

一品红 (300723)

公司研究/深度报告

从药品生命周期和产品结构调整看一品红业绩弹性

——一品红深度报告

深度研究报告/医药

2020 年 04 月 27 日

报告摘要:

● 从药品生命周期和产品结构调整寻找业绩弹性

如何分析药企的业绩弹性？本文复盘了二十多家典型药企在 2010-2018 年的产品组合调整、业绩弹性及二级市场超额投资收益，创造性地提出：药企业绩弹性，归根究底在于寻找增量，而增量有三个主要来源：竞争格局变动（来自于竞争对手）、药品生命周期的前半段（来自于市场初期增长）和产品组合迭代（来自于研发、并购和销售管理能力）。当公司的主力产品处于生命周期的前半段时，高弹性业绩带来阶段性收益；当公司具备较强的科研能力和销售能力，以及合理而丰富的产品布局时，往往带来超越周期的投资收益。在这样的分析框架下，我们通过拆分一品红的产品结构并分析主力药品的生命周期，探讨一品红在市场化、国际化竞争的过渡期内的投资逻辑。

● 产品结构拆分：代理品种占比下降，整体盈利能力提升

经过 2017-2019 年的快速发展，一品红逐步形成了以盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片为主力，以芬香清解口服液、益气健脾口服液等独家中成药品种为支撑，以注射用乙酰谷酰胺等非独家化药品品种为补充的产品结构。考虑到自有产品的快速增长和“两票制”下代理业务占比有望进一步下降，我们认为公司在未来 2-3 年 ROE 有望回升，毛利率或维持在历史较高水平并具备上升空间。

● 生命周期驱动：未来1-2年重点品种放量，贡献收入弹性

我们认为，2017-2019 年公司广东省外中标数量和样本医院销售金额明显上升是主要药品医院认可度提升、公司销售管理整合和进入基药目录带动销量的结果。从药品生命周期看，独家品种盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片在广东省外仍处于销售推广的较早阶段，叠加 2018 年进入国家基药目录的推动，在 2020-2021 年有望贡献业绩弹性；非独家品种注射用乙酰谷酰胺等在 2019 年市占率快速上升印证公司较强的销售管理能力，关注销售渠道整合和低基数效应下品种的业绩弹性。在中长期的阶段中，关注公司在仿制药、儿童用药和呼吸系统系统领域对外合作及研发的进展。

● 投资建议

我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.32、1.76、2.12 元，2020 年 4 月 24 日收盘价对应 34.4 倍 PE。我们认为公司在 2020-2022 年毛利率和 ROE 具有向上弹性，归母净利复合增速有望达到 30-35%，相对可比公司应享有估值溢价，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示

新品研发、注册及认证风险；政策变化风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,637	1,892	2,263	2,595
增长率（%）	14.5	15.6	19.6	14.7
归属母公司股东净利润（百万元）	144	213	283	342
增长率（%）	-31.0	48.5	32.7	20.8
每股收益（元）	0.89	1.32	1.76	2.12
PE（现价）	51.2	34.4	26.0	21.5
PB	5.5	4.8	4.0	3.4

资料来源：wind、民生证券研究院

推荐

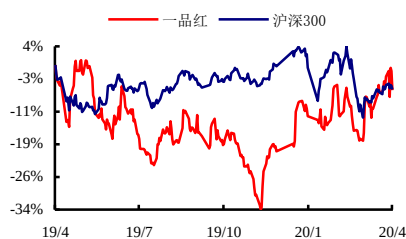
首次评级

当前价格： 43.51 元

交易数据 2020-4-24

近 12 个月最高/最低(元)	46.78/30.5
总股本（百万股）	161
流通股本（百万股）	45
流通股比例（%）	28.01
总市值（亿元）	70
流通市值（亿元）	20

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号： S0100519020002

电话： 021-60876703

邮箱： sunjian@mszq.com

相关研究

目录

一、从药品生命周期和产业结构调整寻找业绩弹性	3
二、从药品生命周期看一品红投资逻辑：业绩快速增长窗口	7
(一) 产品结构拆分：代理品种收入占比下降，整体盈利能力提升	7
(二) 生命周期驱动：未来 1-2 年重点品种放量，贡献收入弹性	8
1、独家品种：主力化药有望在 1-2 年贡献省外增量，关注中成药的渠道整合	9
2、非独家品种：市占率提升印证销售能力，看好 1-2 年内对业绩的贡献	11
(三) 中长期：自研、合作加速丰富产品组合	12
三、盈利预测与投资建议	13
(一) 盈利预测：中性预期 2020 年营收增长 15-20%	13
(二) 投资建议：首次覆盖给予“推荐”评级	14
四、风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

我们在 2020 年 3 月发表的第三篇仿创药行业专题报告《水大鱼大：从 MNCs 看国内药企创新升级》中曾指出，2017-2019 年创新药放量主要源于供给改善、支付倾斜，考虑到未被满足的临床需求，我国创新药企业有望迎来黄金发展期。创新药固然是未来中国医药工业转型升级的重要方向，在中短期要关注的更现实的问题是，传统药企向创新药企转型过程中，研发支持的现金流来自于何处，是否有足够的技术、人才和时间积累，哪些药企能在过渡期内平稳实现转型升级，以及怎样看待二级市场上传统药企的投资机会。我们认为，在市场化、全球化竞争的过渡期内，部分传统药企同样存在业绩超预期的可能和投资机会。本文首先复盘了二十多家典型药企在 2010-2018 年的产品组合调整、业绩弹性及二级市场超额投资收益，试图从中找到对公司业绩中短期贡献的主要因素和投资逻辑。

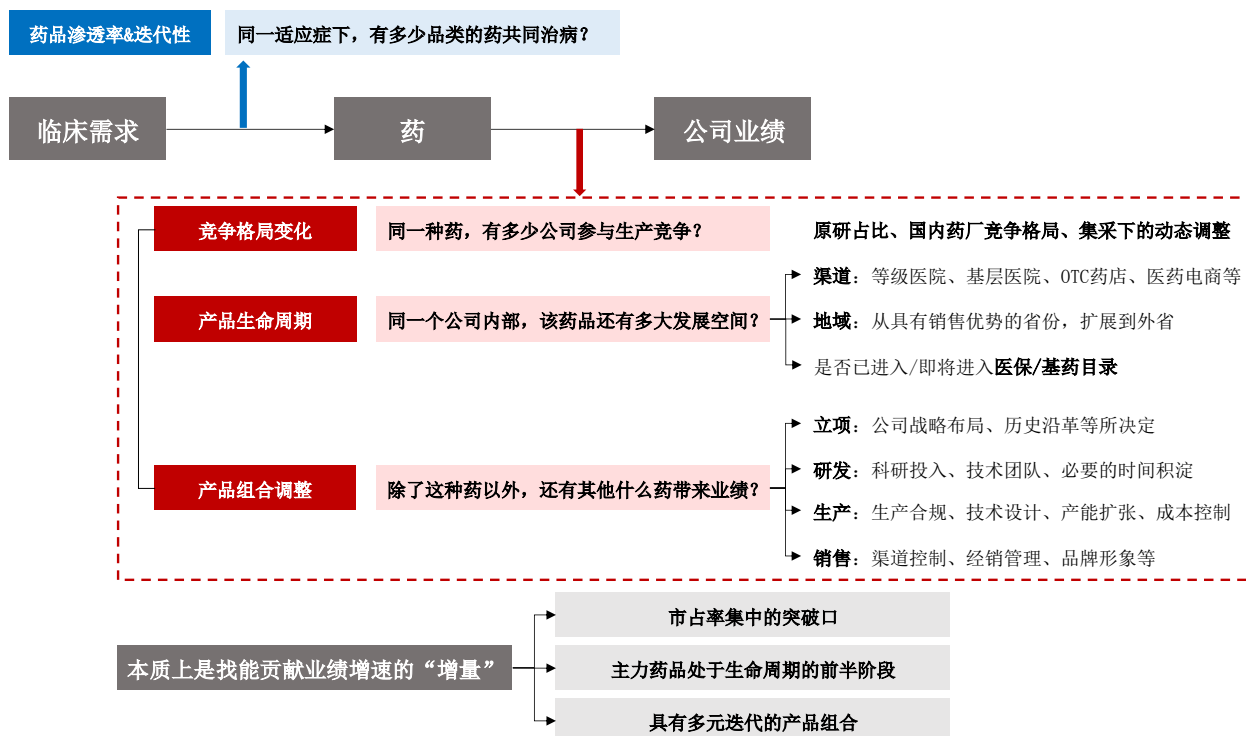
在这样的基础上，我们重新看待一品红在中短期的业绩成长性及持续性。一品红主要业绩由某几个独家化药（盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片等）及中成药（益气健脾口服液等）支撑，经过 2017-2019 年的快速发展后初步形成了“主力产品-支撑产品-补充产品”为主的产品结构，怎样理解一品红在 2018-2019 年较快的业绩增速，怎样看待公司在 2020-2021 年中短期的业绩弹性？本文将从药品生命周期和产品组合调整的维度，探讨一品红在 2020 年的投资逻辑。

一、从药品生命周期和产品结构调整寻找业绩弹性

如何分析药企的业绩弹性？

传统的分析框架中，往往从患病人次、用药需求出发测算理论某款药物的理论市场规模，以此推算某公司的业绩空间和增速；但在实际结果中，中短期预测往往不太准确。我们认为，用传统的分析框架预测公司业绩存在两个重要跨越：药品渗透率（即有多少药品共同针对相同的适应症），及药厂的竞争格局、产品周期及产品组合对业绩的动态影响。在中短期预测中前一个因素重要性相对较低，但后一个跨越往往至关重要。在第二篇仿创药行业专题报告《从药品结构调整看仿制药投资的预期差》中我们从“原研/外资占比-市占率集中度”的角度出发分析了后集采时代下仿制药竞争格局动态调整的路径和趋势，重点分析了公司业绩分析预测的第一个维度。本文首先试图讨论的问题是，所有的产品都有周期性，即从低增速到高增速，再回归低增速的过程；而不同产品在不同生命阶段中，其对公司业绩的贡献由共同的行业因素（如医保扩容、医保改革等）、特别的行业因素（如某药品新进入医保目录等）和公司个别因素（如公司改组、销售渠道整合等）共同决定，这背后是否存在共性的因素？从历史上平均看，某主力药品能为公司贡献多长时间的高增速？

图1: 制药公司业绩分析新框架



资料来源: 民生证券研究院

为解决这个问题, 我们分析了二十多个典型药企在 2010-2018 年的产品结构调整和相应的业绩增速, 在这个基础上又复盘了各个公司历史超额投资收益与产品结构、公司业绩之间的关系。在这二十多家公司中, 既包括以中成药为主的公司, 又包括以化药为主的公司; 既包含了以等级医院处方药市场为主体的公司, 又包含了以 OTC、基层医院为主要渠道的公司; 既包含了现在市值在 200 亿元以上的重点公司, 又包含了现在市值相对较小的药企, 希望以此增加样本的代表性。由于篇幅所限, 下文不一一详述各个公司的具体分析。

表1: 分析所用公司简介

公司名称	代码	市值 (亿元)	PE (TTM)	扣非 ROE (%)	主要产品
以岭药业	002603.SZ	389.16	68.32	7.53	通心络胶囊、参松养心胶囊、连花清瘟胶囊等
佐力药业	300181.SZ	34.08	369.92	-0.42	乌灵胶囊、灵莲花颗粒、灵泽片、百令片等
灵康药业	603669.SH	57.13	40.28	7.94	
誉衡药业	002437.SZ	66.38	-760.66	0.02	鹿瓜多肽注射液等
天士力	600535.SH	219.49	26.39	12.76	复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、替莫唑胺胶囊、注射用重组人尿激酶原等
信立泰	002294.SZ	192.99	40.82	21.09	阿利沙坦酯片、硫酸氢氯吡格雷片、注射用比伐芦定、替格瑞洛片等
康芝药业	300086.SZ	26.96	-65.79	-0.47	
葵花药业	002737.SZ	80.01	15.81	14.98	小儿肺热咳喘口服液、护肝片、小儿柴桂退热颗粒等
亚宝药业	600351.SH	38.65	-78.77	8.84	丁桂儿脐贴、消肿止痛贴、珍菊降压片、硝苯地平缓释片、红花注射液等
济川药业	600566.SH	164.70	10.70	29.19	蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊、小儿豉翘清热颗粒、蛋白琥珀酸铁口服溶液等
健民集团	600976.SH	24.19	29.14	5.46	龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒、小金胶囊、便通胶囊、健胃消食片等
华润三九	000999.SZ	287.70	23.92	11.58	参附注射液、参麦注射液、华蟾素片、生脉注射液等

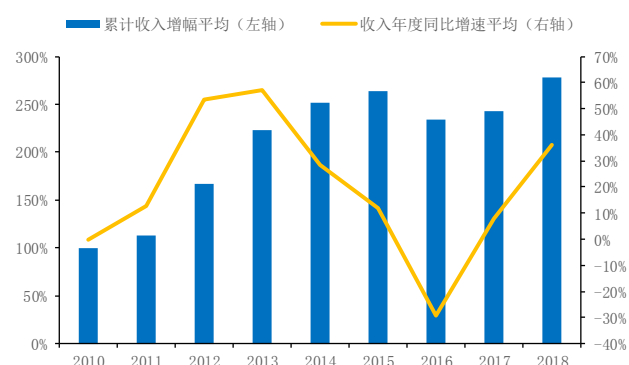
仁和药业	000650.SZ	79.25	14.97	14.54	妇炎洁、优卡丹、可立克、闪亮滴眼液、米阿卡、克快好等
红日药业	300026.SZ	199.58	84.08	2.67	血必净注射液、低分子量肝素钙注射液等
香雪制药	300147.SZ	62.44	-126.75	-1.34	抗病毒口服液、板蓝根、橘红系列等
华润双鹤	600062.SH	136.66	14.44	11.62	0号(复方利血平氨苯蝶啶片)、匹伐他汀钙片、注射用牛肺表面活性剂、盐酸二甲双胍等
现代制药	600420.SH	102.39	18.55	6.15	硝苯地平控释片、头孢呋辛酯、天麻素等辅助用药等
京新药业	002020.SZ	75.60	18.60	8.88	瑞舒伐他汀钙片、辛伐他汀钙片、康复新液、匹伐他汀分散片等
科伦药业	002422.SZ	298.47	30.65	8.72	草酸艾司西酞普兰片、注射用帕瑞昔布钠等
人福医药	600079.SH	281.44	-11.01	-24.57	枸橼酸芬太尼注射液、枸橼酸舒芬太尼注射液、注射用盐酸瑞芬太尼等

资料来源: Wind, 公司年报, 民生证券研究院

注: 估值日期为 2020 年 4 月 24 日, 扣非 ROE 数据为 2018 年年报数据

在对主要样本进行分析后, 我们根据上市公司披露口径、可比性等因素, 从公司年报中摘取了某药品的收入金额或某公司主力药品结构稳定下的收入金额, 作为第一组; 同时选取了药品结构动态迭代下的收入金额作为对比。在计算上, 以 2010 年金额为基数计算 2011-2018 年的收入累计增幅, 再对样本取平均, 以平滑公司个别因素的影响。估算结果表明, **在主力产品结构不明显调整的情况下, 第 2-3 年该产品结构或主力产品对公司收入的边际贡献达到最大**, 结合各个公司的发展背景, 这样的快速增长往往源于**销售队伍整合、等级医院的认可度提升、销售渠道下沉(重点开发基层医院市场)和多元化(开发 OTC 渠道和电商渠道)**, 直观表现为从具有销售渠道优势的省内销售向省外拓展。而对于某些临床疗效较好、经济性较好的药品而言(如济川药业的蒲地蓝口服液和小儿豉翘清热颗粒等和天士力的注射用重组人尿激酶原), 进入医保和基药目录能为公司带来 1-2 年的明显增量收入。作为对比, 能通过并购、内生研发等途径不断更新迭代产品组合的样本中, 在 5 年后业绩增幅显著高于不调整产品结构的样本, 这背后的主要原因在于, 所有的产品都具有一定的周期性, 而当产品走向成熟阶段后, 寻找收入增量越来越难, 成本越来越高, 依赖某单一药品的公司业绩增速会越来越低甚至出现负增长。

图2: 单一药品或不调整产品结构下的收入贡献累计增幅

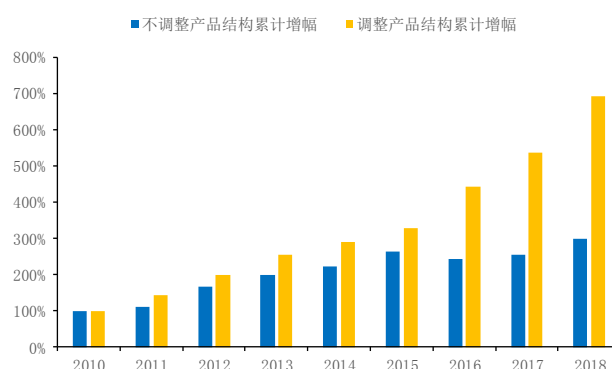


资料来源: 公司公告, Wind, 民生证券研究院

注: 主要涉及以岭药业、佐力药业、信立泰、亚宝药业、健民集团、红日药业、香雪制药、人福医药等公司部分品种或板块收入。

但这也并不意味着依赖单一产品结构的药企没有投资机会: 在发展初期大部分公司会依赖某几个主力品种, 业绩弹性较高; 在发展后期, 不同公司的差异体现在**能不能更好的整合销售渠道、能不能建立层次丰富的后备产品组合、是否具有较强的研发能力或投资并购眼光**, 不能成功转型的公司, 往往增速大幅下降或负增长, 而能成功转型的公司, 在较高的基数下和更复杂的产品结

图3: 能及时调整产品结构的公司能享有更持续的业绩增速

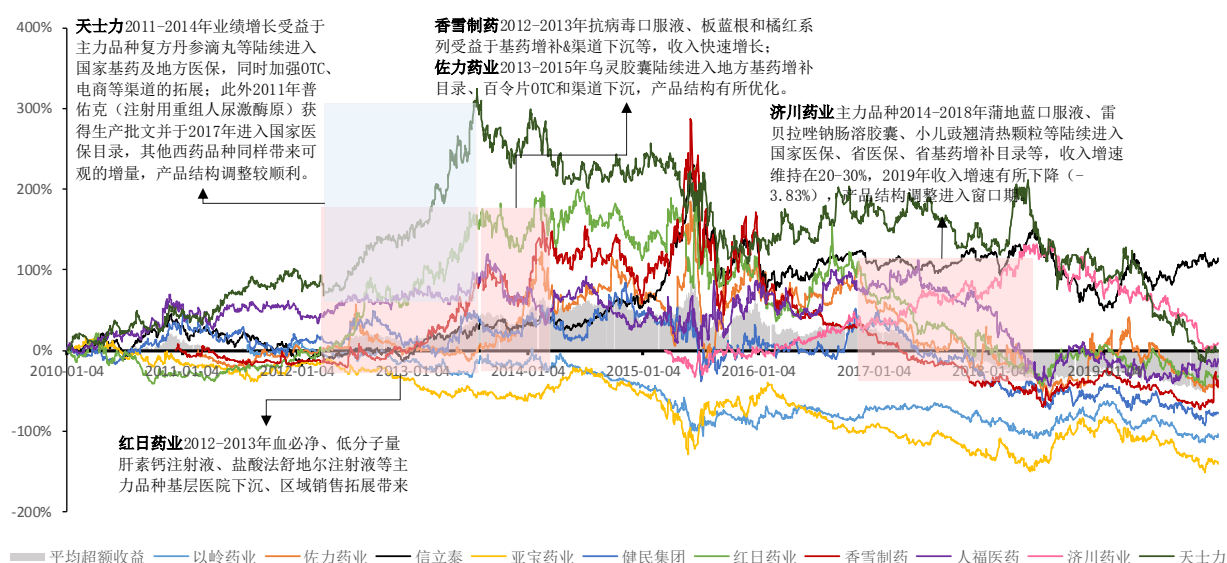


资料来源: 公司公告, Wind, 民生证券研究院

注: 主要涉及左图所有的公司, 及天士力、葵花药业、华润三九、华润双鹤、现代制药、京新药业等公司某些板块收入。

构中，整体业绩增速能维持在 20-30% 之间，难以达到发展初期的业绩弹性。在复盘公司的产品组合、业绩表现和超额投资收益的时候我们也印证了上述规律：佐力药业、香雪制药虽然在 2018-2019 年超额收益明显跑输行业指数，但其在 2012-2014 年主力产品稳健放量、业绩快速增长，二级市场投资可以实现明显的投资收益；济川药业 2015 年借壳上市以来以内生增长为主，在主力产品陆续进入医保和基药目录的推动下，2017-2018 年实现了业绩和投资收益的双增长；天士力在 2011-2014 年由复方丹参滴丸等产品带动业绩增长，2015-2017 年注射用丹参总酚酸增幅超 100%，2017 年后化学制剂和生物药（注射用重组人尿激酶原）增速显著高于中成药，其中注射用重组人尿激酶原 2017 年进入国家医保后收入增速超 100%，产品结构明显调整。

图4：部分药企超额投资收益复盘：药品生命周期和结构调整对超额收益的贡献



资料来源：Wind，天士力、红日药业、香雪制药、佐力药业、济川药业公司公告，民生证券研究院

注：超额投资收益的计算中，SW 医药行业指数为基准；所有的股价为后复盘价格

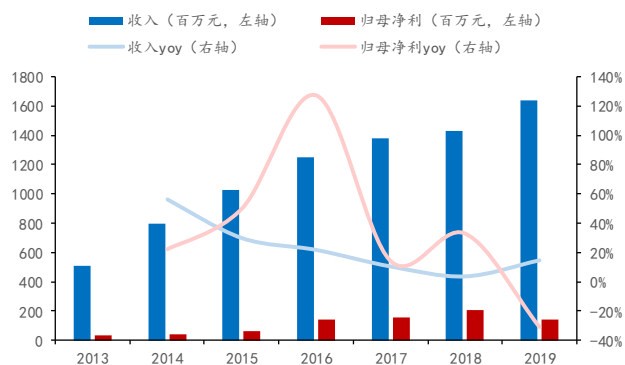
综合上述分析，我们认为，分析药企的业绩弹性，归根究底在于寻找增量，而增量有三个主要来源：竞争格局变动（来自于竞争对手）、药品生命周期的前半段（来自于市场初期增长）和产品组合迭代（来自于研发、并购和销售管理能力）。分析主要上市公司的发展阶段，大部分公司都存在主力药品生命周期的前半段，而灵活的产品结构调整和市占率的突破往往是较为稀缺的潜力。从二级市场投资的角度，这三点中每一点都能带来超额收益：当公司的主力产品处于生命周期的前半段时，往往业绩弹性最高，能带来可观的阶段性的投资收益；而当公司具备较强的科研能力和销售能力，具有合理而丰富的产品布局时，往往具有较强的跨周期属性，进而带来超越周期的投资收益。

二、从药品生命周期看一品红投资逻辑：业绩快速增长窗口

（一）产品结构拆分：代理品种收入占比下降，整体盈利能力提升

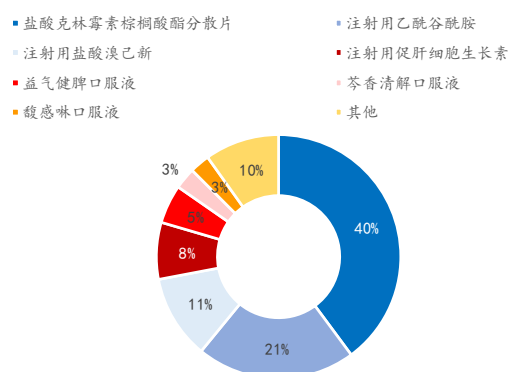
市场上对一品红的认知：以销售见长，以盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片为主要业绩支撑的公司。从公司发展沿革上看，2003 年前公司以 OTC 药品配送业务为主，2004 年起逐步拓展处方药代理业务并在多个重要品种中取得了广东省独家代理权，2013 年公司代理收入占总收入比例为 68.6%，随着重要品种盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片的上市、馥感啉口服液等中成药品种陆续放量，在两票制环境下公司逐步缩减代理产品比例，2019 年自有产品收入占总收入比重快速提高到了 77.7%。我们认为，公司较成熟的销售团队纵然是公司的未来拓展业绩的竞争优势，但也要看到公司在独家品种立项并商业化运作方面的成功经验，2014-2019 年核心品种盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片的复合增速约为 17-20%，2017-2018 年相对较低（平均为 8-9%），主要源于公司为适应新招标政策相应调整了销售团队和策略；2019 年公司调整基本完成，且盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片进入国家基药目录，这些有望推动主力产品在广东省外逐步放量，进而恢复相对较高的增速。盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片占自有产品收入的比例从 2014 年的 74%，降到 2019 年的 43.9%，这背后既反映出核心品种在生命周期前半阶段对业绩的支撑性，又体现出产品结构逐步多元化对未来 2-3 年业绩持续性的贡献。经过近 3 年的快速发展，公司逐步形成了以盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片为主力，以芬香清解口服液、益气健脾口服液等独家中成药品种为支撑，以注射用乙酰谷酰胺等非独家化药品种为补充的产品结构。

图5：2013-2019 年公司收入结构及增速



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图6：2019 年 Wind 数据库中公司药品销售额构成

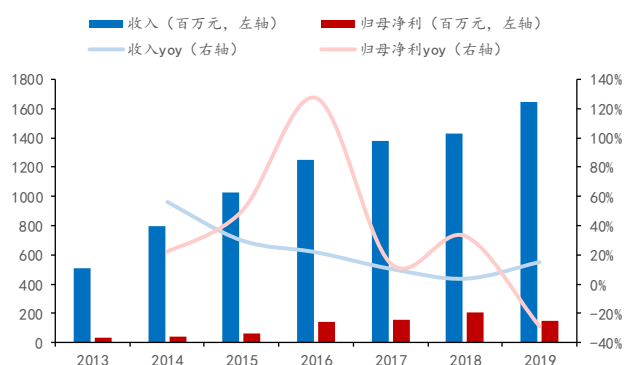


资料来源：Wind 医药库，民生证券研究院
(注：万得统计口径与公司实际口径有所不同，仅供参考)

产品结构调整对财务结构的影响：ROE 短期下滑，后续有望逐步提升。回顾公司在过去 7 年盈利能力和财务结构的变化，2017-2018 年收入、净利润增速和 ROE 下降主要源于代理产品收入下降，同期自有产品的收入同比增速仍维持在 19% 以上；由于代理业务毛利率相对较低（2014-2019 年平均为 33%），自有业务毛利率相对较高（2014-2019 年平均为 82%），业务结构调整后整体盈利能力有望进一步提升。2019 年公司收入同比增长 14.5%，扣非归母净利润同比下降 31.5%，扣非归母净利润同比下降的主要原因在于销售费用率的提升（提升 9.02 个百分点）和应收账款减值损失（占收入的比例为 3.12%）导致利润下降的幅度高于毛利率提升的幅度（毛利率同比提升 5.11 个百分点）。分析公司应收账款和减值损失的变化，我们认为，本期计提的坏账减值损失主要集中在

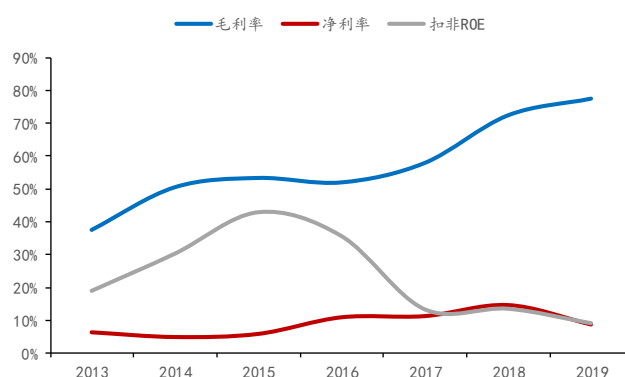
于某个商业客户，而结合公司历史上的主要客户及应收账款集中情况，大部分客户的应收账款在当年能顺利回收。在公司此次计提大额应收账款减值损失后，假设在整体医药政策和宏观环境不发生重要变化、公司主要客户和商业模式不发生重要变化的前提下，我们估计剩余应收账款再计提大额减值损失的概率相对较低。在整个化学制剂和中成药行业的主要公司中，2018 年一品红整体的盈利能力（净利率、ROE、ROIC 等）处于行业中等靠上水平，考虑到公司产品结构调整及一次性坏账损失具有短期性，我们认为公司在未来 2-3 年 ROE 有望回升，毛利率或维持在历史较高水平并具备一定的上升空间。

图7：公司收入和归母净利情况



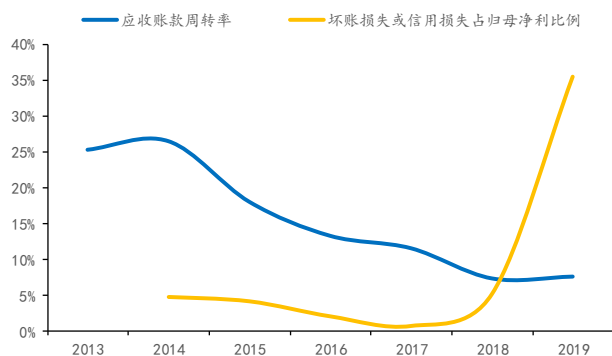
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图8：公司毛利率、净利率与扣非 ROE 波动情况



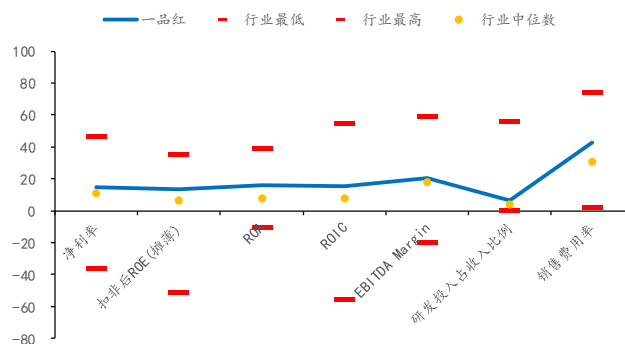
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图9：2019 年应收周转率略有回升，信用损失拉低利润



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图10：2018 年公司财务指标在行业的相对水平(单位%)



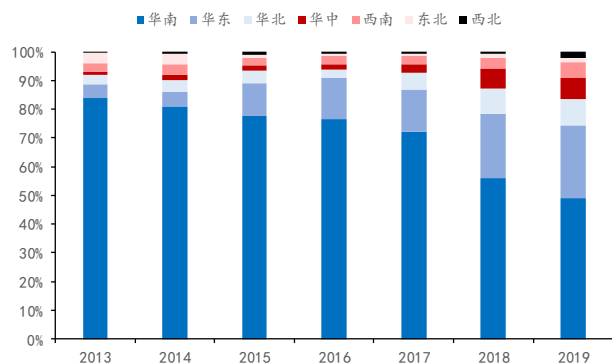
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

（二）生命周期驱动：未来 1-2 年重点品种放量，贡献收入弹性

从收入的地域分布上看，华南地区总收入占比从 2013 年的 84% 下降到 2019 年的 48.9%；扣除代理收入后（根据招股书显示，一品红主要的代理收入来自于华南地区），华南地区自有产品收入占总自有产品收入的比重从 2013 年的 49% 下降到 2019 年的 41%。此外，公司省外收入快速增长也同万得医药库的样本医院销售数据和招标数据对应：2017-2019 年来江苏、上海和湖北地区样本医院销售额占比提升最大，从各地区公布的招投标数据上看 2017-2019 年公司中标数量明显上升。我们认为，公司华南地区以外区域收入占比提升是主要药品医院认可度提升、公司销售

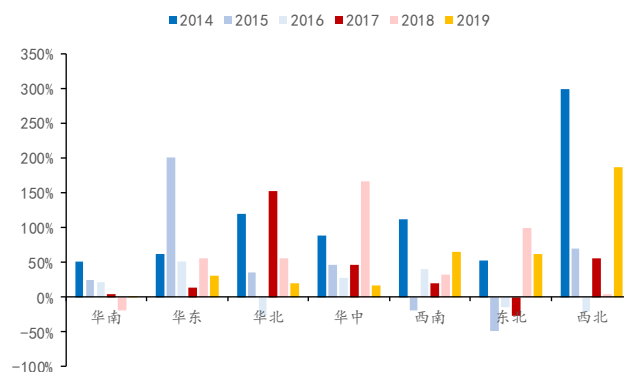
管理整合和进入基药目录带动销量的结果。

图11: 公司收入的地域分布: 华南占比下降



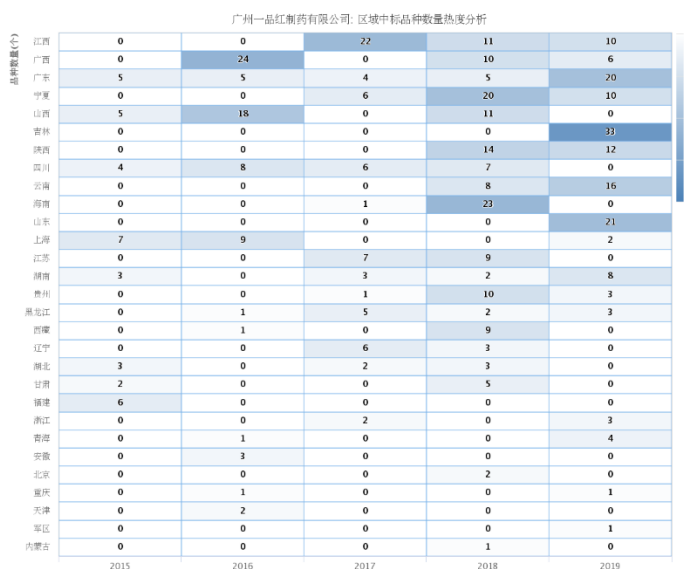
资料来源: 公司年报, wind, 民生证券研究院

图12: 各地区收入增速: 华北、华中持续增长



资料来源: 公司年报, wind, 民生证券研究院

图13: 2015-2019年广州一品红在全国主要省份中标热度: 2017年以来逐年升高



资料来源: Wind 医药库, 民生证券研究院

1、独家品种: 主力化药有望在 1-2 年贡献省外增量, 关注中成药的渠道整合

主力药品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片新进入 2018 年国家基药目录, 有望在 1-2 年内在广州省外放量。一品红药业主要独家品种包括盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、芬香清解口服液等, 其中盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片是贡献公司业绩的主力品种。2014-2019 年该药品收入平均占总收入比重为 32%, 占自有产品收入比重从 2014 年的 74% 下降到 2019 年的 43.9% 左右, 公司业绩对盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片的依赖程度有所下降, 产品结构优化。我们认为, 考虑到公司产品结构中芬香清解口服液、益气健脾口服液等还有较大的增长弹性, 2020-2022 年盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片占比可能维持在 40-45% 左右。盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片临床效果较好, 有明确的儿童用药剂量, 与克林霉素胶囊相比, 两者的分子结构和分子量不同, 产品制剂也不相同; 前者为一品红的独家专利品种、独家生产, 暂无需考虑国家集采等问题, 从万得医药库数据看, 本公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

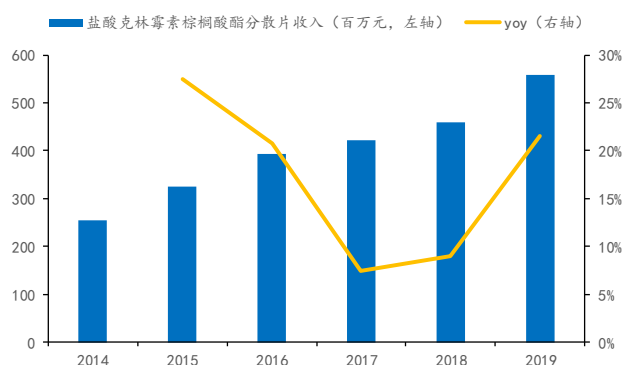
样本医院销售价格基本稳定，在逐步放量的过程中有望贡献稳定的利润。2018 年 10 月盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片新进入国家基本药物目录，参考其他上市公司药品进入国家基药目录后贡献的业绩弹性，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片有望在未来 1-2 年内持续贡献业绩增量。

表2: 一品红主要独家品种简介

分类	药品名称	适应症	是否进入医保或基药
儿童用药	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。	2019 年国家医保目录单列产品、2018 年国家基本药物目录产品。独家专利品种、非限制类口服抗菌药物
儿童用药	芬香清解口服液	用于小儿上呼吸道感染表里俱热症。	2019 年国家医保目录产品, 独家专利品种
儿童用药	馥感淋口服液	用于小儿气虚感冒所引起的发热、咳嗽、气喘、咽喉肿痛。	中药保护品种; 独家专利产品
儿童用药	益气健脾口服液	儿童症见自汗、盗汗、消化不良、伤食、脾虚痞积。	地方医保、地方基药、高新技术产品; 独家品种
儿童用药	参柏洗液	清热燥湿, 杀虫止痒。用于慢性湿疹。	独家专利产品
儿童用药	复方香薷水	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	2019 年国家医保目录产品、专利独家品种

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

图14: 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片收入及增速



资料来源: 公司年报, Wind, 民生证券研究院

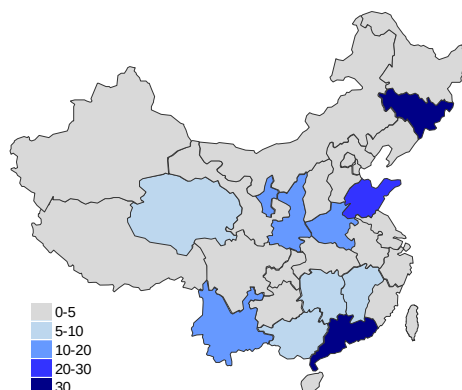
图15: 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片广东省外中标增多



资料来源: Wind 医药库, 民生证券研究院

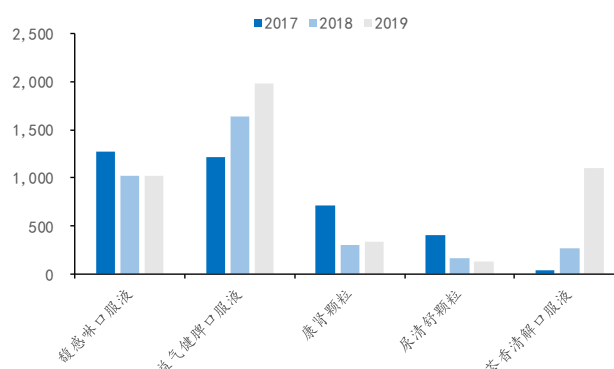
根据万得医药库数据，2017-2019 年一品红主营业务收入中，由于产品销售渠道调整，馥感淋口服液收入基本停滞；益气健脾口服液和芬香清解口服液收入大幅增长。从中标数量和区域分布上，除广东省外，吉林省和山东省有相对较多的中标数。综合考虑儿童用药市场规模较大，而具有明确儿童剂量的优质药品供应不足，我们认为可以关注芬香清解口服液、益气健脾口服液在未来 2-3 年的渠道整合情况和业绩贡献。

图16: 2019 年主要独家品种中标数量分布 (单位个)



资料来源: 公司公告, wind, 民生证券研究院
(注: 万得统计可能为不完全统计, 仅供参考)

图17: 2017-2019 年部分药品销售收入 (万元)



资料来源: Wind医药库, 民生证券研究院
(注: 万得统计口径与公司实际口径有所不同, 仅供参考)

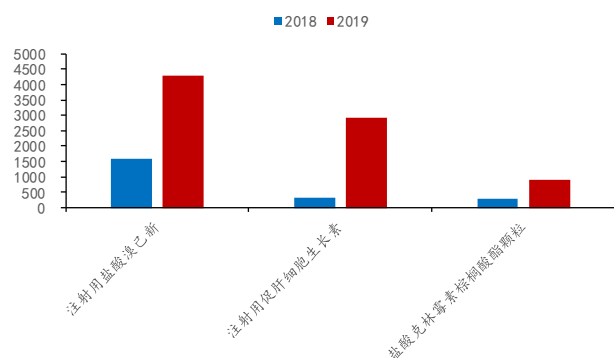
2、非独家品种: 市占率提升印证销售能力, 看好 1-2 年内对业绩的贡献

看好非独家品种在低基数条件下的增长能力。公司非独家品种主要包括盐酸克林霉素棕榈酸酯颗粒、注射用促肝细胞生长素、注射用乙酰谷酰胺等, 我们估算 2019 年非独家品种收入占自由品种比例约为 30-40%。根据万得医药库样本医院销售数据, 2019 年一品红以注射用盐酸溴己新为代表的化药销售额提升迅速, 部分药品如注射用乙酰谷酰胺、注射用促肝细胞生长素等在 2019 年销售额市占率居于行业首位。我们认为, 虽然公司销售的非独家品种多为国内竞争者较多的品种, 但考虑到一品红较强的销售创收能力, 以及相关品种作为一品红产品结构的“较新品种”具有较低的基数, 我们看好公司非独家品种在未来 1-2 年内逐步放量能力。

表3: 一品红主要非独家品种简介

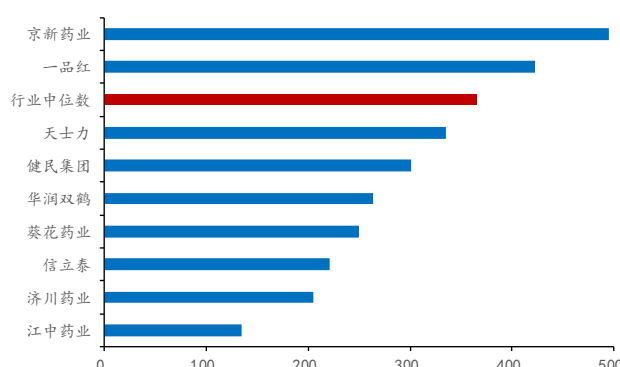
分类	药品名称	适应症	是否进入医保或基药
儿童用药	盐酸克林霉素棕榈酸酯颗粒	用于革兰阳性菌、厌氧菌引起的各种感染性疾病。	2019 年国家医保目录产品、专利品种、非限制类口服抗菌药物
慢性病药	注射用促肝细胞生长素	用于重型病毒性肝炎(急性、亚急性、慢性重症肝炎的早期或中期)的辅助治疗。	2019 年国家医保目录产品、专利产品
慢性病药	注射用乙酰谷酰胺	用于脑外伤性昏迷、神经外科手术引起的昏迷、肝昏迷及偏瘫、高位截瘫、小儿麻痹后遗症、神经性头痛和腰痛等。	多省医保, 首仿品种
慢性病药	注射用环磷腺苷	用于心绞痛、心肌梗死、心肌炎及心源性休克。对改善风湿性心脏病的心悸、气急、胸闷等症状有一定的作用。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。	2019 年国家医保目录产品

资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

图18: 一品红 2019 年化药销售额快速增长 (万元)


资料来源: Wind医药库, 民生证券研究院

(注: 万得统计口径与公司实际口径有所不同, 仅供参考)

图19: 一品红每销售人员创造收入较高 (万元/人)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

(三) 中长期: 自研、合作加速丰富产品组合

关注中长期公司在仿制药、儿童药和呼吸系统系统用药领域的产品布局。根据公司 2019 年报中披露的重点在研项目, 其中进度相对较快的项目包括盐酸溴己新注射液、注射用阿昔洛韦等, 此外还有 40 个项目处于药学研究和临床研究阶段, 在 3-5 年内难以对业绩有明显贡献。此外, 2019 年 1 月 10 日公司与南京康川济医药科技有限公司共同出资设立广东云瑞医药科技有限公司, 加强公司在仿制药一致性评价和开发领域的市场竞争力; 1 月 21 日公司与台湾晟德大药厂共同组建品晟医药科技有限公司, 负责晟德大药厂在台湾取得上市许可证的儿童专用药产品在大陆地区的生产和销售。根据全景网报道, 品晟医药已选定 50 个产品, 涉及中枢神经系统、免疫系统、消化系统、呼吸系统、循环系统、综合感冒等儿童领域专用药, 其中独家品种(含独家剂型)23 个, 首批拟研发生产儿童用药涉及 21 个品种, 该批次产品按 2018 年市场规模计算约为 210 亿元, 有望大幅扩充公司在儿童用药市场的产品储备。2019 年 12 月 24 日, 公司参股国内为数不多的掌握干粉吸入给药系统平台的创新型公司杭州畅溪制药有限公司, 有助于公司拓展呼吸系统疾病治疗领域产品布局。

在短期内, 公司业绩快速增长的主要驱动力在于主力品种和支撑品种进入国家基药目录和公司较强的销售整合能力下的快速放量, 从本质上看公司主要产品结构初步成型, 正处于药品生命周期前半段的快速增长阶段, 有望为中长期公司的产品拓展和结构调整提供现金流支撑。在中长期的阶段中, 需重点关注公司后续科研能力的提升、对外投资或合作项目的拓展和在研项目的进展。

表4: 一品红 2019 年部分重点在研项目

研发项目	项目进度	应用前景	已有临床试验个数 (个)	已上市数量 (个)	已通过一致性评价数量 (个)
盐酸溴己新原料药	已申报, 审评中	呼吸系统疾病			
盐酸溴己新注射液 (前三)	已申报, 审评中	呼吸系统疾病	0	4	0
盐酸氨溴索滴剂 (首家)	已申报, 审评中	呼吸系统疾病	0	0	0
注射用阿昔洛韦 (首家)	已申报, 审评中	抗感染	0	40	0
注射用奥美拉唑钠 (前三)	已申报, 审评中	消化系统疾病	0	145	0
盐酸小檗碱片	已申报, 审评中	消化系统疾病	0	1017	0

盐酸克林霉素胶囊	已申报, 审评中	抗感染	0	159	9
盐酸氨溴索注射液	已申报, 审评中	呼吸系统疾病	2	75	0

资料来源: 公司公告, Wind 医药库, 民生证券研究院

三、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测: 中性预期 2020 年营收增长 15-20%

基于上文对一品红收入的分析 and 展望, 我们进行了更具体的拆分和假设, 其中主要假设包括:

- 自有产品部分: 考虑 2019 年初新冠疫情的影响, 主力产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片 2020 年在广东省外保持 20% 的同比增速, 2021 年增速略有回升; 经过 2017-2019 年的渠道调整, 毓感淋口服液销量在 2020-2022 年间能逐步实现正增长; 注射用促肝细胞生长素、注射用盐酸溴己新和注射用乙酰谷酰胺在 2019 年的收入数据来自于万得医药库中一品红的医院销售数据并进行放大, 放大倍数根据公司披露的盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片的收入额和万得医药库样本医院销售数据的倍数并进行微调。
- 代理产品部分: 考虑公司产品结构调整, 假设 2020-2022 年广东省代理业务相比 2019 年略有下降。

在这样的假设下, 中性预期下我们估算 2020 年一品红销售收入增速在 15-20% 之间, 自有产品收入占总收入比例进一步提升至 80-83%, 进而导致毛利率水平维持在 77-80% 之间, 相比 2019 年略有上升。

表5: 主要收入拆分、盈利预测及主要假设

项目(百万元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1028.30	1250.84	1380.22	1429.55	1637.41	1892.14	2262.90	2594.55
yoy	29.75%	21.64%	10.34%	3.57%	14.54%	15.56%	19.59%	14.66%
自有产品	477.35	574.41	685.89	953.32	1272.42	1545.41	1933.50	2281.63
yoy	37.89%	20.33%	19.41%	38.99%	33.47%	21.45%	25.11%	18.00%
-盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片	324.94	392.33	421.62	459.50	558.56	670.272	837.84	963.516
yoy	27.50%	20.74%	7.46%	8.99%	21.56%	20.00%	25.00%	15.00%
-毓感淋口服液	54.94	67.97	64.57	61.34	58.28	58.28	61.19	64.25
yoy	26.21%	23.72%	-5.00%	-5.00%	-5.00%	0.00%	5.00%	5.00%
-益气健脾口服液	22.64	35.25	47.59	64.24	86.73	108.41	135.51	155.84
yoy	209.29%	55.70%	35.00%	35.00%	35.00%	25.00%	25.00%	15.00%
-注射用促肝细胞生长素	11.96	16.31	32.62	42.41	55.13	57.88	60.78	63.82
yoy	273.75%	36.37%	100.00%	30.00%	30.00%	5.00%	5.00%	5.00%
-注射用盐酸溴己新				75.26	150.52	210.73	273.95	342.43
yoy					100.00%	40.00%	30.00%	25.00%
-注射用乙酰谷酰胺				58.22	203.78	285.30	370.89	463.61
yoy					250.00%	40.00%	30.00%	25.00%
以上 6 个品种收入占自有产品收入比例				79.82%	87.47%	90.00%	90.00%	90.00%
-其他	62.87	62.55	119.49	192.34	159.42	154.54	193.35	228.16
代理产品	550.89	676.29	694.27	424.51	364.98	346.73	329.39	312.92
yoy	23.43%	22.76%	2.66%	-38.86%	-14.02%	-5.00%	-5.00%	-5.00%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 表格中绿色底框为主要假设变量

表6: 毛利率拆分与假设

毛利率	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
自有产品	78.68%	79.43%	84.16%	86.80%	88.86%	87.50%	87.50%	87.50%
代理产品	31.57%	28.84%	32.12%	38.26%	38.28%	37.00%	37.00%	37.00%
其他	88.09%	100.00%	11.68%	89.22%				
综合毛利率	53.44%	52.08%	57.98%	72.48%	77.58%	78.25%	80.15%	81.41%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 表格中绿色底框为主要假设变量

表7: 估算收入占比变化

占总收入比例	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
自有产品	46.42%	45.92%	49.69%	66.69%	77.71%	81.68%	85.44%	87.94%
其中: 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片	31.60%	31.37%	30.55%	32.14%	34.11%	35.42%	37.03%	37.14%
代理产品	53.57%	54.07%	50.30%	29.70%	22.29%	18.32%	14.56%	12.06%
其他	0.01%	0.01%	0.00%	3.62%				

资料来源: Wind, 民生证券研究院

为检验主力产品销售额增速对公司总收入增速的敏感性,并综合考虑悲观、中性和乐观的情境下公司营收增速的稳健性和持续性,我们又补充了营收增速敏感性测试。测试结果表明,在较悲观的情况下,即主力产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片和注射用乙酰谷酰胺销售额增速在 10% 和 20% 的情景下,公司营收增速约在 8-10% 之间;在较乐观的情况下,即主力产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片和注射用乙酰谷酰胺销售额增速在 40% 和 50% 的情景下,公司营收增速约在 20-25% 之间。我们认为,2020 年初新冠疫情一定程度上影响了需求端的销售节奏,在疫情得到有效控制和全社会复工复产后,我们仍看好 2020 年公司主力产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、芬香清解口服液、注射用盐酸溴己新等在广东省外的销售拓展,及产品结构挑战带来的利润向上弹性,发生悲观情景的可能性相对较低。

表8: 一品红主营业务收入增速对主力产品销售增速的敏感性分析表

注射用乙酰谷酰胺 销售额增速	盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片销售额增速				
	10%	20%	30%	35%	40%
20%	8.2%	11.9%	15.6%	17.5%	19.3%
30%	9.6%	13.3%	17.0%	18.8%	20.7%
40%	10.9%	14.6%	18.3%	20.2%	22.0%
45%	11.6%	15.3%	19.0%	20.9%	22.7%
50%	12.3%	16.0%	19.7%	21.5%	23.4%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 投资建议: 首次覆盖给予“推荐”评级

基于公司核心业务板块的分析,我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.32、1.76、2.12 元,2020 年 4 月 24 日收盘价对应 2020 年 34.4 倍 PE。我们认为,一品红主力产品结构初步形成,独家品种如盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、益气健脾口服液等仍处于药品生命周期的前半段,在低基数和基药目录增补的带动下,在 1-2 年内有望逐步释放业绩;非独家品种中,公司销售的注射用盐酸溴己新、注射用乙酰谷酰胺等化药市占率快速增长,初步证明公司较强的销售和运营能力,化药领域仍较大的业绩弹性。综合考虑公司代理产品收入占比有望进一步下降,在收入快速增长的

窗口期内毛利率水平有望维持在较高水平并有所提升，在 2020 年后公司 ROE 有望回升。因此，综合考虑公司在 2020-2021 年收入和利润率向上增长的潜力，我们认为公司在 2019-2021 年归母净利润复合增速有望达到 30-35%，公司相对行业应享有估值溢价，首次覆盖给予“推荐”评级。

表9：一品红与可比公司估值水平

代码	简称	EPS			PE			PB(MRQ)	PS(TTM)
		TTM	2020E	2021E	TTM	2020E	2021E		
行业均值（整体法）		1.13	1.27	1.44	19.12	15.90	13.92	2.22	2.31
行业中值		0.81	1.05	1.15	14.63	14.95	13.35	2.16	2.04
600566.SH	济川药业	1.94	2.24	2.52	10.44	9.04	8.02	2.55	2.40
002294.SZ	信立泰	0.52	0.78	0.94	35.50	28.48	23.65	2.97	4.65
600062.SH	华润双鹤	0.96	1.08	1.18	13.65	12.13	11.14	1.54	1.53
000999.SZ	华润三九	2.16	1.87	2.09	13.62	15.68	14.04	2.29	1.96
600535.SH	天士力	0.56	1.02	1.13	25.88	14.22	12.81	1.92	1.19
002020.SZ	京新药业	0.67	0.66	0.75	15.60	15.86	13.88	2.03	2.13

资料来源：Wind（截止 2020 年 4 月 24 日），民生证券研究院

四、风险提示

新品研发、注册及认证风险：公司的商业模式为药品研发、销售，虽然公司已经初步形成了产品梯队，但药品研发需要资金、人力和时间的积累，药品能否顺利研发成功并上市对公司未来业绩增长和股票的投资情绪均会有较大的影响。

政策变化风险：在药品一致性评价、带量采购的趋势下，全国及地方通过带量采购、招标的方式降低了药品采购价格，对药品竞争格局产生较大影响。公司主力品种多为独家品种，暂无需考虑全国带量采购，但地方招标和采购政策变化可能对公司药品的销售价格和销售量产生负面影响，进而影响公司利润。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,637	1,892	2,263	2,595
营业成本	367	412	449	482
营业税金及附加	21	23	28	32
销售费用	851	971	1,179	1,364
管理费用	86	104	124	143
研发费用	98	123	147	169
EBIT	214	259	335	404
财务费用	4	3	4	7
资产减值损失	0	9	12	14
投资收益	11	17	22	27
营业利润	182	263	341	410
营业外收支	7	19	33	42
利润总额	189	282	374	452
所得税	47	71	93	113
净利润	143	212	280	339
归属于母公司净利润	144	213	283	342
EBITDA	252	301	379	450
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	710	830	1003	1228
应收账款及票据	252	303	362	415
预付款项	5	6	6	7
存货	82	98	98	112
其他流动资产	27	27	27	27
流动资产合计	1178	1375	1626	1926
长期股权投资	0	17	39	66
固定资产	181	185	188	192
无形资产	313	345	375	404
非流动资产合计	617	716	818	922
资产合计	1795	2091	2444	2849
短期借款	198	248	278	308
应付账款及票据	20	26	28	30
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	384	469	541	607
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	70	70	70	70
非流动负债合计	70	70	70	70
负债合计	454	539	611	677
股本	161	161	161	161
少数股东权益	12	10	7	4
股东权益合计	1341	1552	1833	2172
负债和股东权益合计	1795	2091	2444	2849

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	14.5%	15.6%	19.6%	14.7%
EBIT 增长率	-5.9%	20.9%	29.5%	20.6%
净利润增长率	-31.0%	48.5%	32.7%	20.8%
盈利能力				
毛利率	77.6%	78.2%	80.1%	81.4%
净利润率	8.8%	11.3%	12.5%	13.2%
总资产收益率 ROA	8.0%	10.2%	11.6%	12.0%
净资产收益率 ROE	10.8%	13.8%	15.5%	15.8%
偿债能力				
流动比率	3.1	2.9	3.0	3.2
速动比率	2.9	2.7	2.8	3.0
现金比率	1.9	1.8	1.9	2.1
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	56.9	55.0	57.0	59.0
存货周转天数	78.4	78.4	78.4	78.4
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	1.3	1.8	2.1
每股净资产	8.2	9.6	11.3	13.4
每股经营现金流	1.4	1.2	1.5	1.8
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	51.2	34.4	26.0	21.5
PB	5.5	4.8	4.0	3.4
EV/EBITDA	19.5	16.0	12.6	10.4
股息收益率	0.4	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	143	212	280	339
折旧和摊销	38	51	56	60
营运资金变动	61	(52)	(47)	(53)
经营活动现金流	230	186	247	292
资本开支	105	105	91	82
投资	(25)	0	0	0
投资活动现金流	(118)	(105)	(91)	(82)
股权募资	12	0	0	0
债务募资	(83)	0	0	0
筹资活动现金流	(209)	39	17	15
现金净流量	(97)	120	173	225

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 制药公司业绩分析新框架	4
图 2: 单一药品或不调整产品结构下的收入贡献累计增幅	5
图 3: 能及时调整产品结构的公司能享有更持续的业绩增速	5
图 4: 部分药企超额投资收益复盘: 药品生命周期和结构调整对超额收益的贡献	6
图 5: 2013-2019 年公司收入结构及增速	7
图 6: 2019 年 Wind 数据库中公司药品销售额构成	7
图 7: 公司收入和归母净利情况	8
图 8: 公司毛利率、净利润率与扣非 ROE 波动情况	8
图 9: 2019 年应收周转率略有回升, 信用损失拉低利润	8
图 10: 2018 年公司财务指标在行业的相对水平 (单位%)	8
图 11: 公司收入的地域分布: 华南占比下降	9
图 12: 各地区收入增速: 华北、华中持续增长	9
图 13: 2015-2019 年广州一品红在全国主要省份中标热度: 2017 年以来逐年升高	9
图 14: 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片收入及增速	10
图 15: 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片广东省外中标增多	10
图 16: 2019 年主要独家品种中标数量分布 (单位个)	11
图 17: 2017-2019 年部分药品销售收入 (万元)	11
图 18: 一品红 2019 年化药销售额快速增长 (万元)	12
图 19: 一品红每销售人员创造收入较高 (万元/人)	12

表格目录

表 1: 分析所用公司简介	4
表 2: 一品红主要独家品种简介	10
表 3: 一品红主要非独家品种简介	11
表 4: 一品红 2019 年部分重点在研项目	12
表 5: 主要收入拆分、盈利预测及主要假设	13
表 6: 毛利率拆分与假设	14
表 7: 估算收入占比变化	14
表 8: 一品红主营业务收入增速对主力产品销售增速的敏感性分析表	14
表 9: 一品红与可比公司估值水平	15
公司财务报表数据预测汇总	16

分析师简介

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。