



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

证券研究报告 一品红(300723)深度报告

自有品种进入加速放量期，战略定位儿童药研发储备丰富

2020.02.18

分析师：唐爱金

电话：020-88836115

邮箱：tangaij@gzgzhs.com.cn

执业编号：A1310516100001

● 受益于自有产品持续放量，自主产品近5年营收和毛利复合增速分别达43.1%、50.9%，自有产品业务营收占比持续提升，公司盈利能力持续提升

得益于公司自有产品在销品种持续丰富以及拳头品种在广东省外市场快速增长，公司近年自有产品营收及毛利占比持续提升，2019H1 年分别占总营收及毛利比重的 76.46%和 88.41%。2018 年已实现营收和毛利分别为 9.53 亿和 8.28 亿，5 年复合增速为 43.1%、50.9%，公司毛利率从 2013 年的 37.62%增长至 2019Q3 的 78.65%，净利率从 2013 年的 6.37%增长至 2019Q3 的 14.09%，盈利能力持续提升。

● 核心产品克林霉素棕榈酸酯分散片(凯莱克林)受益新进国家基药+市场覆盖营销推广进入加速放量期

盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片(凯莱克林)，占公司自有业务营收的 44.19%，该产品具有独家剂型、具有易溶于水、味甜等特点，相较其他剂型的产品极大地提高了儿童和吞咽困难老年人的用药依从性。2019H1 该产品营收 2.6 亿元，同比增长 24.91%，根据第三方终端数据库数据，市场份额达 92%；受益于 2018 年新进国家基药目录以及近两年医疗机构覆盖率的大幅提升，我们预计 2020 年收入有望实现超 45%增长。

● 多款独家二线产品特色突出，有效治疗儿科多种常见疾病，处于市场导入期放量在即公司多个独家二线品种，如馥感咪口服液、芬香清解口服液、参柏洗液有效治疗儿童气虚感冒、上呼吸道感染等儿科常见疾病，目前处于市场导入和放量期，随着医疗机构覆盖率逐步提升，我们预计馥感咪口服液 2019 年销售规模过 1 亿，近 3 年有望复合 50%高速增长；芬香清解口服液和参柏洗液 2020 年销售规模有望过亿，近 3 年复合增速有望超 50%。

● 公司战略定位儿童专用药，优势突出，有望受益我国儿童药市场紧缺迎政策春风

公司定位为儿童药创新制剂企业，儿童药的收入占比 70%左右，年均复合增长 20%以上，拥有 10 个儿童专用药，含 7 个独家产品，覆盖了 70%以上儿童常见疾病，多个品种进入地方医保和地方基药目录，建有儿童药高端制剂平台和掩味技术平台。目前我国儿童药市场产品短缺，需求迫切，近年来受国家政策扶持春风，如 2019 年儿童用药列为医保目录优先考虑调入药品。

● 研发专注儿童专科药，建“自主创新+外部联合开发”的研发体系，项目储备丰富

公司研发专注儿童专科药和特殊制剂，走自主创新和外部联合开发道路，年均研发投入占公司收入约 10%，设有国家级博士后科研工作站、广东省儿科药工程实验室等科研合作平台；在美国设立全资子公司。与台湾晟德大药厂合资，首批引进 50 个儿童药品，含独家品种 23 个，达产后涵盖 99%以上儿童病种。目前在研产品 60 项，储备丰富。

● 盈利预测与估值：

我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入 15.06 亿、19.91 亿和 26.90 亿，同比增长 5.36%、32.16%和 35.16%，19-21 年 EPS 分别为 0.91/2.13/2.96 元。(其中 2018-2019 年营收增速较低因为低毛利率的代理业务下降，2019 年归母净利润下滑主要考虑一次性计提代理业务的应收账款资产减值损失、股权激励费用和非经常性损益影响等累计约 8000-9000 万)。目前 64.30 亿市值对应 PE 为 43.85/18.71/13.47，给予公司 2020 年 25 倍 PE，对应股价 53 元/股，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：自有产品市场销售及拓展不及预期，研发项目进展不及预期。

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1429.55	1506.23	1990.58	2690.49
同比(%)	3.57%	5.36%	32.16%	35.16%
归属母公司净利润	208.22	146.63	343.74	477.39
同比(%)	32.88%	-29.58%	134.43%	38.88%
ROE(%)	16.04%	10.31%	20.06%	22.55%
每股收益(元)	1.29	0.91	2.13	2.96
P/E	30.88	43.85	18.71	13.47
P/B	4.95	4.52	3.75	3.04
EV/EBITDA	20.18	22.39	11.33	8.08

强烈推荐(维持)

现价：39.90

目标价：53

股价空间：32%

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
一品红	-5.63	13.35	4.12
医药生物	5.51	8.27	22.52
沪深 300	-4.30	2.85	7.95

基本资料

总市值	64.30 亿
总股本	1.6 亿
流通股比例	100%
资产负债率	20.80%
大股东	广东广润集团
大股东持股比例	42.19%

相关报告

广证恒生-一品红(300723.SZ)-点评报告-自有产品营收同比增 40.7%，助力扣非归母净利润 38.6%高速增长-20190815

广证恒生-一品红(300723.SZ)-点评报告-自有产品营收占比显著提高，前三季度毛利率提升 14 个百分点-20181026

广证恒生-一品红(300723.SZ)-点评报告-17 年扣非业绩增长符合预期，看好公司自有产品省外市场拓展-20180423

广证恒生-一品红(300723)-深度报告-儿科拳头产品省外拓展助成长，静待创新药研发突破-20180213



目录

目录	2
图表目录	3
1. 专注儿科专业制剂的“研产销一体”制药企业	4
1.1 从药品营销转型为“研产销一体”的现代制药企业	4
1.2 公司是民营制药企业，营收及利润规模稳健高成长	4
1.3 自有产品营收及毛利占比持续提升，5年复合增速为43.1%、50.9%	5
1.4 受益于自主产品稳健成长，公司盈利能力持续提升	6
2. 战略聚焦儿童专科制剂，儿童药市场紧缺有望受益政策春风	8
2.1 公司战略定位儿童专用药，优势突出	8
2.2 儿童专用药紧缺，迎政策红利，市场空间广阔	10
3. 核心产品凯莱克林受益新进国家基药+市场推广加速放量	12
3.1 克林霉素棕榈酸酯完全不同于克林霉素	12
3.2 克林霉素棕榈酸酯分散片剂型优势突出，依从性好适用于儿童，市场占比持续提升	13
3.3 凯莱克林受益新进入基药目录+医疗机构准入覆盖率提升，进入加速放量期	14
4. 二线品种特色突出，2020年多个品种有望过亿	15
4.1 馥感琳口服液：抗病毒中药作用，双重途径抵抗儿童气虚感冒	15
4.2 芩香清解口服液：有效治疗上呼吸道感染，循证医学证据充足	16
4.3 馥感琳和芩香清解口服液对儿童手足口病症状的疗效显著	17
4.4 参柏洗液：受《中成药临床应用指南》推荐，温和高效抗湿疹	17
5. 研发前瞻性优，专注儿童专科药	19
5.1 “自主创新+外部联合开发”的研发体系，深度谋求国际化合作	19
5.2 积极开展对外合作联合研究，采用外引内联战略方式	20
5.3 在研产品储备丰富，儿童药新制剂和一致性评价助力产品线持续丰富	21
6. 业务拆分和盈利预测	22
7. 投资建议	22



图表目录

图表 1.	公司发展历程分为 5 个阶段，从代理转为研产销一体的制药企业	4
图表 2.	公司为民营控股企业和参控股公司	5
图表 3.	公司近年的主营业务收入及增长情况	5
图表 4.	公司近年的净利润及增长情况	5
图表 5.	公司自有产品占比大幅提升	6
图表 6.	公司近年自有产品和代理产品毛利贡献	6
图表 7.	公司自有产品近年营收及增长情况	6
图表 8.	公司自有产品近年毛利及增长情况	6
图表 9.	自有产品毛利率较高且保持平稳增长，推动公司整体毛利率稳步提升	7
图表 10.	公司毛利率与净利率逐步增长	7
图表 11.	公司各项期间费用率情况	7
图表 12.	公司营业收入地区分布情况	8
图表 13.	公司主要品种及特点和适应症	8
图表 14.	独家儿童药产品发展阶段	9
图表 15.	公司在儿童药领域优势凸显	9
图表 16.	我国儿童常见疾病分布情况(2016 年)	10
图表 17.	我国儿童药市场治疗领域分布(2016 年)	10
图表 18.	我国儿童人口数量情况	11
图表 19.	我国儿童用药市场规模情况	11
图表 20.	儿科用药主要政策梳理	11
图表 21.	公司凯莱克林近年销售额及增长情况	12
图表 22.	2019H1 克林霉素棕榈酸酯竞争格局	12
图表 23.	盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片 vs. 同类别竞品优势比较	12
图表 24.	克林霉素棕榈酸酯剂型市场格局	14
图表 25.	克林霉素棕榈酸酯分散片（凯莱克林）市场规模与覆盖	14
图表 26.	馥感啉口服液组方特点	15
图表 27.	馥感啉口服液双重抗病毒机制	15
图表 28.	馥感啉口服液市场规模与覆盖	16
图表 29.	芬香清解口服液安全性与有效性循证医学证据	16
图表 30.	芬香清解口服液市场规模与覆盖	17
图表 31.	2017-2018 年我国手足口病发病数与死亡数	17
图表 32.	参柏洗液有效抑菌作用最高稀释倍数	18
图表 33.	大鼠足拓肿胀度测定结果(cm)	18
图表 34.	成年家兔皮肤刺激评分均值曲线	18
图表 35.	幼龄家兔刺激评分均值曲线	18
图表 36.	参柏洗液市场规模与覆盖	19
图表 37.	研发费用支出情况	19
图表 38.	研发人员数量与增长情况	19
图表 39.	公司研发体系建设	19
图表 40.	台湾合资厂商引进儿童专科用药	20
图表 41.	公司承担多项国家级和省市级科研项目	21
图表 42.	公司重点产品在研情况	21
图表 43.	公司业绩拆分和盈利预测	22

1. 专注儿科专业制剂的“研产销一体”制药企业

1.1 从药品营销转型为“研产销一体”的现代制药企业

一品红药业股份有限公司(一品红)成立于 2002 年,于 2017 年在深交所上市。目前是一家以医药研发、生产、销售为核心业务的现代化医药企业,战略专注儿童药领域。公司发展主要经历五个阶段:

1)第一阶段(2002 年至 2003 年),主要从事 OTC 药品的配送业务;在此期间,公司与国内多家连锁药店建立了良好的合作关系。

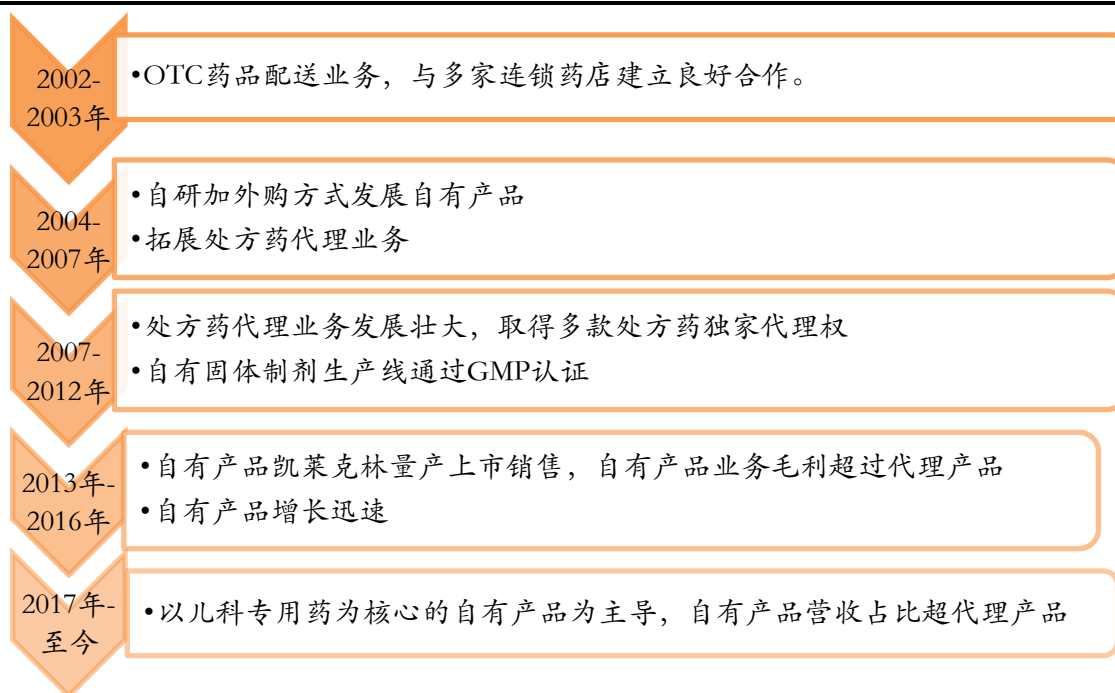
2)第二阶段(2004 年至 2007 年),公司代理业务开始往处方药拓展转移;同时,公司利用自身在药品代理上积累的对临床用药需求的洞察经验,开始采取自研结合并购的方式发展自有产品。

3)第三阶段(2007 年至 2012 年),公司处方药代理业务发展壮大,取得多款处方药如注射用丹参多酚酸盐等重磅产品的广东省独家代理权;自有产品研发上取得多款产品注册批文,同时公司第一条固体制剂生产线通过 GMP 认证。

4)第四阶段(2013 年 2016 年),公司自有重磅产品凯莱克林(盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片)量产并开始上市销售,自有产品业务贡献的毛利开始超过代理产品业务。

5)第五阶段(2017 年至今),受两票制影响,公司代理业务下滑,收入结构转向以自有产品为主导,加大研发创新,成立研究院、打造国际合作研究平台、加强外资合营,以儿科专用药为主导的自有产品快速放量。

图表1. 公司发展历程分为 5 个阶段,从代理转为研产销一体的制药企业



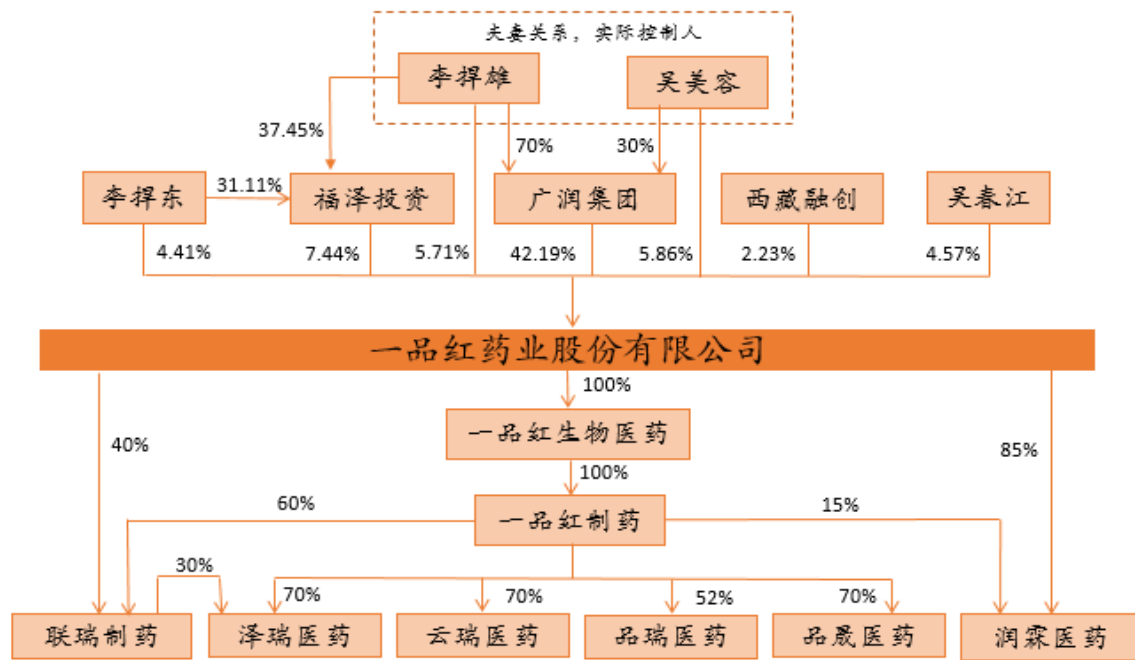
资料来源:公司公告,广证恒生

1.2 公司是民营制药企业,营收及利润规模稳健高成长

公司实际控制人为李捍雄和吴美容夫妇,两人直接或间接持有公司 56.55%的股份;其余前五大股东及持股如下:吴春江 4.57%,李捍东 4.41%,福泽投资 7.44%。

公司下辖 11 家子公司,全资子公司一品红制药、联瑞制药目前主要经营公司化学药、中药产品;润霖医药、云瑞医药、品瑞医药等主要从事新药技术研发。

图表2. 公司为民营控股企业和参控股公司

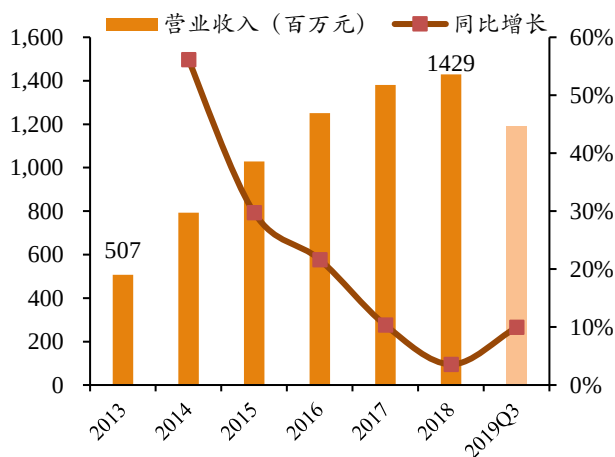


资料来源：公司公告，广证恒生

公司营收规模五年复合增速达 23% 及利润规模五年复合增速 45%，持续稳健高增长

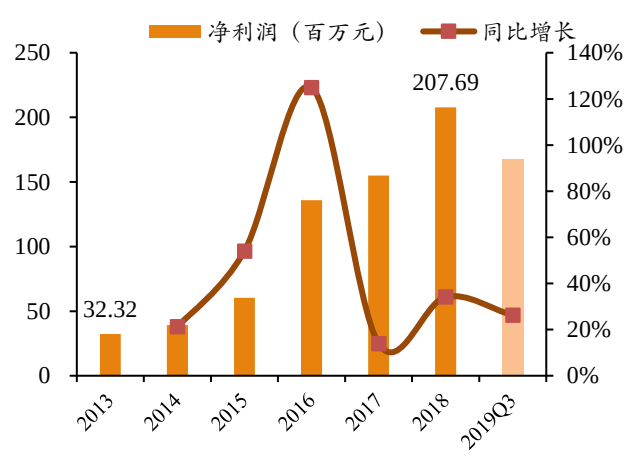
公司主营业务收入从 2013 年的 5.08 亿元增长至 2018 年的 14.30 亿元，年复合增长率 23.01%；归母净利润从 2013 年的 0.32 亿元增长至 2018 年的 2.08 亿元，年复合增长率高达 45.07%。2019 年前三季度营业收入和净利润分别为 11.91 亿元和 1.68 亿元，分别同比增长 9.95% 和 26.21%，

图表3. 公司近年的主营业务收入及增长情况



资料来源：公司公告，广证恒生

图表4. 公司近年的净利润及增长情况



资料来源：公司公告，广证恒生

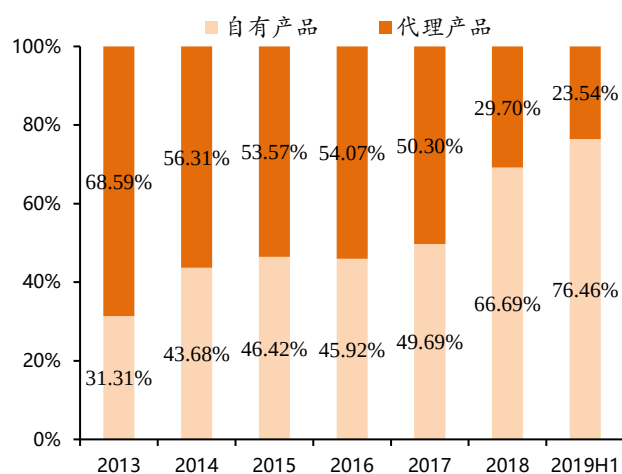
1.3 自有产品营收及毛利占比持续提升, 5 年复合增速为 43.1%、50.9%

■ 2019H1 公司自主产品营收占比提升至 76.46%，毛利占比提升至 88.41%

公司主营业务主要由两部分构成：自有产品业务和处方药代理销售业务。公司收入结构由代理业务逐步转向以自有产品为主导。由于受两票制政策影响，公司代理业务大幅下滑，2018 年代理业务同比下降 38.66%，2019H1 代理业务收入占比缩减为 23.54%，而随着科研技术创新方面的持续大力投入以及各区域市场的快速开拓建设，公司自有产品业务不断发展壮大，营收占比逐年提升，2013 年占比仅 31.31%，2019H1 增长至 76.46%。

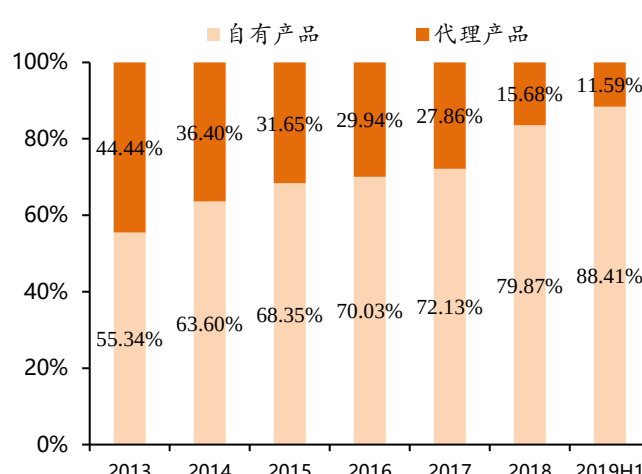
毛利端，2013 年公司重磅产品凯莱克林(盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片)量产并开始上市销售，当年公司自有产品毛利占比 55.34%，首次超过代理产品的毛利占比。此后，自有产品毛利占比逐年提升，2019H1 该比例达到 88.41%，2019H1 自有产品净利润贡献占比达 83.52%。

图表5. 公司自有产品营收占比大幅提升



资料来源：公司公告，广证恒生

图表6. 公司近年自有产品和代理产品毛利贡献

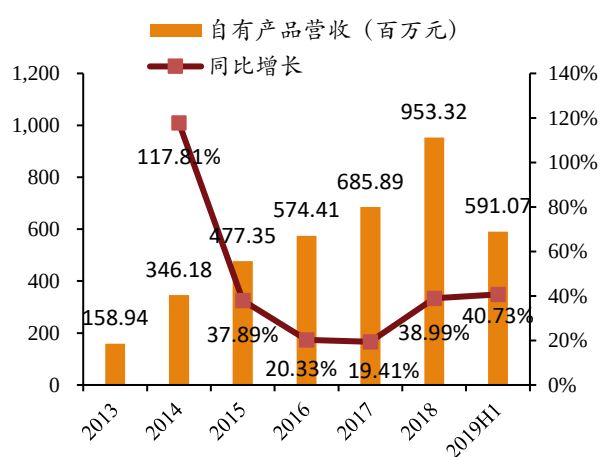


资料来源：公司公告，广证恒生

■ 自有产品 2013-2018 年营收 5 年复合增速达 43.09%，毛利 5 年复合增速高达 50.93%

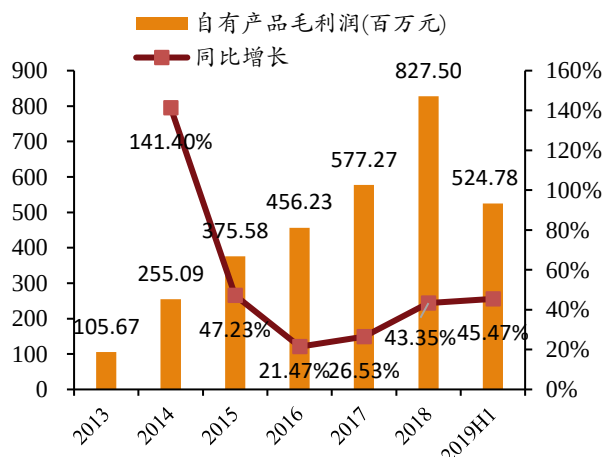
2013 年至 2019 年公司自有产品主营业务收入和毛利高速增长，2013 年自有业务营收 1.59 亿元，2018 年为 9.53 亿元，五年年复合增长率为 43.09%；截止至 2019 年上半年自有产品营收达 5.91 亿元，同比增长 40.73%。2013 年自有业务毛利 1.06 亿元，2018 年为 8.28 亿元，五年复合增长率高达 50.93%；2019H1 为 5.25 亿元，同比增长 45.47%。

图表7. 公司自有产品近年营收及增长情况



资料来源：公司公告，广证恒生

图表8. 公司自有产品近年毛利及增长情况

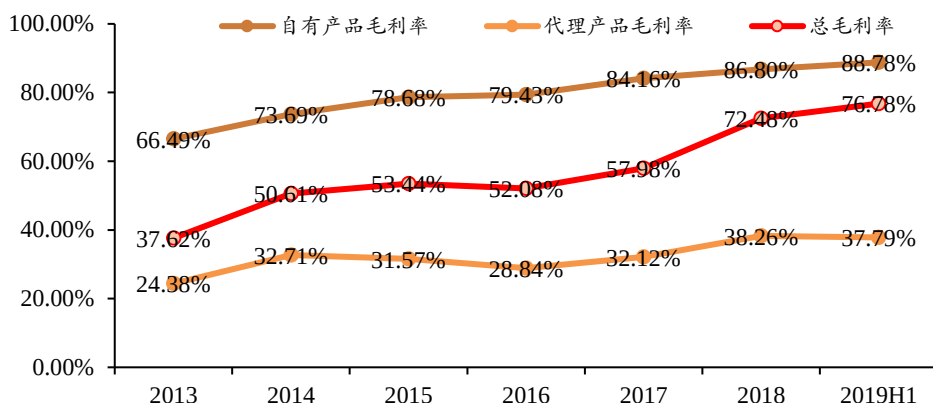


资料来源：公司公告，广证恒生

1.4 受益于自主产品稳健成长，公司盈利能力持续提升

2013 年公司自有产品毛利率为 66.49%，2019Q3 增长至 88.78%；自有产品毛利率的提升和营收贡献占比提高，从而公司整体毛利率从 2013 年 37.62% 增长至 2019H1 的 76.78%，显著高于代理产品毛利率约 50%。我们认为目前公司自有产品已成为公司业绩的主要来源，受益于规模持续扩大，其毛利率有望保持稳定。

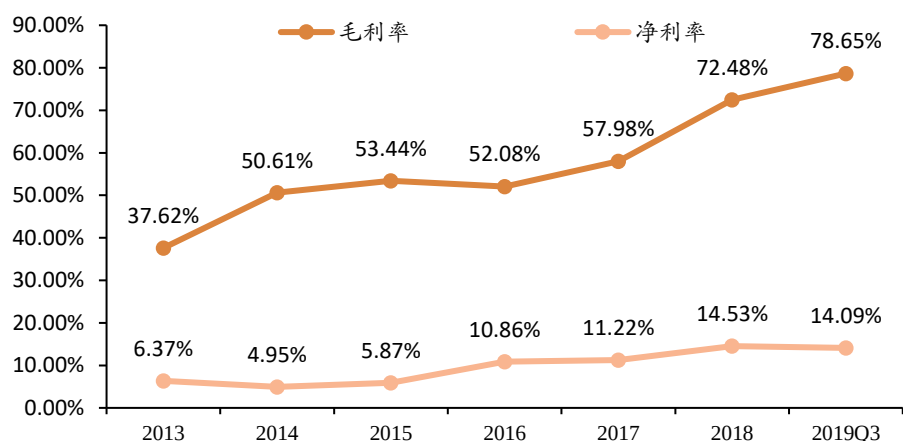
图表9. 自有产品毛利率较高且保持平稳增长, 推动公司整体毛利率稳步提升



资料来源: 公司公告, 广证恒生

从盈利能力分析, 得益于公司自有产品在销品类和规格增加以及广东省以外市场收入规模快速增长, 公司毛利率与净利率逐年上升, 毛利率从2013年的37.62%增长至2019Q3的78.65%, 净利率从2013年的6.37%增长至2019Q3的14.09%。

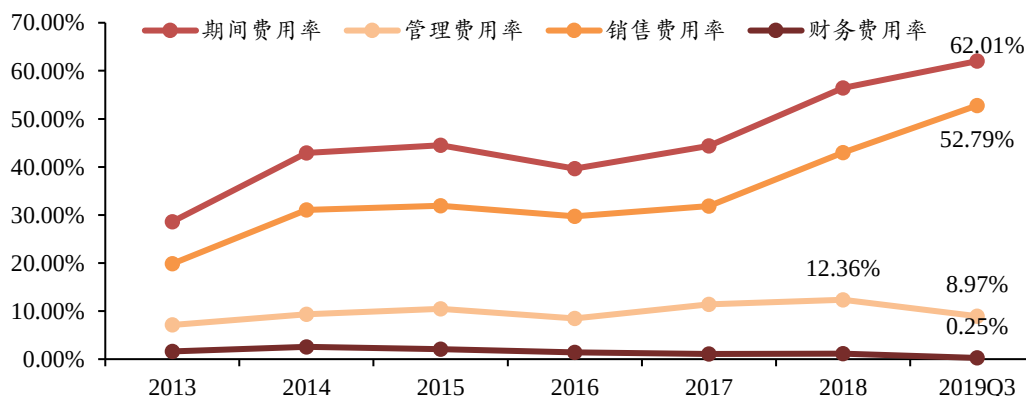
图表10. 公司毛利率与净利率逐步增长



资料来源: wind, 广证恒生

从期间费用来看, 由于近两年公司自有产品收入增长与省外市场迅速扩张, 销售费用率较高, 2019Q3销售费用率为52.79%。未来公司调整营销组织, 加强精细化驻地化营销管理模式, 提升费用支出效率。管理费用下降至10%以下, 得益于科学化、信息化 Oracle-ERP 管理系统的支持, 公司管理规范, 无运营管理风险。财务费用稳定, 基本等于零。

图表11. 公司各项期间费用率情况



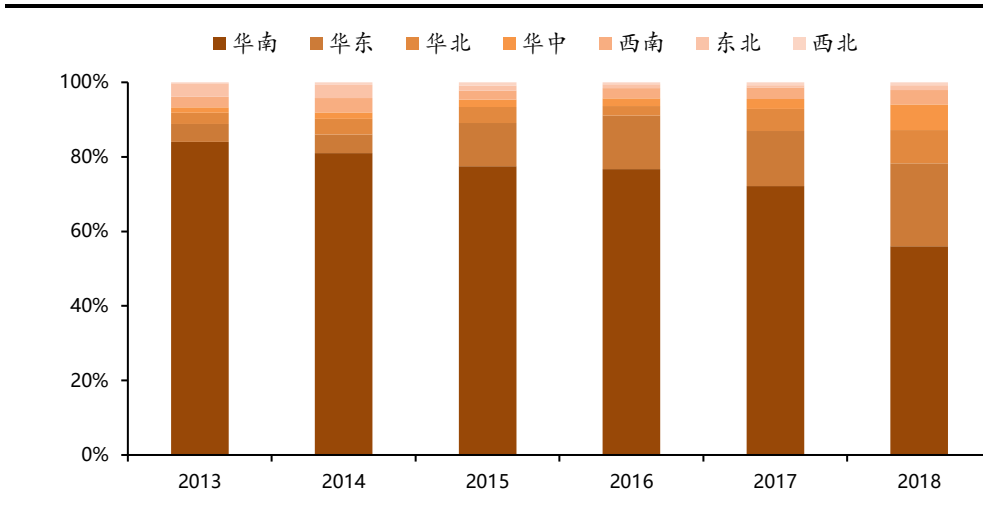
资料来源: 公司公告, 广证恒生



■ 从营收地区分部分析，公司区域市场收入分布更加均衡，市场开拓初见成效。

华南地区是公司业务发展的起源地，也是公司目前开展业务的主要区域，2013 年华南地区占公司营收比重超 80%，近 6 年来，公司积极布局省外扩张，初步形成区域营销中心和产品管线销售相互交叉的网络市场营销组织格局，部分产品已经在 28 个省市销售。2018 年广东省外市场收入同比增加 66.99%，2019H1 省外市场销售规模同比增长 39.22%，2019H1 华南地区营业收入为 4.04 亿元，营收占比降低至 52.20%。

图表12. 公司营业收入地区分布情况



资料来源：wind，广证恒生

2. 战略聚焦儿童专科制剂，儿童药市场紧缺有望受益政策春风

2.1 公司战略定位儿童专用药，优势突出

公司战略定位清晰，形成以独家品种为主导、儿童药为核心的产品发展格局。公司儿童药收入占比约 70%。目前公司拥有 95 个品种 134 个自有药品注册批件，主要为儿科用药。其中独家产品 11 个，包括 9 个独家产品和 2 个独家剂型；国家中药保护品种 2 个；专利产品 13 个；进入国家医保目录品种 58 个，国家基药品种 13 个；多个品种进入地方医保和地方基药目录。

图表13. 公司主要品种及特点和适应症

类别	产品名称	特点	适应症
抗感染类	盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片	林可酰胺类抗生素，公司独家分散片剂型；2017 年国家医保目录；2018 年国家基本药物目录	革兰氏阳性菌和厌氧菌引起的各类感染
	盐酸克林霉素棕榈酸酯颗粒	林可酰胺类抗生素；2017 年国家医保目录产品、专利品种	
呼吸系统用药	馥感啉口服液	公司独家品种，中药保护品种	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。
	芩香清解口服液	公司独家品种，2009 年以来唯一治疗上呼吸道感染的儿童专用中药新药，2017 年国家医保目录产品	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、鼻塞、流涕、咳嗽、咽红肿痛、便秘、口干烦躁、舌红苔黄、脉滑数等者。
消化系统用药	益气健脾口服液	公司独家品种，地方医保、地方基药	健脾益气，和胃化食。用于脾胃虚弱证的辅助治疗，症见不思饮食，食后腹胀，神倦乏力，

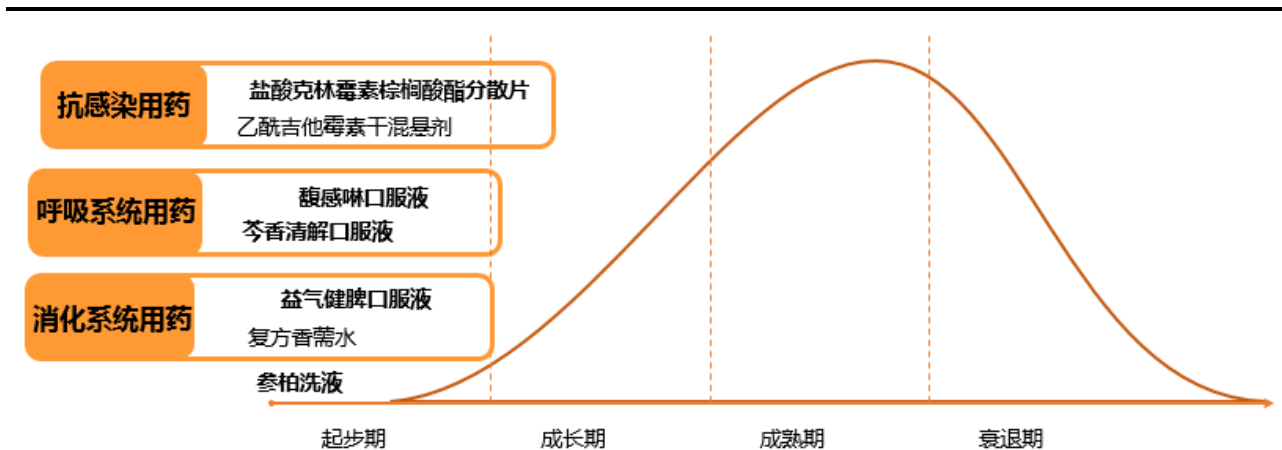
			大便不调；儿童症见自汗，盗汗，消化不良，伤食，脾虚痞积。
	参柏洗液	公司独家品种	清热燥湿，杀虫止痒。用于慢性湿疹，阴痒，带下的治疗。
	复方香薷水	2017 年国家医保目录产品、专利独家品种	解表化湿，醒脾和胃。用于外感风寒，内伤暑湿，寒热头痛，脘腹痞满胀痛，恶心欲吐，肠鸣腹泻。

资料来源：公司公告，CFDA，广证恒生

在儿童药领域，公司现有 10 个儿童专用药，其中有 7 个独家产品，多为高新技术产品，不仅可用于治疗急性上呼吸道感染（感冒）、功能性消化不良等的儿童常见疾病，还可针对反复呼吸道感染、哮喘、手足口病、儿童湿疹等临床治疗需求迫切的疾病治疗，适应症兼具独特性和稀缺性。儿科用化学药主要有盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片/颗粒；中成药主要有馥感啉口服液、益气健脾口服液、芬香清解口服液、复方香薷水口服液和参柏洗液等独家品种。

针对公司产品所处的不同市场推广阶段，公司制定了阶段性的营销策略。目前，乙酰吉他霉素干混悬剂和拳头产品克林霉素棕榈酸酯逐步进入成长期，馥感啉口服液、芬香清解口服液、益气健脾口服液、等多个二线儿童药品均处于市场导入期。

图表14. 独家儿童药产品发展阶段



资料来源：公司公告，广证恒生

公司的儿童专用药独特性优势凸显：一是公司主导品种均为儿童专用药，有明确的儿童用法用量，临床研究证据确切，产品疗效安全可靠，具有权威认证。二是产品丰富，品种齐全，覆盖了 70% 以上儿童常见疾病。

公司儿童药产品剂型剂量及口味从儿童的服用便利性设计考虑，便于儿童服用，如盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片易溶于水，口味甜；芬香清解口服液、馥感啉口服液、益气健脾口服液等口服液剂型，儿童便于服用，口感良好；参柏洗液，可有效治疗儿童湿疹，抗菌兼抗炎，有效缓解瘙痒，不含激素，给予儿童温和的保护等。公司重视儿童药物创新研发，有儿童药高端制剂平台和掩味技术平台。

图表15. 公司在儿童药领域优势凸显

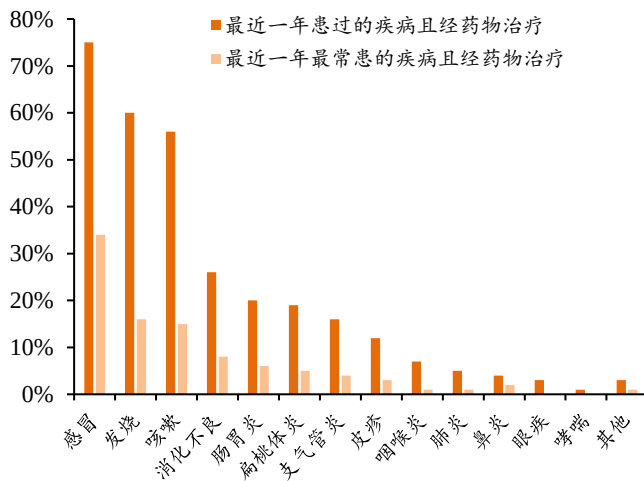
儿童药优势	具体情况
数量多，覆盖广	独家儿童专用药多，主要覆盖在 70% 儿童用药市场的治疗领域
占比高，增长快	公司儿童药收入占比 70% 左右，年均复合增长 20% 以上
研发强，产品精	公司建有广东省儿科药工程实验室；馥感啉口服液和芬香清解口服液分别荣获国家“十二五”及“十三五”儿童药重大专项
战略清晰，志存高远	确立以处方药市场为优先方向的市场策略，创建儿童药第一品牌

深度研发、做深做透	儿童创新药研发、儿童药高端制剂平台、儿童药掩味技术平台
外引内联、做强做大	与台湾晟德成立合营公司，引进 50 个儿童药，达产后涵盖 99% 以上儿童病种；成立美国子公司，引进国际新技术新品种

资料来源：公司资料，广证恒生

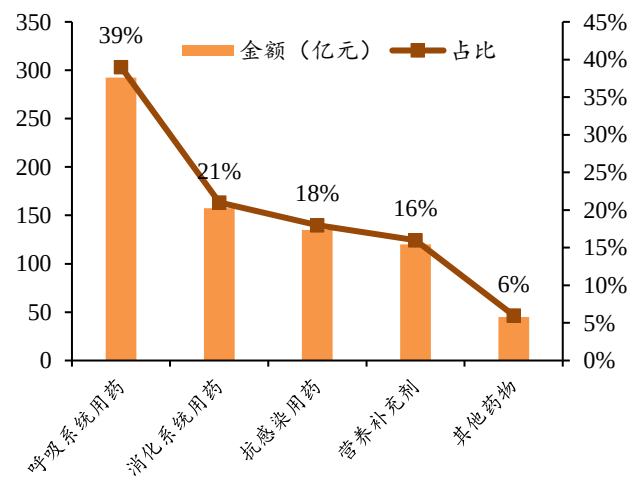
根据《2016 年儿童用药安全调查报告》数据，儿童处方药用药市场抗感染、呼吸道疾病和消化道疾病三大类用药达总和达 78%，其中公司的主要产品凯莱克林（克林霉素棕榈酸酯）、馥感啉和芬香清解口服液（抗感染和呼吸道）所属的细分领域市场分别占 39% 和 21%。综合来看，公司的核心产品覆盖了儿童最常见疾病用药的大部分市场。

图表16. 我国儿童常见疾病分布情况(2016 年)



资料来源：《2016 年儿童用药安全调查报告》，广证恒生

图表17. 我国儿童药市场治疗领域分布(2016 年)



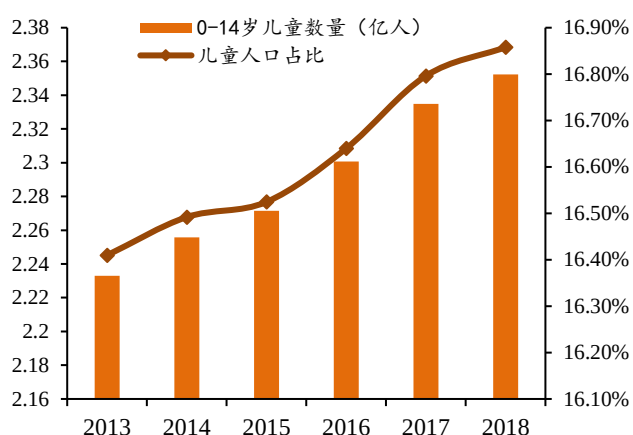
资料来源：《2016 年儿童用药安全调查报告》，广证恒生

2.2 儿童专用药紧缺，迎政策红利，市场空间广阔

儿童药指应用于儿童患病所使用的药物，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的药品。在我国，儿童通常指 0-14 岁的未成年人。相较于成年人，儿童免疫力较弱，更容易感染疾病。同时，由于儿童的机体尚未发育成熟，与成人在生理上具有显著不同，肝肾功能对药物的代谢能力和不良反应耐受性与成年人存在明显的差异。因此，临床用药时应充分、谨慎地考虑不同时期儿童的吸收、代谢、排泄能力等生理特点，不适合直接使用成人用药。然而，目前我国儿童用药市场呈现“三少两多”的市场特点——品种少、剂型少、剂量规格少、普药多、不良反应多。普遍存在儿童专用药缺乏、“用药靠掰，剂量靠猜”等问题，且整体药品口感不好，用药依从性差，儿童用药环境严峻。

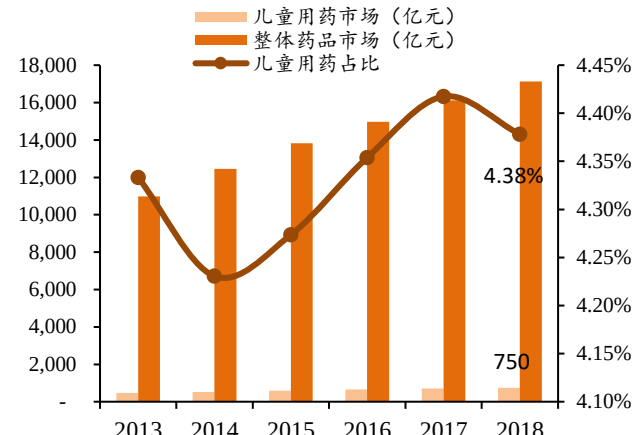
根据国家统计局数据，我国 0-14 岁儿童的人口数量处于上升状态。2018 年我国儿童人口数量为 2.35 亿人，人口占比为 16.8%，人口基数庞大，儿童药产品短缺。而从儿童用药市场规模来看，2018 年国内儿童用药市场超过 750 亿元，但是仅为整体药品市场的 4.38%；儿童药药品批件仅占总药品批件的 2%，儿童药产品需求迫切，市场空间广阔。

图表18. 我国儿童人口数量情况



资料来源: 国家统计局, 广证恒生

图表19. 我国儿童用药市场规模情况



资料来源: 公司资料, 广证恒生

近年来, 儿童用药市场越来越受到国家的重视和关注, 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方面的儿童用药相关政策频繁出台, 支持儿童药物的研发创新, 加快儿童用药注册申请的审批速度, 加强儿童用药的政策扶持, 优先将儿童用药纳入医保。

在国家大力扶持儿童药发展大背景下, 我们认为, 随着国家政策扶持力度增强, 未来我国儿童药市场规模预计保持两位数以上的复合增速。

图表20. 儿科用药主要政策梳理

颁布时间	颁布文件	颁布机构	主要内容
2014.05	《关于保证儿童用药的若干意见》	卫计委 人社部 药监局等	针对研发创制、治疗监管、体系建设等各个环节提出具体要求, 保障儿童基本用药需求, 促进儿童用药安全科学合理使用。
2015.08	《国家卫生计生委办公厅关于进一步加强医疗机构儿童用药配备使用工作的通知》	卫计委	进一步加强医疗机构儿童用药配备使用工作, 促进儿童用药安全科学合理使用, 满足儿童基本用药需求。
2015.08	《儿科人群药物临床试验技术指导原则》	药监局药品 评审中心	我国药品监管部门首次专门针对儿科人群药物临床试验提出的指导性建议。为国内儿科药物研发企业及儿科药物临床试验机构提供了可参考的临床试验基本原则和操作指南。
2015.12	《临床急需儿童用药申请优先审评审批品种评定的基本原则》	药监局药品 评审中心	明确了对临床急需儿童用药申请优先审评审批品种评定的基本原则, 并公布了首批品种名单。
2016.05	《关于加强儿童医疗卫生服务改革与发展的意见》	卫计委	加强儿科医务人员培养、队伍建设和资源投入, 完善儿童医疗卫生服务体系, 推动儿童医疗卫生服务领域改革与创新。
2017.12	《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	药监局	儿童用药且具有明显临床优势的药品注册申请, 被纳入优先审批审评范围
2017.07	《国家基本医疗保险、工伤保险与生育保险药品目录》	人社部	新版药品目录新增了 91 个儿童药品品种, 药品目录明确适用于儿童的药品或剂型达到 540 个, 加大了儿童用药的保障力度。
2019.04	《2019 年国家医保药品目录调整工作方案 (征求意见稿)》	医保局	儿童用药列为优先考虑调入药品
2019.12	《中华人民共和国药品管理法》	全国人大	国家鼓励儿童用药品的研制和创新, 支持开发符合儿童生理特征的儿童用药品新品种、剂型和规格, 对儿童用药品予以优先审评审批。

资料来源: 政府官网, 广证恒生

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告

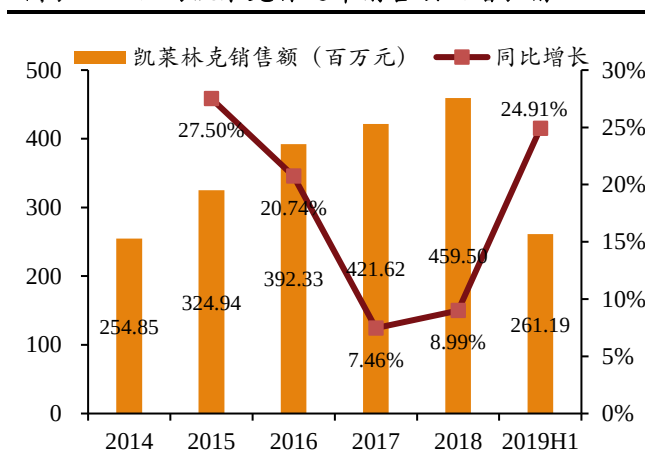
3. 核心产品凯莱克林受益新进国家基药+市场推广

加速放量

克林霉素属于抑制细菌蛋白合成的林可酰胺类抗生素，属于抑菌剂类抗生素，临床用于革兰氏阳性菌和厌氧菌引起的各种感染。

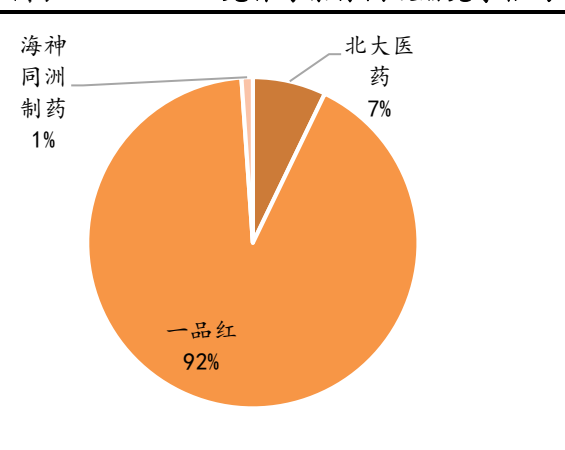
公司核心产品克林霉素棕榈酸酯分散片(凯莱克林)2014 年销售额约为 2.55 亿元，2018 年增长至 4.60 亿元，年复合增长率 12.51%，2019H1 销售额为 2.61 亿元，同比增长 24.91%，市场份额高达 92%。

图表21. 公司凯莱克林近年销售额及增长情况



资料来源：公司公告，广证恒生

图表22. 2019H1 克林霉素棕榈酸酯竞争格局



资料来源：pharmarket，广证恒生

3.1 克林霉素棕榈酸酯完全不同于克林霉素

克林霉素棕榈酸酯与克林霉素胶囊是完全不同的产品，差异之处在于：1.两者的分子结构与分子量不同；2.参比制剂不同，凯莱克林为公司自主研发特有的分散片剂型；3.集采一版目录的通用名不同；4.药物的作用机理完全不同，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片是在肠道里溶解，副作用很小，味甜；而克林霉素胶囊是在胃里分解吸收，味苦，儿童不能食用；5.适应症、治疗人群不同；6.国家注册类别不同：盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片属于 2 类新药，克林霉素胶囊属于仿制药。

盐酸克林霉素棕榈酸酯作为林可酰胺类第一品牌，覆盖了轻中度感染常见病原体，符合国家抗菌药物门诊合理用药原则。凯莱克林(克林霉素棕榈酸酯分散片)是公司目前的拳头品种，拥有独家专利，为 2017 年国家医保目录单列产品，入选《国家基本药物处方集》、《儿童处方集》等，获国内外多个权威指南推荐。

图表23. 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片与盐酸克林霉素胶囊、片剂区别

项目	盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片	盐酸克林霉素片、胶囊
国家药品注册分类	化药二类	化药四类仿制药
BE 对照药	盐酸克林霉素棕榈酸酯制剂	盐酸克林霉素胶囊
医保目录 基药目录	盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片	盐酸克林霉素片、胶囊

化学结构		
分子式	C ₃₄ H ₆₃ ClN ₂ O ₆ S·HCl	C ₁₈ H ₃₃ ClN ₂ O ₅ S·HCl
分子量	699.85	461.44
作用机理	在口腔中不会水解成克林霉素,在胃肠道膜中,经酯酶迅速水解形成克林霉素,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。	克林霉素胶囊味吸苦,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。
适应症	革兰阳性菌引起的下列各种感染性疾病:1. 扁桃体炎、化脓性中耳炎、鼻窦炎等。2. 急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作、肺炎、肺脓肿和支气管扩张合并感染等。3. 皮肤和软组织感染:疖、痈、脓肿、蜂窝组织炎、创伤和手术后感染等。4. 泌尿系统感染:急性尿道炎、急性肾盂肾炎、前列腺炎等。5. 其他:骨髓炎、败血症、腹膜炎和口腔感染等。 厌氧菌引起的各种感染性疾病:1. 脓胸、肺脓肿、厌氧菌性肺炎;2. 皮肤和软组织感染、败血症; 3. 腹内感染:腹膜炎、腹腔内脓肿; 4. 女性盆腔及生殖器感染:子宫内膜炎、非淋球菌性输卵管及卵巢脓肿、盆腔蜂窝组织炎及妇科手术后感染等。	本品适用于由链球菌属、葡萄球菌属及厌氧菌等敏感菌株所致的下述感染: 中耳炎、鼻窦炎、化脓性扁桃体炎、肺炎; 皮肤软组织感染:在治疗骨和关节感染、腹腔感染、盆腔感染、脓胸、肺脓肿、骨髓炎、败血症时,可根据情况单用或与其他抗菌药联合应用。
口感、服用方式	微甜,吞服、拒绝含吮,冲服	苦,儿童患者无法服用,成人需要足量水吞服,以防药物刺激食管。
用法用量	温开水送服,或温开水溶解后服用。按克林霉素计:儿童日剂量为 8~25mg/kg(一般感染 8~16mg/kg,重症感染 17~25mg/kg)分 3~4 次服用(体重 10kg 以下幼儿每次服药应不少于 37.5mg(半片,一日 3 次);成人每次 150~300mg(重症感染可用 450mg)一日 4 次,即成年人每次 2~4 片(重症感染可用 6 片),一日 4 次。或遵医嘱。	成人,一次 0.15-0.3g,一日 4 次口服,重症感染可增至一次 0.45g,一日 4 次口服。4 周或 4 周以上小儿,一日按体重 8- 16mg/kg.分 3-4 次口服。本品不适用于不能吞服完整药物的儿童。胶囊不能提供准确的 mg/kg 剂量,在某些情况下需使用克林霉素棕榈酸酯口服液。
有效期	24/30 个月	12/24 个月

3.2 克林霉素棕榈酸酯分散片剂型优势突出,依从性好适用于儿童,市场占比持续提升

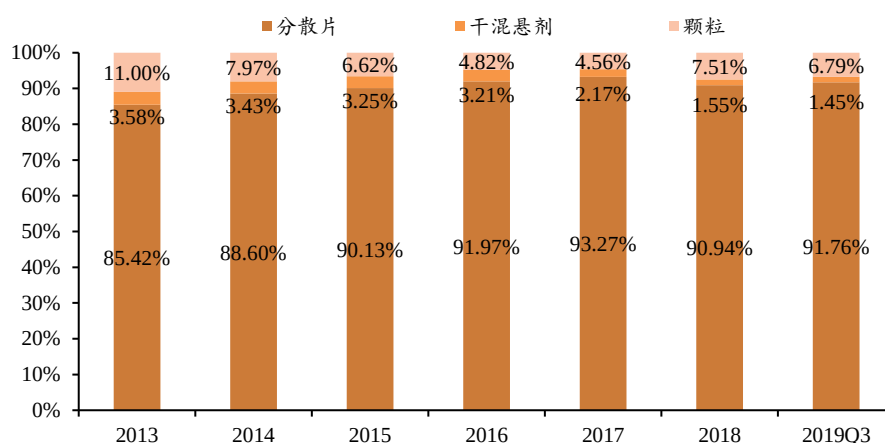
克林霉素棕榈酸酯是唯一入选第六版 WHO 儿童药基药目录的林可酰胺类抗生素,目前上市的克林霉素有口服和注射两种类型;其中口服剂主要有以下几种剂型:胶囊剂、片剂、分散片、颗粒剂和干悬混剂。

一品红拥有全国独家的分散片剂型，相对于普通片剂、胶囊剂等固体制剂，分散片具有服用方便，可在水中迅速崩解，味甜，对小孩和吞咽困难的老人而言，其用药依从性远高于其他口服制剂，且安全性良好，不良反应少，属于妊娠期 B 类用药，肾功能不全患者无需调整剂量。

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，而且不受食物影响，可与牛奶、果汁混合。口感好，儿童用药依从性高，便于儿童精准给药。

药物经济学研究证实，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片经济性优于同类产品。盐酸克林霉素棕榈酸干混悬剂成粉末状，患者服用麻烦，服用前一次性倒入 100ml 水中摇匀，需要放于冰箱 2-8℃ 条件下保存，有效期 14 天，成本较高，价格昂贵，国内目前销售规模较小。从剂型分析来看，分散片因用药依从性高受市场欢迎，占据克林霉素棕榈酸酯超过 90% 的市场份额。

图表24. 克林霉素棕榈酸酯剂型市场格局



资料来源：米内网，广证恒生

3.3 凯莱克林受益新进入基药目录+医疗机构准入覆盖率提升，进入加速放量期

从市场覆盖与规模来看，2018 年底凯莱克林三级医院的覆盖率为 14.05%，二级医院覆盖率为 8.97%，目前由公司独家供应。我们按照 2018 年底实际医疗机构覆盖率测算，2019 年目标销售额 8.4 亿。实际 2019 年凯莱克林产品收入约 6 亿元，同比增长 30-40%。受益于该产品 2018 年新进入国家基药目录以及近两年医疗机构覆盖率的提升，2019 年预计三甲医院覆盖率提升至 20%，二级医院覆盖率达 15%，预计未来三年年收入增速将持续上升，我们以 2019 年公司开发的医院数量进行测算，2020 年销售额有望达 10 亿元，增长率近 67%，2021 年达 15 亿规模。

图表25. 克林霉素棕榈酸酯分散片（凯莱克林）市场规模与覆盖

项目	数额
按三级医院月均盒数	4,000
按二级医院月均盒数	2,000
按 2018 年三级 14.05%、二级 8.97% 的实际覆盖率计算年销售额(不含税价/亿元)	8.42
按照三级、二级医院覆盖 10% 计算年销售额(不含税价/亿元)	7.79
按照三级、二级医院覆盖 20% 计算年销售额(不含税价/亿元)	15.58

注：全国三级医院 2548 家，二级医院 9017 家；资料来源：公司资料，广证恒生

4. 二线品种特色突出，2020 年多个品种有望过亿

4.1 馥感淋口服液：抗病毒中药作用，双重途径抵抗儿童气虚感冒

馥感淋口服液主要适用于小儿清热解毒，止咳平喘，益气疏表，是我国中药保护品种，公司独家研发用于治疗气虚感冒的儿童专用药，经国家 CDC 研究证实，可有效抑制呼吸道合胞病毒、肠道病毒 71 型 (EV71)、甲型流感病毒等。产品定位为儿童专用药，味甜口感好，说明书有明确的分年龄段儿童用法用量，便于精准给药，获得《中成药临床应用指南·儿科疾病分册》、《广东省手足口病诊疗指南 (2018 年版)》等多个权威指南推荐用于治疗儿童感冒、反复呼吸道感染、手足口病、哮喘等。

由于儿童脏腑娇嫩、肺脾气不足、肾较虚的生理特点，感冒发烧常年占儿科疾病发病率首位，且发病容易、传变迅速。而当前的抗病毒西药普遍存在毒副作用，如利巴韦林常见皮疹、恶心、呕吐等不良反应；金刚烷胺因其可能引起神经中枢系统副作用及近年出现的耐药问题在儿科应用受限，目前缺乏治疗感冒的有效抗病毒药物。

中医药具有整体调节的优势与辨证施治的个体化治疗特色，具备广谱的抗病毒作用，可抑制细菌感染，调节免疫功能。馥感淋组方中含有鬼针草、板蓝根、野菊花等可抗菌抗病毒的成分，以及西洋参、黄芪、香菇等可增强机体免疫力的成分，实现直接+间接方式双重途径抵抗病毒，有效抵抗病毒的同时提高免疫力，可以显著改善症状、缩短病程、减少复发，在儿童反复呼吸道感染的预防、治疗、恢复三阶段均有独特作用。

图表26. 馥感淋口服液组方特点

方药	性	抗炎	解热	抗菌 抗病毒	止咳	化痰	免疫 调节	其他药理作用
鬼针草	平							其黄酮类和三萜类成分具有止泻抗疟作用
野菊花	微寒							
板蓝根	寒							
黄芪	微热							发热止汗，双向调节
西洋参	凉							
冬菇	平							
浙贝母	寒							逆转细菌耐药
前胡	微寒							
麻黄	温							解表、散热、发汗、利水
甘草	平							

资料来源：公开信息整理，广证恒生

图表27. 馥感淋口服液双重抗病毒机制

直接抗病毒（鬼针草、板蓝根、野菊花、甘草）	
侵入阻止吸附	阻止病毒颗粒对宿主细胞的吸附
细胞内抑制增殖	病毒入侵后，抑制其在细胞内增殖
抗表达再感染	防止病毒从已感染细胞向未感染细胞侵染
间接抗病毒（西洋参、黄芪、香菇、蜂蜜）	
西洋参	性凉，味甘苦，清实火，补脾胃之气
黄芪	补肌表之气
香菇、蜂蜜	益气健脾

资料来源：公开信息整理，广证恒生

从市场规模与覆盖来看，馥感啉口服液 2018 年底三级医疗机构覆盖率为 3.57%，月均销售 3000 盒，二级医院覆盖率为 2.14%，月均销售盒数为 1500，预计 2019 年销售额（税前）有望突破 1 亿。该产品为非医保品种，随着公司在医疗机构与基层市场的逐步覆盖，医院放量有望加速，预计 2020 年销售额有望超 2 亿。

图表28. 馥感啉口服液市场规模与覆盖

项目	数额
按三级医院月均盒数	3,000
按二级医院月均盒数	1,500
按 2018 年三级 3.57%、二级 2.14% 的实际覆盖率计算年销售额(不含税价/亿元)	3.19
按照三级、二级医院覆盖 10% 计算年销售额(不含税价/亿元)	12.00
按照三级、二级医院覆盖 20% 计算年销售额(不含税价/亿元)	24.00

注：全国三级医院 2548 家，二级医院 9017 家；资料来源：公司资料，广证恒生

4.2 芩香清解口服液：有效治疗上呼吸道感染，循证医学证据充足

芩香清解口服液是 2009 年以来获批上市的唯一一个治疗上呼吸道感染的中成药新药，主治疏散风热，清泻里热，解毒利咽。经严谨的儿科临床试验设计，完善的循证医学证据证实，芩香清解口服液能有效解决儿童上呼吸道感染三大难题：发热反复、咽喉肿痛、大便不爽（干结）。

说明书中标有明确的（西医）疾病名称和（中医）证候描述，和明确的分年龄段儿童用法用量，便于精准给药。产品口感好，儿童易接受，依从性好，口服液剂型亦符合儿童的用药习惯，携带、服用方便。被《中成药临床应用指南-儿科疾病分册》推荐用于儿童上呼吸道感染治疗，收录入国家教材《中药调剂学》儿科常用中成药，入选“十三五”国家科技重大专项——儿童用药品种及关键技术研发之中药口服制剂产业化关键技术。

图表29. 芩香清解口服液安全性与有效性循证医学证据

刊物	研究	结论
《中国中药杂志》	《中成药治疗小儿急性上呼吸道感染研究述评》	芩香清解口服液治疗小儿上呼吸道感染表里俱热证的总有效率 92.5%，症候总有效率 95.0%
《中国医院用药评价与分析》	《高效液相色谱法测定芩香清解口服液中黄芩苷的含量》	黄芩苷为芩香清解口服液组方中的主要有效成分，被选择为制剂的质量控制指标；一品红建立了高效液相色谱法测定黄芩苷含量的方法，操作简便、准确度高、重复性好，可用作芩香清解口服液的质量控制标准。
《中国新药杂志》	《芩香口服液治疗小儿急性上呼吸道感染表里俱热证的多中心 III 期临床研究》	证实芩香口服液既能疏散风热，又能清泻里热，对于小儿急性上呼吸道感染表里俱热证有较强针对性，治疗效果可靠，临床应用安全性较好。
《中国医院用药评价与分析》	《芩香清解口服液的急性毒性和长期毒性研究》	经系统性急性毒性和长期毒性研究证实，芩香清解口服液在研究条件下未发现急性毒性和长期毒性反应，提示该药毒性小，安全性高。
	《芩香清解口服液药效学研究》	芩香清解口服液的系列药效学研究证实：芩香清解口服液具明显的止痛、解热、镇咳、祛痰、消炎、抗菌(金黄色葡萄球菌)、抗病毒(流感病毒)的作用，药效作用广泛而确切。

资料来源：公司官网，广证恒生

芩香清解口服液 2018 年开始量产，至 2018 年底三级医疗机构覆盖率为 0.82%，月均销售 2500 盒，二级医院覆盖率为 0.23%，月均销售盒数为 1000，以此估计 2019 年销售额约 5000 万，预计 2020 年可通过谈判进入医保目录，销售额有望破亿。

图表30. 芬香清解口服液市场规模与覆盖

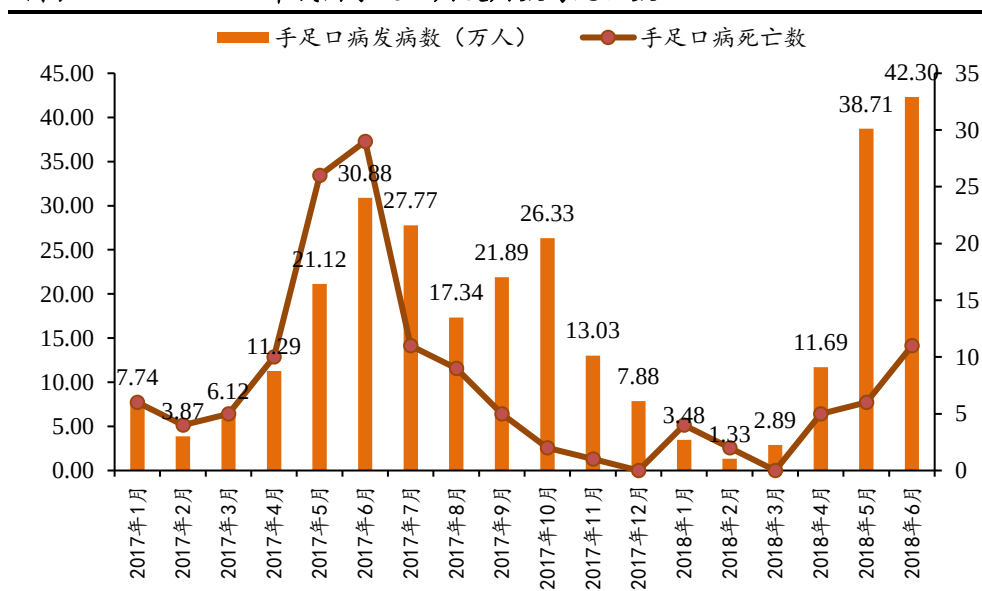
项目	数额
按三级医院月均盒数	2,500
按二级医院月均盒数	1,000
按 2018 年三级 0.82%、二级 0.23% 的实际覆盖率计算年销售额(不含税价/亿元)	0.55
按照三级、二级医院覆盖 10% 计算年销售额(不含税价/亿元)	11.51
按照三级、二级医院覆盖 20% 计算年销售额(不含税价/亿元)	23.03

注：全国三级医院 2548 家，二级医院 9017 家；资料来源：公司资料，广证恒生

4.3 馥感啉和芬香清解口服液对儿童手足口病症状的疗效显著

每年 4-7 月是手足口病的发作高峰期，是由多种肠道病毒(主要致病血清型有柯萨奇病毒 A 组 16 型和肠道病毒 71 型)感染引起的一种儿童常见传染病，传染性强，5 岁及以下儿童多发，极易在幼托机构传播，大多数患者症状轻微，以发热和手、足、口、臀等部位的皮疹或疱疹为主要症状，或伴有咳嗽、流涕、食欲不振等症状。少数患者可出脑炎、肺水肿、肺出血、心肺功能衰竭等严重并发症，甚至引起死亡。手足口病的发病率为 37.01/10 万~205.06/10 万，近年报告病死率在 6.46/10 万~51.00/10 万之间。

图表31. 2017-2018 年我国手足口病发病数与死亡数



资料来源：中国疾病预防控制中心，广证恒生

《广东省手足口病诊疗指南(2018 年版)》中指出，手足口病属于中医“温病、瘟疫”范畴，特点具有“卫气营血”的规律，应分期论治。在出疹期除了手足口等部位出现丘疹、疱疹外还会伴有发热、咽痛、便秘、纳差等症状，治疗应以清热祛湿，解毒透邪为主，宜根据疾病发展的不同阶段，辨证用药。

中成药使用方便，患者依从性好，应用更为广泛。《指南》推荐选用公司的芬香清解口服液和馥感啉口服液作为治疗手足口病普通型、一般情况良好者(出疹期邪犯肺脾证、湿热蕴毒证)的基础用药；对于出疹期持续发热，全身症状较明显者(气营两燔证)的联合治疗用药。完备的基础研究和临床研究数据证明了芬香清解口服液和馥感啉口服液不仅在抗病毒、抑制细菌等方面的治疗作用，而且可以清外感解内热，表里双解，快速解儿童手足口病出疹期的发热反复、咽喉肿痛、大便不爽的症状。

4.4 参柏洗液：受《中成药临床应用指南》推荐，温和高效抗湿疹

参柏洗液是公司独家专利产品，国药准字，是针对小儿湿疹的外用洗剂，功能主治清热燥湿，杀虫止痒，用于慢性湿疹、阴痒、带下的治疗。参柏洗液为纯中药配方，含苦参、黄柏、丹参、大青叶、黄芩等，温和无刺激，带有草本芳香，天然起泡，泡沫细腻，便于褶皱部位清洗，性状粘稠，安全性好，经济方便，且用法简便、多样，可冲洗、洗浴、湿敷等。临床验证能有效治疗儿童湿疹及各种妇科炎症引起的瘙痒等，

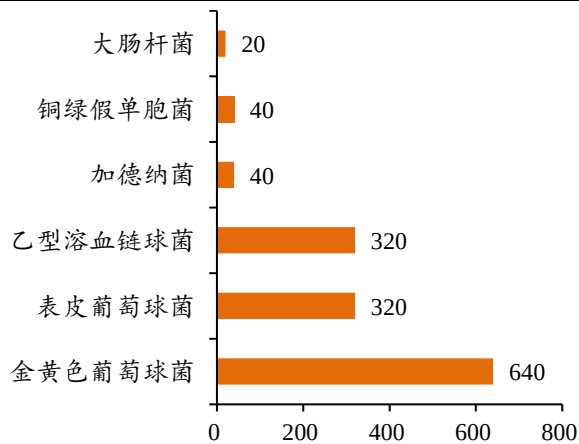


抗菌兼抗炎，高效杀菌止痒，疗效可靠，可多科室推广，填补了儿童湿疹疾病市场的短缺，受《中成药临床应用指南》**推荐用于儿童湿疹和慢性盆腔炎治疗**。

湿疹在我国一般人群患病率约为 7.5%，是病因不明、可能由多种内部或外部因素引起的一类具有明显渗出倾向的炎症性皮肤病。每年春季为高发期，就诊人数中超过一半为儿童。反复发作的瘙痒，严重影响患者的生活质量。其中炎症与过敏引发的瘙痒最为普遍，感染与免疫是炎症与过敏引发瘙痒的核心机制。理想的湿疹治疗方案需要兼顾抗炎、抑菌以及尽量低的刺激性。作为治疗湿疹治疗的重要手段，中药外用洗剂在这三方面的作用受到临床关注。

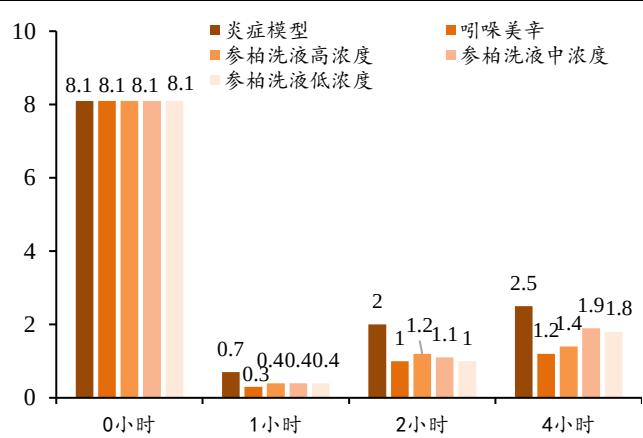
近期发表在《中国处方药》杂志 2019 年第 08 期的《参柏洗液抗菌、抗炎及皮肤刺激性研究》，采用体外抗菌法、角叉菜胶诱导大鼠足肿模型法进行试验研究，并结合其给药方式进行皮肤局部刺激试验，研究结果表明：1.参柏洗液对 6 种病原菌均有较强的抑制作用，金黄色葡萄球菌以及表皮葡萄球菌对其较为敏感。2.参柏洗液抗炎作用明显，高、中、低浓度在致炎 2-4 h 内均可降低大鼠足趾肿胀度，与模型组比较，具有显著差异 ($p < 0.05$)，不仅能有效抑制大鼠足趾肿胀，多倍稀释后仍具有明显的消炎作用。

图表32. 参柏洗液有效抑菌作用最高稀释倍数



资料来源：CNKI，广证恒生

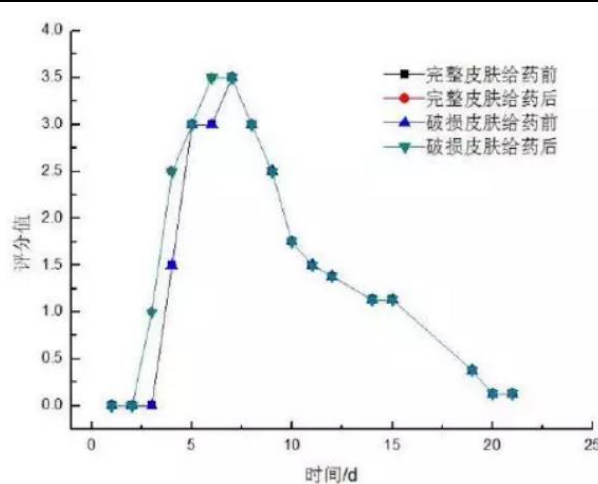
图表33. 大鼠足趾肿胀度测定结果(cm)



资料来源：CNKI，广证恒生

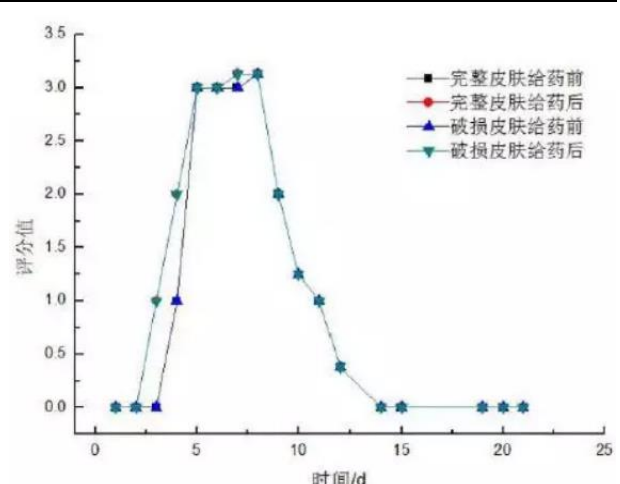
参柏洗液母液对成年及幼龄家兔表现为轻到中度刺激，且停止用药后可恢复性良好，对完整和破损皮肤刺激性基本一致，幼龄动物对刺激性更为耐受。参柏洗液 5 倍稀释后，对成年家兔仅表现为轻度刺激，且对完整和破损皮肤刺激性基本一致，对幼龄家兔未检测出刺激性。因此，参柏洗液稀释 5-10 倍即可有效抑制湿疹等皮肤瘙痒性疾病以及外阴、阴道炎等妇科疾病常见致病菌生长。具有良好的抗炎作用，推断日用 1-2 次即可满足临床抗炎需求。刺激性较小且可耐受，儿童亦可安全应用。

图表34. 成年家兔皮肤刺激评分均值曲线



资料来源：CNKI，广证恒生

图表35. 幼龄家兔刺激评分均值曲线



资料来源：CNKI，广证恒生

2016 年公司获得参柏洗液的产品批文，公司正通过学术营销方式大力推广新品，2018 年底该产品三级医疗机构覆盖率为 1.06%，月均销售 2500 盒，二级医院覆盖率为 0.45%，月均销售盒数为 1000，目前广

东省内销售额约 5000-6000 万，预计 2020 年销售额有望超 1 亿，有望成为公司未来重磅产品。

图表36. 参柏洗液市场规模与覆盖

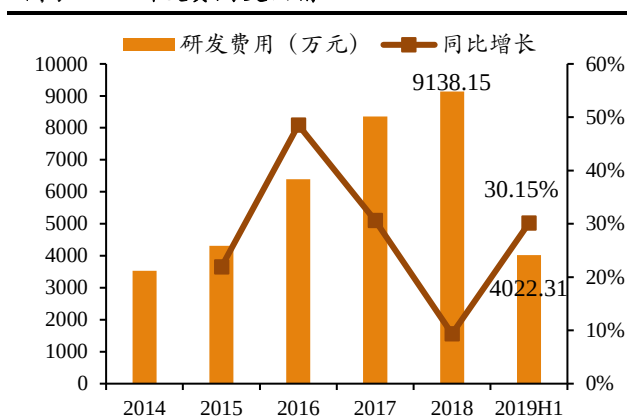
项目	数额
按三级医院月均盒数	2,500
按二级医院月均盒数	1,000
按 2018 年三级 1.06%、二级 0.45% 的实际覆盖率计算年销售额(不含税价/亿元)	0.60
按照三级、二级医院覆盖 10% 计算年销售额(不含税价/亿元)	8.53
按照三级、二级医院覆盖 20% 计算年销售额(不含税价/亿元)	17.06

注：全国三级医院 2548 家，二级医院 9017 家；资料来源：公司资料，广证恒生

5. 研发前瞻性优，专注儿童专科药

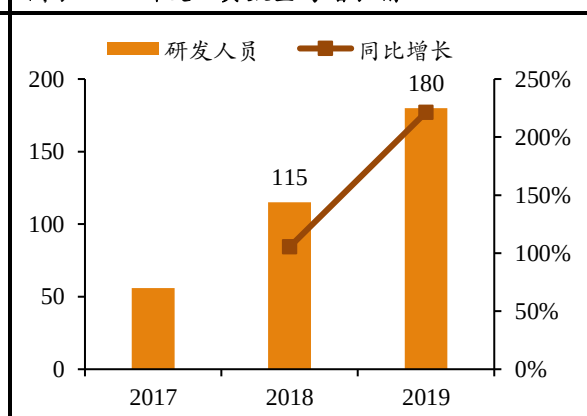
公司作为一家医药创新企业，具有较强的研发创新能力，近年年均研发投入占公司收入的 10% 左右。2019H1 研发投入 4,022.31 万元，同比增长 30.15%，研发投入持续加大。同时公司加快研发组织建设，引入龙头企业恒瑞元老级研发领导带头成立了一品红研究院，研发队伍迅速壮大，研发团队由 2018 年的 115 人扩张至 2019 年的 180 人，逐渐组建起以博士为学术带头人的专业研发队伍。

图表37. 研发费用支出情况



资料来源：米内网，广证恒生

图表38. 研发人员数量与增长情况



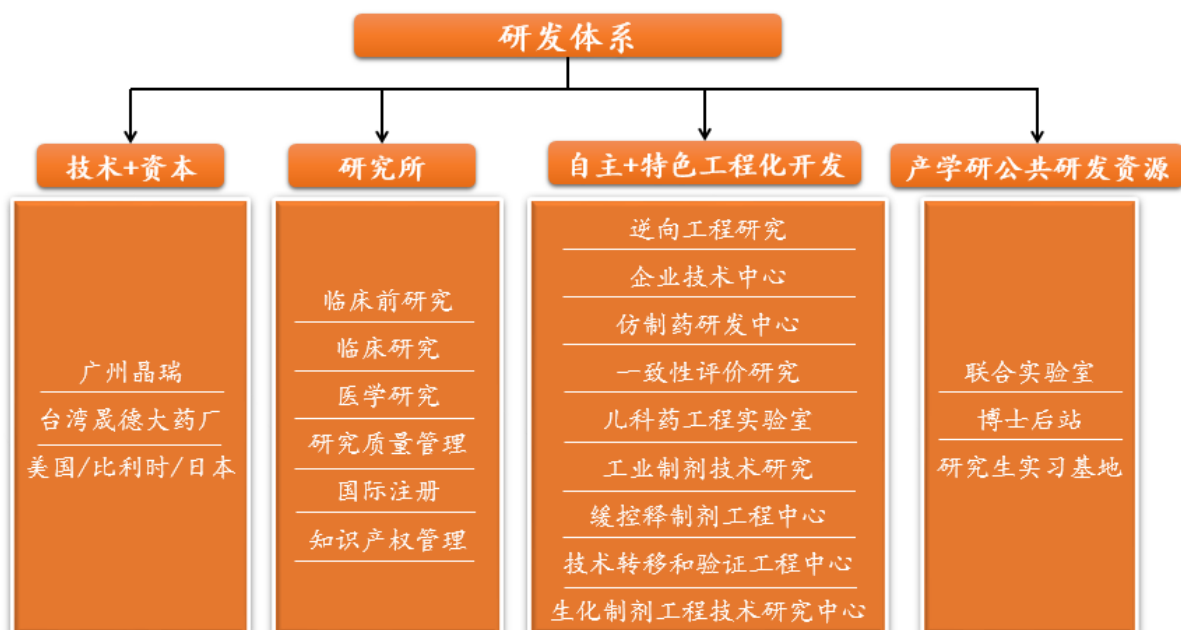
资料来源：米内网，广证恒生

5.1 “自主创新+外部联合开发”的研发体系，深度谋求国际化合作

公司走自主创新和与外部联合开发的道路，夯实研发基础体系建设，以项目为抓手，落实项目研究准确性和及时性；以平台建设为推手，不断提高公司研究水平和能力。

在技术和资本层面公司旗下设有广州晶瑞产品并购基金平台、与台湾晟德大药厂合作开发儿童药，并跟美国、比利时、日本等海外的企业联合技术开发。公司研发设有研究所、通过自主+特色工程化开发，建有国家级博士后科研工作站、广东省企业技术中心、广东省儿科药工程实验室、广东省生化制剂工程技术研究中心、广州市博士后创新实践基地等国内研发平台，为公司的研发和创新提供持续保障。

图表39. 公司研发体系建设



资料来源：公司资料，广证恒生

5.2 积极开展对外合作联合研究，采用外引内联战略方式

2018年，公司在美国设立全资子公司，引进先进产品开发理念与经验，布局儿童创新药新剂型的技术研发项目，打造国际合作研发和创新平台。

2019年1月，与台湾晟德大药厂合资建立广东品晟医药科技有限公司，共同建设国内领先儿童药研发技术平台。此次合资合营首批引进50个儿童药品，其中独家品种（含独家剂型）23个，达产后涵盖99%以上儿童病种，进一步丰富儿童药产品线，以满足儿童生长发育阶段不同疾病治疗的需要。

台湾晟德大药厂创立于1959年，注册资本新台币35亿元，具有较强研发创新能力，拥有先进的技术平台整合能力和专业处方研究能力，是台湾地区儿童药龙头企业，其研发生产的儿童药约占据台湾70%以上市场，在儿童罕见病领域药品研发上，具有领导地位。

图表40. 台湾合资厂商引进儿童专科用药

项目名称	治疗领域	项目名称	治疗领域
左乙拉西坦口服液	抗癫痫药	盐酸苯海拉明口服溶液	抗组胺药
奥卡西平口服混悬液	抗癫痫药	地氯雷他定糖浆	抗组胺药
俊甲司坦口服溶液	祛痰药	愈创木酚甘油醚糖浆	祛痰药
盐酸氨溴索口服溶液	祛痰药	富马酸酮替芬糖浆	抗哮喘药
丙戊酸钠口服溶液	抗癫痫药	枸橼酸布他米酯口服溶液	镇咳药
加巴喷丁口服溶液	抗癫痫药	洛哌丁胺口服溶液	胃肠道用药
西甲硅油乳剂	胃肠道用药	甲氧氯普胺口服溶液	胃肠道用药
乳果糖口服溶液	胃肠道用药	多潘立酮混悬液	胃肠道用药
硫酸铝混悬液	胃肠道用药	茶碱口服溶液	呼吸系统用药
氢溴酸非诺特罗糖浆	抗哮喘药	息咳液	镇咳药
硫酸沙丁胺醇糖浆	抗哮喘药	停咳糖浆	镇咳药
异丙托溴铵吸入溶液	抗哮喘药	康是宁糖浆	镇咳药
异丙托溴铵沙汀胺醇吸入溶液	抗哮喘药	甘草止咳水	镇咳药
波尼松龙磷酸钠口服液	抗哮喘药	复方甘草合剂液	镇咳药
盐酸丙卡特罗口服溶液	抗哮喘药	复方甘草液	镇咳药



吸入用硫酸特布他林溶液	抗哮喘药。	沙法克宁悬液剂	抗感染
布洛芬混悬液	解热镇痛药	抗敏液	抗过敏剂
对乙酰氨基酚滴剂	解热镇痛药	息咳宁糖浆	综合感冒制剂
左西替利嗪口服溶液	抗组胺药	杜息咳糖浆	综合感冒制剂
地氯雷他定糖浆	抗组胺药	盐酸赛庚啉口服溶液	抗组胺药
地高辛滴剂	心脏用药	盐酸西替利嗪口服溶液	抗组胺药
右美沙芬糖浆	镇咳药	萘普生口服混悬液	解热镇痛药

资料来源：公司资料，广证恒生

5.3 在研产品储备丰富，儿童药新制剂和一致性评价助力产品线持续丰富

全资子公司一品红制药是高新技术企业，具有较强的研发和创新能力，目前已承担两项国家重大专项，广东省和广州市重点项目 25 项，完成多个产品技术转移和工艺验证工作，获国内外发明专利 56 项，其中国际发明专利 4 项。

图表41. 公司承担多项国家级和省市级科研项目

级别	项目	数量
国家级	2017 年国家重大专项 儿童用药品种及关键技术研发	3 项
省级	广东省重大专项项目	3 项
	广东省技术改造专项	2 项
	广东省专利产业化实施项目	2 项
市级	广州市企业技术中心建设项目	1 项
	广州市战略新兴产业技改专项	1 项
	广州市专利技术实施示范项目	1 项
	广州市科技计划项目	3 项
	广州市商委生物外包服务建设项目	2 项

资料来源：公司资料，广证恒生

在研发储备项目上，公司目前在研产品 60 项，包括药学研究产品 7 项、II 期临床研究产品 3 项、临床前研究产品 15 项和一致性评价研究 35 项。研发领域涵盖现有儿童药增加适应症、化药 2 类新药、儿童药新制剂研究与开发与一致性评价产品研究。

图表42. 公司重点产品在研情况

项目名称	注册分类	制剂形式	疾病领域
孟鲁司特钠	关联制剂取得药品注册批件	药学研究	丰富产品结构
盐酸氨溴索滴剂	取得药品注册批件	待申报	丰富产品结构
盐酸左西替利嗪口服滴剂	取得药品注册批件	临床前研究	丰富产品结构
孟鲁司特钠颗粒	取得药品注册批件	临床前研究	丰富产品结构
孟鲁司特钠咀嚼片	取得药品注册批件	临床前研究	丰富产品结构
缬沙坦口服液	取得药品注册批件	临床前研究	丰富产品结构

双氯芬酸钠双释放肠溶胶囊	取得药品注册批件	工艺调整	丰富产品结构
盐酸文拉法辛缓释胶囊	取得药品注册批件	临床前研究	丰富产品结构
盐酸度洛西汀肠溶胶囊	取得药品注册批件	I 临床前研究	丰富产品结构
兰索拉唑肠溶胶囊	取得药品注册批件	临床前研究	丰富产品结构
琥珀酸美托洛尔缓释胶囊	取得药品注册批件	临床前研究	丰富产品结构
美他卡韦及肠溶片	取得药品注册批件	II 期临床研究	丰富产品结构
前列地尔脂质体	取得药品注册批件	II 期临床研究	丰富产品结构
注射用奥扎格雷钠	通过一致性评价	一致性评价研究	产品质量提升
注射用阿昔洛韦	通过一致性评价	一致性评价研究	产品质量提升
注射用盐酸地尔硫卓	通过一致性评价	一致性评价研究	产品质量提升

资料来源：公司资料，广证恒生

6. 业务拆分和盈利预测

我们对公司未来三年盈利进行预测，假设前提有：

- 1) **自有产品业务**: 2019 年/2020 年/2021 年营收分别为 12.73 亿、18.50 亿和 25.92 亿，同比增长 33.51%、45.39%和 40.09%。
- 2) **代理业务**: 2019 年/2020 年/2021 年营收分别为 2.33 亿、1.40 亿和 0.98 亿，同比增长-45.00%、-40.00%和-30.00%。

图表43. 公司业绩拆分和盈利预测

主营业务收入（百万元）		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
自有产品业务	收入	477.35	574.41	685.89	953.32	1272.75	1850.49	2592.43
	同比增长	37.89%	20.33%	19.41%	38.99%	33.51%	45.39%	40.09%
	毛利率	78.68%	79.43%	84.16%	86.80%	85.93%	85.93%	85.93%
克林霉素棕榈酸酯分散片	收入	324.94	392.33	421.62	459.50	597.35	866.16	1255.93
	同比增长	27.50%	20.74%	7.46%	8.99%	30.00%	45.00%	45.00%
	毛利率	78.68%	79.43%	84.16%	86.80%	86.00%	86.00%	86.00%
其他自有产品	收入	152.41	182.08	264.27	493.82	675.40	984.34	1336.50
	同比增长	66.88%	19.47%	45.14%	86.86%	36.8%	45.7%	35.8%
	毛利率	78.68%	79.43%	84.16%	86.80%	85.90%	85.90%	85.90%
代理业务	收入	550.89	676.29	694.27	424.51	233.48	140.09	98.06
	同比增长	23.43%	22.76%	2.66%	-38.86%	-45.00%	-40.00%	-30.00%
	毛利率	31.57%	28.84%	32.12%	38.26%	37.00%	37.00%	37.00%
营业收入合计	收入	1028.30	1250.84	1380.22	1429.55	1506.23	1990.58	2690.49
	同比增长	29.74%	21.64%	10.34%	3.57%	5.36%	32.16%	35.16%
	毛利率	53.44%	52.08%	57.98%	72.48%	78.35%	82.49%	84.14%

资料来源：公司公告，广证恒生

7. 投资建议

公司自有产品以儿科用药为主，受益于克林霉素棕榈酸酯分散片新进入 2018 年版基药+医院覆盖率提升，其他二线儿科产品市场导入期，开始放量高增长，后续 3 年业绩有望持续加速增长。其中 2019 年公司自主产品有望超 30%高速增长，归母净利润同比下滑主要是代理业务拖累，其中代理业务公司一次性计提应收账款超 6000 万，其次股权激励费用提升和非经常性损益影响 2500-2800 万。



我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入 15.06 亿、19.91 亿和 26.90 亿，同比增长 5.36%、32.16%和 35.16%；净利润 1.47 亿、3.44 亿和 4.77 亿元，同比增长-29.58%、134.43%和 38.88%。目前 64.30 亿市值对应 PE 为 43.85/18.71/13.47。考虑应收账款计提损失，我们测算公司 19-21 年 EPS 分别为 0.91/2.13/2.96 元，给予公司 2020 年 25 倍 PE，对应股价 53 元/股，维持“强烈推荐”评级。



附录： 公司财务报表预测

资产负债表							利润表						
会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	94.25	85.04	751.60	769.24	1031.12	1385.31	营业收入	1250.84	1380.22	1429.55	1506.23	1990.58	2690.49
应收票据及账款	133.53	155.43	268.80	283.22	374.29	505.89	营业成本	599.39	579.91	393.47	326.13	348.60	426.63
预付账款	56.33	68.65	20.96	22.09	29.19	39.45	营业税金及附加	11.24	14.31	17.77	15.96	21.09	28.51
其他应收款	18.03	21.77	71.77	75.61	99.93	135.07	销售费用	371.63	439.48	614.08	692.86	955.48	1318.34
存货	99.57	133.62	78.11	64.69	69.14	84.62	管理费用	105.98	157.28	85.28	105.44	139.34	188.33
其他流动资产	3.70	674.95	27.12	28.57	37.76	51.03	研发费用	0.00	0.00	91.38	97.90	129.39	174.88
流动资产总计	405.41	1139.46	1218.36	1243.42	1641.43	2201.37	财务费用	18.04	15.29	16.30	0.39	-3.15	-4.23
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	-2.92	-1.23	-10.88	-3.00	-3.00	-3.00
固定资产	165.41	175.06	176.83	160.47	150.44	136.73	投资收益	0.18	0.00	22.59	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.86	0.99	20.72	27.27	23.82	20.36	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	155.61	141.69	331.74	281.67	233.33	186.18	营业利润	141.80	172.72	222.99	264.54	396.83	555.03
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	22.39	12.33	20.72	-91.00	10.00	10.00
其他非流动资产	25.04	24.68	33.30	47.04	57.44	64.50	利润总额	164.19	185.04	243.71	173.54	406.83	565.03
非流动资产合计	346.91	342.42	562.59	516.45	465.03	407.78	所得税	28.35	30.23	36.02	27.99	65.61	91.12
资产总计	752.32	1481.88	1780.95	1759.86	2106.46	2609.15	净利润	135.84	154.82	207.69	145.56	341.23	473.91
短期借款	27.87	0.00	140.50	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-1.51	-1.88	-0.54	-1.07	-2.51	-3.49
应付票据及账款	17.55	13.27	19.45	16.12	17.23	21.09	归属母公司股东净利	137.35	156.70	208.22	146.63	343.74	477.39
其他流动负债	77.27	90.58	262.97	262.74	320.07	418.62	EBITDA	213.67	233.90	296.07	260.08	495.10	658.05
流动负债合计	122.68	103.85	422.92	278.86	337.30	439.71	NOPLAT	132.25	157.30	203.92	236.89	330.20	461.97
长期借款	290.84	250.88	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.85	0.97	1.29	0.91	2.13	2.96
其他非流动负债	2.30	18.72	58.75	58.75	58.75	58.75	主要财务比率						
非流动负债合计	293.14	269.60	58.75	58.75	58.75	58.75	会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	415.82	373.45	481.67	337.61	396.05	498.45	成长能力						
股本	120.00	160.00	161.47	161.47	161.47	161.47	营收增长率	21.64%	10.34%	3.57%	5.36%	32.16%	35.16%
资本公积	52.95	630.06	635.75	635.75	635.75	635.75	EBIT增长率	75.31%	9.94%	29.79%	-33.10%	132.09%	38.92%
留存收益	160.28	316.97	501.20	625.25	915.91	1319.69	EBITDA增长率	61.22%	9.47%	26.58%	-12.15%	90.36%	32.91%
归属母公司权益	333.23	1107.04	1298.42	1422.47	1713.13	2116.91	净利润增长率	124.90%	13.97%	34.15%	-29.92%	134.43%	38.88%
少数股东权益	3.27	1.40	0.86	-0.21	-2.72	-6.21	盈利能力						
股东权益合计	336.50	1108.43	1299.28	1422.26	1710.41	2110.70	毛利率	52.08%	57.98%	72.48%	78.35%	82.49%	84.14%
负债和股东权益合计	752.32	1481.88	1780.95	1759.86	2106.46	2609.15	净利率	10.86%	11.22%	14.53%	9.66%	17.14%	17.61%
现金流量表							ROE	41.22%	14.15%	16.04%	10.31%	20.06%	22.55%
会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	ROA	18.26%	10.57%	11.69%	8.33%	16.32%	18.30%
税后经营利润	135.96	155.81	185.11	221.88	332.84	465.52	ROIC	23.76%	24.01%	15.00%	28.50%	41.09%	52.60%
折旧与摊销	31.44	33.57	36.05	86.14	91.42	97.25	估值倍数						
财务费用	18.04	15.29	16.30	0.39	-3.15	-4.23	P/E	46.81	41.03	30.88	43.85	18.71	13.47
其他经营资金	-39.44	-63.32	1.13	-10.98	-77.69	-103.35	P/S	5.14	4.66	4.50	4.27	3.23	2.39
经营性现金净流量	146.01	141.35	238.60	297.44	343.41	455.18	P/B	19.29	5.81	4.95	4.52	3.75	3.04
投资性现金净流量	-28.38	-698.46	408.45	-116.32	-31.61	-31.61	股息率	0.00%	0.37%	0.50%	0.35%	0.83%	1.14%
筹资性现金净流量	-55.65	550.78	19.88	-163.47	-49.92	-69.38	EV/EBIT	28.04	33.13	22.98	33.48	13.89	9.49
现金流量净额	62.01	-6.36	666.93	17.64	261.88	354.19	EV/EBITDA	23.91	28.37	20.18	22.39	11.33	8.08
							EV/NOPLAT	38.64	42.19	29.30	24.59	16.98	11.52

数据来源：同花顺iFind

数据来源：iFind、公司公告、广证恒生



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。