

**评级：买入（首次）**

市场价格：47.16

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

分析师：李建

执业证书编号：S0740522090004

电话：021-20315125

Email: lijian01@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	288.48
流通股本(百万股)	132.19
市价(元)	47.16
市值(百万元)	13,604.84
流通市值(百万元)	6,234.19

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1675.42	2199.21	2227.82	2839.24	3592.83
增长率 yoy%	2.32%	31.26%	1.30%	27.44%	26.54%
净利润(百万元)	225.61	306.92	309.53	418.61	545.39
增长率 yoy%	57.02%	36.04%	0.85%	35.24%	30.28%
每股收益(元)	0.78	1.07	1.07	1.45	1.89
每股现金流量	0.96	1.52	1.28	1.21	1.65
净资产收益率	15.19%	16.37%	13.93%	16.86%	19.38%
P/E	60.21	44.26	43.88	32.45	24.91
PEG	1.06	1.23	51.43	0.92	0.82
P/B	9.15	7.25	6.11	5.47	4.83

备注：数据截至 2023.04.15

**报告摘要**

- 儿童药、慢病多个特色产品放量在即，BIC 潜力新药 AR882 打开成长空间。**一品红创建于 2002 年，主要聚焦儿童药、慢病药及生物基因疫苗领域的药品研发、生产与销售。随着公司战略转型完成，原有代理业务基本出清，自有医药制造业务收入占比已超过 90%。公司儿童药拥有盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、芬香清解口服液、馥感淋口服液等多个独家代表性品种，在终端需求强劲增长及政策支持下，医院覆盖率还有较大提升空间；慢病药管线丰富，包含注射用促肝细胞生长素、尿清舒颗粒、银黄口服液等潜力大品种，并且近年来研发申报加速，充分受益集采增量，BIC 潜力的痛风创新药 AR882 即将进入三期临床，预计 3 年内 NDA，打开成长空间。在儿童药、慢病药多个代表性产品及潜力产品快速增长、集采增量带动下，我们预计公司业绩将保持 30% 以上快速增长。
- 儿童药：多个独家潜力品种，医院覆盖率有望持续提升。**1) 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片：主力品种之一，独家剂型，指南推荐，创新设计提高了依从性及减少了不良反应，有望持续放量。2021 年销售额 8.83 亿元，预计仍将保持较快增速。2) 芬香清解口服液：独家专利产品，中国首个在 SCI 发表治疗流感高质量的儿童专用药，入选流感中医药诊疗方案、诊疗指南及专家共识，疗效与奥司他韦相当，具有放量潜力。3) 其他：多个独家及首仿产品（银黄口服液、馥感淋口服液等）、丰富的在研管线带来长期增长保障。
- 慢病药：梯队完善，集采增量可期，痛风新药 AR882 具有 BIC 潜力。**注射用促肝细胞生长素为国家医保产品，获多个指南推荐，具有放量潜力；尿清舒颗粒为国家医保、独家兽药，具有较大增长空间；公司近年产品研发申报加速，将充分受益集采增量，盐酸溴己新等五个产品中标第七和第八批集采，有望带来新增长点。除此之外，公司布局的 BIC 潜力痛风创新药 AR882 即将三期临床，有望 3 年内 NDA，打开成长空间。
- 疫苗：专注重组蛋白纳米颗粒疫苗研发，流感疫苗将申报 IND。**公司生物基因疫苗平台以华兰疫苗为技术主体，专注重组蛋白纳米颗粒疫苗研发，目前在研产品包括四价流感疫苗、RSV 疫苗等 7 款产品，均处于临床前研究阶段，流感疫苗产品将 IND 申报。
- 盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年收入 22.28、28.39、35.93 亿元，同比增长 1.3%、27.4%、26.5%；归母净利润 3.10、4.19、5.45 亿元，同比增长 0.8%、35.2%、30.3%；对应 EPS 为 1.07、1.45、1.89 元。可比公司平均估值在 23 年 37x 左右，目前公司股价对应 22-24 年 44/32/25 倍 PE，考虑公司在多个潜力大品种持续快速增长以及集采增量带动下，业绩有望保持快速增长，同时丰富的在研管线带来长期成长动力，BIC 潜力的痛风创新药 AR882 有望打开成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**药品研发风险；市场开拓风险；产品质量风险；公开资料信息滞后或更新不及时风险。

## 投资主题

### 报告亮点

本报告详细梳理了一品红儿童药、慢病药两大业务板块对应代表性产品的增长潜力，探讨公司持续成长的确定性。我们重点围绕公司儿童药产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、芬香清解口服液；慢病药产品注射用促肝细胞生长素、尿清舒颗粒、集采中标品种；BIC 潜力的痛风创新药 AR882 等代表性产品进行市场空间、竞争格局等方面分析，展望公司未来成长动力。

### 投资逻辑

儿童药、慢病多个特色产品放量在即，BIC 潜力新药 AR882 打开成长空间。一品红创建于 2002 年，主要聚焦儿童药、慢病药及生物基因疫苗领域的药品研发、生产与销售。随着公司战略转型完成，原有代理业务基本出清，自有医药制造业务收入占比已超过 90%。公司儿童药拥有盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、芬香清解口服液、馥感淋口服液等多个独家代表性品种，在终端需求强劲增长及政策支持下，医院覆盖率还有较大提升空间；慢病药管线丰富，包含注射用促肝细胞生长素、尿清舒颗粒、银黄口服液等潜力大品种，并且近年来研发申报加速，充分受益集采增量，BIC 潜力的痛风创新药 AR882 即将进入三期临床，预计 3 年内 NDA，打开成长空间。在儿童药、慢病药多个代表性产品及潜力产品快速增长、集采增量带动下，我们预计公司业绩将保持 30% 以上快速增长。

### 关键假设、估值与盈利预测

**(1) 儿童药业务：**公司多个独家品种，在主力品种盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、芬香清解口服液、馥感淋口服液等持续强劲增长带动下，我们预计公司儿童药业务有望保持快速增长态势，23-25 年收入增速将分别达到 43%、35%、35%。

**(2) 慢病药业务：**公司慢病药产品梯队完善，一方面有注射用促肝细胞生长素、尿清舒颗粒、银黄口服液等潜力大品种的快速增长带动，另一方面公司研发申报节奏加快，有望持续获得集采增量，例如第七批集采中标的三个产品预计给公司带来 2.40 亿元收入，因此我们预计公司慢病药业务有望保持快速增长态势，23-25 年收入增速将分别达到 38%、33%、39%。

**(3) 代理业务：**公司代理业务收入占比逐步减少，2021 年已不到 10%，随着公司自有医药制造业务不断发力，我们预计公司代理业务收入占比将持续减少，23-25 年收入占比将分别为 5.6%、4.0%、2.7%。

根据上述假设，我们预计公司 2022-2024 年收入 22.28、28.39、35.93 亿元，同比增长 1.3%、27.4%、26.5%；归母净利润 3.10、4.19、5.45 亿元，同比增长 0.8%、35.2%、30.3%；对应 EPS 为 1.07、1.45、1.89 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 内容目录

儿童药+慢病药+疫苗多元布局，代理出清迈入发展新阶段.....	- 5 -
多领域布局，代理业务出清，公司发展踏上新征程.....	- 5 -
业绩快速增长，股权激励到位.....	- 7 -
儿童药：多个独家潜力品种，医院覆盖率有望持续提升.....	- 10 -
需求强劲增长，政策支持下我国儿童药市场将迎来快速发展.....	- 10 -
公司多个独家潜力品种，医院覆盖率还有很大提升空间.....	- 11 -
慢病：梯队完善，集采增量可期，痛风新药 AR882 具有 BIC 潜力.....	- 15 -
规模快速增长，管线丰富，多个产品即将迎来放量.....	- 15 -
盐酸溴己新等五个产品中标第七和第八批集采，有望带来新增长点.....	- 19 -
痛风创新药 AR882：降尿酸效果最优，有望 3 年内申报 NDA.....	- 19 -
疫苗：专注重组蛋白纳米颗粒疫苗研发，流感疫苗将申报 IND.....	- 22 -
盈利预测与估值.....	- 23 -
盈利预测.....	- 23 -
投资建议.....	- 25 -
风险提示.....	- 25 -

## 图表目录

图表 1：一品红发展历程.....	- 5 -
图表 2：一品红业务布局.....	- 5 -
图表 3：一品红生产基地与研发中心.....	- 6 -
图表 4：2019-2022 年公司申报和获批产品数量情况（个）.....	- 6 -
图表 5：公司代理业务逐步出清，医药制造占比持续提升（百万元）.....	- 6 -
图表 6：一品红股权结构（2022 三季报）.....	- 7 -
图表 7：公司营收及增速（百万元，%）.....	- 7 -
图表 8：公司归母净利润及增速（百万元，%）.....	- 7 -
图表 9：公司儿童药、慢病药收入及增速（亿元，%）.....	- 8 -
图表 10：公司毛利率和净利润.....	- 8 -
图表 11：公司创新研发团队.....	- 8 -
图表 12：公司三大研发创新技术平台.....	- 9 -
图表 13：公司研发人员数量及占比（人，%）.....	- 9 -
图表 14：公司研发费用情况（百万元，%）.....	- 9 -
图表 15：公司 2022 年股权激励计划分配情况.....	- 9 -
图表 16：我国 0-15 岁人口总数及比例（万人，%）.....	- 10 -
图表 17：国家支持儿童药发展的部分政策.....	- 10 -

图表 18: 公司主要儿童药品种及优势概况.....	- 11 -
图表 19: 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片相对于胶囊、片剂的优势.....	- 12 -
图表 20: 公司盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片销售额及增速 (亿元, %) .....	- 12 -
图表 21: 克林霉素制剂剂型公立医院竞争格局 (%) .....	- 12 -
图表 22: 芬香清解口服液入选流感中医药诊疗方案、诊疗指南及专家共识.....	- 13 -
图表 23: 芬香清解口服液治疗儿童流感研究成果发布.....	- 13 -
图表 24: 奥司他韦制剂公立医院销售额及增速 (亿元, %) .....	- 13 -
图表 25: 奥司他韦制剂公立医院竞争格局 (%) .....	- 13 -
图表 26: 公司芬香清解口服液销售额 (万元, %) .....	- 14 -
图表 27: 公司银黄口服液销售额及增速 (万元, %) .....	- 14 -
图表 28: 公司益气健脾口服液销售额及增速 (万元, %) .....	- 14 -
图表 29: 公司藁感淋口服液销售额及增速 (万元, %) .....	- 14 -
图表 30: 公司儿童药研发管线.....	- 15 -
图表 31: 公司慢病收入及增速 (亿元, %) .....	- 15 -
图表 32: 公司主要慢病药品种及优势概况.....	- 16 -
图表 33: 公司部分在研慢病药品种情况.....	- 16 -
图表 34: 原研促肝细胞生长素治疗不同肝脏疾病疗效的 Meta 分析.....	- 17 -
图表 35: 促肝细胞生长素为多个权威指南、共识、路径推荐用药.....	- 17 -
图表 36: 公司促肝细胞生长素收入及增速 (万元, %) .....	- 18 -
图表 37: 指南推荐尿清舒颗粒用于慢性前列腺炎及尿路感染的治疗.....	- 18 -
图表 38: 公司尿清舒颗粒收入及增速 (万元, %) .....	- 18 -
图表 39: 公司集采中标情况.....	- 19 -
图表 40: 全球高尿酸血症及痛风患病人数 (亿人, %) .....	- 19 -
图表 41: 中国高尿酸血症及痛风患病人数 (亿人, %) .....	- 19 -
图表 42: 全球痛风药物市场规模 (亿美元, %) .....	- 20 -
图表 43: 中国痛风药物市场规模 (亿元, %) .....	- 20 -
图表 44: 部分常见的降尿酸药物对比.....	- 20 -
图表 45: AR882 降尿酸效果及安全性优于目前上市的所有降尿酸药物.....	- 21 -
图表 46: AR882 全球研发进度.....	- 22 -
图表 47: 公司生物基因疫苗研发管线.....	- 22 -
图表 48: 一品红业务分拆预测 (单位: 百万元) .....	- 24 -
图表 49: 一品红期间费用率和所得税率假设 (单位: 百万元, %) .....	- 25 -
图表 50: 可比公司估值 (百万元) .....	- 25 -
图表 51: 一品红财务报表预测 .....	- 26 -

## 儿童药+慢病药+疫苗多元布局，代理出清迈入发展新阶段

多领域布局，代理业务出清，公司发展踏上新征程

- **聚焦儿童药、慢病药、生物基因疫苗的医药创新企业。**一品红创建于2002年，并于2017年11月在深交所上市，是一家集研发、生产、销售为一体的聚焦于儿童药、慢病药及生物基因疫苗领域的创新型生物医药企业。自成立以来，公司业务快速发展，综合实力不断提升，先后获得“国家高新技术企业”、“中国创新力医药企业”、“中国医药工业最具投资价值企业”、“中国百家优秀医药企业”、“中国民营科技创新企业”等荣誉称号。依托完善的创新研发体系，结合多年的市场经验，公司形成了覆盖面广、重点突出、阶梯化储备完善的产品结构，形成了“特色儿童药+创新慢病药+生物基因疫苗”为业务重点的发展格局，现拥有173个药品注册批件，其中国家医保品种72个、国家基药品种24个、国家中药保护品种1个，在研项目超过80项。

图表1：一品红发展历程



来源：公司投资者交流会，中泰证券研究所

图表2：一品红业务布局



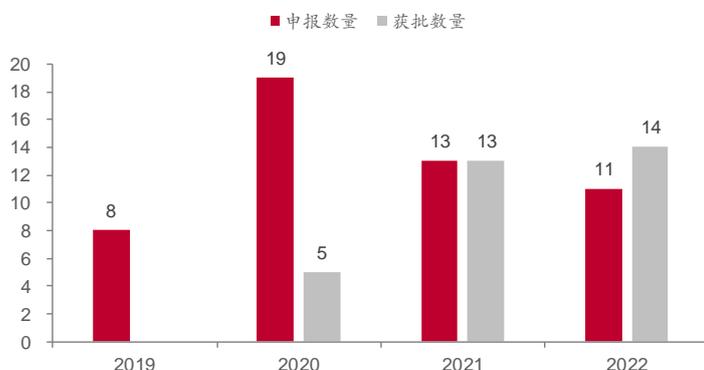
来源：公司投资者交流会，中泰证券研究所

图表 3: 一品红生产基地与研发中心



来源: 公司投资者交流会, 中泰证券研究所

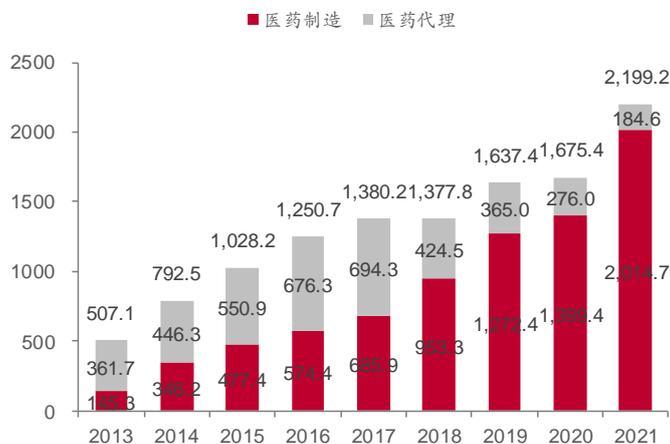
图表 4: 2019-2022 年公司申报和获批产品数量情况 (个)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 代理业务出清, 公司迎来崭新发展阶段。公司以代理业务起家, 随着战略调整, 代理业务占比持续下降, 医药制造占比持续提升, 特别是 2017 年上市之后, 代理业务占比快速下降, 到 2021 年, 医药制造占比已达到 91.6%。

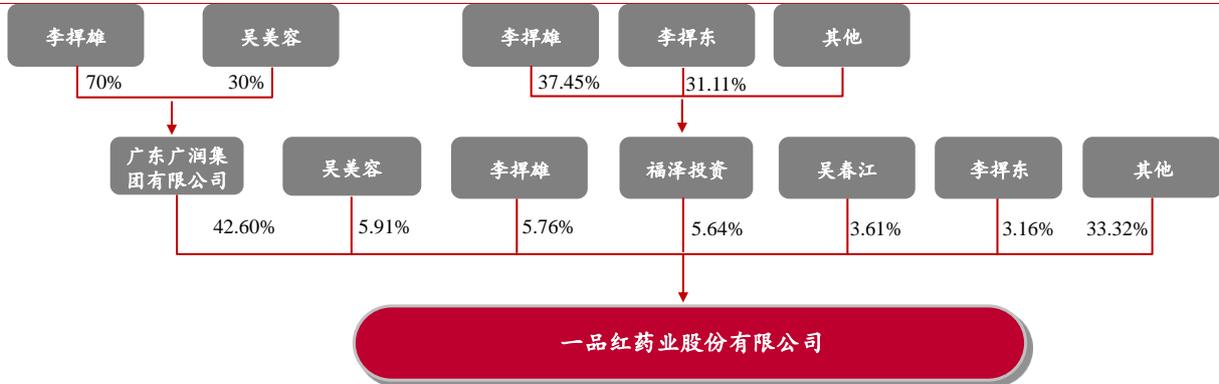
图表 5: 公司代理业务逐步出清, 医药制造占比持续提升 (百万元)



来源: wind, 公司公告, 中泰证券研究所

- **股权结构集中，实控人持股超过 50%。**公司实控人为李捍雄和吴美容，二人系夫妻关系，截至 2022 年三季报，二人合计持股超过 50%，股权集中。

图表 6: 一品红股权结构 (2022 三季报)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 业绩快速增长，股权激励到位

- **产品品规增加、全国市场不断开拓、产品竞争力提升等带动收入、利润快速增长，近五年利润复合增速接近 20%。**公司 2021 年实现营收 21.99 亿元，同比增长 31.26%，归母净利润 3.07 亿元，同比增长 36.04%，扣除员工股权激励和可转债利息摊销后归母净利润为 3.42 亿元，同比增长 51.62%；其中医药制造收入 20.15 亿元，同比增长 43.97%，2017-2021 年收入、归母净利润 CAGR 分别达到 12.35%、18.30%；具体收入结构上，儿童药收入 11.30 亿元，同比增长 59.68%，慢病药收入 8.23 亿元，同比增长 23.03%。在销售产品数量持续增长，2021 年医药制造产品在销数量 42 个，同比增加 11 个。

图表 7: 公司营收及增速 (百万元, %)



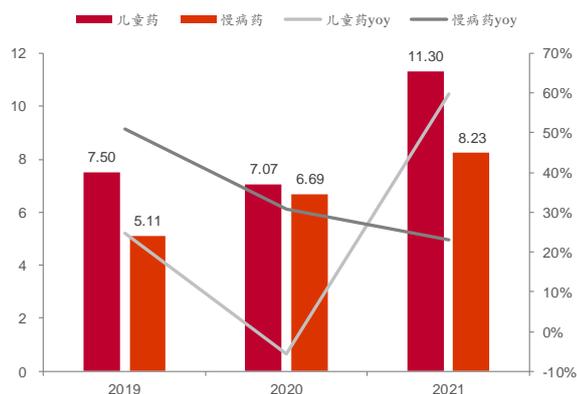
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 公司归母净利润及增速 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 公司儿童药、慢病药收入及增速 (亿元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 公司毛利率和净利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 全球资深科学家领衔创新研发团队, 三大创新技术研发平台支撑研发创新, 保持稳定的研发费用率。**公司核心研发团队由全球资深科学家领衔, 并持续引进具有全球化技术能力的核心人才, 建立了拥有创新研发及技术转化能力的人才队伍。公司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, 具备从药物分子设计、筛选、临床转化到产品产业化全生命周期的研发运营能力, 已构建有儿童药、慢病药和生物基因疫苗三大创新技术研发平台。公司持续投入研发, 保持着约 6%-8% 的研发费用率。

图表 11: 公司创新研发团队

### 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员
- 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**

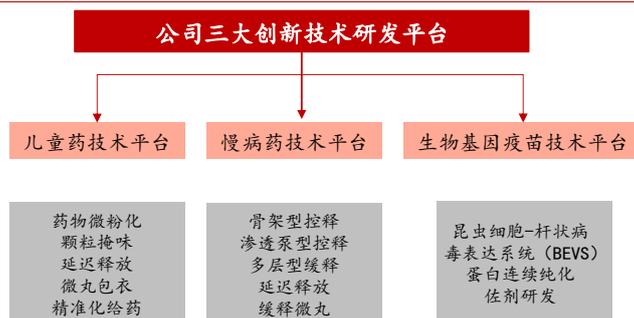
- 麻省理工学院 有机化学博士
- 原默克、先灵葆雅项目负责人

**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

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 公司三大研发创新技术平台



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 13: 公司研发人员数量及占比 (人, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 14: 公司研发费用情况 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 多次股权激励绑定核心骨干利益, 彰显成长信心。2018-2022 年, 公司已发布三次股权激励方案。最新一期于 2022 年 11 月发布, 激励对象为包括公司高级管理人员及核心员工骨干在内的 288 人, 拟授予权益总数 528.10 万股, 包括 482.10 万份股票期权和 46 万股限制性股票, 股票期权行权价格为 30.35 元/份, 限制性股票的授予价格为 18.21 元/股。业绩考核目标为以 2021 年营业收入为基数, 2023-2026 年营业收入增长率分别不低于 25%、56%、103%、164%, 彰显成长信心。

图表 15: 公司 2022 年股权激励计划分配情况

股票期权					
姓名	职务	国籍	获授股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总数的比例	占本激励计划草案公告日股本总额的比例
杨文谦	核心骨干	美国	20	4.15%	0.07%
核心骨干 (286人)			462.10	95.85%	1.61%
合计			482.10	100.00%	1.68%

限制性股票					
姓名	职务	国籍	获授限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划草案公告日股本总额的比例
张明渊	董事会秘书	中国	40	86.96%	0.14%
核心骨干 (1人)			6	13.04%	0.02%
合计			46	100.00%	0.16%

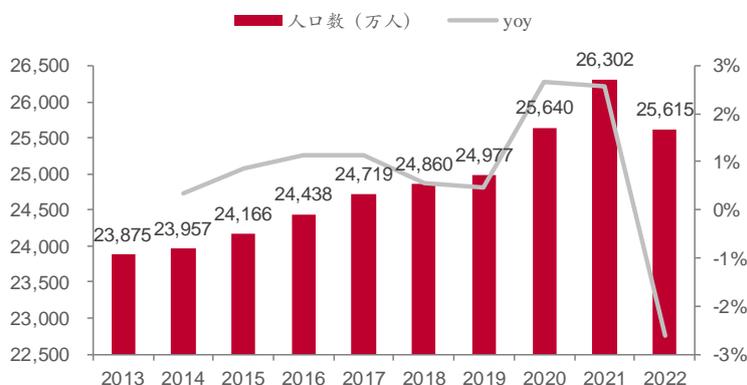
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 儿童药：多个独家潜力品种，医院覆盖率有望持续提升

需求强劲增长，政策支持下我国儿童药市场将迎来快速发展

- 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。国家统计局数据显示，2022年我国0-15周岁人口为2.56亿人，占总人口比例18.14%。随着国家全面开放二胎和三孩，儿童医疗需求亦不断高涨，诊疗人次以每年400万-500万人次递增，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，预计儿童用药需求呈现强劲增长趋势。国家在政策层面亦全面支持儿童药发展，2021年国务院印发了《中国儿童发展纲要（2021-2030年）》，明确提出：“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”；2022年国家卫健委在发布的《关于贯彻2021-2030年中国妇女儿童发展纲要的实施方案》中明确提出“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”，国家药监局综合司在公开征求《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）》中明确提出对批准上市的相关儿童新药和罕见病新药分别给予不超过12个月和不超过7年的市场独占期限，在引导和激励企业开发儿童用药、罕见病用药方面迈出了实质性的一步。

图表 16：我国 0-15 岁人口总数及比例（万人，%）



来源：国家统计局，中泰证券研究所

注：2020 年数据缺失，取前后一年的算术平均数

图表 17：国家支持儿童药发展的部分政策

发布年份	政策	来源	支持儿童药发展的主要内容
2021	《中国儿童发展纲要（2021-2030年）》	国务院	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
2022	《关于贯彻2021-2030年中国妇女儿童发展纲要的实施方案》	国家卫健委	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
2022	《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）》	国家药监局综合司	对批准上市的相关儿童新药和罕见病新药分别给予不超过12个月和不超过7年的市场独占期限

来源：公司公告，中泰证券研究所

公司多个独家潜力品种，医院覆盖率还有很大提升空间

■ 公司儿童药主要产品包括盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、芬香清解口服液、馥感淋口服液、益气健脾口服液、乙酰吉他霉素干混悬剂等，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。公司 2022 年半年报披露，目前共有 22 个儿童药注册批件，在研儿童药有 12 个儿童专用药和 5 个儿童疫苗产品。根据公司统计，2021 年除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 19.43%外，其他特色儿童药如芬香清解口服液、馥感淋口服液、益气健脾口服液和参柏洗液等在等级医院覆盖率均在 3%以内。

图表 18：公司主要儿童药品种及优势概况

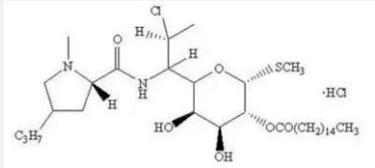
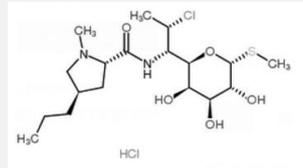
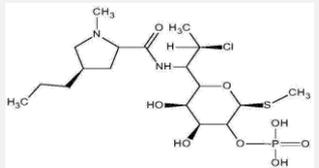
药品剂型	药品名称	适应症或功能主治	国家基药	国家医保	指南推荐及优势
化学制剂	盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片	革兰氏阳性菌、厌氧菌引起的各种感染性疾病。	是	是	获《世界卫生组织基本药物目录（儿童版 2021）》、《国家抗微生物药物治疗指南》、《中国儿童药品临床应用指南》、《中国临床药理学与治疗学》中国内外科学总论卷、列入《国家处方集（化学药品与生物制品卷儿童版）》。国内外多个权威指南推荐，入选《世界卫生组织基本药物目录（儿童版 2021）》、《中国国家处方集（儿童版）》、《中国药典（2015 版）》。
化学制剂	盐酸克林霉素棕榈酸酯颗粒	用于革兰阳性菌、厌氧菌引起的各种感染性疾病。	否	是	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（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。 1.用于成人和 1 岁及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。	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	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。 1.用于成人和 1 岁及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 年儿童流感诊疗和预防专家共识解读》（推荐一线用药），国家卫生健康委疫情防控国家储备、临床必备用药。
化学制剂	盐酸氨溴索滴剂	适用于痰液黏稠而不易咳出者。	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》、《中国儿童急性支气管炎的预防与诊断专家共识》、《咳嗽基础合理用药指南》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黏稠、咳或困难患者。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》、《社区/院外雾化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》、《咳嗽基础合理用药指南》、《咳嗽的诊断与治疗指南（2021 年）》、等多个权威指南。
化学制剂	盐酸左西替利嗪口服溶液	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》（中国过敏哮喘防治指南（第一版（2019 年）））、《儿童过敏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	盐酸依巴斯汀颗粒	本品适用于 3 岁及以上儿童或成人过敏性鼻炎、过敏性鼻炎的预防及对症治疗。	否	否	《Japanese guidelines for allergic rhinitis 2017》、《慢性荨麻疹指南（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》、《过敏性鼻炎防治指南》、《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	疏风解表，清解里热，解毒利咽。用于小儿上呼吸道感染兼见鼻塞、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指南（2020 版）》、《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）》、《广东省新型冠状病毒肺炎中西医结合防治方案（试行第六版）》等推荐用于小儿急性上呼吸道感染、儿童流行性感冒、儿童新型冠状病毒肺炎、手足口病等疾病；芬香清解口服液是国内首家在国际 SCI 期刊发表治疗流感病毒重症临床研究案例的儿童专用药，治疗儿童流感对比奥司他韦疗效、安全性均得到验证，明确咳嗽、喉痛症状改善优势。是儿童呼吸系感染疾病治疗新选择。
中药制剂	馥感淋口服液	清热解表，止咳平喘，益气疏风。用于小儿感冒发热所引起的身热、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 版）》唯一一款用于小儿反复呼吸道感染-感染期治疗用药，《儿童临床使用先进制剂（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感染性呼吸道感染。
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，消化不良，食欲不振，大便不调，儿童流涎汗、盗汗、消化不良、纳食、脾虚等症。	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》、《小儿哮喘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，凉血止痒。用于慢性湿疹皮炎，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	小儿咳嗽灵口服液（含制剂/颗粒）	本品凉肺、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。

来源：公司公告，中泰证券研究所

➢ 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片：主力品种之一，独家剂型，创新设计提高了依从性及减少了不良反应，有望持续放量。盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片用于治疗革兰氏阳性菌、厌氧菌引起的各种感染性疾病，为公司独家剂型，属于非限制类抗生素。其采用公司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，适用于吞咽困难和依从

性较差的人群，获得《中国儿童药品临床应用指南》等多个指南推荐。公司该产品销售额快速增长，2021年已达8.83亿元，预计仍将保持较快增速。

**图表 19: 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片相对于胶囊、片剂的优势**

	盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片	盐酸克林霉素胶囊	克林霉素磷酸酯片
BE对照药	盐酸克林霉素棕榈酸酯制剂	盐酸克林霉素胶囊	无
化学结构			
分子式	C34H63ClN2O6S · HCl	C18H33ClN2O5S · HCl	C18H33ClN2O5S
分子量	699.85	461.44	504.97
作用机理	通过小肠酯酶水解作用在体内迅速水解后发挥作用，达到治疗的血药浓度，解决了使用过程中出现的不适感受以及不良反应	克林霉素胶囊味极苦，在胃部崩解后以克林霉素吸收，没有酯酶水解的过程，肠胃刺激大，不良反应大，儿童患者无法使用	克林霉素磷酸酯片为包衣片，在口腔内容解后味极苦，经酯酶水解形成克林霉素，不良反应大，儿童患者无法使用

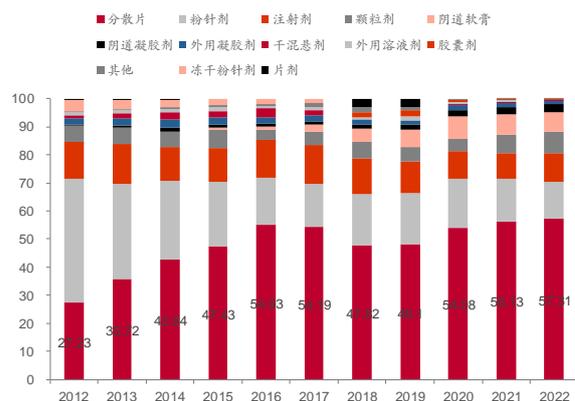
来源：公司投资者交流会，中泰证券研究所

**图表 20: 公司盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片销售额及增速 (亿元, %)**



来源：公司公告，公司投资者交流会，中泰证券研究所

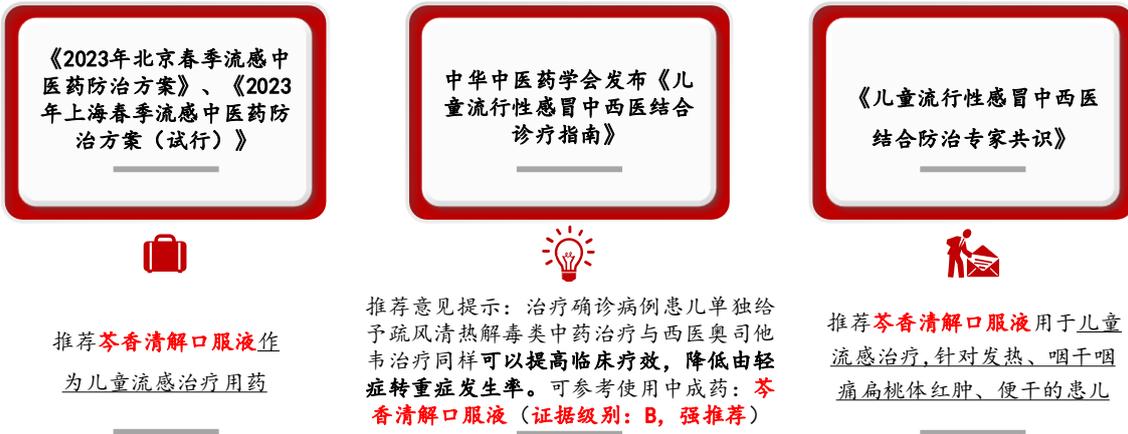
**图表 21: 克林霉素制剂剂型公立医院竞争格局 (%)**



来源：NEWPORT PREMIUM，中泰证券研究所

- **芬香清解口服液**: 独家专利产品，中国首个在SCI发表治疗流感高质量的儿童专用药，入选流感中医药诊疗方案、诊疗指南及专家共识，疗效与奥司他韦相当，具有放量潜力。公司芬香清解口服液治疗儿童流感 RCT 研究是中国首个儿童专用中成药开展与奥司他韦头对头比较的临床试验，并且该临床试验成功发表在国际SCI期刊 Translational Pediatrics (《儿科转化研究》，2022年JCR分区Q1区，IF=4.047)。结果显示，芬香清解口服液治疗儿童流感与奥司他韦在退热、痊愈等方面时间、疗效相当，咽痛、便秘等症状改善优。参考奥司他韦公立医院销售额(2022年放大样本医院约为13亿元)，芬香清解口服液具有放量潜力。

图表 22: 芬香清解口服液入选流感中医药诊疗方案、诊疗指南及专家共识



来源：公司投资者交流会，中泰证券研究所

图表 23: 芬香清解口服液治疗儿童流感研究成果发布



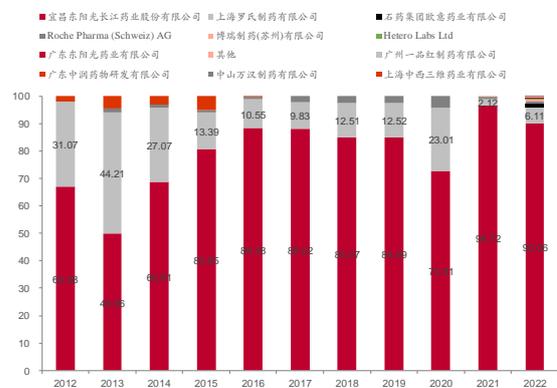
来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 24: 奥司他韦制剂公立医院销售额及增速（亿元，%）



来源：NEWPORT PREMIUM，中泰证券研究所（放大样本医院）

图表 25: 奥司他韦制剂公立医院竞争格局（%）



来源：NEWPORT PREMIUM，中泰证券研究所

**图表 26: 公司芬香清解口服液销售额 (万元, %)**


来源: 公司投资者交流会, 中泰证券研究所

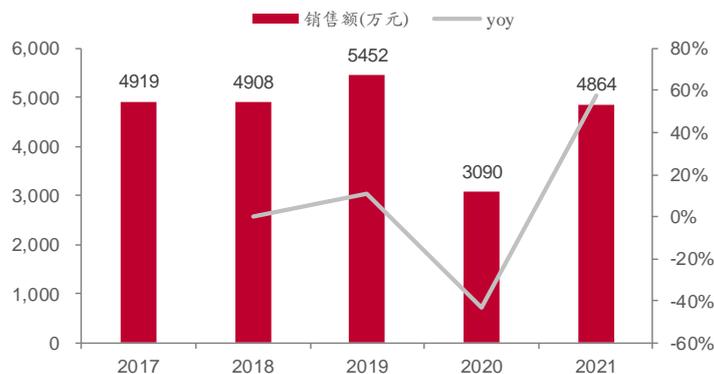
- 其他:** 多个独家及首仿产品、丰富的在研管线有望带来长期增长保障。除克林霉素、芬香清解外, 公司现有儿童药产品中还包括具有快速增长潜力的银黄口服液; 独家产品益气健脾口服液、藜感淋口服液、乙酰吉他霉素干混悬剂、依匹斯汀颗粒等; 首仿产品盐酸左西替利嗪口服滴剂、盐酸氨溴索口服滴剂等。另有多项在研口服固体制剂、液体制剂在研, 部分已推进至申报注册阶段, 有望成为未来增长的潜力保障。

**图表 27: 公司银黄口服液销售额及增速 (万元, %)**


来源: 公司投资者交流会, 中泰证券研究所

**图表 28: 公司益气健脾口服液销售额及增速 (万元, %)**


来源: 公司投资者交流会, 中泰证券研究所

**图表 29: 公司藜感淋口服液销售额及增速 (万元, %)**


来源: 公司投资者交流会, 中泰证券研究所

图表 30: 公司儿童药研发管线

剂型	名称	适应症	小试研究	中试放大	工艺验证	临床研究	注册申报
口服固体制剂	利奈唑胺干混悬剂	用于治疗革兰阳性(G+)球菌引起的感染	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████
	苯甲酸氯地平干混悬剂	用于治疗高血压、冠心病	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████
	RDH086干混悬剂	用于治疗消化性溃疡、反流性食管炎	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████
	XR002干混悬剂	用于治疗咽喉炎、扁桃腺炎、支气管炎、肺炎等	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████
	APRD-H122	用于治疗慢性便秘症	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████
	APXR-H004	用于治疗慢性免疫性血小板减少症等	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████
口服液体制剂	PS003口服混悬液	用于治疗原发性全面性强直-阵挛发作和部分性发作	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████
	XR001混悬液	用于治疗儿童发烧及上呼吸道感染	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████
	APPS-H007口服溶液	用于治疗粘液分泌过多或者粘液太黏引起的呼吸道问题	██████████	██████████	██████████	██████████	██████████

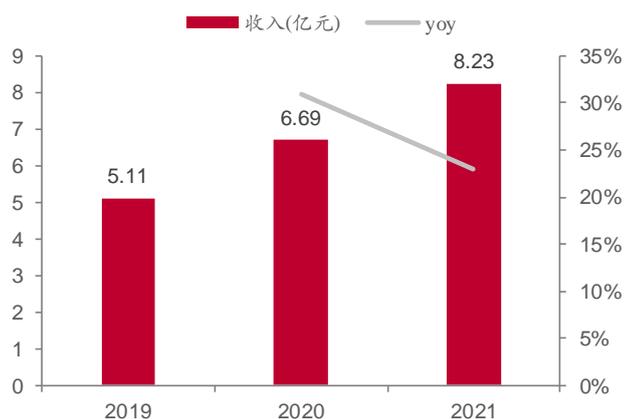
来源: 公司投资者交流会, 中泰证券研究所

## 慢病: 梯队完善, 集采增量可期, 痛风新药 AR882 具有 BIC 潜力

规模快速增长, 管线丰富, 多个产品即将迎来放量

- 公司慢病收入快速增长, 2021 年达到 8.23 亿元, 占总收入 37%。公司现有慢病药注册批件 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》, 其中不乏促肝细胞生长素、尿清舒等潜力大品种, 在研慢病药项目 24 个。

图表 31: 公司慢病收入及增速 (亿元, %)

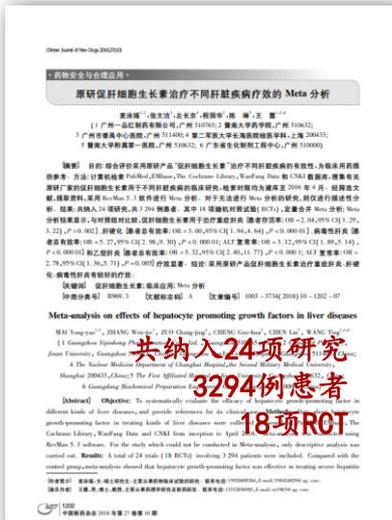


来源: 公司公告, 中泰证券研究所



- **注射用促肝细胞生长素：原研专利，国家医保，指南推荐，具有放量潜力。**注射用促肝细胞生长素用于抑制肝细胞凋亡、诱导肝细胞增殖、改善肝纤维化，Meta分析纳入的24项研究3294例患者显示，该产品治疗重症肝炎、肝硬化、病毒性肝炎疗效好、安全性高、不良反应少。公司该款产品为国家医保产品，且得到《肝衰竭诊治指南（2018版）》、《抗结核药物性肝损伤诊治指南（2019版）》等多个权威指南、共识、路径推荐，具有放量潜力。

**图表 34：原研促肝细胞生长素治疗不同肝脏疾病疗效的 Meta 分析**



**有效性**

- **重症肝炎**  
使用促肝细胞生长素治疗的重型肝炎患者，存活率明显提高，控制重肝病情的进展
- **肝硬化**  
使用促肝细胞生长素治疗后，腹水、黄疸等肝炎症状基本消失。ALT恢复正常
- **病毒性肝炎**  
有效缓解肝炎症状
- **儿童重症肝炎**  
提高小儿重症肝炎患者的存活率，延长患儿存活时间，为获得更好的治疗争取治疗时机

**安全性**

- **安全性高，不良反应少**

来源：《原研促肝细胞生长素治疗不同肝脏疾病疗效的 Meta 分析》，中泰证券研究所

**图表 35：促肝细胞生长素为多个权威指南、共识、路径推荐用药**



来源：公司投资者交流会，中泰证券研究所

**图表 36: 公司促肝细胞生长素收入及增速 (万元, %)**



来源: 公司投资者交流会, 中泰证券研究所

- **尿清舒颗粒: 国家医保、独家彝药, 具有较大增长空间。**尿清舒颗粒为公司独家产品, 获指南推荐用于慢性前列腺炎及尿路感染的治疗, 可以快速缓解下尿路症状 LUTS, 原材料采用独有的名贵中药材“重楼”、“山木通”, 能有效缓解下腹盆腔疼痛, 强效清除炎症因子, 修复黏膜、保护器官。

**图表 37: 指南推荐尿清舒颗粒用于慢性前列腺炎及尿路感染的治疗**

2021年《慢性前列腺炎中西医结合融合药物治疗专家共识》



- 1: 伴尿道灼热, 可使用尿清舒颗粒 (10-20g, tid, 口服), 具有清热利湿、利水通淋等功效。
- 2: 感染类, 使用抗生素时, 可配合中成药, 提高疗效, 推荐使用尿清舒颗粒 (10-20g, tid, 口服)

2022年《慢性前列腺炎/慢性盆腔疼痛综合征诊疗指南》



祖国医学治疗, CP/CPPS发病多责之于湿、热、寒、瘀、郁、虚六端, 其中“瘀”是病机关键; 湿热瘀阻症, 以排尿症状明显, 尿频、尿急、尿痛、尿道灼热、尿后滴沥等推荐使用尿清舒颗粒。

来源: 中国男科学杂志, 中华男科学杂志, 中泰证券研究所

**图表 38: 公司尿清舒颗粒收入及增速 (万元, %)**



来源: 公司投资者交流会, 中泰证券研究所

**盐酸溴己新等五个产品中标第七和第八批集采，有望带来新增长点**

- 公司积极把握集采机遇，盐酸溴己新注射液、硝苯地平控释片、磷酸奥司他韦胶囊中标第七批国家集采，三个品种预计合计带来收入 2.48 亿元，相比于公司 2021 年公立医院销售额增加约 2 亿元，氨甲环酸注射液、托拉塞米注射液中标第八批国家集采，亦有望带来新增量。

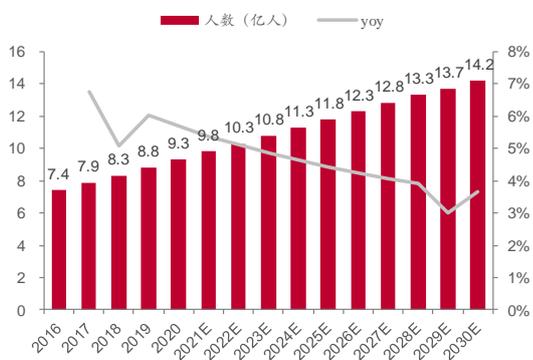
**图表 39: 公司集采中标情况**

批次	产品	规格	中选价格 (元/盒)	预计集采带来收入 (百万元)	2022年公立医院销售额 (百万元, 放大样本)	一品红2021年公立医院销售额 (百万元, 放大样本)
第七批	盐酸溴己新注射液	2ml: 4mg*10支/盒	178.8	167.72	294.29	41.39
	硝苯地平控释片	30mg*7片/板*1板/盒	4.27	78.59	2,799.65	1.89
	磷酸奥司他韦胶囊	75mg*10粒/板/盒	19.93	1.66	404.47	1.26
第八批	氨甲环酸注射液	5ml: 0.25g*5支/盒	8.9	/	710.45	/
	托拉塞米注射液	2ml: 10mg*5支/盒	3.9	/	113.06	/

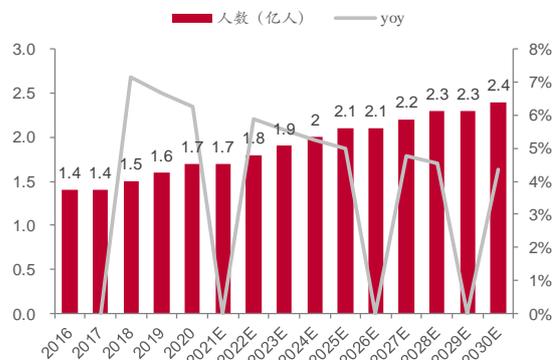
来源: 公司公告, 公司投资者交流会, 中泰证券研究所

**痛风创新药 AR882: 降尿酸效果最优, 有望 3 年内申报 NDA**

- 抗痛风药物需求不断上升, 现有药物较少且存在一定局限性, 还存在很大的未被满足的临床需求。痛风是由单钠尿酸盐沉积所致的晶体相关性关节病, 与嘌呤代谢紊乱和尿酸排泄减少所致的高尿酸血症直接相关。全球高尿酸血症及痛风的患病人数呈上升趋势, Frost & Sullivan 数据显示, 全球、中国高尿酸血症及痛风患病人数 2020 年分别为 9.3 亿人、1.7 亿人, 预计 2030 年将分别达到 14.2 亿人、2.4 亿人, 痛风已成为继高血糖、高血脂之后的第三类富贵病, 仅次于糖尿病的第二大代谢类疾病。痛风易引起的并发症包括高血压、糖尿病、慢性肾病和心脑血管等疾病, 严重威胁人类健康。在痛风病发病率增高的趋势下, 对抗痛风药的需求不断上升, Frost & Sullivan 数据显示, 全球、中国痛风药物市场规模整体呈上升趋势, 2020 年分别为 26 亿美元、28 亿元, 预计 2030 年将分别达到 77 亿美元、108 亿元。全球抗痛风治疗方式、上市药物、在研药物都较少, 而市场上常见有非布司他、苯溴马隆、别嘌醇、秋水仙碱等抗痛风药, 都在疗效、安全性等方面仍存在一定局限性。

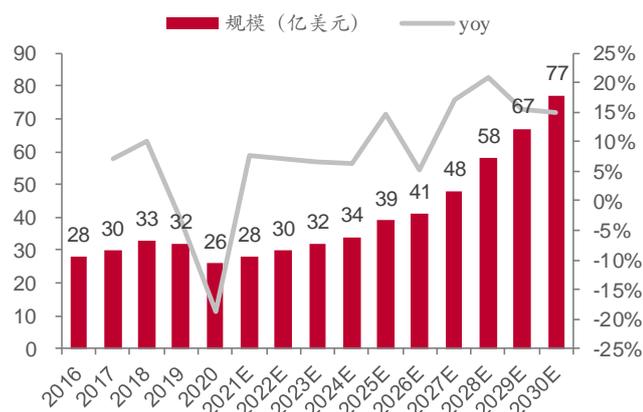
**图表 40: 全球高尿酸血症及痛风患病人数 (亿人, %)**


来源: Frost &amp; Sullivan, 中泰证券研究所

**图表 41: 中国高尿酸血症及痛风患病人数 (亿人, %)**


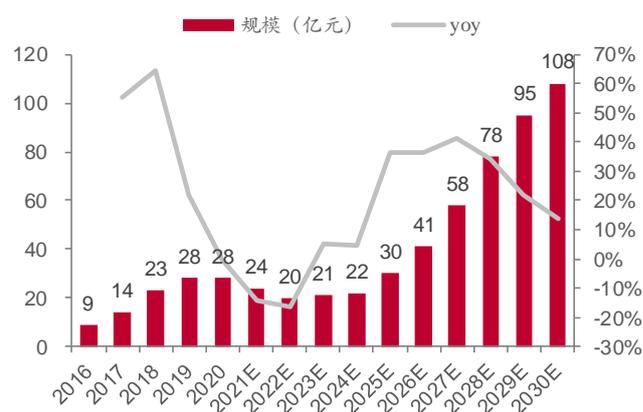
来源: Frost &amp; Sullivan, 中泰证券研究所

图表 42: 全球痛风药物市场规模 (亿美元, %)



来源: Frost &amp; Sullivan, 中泰证券研究所

图表 43: 中国痛风药物市场规模 (亿元, %)



来源: Frost &amp; Sullivan, 中泰证券研究所

图表 44: 部分常见的降尿酸药物对比

药物	抑制尿酸生成药物		促进尿酸排泄药物
	别嘌醇	非布司他	苯溴马隆
作用	黄嘌呤氧化酶抑制剂 (XOI), 可抑制尿酸合成	选择性与特异性XOI, 可抑制尿酸合成, 作用强于别嘌醇, 抑酸和降酸作用更强大、持久, 在有效性和安全性方面较别嘌醇更具优势	可抑制肾小管尿酸重吸收, 促进尿酸排泄。
适应症	痛风降尿酸治疗的一线用药, 尤适于尿酸生成增多型者。HLA-B*5801阳性患者不推荐使用	痛风降尿酸治疗的一线用药, 尤适于慢性肾功能不全、HLA-B*5801基因阳性者	痛风降尿酸治疗的一线用药, 尤适于肾尿酸排泄减少者
主要不良反应	超敏反应, 与HLA-B*5801明显相关, 多见于HLA-B*5801携带者。HLA-B*5801基因阳性不推荐	可能增加心血管相关性死亡风险	苯溴马隆在白种人有引起爆发性肝坏死报道, 禁用于严重肝损伤者
心血管风险	目前尚未发现	有潜在的心血管风险	目前尚未发现
肾损害	可引起肾损伤, 肾功能不全时易在体内蓄积。eGFR<15ml·min <sup>-1</sup> ·(1.73m <sup>2</sup> ) <sup>-1</sup> 者禁用	对肾功能受损者, 非布司他优于别嘌醇。非布司他经肾脏和肠道双通道排泄, 其肾脏的保护作用更佳, 建议eGFR<30ml·min <sup>-1</sup> ·(1.73m <sup>2</sup> ) <sup>-1</sup> 时优先选用。CKD4-5期者不超过40mg/d	可引起肾损害, eGFR<20ml·min <sup>-1</sup> ·(1.73m <sup>2</sup> ) <sup>-1</sup> 禁用。肾结石、急性尿酸性肾病者禁用。尿中尿酸>540 μmol/24h不宜使用
药物相互作用	黄嘌呤氧化酶抑制剂, 与依赖黄嘌呤氧化酶代谢的药物如噻唑嗪、巯嘌呤等有相互作用		与华法林联用致INR升高

来源: 医脉通, 中泰证券研究所

- 与 ArthroSi 合作研发 AR882, 具有 Best in Class 潜力, 有望 3 年内申报 ANDA。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 和抗肿瘤创新药物 AR035。
- ArthroSi 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 之叶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 之颜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。

➤ 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, 定位为治疗高尿酸血症及痛风的一线用药, 顽固性痛风石的突破性疗法药物及慢性肾病用药。在 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。临床 II a 期研究中, AR882 50mg 使 95% 的患者的血尿酸 (sUA) 水平降至 < 5mg/dL, 而别嘌醇 300mg 和非布司他 40mg 则分别为 11% 和 33%。AR882 75mg 可使 88% 的患者的血尿酸 (sUA) 水平降至 < 4 mg/dL, 而别嘌醇 300mg 和非布司他 40mg 均为零。在临床 I 期和 II a 期试验中, AR882 未出现任何肝脏毒性或肾脏毒性的不良事件, 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; 在人体内能够与尿酸转运蛋白长效结合, 24 小时抑制尿酸重吸收。AR882 降尿酸效果优于临床一线的降尿酸药物, 具有减少痛风发作和加速痛风石溶解及治疗慢性肾病的巨大潜力; 对于伴随 CKD 的痛风患者, AR882 较其他痛风药有明显安全优势。该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 (商品名: ZURAMPIC) 以及针对肿瘤代谢的靶向药物恩西地平 (商品名: IDHIFA) 等创新药的研发、上市过程。

图表 45: AR882 降尿酸效果及安全性优于目前上市的所有降尿酸药物



来源: 公司投资者交流会, 中泰证券研究所



## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- 我们预计公司 2022-2024 年收入 22.28、28.39、35.93 亿元，同比增长 1.3%、27.4%、26.5%；归母净利润 3.10、4.19、5.45 亿元，同比增长 0.8%、35.2%、30.3%；对应 EPS 为 1.07、1.45、1.89 元。
- 假设一：公司营业税金及附加占营业收入百分比不变；
- 假设二：儿童药业务：公司多个独家品种，在主力品种盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、芬香清解口服液、馥感啉口服液等持续强劲增长带动下，我们预计公司儿童药业务有望保持快速增长态势，23-25 年收入增速将分别达到 43%、35%、35%；
- 假设三：慢病药业务：公司慢病药产品梯队完善，一方面有注射用促肝细胞生长素、尿清舒颗粒、银黄口服液等潜力大品种的快速增长带动，另一方面公司研发申报节奏加快，有望持续获得集采增量，例如第七批集采中标的三个产品预计给公司带来 2.40 亿元收入，因此我们预计公司慢病药业务有望保持快速增长态势，23-25 年收入增速将分别达到 38%、33%、39%；
- 假设四：代理业务：公司代理业务收入占比逐步减少，2021 年已不到 10%，随着公司自有医药制造业务不断发力，我们预计公司代理业务收入占比将持续减少，23-25 年收入占比将分别为 5.6%、4.0%、2.7%。
- 对期间费用和所得税的假设：
  - 销售费用率：公司品种丰富，多个潜力大品种需要持续进行市场推广以扩大品牌影响力、带动产品销售，我们预计公司销售费用率基本保持在 50%以上；
  - 管理费用率：公司持续引进具有全球化技术能力的核心人才，建立了拥有创新研发及技术转化能力的人才队伍，我们预计管理费用率保持稳定；
  - 财务费用率：尽管可转债利息费用带来公司财务费用增加，但是随着收入的快速增长，我们预计公司财务费用率每年逐渐下降。
- 所得税：参考往年，我们认为未来三年将保持在 19.1%左右。

图表 48: 一品红业务分拆预测 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>总计</b>						
总收入	1675.42	2199.21	2,227.82	2,839.24	3,592.83	4,671.63
YOY	2.32%	31.26%	1.30%	27.44%	26.54%	30.03%
总毛利	1379.99	1880.75	1,908.80	2,466.85	3,149.17	4,121.00
毛利率(%)	82.37%	85.52%	85.68%	86.88%	87.65%	88.21%
<b>医药制造</b>						
收入	1399.37	2014.65	2052.48	2681.44	3450.82	4543.81
YOY	9.98%	43.97%	1.88%	30.64%	28.69%	31.67%
%总收入	83.52%	91.61%	92.13%	94.44%	96.05%	97.26%
毛利	1267.00	1817.05	1848.27	2412.38	3100.14	4076.88
%总毛利	91.81%	96.61%	96.83%	97.79%	98.44%	98.93%
毛利率(%)	90.54%	90.19%	90.05%	89.97%	89.84%	89.72%
<b>儿童药</b>						
收入	707	1129.70	1349.39	1711.88	2158.16	2748.38
YOY	-5.73%	59.79%	50%	43%	35%	35%
%总收入	42.20%	51.37%	60.57%	60.29%	60.07%	58.83%
毛利	997.73	1191.76	1511.90	1906.04	2427.32	
%总毛利	53.05%	62.44%	61.29%	60.53%	58.90%	
毛利率(%)	88.32%	88%	88%	88%	88%	
<b>盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片</b>						
收入	552.57	883.32	1059.98	1271.98	1526.38	1831.65
YOY	-1.07%	59.86%	20%	20%	20%	20%
%总收入	32.98%	40.17%	47.58%	44.80%	42.48%	39.21%
毛利						
%总毛利						
毛利率(%)						
<b>芬香清解口服液</b>						
收入	16.98	32.14	80.35	160.70	257.12	411.39
YOY	0.12%	89.28%	150%	100%	60%	60%
%总收入	1.01%	1.46%	3.61%	5.66%	7.16%	8.81%
毛利						
%总毛利						
毛利率(%)						
<b>藜芦唑口服液</b>						
收入	30.90	48.64	48.64	72.96	109.44	164.16
YOY	-43.32%	57.41%	0%	50%	50%	50%
%总收入	1.84%	2.21%	2.18%	2.57%	3.05%	3.51%
毛利						
%总毛利						
毛利率(%)						
<b>益气健脾口服液</b>						
收入	66.63	87.87	114.23	148.50	193.05	250.97
YOY	-10.19%	31.88%	30%	30%	30%	30%
%总收入	3.98%	4.00%	5.13%	5.23%	5.37%	5.37%
毛利						
%总毛利						
毛利率(%)						
<b>其他儿童药</b>						
收入	24.71	36.95	46.19	57.73	72.17	90.21
YOY	-43.62%	49.53%	25%	25%	25%	25%
%总收入	1.47%	1.68%	2.07%	2.03%	2.01%	1.93%
毛利						
%总毛利						
毛利率(%)						
<b>慢病药</b>						
收入	669	823.09	703.09	969.56	1292.66	1795.43
YOY	30.92%	23.03%	-15%	38%	33%	39%
%总收入	39.93%	37.43%	31.56%	34.15%	35.98%	38.43%
毛利	772.68	656.51	900.49	1194.10	1649.56	
%总毛利	41.08%	34.39%	36.50%	37.92%	40.03%	
毛利率(%)	93.88%	93%	93%	93%	92%	
<b>注射用乙酰谷酰胺</b>						
收入	459.96	595.14	357.08	214.25	149.98	104.98
YOY	116.83%	29.39%	-40%	-40%	-30%	-30%
%总收入	27.45%	27.06%	16.03%	7.55%	4.17%	2.25%
毛利						
%总毛利						
毛利率(%)						
<b>注射用促肝细胞生长素</b>						
收入	27.27			100.00	200.00	320.00
YOY	-61.03%				100%	60%
%总收入	1.63%				5.57%	6.85%
毛利						
%总毛利						
毛利率(%)						
<b>尿清舒颗粒</b>						
收入	7.33	12.49	35.60	71.19	113.91	193.64
YOY	53.35%	70.40%	185%	100%	60%	70%
%总收入	0.44%	0.57%	1.60%	2.51%	3.17%	4.15%
毛利						
%总毛利						
毛利率(%)						
<b>银黄口服液</b>						
收入	15.21	40.78	73.40	110.11	165.16	247.74
YOY	684.02%	168.11%	80%	50%	50%	50%
%总收入	0.91%	1.85%	3.29%	3.88%	4.60%	5.30%
毛利						
%总毛利						
毛利率(%)						
<b>其他慢病药</b>						
收入	174.44	215.46	237.01	474.01	663.62	929.06
YOY	-22.16%	23.52%	10%	100%	40%	40%
%总收入	10.41%	9.80%	10.64%	16.70%	18.47%	19.89%
毛利						
%总毛利						
毛利率(%)						
<b>医药代理</b>						
收入	276.04	184.56	175.33	157.80	142.02	127.82
YOY	-24.37%	-33.14%	-5%	-10%	-10%	-10%
%总收入	16.48%	8.39%	7.87%	5.56%	3.95%	2.74%
毛利	112.99	63.71	60.52	54.47	49.02	44.12
%总毛利	8.19%	3.39%	3.17%	2.21%	1.56%	1.07%
毛利率(%)	40.93%	34.52%	34.52%	34.52%	34.52%	34.52%
<b>其他</b>						
收入	0.01	0.00				
YOY	0.00%	-100.00%				
%总收入	0.00%	0.00%				
毛利	0.00	-0.01				
%总毛利	0.00%	0.00%				
毛利率(%)	0.00%					

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 49: 一品红期间费用率和所得税率假设 (单位: 百万元, %)**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用	934.46	1281.68	1180.74	1504.79	1922.17
销售费用率%	55.77%	58.28%	53.00%	53.00%	53.50%
管理费用	101.31	169.06	140.35	180.29	233.53
管理费用率%	6.05%	7.69%	6.30%	6.35%	6.50%
财务费用	10.23	38.21	22.44	7.74	-1.34
财务费用率%	0.61%	1.74%	1.01%	0.27%	-0.04%
所得税	49.66	69.36	69.95	94.60	123.25
所得税率%	18.17%	19.12%	19.12%	19.12%	19.12%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 投资建议

- 我们选取葫芦娃、卫信康、佐力药业作为可比公司, 平均估值在 2023 年 37× 左右, 目前公司股价对应 2022-2024 年 44/32/25 倍 PE, 考虑公司在多个潜力大品种持续快速增长以及集采增量带动下, 业绩有望保持快速增长, 同时丰富的在研管线带来长期成长动力, BIC 潜力的痛风创新药 AR882 有望打开成长空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**图表 50: 可比公司估值 (百万元)**

代码	简称	营收 (2021)	近3年营收 CAGR (%)	净利润 (2021)	近3年净利润 CAGR (%)	PE (2022)	PE (2023)	PE (2024)	总市值 (亿元)
605199.SH	葫芦娃	1353.79	1.82%	72.14	-22.57%	71.9	60.3	47.5	66.90
603676.SH	卫信康	1033.62	18.11%	95.91	31.25%	32.0	20.7	15.1	60.75
300181.SZ	佐力药业	1457.40	26.47%	179.41	164.77%	27.0	28.9	21.6	105.35
平均值						43.6	36.6	28.0	
300723.SZ	一品红	2199.21	15.89%	306.92	46.15%	43.9	32.4	24.9	136.05

来源: wind (截至 2023 年 4 月 15 日, 2022-2024 年估值取 wind 一致预期), 中泰证券研究所

### 风险提示

- **药品研发风险。**公司持续加大研发投入, 不断进行新产品开发, 目前儿童药、慢病药、疫苗领域均有多个在研产品。药品研发技术难度大、前期投资高、审批周期长, 公司可能面临因新产品研发失败或未能通过注册审批从而导致的产品开发失败风险。
- **市场开拓风险。**尽管公司已建立全国市场网络, 实现了由华南市场向全国市场全面发展转型, 但若未来竞争格局恶化或政策发生变化, 公司可能面临产品市场拓展不及预期风险。
- **产品质量风险。**虽然截至目前公司未发生过任何产品质量事故、重大产品质量纠纷事件, 在国家和省市药品监管部门的历次飞行检查中均合格, 但随着经营规模不断扩大, 如果因其他不确定或不可控因素导致产品出现质量问题, 公司或将面临一定的经营风险。
- **公开资料信息滞后或更新不及时风险。**报告中部分内容来自于公开资料, 可能存在公开资料信息滞后或更新不及时的情况。

图表 51: 一品红财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1564	1455	1624	1688	<b>营业收入</b>	2199	2228	2839	3593
现金	1075	901	988	944	营业成本	318	319	372	444
应收账款	203	222	279	351	营业税金及附加	31	31	40	51
其他应收款	27	63	69	78	营业费用	1282	1181	1505	1922
预付账款	29	27	33	38	管理费用	169	140	180	234
存货	115	117	136	162	财务费用	38	22	8	-1
其他流动资产	114	126	119	115	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2141	1702	1828	1884	公允价值变动收益	24	0	0	0
长期投资	302	0	0	0	投资净收益	21	0	0	0
固定资产	159	211	245	263	<b>营业利润</b>	285	378	507	657
无形资产	460	512	607	681	营业外收入	89	0	0	0
其他非流动资产	1219	979	976	940	营业外支出	12	12	12	12
<b>资产总计</b>	3704	3157	3452	3573	<b>利润总额</b>	363	366	495	645
<b>流动负债</b>	1206	695	734	537	所得税	69	70	95	123
短期借款	852	346	376	173	<b>净利润</b>	293	296	400	521
应付账款	41	40	55	59	少数股东损益	-14	-14	-18	-24
其他流动负债	313	309	303	305	<b>归属母公司净利润</b>	307	310	419	545
<b>非流动负债</b>	480	110	123	133	EBITDA	384	455	582	730
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.07	1.07	1.45	1.89
其他非流动负债	480	110	123	133					
<b>负债合计</b>	1686	805	858	671	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	144	130	112	88	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
股本	288	288	288	288	<b>成长能力</b>				
资本公积	571	571	571	571	营业收入	31.3%	1.3%	27.4%	26.5%
留存收益	1075	1326	1575	1890	营业利润	43.7%	32.5%	34.1%	29.6%
归属母公司股东权益	1874	2222	2482	2814	归属于母公司净利润	36.0%	0.9%	35.2%	30.3%
<b>负债和股东权益</b>	3704	3157	3452	3573	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	85.5%	85.7%	86.9%	87.7%
<b>现金流量表</b>					净利率 (%)	14.0%	13.9%	14.7%	15.2%
					ROE (%)	16.4%	13.9%	16.9%	19.4%
					ROIC (%)	15.6%	18.1%	21.3%	25.0%
<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	438	367	349	475	资产负债率 (%)	45.5%	25.5%	24.8%	18.8%
净利润	293	296	400	521	净负债比率 (%)	51.97%	42.98%	43.84%	25.82%
折旧摊销	60	55	67	75	流动比率	1.30	2.09	2.21	3.14
财务费用	38	22	8	-1	速动比率	1.20	1.93	2.03	2.84
投资损失	-21	0	0	0	<b>营运能力</b>				
营运资金变动	46	-123	-93	-115	总资产周转率	0.75	0.65	0.86	1.02
其他经营现金流	21	118	-33	-6	应收账款周转率	10	9	9	10
<b>投资活动现金流</b>	-920	243	-126	-103	应付账款周转率	6.59	7.94	7.88	7.79
资本支出	561	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
长期投资	340	-308	0	0	每股收益 (最新摊薄)	1.07	1.07	1.45	1.89
其他投资现金流	-18	-65	-126	-103	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.52	1.28	1.21	1.65
<b>筹资活动现金流</b>	556	-785	-136	-415	每股净资产 (最新摊薄)	6.51	7.71	8.62	9.77
短期借款	562	-506	30	-203	<b>估值比率</b>				
长期借款	0	0	0	0	P/E	44.26	43.88	32.45	24.91
普通股增加	127	0	0	0	P/B	7.25	6.11	5.47	4.83
资本公积增加	-83	0	0	0	EV/EBITDA	35	29	23	18
其他筹资现金流	-50	-280	-166	-213					
<b>现金净增加额</b>	74	-174	87	-44					

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。