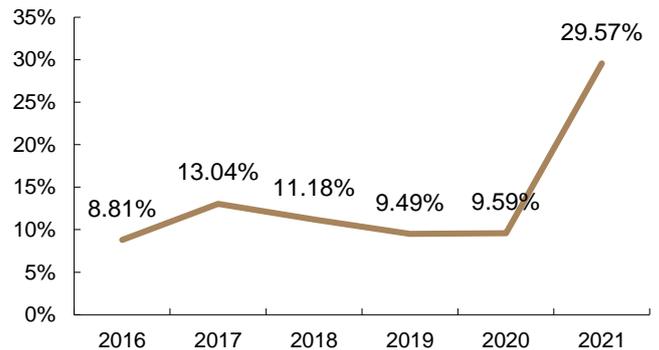
从评审端来看，政策支持下儿童药近年审评加速、出台鼓励清单加速行业发展。国家自2016年起连续推出三批鼓励儿童用药研发申报清单，减轻药企对儿童用药研发审批时间长、研发成本高的顾虑。此外，2020年新版《药品注册管理办法》生效以来，药审中心优先审评资源正向具有临床优势的儿童用药注册申请倾斜，儿童药占比逐渐增多，2021年共115件注册申请（69个品种）纳入优先审评审批程序。其中，符合儿童生理特征的儿童用药品新品种、剂型和规格占比29.57%。评审端持续释放政策利好，儿童药的研发上市进程正逐步加速。

图 16：中国优先审评中儿童用药的情况

- 2016年清单：32个首批鼓励研发申报儿童药品中咪达唑仑、水合氯醛、左乙拉西坦、普萘洛尔相应剂型纳入优先审批并获批上市。
- 2017年清单：第二批39个鼓励申报的品种中，氯巴占、氨己烯酸、波生坦、吸入一氧化氮、依库珠单抗相应剂型规格纳入优先审批并获批上市。
- 2019年清单：第三批34个鼓励申报的品种中，他克莫司相应剂型规格纳入优先审批并获批上市。

资料来源：《政策监管支持下的儿童用药（数据篇）报告》，德邦研究所

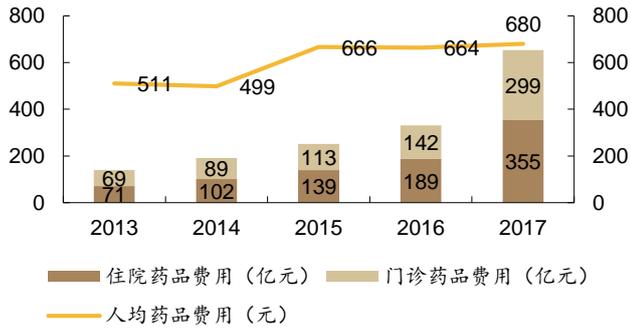
图 17：中国优先审评中儿童用药占比（%）



资料来源：2019-2021年度药品审评报告，《政策监管支持下的儿童用药（数据篇）报告》，德邦研究所

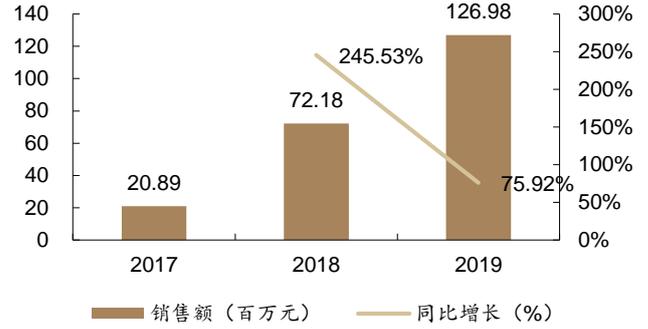
从支付端来看，儿童药在医保目录调整中优先考虑，近年儿童医保药品费用及占比逐年增长，支付端格局改善。根据《2022年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案（征求意见稿）》，2022医保目录调整将主要纳入新冠药物、儿童药和罕见病用药，并且为儿童药设置了特殊的申报条件——只需在2022年6月30日前经国家药监部门批准上市并纳入相应鼓励研发目录清单即可进行申报。根据中国医疗保险的统计，2013-2017年儿童医保药品费用由140亿元增长到654亿元，占医保患者用药总费用的比例也由3.37%上升至7.84%，儿童医保覆盖面逐步扩大，医保支付端格局正逐渐改善。

图 18: 儿童用药总费用构成 (2013-2017)



资料来源: CHIRA 数据库, 中国医疗保险, 德邦研究所

图 19: 2017 年小儿肺热咳喘颗粒进入医保后放量情况



资料来源: 米内网, 德邦研究所

2.1.2. 儿童用药市场规模已达千亿级别, 呼吸及消化占主要份额

研发与支付端利好格局下, 儿童用药市场规模已达千亿级别。根据药智网、华经产业研究院的测算, 2015-2021 年, 我国儿童用药市场规模从 591 亿元增长至 1079 亿元, 对应 CAGR 达 10.6%。我们认为, 在我国儿童用药紧缺、国家政策重视儿童健康的大背景下, 随着国家政策持续支持儿童用药行业发展, 儿童用药市场仍具有较为广阔的发展机遇。

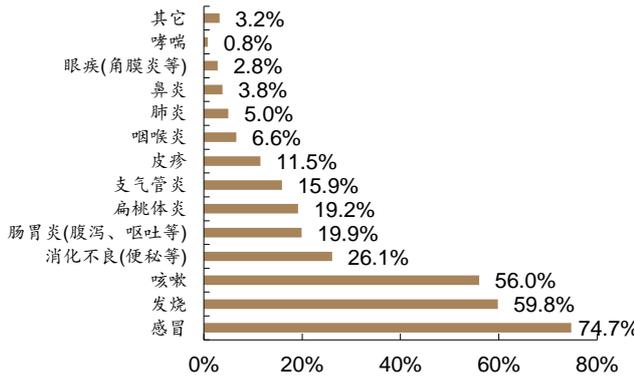
图 20: 中国儿童药物市场规模及增速



资料来源: 药智网, 华经产业研究院, 德邦研究所

呼吸及消化系统相关疾病是儿童主要的患病类型, 诞生出儿童用药的两大核心市场。根据 2016 年国家药监局南方医药经济研究所的调研数据, 儿童患过且经治疗的疾病中, 排名靠前的疾病分别为感冒、发烧等呼吸系统疾病以及消化不良、肠胃炎等消化系统疾病。根据华经情报网的测算, 2018 年儿童用药市场中, 呼吸系统疾病用药、肠胃用药分别占据儿童用药市场 30.9%、7.7% 的市场份额, 为儿童用药市场的中药组成。

图 21: 儿童常见疾病 (0~14 岁儿童)



资料来源: NMPA, 南方医药经济研究所《2016 年儿童用药安全调查报告》, 德邦研究所

注: 统计口径为最近一年过的疾病且经药物治疗

图 22: 2018 年儿童用药分类以及市场份额占比

大类	亚类	市场份额 (%)
呼吸系统疾病	儿童感冒用药	11.30%
	儿童解热镇痛类	8.70%
	儿童止咳化痰类	4.40%
	儿童清火类	6.50%
肠胃用药	儿童健胃消食类	5.60%
	儿童止泻类	2.10%
神经系统用药	儿童定惊类	2.30%
	儿童抗生素用药	22.20%
营养补充剂	儿童维生素类	6.30%
	儿童补钙类	5.40%

资料来源: 华经情报网, 德邦研究所

2.2. 公司儿童药产品组合丰富, 呼吸领域重点产品优势明显

公司儿童药产品结构丰富, 重点发力呼吸抗感染等儿童药核心市场。公司围绕儿童药物高端制剂技术平台, 通过药物混悬剂技术、颗粒掩味技术、精准化给药等技术创新, 打造儿童药优势领域。截至 2022H1 公司共有 22 个儿童药产品批件, 核心品种包括 6 个独家产品、2 个品种纳入国家基药、9 个品种纳入国家医保, 覆盖呼吸、抗感染、抗过敏、消化领域等儿童常见疾病临床诊疗需求与 0-14 岁全年龄段的儿童患者。

表 3: 公司主要儿童药品品种及优势概况 (截至 2022H1)

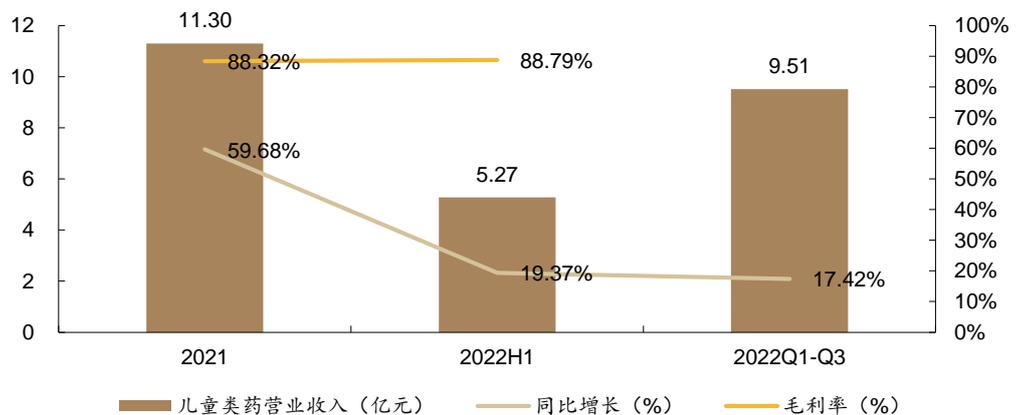
药品类别	药品名称	适应症或功能主治	国家基药	国家医保	指南推荐及优势
化学制剂	盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片	革兰氏阳性菌、厌氧菌引起的各种感染性疾病。	是	是	获《世界卫生组织基本药物目录(儿童版 2021)》、《国家抗微生物药物临床应用指南》、《中国儿童药品临床应用指南》、《中国痤疮治疗指南》等国内外多个指南推荐, 收入《国家处方集(化学药品与生物制品卷儿童版)》。
化学制剂	盐酸克林霉素棕榈酸酯颗粒	用于革兰阳性菌、厌氧菌引起的各种感染性疾病。	否	是	国内外多个权威指南推荐, 入选《世界卫生组织基本药物目录(儿童版 2021)》、《中国国家处方集》、《中国国家处方集(儿童版)》、《中国药典(2015 版)》。
化学制剂	乙酰吉他霉素干混悬剂	革兰阳性菌, 特别是金黄色葡萄球菌, 肺炎球菌及表皮葡萄球菌引起的各种感染性疾病。	否	否	获《中国儿童药品临床应用指南》推荐用药。
化学制剂	磷酸奥司他韦胶囊	1.用于成人和 1 岁及 1 岁以上儿童的甲型和乙型流感治疗(磷酸奥司他韦能够有效治疗甲型和乙型流感, 但是乙型流感的临床应用数据尚不多)。患者在首次出现症状 48 小时以内使用。2.用于成人和 13 岁及 13 岁以上青少年的甲型和乙型流感的预防。	是	是	国内外权威指南共识推荐, 流感治疗及药物预防首选《流行性感冒诊疗方案(2020 版)》、《2019 年儿童流感诊断和治疗专家共识解读》(推荐一线用药)、国家卫健委通知疫情防控国家储备、临床备用药物。
化学制剂	盐酸氨溴索滴剂	适用于痰液粘稠而不易咳出者。	否	是	获《儿童新型冠状病毒感染诊断、治疗和预防专家共识(第三版)》、《中国儿童药品临床应用指南》、《中国儿童慢性湿性咳嗽的诊断与治疗专家共识》、《咳嗽基层合理用药指南》等多个国内外权威指南推荐。
化学制剂	羧甲司坦口服溶液	用于治疗慢性支气管炎等疾病引起的痰液粘稠、咳痰困难患者。用法用量: 口服。2~5 岁儿童: 一次 2 毫升, 一日 4 次; 5~12 岁儿童: 一次 4 毫升, 一日 3 次。	否	是	临床常用祛痰药物, 入选《慢性气道炎症性疾病气道黏液高分泌管理中国专家共识》、《祛痰/抗氧化药治疗慢性阻塞性肺疾病》、《特殊人群普通感冒规范用药的专家共识》、《急性气管-支气管炎基层诊疗指南(2018 年)》、《急性气管-支气管炎基层合理用药指南》、《咳嗽基层合理用药指南》、《咳嗽的诊断与治疗指南(2021 年)》、等多个疾病指南。
化学制剂	盐酸左西替利嗪口服滴剂	过敏性鼻炎及慢性特发性荨麻疹。	否	是	《中国荨麻疹诊疗指南(2018 版)》、《抗组胺药治疗皮炎湿疹类皮肤病临床应用专家共识》、《中国过敏性鼻炎诊疗指南(第一版(2019 年))》、《儿童喘息性疾病合理用药指南》、《老年皮肤瘙痒症诊断与治疗专家共识》等权威指南推荐。

化学制剂	盐酸依匹斯汀颗粒	本品适用于3岁及以上儿童和成人的过敏性鼻炎、过敏性皮肤瘙痒（如荨麻疹、湿疹/皮炎）的预防及对症治疗	否	否	《Japanese guidelines for allergic rhinitis 2017》、《慢性瘙痒管理指南（2018版）》、《中国荨麻疹诊疗指南（2018版）》等权威指南推荐。
化学制剂	孟鲁司特钠颗粒	1岁以上儿童哮喘的预防和长期治疗，包括预防白天和夜间的哮喘症状，治疗对阿司匹林敏感的哮喘患者以及预防运动诱发的支气管收缩。	否	是	《支气管哮喘防治指南》、《过敏性鼻炎诊断和治疗指南》、《2020版GINA哮喘指南》等国内外权威指南推荐用药。
中药制剂	芬香清解口服液	疏散风热，清泻里热，解毒利咽。用于小兒上呼吸道感染表里俱热证，症见发热、便秘、鼻塞、流涕、咳嗽、咽红肿痛、口渴烦躁、舌红苔黄，脉滑数等者。	否	是	获《中成药治疗小儿急性上呼吸道感染临床诊疗指南（2020年）》、《儿童流行性感冒中西医结合防治专家共识》、《中国儿童药品临床应用指南》、《广东省手足口病诊疗指南（2018年版）》、《北京市新型冠状病毒肺炎中医防治方案（试行第六版）》等推荐用于小兒急性上呼吸道感染、儿童流行性感冒、儿童新冠肺炎轻症、手足口病等疾病；芬香清解口服液是国内首个在国际SCI期刊发表治疗流感高质量临床研究成果的儿童专用药，治疗儿童流感对比奥司他韦退热、痊愈时间疗效相当，咽痛、便秘等症状改善更优。是儿童呼吸系统疾病抗病毒治疗新选择。
中药制剂	馥感琳口服液	清热解毒，止咳平喘，益气疏表。用于小兒气虚感冒所引起的发热、咳嗽、气喘、咽喉肿痛。	否	否	国家中药保护品种，《中成药治疗小儿反复呼吸道感染临床应用指南（2021年）》唯一推荐作为小儿反复呼吸道感染-感染期治疗用药。《儿童临床使用免疫调节剂（上海）专家共识》推荐用于反复呼吸道感染、咳嗽变异性哮喘及使用免疫抑制剂治疗后继发的病毒呼吸道感染。
中药制剂	益气健脾口服液	健脾益气，和胃化食。用于脾胃虚弱证，症见不思饮食，食后腹胀，神倦乏力，面色不华，大便不调；儿童症见自汗、盗汗、消化不良、伤食、脾虚疳积。	否	否	《中成药临床应用指南-儿科疾病分册》、《临床常用方剂与中成药》、《小儿疳症社区中医健康管理方案》推荐用药。
中药制剂	参柏洗液	清热燥湿，杀虫止痒。用于慢性湿疹类皮炎，以及阴痒，带下的治疗。	否	否	《中成药临床应用指南-儿科疾病分册》推荐用于儿童湿疹的治疗；《临床常用方剂与中成药》推荐用于慢性湿疹的治疗。
中药制剂	小儿哮喘灵口服液（合剂/颗粒）	本品宣肺、清热，止咳、祛痰。用于上呼吸道感染引起的咳嗽。	否	是	国家卫健委《流行性感冒诊疗方案》等多个指南推荐用药。

资料来源：公司公告，德邦研究所

全面丰富的产品线为公司带来诸多业绩增长点，儿童药板块营收稳步增长。2022Q1-Q3，受益于核心品种加速放量，公司实现儿童药营业收入9.51亿元，同比增长17.42%，是医药制造板块收入的主要贡献来源。2021年儿童类药占据医药制造收入的56.1%。2021-2022H1期间，公司儿童药业务的毛利率维持在88%的较高水平，持续为公司创造稳定的盈利来源。我们认为，在儿童药行业持续加速发展的背景下，公司有望进一步发挥自身儿童药领域的先发优势，持续释放亮眼业绩。

图 23：公司儿童药营业收入及毛利率情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，德邦研究所

注：公司2021年以前未按照儿童药、慢性病药拆分营业收入，故此处暂不列示

2.2.1. 化学制剂：独家产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片具备10亿级潜力

盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片是公司拳头产品，二级以上医院覆盖率已高达19.43%。盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片为国家基药、公司独家剂型，属于非限制

类抗生素，用于治疗轻中度感染的经典口服抗生素，在儿童常见就诊科室儿科、急诊科、呼吸科等应用广泛。截止 2021 年底，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片在二级及以上等级医院覆盖率已达 19.43%。2022Q1-Q3，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片营业收入约 7.65 亿，同比增长 19.44%，为公司重磅大单品。我们认为，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片市场空间广阔，当前仍处在快速放量期，10 亿级销售规模可期。

图 24：盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片产品图片



资料来源：德寻医问药网，德邦研究所

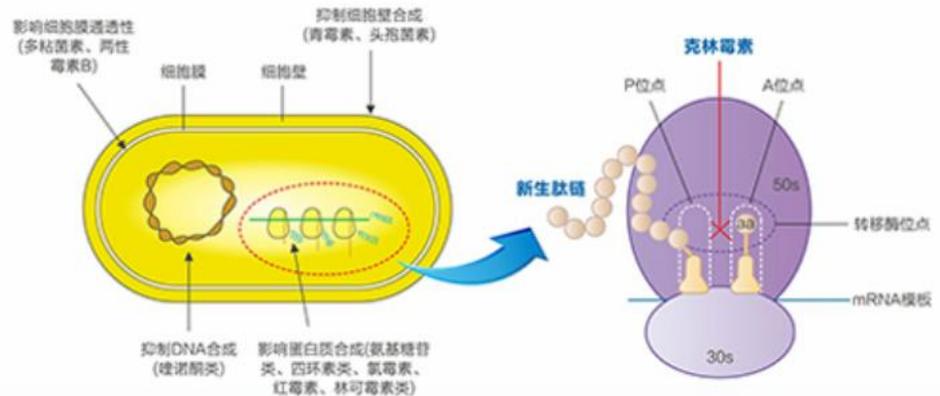
图 25：产品的基本情况

- 1 入选《国家基本药物处方集》
- 2 根据《中国国家处方集：化学药品与生物制品卷 儿童版》(2013 年)的介绍，克林霉素口服吸收明显，其不受进食影响，生物利用度为 90%。
- 3 《2015 版 WHO 儿童基本药物目录》中将“克林霉素棕榈酸酯 75mg”作为克林霉素独有口服剂型收录
- 4 入选《世界卫生组织基本药物目录 (儿童版2021)》

资料来源：公司公告，德邦研究所

从作用机制来看，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片可有效抑制新生肽链延长,影响蛋白质合成而发挥抗菌作用，因而可广泛覆盖轻中度感染的常见病原体。克林霉素作用于细菌核糖体 50s 亚单位，抑制链延长而影响重白质合成；并可清除细菌表面 A 重白及绒毛状外衣,使细菌易于被吞噬和杀灭，因此可以广泛覆盖消化链球菌、肺炎链球菌、口腔厌氧菌、人型支原体等轻中度感染的常见病原体。

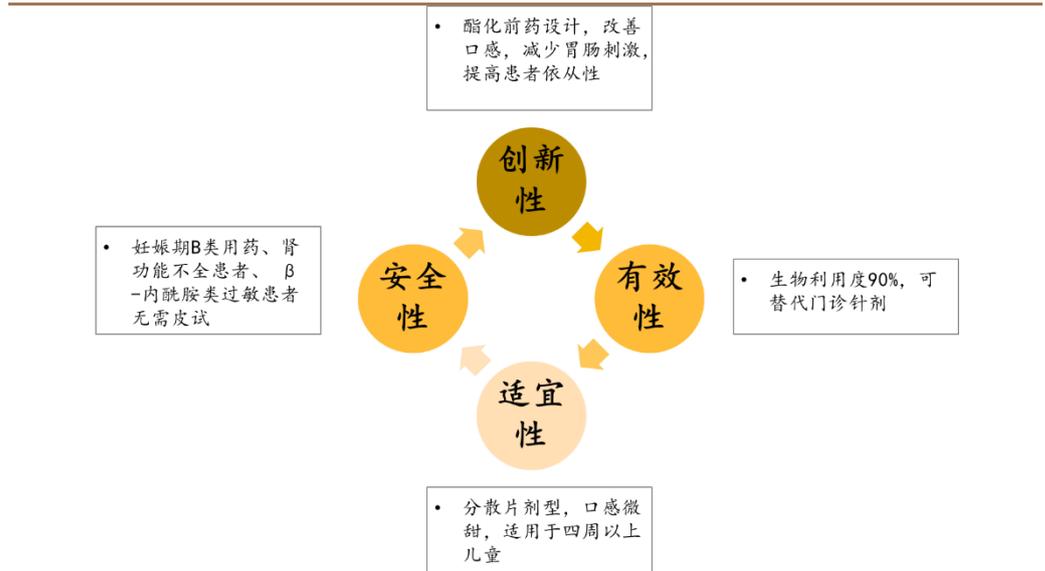
图 26：细菌结构与抗菌药物作用示意图



资料来源：云南集业药品有限公司网站，德邦研究所

产品采用专利组方及制备技术，兼具有效性、适宜性、安全性等优势。根据公司公告，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片采用专利组方及制备技术，分散片剂型崩解快、溶出度及生物利用度高；解决了克林霉素味苦和胃肠道刺激性强的问题，可适用于吞咽困难和药依从性较差的人群，产品竞争优势明显。

图 27: 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片的核心竞争优势



资料来源：公司公告，云南集业药品有限公司网站，《盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片药学特性综合评价》，德邦研究所

相关学术研究进展持续推进，多方面论证产品临床应用有效性。2022 年，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片联合左氧氟沙星滴耳在化脓性中耳炎患者中的应用研究发表于《中国医学文摘》，结果表明其联合左氧氟沙星滴耳液治疗化脓性中耳炎患者效果显著，患者听力更快改善且改善程度更高，同时不良反应少。2022 年，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片药学特性文章发表于《药物评价研究》，结果表明盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片有效成分和在说明书适应症上的药理作用明确，抗菌谱广，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片酯化前药设计克服了克林霉素的口味缺陷，提高了儿童等特殊患者的应用依从性，进一步论证了产品的临床优势。

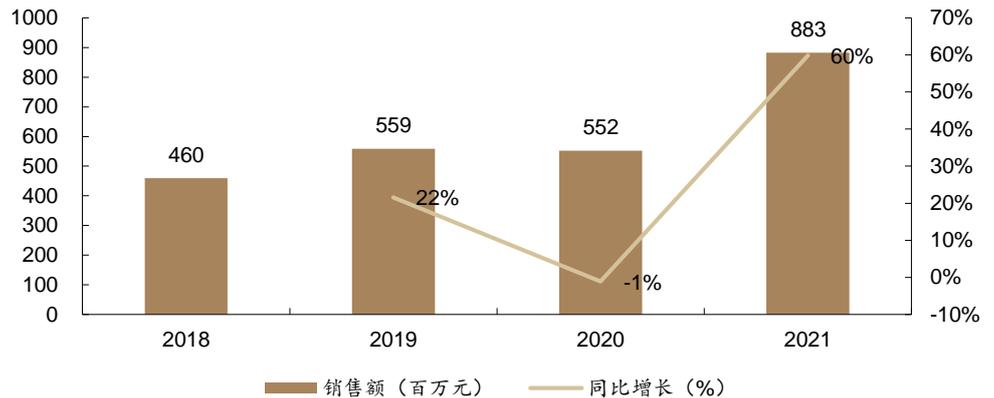
图 28: 盐酸克林霉素棕榈酸酯给药剂型与年龄的关系

剂型	早产新生儿	新生儿 (0~28 d)	婴幼儿 (1个月~2岁)	学龄儿童 (2~5岁)	学龄儿童 (6~11岁)	青少年 (12~16/18岁)
分散片	不被接受	备选接受	可接受	优选接受	最佳选择	最佳选择
片剂	不被接受	不被接受	不被接受	可接受	优选接受	最佳选择
胶囊	不被接受	不被接受	不被接受	备选接受	优选接受	最佳选择

资料来源：董子洵等《盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片药学特性综合评价》，德邦研究所

受益于独家产品优势，产品销量稳步提升，市场份额排名前列。近年来，除 20 年受疫情影响产品销售有所放缓外，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片受益于独家竞争优势，销售额保持稳定增长。2022Q1-Q3，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片营业收入约 7.65 亿，同比增长 19.44%，进一步延续增长态势。根据中国医药工业信息中心数据显示，2021 年公司生产的盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片在林可酰胺类产品中市场占有率排名第一。我们认为，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片作为公司具备竞争优势的独家产品，在较高的医院覆盖率下有望持续稳定放量，作为公司儿童药化学制剂领域的核心重点品种带动其他产品协同发展。

图 29: 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片产品销售情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

此外，公司化学制剂领域的磷酸奥司他韦胶囊、硝苯地平控释片、盐酸溴己新注射液在第七批全国药品集中采购中获得中选资格。我们认为，公司儿童药化学制剂领域产品中标第七次国采，不仅有助于产品后续加入进院、放量，也进一步论证公司产品疗效及质量获市场及相关机构认可。

2.2.2. 中成药：广受指南及共识推荐，发力儿童流感及新冠大市场

相较于同质化较为严重的化药市场，儿童中成药独家产品竞争格局良好，市场集中度低。儿童药领域，中成药市场竞争集中度较低。据米内网统计与立鼎产业研究网的研究，我国儿童药品市场中化学药销售额占比超过 60%，其中非独家药品占比接近 80%，对乙酰氨基酚、马来酸氯苯那敏等活性成分涉及品种数超过 20 种以上；而中成药市场中独家药品份额则接近 50%，且在儿童药 Top10 品种中，仅上榜的两个中成药均为独家药品，同时市场份额占比前十的企业总市占率不超过 30%，拥有独家产品儿童中成药的企业仍具有较大的发展潜力空间。

表 4: 儿童药市场竞争格局 (2021 年)

品名	类别	医保	独家	市场份额(%)
重组人生长激素注射液	[化]全身用激素类制剂	乙类	-	5.74
维生素 D 滴剂	[化]营养补充剂	-	-	5.27
葡萄糖酸钙锌口服溶液	[化]营养补充剂	-	-	29
小儿氨酚黄那颗粒	[化]呼吸系统疾病用药	-	-	2.81
磷酸奥司他颗粒	[化]抗感染用药	乙类	宜昌东阳光长江药业	2.72
头孢克肟颗粒	[化]抗感染用药	乙类	-	2.23
注射用重组人生长激素	[化]全身用激素类制剂	乙类	-	2.14
维生素 AD 滴剂	[化]营养补充剂	乙类	-	2.09
肠炎宁片	[中]消化系统疾病用药	乙类	江西康恩贝中药	1.93
小儿鼓翘颗粒	[中]消化系统疾病用药	乙类	济川药业	1.88

资料来源：米内网，立鼎产业研究网，德邦研究所

芬香清解口服液为儿童专用抗病毒药物，获诸多指南及共识推荐，儿童流感盛行加速产品放量。芬香清解口服液可疏风解热、清泻里热、解毒利咽、用于小儿上呼吸道感染表里俱热症、症见发烧鼻塞、流涕、咳嗽、咽喉肿痛、便秘、舌红苔黄等，为国家医保目录产品，被纳入十三五国家科技重大专项。在广泛循证证

据支撑下，多个诊疗方案推荐**芬香清解口服液**用于流感及新冠防治，包括《儿童流行性感
冒中西医结合防治专家共识（2020）》、由山东省卫健委印发《山东流行性感冒中
医药诊疗方案（2022年版）》、由北京中医药管理局印发《北京市新型冠状病毒肺炎中
医药防治方案（试行第六版）》以及山东、湖南、贵州、辽宁、黑龙江等省新冠肺
炎中医药防治方案。受2022年6月份疫情反复等因素影响，2022Q1-Q3，**芬香清解
口服液**实现营业收入4048.76万元，同比增长88.68%，其中三季度同比增长幅度高达
103.32%。

图 30：芬香清解口服液产品示意图



资料来源：公司官网，德邦研究所

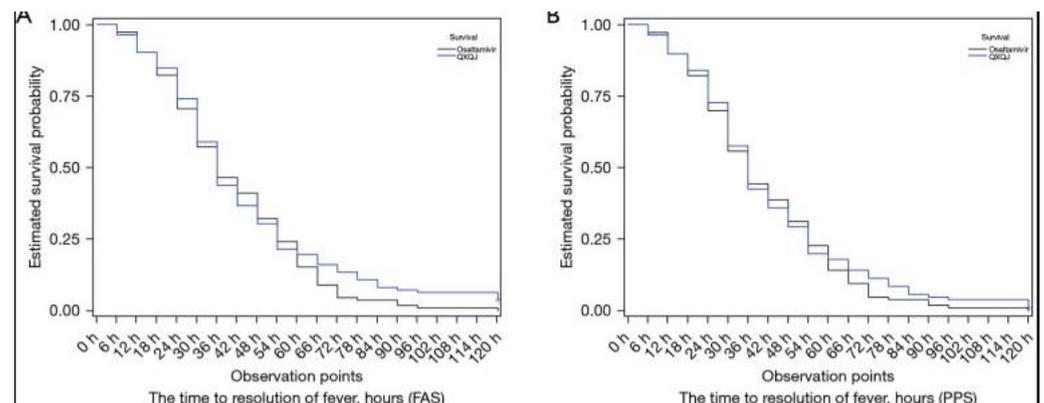
图 31：芬香清解口服液被纳入指南及共识情况

- 1 《中成药治疗小儿急性上呼吸道感染临床诊疗指南(2020年)》
- 2 《儿童流行性感冒中西医结合防治专家共识》
- 3 《中国儿童药品临床应用指南》
- 4 《广东省手足口病诊疗指南(2018年版)》
- 5 国内首个最高循证级别RCT试验验证治疗儿童流感疗效与奥司他韦作用相当

资料来源：公司公告，德邦研究所

最新研究结果论证产品治疗儿童流感疗效，有望进一步深入儿童流感大市场。2022年，**芬香清解口服液**治疗儿童流感临床研究成果在国际SCI期刊Translational Pediatrics（《儿科转化研究》2022年影响因子4.047）上发表，结果显示**芬香清解口服液**治疗儿童流感临床痊愈时间（3天）、完全退热时间（36小时）、减少并发症、病毒转阴率、CARIFs评分的改善均与奥司他韦作用相当，且缓解咽痛、便秘等症状改善上**芬香清解口服液**疗效更优；安全性评价临床不良事件、不良反应发生率、实验室检测及功能检查相关指标、生命体征等两组间无差异。而根据米内网数据，2020年中国城市公立医院终端奥司他韦销售额超27亿元。我们认为，该临床试验结果不仅进一步论证了公司**芬香清解口服液**在治疗儿童流感领域的疗效，同时也通过与奥司他韦的产品对比进一步提高产品知名度，助力深入儿童流感市场。

图 32：芬香清解口服液与奥司他韦退烧时间对比



资料来源：Hu S, Ma R, Shen K, Xin D, Li X, Xu B, Zhao X, Feng Z, Yan Y, Xue Z, Zhang B, Li X, Zheng Y, Zhou H, Wu L, Yang L, Xu H, Shao R, Yin Y, Zhong C, Li H, Cai Q, Xu Y. Efficacy and safety of Qinxiang Qingjie oral solution for the treatment of influenza in children: a randomized, double-blind, multicenter clinical trial. *Transl Pediatr.* 2022 Jun;11(6):987-1000. doi: 10.21037/tp-22-201. PMID: 35800262; PMCID: PMC9253950, 德邦研究所

产品放量进程加速，有望带动中成药版块协同发展。在指南共识推荐的基础上，扎实的临床研究持续助力公司产品深入儿童流感市场，实现稳定放量。**2022Q1-Q3，公司芬香清解口服液销售额达 4048.76 万元，同比增长 88.68%。**我们认为，芬香清解口服液作为公司在中药核心优势领域的核心亮点产品，其迅速放量增长既论证了公司的产品实力，也在另一层面体现公司中成药版块后续的增长潜力。

2.3. 儿科用药在研管线丰富，儿童疫苗有望打开新增长点

公司儿童药领域在研管线丰富，持续发挥研发平台核心优势。公司的儿童用药技术平台为国家十三五重大科技儿童药专项课题的承担单位，公司持续发挥平台优势，进一步开发适合儿科患者的特殊专用制剂产品。截止 2022 年 6 月 30 日，公司在研儿童药有 12 个儿童专用药和 5 个儿童疫苗产品，涵盖癫痫、流感、哮喘以及儿童手足口病等多种高发疾病。2022 年 1-6 月，公司新增研发获批羧甲司坦口服溶液、磷酸奥司他韦胶囊 2 个儿童药产品，儿童用药研发进展顺利。

表 5：公司儿童药领域的在研管线情况

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
利奈唑胺干混悬剂	儿童药产品开发	已申报	获得产品生产批件并上市	拓展儿童药产品品类
苯甲酸氯氟地平干混悬剂	儿童药产品开发	已申报，审评中	获得产品生产批件并上市	拓展儿童药产品品类
RDH086	儿童药产品开发	工艺验证	获得产品生产批件并上市	拓展儿童药产品品类
PS003	儿童药产品开发	BE 实验	获得产品生产批件并上市	拓展儿童药产品品类
RDH057	儿童药产品开发	中试研究	获得产品生产批件并上市	拓展儿童药产品品类
RDH097	儿童药产品开发	小试研究	获得产品生产批件并上市	拓展儿童药产品品类
XR001	儿童药产品开发	中试研究	获得产品生产批件并上市	拓展儿童药产品品类
XR002	儿童药产品开发	中试研究	获得产品生产批件并上市	拓展儿童药产品品类
APPS-H007	儿童药产品开发	稳定性研究	获得产品生产批件并上市	拓展儿童药产品品类
APRD-H122	儿童药产品开发	小试研究	获得产品生产批件并上市	拓展儿童药产品品类
APXR-H006	儿童药产品开发	小试研究	获得产品生产批件并上市	拓展儿童药产品品类
APXR-H004	儿童药产品开发	中试研究	获得产品生产批件并上市	拓展儿童药产品品类
Tetavalent vaccine 流感重组蛋白疫苗	预防流感	临床前，质量研究	获得产品生产批件并上市	拓展生物疫苗管线，在研人用疫苗产品
RSV-F 呼吸道合胞病毒重组蛋白疫苗	预防儿童和老人呼吸道合胞病毒	临床前，安全性评价	获得产品生产批件并上市	拓展生物疫苗管线，在研人用疫苗产品
PV I-VLPs 脊髓灰质炎病毒样颗粒疫苗	预防儿童脊髓灰质炎病毒	临床前，质量研究	获得产品生产批件并上市	拓展生物疫苗管线，在研人用疫苗产品
PV II-VLPs 脊髓灰质炎病毒样颗粒疫苗	预防儿童脊髓灰质炎病毒	临床前，质量研究	获得产品生产批件并上市	拓展生物疫苗管线，在研人用疫苗产品
PV III-VLPs 脊髓灰质炎病毒样颗粒疫苗	预防儿童脊髓灰质炎病毒	临床前，质量研究	获得产品生产批件并上市	拓展生物疫苗管线，在研人用疫苗产品
EV71-VLPs 手足口病病毒样颗粒疫苗	预防儿童手足口病	临床前，质量研究	获得产品生产批件并上市	拓展生物疫苗管线，在研人用疫苗产品

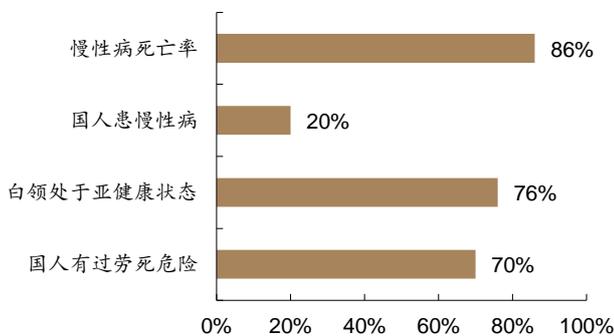
CVA16-VLPs 手足口病病毒样颗粒 疫苗 预防儿童手足口病 临床前, 工艺研究 获得产品生产批件并上市 拓展生物疫苗管线, 在研人用疫苗产品

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

3. 慢性病：市场持续高景气，研发成果转化有望成催化剂

人口老龄化下慢性病人口基数大，叠加慢性患者用药时间长，市场持续高景气。我国老龄人口数众多，截止 2021 年末，我国 60 岁及以上人口为 26,736 万人，占总人口比 18.9%。随着人口老龄化和居民生活方式变革，我国慢性病患病率逐年提升，但知晓率、治疗率低于发达国家。根据智研咨询的数据，2020 年全国约有 2.4 亿成人高血压患者，其中血压控制达标的仅有 3740 万人，占比约 15.3%，而这一比例在美国为 51.9%。在日益增长的慢性疾病负担下，国家出台政策加强慢性病管理。2022 年，国务院发布的《关于落实<政府工作报告>重点工作分工的意见》明确指出：逐步提高心脑血管病、癌症等慢性病和肺结核、肝炎等传染病防治服务保障水平，加强罕见病研究和用药保障。根据弗若斯特沙利文，近年来我国慢性病市场规模稳步增长，支出总额从 2017 年的 28369 亿元增长至 2021 年的 46788 亿元，CAGR 达到 13.32%，市场保持相对高景气。

图 33：我国居民的慢性病负担



资料来源：《中国国民健康与营养大数据报告》，产业信息网，德邦研究所

图 34：中国慢性病管理市场总规模



资料来源：弗若斯特沙利文报告，中商产业研究院，德邦研究所

公司慢性病产品组合全面，在研管线丰富。公司坚持深耕慢性病市场，已建立慢病创新中心、口服缓控释制剂研究实验室和产业化生产技术转化中心，具有慢病创新药源头创新技术平台，不断推进研发创新成果转化。截止 2022H1，公司拥有慢病药注册批件 44 个，涵盖心脑血管疾病、肾脏疾病、消化系统疾病、肝病等慢性疾病主要治疗领域。此外，还有 24 个在研项目，多数具备独家专利，有望进一步丰富公司产品管线。

表 6：公司主要慢病药品品种及优势概况（截至 2022H1）

药品类别	药品名称	适应症或功能主治	国家基药	国家医保	指南推荐及优势
化学制剂	注射用乙酰谷酰胺	用于脑外伤性昏迷、神经外科手术引起的昏迷、肝昏迷及偏瘫、高位截瘫、小儿麻痹后遗症、神经性头痛和腰痛等。	否	否	获《短暂性脑缺血发作临床路径》推荐，收入“十三五规划教材”外科学第九版脑外伤推荐用药。
化学制剂	注射用促肝细胞生长素	用于重型病毒性肝炎（急性、亚急性、慢性重症肝炎的早期或中期）的辅助治疗。	否	是	国家科技进步二等奖，《抗结核药物性肝损伤诊治指南（2019 版）》、《中国肝移植受体选择与术前评估技术规范（2019 版）》、《感染诱发的老年多器官功能障碍综合征诊治中国专家共识（2018）》等多部指南推荐用药。
化学制剂	硝苯地平控释片	高血压、冠心病（慢性稳定型心绞痛即劳累性心绞痛）	是	是	《2020 国际高血压学会国际高血压实践指南》、《中国高血压防治指南》、《中国老年高血压管理指南（2019）》等多部权威指南推荐
化学制剂	缬沙坦氨氯地平片 (I)	原发性高血压，本品用于单药治疗不能充分控制血压的患者。	是	是	《高血压合理用药指南（第 2 版）》、《国家基层高血压防治管理指南（2020 版）》、《中国高血压防治指南 2018 年版》等多部权威指南推荐。
化学制剂	盐酸溴己新注射液	主要用于慢性支气管炎及其他呼吸道疾病如哮喘、支气管扩张、矽肺等有黏痰不易咳出者。	否	是	《注射用急性气管一支气管炎基层诊疗指南(2018 年版)》、《成人支气管扩张症诊疗专家共识》等多个指南共识推荐用药。

化学制剂	注射用奥美拉唑钠	作为当口服疗法不适用时下列病症的替代疗法：十二指肠溃疡、胃溃疡、反流性食管炎及 Zollinger-Ellison 综合征。	是	是	《儿童质子泵抑制剂合理使用专家共识 2019》、《急性非静脉曲张性上消化道出血多学科防治专家共识 (2019 版)》、《应激性溃疡防治专家建议 (2018 版)》等多个权威指南共识推荐。
中药制剂	尿清舒颗粒	用于湿热蕴结所致淋症，小便不利，淋漓涩痛，慢性前列腺炎属上述证候。	否	是	国家中药保护品种，《慢性前列腺炎/慢性盆腔疼痛综合征诊疗指南》(2022 年版)、《慢性前列腺炎中西医融合药物治疗专家共识》、《中成药临床应用指南-感染性疾病分册》、《中成药临床应用指南-肾与膀胱疾病分册》、《少数民族药临床用药指南》、《国医大师金世元中成药学讲稿》、《临床常用方剂与中成药》推荐用于治疗慢性前列腺炎、尿路感染。
化学制剂	注射用己酮可可碱	1. 脑部血液循环障碍如暂时性脑缺血发作、中风后遗症、脑缺血引起的脑功能障碍；2. 外周血液循环障碍性疾病如血栓栓塞性脉管炎、腹部动脉血液循环障碍、间歇性跛行或静息痛；3. 内耳循环障碍如突发性耳聋、老年性耳鸣及耳聋；4. 眼部血液循环障碍。	否	是	《BNC 脑血管病临床指南》、《男性不育诊疗指南 (2022)》、《中国糖尿病肾脏病防治指南 (2021 年版)》、《卒中后认知障碍管理专家共识 2021》、《糖尿病神经病变诊治专家共识 (2021 年版)》、《中国专家共识：主动脉脉闭塞症的诊断和治疗 (2020)》、《中国糖尿病足防治指南 (2019 版)》等多个国内外多个指南共识推荐。

资料来源：公司公告，德邦研究所

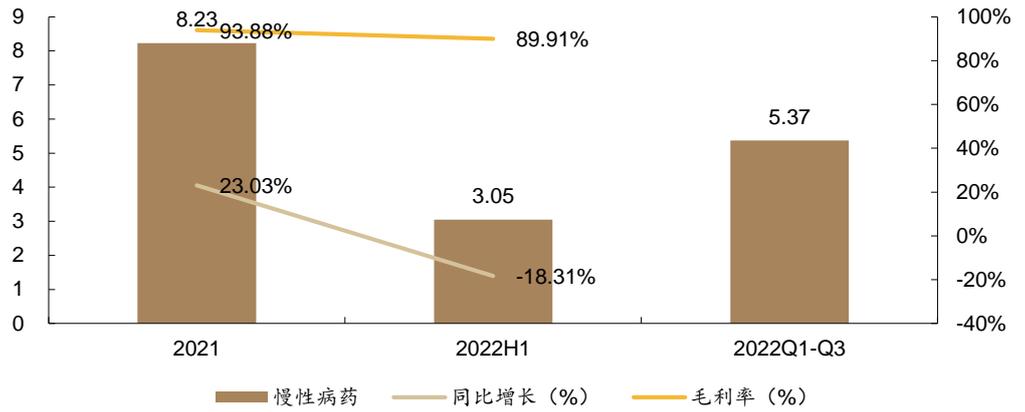
表 7：公司慢性病在研管线（截止 2022H1）

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
盐酸文拉法辛缓释胶囊 (75mg)	慢病药产品开发	已申报，审评中	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
左氧氟沙星片	慢病药产品开发	已申报，审评中	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
盐酸依匹斯汀片	慢病药产品开发	已申报，审评中	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
盐酸依匹斯汀颗粒	慢病药产品开发	已申报，审评中	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
盐酸罗哌卡因注射液	慢病药产品开发	已申报，审评中	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
氯甲环酸注射液	慢病药产品开发	已申报，审评中	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
己酮可可碱注射液	慢病药产品开发	已申报，审评中	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
非诺贝特胆碱原料药及缓释胶囊 技术转让	慢病药产品开发	转出方已申报，审评中	转出方获批后持有人变更为公司	拓展慢病药产品品类
注射用醋酸卡泊芬净	慢病药产品开发	已申报，审评中	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
丙氨酰谷氨酰胺注射液	慢病药产品开发	已申报，审评中	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
托拉塞米注射液	慢病药产品开发	已申报，审评中	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
AR882	慢病药产品开发	临床 I/IIb 期阶段	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
AR035	慢病药产品开发	临床前研究	获得产品生产批件并上市	抗肿瘤药，拓展慢病药产品品类
RDH055	慢病药产品开发	中试研究	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
RDH091	慢病药产品开发	工艺验证	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
RDH099	慢病药产品开发	小试研究	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
YR001	慢病药产品开发	BE 实验	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
RDH090	慢病药产品开发	稳定性研究	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
RDH100	慢病药产品开发	小试研究	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
NDH001	慢病药产品开发	先导化合物研发	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
APRD-H107	慢病药产品开发	小试研究	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
APRD-H119	慢病药产品开发	小试研究	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
APRD-H121	慢病药产品开发	小试研究	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类
APRD-Q004	慢病药产品开发	前期准备	获得产品生产批件并上市	拓展慢病药产品品类

资料来源：公司公告，德邦研究所

核心品种受疫情及医保支付政策调整影响，慢性病板块营收端出现波动，3Q 已有所恢复。2021 年，公司慢性病板块实现业务收入 8.23 亿元，同比增长 23.03%。2022 年前三季度，受疫情及医保支付政策调整，公司慢性病领域营收同比增速有所下滑。我们认为，随着疫情影响逐渐减弱、政策影响逐渐消化以及公司其他产品承接大单品的渠道资源，公司慢性病营收有望逐渐复苏。

图 35: 公司慢性病药营业收入及毛利率情况 (亿元, %)



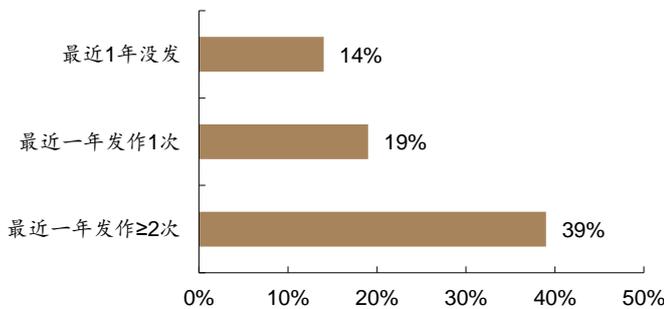
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

注: 公司 2021 年以前未按照儿童药、慢性病药拆分营业收入, 故此处暂不列示

3.1. 强研发团队领头推进痛风药研发, 临床结果优异

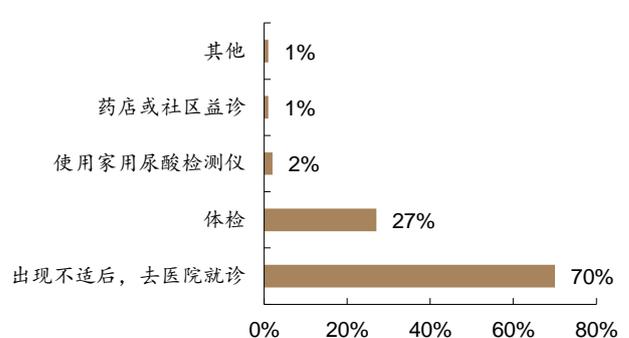
我国高尿酸血症呈现年轻化、患病率提升趋势, 而患者的依从性、知晓率较低, 市场仍具有广阔空间。根据《2021 中国高尿酸及痛风趋势白皮书》, 中国高尿酸血症的总体患病率为 13.3%, 患病人数约为 1.77 亿, 痛风总体发病率为 1.1%, 患病人数约为 1,466 万; 基于医鹿康福慢病管理平台的线上用户调研显示, 18-35 岁的年轻高尿酸血症及痛风患者占比近 60%。而痛风作为慢性疾病发病率较高, 一年发作两次及以上的患者占比超 39%。但对比之下, 当前患者的依从性较差, 疾病知晓率较低, 超 50% 患者并未定期检查复查、70% 的患者在出现不适后才前往医院就诊。高尿酸血症及痛风治疗渗透率仍有较大提升空间。

图 36: 痛风控制情况分布



资料来源: 《2021 中国高尿酸及痛风趋势白皮书》, 德邦研究所

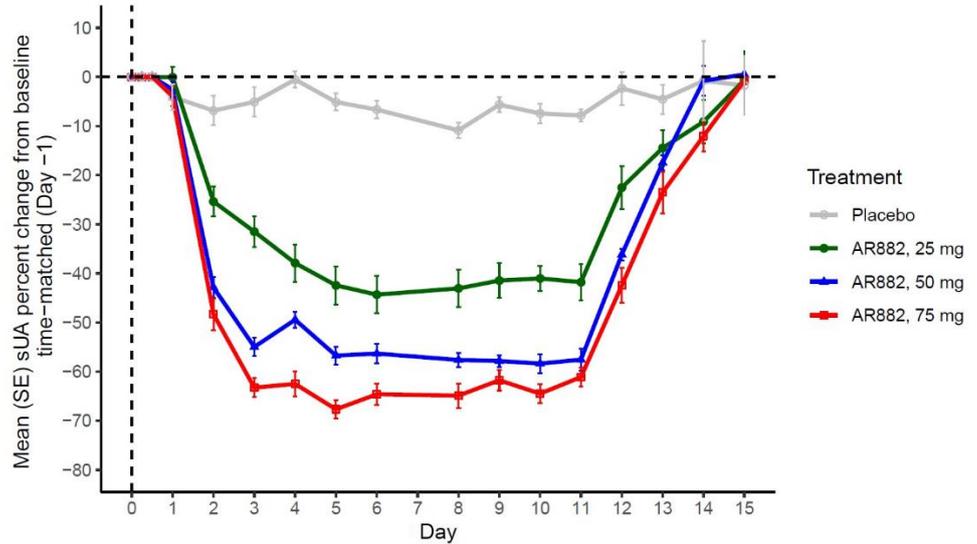
图 37: 确诊高尿酸血症或痛风的渠道



资料来源: 《2021 中国高尿酸及痛风趋势白皮书》, 德邦研究所

公司在研高尿酸血症&痛风创新药物 AR882 为治疗高尿酸血症及痛风的一线用药, 临床研究成果表现优异。AR882 是具备全球竞争力的选择性尿酸转运蛋白 1 (URAT1) 靶向创新药, 为新一代尿酸排泄促进剂, 定位为顽固性痛风石的突破性疗法药物及慢性肾病用药。2020 年美国风湿病学会年会 (ACR/ARP 2020) 上发表的 AR882 临床 I 期和 II a 期试验结果显示, AR882 在健康志愿者和痛风患者中表现出了优秀的疗效、药代动力学和安全性, 同时用药安全性高, 克服了目前尿酸促排药物雷西纳德和苯溴马隆肝肾毒性高的缺点, 对于治疗痛风伴随慢性肾病患者具有明显的安全优势, 有望实现差异化竞争。

图 38: 服药后平均血清尿酸浓度变化



资料来源: Zancang Shen et al. AR882, a Potent and Selective Uricosuric Agent, Significantly Reduced Serum Urate Levels Following Multiple Ascending Once-Daily Doses in Healthy Subject Volunteers, 德邦研究所

对比全球各 URAT1 抑制剂的研发进展, 公司 AR882 临床进展走在前列, 同时临床结果表现优异。2021 年 12 月, AR882 全球临床 II b 期试验正式进入患者入组阶段并完成首次给药; 下一步 AR882 将开展全球多中心临床 III 期临床试验, 对比其他 URAT1 抑制剂的研发进展, 公司研发进程走在前列。同时, 从 sUA (血尿酸浓度) 的降幅来看, AR882 服药使 95% 患者的 sUA 水平降至 5mg/dL, 临床优势明显。

表 8: 全球 URAT1 抑制剂临床在研药物数据

药物	AR882	HP501	D-0120	XNW3009	ABP-671
公司	一品红	海创药业	益方生物	信诺维	新元素
试验分期	IIb 期	II 期	IIa 期	II 期	IIa 期
给药剂量	50mg	目标剂量	目标剂量	0.5mg	2mg
sUA<5mg/dL 的比例	95%	-	-	-	未公布具体临床数据
sUA<6mg/dL 的比例	-	90%	80%	72%	

资料来源: 各公司公告, 各公司官网, 信诺维官方公众号, 德邦证券研究所
注: sUA 指血液尿酸

项目核心团队研发经验扎实, 具备研发全球一线创新药实力。根据公司公告, 项目核心团队曾在阿斯利康等跨国药企担任转化医学副总裁等职务, 具有丰富的创新药特别是痛风药物研发及管理经验, 研发团队曾主导全球首个获得 FDA 批准的 URAT1 靶点痛风创新药雷西纳德以及针对肿瘤代谢的靶向药物恩西地平等创新药的研发、上市过程。我们认为, 公司 AR882 较为优异的临床进展论证了公司研发团队的较强实力, 期待后续产品临床研发新进展。

4. 盈利预测与估值

核心假设：

儿童药板块：儿童药是公司的战略性重点业务板块，包括盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、芬香清解口服液等化药、中成药亮点品种。我们认为，在政策支持儿童药市场空间扩容的背景下，儿童流感、疫情反复等因素有望促进产品放量，公司儿童药板块收入有望实现较高速增长。考虑 2022 年疫情的影响，我们预计 22-24 年公司儿童药板块的同比增长将分别达到 19%/36%/34%。同时，我们认为儿童药板块毛利率在政策支持下有望保持相对稳定，预计 22-24 年公司病毒感染板块的毛利率将分别为 88%/88%/88%。

慢性病药板块：慢性病是公司重点研发发力的领域，公司慢性病药在研产品 AR882 具有显著的临床技术优势，发力痛风大市场。在人口老龄化驱动慢性病药疾病市场扩容的背景下，随着在研优势产品的陆续上市，有望带来新的营收增长贡献。我们预计 22-24 年公司慢性病药板块的同比增长将分别达到 -10%/22%/19%。同时，我们认为慢性病药板块毛利率受医保谈判趋势影响将略微下滑，预计 22-24 年公司慢性病药板块的毛利率将分别为 90%/90%/90%。

表 9：公司收入预测拆分（百万元）

		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
儿童类药	收入	749.8	707.5	1129.7	1346.9	1831.8	2460.1
	YoY	24.6%	-5.7%	59.7%	19.2%	36.0%	34.3%
	毛利率			88.3%	88.3%	88.3%	88.3%
慢性病药	收入	511.3	669.0	823.1	741.4	906.3	1078.6
	YoY	50.8%	30.8%	23.0%	-9.9%	22.3%	19.0%
	毛利率			89.8%	89.7%	89.6%	89.8%
其他类药	收入	376.2	298.9	246.4	221.8	199.6	179.6
	YoY		-20.6%	-17.6%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率			34.5%	34.5%	34.5%	34.5%
总收入	收入	1637.4	1675.4	2199.2	2310.0	2937.7	3718.3
	YoY	14.5%	2.3%	31.3%	5.0%	27.2%	26.6%
	毛利率	77.6%	82.4%	87.3%	83.6%	85.1%	86.1%

资料来源：公司公告，德邦研究所预测

盈利预测与投资建议：

公司坚持深耕慢性病及儿童药广阔市场，坚守研发创新，持续推动成果转化，有望凭借已经构筑的核心产品竞争优势稳固市场地位，同时带动后续产品入院放量。我们认为，在国家政策支持儿童药发展的背景下，公司各优势产品有望持续带来不断增长的业绩贡献，助力公司在未来释放亮眼业绩。预计 2022-2024 年公司营收分别为 23.1/29.4/37.2 亿元、归母净利润分别为 3.0/4.0/5.3 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值表

公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
葫芦娃	65.5	16.4	0.9	1.1	1.4	70.4	59.0	46.5
葵花药业	141.2	24.2	8.7	10.6	12.3	16.2	13.4	11.5
健民集团	91.5	59.7	4.0	5.0	6.1	23.0	18.3	14.9
PE 均值						36.5	30.2	24.2
一品红	132.1	45.8	3.0	4.0	5.3	44.0	33.0	24.9

资料来源：Wind 一致预期，德邦研究所

注：更新日期为 2023 年 2 月 6 日，葫芦娃、葵花药业、健民集团盈利预测来自 Wind 一致预期，一品红盈利预测数据来自德邦研究所预测

5. 风险提示

- 1) **产品降价风险：**随着国家药品集采进程推进、中成药陆续谈判进入医保，公司产品的价格可能面临一定的降价风险。如果产品的销量的增长未能抵消降价带来的负面影响，则公司的营收水平可能会受到拖累。
- 2) **行业竞争加剧的风险：**在儿童药审批端加速、支付端格局良好的背景下，行业参与者数量可能呈现增加趋势，如果公司的新药研发进展不及预期，则存在市场份额被其他竞争者所取代的风险。
- 3) **核心技术及业务人员流失风险：**随着经营规模的扩大，公司对研发、采购、生产、销售等方面人才的需求将进一步显现，如果公司不能及时引进、培育相关人才，在薪酬、福利等方面不能为各类人才持续提供具有竞争力的发展平台，可能导致人才队伍的不稳定，对公司生产经营造成影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	1.07	1.03	1.38	1.83
每股净资产	6.50	7.32	8.39	9.81
每股经营现金流	1.52	1.11	1.28	1.70
每股股利	0.20	0.21	0.31	0.42
价值评估(倍)				
P/E	33.55	44.08	32.85	24.84
P/B	5.53	6.21	5.42	4.64
P/S	5.96	5.68	4.47	3.53
EV/EBITDA	28.95	33.06	24.94	18.81
股息率%	0.6%	0.5%	0.7%	0.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	85.5%	83.6%	85.1%	86.1%
净利润率	14.0%	12.9%	13.6%	14.2%
净资产收益率	16.4%	14.1%	16.5%	18.7%
资产回报率	8.3%	7.5%	9.2%	11.0%
投资回报率	6.9%	8.4%	10.4%	12.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	31.3%	5.0%	27.2%	26.6%
EBIT 增长率	42.2%	28.9%	33.8%	32.1%
净利润增长率	36.0%	-3.0%	34.2%	32.2%
偿债能力指标				
资产负债率	45.5%	43.9%	42.0%	39.8%
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.7
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.5
现金比率	0.9	1.0	1.0	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	33.7	32.0	31.0	30.0
存货周转天数	131.8	130.0	128.0	127.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8
固定资产周转率	13.9	14.0	16.9	20.5

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	307	298	399	528
少数股东损益	-14	-22	-29	-38
非现金支出	85	39	41	42
非经营收益	0	-16	-12	-8
营运资金变动	60	22	-29	-33
经营活动现金流	438	320	369	491
资产	-561	-78	-73	-48
投资	-387	-15	-15	-15
其他	28	-12	-18	-22
投资活动现金流	-920	-105	-105	-85
债权募资	1,010	0	0	0
股权募资	35	0	0	0
其他	-489	-77	-107	-137
融资活动现金流	556	-77	-107	-137
现金净流量	74	139	157	269

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 2 月 10 日
 资料来源：公司年报（2019-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,199	2,310	2,938	3,718
营业成本	318	378	438	517
毛利率%	85.5%	83.6%	85.1%	86.1%
营业税金及附加	31	31	39	49
营业税金率%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	1,282	1,258	1,602	2,028
营业费用率%	58.3%	54.5%	54.5%	54.5%
管理费用	169	172	222	280
管理费用率%	7.7%	7.5%	7.5%	7.5%
研发费用	142	168	216	273
研发费用率%	6.5%	7.3%	7.3%	7.3%
EBIT	278	358	480	634
财务费用	38	-4	-7	-10
财务费用率%	1.7%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	21	-14	-18	-22
营业利润	285	294	411	559
营业外收支	77	47	47	47
利润总额	363	341	458	606
EBITDA	363	397	520	676
所得税	69	65	88	116
有效所得税率%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%
少数股东损益	-14	-22	-29	-38
归属母公司所有者净利润	307	298	399	528

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,075	1,214	1,371	1,640
应收账款及应收票据	203	203	250	306
存货	115	135	154	180
其它流动资产	171	206	256	312
流动资产合计	1,564	1,757	2,030	2,438
长期股权投资	302	302	302	302
固定资产	159	165	174	181
在建工程	784	824	864	880
无形资产	460	500	530	560
非流动资产合计	2,141	2,225	2,305	2,357
资产总计	3,704	3,982	4,334	4,796
短期借款	852	852	852	852
应付票据及应付账款	41	47	53	61
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	313	369	434	517
流动负债合计	1,206	1,267	1,339	1,430
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	480	480	480	480
非流动负债合计	480	480	480	480
负债总计	1,686	1,747	1,819	1,910
实收资本	288	288	288	288
普通股股东权益	1,874	2,112	2,422	2,830
少数股东权益	144	123	94	56
负债和所有者权益合计	3,704	3,982	4,334	4,796

信息披露

分析师与研究助理简介

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

分析师声明

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

投资评级说明

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

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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