

一品红 (300723.SZ)

聚焦于儿童药、慢病药以及疫苗领域的创新型生物医药企业

公司聚焦于儿童药、慢病药及生物疫苗领域。公司聚焦于儿童药、慢病药及生物疫苗领域，目前具备医药全产业链的研发运营管理能力，产品涵盖范围包括化学药（含制剂和原料药）、中药以及疫苗等领域。公司具备强劲的研发创新能力及转化能力，未来有望充分发挥企业优势，通过自主研发、技术合作等多种创新方式，不断提高公司医药研发实力。

公司在现有儿童药和慢病要药赛道已有多个产品上市，并且潜力品种众多。（1）公司儿童药产品结构丰富，已有多个儿童药物上市，其中芬香清解口服液和藜感淋口服液等具有较大潜力。另外公司在研儿童药有 17 个儿童专用药和 5 个儿童疫苗产品，公司将以临床为导向，持续加大儿童药产品研发投入力度，矢志成为中国儿童药行业领军企业。（2）公司现有慢病药注册批件 49 个，多个产品入选《国家基本药物目录》和《国家医保目录》，在研慢病药项目 38 个，大都具有独家专利和独特治疗优势，AR882 等产品，未来有望不断释放潜力。

公司重视研发创新，近年研发投入持续加大。公司坚持医药技术创新与高端药品研发，尤其在战略转型早期，代理产品为主，通过代理产品实现的确定性利润投入到自主产品研发的不确定性当中，也展现了公司的研发决心和实力。近年来，公司研发投入逐年提升，2022 年全年自主研发投入约 1.90 亿元，同比增加 33.34%。2022 年研发人员 312 人，占公司人员 22.51%。公司坚持加快自主创新项目，引进先进技术创新项目，布局公司未来可持续发展创新产品。

1.1 类痛风创新药 AR882 临床进展顺利。AR882 是公司与美国 Arthroci 公司合作研发的 1 类创新药。公司间接持有美国 Arthroci 公司约 18.68% 的股权，同时与 Arthroci 成立合资公司广州瑞安博医药科技有限公司，公司间接持有合资公司 60.70% 的股权。AR882 临床 IIb 试验结果公布，数据良好。2023 年 1 月，公司公告，AR882 治疗痛风适应症的全球 IIb 期临床试验结果，经过 AR882 的治疗，患者血清尿酸水平明显降低，并且无任何重度不良反应，临床结果良好。

盈利预测与投资建议。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.99 亿元、5.38 亿元以及 7.36 亿元，同比增长 37%、35% 以及 37%，对应 PE 分别为 33X、25X 以及 18X。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：业绩低于预期风险；研发失败风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,199	2,280	2,907	3,862	5,215
增长率 yoy (%)	31.3	3.7	34.4	32.9	35.0
归母净利润(百万元)	307	291	399	538	736
增长率 yoy (%)	36.0	-5.3	37.2	34.9	36.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.71	0.68	0.93	1.25	1.71
净资产收益率 (%)	14.5	12.1	15.2	17.5	19.7
P/E (倍)	43.0	45.4	33.1	24.5	17.9

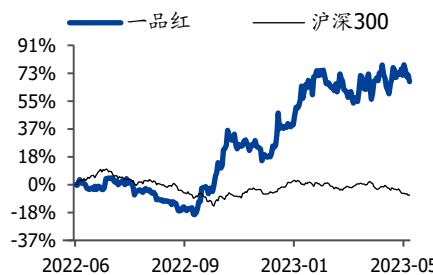
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 6 月 7 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	化学制药
前次评级	
6月7日收盘价(元)	30.66
总市值(百万元)	13,188.89
总股本(百万股)	430.17
其中自由流通股(%)	46.10
30日日均成交量(百万股)	2.12

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 祁瑞

执业证书编号: S0680519060003

邮箱: qirui@gszq.com

相关研究



内容目录

1. 投资要点.....	5
2. 公司聚焦于儿童药、慢病药及生物疫苗领域.....	7
2.1 公司是一家聚焦儿童药、慢病药及生物疫苗领域的医药创新企业.....	7
2.2 公司近年保持快速增长，业务规模不断扩大.....	9
3. 公司儿童药板块不断完善，潜力产品众多.....	10
3.1 儿童药市场亟需完善，近年鼓励政策频出.....	10
3.2 公司致力于儿童药研发，具有丰富研发经验.....	11
4. 慢病用药领域公司已积累丰富经验.....	16
5. 聚焦研发创新，参与产业协同.....	18
5.1 公司重视研发创新，近年研发投入持续加大.....	18
5.2 公司重视对外投资，不断拓展公司创新布局.....	20
5.2.1 重磅痛风创新药 AR882，临床进展顺利.....	21
5.2.2 收购华南疫苗进军生物疫苗领域，重组技术有望诞生重磅产品.....	23
6. 盈利预测与投资建议.....	25
6.1 公司各业务拆分情况.....	25
6.2 投资建议.....	25
风险提示.....	26

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	7
图表 2: 公司聚焦于儿童药、慢病药及生物疫苗领域.....	8
图表 3: 公司股权结构及部分控股子公司（截至 2023 年一季度）.....	8
图表 4: 2016 年-2023 年 Q1 年公司营业收入及同比增速.....	9
图表 5: 2016 年-2023 年 Q1 年公司归母净利润及同比增速.....	9
图表 6: 公司费用变化情况.....	9
图表 7: 公司收入构成情况.....	9
图表 8: 各年龄段占总人口比例.....	10
图表 9: 儿童药批文占总药品批文比例.....	10
图表 10: 近年部分儿童药相关鼓励促进政策.....	11
图表 11: 公司已上市儿童药情况.....	12
图表 12: 盐酸克林霉素分散片包装.....	14
图表 13: 盐酸克林霉素分散片近年收入情况（亿元）.....	14
图表 14: 芬香清解和奥司他韦临床研究疗效的比较.....	15
图表 15: 公司已上市慢病用药情况.....	16
图表 16: 公司研发人员数量及研发人员数量占比情况.....	19
图表 17: 公司研发投入及占营业收入比例.....	19
图表 18: 公司研发团队核心成员.....	19
图表 19: 公司近年股权激励情况.....	20
图表 20: 公司创新研发投资合作进展良好.....	21
图表 21: 高尿酸和痛风所易引起的并发症.....	22
图表 22: 高尿酸和痛风所易引起并发症发病率.....	22
图表 23: 全球创新药 AR882 研发进度.....	23
图表 24: AR882 治疗痛风适应症的全球 IIb 期临床试验结果具体指标.....	23

图表 25: 华南疫苗管线品种布局情况.....	24
图表 26: 公司收入拆分情况 (百万元)	25
图表 27: 可比公司估值情况 (2023 年 6 月 6 日)	26

1. 投资要点

公司聚焦于儿童药、慢病药及生物疫苗领域。公司聚焦于儿童药、慢病药及生物疫苗领域，目前具备医药全产业链的研发运营管理能力，产品涵盖范围包括化学药（含制剂和原料药）、中药以及疫苗等领域。公司具备强劲的研发创新能力及转化能力，公司充分发挥企业优势，通过自主研发、技术合作等多种创新方式，不断提高公司医药研发实力。目前公司是中国化药研发综合实力百强企业、中国创新力医药企业 100 强和中国化药企业百强企业。

公司致力于儿童药物研发，具有丰富研发经验。公司儿童药产品结构丰富，可满足呼吸、抗感染、抗过敏、消化领域等儿童常见疾病临床诊疗需求，涵盖 0-14 岁全年龄段儿童患者，公司坚持以儿童临床需求为导向，采取自主研发与合作开发等模式相结合，致力于儿童用药的全面技术创新。公司儿童药物研发已建立多个技术平台，管线中有多个研发产品。目前，公司在研儿童药有 17 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，其中芬香清解口服液和馥感咪口服液被纳入十三五国家科技重大专项，公司将持续加大儿童药产品研发投入力度，矢志成为中国儿童药行业领军企业。

公司在慢病药领域已积累丰富经验。在慢病药领域，公司现有慢病药注册批件 49 个，涵盖心脑血管疾病、肾脏疾病、消化系统疾病、肝病等疾病治疗领域，多个产品入选《国家基本药物目录》和《国家医保目录》，在研慢病药项目 38 个，大都具有独家专利和独特治疗优势。公司在研的高尿酸血症&痛风创新药物 AR882，已取得临床 IIb 期阶段性研究成果，试验所展现的良好的有效性和安全性结果，为其进入全球临床 III 期提供了坚实的基础。

公司重视研发创新，近年研发投入持续加大。公司坚持医药技术创新与高端药品研发，尤其在战略转型早期，代理产品为主，通过代理产品实现的确定性利润投入到自主产品研发的不确定性当中，也展现了公司的研发决心和实力。近年来，公司研发投入逐年提升，2022 年全年自主研发投入约 1.90 亿元，同比增加 33.34%。2022 年研发人员 312 人，占公司人员 22.51%。公司坚持加快自主创新项目，引进先进技术创新项目，布局公司未来可持续发展创新产品。根据公司 2022 年年报披露信息，公司获得发明专利技术 9 项，引进签约项目 4 个、产学研合作与技术平台 2 个、股权投资项目 2 个（含增资）。

股权激励激发员工积极性，保持研发队伍稳定。上市后，公司共实施了 3 次股权激励，公司通过持续的股权激励，不断地增强公司管理团队和核心骨干的激励，让优秀员工分享公司发展成果，不断激发员工工作的积极性和创造性。2022 年第三次员工股权激励，激励人员 287 人，授予股票期权 482.10 万份，限制性股票 46 万股，授予条件以 2021 年营业收入为基数，2023-2026 年营业收入增长率不低于 25%、56%、103%以及 164%。

1.1 类痛风创新药 AR882 临床进展顺利。AR882 是公司与美国 Arthroci 公司合作研发的 1 类创新药。公司间接持有美国 Arthroci 公司约 18.68% 的股权，同时与 Arthroci 成立合资公司广州瑞安博医药科技有限公司，公司间接持有合资公司 60.70% 的股权。合资公司拥有 AR882 在中国区域（包括中国大陆、香港、澳门和台湾地区）的上市许可和在中国区域生产、销售等全部商业化权益。AR882 临床 IIb 试验结果公布，数据良好。2023 年 1 月，公司公告，AR882 治疗痛风适应症的全球 IIb 期临床试验结果，经过 AR882 的治疗，患者血清尿酸水平明显降低，并且无任何重度不良反应，临床结果良好。

公司通过收购华南疫苗进入生物疫苗领域。公司于 2021 年 7 月公告，子公司瑞奥生物拟以增资入股和转让老股方式合计 1.35 亿元对华南疫苗进行投资。投资完成后，瑞奥生物持有华南疫苗 52.71% 的股权。2022 年 3 月，以自有资金 4988.07 万元对华南疫苗进

行增资，公司持股比例将由 52.71% 提升至 58.96%。目前华南疫苗是公司主要的疫苗研发平台。华南疫苗专注于重组蛋白纳米颗粒疫苗的研发，建立了生物基因疫苗开发平台，其关键核心技术包括昆虫细胞-杆状病毒表达系统 (BEVS) 的成熟生产技术、蛋白连续纯化工艺技术、佐剂研发和生产技术等具有完全自主知识产权。目前公司拥有全新的基因工程疫苗研发中试与产业化平台，开发多种人用疫苗产品，在研产品包括四价流感疫苗、RSV 疫苗等 7 款产品。其中，在研的重组蛋白四价流感疫苗有望年内申报 IND。

盈利预测。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.99 亿元、5.38 亿元以及 7.36 亿元，同比增长 37%、35% 以及 37%，对应 PE 分别为 33X、25X 以及 18X。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

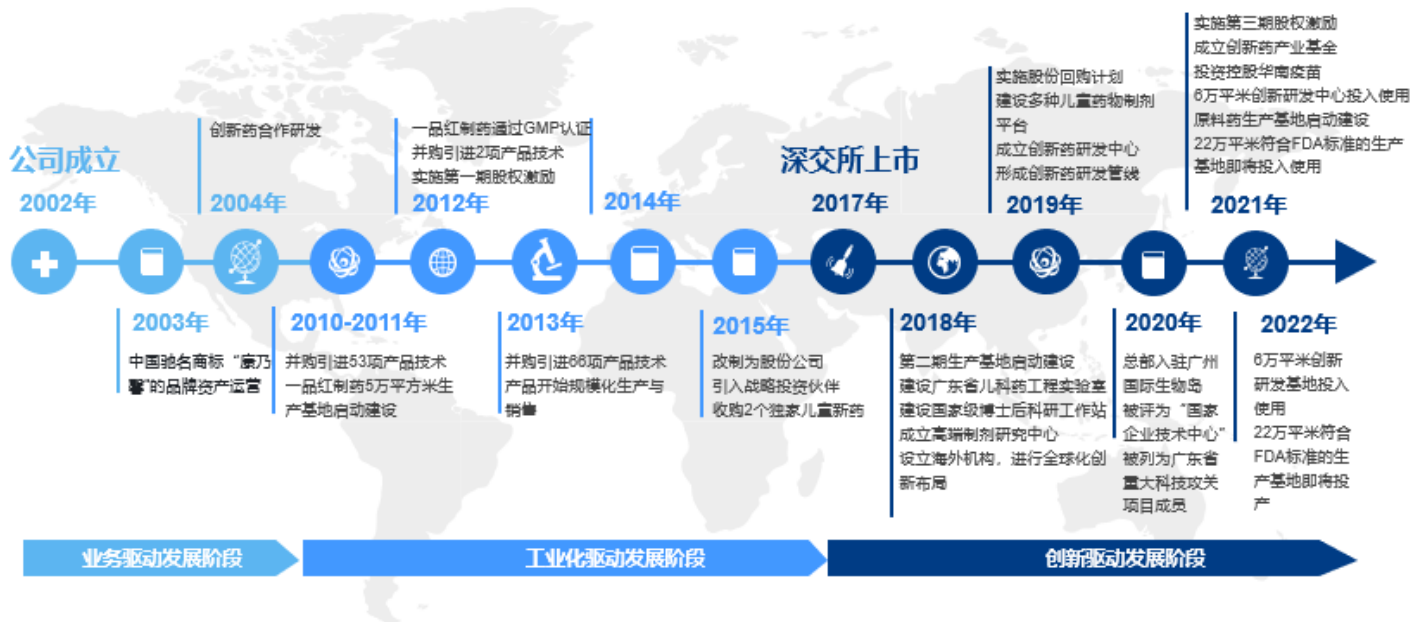
可比公司估值看，我们选取恒瑞医药、科伦药业、信立泰、海思科公司 4 家可比公司，主要基于四家公司目前业务结构都是以仿制药和创新药相结合，类似一品红当前的发展模式。2023 年估值 (33X) 低于板块平均估值 (50X)，同时我们预计公司近年保持快速增长，并且由于股权激励的目标，公司业绩的增长确定性高，创新产品 AR882 临床进展顺利，后续有望继续推进，成为潜在大产品。综上，我们认为当前有明显性价比。

2. 公司聚焦于儿童药、慢病药及生物疫苗领域

2.1 公司是一家聚焦儿童药、慢病药及生物疫苗领域的医药创新企业

经过多年发展，公司已成为集药品研发、生产、销售为一体的创新型生物医药企业。公司创建于2002年，2017年11月在深交所挂牌。历经21年的发展，已成为一家集药品研发、生产、销售为一体的创新型生物医药企业。公司秉承全球化发展理念，以广州国际生物岛总部为全球化人才基地，以一品红创新研发基地为创新高地，以黄埔和南沙两个生产基地双核联动的格局，协同原料药生产基地，推动研发高效运营及转化。目前，公司建有完善的研发机构，包括创新药研究中心、高端制剂研究中心、生物疫苗研究中心以及综合研究中心等研究机构。

图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司网站，国盛证券研究所

公司聚焦于儿童药、慢病药及生物疫苗领域。公司聚焦于儿童药、慢病药及生物疫苗领域，目前具备医药全产业链的研发运营管理能力，产品涵盖范围包括化学药（含制剂和原料药）、中药以及疫苗等领域。公司具备强劲的研发创新能力及转化能力，公司充分发挥企业优势，通过自主研发、技术合作等多种创新方式，不断提高公司医药研发实力。目前公司是中国化药研发综合实力百强企业、中国创新力医药企业100强和中国化药企业百强企业。

图表 2: 公司聚焦于儿童药、慢病药及生物疫苗领域

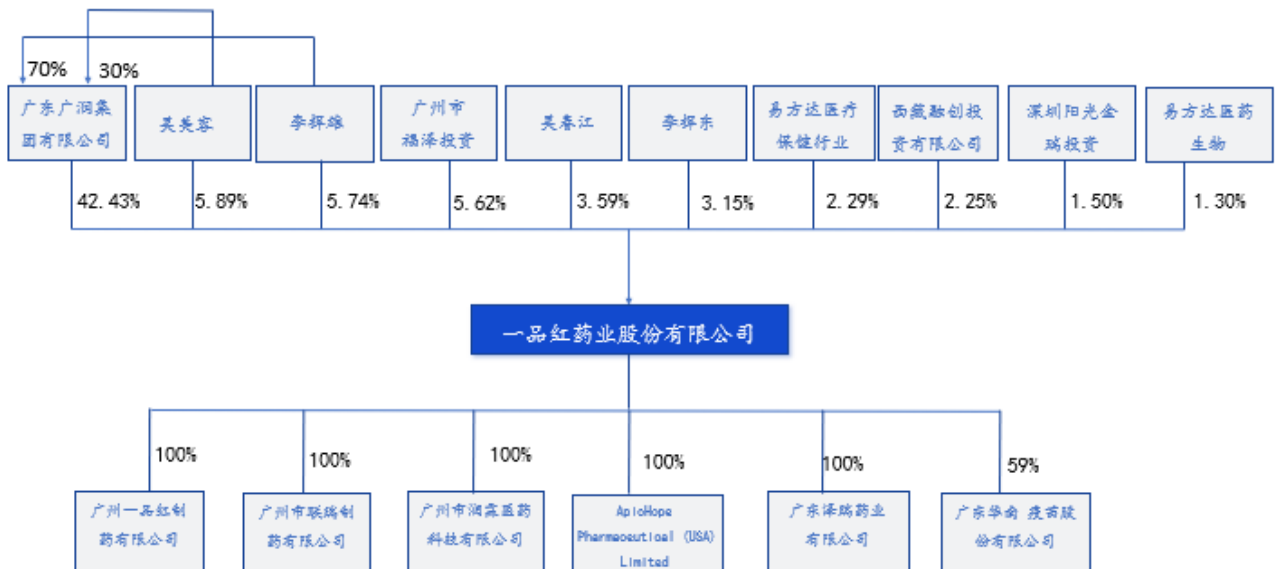
ABOUT US | 公司是一家聚焦儿童药、慢病药、生物疫苗领域的医药创新企业



资料来源: 公司 2022 年年报, 国盛证券研究所

公司股权结构稳定。公司董事长李捍雄与股东吴美容系夫妻关系，股东李捍东与股东李捍雄系兄弟关系，股东吴美容与股东吴春江系姐弟关系。股东李捍雄、股东吴美容分别持有广东广润集团有限公司 70%、30%的出资比例。股东李捍雄、股东李捍东分别持有广州市福泽投资管理中心（有限合伙）37.45%、31.11%的出资份额。公司股权结构稳定，比较集中。

图表 3: 公司股权结构及部分控股子公司（截至 2023 年一季度）

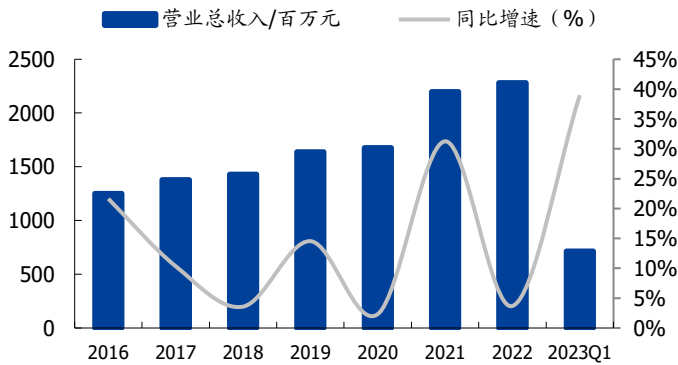


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

2.2 公司近年保持快速增长，业务规模不断扩大

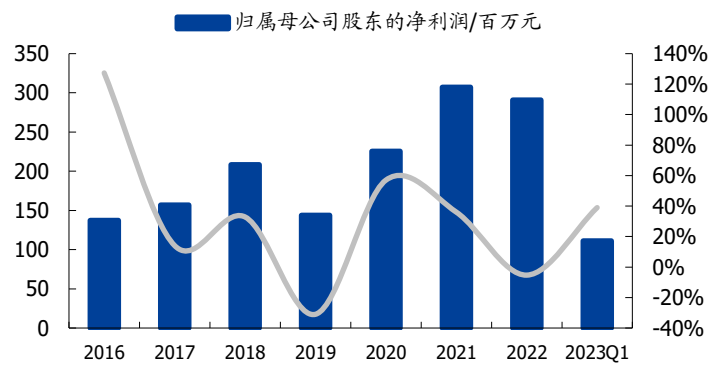
公司近年保持快速增长。公司近年保持快速增长，尤其是在近年战略转型自主产品的同时，收入和利润仍然能够保持持续增长，也展现了公司强大的执行力、市场开拓能力和研发实力。2022年公司实现营业收入22.80亿元，同比增长3.68%，归母净利润2.91亿元，同比下降5.29%，扣非净利润2.21亿元，同比增长21.52%。2022年部分产品受宏观经济及医保变化的下滑影响较大，但是公司在2023年一季度公司收入端和利润端都保持了快速增长，主要是基于公司销售推广力度加大以及新产品的放量，我们预计2023年全年公司业绩有望重新恢复快速增长。

图表4：2016年-2023年Q1年公司营业收入及同比增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

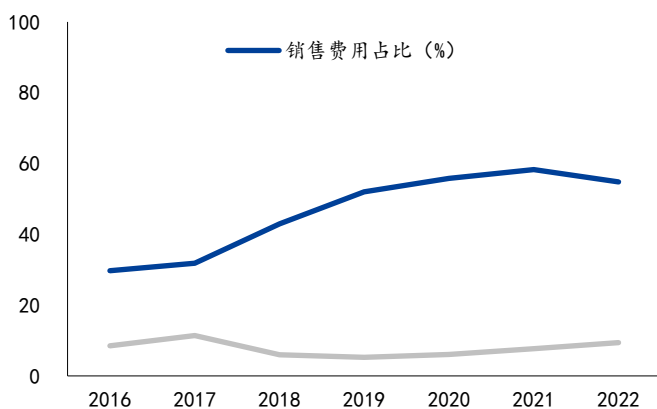
图表5：2016年-2023年Q1年公司归母净利润及同比增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

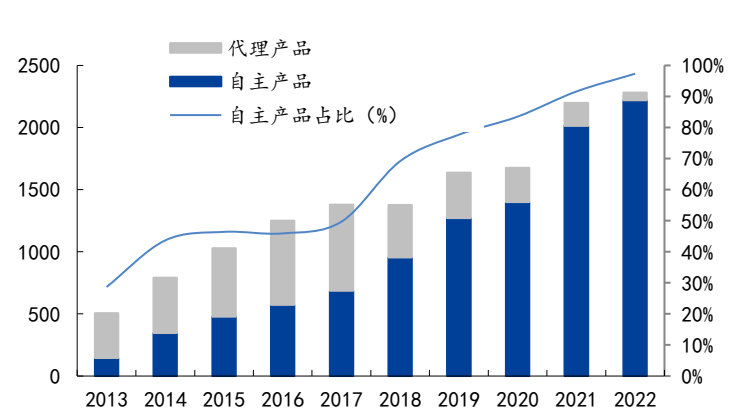
公司收入增长的同时代理业务规模和占比逐渐减小，费用端保持相对稳定。公司近年处于战略转型期，原有的代理业务占比逐渐减小，自主产品占比逐渐提高，已由2016-2017年的50%左右增长到2022年的97%，基本完全由自主产品主导。同时这一过程中，公司收入仍能实现快速增长，由于自主产品比例的扩大，销售费用投入逐渐增加，2016年开始逐渐增加，2022年销售费用率54.77%，相比2021年下降3.51个百分点，公司未来有望逐渐调整产品结构，费用率继续下降。管理费用率，2022年由于职工薪酬增加，股权激励费用以及固定资产增加折旧等原因，有所提高。

图表6：公司费用变化情况



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表7：公司收入构成情况



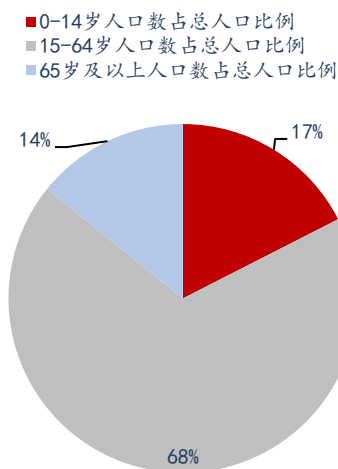
资料来源：wind，国盛证券研究所

3. 公司儿童药板块不断完善，潜力产品众多

3.1 儿童药市场亟需完善，近年鼓励政策频出

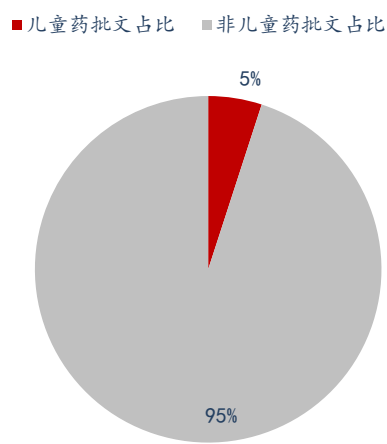
我国儿童药品种和种类较少，仅占全部药品数量的约5%。儿童药指用于儿童疾病所使用的药物，包括专门针对儿童的专用药品或药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品；常见种类包括退烧药物、感冒药、祛痰止咳药、抗菌药物、助消化药等。根据公司2022年年报信息，截至2022年，我国获得批文的药品品种数约有1.86万个，据不完全统计，儿童药有900多个品种，仅占全部药品数量的约5%。目前我国儿童药品种和类别少，剂型短缺，用药规范亟待提升，仍有大量未被满足的临床需求。

图表8：各年龄段占总人口比例



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表9：儿童药批文占总药品批文比例



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

儿童药不只是简单的药量减半或者减小剂量，具有较高的技术壁垒。儿童不是缩小版的成人，儿童和成人的区别不仅仅在于体型的差异，由于生理功能特殊，尤其是肝、肾、神经和内分泌功能发育不全所导致的个体差异，使得自身在药物代谢动力学和药效学上有其特殊规律，因此儿童的药品是减半或者减小剂量的成人用药是非常危险的做法。当前对于儿童药物的研发已经成为市场研发的重点，并且具有较高的技术壁垒，未来也将有更多的企业参与其中，提前布局的具有先发优势。

国家相关部门始终高度重视儿童药品的发展。近年有关部门政策频出，鼓励企业多研发生产上市更多儿童药品。目前，相关部门从保障需求、鼓励研发、优先审评、简化采购程序、扩大医保支付范围等多个方面，频繁出台了儿童用药相关政策，儿童药行业正在不断迎来顶层设计与政策支撑。

图表 10: 近年部分儿童药相关鼓励促进政策

相关政策	发布时间	具体内容
《儿科用药临床药理学研究技术指导原则》	2020.12	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 儿科制剂是儿科临床药理学研究的重点关注问题，旨在为儿科患者提供精确的给药方案和提高依从性。如果药物存在儿科适应症，需提供与儿科患者的年龄阶段相适应的制剂。亦可研发适用儿科患者的药物配方制剂。如需开展儿科制剂与成人制剂的生物等效性或相对生物利用度对比研究，可在成年健康受试者中实施。同时需关注食品或赋形剂对生物利用度的潜在影响。
《儿童用化学药品改良型新药临床试验技术指导原则征求意见稿》	2021.04	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 为儿童患者提供安全、有效、质量可控且适合于不同年龄阶段患儿使用的药物是儿童用药开发的目标。儿童用改良型新药的临床研究设计需尽可能利用已有研究证据，减少在儿童中开展不必要的重复研究，不应在儿童中开展明显缺乏治疗获益或安全性风险难以预期的临床研究。
《中国儿童发展纲要(2021-2030年)》	2021.09	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 鼓励儿童用药研发生产，加快儿童用药申报审批工作。完善儿童临床用药规范，药品说明书明确表述儿童用药信息。
《关于贯彻 2021-2030 年中国妇女儿童发展纲要的实施方案》	2022.04	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 鼓励儿童用药研发生产，扩大国家基本药物目录中儿科用药品种、剂型和规格范围，探索制定国家儿童基本药物目录。
《儿童用药沟通交流申请及管理工作程序（征求意见稿）》	2022.06	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 进一步细化了儿童用药沟通交流管理，制定了《儿童用药沟通交流申请及管理工作程序》，对资料要求、申请流程和管理流程分别进行优化。
《关于进一步加强儿童临床用药管理工作的通知》	2023.01	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 通知鼓励开发可灵活调整剂量的新技术、新方法，加强个性化给药的标准化管理和质量控制，减少“剂量靠猜、分药靠掰”导致的分不准、不安全等问题。

资料来源：卫健委、CDE、政府官网、妇幼健康司、国家市场监督管理总局、国盛证券研究所

3.2 公司致力于儿童药研发，具有丰富研发经验

公司致力于儿童药物研发，具有丰富研发经验。公司儿童药产品结构丰富，可满足呼吸、抗感染、抗过敏、消化领域等儿童常见疾病临床诊疗需求，涵盖 0-14 岁全年龄段儿童患者，公司坚持以儿童临床需求为导向，采取自主研发与合作开发等模式相结合，致力于儿童用药的全面技术创新，以提高儿童专用制剂的研发水平，研制口感佳、安全性高、剂量精准的儿童药物，重点解决儿童用药依从性差、安全隐患多等临床难题。

公司儿童药物研发已建立多个技术平台，管线中有多个研发产品。儿童药研发技术平台：公司已建立了以药物微粉化技术、颗粒掩味技术、延迟释放技术、微丸包衣技术和精准化给药等核心技术为主的儿童用药技术平台，是国家十三五重大科技儿童药专项课题的承担单位，以上述技术和平台为依托，公司将着力打造儿童用药特殊制剂创新研发基地，开发更多适合儿科患者的特殊专用制剂产品。目前，公司在研儿童药有 17 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，其中芬香清解口服液和馥感唛口服液被纳入十三五国家科技重大专项，公司将持续加大儿童药产品研发投入力度，矢志成为中国儿童药行业领军企业。

图表 11: 公司已上市儿童药情况

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《中国儿童药品临床应用指南》、《国家抗菌药物治疗指南》等国内外多个指南推荐，连续多年获《世界卫生组织（WHO）基本药物示范目录（儿童版）》推荐，收入《国家处方集（化学药品与生物制品卷儿童版）》。 国家基药，医保甲类，非限制类口服抗生素，口感好，可用于四周以上儿童。分散片剂型，给药方便，生物利用度高，胃肠刺激少，可用于不同细菌感染性疾病的治疗。
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	主要适应于 G+菌所致的各种感染，特别适应于金黄色葡萄球菌，肺炎球菌及表皮葡萄球菌引起的上下呼吸道感染及表皮软组织感染。据文献报道，本品对百日咳、猩红热、中耳炎等症也有良好的疗效。	否	否	纳入《儿童肺炎支原体肺炎诊疗指南（2023 年版）》、《中国儿童药品临床应用指南》；儿童适宜，浓郁奶香味，可全年龄段覆盖，耐药水平低，可用于儿童常见细菌感染性疾病及呼吸道传染性疾病。
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）、临床必备用药。
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	纳入《国家新冠病毒感染者居家治疗指南》、《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》、《咳嗽的诊断与治疗指南（2021）》《儿童祛痰止咳治疗专家共识》、《中国儿童慢性湿性咳嗽的诊断与治疗专家共识》等多个国内外权威指南推荐。 儿童专用产品。5 倍浓缩，创新剂型，给药更精准。德国进口滴头，减少二次污染。草莓口味，可加入水、牛奶等，使用便捷。不含蔗糖、薄荷醇等辅料，可用于一岁及以上儿童。

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》、《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)》、《原发性纤毛运动障碍诊断与治疗中国专家共识》、《尘肺病治疗中国专家共识(2018年版)》、《日本渗出性中耳炎临床诊断和管理指南(2015年)》、《儿童祛痰止咳治疗专家共识》、《新型冠状病毒感染咳嗽的诊断与治疗专家共识》等指南。
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》、《中国过敏性哮喘诊治指南(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	《中国荨麻疹诊疗指南(2022版)》、《慢性瘙痒管理指南(2018版)》、《Japanese guidelines for allergic rhinitis 2017》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。用于小儿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。	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)》、多省市流感防治方案等推荐用于小儿急性上呼吸道感染、儿童流行性感冒、手足口病等疾病；是中国首个在国际SCI期刊发表治疗流感高质量临床研究成果的儿童专用药，治疗儿童流感与奥司他韦退热、痊愈时间疗效相当，咽痛、便秘等症状改善优，是儿童呼吸系统疾病抗病毒治疗新选择。
中药制剂	馥感喉口服液	清热解毒，止咳平喘，益气疏表。用于小儿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，是具有免疫增强作用的儿童感冒药，对免疫功能低下及有基础疾病患儿呼吸道感染治疗获益更多。《中成药治疗小儿反复呼吸道感染临床应用指南(2021年)》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

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	制剂治疗后继发的病毒呼吸道感染,多省市推荐用药。
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	全组方药食同源,健脾助消化,促进营养吸收,提高免疫力,有效改善乏力、气短、多汗、胃口差等症状,加速机体恢复。《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	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	《中成药临床应用指南-儿科疾病分册》、《中成药临床应用指南-肛肠疾病分册》、《中成药临床应用指南-妇科疾病分册》、《临床常用方剂与中成药》指南推荐用药。 国家卫健委《流行性感冒诊疗方案》等多个指南推荐。

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片大体量依然保持快速增长。根据公司 2022 年年报信息,盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片作为公司的主导产品,实现营业收入约 10.1 亿元,同比增长 14.35%。根据中国医药工业信息中心最新数据显示,2022 年公司核心产品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。

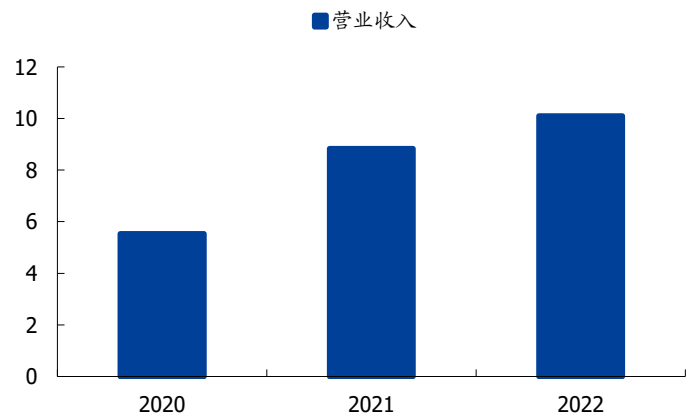
盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片是克林霉素的前体药物,分子结构、作用机理与克林霉素及克林霉素磷酸酯不同,从安全性、依从性、可及性等方面更具优势。分散片剂型具有分散状态佳,崩解时间短,药物溶出迅速,吸收快,生物利用度高,不良反应少,服用方便等特点,是口服药物的新剂型。盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片可以吞服、咀嚼含吮,或在温水中溶解。不受食物影响,可与牛奶、果汁混合服用。

图表 12: 盐酸克林霉素分散片包装



资料来源:药品通网站,国盛证券研究所

图表 13: 盐酸克林霉素分散片近年收入情况(亿元)



资料来源:公司公告,国盛证券研究所

根据公司 2022 年年报信息统计,除重点产品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约为 21.27%外,其他特色儿童药如芬香清解口服液、馥感淋口服液参柏洗液以及益气健脾口服液等级医院等覆盖率均在 3%以内。因此公司一批潜力品种,我们认为有望在未来几年实现高速增长,拉动公司业绩,其中**首先建议重点关注芬香清解口服液和馥感淋口服液。**

潜力品种一： 苓香清解口服液

苓香清解口服液，是公司重点培育的中药&儿童专用药品。苓香清解口服液作为儿童专用药，主要用于小儿上呼吸道感染表里俱热证，症见发热、便秘、鼻塞、流涕、咳嗽等。苓香清解口服液是中国首个在国际 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，苓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 (加拿大急性呼吸道疾病和流感量表) 评分的改善均与奥司他韦 (目前儿童及成人抗流感一线用药) 作用相当；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。

图表 14: 苓香清解和奥司他韦临床研究疗效的比较

Efficacy outcomes	FAS analysis			PPS analysis		
	QXQJ (n=112)	Oseltamivir (n=112)	P value	QXQJ (n=106)	Oseltamivir (n=106)	P value
Clinical recovery time (days), Med [Q1-Q3],	3 [2-5]	3 [2-4]	0.5328 ^a	3 [2-5]	3 [2-4]	0.6995 ^a
Time to resolution of fever (hours), Med [Q1-Q3],	36 [24-54]	36 [24-54]	0.2552 ^a	36 [24-54]	36 [24-54]	0.4826 ^a
Incidence rate of complications, n (%)	5 (4.46%)	1 (0.89%)	0.2124 ^b	4 (3.77%)	0 (0.00%)	0.1215 ^b
Incidence rate of severe or critical influenza, n (%)	0 (0.00%)	0 (0.00%)	-	0 (0.00%)	0 (0.00%)	-
Improvement in TCM syndromes, n (%)	91 (81.25%)	96 (85.71%)	0.3683 ^c	90 (84.91%)	94 (88.68%)	0.4171 ^c
Difference of TCM syndrome scores before and after treatment, mean±SD	5.330±3.687	5.563±3.187	0.6147 ^d	5.528±3.623	5.764±3.051	0.6087 ^d

资料来源: 《Efficacy and safety of Qinxiang Qingjie oral solution for the treatment of influenza in children: a randomized, double-blind, multicenter clinical trial》, 国盛证券研究所

根据公司 2022 年年报信息, 苓香清解口服液先后入选《2023 年北京春季流感中医药防治方案 (试行)》和《2023 年上海春季流感中医药防治方案 (试行)》推荐用药, 未来有望持续放量。

潜力品种二: 馥感淋口服液

馥感淋口服液是国家中药保护品种, 是具有免疫增强作用的儿童感冒药, 对免疫功能低下及有基础疾病患儿呼吸道疾病治疗获益更多。馥感淋口服液被评选为“头部力量·中国医药高质量发展成果品牌 (2022)”。《中成药治疗小儿反复呼吸道感染临床应用指南 (2021 年)》推荐作为小儿反复呼吸道感染治疗用药。《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, 多省市推荐用药。

4. 慢病用药领域公司已积累丰富经验

慢病全称慢性非传染性疾病，是指起病时间长、病因复杂、难以自愈的非传染类疾病的总称。其发病因素是遗传、生理、环境和行为因素综合作用的结果。慢病患者用药时间较长、用药种类复杂，未来个性化用药和慢病综合管理将逐渐成为主流趋势，临床证据充足、指南推荐的慢病药品使用率将会进一步提升。

我国慢性病人群面临高增长趋势。随着居民人均预期寿命不断增长，慢性病患者生存期随之延长，加之人口老龄化、城镇化、工业化进程加快和行为危险因素流行对慢性病发病的影响，我国慢性病患者基数仍将不断扩大且面临高增长趋势，我国慢病药领域有望持续高度景气，呈现出持续增长态势的。

公司在慢病药领域已积累丰富经验。在慢病药领域，公司现有慢病药注册批件 49 个，涵盖心脑血管疾病、肾脏疾病、消化系统疾病、肝病等疾病治疗领域，多个产品入选《国家基本药物目录》和《国家医保目录》，在研慢病药项目 38 个，大都具有独家专利和独特治疗优势。公司在研的高尿酸血症&痛风创新药物 AR882，已取得临床 IIb 期阶段性研究成果，试验所展现的良好的有效性和安全性结果，为其进入全球临床 III 期提供了坚实的基础。

图表 15: 公司已上市慢病用药情况

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）》、《中国肝移植受者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	缬沙坦氢氯地平片（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治专家共识》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	《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结合药物治疗专家共识（2021 年版）》、《实用中医男科学》、《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》、《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.外周血循环障碍性疾病如血栓栓塞性脉管炎、腹部动脉血循环障碍、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：主髂动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。
化学制剂	注射用环磷腺苷	用于心绞痛、心肌梗死、心肌炎及心源性休克。对改善风湿性心脏病的心悸、气急、胸闷等症状有一定的作用。对急性白血病结合化疗可提高疗效,亦可用于急性白血病的诱导缓解。此外,对老年慢性支气管炎、各种肝炎和银屑病也有一定疗效。	否	是	收录于《临床路径治疗药物释义-心血管系统分册》等。
化学制剂	注射用阿昔洛韦	1.单纯疱疹病毒感染:用于免疫缺陷者初发和复发性粘膜皮肤感染的治疗以及反复发作病例的预防;也用于单纯疱疹性脑炎的治疗。2.带状疱疹:用于免疫缺陷者严重带状疱疹病人或免疫功能正常者弥散型带状疱疹的治疗。3.免疫缺陷者水痘的治疗。	否	是	《带状疱疹中国专家共识》、《中国特应性皮炎诊疗指南(2020版)》、《中国艾滋病诊疗指南(2018年版)》等多部指南推荐。
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防治指南(2019版)》、《中国肝移植受者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	缬沙坦氢氯地平片(1)	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治专家共识》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	《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(2021年版)》、《实用中医男科学》、《中成药临床应用指南-感染性疾病分册》、

化学制剂	注射用己酮可可碱	1.脑部血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.外周血循环障碍性疾病如血栓栓塞性脉管炎、腹部动脉血循环障碍、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.眼部血循环障碍。	否	是	《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》、《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。《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：主髂动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。
化学制剂	注射用环磷腺苷	用于心绞痛、心肌梗死、心肌炎及心源性休克。对改善风湿性心脏病的心悸、气急、胸闷等症状有一定的作用。对急性白血病结合化疗可提高疗效,亦可用于急性白血病的诱导缓解。此外,对老年慢性支气管炎、各种肝炎和银屑病也有一定疗效。	否	是	收录于《临床路径治疗药物释义-心血管系统分册》等。
化学制剂	注射用阿昔洛韦	1.单纯疱疹病毒感染:用于免疫缺陷者初发和复发性粘膜皮肤感染的治疗以及反复发作病例的预防;也用于单纯疱疹性脑炎的治疗。2.带状疱疹:用于免疫缺陷者严重带状疱疹病人或免疫功能正常者弥散型带状疱疹的治疗。3.免疫缺陷者水痘的治疗。	否	是	《带状疱疹中国专家共识》、《中国特应性皮炎诊疗指南(2020版)》、《中国艾滋病诊疗指南(2018年版)》等多部指南推荐。

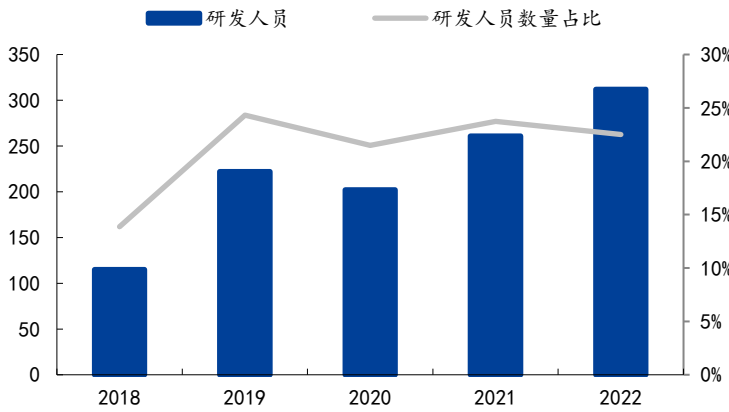
资料来源:公司公告,国盛证券研究所

5. 聚焦研发创新，参与产业协同

5.1 公司重视研发创新，近年研发投入持续加大

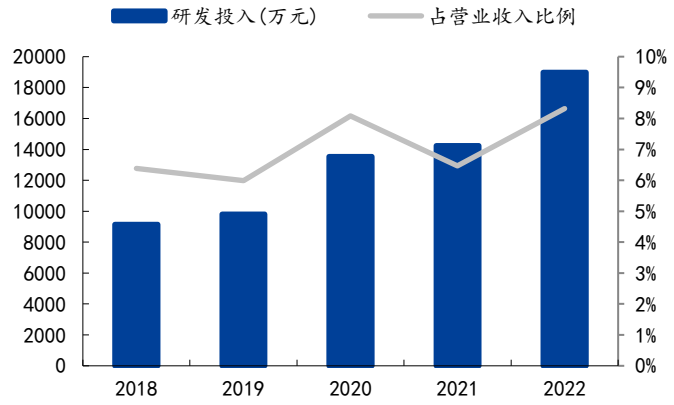
公司重视研发创新，近年研发投入持续加大。公司坚持医药技术创新与高端药品研发，尤其在战略转型早期，代理产品为主，通过代理产品实现的确定性利润投入到自主产品研发的不确定性当中，也展现了公司的研发决心和实力。近年来，公司研发投入逐年提升，2022年全年自主研发投入约1.90亿元，同比增加33.34%。2022年研发人员312人，占公司人员22.51%。

图表 16: 公司研发人员数量及研发人员数量占比情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 17: 公司研发投入及占营业收入比例



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

研发团队核心成员由全球资深科学家领衔:

- 首席科学家 Wenqian Yang 是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, 曾担任美国 IRIX Pharmaceuticals(被 ThermoFisher 收购)的资深研究员。
- 首席科学家 Tao Peng 是宾西法尼亚大学病毒学博士, 曾担任国家科技重大专项课题负责人, 重组蛋白疫苗研发专家。
- 首席科学家 CHANGCHUN CHENG 是麻省理工学院有机化学博士, 曾担任原默克、先灵葆雅项目负责人等。
- 首席科学家 Shunqi Yan 是 Rutgers University 有机化学博士, 专长于新药设计、药化和生产, 是两个 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。

公司已建立了强大的研发创新人才队伍。除上述首席科学家团队外, 公司引进了一批全球化的核心技术人才, 建立了拥有创新研发及技术转化能力的研发创新人才队伍。此外, 公司各领域均有全球一流科学家技术顾问团队, 为公司开展产品和技术创新工作提供专业指导和建议方案。公司将持续加大研发投入力度, 优化创新机制, 壮大公司研发技术队伍, 进一步提升公司创新研发能力, 不断地夯实核心产品线, 巩固公司核心竞争力, 推动公司持续稳定健康发展。

图表 18: 公司研发团队核心成员

R & D | 公司创新研发团队由全球资深科学家领衔



	<p>Wenqian Yang 博士 首席科学家</p> <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
	<p>Tao Peng 博士 首席科学家</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 宾西法尼亚大学 病毒学博士后 ● 重组蛋白疫苗研发专家 ● 曾任国家科技重大专项课题负责人
	<p>Changchun Cheng 博士 首席科学家</p> <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
	<p>Shunqi Yan 博士 首席科学家</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Rutgers University 有机化学博士 ● 专长于新药设计、药化和生产, 是两个 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: 公司年报, 国盛证券研究所

股权激励激发员工积极性，保持研发队伍稳定。上市后，公司共实施了 3 次股权激励，公司通过持续的股权激励，不断地增强公司管理团队和核心骨干的激励，让优秀员工分享公司发展成果，不断激发员工工作的积极性和创造性。2022 年第三次员工股权激励，激励人员 287 人，授予股票期权 482.10 万份，限制性股票 46 万股，授予条件以 2021 年营业收入为基数，2023-2026 年营业收入增长率不低于 25%、56%、103%以及 164%。

图表 19: 公司近年股权激励情况

股权激励情况	
1	▶ 2018 年公司第一次员工股权激励，激励人数 80 人，授予限制性股票 167.1 万份股票期权，授予条件为以 2017 年净利润为基数，2018 年-2021 年公司各年度实现的净利润与 2017 年相比增长率分别不低于 20%、45%、75%以及 110%。
2	▶ 2021 年公司第二次员工股权激励，激励人员 98 人，授予限制性股票 262.26 万股票期权，授予条件以 2020 年为基数，2021-2024 年营业收入增长率不低于 25%、56%、95%以及 144%。
3	▶ 2022 年第三次员工股权激励，激励人员 287 人，授予 482.10 万份股票期权，限制性股票 46 万股，授予条件以 2021 年营业收入为基数，2023-2026 年营业收入增长率不低于 25%、56%、103%以及 164%。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.2 公司重视对外投资，不断拓展公司创新布局

公司重视对外投资，不断拓展公司创新布局。公司坚持加快自主创新项目，引进先进技术创新项目，布局公司未来可持续发展创新产品。根据公司 2022 年年报披露信息，公司获得发明专利技术 9 项，引进签约项目 4 个、产学研合作与技术平台 2 个、股权投资项目 2 个（含增资）；持续引进国际化的科学家团队和创新技术人才，公司自主研发创新能力再上新水平。同时，公司通过参与设立产业基金，引进国际国内先进技术和产品、与国内先进水平企业联合研发、与创新团队合资合作等多种形式开展研发创新，积极布局创新药研发，促进企业转型升级。

图表 20: 公司创新研发投资合作进展良好

涉及领域	投资情况
生物疫苗领域	<p>公司通过瑞奥生物以自有资金 4988 万元人民币对控股子公司华南疫苗进行增资，目前公司拥有华南疫苗 59% 的股份。此举有利于公司产品管线延展，提升公司现有产品和生物疫苗产品战略协同，提升公司研发创新能力，进而提高公司核心竞争力。</p>
AI 辅助用药	<p>公司参股的阿尔法分子科技获得上海生物医药产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）等机构的 A 轮投资。阿尔法分子科技是一家专注于 AI 辅助新药研发领域的生物医药企业。其以解决国内新药研发技术手段薄弱的痛点为目标，致力于融合生物计算、人工智能和原创生物技术进行新药研发。</p>
超长效缓释口服制剂	<p>参股创新药研发公司 Lyndra Therapeutics，推动公司在创新药领域的布局。Lyndra 研发的用于治疗阿片类药物使用障碍（OUD）的口服、超长效、缓释左美沙酮胶囊 LYN-014 已获得美国食品药品监督管理局（FDA）快速通道资格（FTD），该药在临床上可实现每周给药一次，极大改善患者临床用药的依从性。</p>
靶向蛋白降解药物（PROTAC）开发技术平台	<p>参股创新药研发公司分迪药业。分迪药业是一家专注于 PROTAC 领域的创新药研发企业。分迪药业在传统蛋白降解剂的基础上，使用公司专有的 PRODEDTM（Protein Degradation Drug）平台，开创性地将蛋白降解和免疫自调机制相结合，并率先将人工智能和分子模拟等技术应用于免疫新疗法的小分子新药开发中，以期加速高成药性的小分子先导化合物的发现，促进免疫新疗法的小分子药物的开发。</p>
吸入制剂研发技术平台	<p>2023 年 2 月，公司参股的杭州畅溪制药有限公司宣布，其首款改良新型吸入粉雾剂 CXG87 的临床试验申请，已于近日获得中国国家药品监督管理局正式受理。研究数据显示，与已有产品相比，CXG87 在可操作性、稳定性等诸多方面都显示出一定的优势，尤其在气流依赖性方面有显著改善，特别是对气流受限的患者（如吸入气流较小或肺活量较小患者）更为友好，有望进一步提升临床疗效的稳定性。</p>
痛风创新型用药	<p>公司合作在研的 AR882 已取得临床 IIb 期阶段性研究成果，数据显示患者血清尿酸情况得到了显著改善，基于 AR882 II 期临床的成功，为了增强公司在创新药领域的核心竞争力，拓宽公司产品管线，提高公司国际化和可持续发展能力，公司子公司瑞腾生物(香港)以自有资金 500 万美元对 Arthrosi 进行增资；投资完成后，瑞腾生物(香港)预计将持有 Arthrosi 18.68% 的股份。</p>

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.2.1 重磅痛风创新药 AR882，临床进展顺利

痛风是一种代谢性疾病，并且容易引发多种并发症。痛风是一种单钠尿酸盐（MSU）沉积所致的晶体相关性关节病，与嘌呤代谢紊乱及尿酸排泄减少所致的高尿酸血症直接相关。血尿酸水平升高是高尿酸血症和痛风及其相关并发症发生、发展的根本原因。高尿酸及痛风的众多诱因中，遗传因素、年龄构成、性别差异等客观因素对痛风均有不同程度的影响。痛风患者最主要的就诊原因是关节痛，常见发病部位是第一跖趾关节（大脚趾），但发病的关节不限于此，还包括足背、膝关节等其他关节也可能出现相应的表现。发病的关节最终会出现红、肿、剧烈疼痛等症状。另外高尿酸和痛风还极易引起高血压、脂肪肝、慢性肾病和心脑血管等并发症。

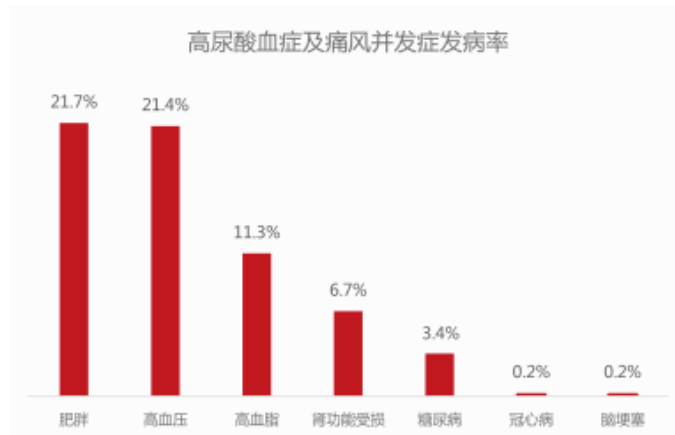
痛风在国内有广大的患病群体，并且近年呈明显上升和年轻化趋势。根据《2021 中国痛风现状报告白皮书》信息，近年来，我国高尿酸血症呈明显上升和年轻化趋势，中国高尿酸血症的总体患病率为 13.3%，患病人数约为 1.77 亿，痛风总体发病率为 1.1%，患病人数约 1466 万。痛风患者疾病严重等级普遍较高，其中超过一半患者的疾病等级已经为较重阶段。

图表 21: 高尿酸和痛风所易引起的并发症



资料来源: 《2021 中国痛风现状报告白皮书》, 国盛证券研究所

图表 22: 高尿酸和痛风所易引起并发症发病率



资料来源: 《2021 中国痛风现状报告白皮书》, 国盛证券研究所

AR882 是公司与美国 **ArthroSi** 公司合作研发的 **1 类创新药**。AR882 是一种高效选择性尿酸转运蛋白 (URAT1) 抑制剂, 旨在通过抑制 URAT1 使尿液尿酸盐排泄正常化, 从而降低血清尿酸 (sUA) 水平。AR882 能够与尿酸转运蛋白长效结合, 延长抑制作用的时间, 临床结果显示其药效长达 24 小时。而且, 全天候的阻断尿酸重吸收不会加重肾负荷, 可以避免肾毒性。**ArthroSi** 是一家致力于代谢类疾病的创新药物研发的高科技公司, 尤其专注于降尿酸药物的研发及与高尿酸血症相关的系列疾病开发, 目前公司研发管线主要品种为治疗痛风的创新药物 AR882。

ArthroSi 核心团队拥有多年新药研发项目和团队管理经验。公司研发团队对目标靶点、治疗领域以及药物分子的选择有着深刻的理解, 贡献过数个 FDA 批准新药的发明和临床研究, 尤其在痛风领域具有从研发到批准上市整个链条的丰富开发经验。公司联合创始人 在药物研发领域都有着丰富的经验, 作为主要科学家分别参与了多个首创新药的研发工作。其中, 联合创始人之 Litain Yeh 博士曾担任全球知名药企阿斯利康和 Ardea 的转化科学副总裁, 以及 Ignyta (被罗氏收购) 的研发副总裁; 联合创始人之 Shunqi Yan 博士专长于新药设计、药化和生产, 是两个 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。

目前, 公司间接持有美国 **ArthroSi** 公司约 **18.68%** 的股权, 同时与 **ArthroSi** 成立合资公司广州瑞安博医药科技有限公司, 公司间接持有合资公司 **60.70%** 的股权。合资公司拥有 **AR882** 在中国区域 (包括中国大陆、香港、澳门和台湾地区) 的上市许可和在中国区域生产、销售等全部商业化权益。

图表 23: 全球创新药 AR882 研发进度



资料来源：公司网站，国盛证券研究所

AR882 临床 IIb 试验结果公布，数据良好。2023年1月，公司公告，AR882 治疗痛风适应症的全球IIb 期临床试验结果，按照中华医学会内分泌学分会发布的《中国高尿酸血症与痛风诊疗指南(2019)》标准换算，患者入组 sUA 平均基线约为 512 μ mol/L，75mg 剂量组中位 sUA 降低至约 208 μ mol/L，降低了约 304 μ mol/L；50mg 剂量组中位 sUA 降低至约 297 μ mol/L，降低了约 215 μ mol/L，安慰剂组中未观察到变化。第 8 至 12 周最后 3 次连续随访的测试结果显示，50mg 和 75mg 剂量组显著的降尿酸效果均呈现组内一致性，安慰剂组未显示出疗效。

图表 24: AR882 治疗痛风适应症的全球IIb 期临床试验结果具体指标

sUA	< 6 mg/dL (357 μ mol/L)	< 5 mg/dL (297 μ mol/L)	< 4 mg/dL (238 μ mol/L)	< 3 mg/dL (178 μ mol/L)
75mg AR882	89%	82%	63%	29%
50mg AR882	78%	50%	8%	0
安慰剂	0	0	0	0

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.2.2 收购华南疫苗进军生物疫苗领域，重组技术有望诞生重磅产品

公司通过收购华南疫苗进入生物疫苗领域。公司于 2021 年 7 月公告，子公司瑞奥生物拟以增资入股和转让老股方式合计 1.35 亿元对华南疫苗进行投资。投资完成后，瑞奥生物持有华南疫苗 52.71% 的股权。2022 年 3 月，以自有资金 4988.07 万元对华南疫苗进行增资，公司持股比例将由 52.71% 提升至 58.96%。目前华南疫苗是公司主要的疫苗研发平台。

公司专注于重组蛋白纳米颗粒疫苗的研发。公司以重组蛋白纳米颗粒疫苗为技术创新方向，建立了生物基因疫苗开发平台，其关键核心技术包括昆虫细胞-杆状病毒表达系统（BEVS）的成熟生产技术、蛋白连续纯化工艺技术、佐剂研发和生产技术等具有完全自主知识产权。目前公司拥有全新的基因工程疫苗研发中试与产业化平台，开发多种人用疫苗产品，在研产品包括四价流感疫苗、RSV疫苗等7款产品。其中，在研的重组蛋白四价流感疫苗有望年内申报IND。

图表 25: 华南疫苗管线品种布局情况

疫苗类型	名称	适应症	型别	细胞研究	抗原筛选	毒种研究	工艺研究	质量研究	安全评价	临床研究
	流感重组蛋白疫苗	预防流感	Tetravalent vaccine	■	■	■	■	■	■	■
	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	RSV-F	■	■	■	■	■	■	■
			PV I-VLPs	■	■	■	■	■	■	■
人用疫苗	脊髓灰质炎病毒样颗粒疫苗	预防儿童脊髓灰质炎病毒	PV II-VLPs	■	■	■	■	■	■	■
			PV III-VLPs	■	■	■	■	■	■	■
			EV71-VLPs	■	■	■	■	■	■	■
	手足口病病毒样颗粒疫苗	预防儿童手足口病	CVA16-VLPs	■	■	■	■	■	■	■

资料来源: 公司网站, 国盛证券研究所

国内流感疫苗市场近年快速增长。流感疫苗市场近年保持快速增长趋势，根据华兰疫苗招股说明书信息，18年受到疫苗事件影响，整体批签发有所下降，2019年流感疫苗批签发量增长为3078万支，2020年流感疫苗批签发量为5765万支，同比增长约87.29%。尤其是近年上市的四价流感疫苗，放量迅速。2021年开始中检院不再公布具体批签发数据，由于新冠疫苗接种的集中进行（新冠疫苗和流感疫苗至少间隔14天接种），2021-2022年流感疫苗整体市场有所遇冷。我们预计整体接种和预防环境的变化，2023年流感疫苗市场有望重回增长势头。

国内流感疫苗接种率仍然较低，未来市场前景良好。根据国内近年批签发数据统计，国内流感疫苗仍然较低，随着国民对传染病防治意识的提高，另外2021-2022年由于新冠疫苗接种的影响，流感疫苗接种率低于往年较多，预计流感疫苗未来接种率也有望不断提升。

6. 盈利预测与投资建议

6.1 公司各业务拆分情况

公司主要分为儿童药、慢病药、代理业务以及疫苗几个主要板块，疫苗由于处于起步阶段，暂无收入贡献，结合公司股权激励的目标，预计其他几个板块情况如下：

- **儿童药板块**，公司重点发展板块，公司核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片虽然体量已较大，但预计仍能保持快速增长，其他重点产品如芬香清解口服液、馥感啉口服液以及益气健脾口服液等，我们预计未来近年将保持高速增长，对儿童药板块拉动明显。我们预计整体儿童药板块将持续保持快速增长。
- **慢病药板块**，公司部分产品盐酸溴己新注射液、注射用促肝细胞生长素等，我们预计有望保持高速增长，对整体拉动明显。
- **代理产品**，近年已逐渐降低到一定比例，预计相对保持平稳。

图表 26: 公司收入拆分情况 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
儿童药	1129.70	1312.71	1824.67	2481.54	3424.54
YOY		16%	39%	36%	38%
毛利率(%)	88.32	88.52	88.71	89.02	89.28
慢性病药	823.09	789.11	1017.95	1313.16	1720.24
YOY		-4%	29%	29%	31%
毛利率(%)	93.88	89.57	89.64	89.71	90.21
代理产品	184.56	61.01	64.06	67.26	70.63
YOY		-67%	5%	5%	5%
毛利率(%)	34.52	33.83	33.20	33.17	33.14
合计	2137.35	2162.83	2906.68	3861.97	5215.40
YOY		1%	34%	33%	35%
毛利率(%)	86%	87%	88%	88%	89%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

6.2 投资建议

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.99 亿元、5.38 亿元以及 7.36 亿元，同比增长 37%、35% 以及 37%，对应 PE 分别为 33X、25X 以及 18X。**首次覆盖**，给予公司“买入”评级。

可比公司估值看，我们选取恒瑞医药、科伦药业、信立泰、海思科公司 4 家可比公司，主要基于四家公司目前业务结构都是以仿制药和创新药相结合，类似一品红当前的发展模式。2023 年估值 (33X) 低于板块平均估值 (50X)，同时我们预计公司近年保持快速增长，并且由于股权激励的目标，公司业绩的增长确定性高，创新产品 AR882 临床进展顺利，后续有望继续推进，成为潜在大产品。综上，我们认为当前有明显性价比。

图表 27: 可比公司估值情况 (2023年6月7日)

上市公司	最新市值 (亿元)	归母净利润 (亿元) 2023E	归母净利润增速 2023E	PE 2023E	
600276.SH	恒瑞医药	2,902	47.53	21.68%	61
002422.SZ	科伦药业	440	21.52	25.92%	20
002294.SZ	信立泰	378	7.67	20.4%	49
002653.SZ	海思科	268	3.84	38.70%	70
可比公司平均估值为 50X					
300639.SZ	一品红	132	3.99	37.00%	33

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 一品红为报告预测, 其余盈利预测均为 wind 一致预期)

风险提示

业绩低于预期风险: 公司近年业绩快速增长, 同时设有股权激励目标, 但仍然存在产品销售低于预期风险。

研发失败风险: 公司研发管线中有多个产品, 尤其是 1.1 类创新产品 AR882, 目前尚处于临床进行中, 有一定的研发失败风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com