

一品红（300723）深度报告： 政策与创新蓄势，多梯队产品待发

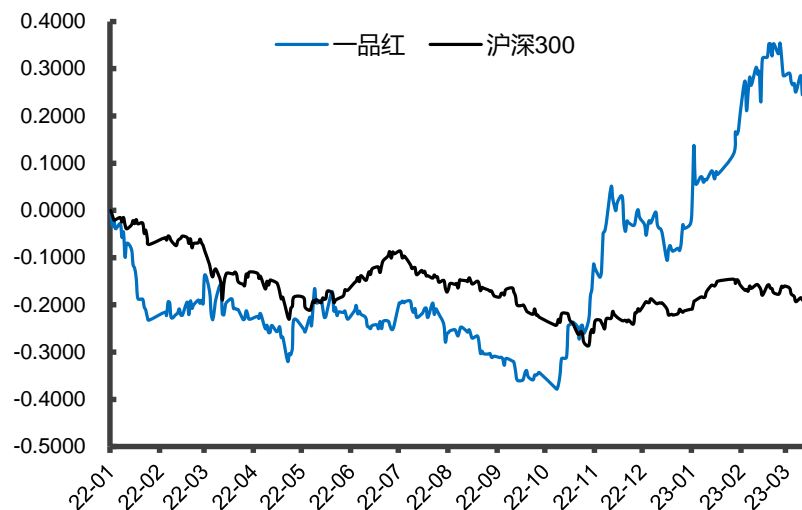
评级：买入(维持)

周小刚(证券分析师)

S0350521090002

zhouxg@ghzq.com
.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
一品红	-3.3%	29.3%	47.9%
沪深300	-3.9%	0.8%	-4.6%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2199	2359	3066	3876
增长率(%)	31	7	30	26
归母净利润 (百万元)	307	358	468	590
增长率(%)	36	17	31	26
摊薄每股收益 (元)	1.06	1.24	1.62	2.05
ROE(%)	16	17	18	18
P/E	33.55	36.10	27.57	21.86
P/B	5.52	6.05	4.96	4.04
P/S	4.70	5.47	4.21	3.33
EV/EBITDA	28.95	32.90	24.11	18.57

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——一品红 (300723) 公司动态研究: 创新药全球临床取得积极进展, 三大业务板块齐头并进 (买入) *化学制药*周小刚》——2023-01-29

- ◆ **公司医药产业经验积累深厚：**公司以医药配送和医药代理起家，通过并购、自研和参股切入医药工业，在医药销售、研发方面两方面均取得较好成绩。受益中成药支持政策、化药仿制药集采政策和全球领先的研发管线，公司有望进入稳健高速成长阶段。
- ◆ **强销售能力+中药支持政策，公司传统产品放量可期：**公司传统产品布局儿科和慢性病，具有11个独家产品。公司营销能力历史表现优秀，国家支持中医药发展政策逐渐落地，共同推动公司传统产品未来放量。
- ◆ **化药仿制药拿证能力突出，集采获益明显：**公司2019年开始申请化药仿制药文号，截止2022年底共获得31个批件。2022年第七批全国集采中，公司三款产品中标，对应标内市场2.42亿元。2023年第八批集采即将落地，公司有两款产品在集采目录内。
- ◆ **创新板块搭建初具规模，潜力产品表现优秀：**公司通过投资和并购搭建了创新药和创新疫苗研发平台，首席科学家团队具有丰富的海外研发背景。公司投资的痛风药物AR882，全球IIb期临床数据表现优秀，为潜在Best in class产品。
- ◆ **盈利预测和评级：**我们预计2022-2024年营业收入23.59亿元/30.66亿元/38.76亿元，归母净利润3.58亿元/4.68亿元/5.90亿元，对应PE为36.10X/27.57X/21.86X。我们认为，公司中药产品线布局丰富，化药仿制药产出高效，创新药数据表现优秀。维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**产品销售放量不及预期，行业集采政策降价超预期，化药仿制药进展速度不及预期，创新药数据读出不及预期，并购整合进展不及预期，公司全球投资风险。

01

代理-并购-仿制-创新，不断升级

公司业务从下游向上游逐步拓展

- 公司业务从药品配送逐步向上游拓展：一品红成立于2002年，早期主要从事OTC药品配送业务，后期逐步转变为药品代理、自有产品生产和销售、化药仿制药研发和创新药研发。

图表：一品红公司发展历程

阶段	产品与研发	销售与财务	股权与并购
2002-2010年 代理为主	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2009年，代理海口奇力制药股份有限公司生产的注射用头孢曲松钠他唑巴坦钠、益气复脉胶囊等。 ➤ 2010年，5万平生产基地开建。 		
2011-2018年 并购和储备	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2012-2015年，通过技术转让获得以下产品相关技术或批件： ➤ 2012年：盐酸克林霉素棕榈酸酯、馥感啉口服液、益气健脾口服液、尿清舒颗粒、康肾颗粒、回心康片等； ➤ 2013年：注射用脑蛋白水解物、注射用促肝细胞生长素、乙酰吉他霉素干混悬剂药品生产技术； ➤ 2014年：注射用阿昔洛韦等多项药品生产技术、盐酸克林霉素棕榈酸酯生产技术、参柏洗液药品生产技术、美他卡韦临床批件。 ➤ 2015年：芬香清解口服液药品生产技术、注射用前列地尔脂质体临床批件。 ➤ 2018年，第二期生产基地启动建设。 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2013年，公司收入5.08亿元，其中工业收入1.45亿元，商业收入3.62亿元；归母净利润0.33亿元。 ➤ 2018年，公司收入14.30亿元，其中工业收入9.53亿元，商业收入4.25亿元；归母净利润2.08亿元。 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2017年，深交所发行上市。 ➤ 2018年，股权激励，激励人员80人，授予限制性股票147.10万股。
2019年-至今 仿制药收获期	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2019年，公司申报8个药品申请。 ➤ 2020年，公司获得5个化药仿制药生产批件。 ➤ 2021年，投资Anthrosi获得AR882相关权益。 ➤ 2021年，公司获得13个化药仿制药生产批件。 ➤ 2021年，6万平研发中心投入使用。 ➤ 2022年，原料药生产基地启动建设。 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2019年，公司收入16.37亿元，其中工业收入12.72亿元，商业收入3.65亿元；归母净利润1.44亿元。 ➤ 2021年，公司收入21.99亿元，其中工业收入20.15亿元，商业收入1.85亿元；归母净利润3.07亿元。 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2020年，股权激励，激励人员98人，授予限制性股票262.26万股。 ➤ 2021年，控股华南疫苗，切入疫苗赛道。 ➤ 2022年，股权激励，激励人员286人。

➤ 公司聚焦于儿童药和慢病用药领域：公司产品类别涵盖中药和化药。随公司仿制药和创新药研发管线兑现，产品矩阵不断壮大。截至2021年年报，公司有18个儿童药产品批件、43个慢病用药注册批件，在研慢病药包括全球创新药AR882等项目22个。

图表：一品红主要产品布局

	传统产品	化药仿制药	创新产品
儿童药			
慢病用药			AR882 (在研)

推荐逻辑1：独家产品政策免疫，销售推动产品放量

► **独家产品储备丰富，中药政策利好加持：**公司传统产品中有11个为独家产品，集采降价压力相对较小。国家支持中医药发展的政策不断落地，叠加优秀销售能力，公司传统品种有望实现放量。

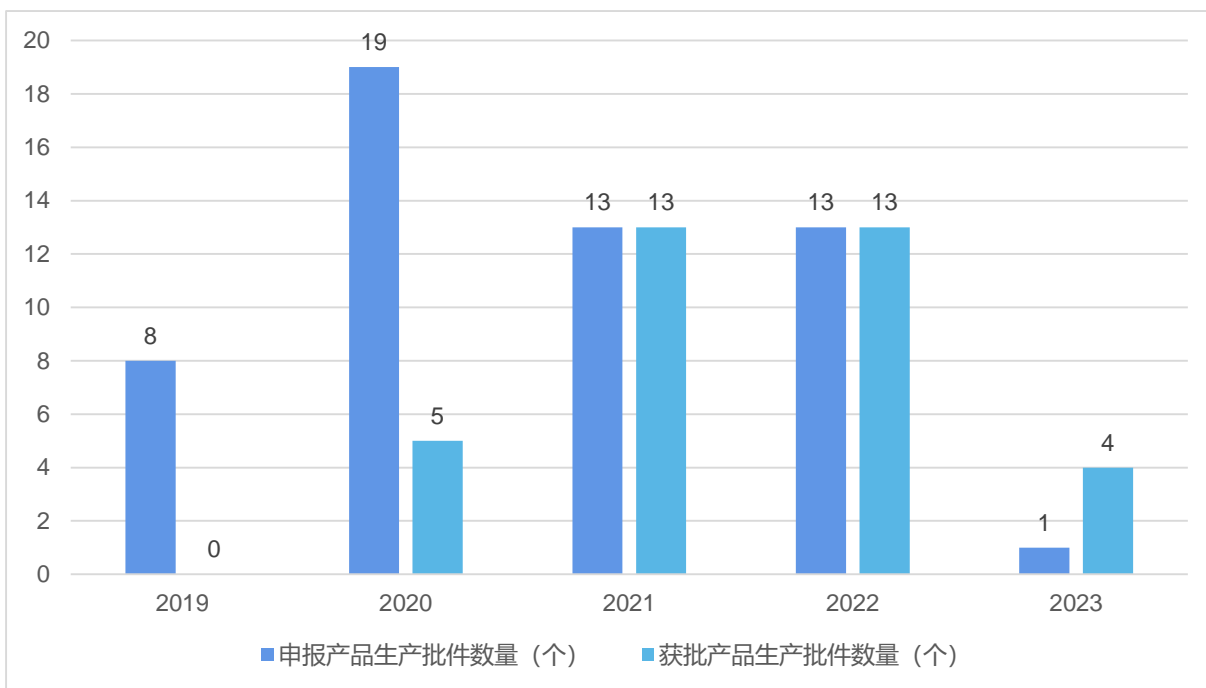
图表：一品红传统产品线主要产品信息

产品名称	适应症	适用人群	上市年份	医保目录	基药目录	独家产品	集采	2021年销售额 (增速)
盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片	细菌感染	儿童、成人	2003年	2017年	2018年	是 (独家剂型)	广东集采 (1.8655元/片)	8.83亿元 (+59.9%)
注射用乙酰谷酰胺	精神振奋剂	儿童、成人	2004年					5.95亿元 (+29.4%)
芬香清解口服液	小儿上呼吸道感染	儿童	2009年	2017年		是		
尿清舒颗粒	前列腺炎和尿路感染	成人	2002年	2017年		是 (中药保护品种)		
馥感啉口服液	发热、咳嗽、气喘、咽喉肿痛	儿童	2002年			是 (中药保护品种)		
益气健脾口服液	成人及儿童脾胃虚弱证	儿童、成人	2002年			是		
银黄口服液	感冒	成人	2002年	2009年	2012年			
注射用促肝细胞生长素	改善肝纤维化	成人	2005年	2009年				

推荐逻辑2：仿制药获批速度领先，有望持续受益集采

- 公司化药仿制药获批量具全国前列，有望持续集采获益：公司2019年开始申请化药一致性评价批件，2022年公司获批13个，全国排名13。公司产品参加第七次全国集采获得标内市场规模约2.42亿元。第八批全国集采即将落地，公司有两款产品在集采目录内。

图表：2019年至今一品红申报和获批生产批件数量（截至20230301）



图表：一品红在国家集采中中标产品市场规模

批准文号	药品名称	国家集采时间	中标规模 (亿元)
国药准字H20213726	盐酸溴己新注射液	20220718 (第七次)	1.68
国药准字H20223061	硝苯地平控释片	20220718 (第七次)	0.73
国药准字H20223458	磷酸奥司他韦胶囊	20220718 (第七次)	0.02

推荐逻辑3：创新平台逐渐成形，重点产品表现优秀

► **创新平台不断搭建，痛风治疗创新药物数据优秀**：公司2019年开始对外投资，拓展创新技术和产品布局，目前已经覆盖AI辅助创新药研发、吸入制剂开发、超长效缓释制剂开发和创新疫苗开发等。公司引入的痛风治疗药物AR882 2023年1月全球IIb临床读出积极结果，2023年有望进入全球III期临床。

图表：一品红创新业务投资事件梳理

被投资方（股权占比）	公司投资事件	主要业务	主要产品管线
畅溪制药（6.88%）	2019年投资3800万元	吸入制剂研发	CXG87吸入粉雾剂（2.2类，临床申请） 噻托溴铵吸入粉雾剂（4类）
阿尔法分子（7.62%）	2021年投资1200万元	AI辅助创新药研发	
分迪药业（25%）	2021年投资3500万元	PRODED靶向蛋白降解药物	GSPD1（临床前）
Lyndra Therapeutics	2021年投资500万美元	超长效缓释口服制剂	缓释左美沙酮胶囊（I期）
ArthroSi（18.68%）	2021年7月，增资2500万美元 2023年1月，增资500万美元	化药创新药开发	AR882（完成IIb期）、AR035
华南疫苗	2021年6月，投资1.35亿元 2022年3月，增资4988万元	重组蛋白疫苗研发	四价流感疫苗、HPV疫苗、RSV疫苗

图表：痛风药物AR882全球IIb期临床数据

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

02 独家产品+销售调整，放量可期

独家产品+价格调整，传统产品蓄势待发

- ▶ **独家产品集采政策免疫：**公司拳头产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片和潜力品种芬香清解口服液、尿清舒颗粒均为独家产品。2022年广东集采中，公司盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片降价20.66%获得中选。
- ▶ **新增入院势头向好，潜力品种蓄势待发：**2020年公司新增开发各类医院超过7500家，2021年新开发各类医疗终端8673家次，为未来产品放量奠定良好基础。

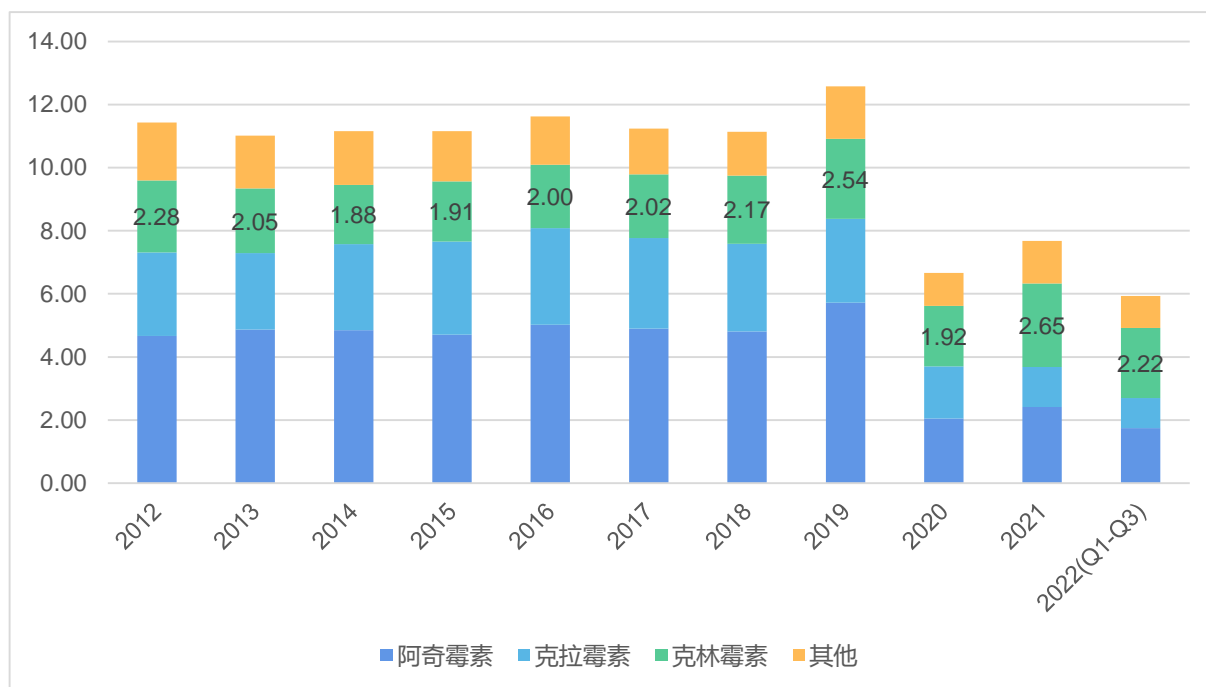
图表：一品红传统产品线主要产品信息

产品名称	适应症	适用人群	上市年份	医保目录	基药目录	独家产品	集采	2021年销售额 (增速)
盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片	细菌感染	儿童、成人	2003年	2017年	2018年	是 (独家剂型)	广东集采 (1.8655元/片)	8.83亿元 (+59.9%)
注射用乙酰谷酰胺	精神振奋剂	儿童、成人	2004年					5.95亿元 (+29.4%)
芬香清解口服液	小儿上呼吸道感染	儿童	2009年	2017年		是		
尿清舒颗粒	前列腺炎和尿路感染	成人	2002年	2017年		是 (中药保护品种)		
馥感啉口服液	发热、咳嗽、气喘、咽喉肿痛	儿童	2002年			是 (中药保护品种)		
益气健脾口服液	成人及儿童脾胃虚弱证	儿童、成人	2002年			是		
银黄口服液	感冒	成人	2002年	2009年	2012年			
注射用促肝细胞生长素	改善肝纤维化	成人	2005年	2009年				

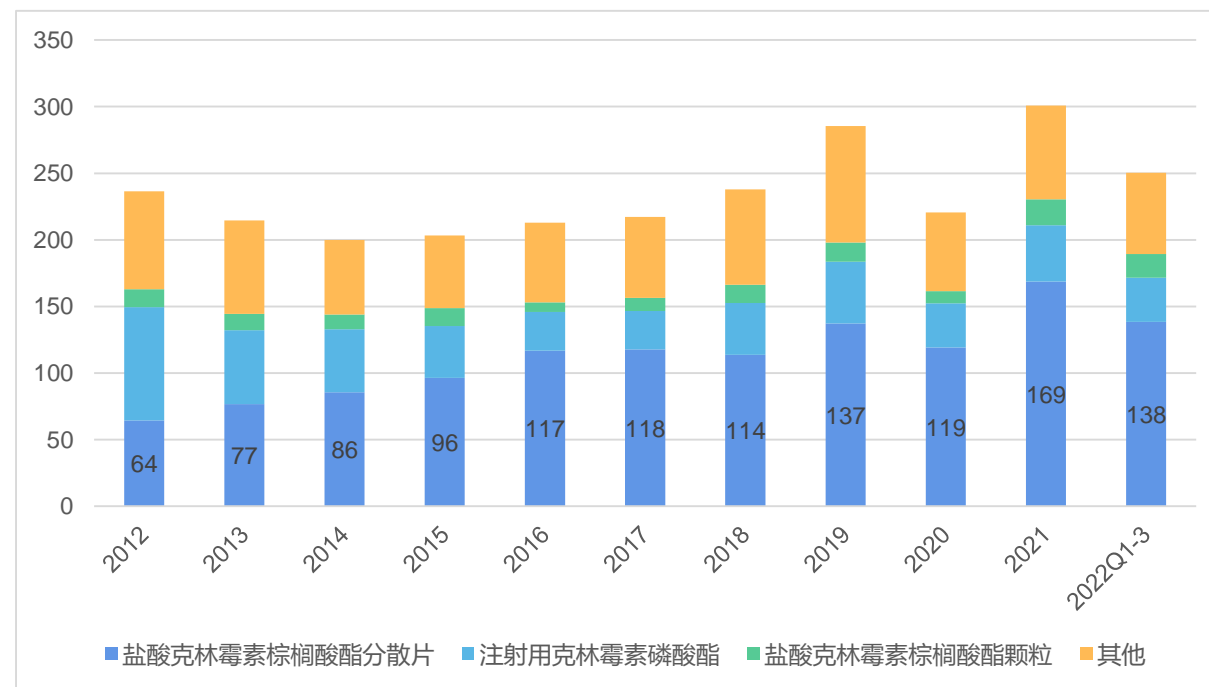
盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片稳健增长

- **盐酸克林霉素**：盐酸克林霉素为林可酰胺类抗生素，适应症为革兰阳性菌、厌氧菌引起的各种感染性疾病。2022年克林霉素已经成为大环内酯和林可酰胺类抗生素的第一大类别。
- **盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片占据细分市场超一半**：盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片自2012年以来保持增长态势，2021年占据克林霉素类产品市场超过一半。

图表：2012-2022年Q3大环内酯和林可酰胺类抗生素竞争格局（亿元）



图表：2012-2022年Q3克林霉素类产品竞争格局（百万元）



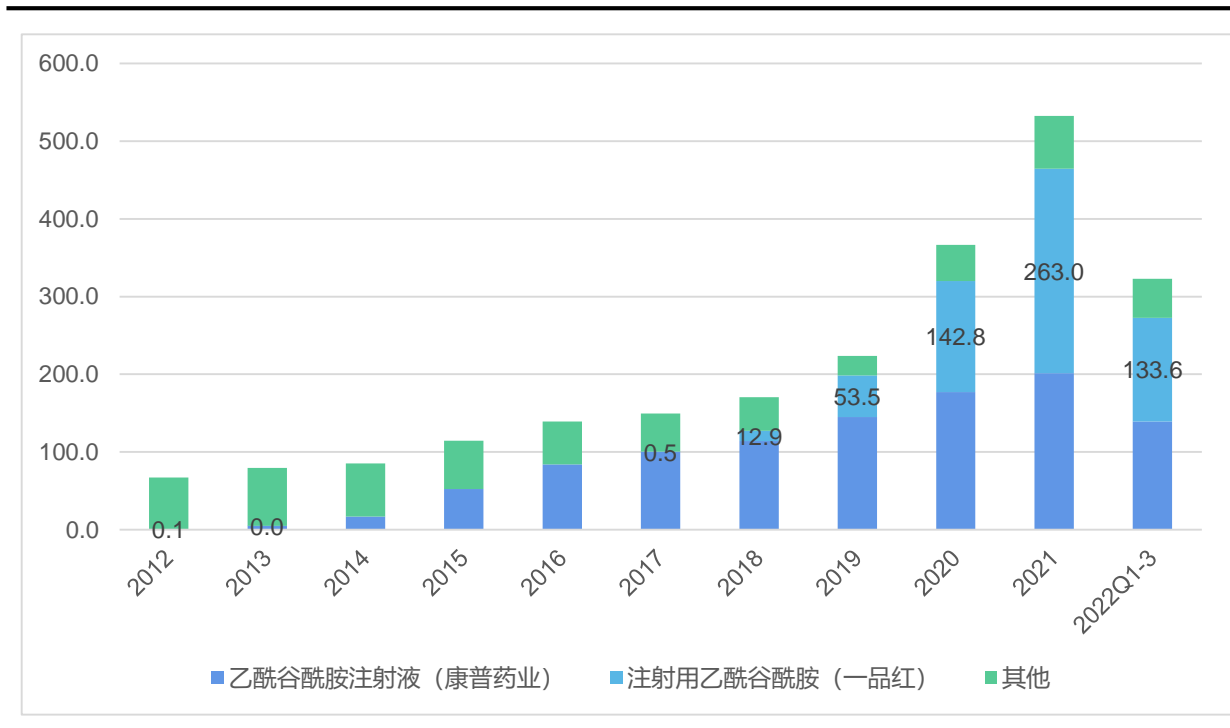
- **盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片剂型优势显著：**盐酸克林霉素棕榈酸酯口感微甜，儿童依从性高，而克林霉素其他衍生产品口感较苦。分散片可以吞服、咀嚼或水中溶解，不受食物影响，可与牛奶、果汁等混合，便于儿童给药。
- **独家剂型集采降价压力相对较小：**盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片为一品红独家剂型。2022年广州联盟集采，分散片降价20.66%中选。

图表：广东联盟集采中盐酸克林霉素棕榈酸酯类中标产品分析

公司名称	剂型	规格	中标价格（元）	原价（元）	降价幅度
重庆科瑞	颗粒剂	75mg/袋	1.4759	2.4500	39.76%
一品红	分散片	75mg/片	1.8655	2.3513	20.66%

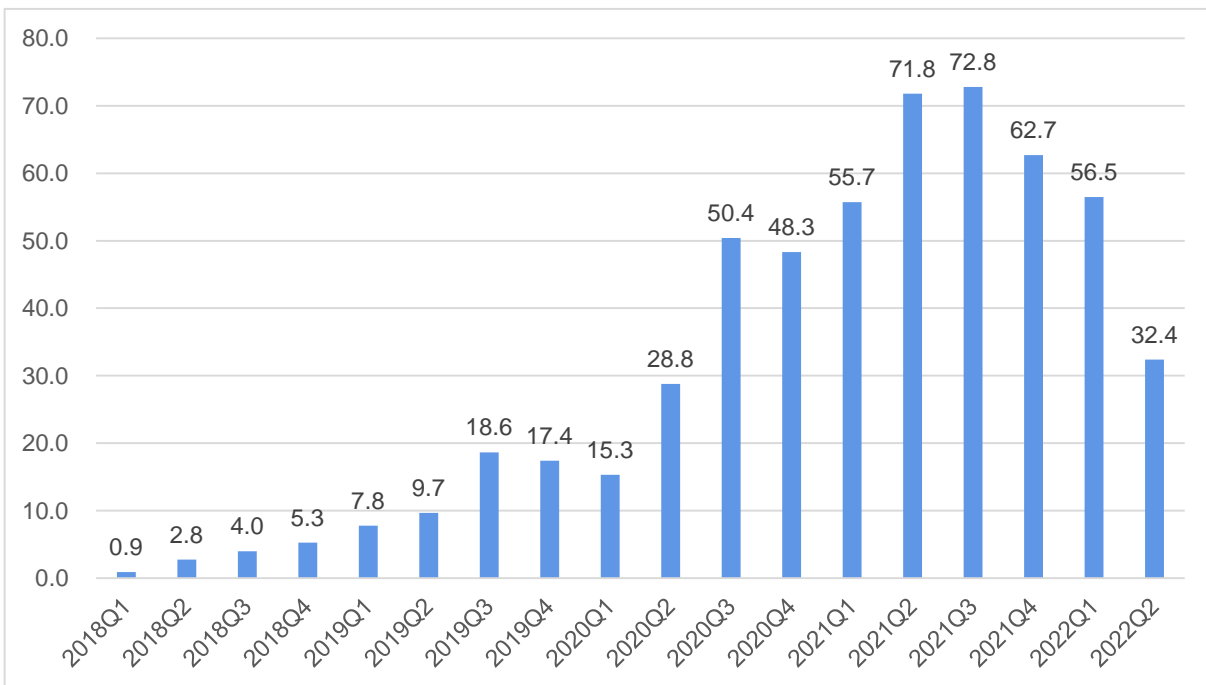
- **乙酰谷酰胺**：用于脑外伤性昏迷、神经外科手术引起的昏迷、肝昏迷及偏瘫、高位截瘫、小儿麻痹后遗症、神经性头痛和腰痛等。
- **竞争格局相对简单**：2012-2021年乙酰谷酰胺市场高速增长，2021年PDB样本医院销售额突破5亿元。乙酰谷酰胺主要有两款产品：康普药业的乙酰谷酰胺注射液和一品红的注射用乙酰谷酰胺。

图表：2012-2022年Q3乙酰谷酰胺类产品竞争格局（百万元）

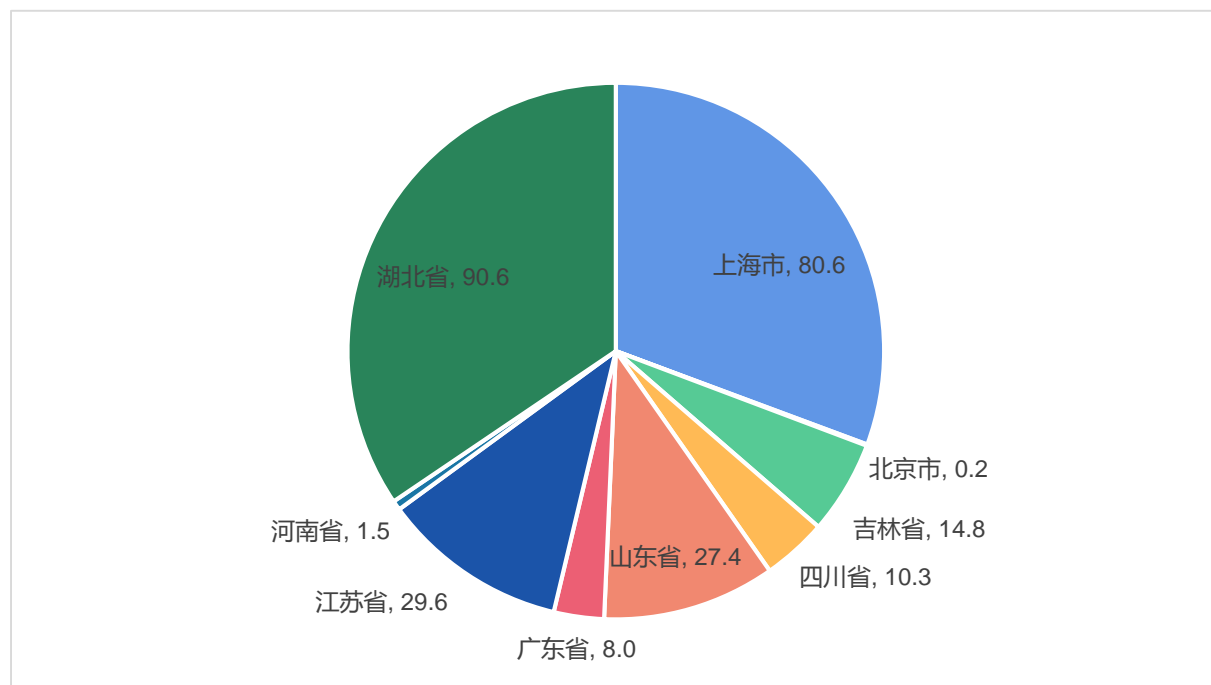


► 退出省级医保目录，未来规模或下滑：2022年乙酰谷酰胺退出江苏省、湖北省医保，两省销售金额占比较大。季度销售数据显示，2021年第四季度开始销售额下滑。退出省级医保的影响可能还需要进一步消化。

图表：PDB样本医院一品红注射用乙酰谷酰胺季度销售额（百万元）



图表：2021年PDB样本医院一品红乙酰谷酰胺销售额地区分布（百万元）



- ▶ **芩香清解口服液**：具有疏散风热、清泻里热、解毒利咽的功效，主要用于小儿上呼吸道感染表里俱热证。产品被纳入《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)》；国内首个最高循证级别RCT试验表明治疗儿童流感疗效与奥司他韦相当。公司2015年获得该独家产品，2017年产品被纳入国家医保目录乙类。
- ▶ **馥感淋口服液**：具有清热解毒、止咳平喘、益气疏表的功效。主要用于小儿气虚感冒所引起的发热、咳嗽、气喘、咽喉肿痛。产品为《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。公司2012年获得该独家产品，2016被评为国家中药保护品种。
- ▶ **产品市场渗透率低、潜力大**：2021年年报显示，芩香清解口服液和馥感淋口服液在等级医院覆盖率均低于3%。

图表：一品红芩香清解口服液产品示意



图表：一品红馥感淋口服液产品示意

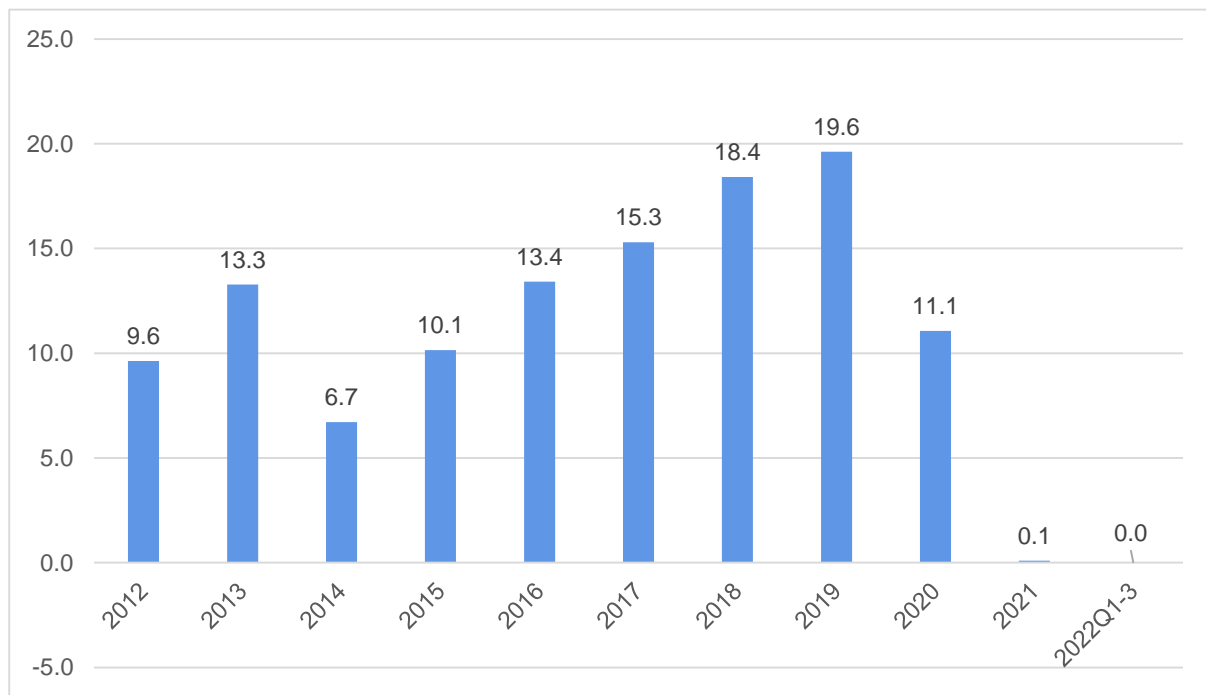


- **尿清舒颗粒**：用于湿热蕴结所致淋症，小便不利，淋漓涩痛，慢性前列腺炎属上述证候。源自百年经典彝族验方，临床安全应用超过30余年，无明显不良反应。产品被纳入《中成药临床应用指南-感染性疾病分册》、《中成药临床应用指南-肾与膀胱疾病分册》、《少数民族药临床用药指南》等。公司2012年获得该独家产品，2015年被评为中药保护品种，2017年纳入医保目录。
- **注射用促肝细胞生长素**：用于重型病毒性肝炎（急性、亚急性、慢性重症肝炎的早期或中期）的辅助治疗。产品被纳入《抗结核药物性肝损伤诊治指南，2019版》、《中国肝移植受者选择与术前评估技术规范，2019版》、《肝衰竭诊治指南，2018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版》等多指南推荐用药。公司2013年获得该产品，2022年重新挂网。

图表：一品红尿清舒颗粒产品示意



图表：PDB样本医院注射用促肝细胞生长素销售额（百万元）

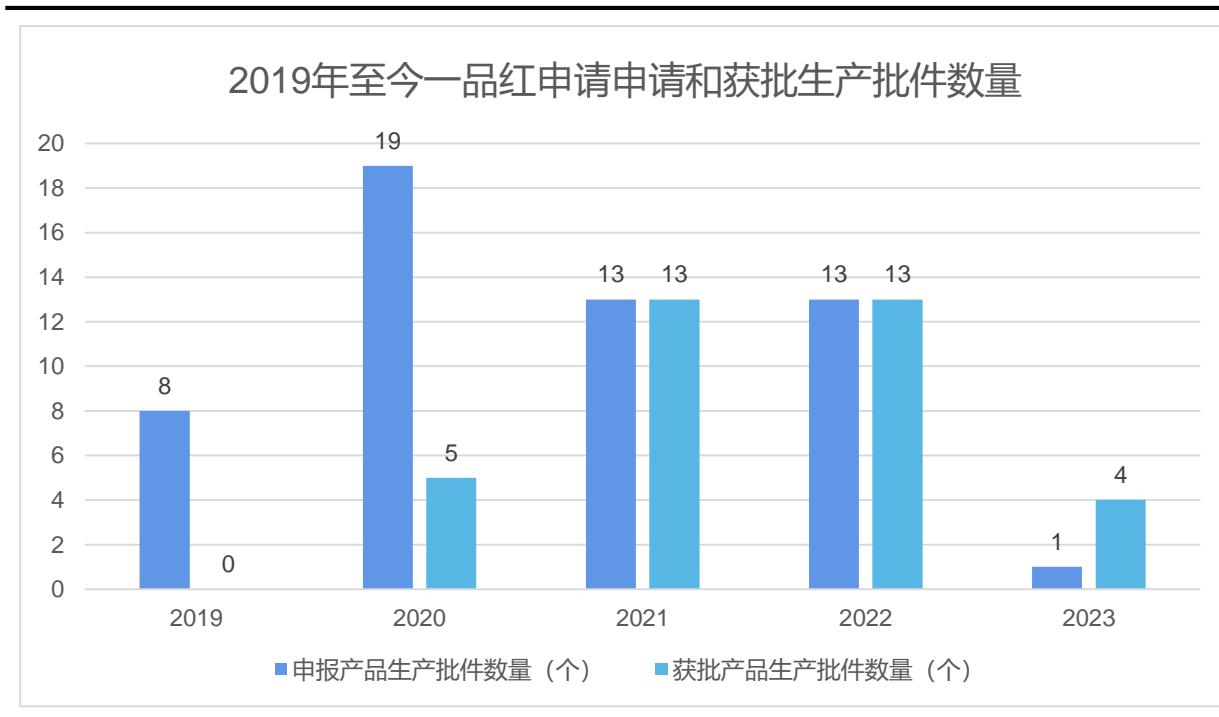


03

仿制药速度领先，集采持续获益

► 化药仿制药进入收获期：2019年开始进行化药仿制药上市申报，截止2023年3月3日，累计申报54个，获批35个。2022年公司获批13个批件、9个产品，数量在行业排名13。

图表： 2019年至今一品红申报和获批生产批件数量（截至20230303）



公司获批化药仿制药产品累计超过20个

图表：一品红2020年以来获批化药仿制药信息（截至20230301）

批准文号	药品名称	公司上市年份	国产文号数量（20230301）	国家集采时间	公司是否中标
国药准字H20203372	盐酸克林霉素胶囊	2020	130	20190930（第一次）	否
国药准字H20203721	盐酸氨溴索注射液	2020	106	20210208（第四次）	否
国药准字H20213166	盐酸氨溴索滴剂	2021	3	-	
国药准字H20213252	孟鲁司特钠颗粒	2021	6	20200824（第三次）	否
国药准字H20213284	注射用泮托拉唑钠	2021	112	20210208（第四次）	否
国药准字H20213385	盐酸左西替利嗪口服滴剂	2021	4	-	
国药准字H20213678	克林霉素磷酸酯注射液	2021	121	20210208（第四次）	否
国药准字H20213726	盐酸溴己新注射液	2021	10	20220718（第七次）	是
国药准字H20213839	注射用兰索拉唑	2021	40	20210628（第五次）	否
国药准字H20213877	多索茶碱注射液	2021	39	20210628（第五次）	否
国药准字H20213983	缬沙坦氢氯地平片(I)	2021	9	20210628（第五次）	否
国药准字H20223061	硝苯地平控释片	2022	12	20220718（第七次）	是
国药准字H20223276	盐酸文拉法辛缓释胶囊	2022	7	20210628（第五次）	否
国药准字H20223415	羧甲司坦口服溶液	2022	14	无	
国药准字H20223458	磷酸奥司他韦胶囊	2022	19	20220718（第七次）	是
国药准字H20223744	盐酸依匹斯汀片	2022	3	-	
国药准字H20223748	盐酸依匹斯汀颗粒	2022	3	-	
国药准字H20223900	左氧氟沙星片	2022	139	20210208（第四次）	否
国药准字H20223955	氨甲环酸注射液	2022	103	第八次	
国药准字H20233210	注射用醋酸卡泊芬净	2023	13		
国药准字H20233045	拖拉塞米注射液	2023	18	第八次	

▶ 三款产品集采中标带来2.42亿元增量：公司盐酸溴己新注射液、硝苯地平控释片、磷酸奥司他韦胶囊在2022年全国第七批集中带量采购中中标，中标市场规模合计约2.42亿元。2023年3月国家药品联采办公室发布第八批集采文件，公司已上市产品氨甲环酸注射液和托拉塞米注射液在集采目录内，有望贡献新增量。

图表：一品红在国家集采中中标产品标内市场测算

批准文号	药品名称	国家集采时间	公司是否中标	中标价格（元/片、粒、支）	中标量（片、粒、支）	预计收入（亿元）
国药准字H20213726	盐酸溴己新注射液	20220718（第七次）	是	17.88	0.0938	1.68
国药准字H20223061	硝苯地平控释片	20220718（第七次）	是	0.61	1.19	0.73
国药准字H20223458	磷酸奥司他韦胶囊	20220718（第七次）	是	1.993	0.00835	0.02

04 创新药：投资+合作，成果初现

- **投资加合作，快速搭建创新板块：**在加强自主创新的同时，公司对外投资和合作研发，加大在创新药领域的布局。2019年参股主攻吸入制剂研发的畅溪科技。2021年公司投资四家企业，既有国内技术平台企业，也有海外创新药企业。其中，参股公司ArthroSi的痛风药物AR882具有Best in class潜质。

图表：一品红创新业务投资事件梳理

被投资方（股权占比）	融资阶段	公司投资事件	主要业务	主要产品管线
阿尔法分子（7.62%）	完成A轮	2021年投资1200万元	AI辅助创新药研发	
分迪药业（25%）	战略投资	2021年投资3500万元	PRODED靶向蛋白降解药物	GSPD1（临床前）
Lyndra Therapeutics		2021年投资500万美元	超长小缓释口服制剂	缓释左美沙酮胶囊（1期）
畅溪制药（6.88%）	战略投资	2019年投资3800万元	吸入制剂研发	CXG87吸入粉雾剂（2.2类，临床申请） 塞托溴铵吸入粉雾剂（4类）
ArthroSi（18.68%）	C轮投资	2021年7月，增资2500万美元 2023年1月，增资500万美元	化药创新药开发	AR882（完成IIb期）、AR035
华南疫苗	-	2021年6月，投资1.35亿元 2022年3月，增资4988万元	重组蛋白疫苗研发	四价流感疫苗、HPV疫苗、RSV疫苗

- 高尿酸血症和痛风：**非同日2次血尿酸水平超过 $420\mu\text{mol/L}$ ，称为高尿酸血症。血尿酸超过其在血液或组织液中的饱和度，可在关节局部形成尿酸钠结晶体并沉积，诱发局部炎症反应和组织破坏，即为痛风。肾脏排泄减少是目前高尿酸血症最常见的原因。
- 中国高尿酸血症患者超过1.5亿人：**高尿酸血症在不同种族患病率为2.6%-36%，痛风为0.03%-15.3%。中国高尿酸血症的总体患病率为13.3%，痛风为1.1%。即中国高尿酸血症患者超过1.5亿，痛风患者约1500万。
- 一线用药均存在一定安全性限制：**《中国高尿酸血症与痛风诊疗指南（2019）》推荐的一线降尿酸药物为别嘌醇、非布司他或苯溴马隆。

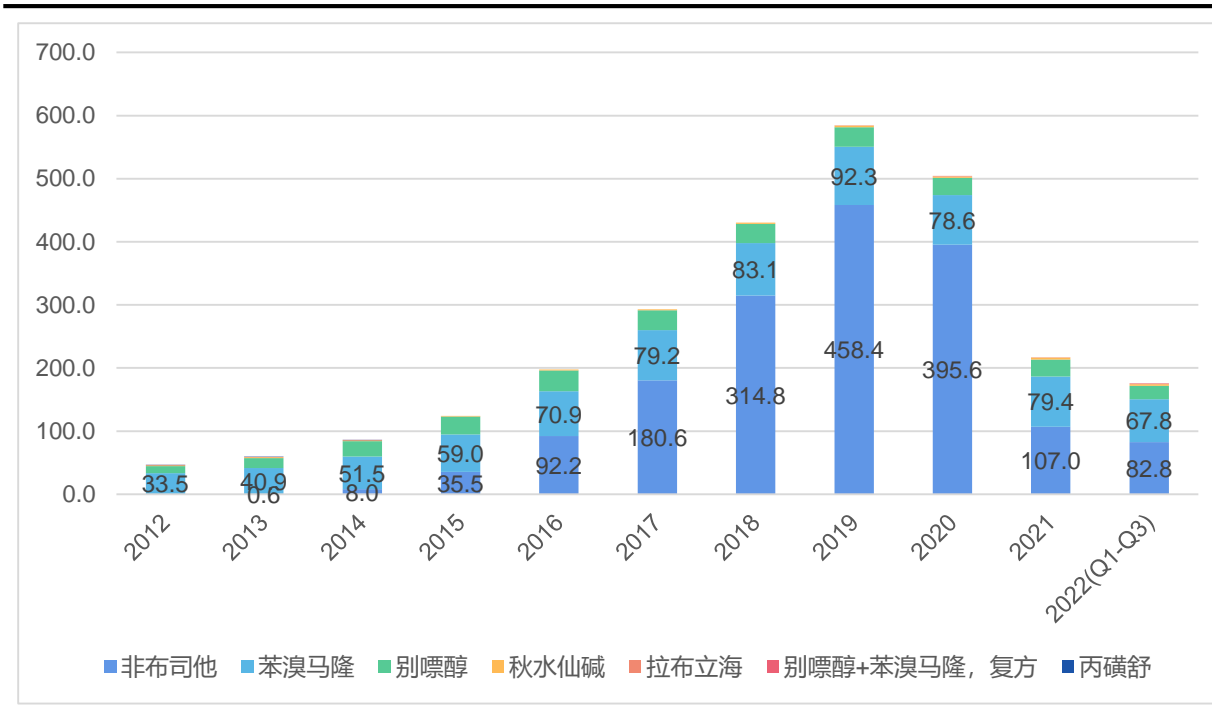
图表：高尿酸血症/痛风一线用药分析

药物名称	靶点	作用机制	适用人群	疗效	副作用	用量
别嘌醇	黄嘌呤氧化酶	减少尿酸生成	尿酸生成增多型患者	良好	中国人群较高超敏反应发生率（台湾2.7%）	50-600mg/天
非布司他	黄嘌呤氧化酶	减少尿酸生成	慢性肾功能不全患者	良好	心血管风险	20-80mg/天
苯溴马隆	肾近端小管尿酸盐转运蛋白-1 (URAT-1)	促进尿酸排泄	尿酸排泄减少患者		白种人易发爆发性肝坏死，需要大量饮水	25-100mg/天

非布司他被纳入国家集采，痛风药物市场下滑

► 痛风药物受集采影响，市场规模下滑：非布司他2020年被纳入第三次国家集采，单价平均降幅超过50%。2021年痛风药物市场规模较2020年大幅下滑。

图表：2012-2022年Q3 PDB样本医院痛风药物竞争格局（百万元）



国内URAT1靶点药物研发竞争格局激烈

图表：国内高尿酸血症/痛风药物研发管线（截至20230131）

药物名称	靶点	适应症	企业名称	临床进展
YL-90148片	URAT1	痛风	上海瓊黎	III期
Dotinurad片	URAT1	痛风	日本卫材	III期
SHR4640片	URAT1	原发性痛风伴高尿酸血症	恒瑞医药	III期（安慰剂对照）
SHR4640片	URAT1	原发性痛风伴高尿酸血症	恒瑞医药	III期（阳性对照）
泰宁纳德片	URAT1	高尿酸血症和伴痛风的高尿酸血症	天津药物研究院	II期
XNW3009片	URAT1	痛风	苏州信诺威	IIb/III
THDBH130片	URAT1	痛风	南京明德/通化东宝	II期
HP501缓释片	URAT1	高尿酸血症(伴痛风或无症状)	成都海创	II期
D-0120-NA片	URAT1	高血尿酸者（痛风或无症状）	益方生物	I期+II期
ABP-671片	URAT1	高尿酸血症和痛风	江苏新元素	I/IIa期
WXSH0493片	URAT1	痛风	康缘药业	I期
SIM1909-13片	URAT1	痛风	先声药业	I期
HR091506片	-	痛风	恒瑞医药	I期
HEC93077片	-	痛风伴高尿酸血症	东阳光	I期
AR882胶囊	URAT1	高尿酸血症	ArthroSi	I期
FCN-342片	URAT1	高尿酸血症	重庆复创	I期
FCN-207片	URAT1	高尿酸血症	重庆复创	I期

公司AR882临床研究多线推进，全球IIb期读出积极结果

- **创新药AR882布局多适应症：**公司AR882布局三项适应症。其中痛风/高尿酸血症已完成IIb期临床，国内目前正在开展I期临床。
- **全球IIb期临床读出积极结果：**2023年1月，全球IIb期临床读出积极结果，50mg和75mg剂量组降尿酸效果显著，无任何重度不良反应发生。

图表：一品红AR882全球和国内临床进展

区域	适应症	临床I期
全球	痛风/高尿酸血症	
全球	痛风石	
全球	慢性肾病	已完成
中国	痛风/高尿酸血症	正在进行

图表：痛风药物AR882全球IIb期临床数据

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

- ▶ **华南疫苗**：华南疫苗成立于2011年，以具有自主知识产权的昆虫细胞-杆状病毒表达系统（BEVS）和成熟的生产及蛋白连续纯化工艺技术为基础，建立了全新的基因工程疫苗研发中试与产业化平台，研究开发重组蛋白纳米颗粒疫苗。在研产品包括四价流感疫苗、HPV疫苗、RSV疫苗等7款产品。
- ▶ **公司控股华南疫苗**：华南疫苗2018年挂牌全国股转系统，2020年终止挂牌，2021年公司1.35亿元收购华南疫苗52.71%股份，2022年公司增资4988万元，股份占比提升至58.96%。
- ▶ **BEVS 系统优势显著**：相较 CHO 等其它表达系统，昆虫细胞基质全过程无血清培养，细胞形态均匀、密度高，外源蛋白表达量高，无外源病毒，可迅速转换贴壁-悬浮培养，深度测序、安全性强。重组杆状病毒载体可实现多蛋白胞内加工组装，更易形成病毒样颗粒/纳米颗粒。

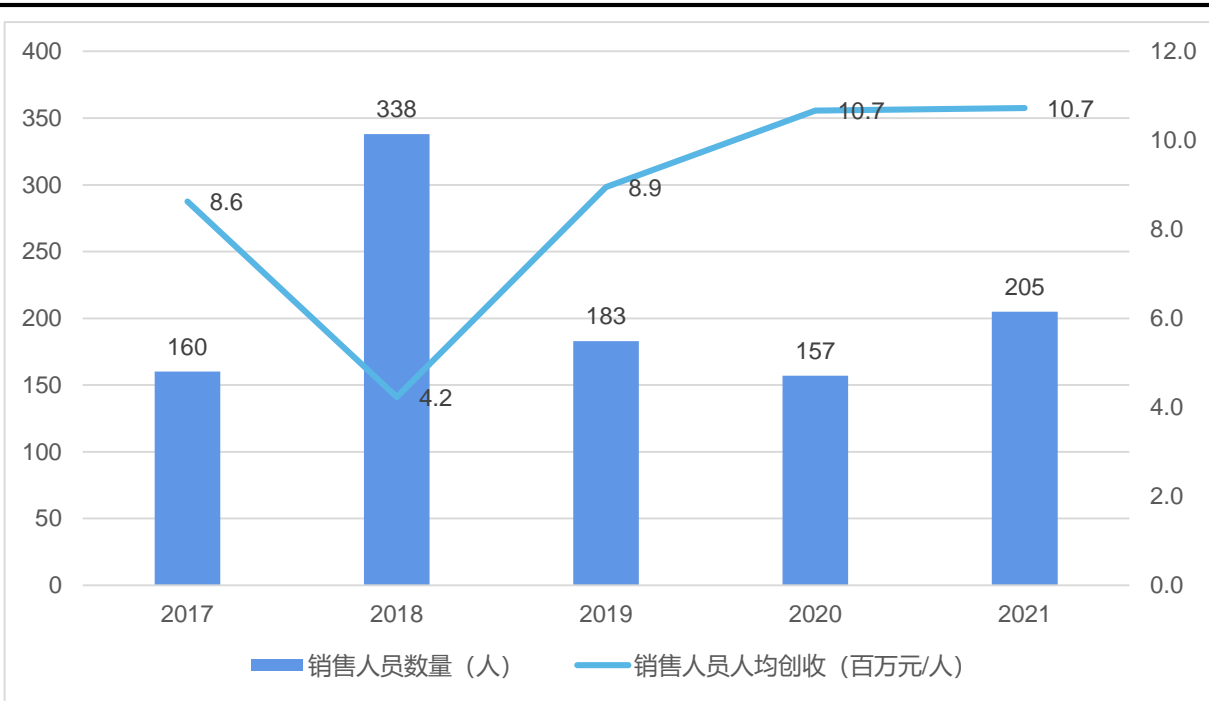
05

代理销售起家，营销能力突出

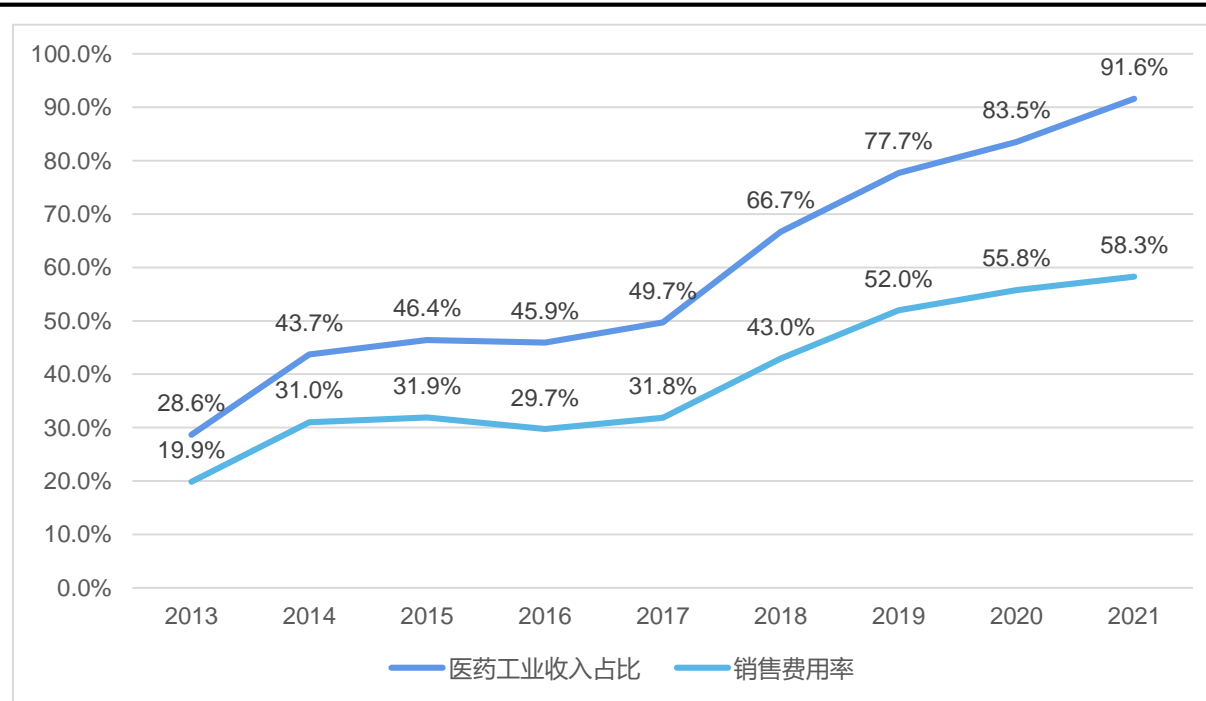
销售体系持续拓展，覆盖广度和深度不断提高

► **公司销售体系持续加强：**截至2021年年报，公司营销网络覆盖全国30个省级行政区。公司2020年新增开发医疗机构7500余家，其中等级医院1000余家；2021年新增开发8673家次，其中等级医院1885家。截至2021年年末，公司拳头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19.43%。2021年公司成立非处方药营销中心，大力开拓连锁KA、互联网营销和第三终端市场。截至2022年中报，累计覆盖1.6万家药店。

图表：2017-2021年一品红销售人员数量和人均创收

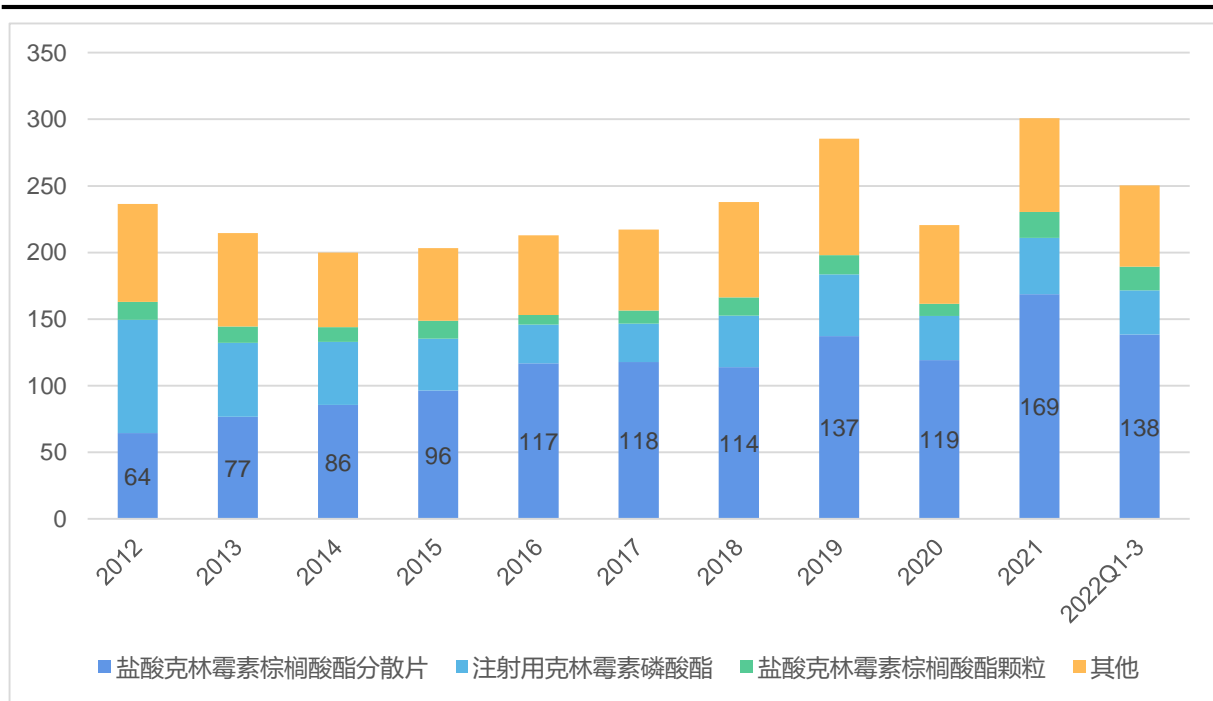


图表：2013-2021年一品红医药工业收入占比和公司销售费用率

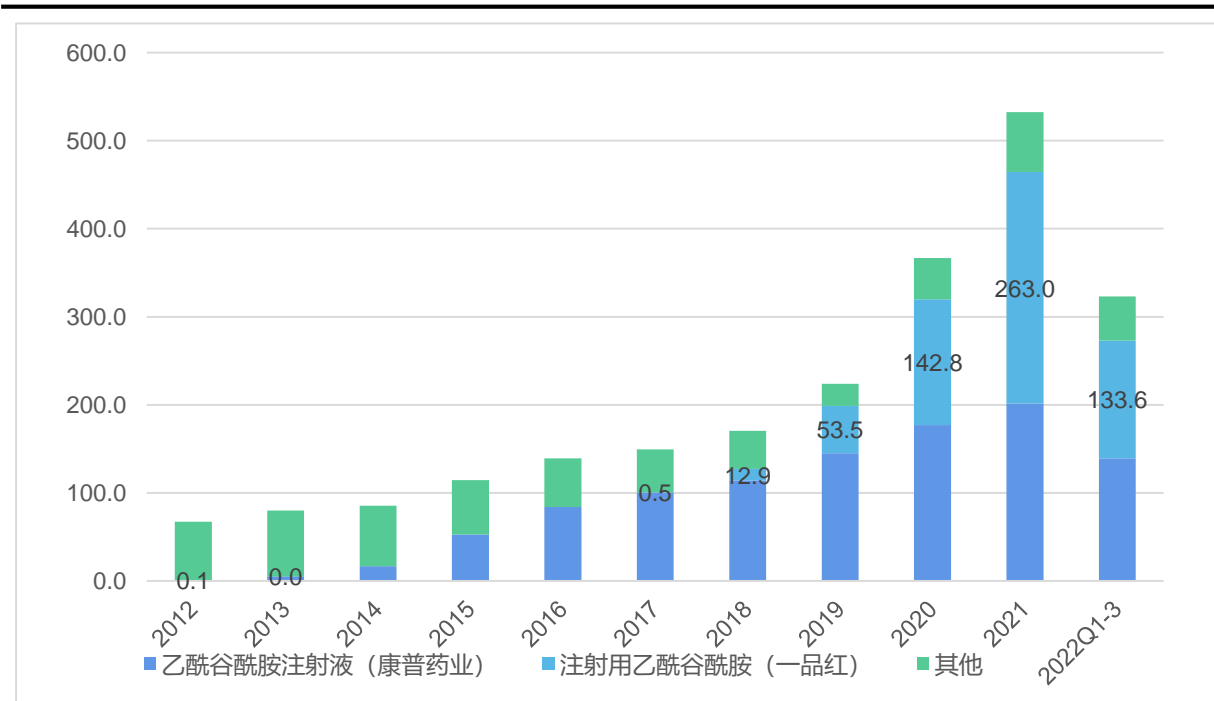


► **重点产品放量验证公司销售能力**：PDB样本医院数据显示，公司盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片2012年-2021年稳健增长，复合增速11.31%；公司注射用乙酰谷酰胺2017年开始放量，2021年达到2.63亿元。公司销售能力得到持续验证，为未来潜力品种放量奠定基础。

图表：2012-2022年Q3克林霉素类产品竞争格局（百万元）



图表：2012-2022年Q3乙酰谷酰胺类产品竞争格局（百万元）

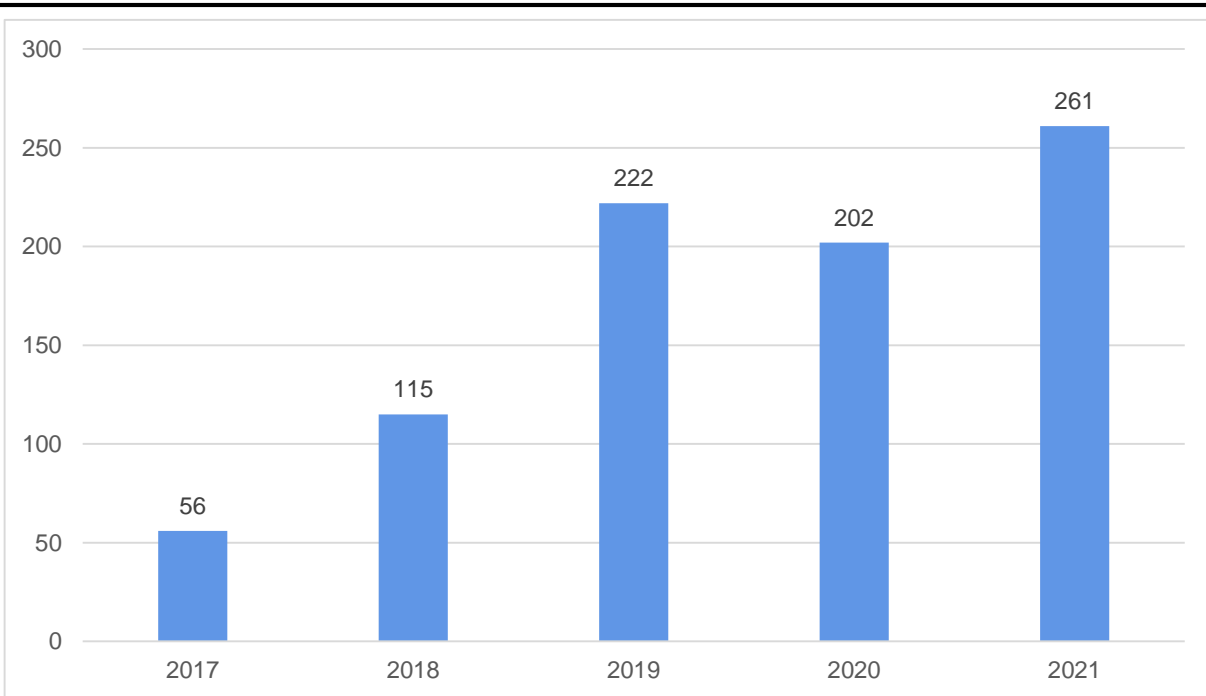


06 研发拓展，产能升级

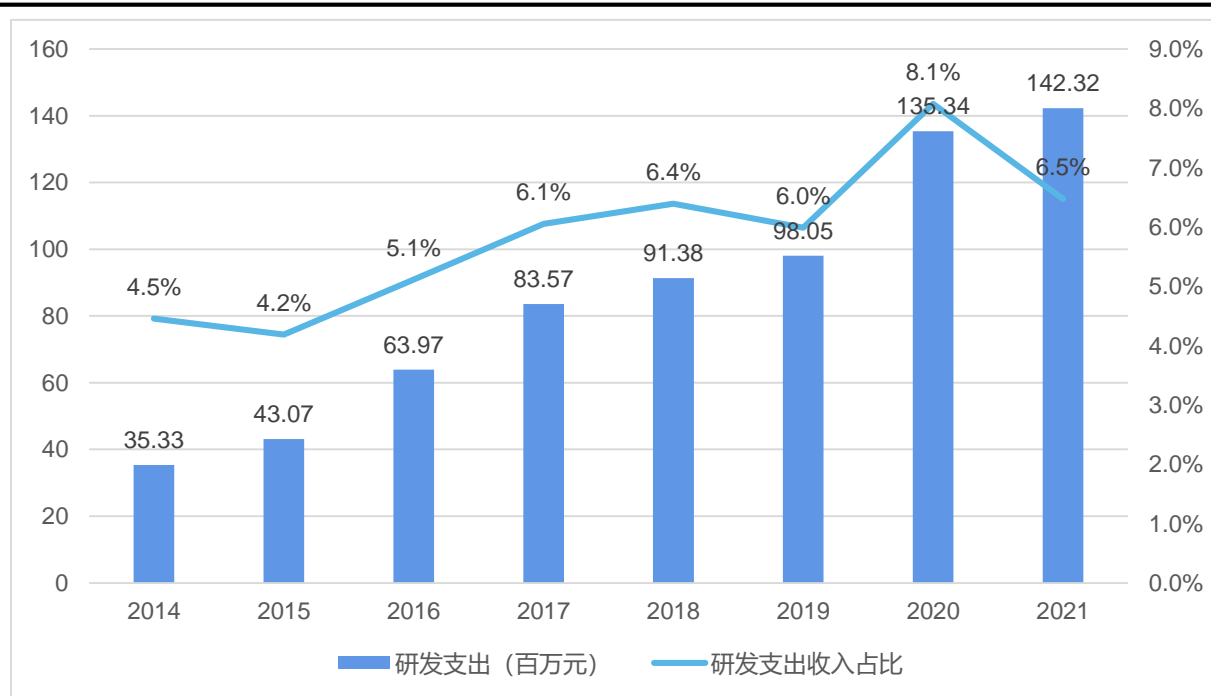
研发投入持续加大，内部培养和外部引入并行

- ▶ **研发投入持续加大**：公司研发人员队伍不断壮大，从2017年56人增长至2021年261人。公司研发支出和支出占比稳步提升，2021年为1.42亿元，占收入6.5%。
- ▶ **内生和外延两手抓**：公司在产品研发上，充分利用内外部资源，化药仿制药以自研为主、引进为辅，对于高壁垒的创新药则以投资引进为主。

图表：2017-2021年一品红研发人员数量（人）



图表：2014-2021年一品红研发支出和收入占比



图表：一品红首席科学家团队

公司创新研发团队由全球资深科学家领衔



Wenqian Yang博士 首席科学家

- 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生
- IRIX Pharmaceuticals (被 ThermoFisher收购) 资深研究员



Tao Peng 博士 首席科学家

- 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



CHANGCHUN CHENG博士 首席科学家

- 麻省理工学院 有机化学博士
- 原默克、先灵葆雅项目负责人



Shunqi Yan博士 首席科学家

- Rutgers University 有机化学博士
- 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

- ▶ **新建研发基地为创新发展奠定硬件基础：**公司研发基地6万平方米，拥有从靶点发现、化合物设计筛选，到原料合成、制剂研发及中试的全流程药物开发能力，满足从基础创新到成果转化的全面需求，为公司加快创新药转化打下坚实的基础。

图表：一品红新建研发创新基地



图表：一品红研发创新实验室



- ▶ **联瑞制药生产基地即将投产，瑞石原料药项目动工：**公司位于广州市南沙区的广州联瑞厂区生产基地，2021年年报已完成基础设施建设、处于设备调试阶段。2022年12月公司广东瑞石创新原料药项目动工。新产能的投产，为公司传统产品放量、化药仿制药集采增量以及未来创新药产品上市奠定扎实基础。
- ▶ **外协生产制剂和原料药有望逐步自产** 2020年以来公司获批的文号中有10个产品委外生产，公司目前储备有9个原料药批件和备案。未来随公司生产基地投产，有望逐步完成产品自产以降低成本。

图表：一品红原料药基地



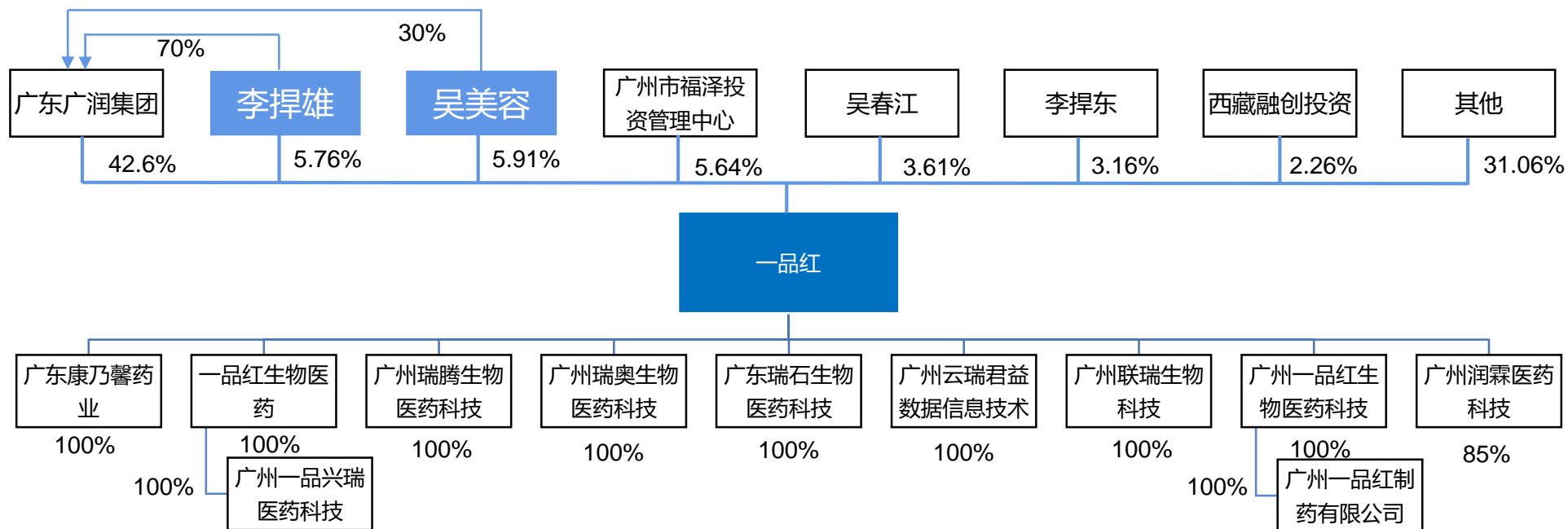
图表：一品红生物医药创新基地



07 公司概况介绍

► 公司董事长李捍雄为实际控制人：公司董事长李捍雄及夫人吴美容合计持有公司54.27%股份，公司控制权稳定。

图表：一品红药业股权结构和主要参控股公司（截至2022年Q3）



图表：一品红主要高管简介（截至2022年Q3）

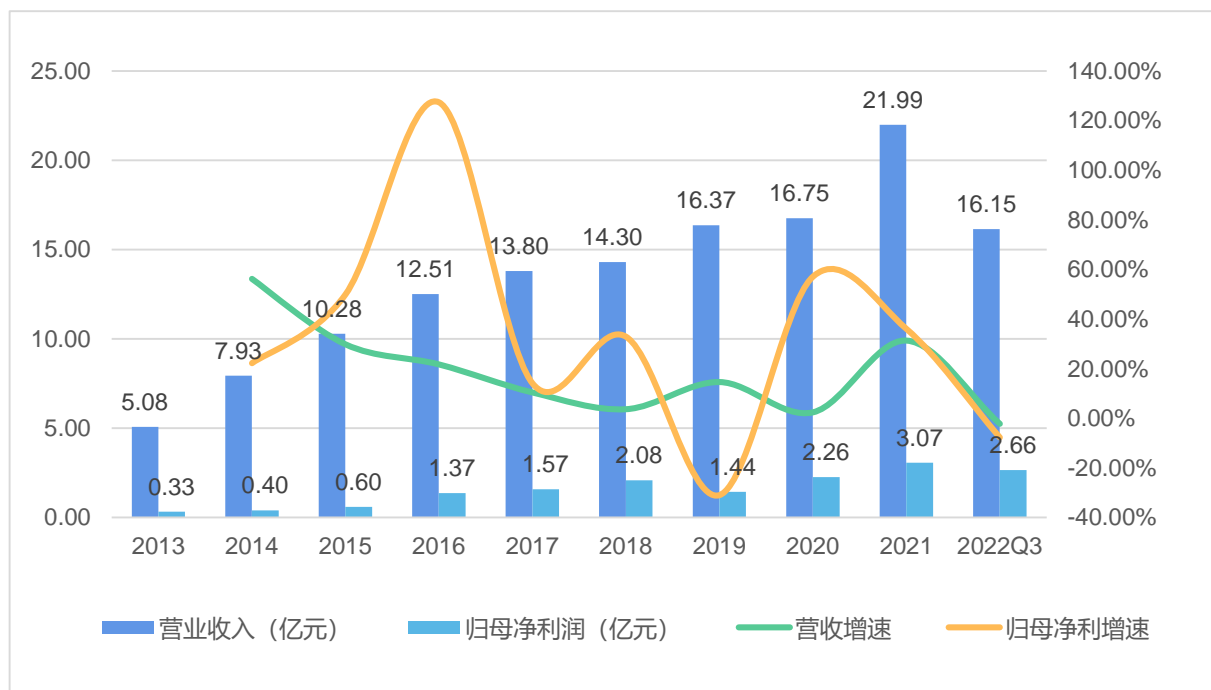
姓名（职位）	个人简介
李捍雄（董事长、总经理）	中欧国际工商学院工商管理硕士，瑞士日内瓦大学博士。一品红药业创始人、董事长、总经理。曾任中国中药协会药物临床评价研究专业委员会副主任委员、广东省青年联合会第十届委员会常委。李捍雄先生现任中国医药企业管理协会副会长、第一届中国中药协会儿童健康与药物研究专业委会与副主任委员、广东国际商会副会长、广东省预防医学会副会长。
杨冬玲（副总经理）	工商管理硕士，执业药师。现任一品红药业股份有限公司第二届董事会董事、副总经理。杨冬玲女士现任中华中医药学会儿童健康协同创新平台委员会副主任委员、广东省中药协会副会长、广州市南沙区工商业联合会第四届执行委员会常务委员、广州市南沙区总商会副会长等职务。
颜稚宏（副总经理）	本科学历，高级工程师。曾任职于湖南制药厂、湖南国药开发公司湘卫制药厂、中德湖南鹭马制药有限公司、深圳海王生物技术有限公司、广东瑞昇药业有限公司。现任一品红药业股份有限公司副总经理。
张辉星（财务总监）	大专学历，注册会计师。曾任职于广东省畜产进出口集团公司，广东省东盈进出口总公司，祥浩会计师事务所有限公司，瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)。现任公司财务总监。

收入和利润保持增长，医药工业为主要推动因素

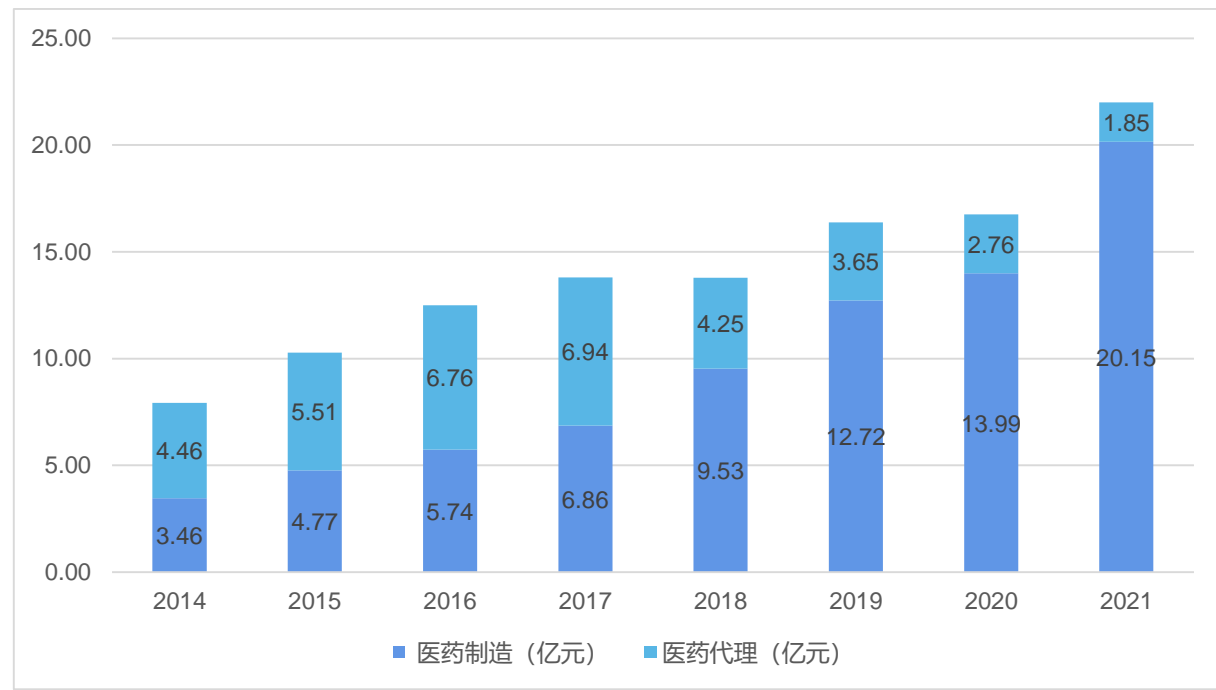
➤ 收入和利润保持增长：2013-2021年，公司营业收入从5.08亿元升高至21.99亿元，复合增速20.10%；归母净利润从0.33亿元增长至3.07亿元，复合增速32.15%。

➤ 医药制造持续高增长：2014-2021年，公司医药制造收入从3.46亿元升至20.15亿元，复合增速28.62%。

图表：2013-2022年Q3 一品红营业收入和归母净利润

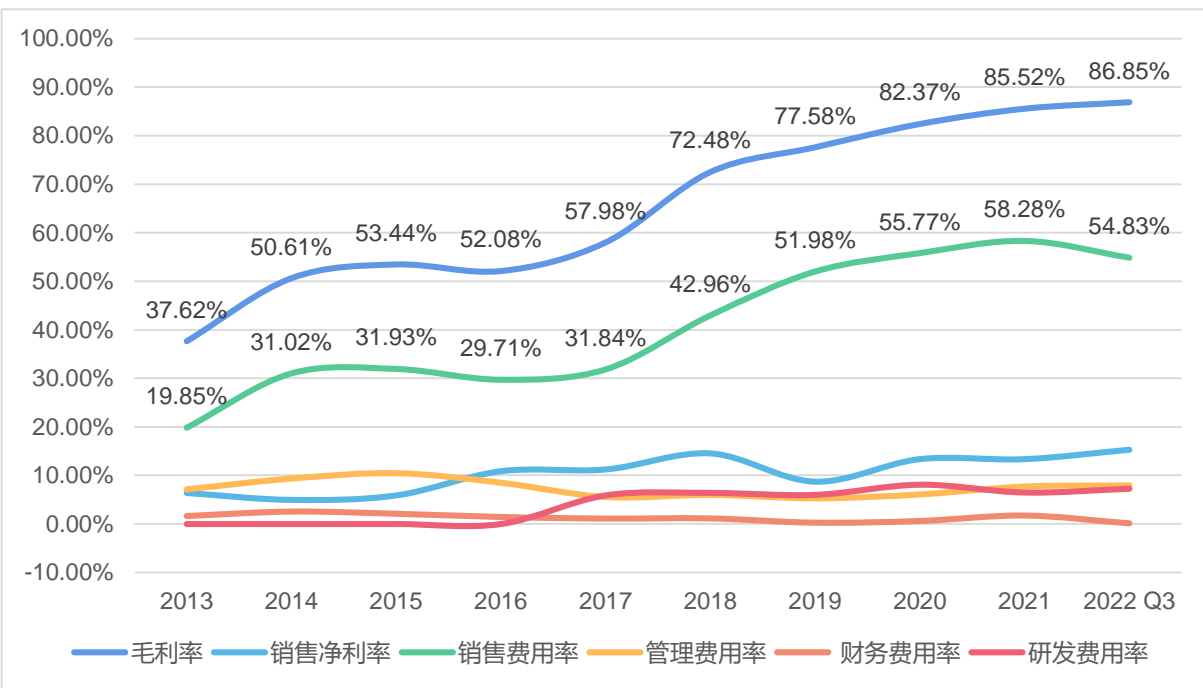


图表：2013-2021年一品红收入构成

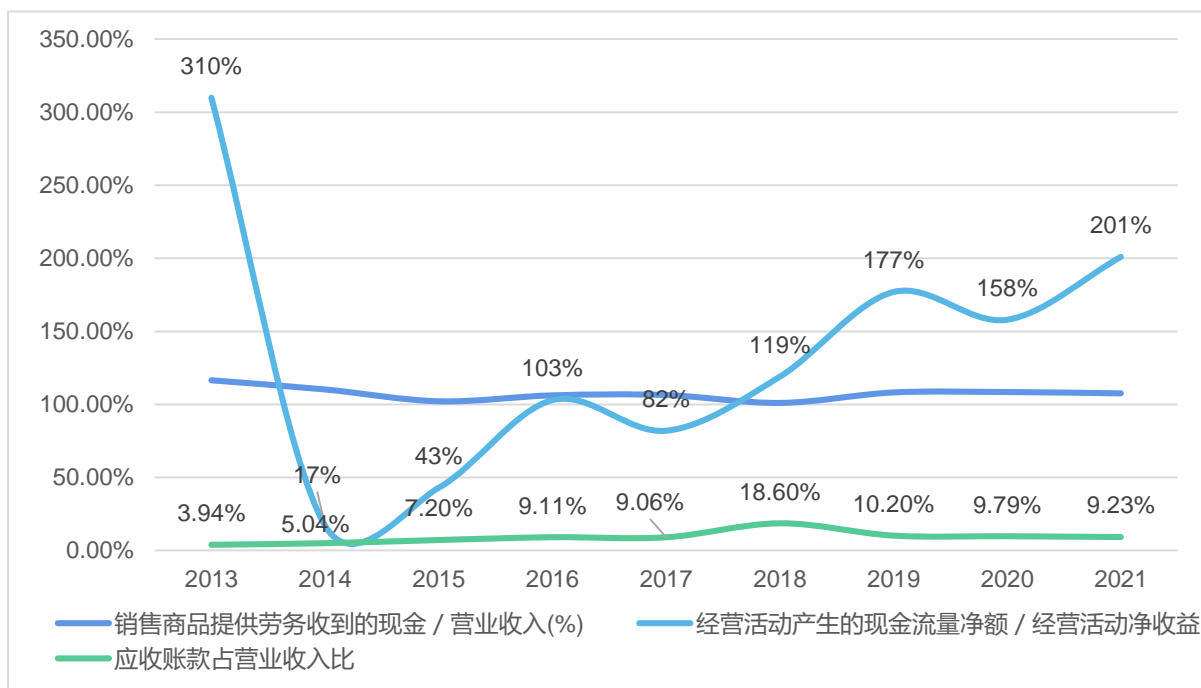


- 收入结构变化推动毛利率和销售费用率提升：高毛利的自有产品收入提升、低毛利的代理业务规模下滑，推动公司毛利率持续提升。同时，两票制落地执行推动公司销售费用率提升。
- 经营回款质量提高：公司回款政策保持稳健，经营净现金流质量持续提升。

图表：2013-2022年Q3 一品红费用结构和盈利能力



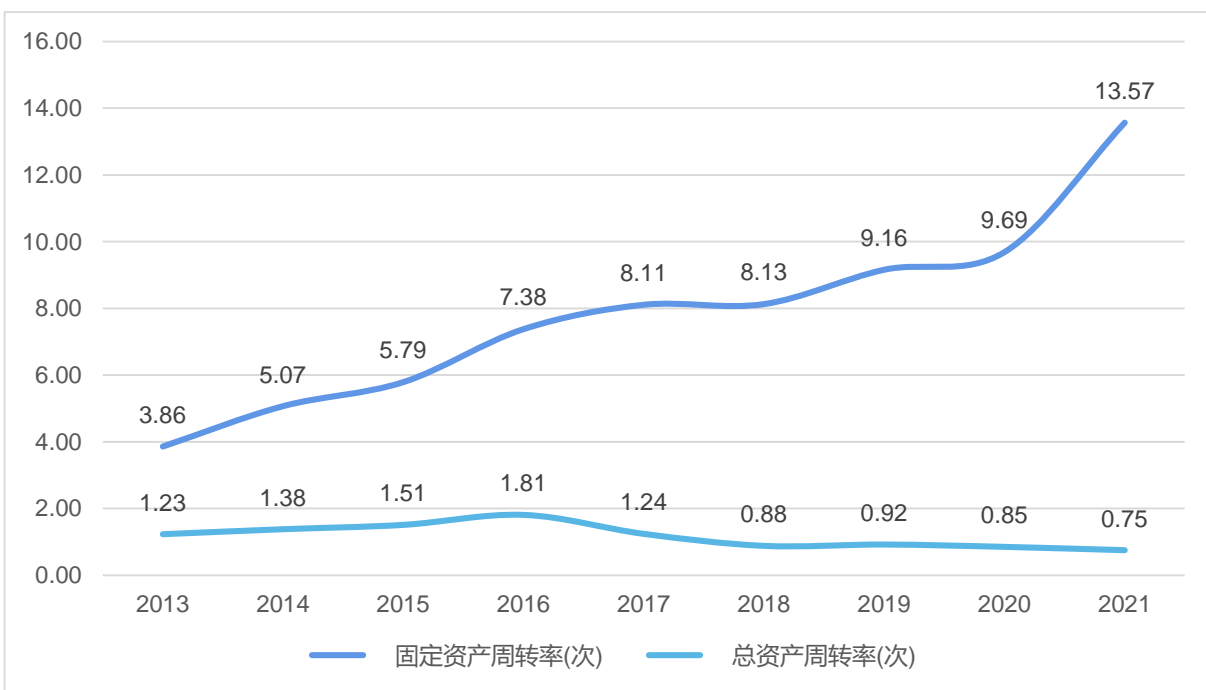
图表：2013-2021年一品红经营现金流质量



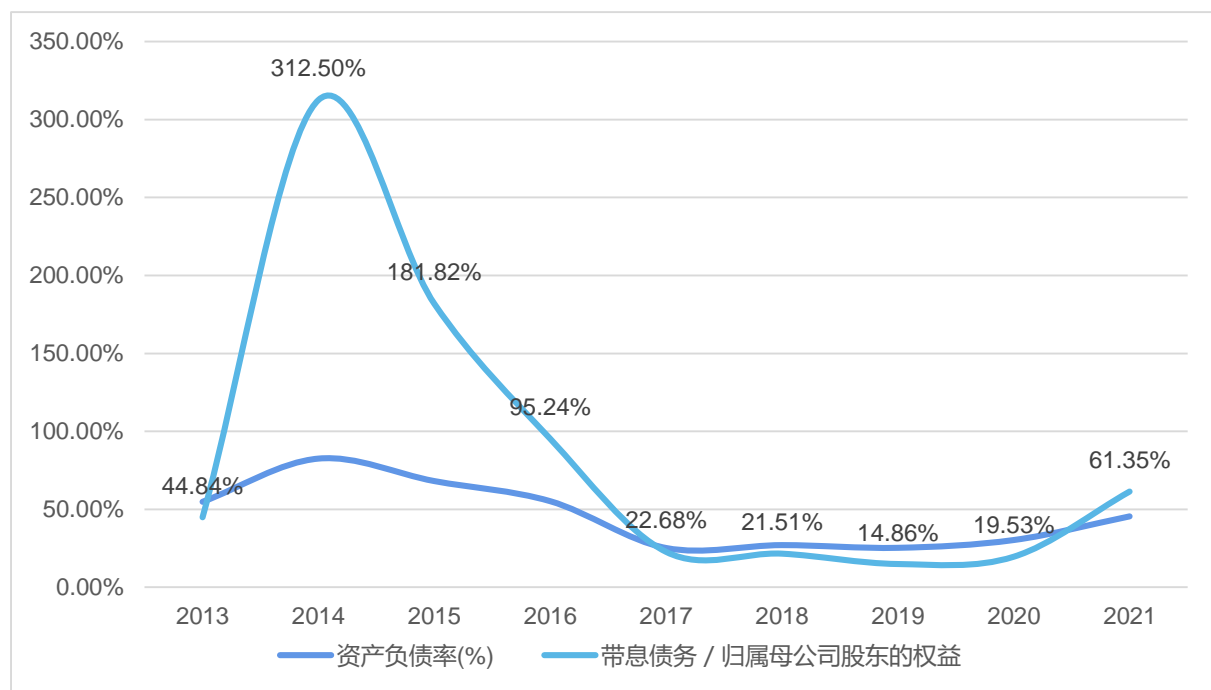
固定资产高效利用，偿债压力有所提升

- ▶ 固定资产周转率高较高，总资产周转率下滑：公司收入体量不断提升，2013-2021年公司固定资产体量基本稳定，导致固定资产周转率快速升高。2017年公司首发上市后，总资产周转率下滑。
- ▶ 2021年公司债务融资增加，偿债压力有所提升：2021年公司短期借款较2020年增加5.62亿元，同年发行可转债融资，导致公司2021年带息债务增加。

图表：2013-2022年Q3 一品红营运能力分析



图表：2013-2021年一品红负债分析



- 公司上市后进行四次股权激励，核心人员实现利益绑定：公司上市后进行过四次股权激励，累计激励达到464人次，公司核心人员实现绑定。公司股权激励考核条件相对较高，核心指标增长目标不低于20%。

图表：一品红2017年上市以后股权激励事件

时间	授予人数	授予价	授予数量	考核条件
20180526	80	22.45元/股	147.10万股限制性股票	基数：2017年净利润； 指标：2018年增长20%，2019年增长45%，2020年增长75%，2021年增长110%。
20210513	98	24.08元/股	262.26万股限制性股票	基数：2020年自研产品收入； 指标：2021年增长25%，2022年增长56%，2023年增长95%，2024年增长144%。
20230112	285	行权价30.35元/股	481.90万份期权	基数：2021年营业收入； 指标：2023年增长25%，2024年增长56%，2025年增长103%，2026年增长164%。
20230113	1	18.21元/股	40万股限制性股票	

08

盈利预测与投资评级

- 核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片保持稳健增长。
- 注射用乙酰谷酰胺受退出省医保，2022年和2023年持续消化退保影响。
- 二线产品馥感啉口服液、芬香清解口服液、尿清舒颗粒销售入院准备工作充足，2023年开始高速增长。
- 溴己新和硝苯地平控制片在第七批国家集采中中标，带动产品放量。

(单位: 百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入	2199.21	2359.03	3066.39	3876.48
儿科用药	1412.09	1857.01	2455.52	1412.09
慢病用药	823.09	686.55	638.45	701.32
化药仿制药	-	-	280.00	358.00
其他自有产品	62.86	94.29	141.44	212.15
代理产品	184.56	166.10	149.49	149.49

- ▶ **盈利预测与投资评级：**我们预计2022-2024年营业收入23.59亿元/30.66亿元/38.76亿元，归母净利润3.58亿元/4.68亿元/5.90亿元，对应PE为36.10X/27.57X/21.86X。我们认为，公司中药产品线布局丰富，化药仿制药产出高效，创新药数据表现优秀。维持“买入”评级。

09 风险提示

- 产品销售放量不及预期
- 行业集采政策降价超预期
- 化药仿制药进展速度不及预期
- 创新药数据读出不及预期
- 并购整合进展不及预期
- 公司全球投资风险

一品红盈利预测表

证券代码： 300723

股价： 44.75

投资评级： 买入(维持)

日期： 20230314

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1090	1041	1322	1832	营业收入	2199	2359	3066	3876	每股指标				
应收款项	203	190	321	325	营业成本	318	349	419	514	EPS	1.07	1.24	1.62	2.05
存货净额	115	108	167	176	营业税金及附加	31	33	43	54	BVPS	6.51	7.40	9.02	11.07
其他流动资产	156	231	212	316	销售费用	1282	1368	1779	2248	估值				
流动资产合计	1564	1570	2021	2649	管理费用	169	165	215	271	P/E	33.6	36.1	27.6	21.9
固定资产	159	513	736	878	财务费用	38	-1	3	-4	P/B	5.5	6.0	5.0	4.0
在建工程	784	590	414	308	其他费用/(-收入)	142	165	215	271	P/S	4.7	5.5	4.2	3.3
无形资产及其他	896	976	1056	1136	营业利润	285	327	456	598	财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期股权投资	302	302	302	302	营业外净收支	77	90	90	90	盈利能力				
资产总计	3704	3951	4530	5274	利润总额	363	417	546	688	ROE	16%	17%	18%	18%
短期借款	852	952	1052	1152	所得税费用	69	75	98	124	毛利率	86%	85%	86%	87%
应付款项	41	66	62	95	净利润	293	342	448	565	期间费率	68%	65%	65%	65%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	-14	-16	-21	-26	销售净利率	14%	15%	15%	15%
其他流动负债	313	191	226	273	归属于母公司净利润	307	358	468	590	成长能力				
流动负债合计	1206	1209	1339	1519	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	收入增长率	31%	7%	30%	26%
长期借款及应付债券	270	270	270	270	经营活动现金流	438	207	333	557	利润增长率	36%	17%	31%	26%
其他长期负债	210	210	210	210	净利润	307	358	468	590	营运能力				
长期负债合计	480	480	480	480	少数股东权益	-14	-16	-21	-26	总资产周转率	0.59	0.60	0.68	0.74
负债合计	1686	1689	1820	2000	折旧摊销	84	99	113	124	应收账款周转率	10.84	12.40	9.56	11.92
股本	288	288	288	288	公允价值变动	-24	0	0	0	存货周转率	19.13	21.89	18.40	22.01
股东权益	2018	2262	2710	3274	营运资金变动	60	-152	-140	-38	偿债能力				
负债和股东权益总计	3704	3951	4530	5274	投资活动现金流	-920	-226	-119	-111	资产负债率	46%	43%	40%	38%
					资本支出	-561	-240	-140	-140	流动比	1.30	1.30	1.51	1.74
					长期投资	-387	0	0	0	速动比	1.13	1.14	1.32	1.57
					其他	28	14	21	29					
					筹资活动现金流	556	-29	67	65					
					债务融资	1010	100	100	100					
					权益融资	35	-42	0	0					
					其它	-489	-88	-33	-35					
					现金净增加额	74	-49	281	510					

医药小组介绍

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有5年医药实业工作经验、7年医药研究工作经验。

万鹏辉，中科院药物所药物化学硕士，3年医药二级市场投研经验，主要覆盖CXO及软镜等板块。

林羽茜，悉尼大学数据分析硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2020年加入国海证券，现从事医药行业研究，主要覆盖中药、生物药。

李明，北京大学金融科技硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务、眼科产业板块。

沈崇皓，华东师范大学药化硕士，3年海外医药投研经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，北京大学药理学硕士，具有1年医疗实业工作经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

分析师承诺

周小刚，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 医药研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597