

聚焦儿童与慢病领域，创新转型值得期待

买入|首次推荐

——一品红(300723.SZ)首次覆盖报告

报告要点：

● 公司实现“儿童药+慢病药+生物药”的发展布局

公司是一家聚焦儿童药和慢病药领域的医药创新企业，专注于药品研发、生产、销售，产品类别涵盖化学药、特色中药、生物疫苗等，已构建起以儿童药产品、慢病药产品为核心，生物基因疫苗产品为延伸的产品管线，形成了以“特色儿童药+创新慢病药+生物基因疫苗”为重点的业务发展格局。

● 业绩高速增长，业务结构持续改善

公司业绩持续保持高速增长，同时自研产品占比持续提升，代理业务占比快速下降。公司共有22个儿童药注册批件，其中8个为儿童药独家品种，核心产品克林霉素棕榈脂分散片持续稳健增长，芬香清解口服液、馥感琳口服液、益气健脾口服液、小儿咳喘灵口服液等医院覆盖率快速提升，未来成长空间较大。公司慢病业务注册批件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，竞争格局较好，未来随着更多的慢病药物上市，公司慢病业务领域有望继续保持稳健增长。

● 持续加大研发投入，AR882值得期待

公司持续加大研发投入，2021年公司研发投入1.42亿元，占营业收入比例达到6.47%。目前公司在慢病用药领域仿制药在研产品较多，预计未来上市后，有望为公司贡献稳定现金流。同时，公司的首个创新药AR882快速推进全球临床，预计未来有望成为大品种。此外，公司在疫苗、PROTAC等多个领域均有布局，有望为公司长期发展助力。

● 投资建议与盈利预测

预计2022-2024年，公司实现营业收入分别为23.25亿元、30.52亿元和39.43亿元，实现归母净利润分别为3.28亿元、4.54亿元和5.97亿元，对应EPS分别为1.14元/股、1.58元/股和2.07元/股，对应PE分别为30倍、22倍和17倍。公司是特色显著的儿童药和慢病用药企业，目前公司业务结构持续调整，主力产品克林霉素棕榈脂分散片持续稳健增长，二线产品基数较低，部分产品正处于快速放量阶段，同时，公司在慢病用药领域加大研发投入，产品数量快速增加，在研管线丰富，慢病用药未来有望成为公司业绩的重要增长点。目前，公司在创新研发上，内生外延并进，首个痛风创新药AR882值得期待。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

产品降价风险；产品放量不及预期风险，创新研发进度不及预期风险。

基本数据

52周最高/最低价(元): 37.74 / 22.34

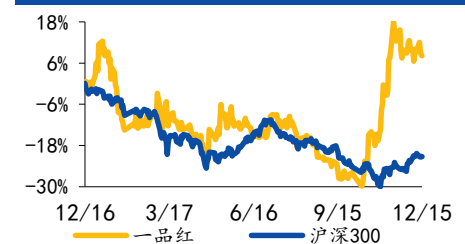
A股流通股(百万股): 131.47

A股总股本(百万股): 287.33

流通市值(百万元): 4542.25

总市值(百万元): 9927.42

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

联系人 朱仕平

电话 021-51097188

邮箱 zhushiping@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1675.42	2199.21	2325.48	3052.07	3943.16
收入同比(%)	2.32	31.26	5.74	31.24	29.20
归母净利润(百万元)	225.61	306.92	327.92	454.08	596.52
归母净利润同比(%)	57.02	36.04	6.84	38.47	31.37
ROE(%)	15.19	16.37	15.29	17.90	19.57
每股收益(元)	0.78	1.07	1.14	1.58	2.07
市盈率(P/E)	43.74	32.15	30.09	21.73	16.54

资料来源: Wind, 国元证券研究所

目 录

1. “研产销一体”的创新型制药企业	4
1.1 特色儿童药主导，全面布局创新医药	4
1.2 业绩稳健增长，业务结构持续改善	5
2. 儿童药产品丰富，市场前景广阔	8
2.1 儿童人口基数庞大，儿童药产品短缺	8
2.2 公司儿童药产品丰富，产品覆盖率仍有望提升	10
2.3 核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片持续加速放量	12
2.4 二线产品疗效突出，放量持续快速增加	15
3. 公司持续加大研发投入，AR882 值得期待	17
3.1 内生外延加速推进，创新技术平台日臻完善	17
3.2 痛风市场空间广阔，首个创新药 AR882 值得期待	22
4. 布局生物疫苗领域，重组蛋白流感疫苗值得期待	26
5. 盈利预测与投资建议	29
5.1 盈利预测	29
5.2 投资建议	30
6. 风险提示	30

图表目录

图 1：公司是一家聚焦儿童药、慢病药领域的医药创新企业	4
图 2：公司发展历程	4
图 3：公司股权结构	5
图 4：主营业务收入稳定增长（亿元）	5
图 5：归母净利润稳定增长（亿元）	5
图 6：公司自研产品营收占比大幅提升	6
图 7：公司近年自研产品毛利贡献大幅提升	6
图 8：公司自研产品营收稳定提升（亿元）	6
图 9：公司近年自研产品和代理产品毛利贡献（亿元）	6
图 10：公司毛利率与净利率稳步增长	7
图 11：2019-2021 年儿童药与慢病药营收稳定增长（亿元）	7
图 12：2021 年公司自研产品分类和其他服务的营收及占比	7
图 13：公司历年各项期间费用率情况	8
图 14：公司历年销售人员数量及占比（人）	8
图 15：公司各地区营业收入分布（亿元）	8
图 16：公司各地区营收结构趋于均衡	8
图 17：我国儿童人口（亿人）及占比	9
图 18：2014 年我国儿童常见疾病（N=2949）	9
图 19：我国儿童不同疾病市场规模（亿元）及占比	10
图 20：我国儿童用药市场规模情况（亿元）	10

图 21: 克林霉素棕榈酸酯不同剂型市场格局	14
图 22: 克林霉素棕榈酸酯不同厂商竞争格局	14
图 23: 克林霉素棕榈酸酯分散片近年销售额及增长情况 (亿元)	14
图 24: 产品芬香清解口服液	15
图 25: 芬香清解口服液治疗儿童流感的疗效和安全性	15
图 26: 我国城市公立医院芬香清解口服液销售情况	16
图 27: 产品馥感淋口服液	16
图 28: 临床总有效率等级概率图	17
图 29: 馥感淋口服液城市公立医院销售情况	17
图 30: 公司 2017-2021 年研发投入、资本化及占比 (百万元)	19
图 31: 公司 2017-2021 年研发人员数量及占比	19
图 32: 公司近年投资合作项目	20
图 33: 公司三大创新技术研发平台	20
图 34: 2019-2021 年公司申报及获批注册批件情况 (个)	22
图 35: 痛风创新药 AR882 基本介绍	23
图 36: AR882 抑制 URAT1 介导的尿酸摄取	23
图 37: 尿酸转运蛋白及其抑制剂在高尿酸血症中的作用	23
图 38: 每天口服一次 AR882 后的平均血清尿酸盐浓度与基线相比的百分比变化	24
图 39: 基于 PK/PD 模型的单次口服 100 mg AR882 后 AR882 和 AR896 的模拟血清尿酸降低效果	24
图 40: AR882 相对于标准剂量下的非布司他、别嘌醇、雷西纳德、苯溴马隆和 Verinurad 的有效率具有优势	24
图 41: 全球高尿酸血症及痛风患者人数预测	26
图 42: 全球痛风药物市场规模预测	26
图 43: 中国高尿酸血症及痛风患者人数预测	26
图 44: 华南疫苗研发管线情况	27
图 45: 生物基因疫苗项目专注于重组蛋白纳米颗粒疫苗的开发	27
图 46: BEVS 的组装过程: 表达、扩增、转染、组装	28
 表 1: 公司主要儿童药品种及推荐指南	 10
表 2: 公司儿童药核心产品及特色产品的竞争优势	12
表 3: 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片为儿童专用 2 类新药	13
表 4: 公司主要慢病药品种及指南推荐	18
表 5: 公司在研项目	21
表 6: 全球已经上市的降尿酸药物	25
表 7: 一品红收入拆分	29
表 8: 可比公司估值对比	30

1. “研产销一体”的创新型制药企业

1.1 特色儿童药主导，全面布局创新医药

一品红药业股份有限公司（ApicHope）是一家聚焦儿童药和慢病药领域的医药创新企业，长期以来，公司充分发挥企业优势，通过自主研发、技术合作等多种创新方式，不断提高公司医药研发实力，全面布局中药和生物药，已形成“特色儿童药+创新慢病药+生物基因疫苗”的产业格局。

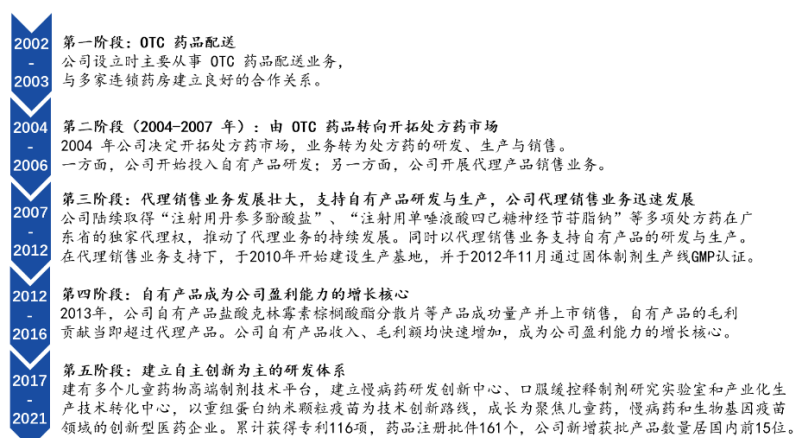
图 1：公司是一家聚焦儿童药、慢病药领域的医药创新企业



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司主要产品以儿童用药和慢性病用药为主，其他领域用药为补充。公司主营业务的发展历程可以分为以下 5 个阶段，由代理药品的销售为主转为自研药品研产销一体的创新型特色制药企业。

图 2：公司发展历程

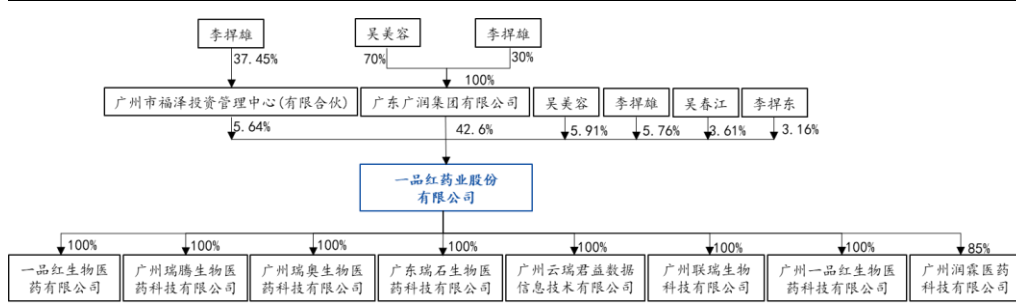


资料来源：公司官网，国元证券研究所

1.2 业绩稳健增长，业务结构持续改善

公司为民营控股企业，公司实际控制人为李捍雄和吴美容夫妇，两人直接或间接分别持有公司 37.60%和 18.65%总计 56.25%的股份。公司下辖 10 家子公司，其中 9 家全资子公司，分别开展化学药、中药产品、生物创新药及新药技术研发等业务。

图 3：公司股权结构



资料来源：wind，国元证券研究所（时间截至 2022.9.30）

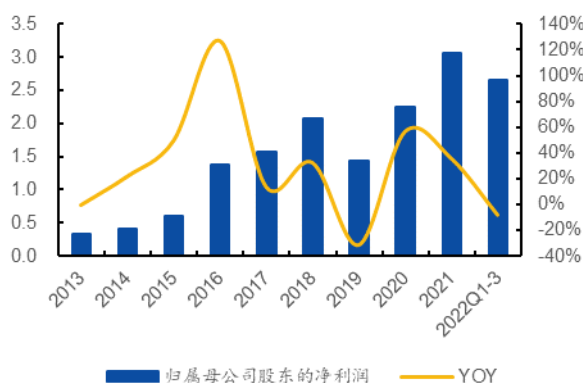
公司业绩整体保持稳定增长，其中营业收入由 2013 年的 5.08 亿元增长至 2021 年 22 亿元，年复合增长率为 20.11%，归母净利润由 0.33 亿元增长至 3.07 亿元，年复合增长率为 32.15%。2019 年归母净利润出现下降主要与公司计提应收账款坏账有关，2020 年因受疫情影响，收入增速放缓，但利润有所恢复，2021 年继续保持稳健增长。2022Q1-3 公司实现收入 16.15 亿元，同比下降 2.32%，实现归母净利润 2.66 亿元，同比下降 7.75%，业绩同比下降主要与受疫情影响较大有关。

图 4：主营业务收入稳定增长（亿元）

图 5：归母净利润稳定增长（亿元）



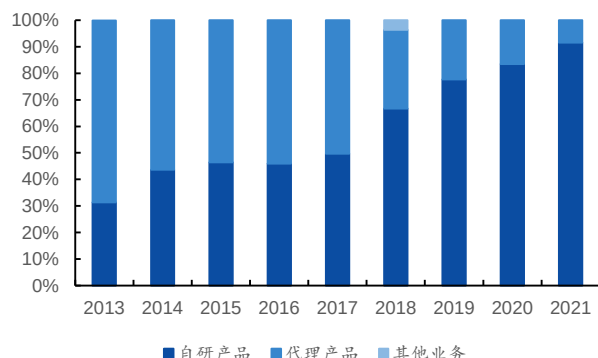
资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

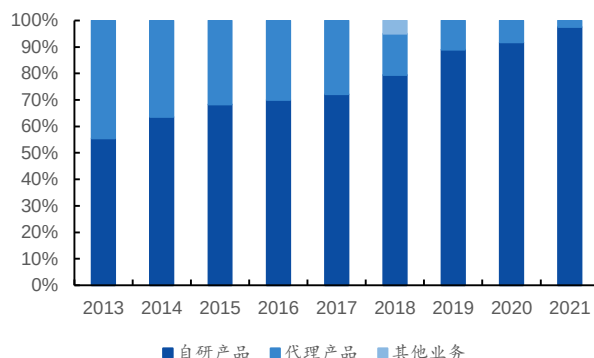
公司主营业务主要由自研产品业务和处方药代理销售业务两部分构成。受两票制政策影响，2018 年起公司代理业务大幅下滑，营收占比同比下降 41%，同时随着公司科研创新的持续投入，代理业务占比进一步下降，2021 年营收占比降至 8.39%，公司收入结构由代理业务逐步转向以自研产品为主导，2021 年自研产品占比已提升至 91.61%。从毛利来看，2013 年自研产品毛利占比 55.34%，超过代理产品的毛利占比，此后自研产品的毛利占比逐年提升，2021 年占比达到 97.52%。

图 6：公司自研产品营收占比大幅提升



资料来源：wind，国元证券研究所

图 7：公司近年自研产品毛利贡献大幅提升



资料来源：wind，国元证券研究所

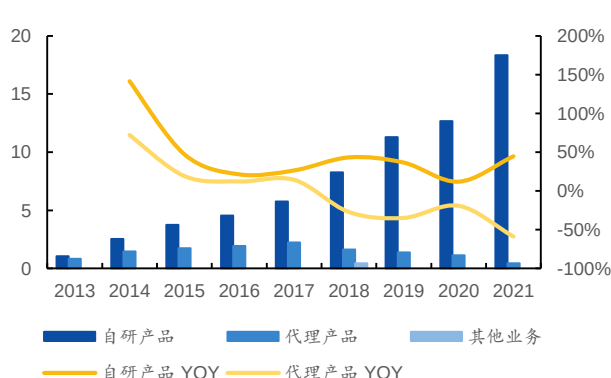
伴随着自研产品的强劲势头，公司自研产品营收由 2017 年的 6.86 亿元增长到 2021 年达到 20.15 亿元，年复合增长率为 30.91%。自研产品毛利由 2017 年的 5.77 亿元增长到 2021 年达到 18.34 亿元，年复合增长率达到 33.51%。目前自研产品已取代代理产品成为公司主要营收来源，公司成功转型为以科研技术为第一驱动力的创新型药企。

图 8：公司自研产品营收稳定提升（亿元）



资料来源：wind，国元证券研究所

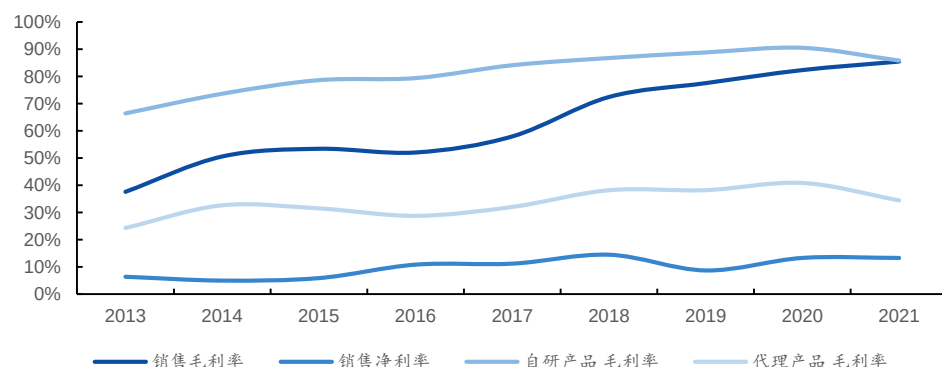
图 9：公司近年自研产品和代理产品毛利贡献（亿元）



资料来源：wind，国元证券研究所

2013 年公司自研产品毛利率为 66.49%，2021 年增长至 85.97%。公司毛利率与净利率均逐年上升，整体毛利率从 2013 年的 37.62% 增长至 2021 年的 85.82%，显著高于代理产品毛利率约 72%，净利率从 2013 年的 6.37% 增长至 2021 年的 13.34%。目前公司自研产品已成为公司业绩的主要营收来源，且自研产品的规模持续增加，毛利率较高且保持平稳增长，由 2013 年的 66.49% 增长至 2021 年的 85.87%，推动公司整体毛利率稳步提升。

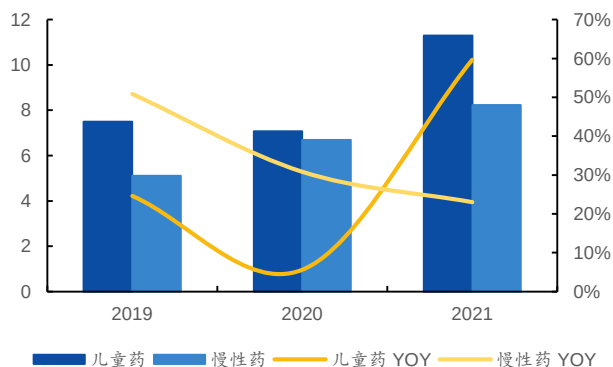
图 10：公司毛利率与净利率稳步增长



资料来源：wind，国元证券研究所

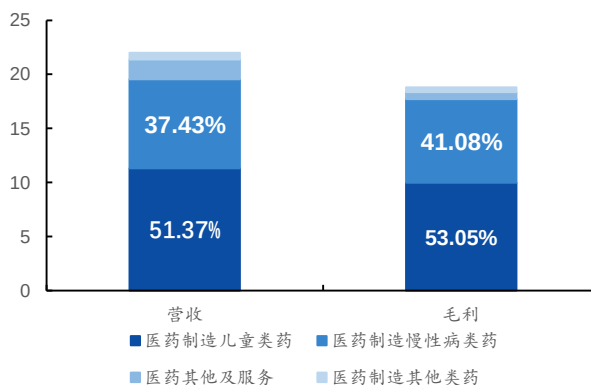
公司药品以儿童药和慢病药为主，儿童药营收和毛利略高于慢病药。儿童药营收由 2019 年的 7.5 亿增加至 2021 年的 11.30 亿，同比增长 59.68%，增幅较大，营收占比达到 51.37%。儿童药毛利 2021 年为 9.98 亿元，占比 53.05%。慢病药营收由 2019 年的 5.11 亿增加至 2021 年的 8.23 亿，同比增长 23.03%，营收占比达到 37.43%。慢病药毛利 2021 年为 7.72 亿元，占比 41.08%。

图 11：2019-2021 年儿童药与慢病药营收稳定增长（亿元）



资料来源：wind，国元证券研究所

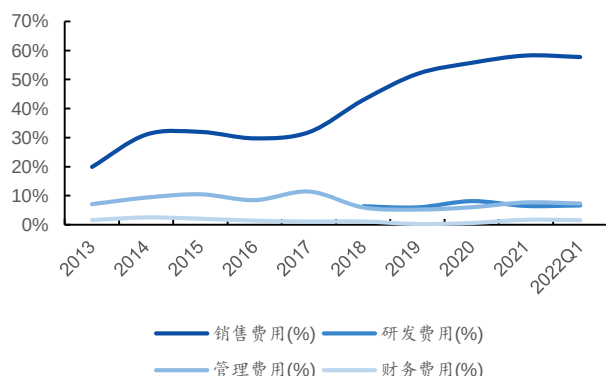
图 12：2021 年公司自研产品分类和其他服务的营收及占比



资料来源：wind，国元证券研究所

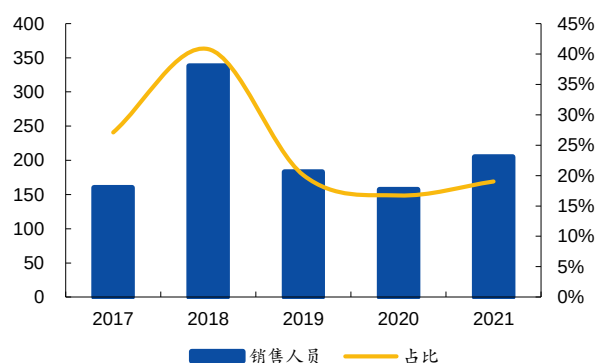
公司期间费用率整体控制较好。公司管理费用率和财务费用率保持稳定，2021 年分别为 7.69% 和 1.74%。2021 年销售费用率为 58.28%，近几年处于持续的增长状态，与公司业务转型有关。

图 13：公司历年各项期间费用率情况



资料来源：wind，国元证券研究所

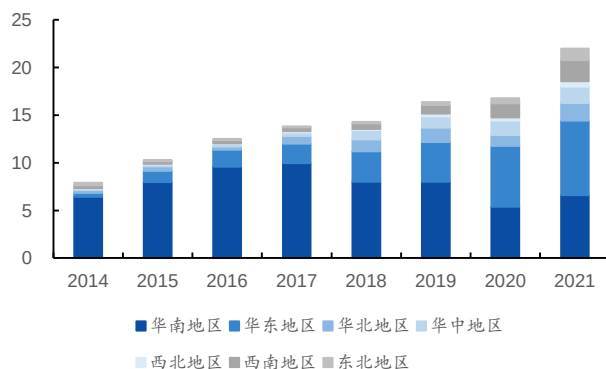
图 14：公司历年销售人员数量及占比（人）



资料来源：wind，国元证券研究所

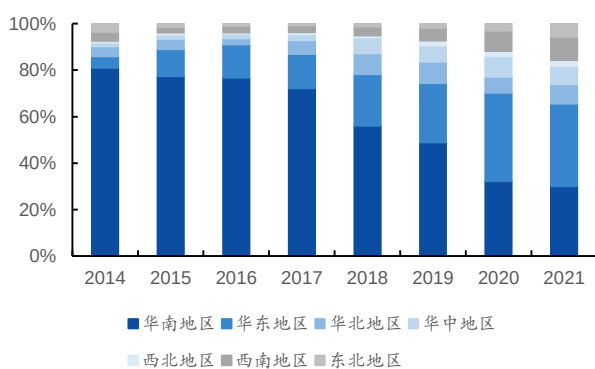
公司区域市场收入维度均衡，市场开拓显示成效。市场开拓上，公司继续加快全国市场渠道布局，培育重点市场，加快终端医疗机构开发，推进重点产品销售。按医药制造收入区域维度分析，2021 年华南区域市场收入 6.61 亿元，同比增长 22.41%，华南区域以外市场收入 15.38 亿元，同比增长 35.39%。华东地区同样保持稳定增长，2021 年市场收入 7.81 亿元，超过华南地区，同比增长 23%。2021 年华北营收 1.86 亿元，同比增长 60.35%；同时公司积极布局省外产品营销管线，华中区域营收 1.71 亿元，同比增长 13.24%；西北区域营收 0.55 亿元，同比增长 66.67%；西南区域营收 2.22 亿元，同比增长 50.00%；东北区域营收 1.23 亿元，同比增长 141.18%。东北、华北、西北等区域市场收入实现快速增长，全国各区域市场收入更加均衡。

图 15：公司各地区营业收入分布（亿元）



资料来源：wind，国元证券研究所

图 16：公司各地区营收结构趋于均衡



资料来源：wind，国元证券研究所

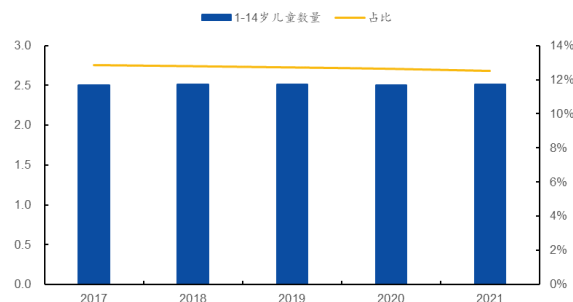
2. 儿童药产品丰富，市场前景广阔

2.1 儿童人口基数庞大，儿童药产品短缺

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

中标明儿童使用及用法用量的药品。据国家统计局统计数据显示，2021 年我国 0-14 岁周岁人口数量达到 2.51 亿人，占总人口比重为 12.52%。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，预计儿童用药需求呈现强劲增长趋势，人口基数庞大，儿童药产品短缺。

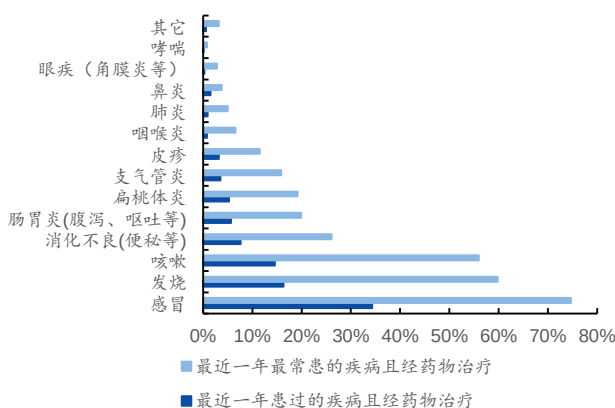
图 17：我国儿童人口（亿人）及占比



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

通过对涉及 4 个直辖市和 27 个省份的 100 多个城市的 0~14 岁并且在过去一年给儿童购买过药品的儿童家长、儿科临床医生和药店店员家长进行调研，结果显示儿童患病率较高的疾病主要是呼吸系统疾病和消化系统疾病。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%。

图 18：2014 年我国儿童常见疾病（N=2949）



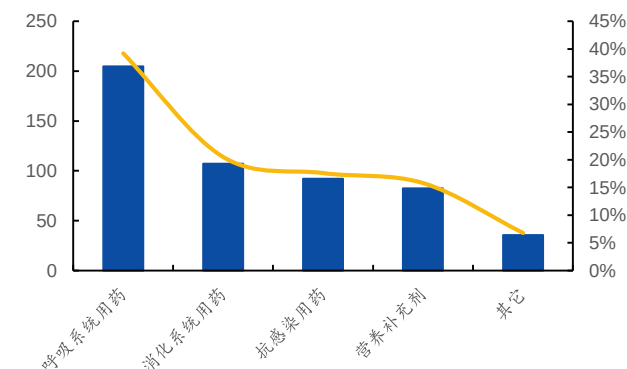
资料来源：2016 年儿童安全用药调查报告，国元证券研究所

目前我国儿童药品种少，剂型短缺，市场用药规范仍有待加强。主要由于针对儿童药的研发方面，除需要满足药物有效性和安全性外，对于给药方式、药品味道、药品剂量、用药频次等临床需求更为精细。国家食药监局相关数据显示，我国 3500 多种化学药品制剂中，供应儿童专用的药品不足 60 种，儿童剂型占比不足 10%，18 万个药品注册批件中，儿童专用药物 3000 个，占比不足 2%。2021 年国务院《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”，从保障需

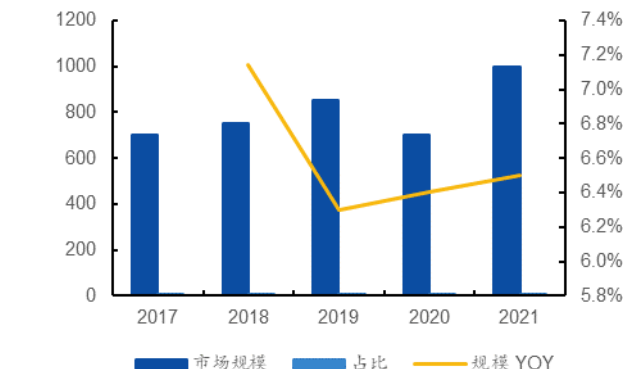
求、鼓励研发、优先审评、简化采购程序、扩大医保支付范围等多个方面出台儿童用药相关政策，相关政策的支持下，儿童药市场前景广阔。从用药市场规模来看，2021年国内儿童用药市场规模超过750亿元，仅占比整体药品市场的4.38%。

图 19：我国儿童不同疾病市场规模（亿元）及占比

图 20：我国儿童用药市场规模情况（亿元）



资料来源：2016 年儿童安全用药调查报告，国元证券研究所



资料来源：米内网，国元证券研究所

2.2 公司儿童药产品丰富，产品覆盖率仍有望提升

2.2.1 儿童药研发管线丰富，竞争优势明显

在儿童药领域，根据儿童患者特点，公司建有儿童药物高端制剂技术平台，通过药物混悬剂技术、颗粒掩味技术、精准化给药等技术创新，可确保儿童患者用药的安全性，全面提升儿童患者依从性。同时公司儿童药产品结构丰富，可满足呼吸、抗感染、抗过敏、消化领域等儿童常见疾病临床诊疗需求。公司现有 18 个儿童药产品批件，包括儿童感冒、消化厌食、病毒感染、儿童湿疹、手足口病等儿童常见病领域，其中芬香清解口服液和馥感啉口服液被纳入十三五国家科技重大专项，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片、芬香清解口服液等 9 个产品获得《中国儿童药品临床应用指南》用药推荐。2021 年公司新增获批儿童药注册批件 3 个，包括“孟鲁司特钠颗粒”、“盐酸氨溴索滴剂”和“盐酸左西替利嗪口服滴剂”。

表 1：公司主要儿童药品种及推荐指南

药品类别	药品名称	适应症或功能主治	国家基药	国家医保	指南推荐
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）》、《抗菌药物治疗指南》、《中国儿童药品临床应用指南》等国内外多个指南推荐，收入《国家处方集（化学药品与生物制品卷儿童版）》。
化学制剂	盐酸克林霉素棕榈酸酯颗粒	用于革兰氏阳性菌、厌氧菌引起的各种感染性疾病。	否	是	国内外多个权威指南推荐，入选《世界卫生组织基本药物目录（儿童版 2021）》、《中国国家处方集》、《中国国家处方集（儿童版）》、《中国药典（2015 版）》。
化学制剂	乙酰吉他霉素干混悬剂	革兰氏阳性菌，特别是金黄色葡萄球菌，肺炎球菌及表皮葡萄球菌	否	否	《中国儿童药品临床应用指南》推荐用药。

菌引起的各种感染性疾病。					
药品类别	药品名称	适应症或功能主治	国家基药	国家医保	指南推荐
药品类别	药品名称	适应症或功能主治	国家基药	国家医保	指南推荐
化学制剂	盐酸氨溴索滴剂	适用于痰液粘稠而不易咳出者。	否	是	《儿童新型冠状病毒感染诊断、治疗和预防专家共识（第三版）》、《中国儿童慢性湿性咳嗽的诊断与治疗专家共识（2019年版）》、《咳嗽基层合理用药指南》等多个国内外权威指南推荐。
中药制剂	芬香清解口服液	疏散风热，清泻里热，解毒利咽。用于小儿上呼吸道感染表里俱热证，症见发热、便秘、鼻塞、流涕、咳嗽、咽红肿痛、口渴烦躁、舌红苔黄，脉滑数等者。	否	是	《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 试验验证治疗儿童流感疗效与奥司他韦作用相当。
中药制剂	馥感琳口服液	清热解毒，止咳平喘，益气疏表。用于小儿气虚感冒所引起的发热、咳嗽、气喘、咽喉肿痛。	否	否	国家中药保护品种，《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。
中药制剂	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。	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》、《小儿疳症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，杀虫止痒。用于慢性湿疹类皮炎，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；《中成药临床应用指南-肛肠疾病分册》推荐用于肛门湿疹的治疗；《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	小儿咳喘灵口服液（合剂/颗粒）	本品宣肺、清热，止咳、祛痰。用于上呼吸道感染引起的咳嗽。	否	是	国家卫健委《流行性感冒诊疗方案》等多个指南推荐用药。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2021 年，公司医药制造产品新开发各类别医疗机构共 8673 家次，其中等级以上医疗机构 1885 家，全产品管线在终端医疗机构整体覆盖率仍偏低。除重点产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片在二级及以上等级医院覆盖率约为 19.43%外，其他特色儿童药如馥感琳口服液、益气健脾口服液、芬香清解口服液和参柏洗液等在等级医院的覆盖率均低于 3%，未来公司将继续提升医药制造产品终端覆盖率。此外，2021 年公司多个产品在 28 个省份新增中标资格，为医药制造产品收入结构均衡及持续增长打下坚实基础。

表 2：公司儿童药核心产品及特色产品的竞争优势

产品	竞争优势
盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片	独家剂型，专利保护；国家医保、地方医保、新农合、地方基药；非限制类抗生素，广东省高新技术产品，2015 年度广东省医药行业优秀产品品牌；在大环内酯、林可酰胺类抗生素市场中排名靠前 18；入选《国家基本药物处方集》；有明确的儿童用法用量，入选《国家处方集（儿童版）》，《2015 版 WHO 儿童基本药物目录》；口服生物利用度 90%，可替代门诊针剂治疗。
芩香清解口服液	国家医保目录产品，独家专利品种，高新技术产品；芩香说明书中有明确的西医疾病名称和中医证候描述，有明确的分年龄段儿童用法用量，便于精准给药；口服液剂型，符合儿童的用药习惯，携带、服用方便，依从性好；严谨的儿科临床试验设计，完善的循证医学研究，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、大便秘结/干结；芩香清解口服液治疗儿童流行性感冒 RCT 一级临床研究表明，与对照药磷酸奥司他韦颗粒疗效相当；进入多个权威指南及多省新冠诊疗指南方案如《中成药治疗优势病种临床应用指南-小儿急性上呼吸道感染》、《广东省手足口病诊疗指南（2018 年版）》、《黑龙江省新型冠状病毒肺炎中西医结合防治专家共识》、《山东省新型冠状病毒肺炎中医药诊疗方案》等；收入全国中医药行业高等教育“十三五”创新教材，被列入“十三五国家科技重大专项-儿童用药品种及关键技术研发”。
馥感琳口服液	儿童专用药，独家品种、专利保护；国家中药保护品种、广东省高新技术产品。唯一可用于治疗气虚感冒的儿童专用，双重途径抗病毒，直接抑制病毒并增强机体免疫力；《中成药临床应用指南：感染性疾病分册》中推荐馥感琳口服液用于手足口病湿热脾肺证；《广东省中医药防治手足口病专家共识 2015 年版》中推荐馥感琳口服液用于手足口病邪犯脾肺证和湿热蕴毒证；《中医临床诊疗指南释义：儿科疾病分册》中推荐馥感琳口服液用于小儿感冒、反复呼吸道感染的治疗。
益气健脾口服液	独家品种，地方医保、地方基药 2019 年广东省高新技术产品；说明书明确儿童和成人适应症及用法用量，儿童、成人、老年人均可使用；益气、健脾、消食三效作用机制，治疗成人及儿童脾胃虚弱证总有效率达 96.95%；《中成药临床应用指南-儿科疾病分册》、《临床常用方剂与中成药》、《小儿疳症社区中医健康管理方案》推荐用药；组方药材均药食两用，药性平和，胃肠更耐受，安全性高；口服液剂型，酸甜口味，服用方便，依从性高。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.3 核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片持续加速放量

独家专利药盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片是公司自主研发的分散片剂型，针对儿童患者和吞咽困难患者使用，属于 2 类新药，原料为克林霉素棕榈酸酯，在肠道里溶解，区别于制成盐酸克林霉素片/胶囊的克林霉素，可以改善口感，增加吸收，降低刺激性，增加了公司在儿童药领域的竞争优势，体现了公司自研的科技创新能力。

2021 年公司关于盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片治疗牙周炎有效性与安全性试验顺利结题，结果表明克林霉素棕榈酸酯分散片治疗慢性牙周炎疗效明显，不良反应发生率降低，安全性和患者依从性显著增加。

表 3：盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片为儿童专用 2 类新药

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
医保目录药品名称	克林霉素棕榈酸酯、口服常释剂型	克林霉素、口服常释剂型
国家定价	原发改价格[2011]1670 号	发改价格[2014]856 号（低价药）
分子式	$C_{34}H_{63}ClN_2O_6S \cdot HCl$	$C_{18}H_{33}ClN_2O_5S \cdot HCl$
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。便于精准给药	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
便携性	室温存放，随拿随用	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

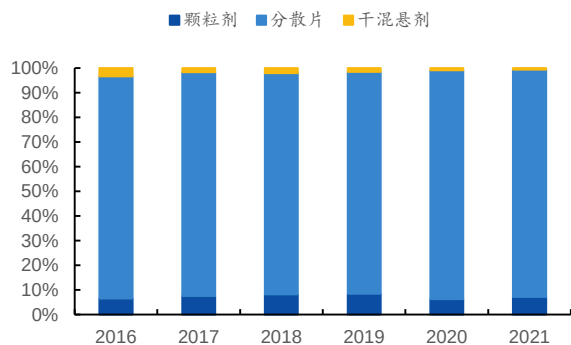
资料来源：方舟健客，国元证券研究所

一品红拥有全国独家的分散片剂型，优势突出，实现精准给药的同时增加了儿童用药的依从性，市场占比持续提升。盐酸克林霉素棕榈酸酯为克林霉素的衍生物，体外

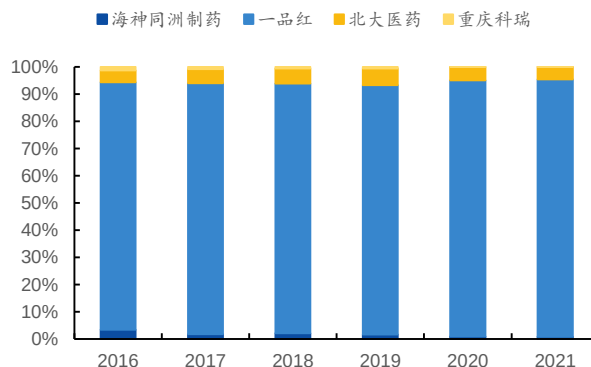
无抗菌活性，在体内经酯酶水解形成克林霉素而发挥抗菌活性，主要作用于革兰阳性球菌和厌氧菌感染，覆盖了轻中度感染常见病原体。目前克林霉素棕榈酸酯分为三种剂型，分别为颗粒剂、分散片和干混悬剂，其中分散片份额最高，超过 90%，是一品红的独家产品。从竞争格局来看，北大医药、重庆科瑞的剂型是颗粒剂，海神同洲制药的剂型是干混悬剂，此外，一品红也有少量的颗粒剂。从市场份额来看，一品红市场份额超过 90%，是市场的绝对龙头。

图 21：克林霉素棕榈酸酯不同剂型市场格局

图 22：克林霉素棕榈酸酯不同厂商竞争格局



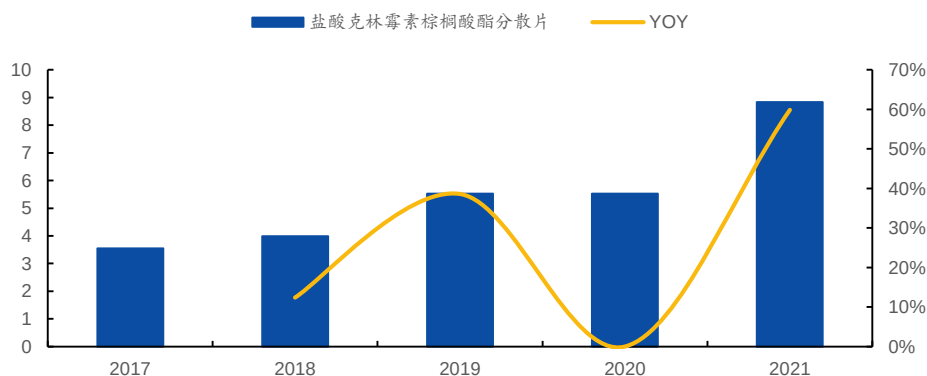
资料来源：药智网，国元证券研究所



资料来源：药智网，国元证券研究所

公司核心产品克林霉素棕榈酸酯分散片 2017 年销售额 3.55 亿元，2021 年增长至 8.83 亿元，复合增长率为 25.58%，2021 年同比增长 59.86%。

图 23：克林霉素棕榈酸酯分散片近年销售额及增长情况（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

目前我国克林霉素在公立医疗终端的年销售额超过 30 亿元，每年保持平稳自然增长，市场规模较大，克林霉素棕榈脂占克林霉素整体市场的比例持续提升，目前仍然不到 30%，预计未来仍有较大提升空间。公司的克林霉素棕榈脂分散片竞争优势显著，市场地位稳固，预计未来有望继续实现较快增长。

2.4 二线产品疗效突出，放量持续快速增加

2.4.1 芩香清解口服液循证医学证据充足

芩香清解口服液可用于疏散风热，清泻里热，解毒利咽。用于小儿上呼吸道感染表里俱热症，收录于《中成药治疗小儿急性上呼吸道感染临床诊疗指南（2020年）》、《儿童流行性感胃中西医结合防治专家共识》及《临床急危重症常用中成药调剂技术规范》，公司产品获临床专家满意度高。

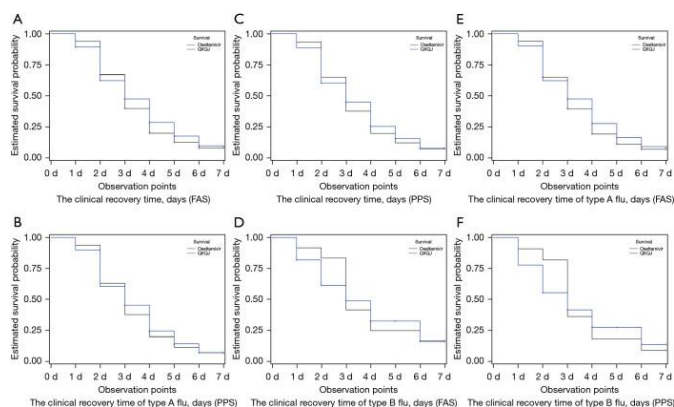
图 24：产品芩香清解口服液



资料来源：公司官网，国元证券研究所

2021 年公司产品“芩香清解口服液治疗儿童流行性感胃的多中心临床试验”顺利结题，疗效评估采用全分析集(FAS)和按方案集(PPS)，安全性评估采用安全集(SS)。研究结果证实芩香清解口服液能够缩短儿童流行性感胃的病程，全分析集 FAS 和每协议集即其完全退热时间、预防并发症、中医证候疗效、CARIFs（加拿大急性呼吸道疾病和流感量表）评分的改善，其治疗效果等同于对照药磷酸奥司他韦颗粒芩香清解口服液能缩短儿童流行性感胃的病程，且临床应用的安全性和依从性好，有利于儿童身心健康发展。随着循证医学数据的发表与推广，芩香清解口服液在临床上的推广将得到巨大的助力，利于该产品未来持续放量，成为儿童抗流感的新选择，有望强劲拉动公司业绩增长。

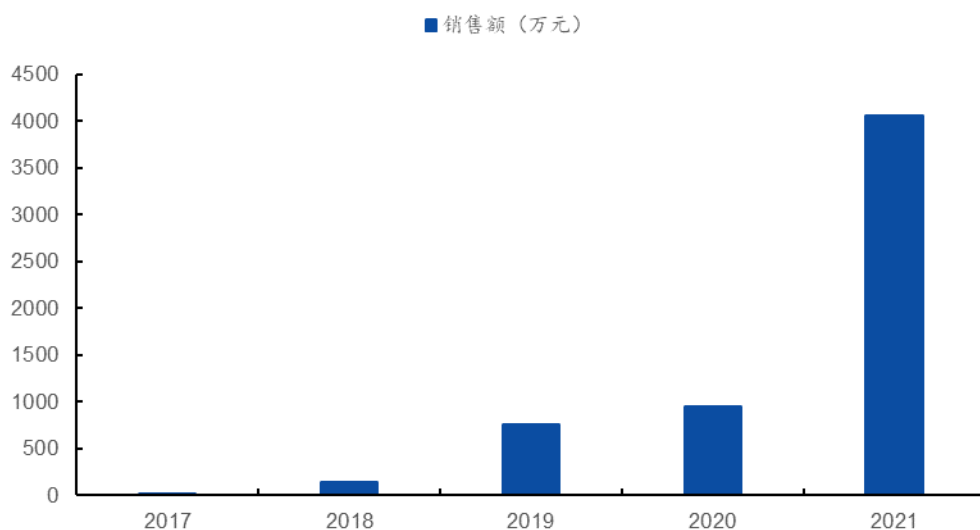
图 25：芩香清解口服液治疗儿童流感的疗效和安全性



资料来源：Transl Pediatr，国元证券研究所

芩香清解口服液 2017 年上市，2018 年开始实现销售，2021 年销售额大幅增长，在城市公立医院销售收入接近 4000 万元，预计终端销售规模超过 5000 万元，目前芩香清解口服液在等级医院覆盖率不到 3%，未来仍有较大提升空间。

图 26：我国城市公立医院芬香清解口服液销售情况



资料来源：药智网，国元证券研究所

2.4.2 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

馥感淋口服液是公司独家研发的唯一具有免疫增强作用的儿童专用抗病毒药物，是免疫功能低下及患有基础疾病儿童最佳选择，为用于治疗气虚感冒的儿童专用药，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，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，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。

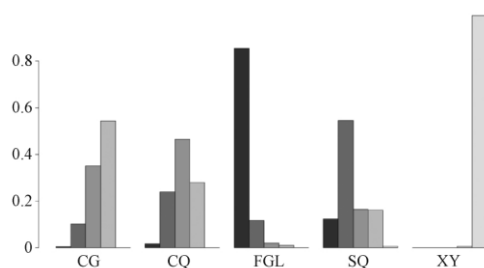
图 27：产品馥感淋口服液



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2022 年国家卫生健康委员会主管的国家级医药类学术性刊物《中国医院用药评价与分析》刊载了《4 种常用中成药辅助治疗小儿急性上呼吸道感染的网状 Meta 分析》，分析结果显示，馥感淋口服液 4 种中成药与常规西药联合治疗小儿急性上呼吸道感染的临床总有效率均优于常规西药单独治疗，其中馥感淋口服液 (FGL) 联合西药的临床总有效率最优，安全性相对高，进一步证实馥感淋口服的疗效性。

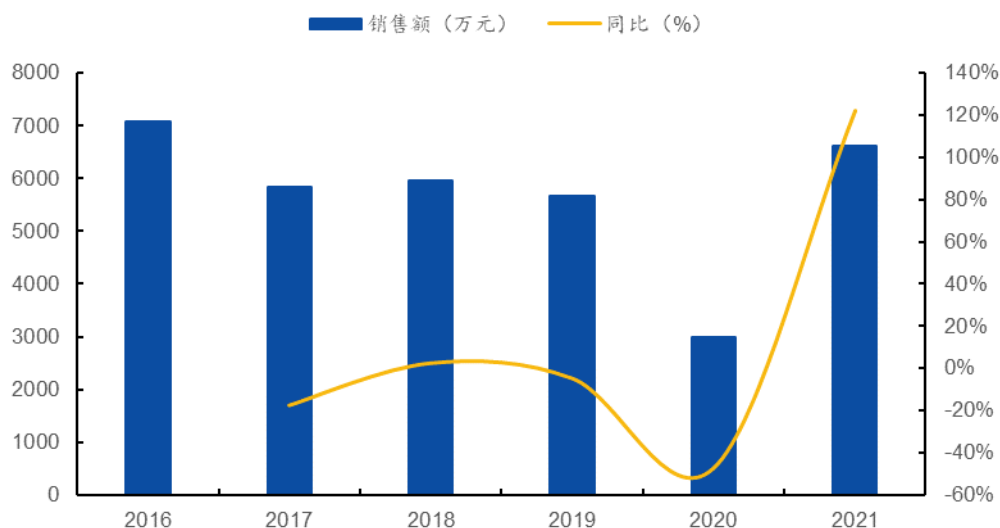
图 28：临床总有效率等级概率图



资料来源：4 种常用中成药辅助治疗小儿呼吸道感染的网状 Meta 分析，国元证券研究所

馥感淋口服液被《中成药治疗小儿反复呼吸道感染临床诊疗指南（2021 年）》及“十四五”规划教材《中西医结合儿科学》收录，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，有助于进一步加大市场规模与覆盖率。馥感淋口服液 2021 年在城市公立医院销售额超过 6000 万，预计终端销售额超过 8000 万。馥感淋口服液 2021 年底三级医疗机构覆盖率为 3.57%，二级医院覆盖率为 2.14%，仍有较大提升空间，预计未来三年有望继续保持快速增长。

图 29：馥感淋口服液城市公立医院销售情况



资料来源：药智网，国元证券研究所

3. 公司持续加大研发投入，AR882 值得期待

3.1 内生外延加速推进，创新技术平台日臻完善

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》，2021

年公司慢病药收入约 8.23 亿元，同比增长 23.03%。

表 4：公司主要慢病药品品种及指南推荐

药品类别	药品名称	适应症或功能主治	国家基药	国家医保	指南推荐
化学制剂	注射用乙酰胺	用于脑外伤性昏迷、神经外科手术引起的昏迷、肝昏迷及偏瘫、高位截瘫、小儿麻痹后遗症、神经性头痛和腰痛等。	否	否	获《短暂性脑缺血发作临床路径》推荐，收入“十三五规划教材”外科学第九版脑外伤推荐用药。
	化学制剂	地平控释片	是	是	《2020 国际高血压学会国际高血压实践指南》、《中国高血压防治指南》、《中国老年高血压管理指南（2019）》等多部权威指南推荐
	化学制剂	缬沙坦氢氯地平片 (I)	是	是	《高血压合理用药指南（第 2 版）》、《国家基层高血压防治管理指南（2020 版）》、《中国高血压防治指南 2018 年版》等多部权威指南推荐。
化学制剂	注射用盐酸溴己新	主要用于慢性支气管炎及其他呼吸道疾病如哮喘、支气管扩张、矽肺等有黏痰不易咳出者。	否	是	《注射用急性气管一支气管炎基层诊疗指南(2018 年版)》、《成人支气管扩张症诊治专家共识》等多个指南共识推荐用药。
化学制剂	注射用乙酰胺	用于脑外伤性昏迷、神经外科手术引起的昏迷、肝昏迷及偏瘫、高位截瘫、小儿麻痹后遗症、神经性头痛和腰痛等。	否	否	获《短暂性脑缺血发作临床路径》推荐，收入“十三五规划教材”外科学第九版脑外伤推荐用药。
中药制剂	尿清舒颗粒	用于湿热蕴结所致淋症，小便不利，淋漓涩痛，慢性前列腺炎属上述证候。	否	是	国家中药保护品种，《慢性前列腺炎中西医结合药物治疗专家共识》、《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》、《国医大师金世元中成药学讲稿》、《临床常用方剂与中成药》推荐用于治疗慢性前列腺炎、尿路感染。
化学制剂	注射用己酮可碱	1.脑部血循环障碍如暂时性脑缺血发作、中风后遗症、脑缺血引起的脑功能障碍； 2.外周血循环障碍性疾病如血栓栓塞性脉管炎、腹部动脉血循环障碍、间歇性跛行或静息痛；	否	是	《卒中后认知障碍管理专家共识 2021》《糖尿病神经病变诊治专家共识(2021 年版)》等多个国内外指南推荐。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司坚持以创新为发展源动力，建有国家企业技术中心、国家级企业博士后科研工作站、

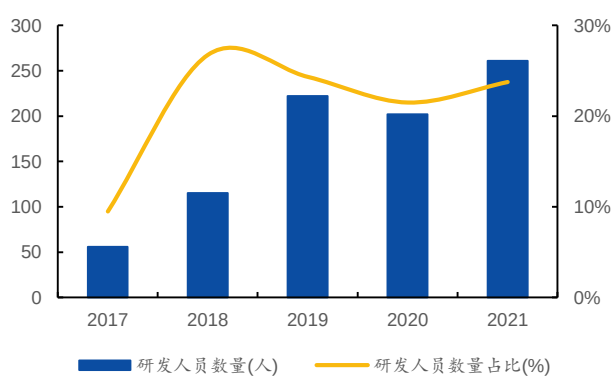
广东省儿科药工程实验室、广东省企业技术中心、广东省生化制剂工程技术研究中心和儿科药物设计与创新开发实验室等技术研发平台。在医学研究上，公司坚持以产品的临床价值为导向，持续在相关专业领域开展循证研究以验证产品的临床价值，从而达到使患者获益的最终目的。公司持续加大研发投入，研发投入占营业收入比重从2014年的4.46%增长到2021年的6.47%，2021年公司研发投入资金达1.42亿元，同时，公司研发人员从2017年的56人增长到2021年的261人，占公司总人数比例达到24%，持续助力公司的创新型制药研发工作。

图 30：公司 2017-2021 年研发投入、资本化及占比（百万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 31：公司 2017-2021 年研发人员数量及占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

在加强自主创新的同时，公司通过合作研发、不断提升综合创新研发能力。2021 年公司自主研发投入 1.423 亿元，增资研发已投入约 5.17 亿元，增资研发主要项目如下：1) 分阶段出资约人民币 3.83 亿元参与 ArthroSi 的 C2 轮优先股融资，并与 ArthroSi 合作成立瑞安博，开发全球降尿酸创新药 AR882 和小分子创新药 AR035；2) 出资 1200 万元参股 AI 新药研发公司阿尔法分子科技；3) 出资 3500 万元参股创新药研发公司分迪药业，布局 PRODED 靶向蛋白降解药物开发技术平台；4) 出资约 2100 万元与深圳瑞华制药技术有限公司合作开发枸橼酸托法替布缓释片；5) 出资 500 万美元，参股全球领先的创新药研发公司 Lyndra Therapeutics，合作研发超长效缓释口服制剂；6) 先后出资 1500 万元和 2800 万元通过技术转让的方式分别获得重庆安格龙翔制药有限公司和重庆瑞泊莱制药有限公司已完成开发的盐酸依匹斯汀颗粒制剂及原料药的生产批件，和转让方处于开发过程中的非诺贝特胆碱缓释胶囊及原料药在国内的产品所有权；7) 出资 1.35 亿元控股重组蛋白疫苗创新研发企业华南疫苗，2022 年 3 月再次增资 4988 万元持华南疫苗前期研发工作开展及后续业务持续推进；8) 2021 年 8 月增资控股子公司品晟医药 3000 万元用于开展药品临床研究工作。2021 年公司累计获得 13 个产品 16 个药品（再）注册批件和 2 个临床试验批件，新增获批数量居国内企业前 15 位。2021 年公司完成了一系列创新产品和技术平台的布局，为实现技术和产品创新的协同战略奠定坚实的基础。

图 32：公司近年投资合作项目

2018年4月	合作研发超长缓释口服制剂，进一步拓展首创药及新靶点创新业务。
2018年4月	首次建设跨国投资项目，以自有资金 500 万美元在美国设立全资子公司一品红药业（美国）有限公司。
2019年1月	与中国台湾晟德大药厂合资品晟医药，引入糖尿病创新药。
2019年12月	参股投资的畅溪制药完成C轮和C+轮融资，进一步拓展吸入药物产品的研发和产业化业务。
2019年12月	增资3800万参股投资的畅溪制药完成C轮和C+轮融资，核心业务聚焦于呼吸系统疾病。
2020年9月	与杭州高新区（滨江）“5050 人才计划”创业团队成立广州一品瑞医药科技有限公司。
2020年10月	成立瑞奥生物、瑞腾生物，着手布局创新药研发。
2020年10月	其中瑞腾生物与 CRO 药明康德合作开发创新药物项目。
2021年初	1200万参股AI新药研发公司阿尔法分子科技，布局AI创新药物研发赛道。
2021年初	阿尔法分子科技致力于融合生物计算、人工智能和原创生物技术进行新药研发。
2021年3月	一品红与暨南大学达成合作共识，共同推进创新药物研发和成果转化等方面的合作，建立产学研合作长效机制。暨南大学设有27所附属医院，其中12家为三甲医院。
2021年5月	布局靶向蛋白降解药物（PROTAC）开发技术平台，参股创新药研发公司分迪药业。
2021年5月	出资3500万参股分迪药业，分迪药业是一家专注于PROTAC 领域的创新药研发企业。
2021年6月	出资500万参股全球领先的创新药研发公司Lyndra Therapeutics，推动公司在创新药领域的布局。
2021年6月	出资1.35亿元控股重组蛋白疫苗创新研发企业华南疫苗，2022年3月增资4988万元支持华南疫苗前期研发工作开展及后续业务持续推进。出资3.83亿元参与ArthroSi的C2轮优先股融资，并与ArthroSi合作成立瑞安博，开发全球降尿酸创新药AR882和小分子创新药AR035。
2021年7月	合作成立瑞安博，开发全球降尿酸创新药AR882和小分子创新药AR035。
2021年8月	3000万元增资品晟医药，二型糖尿病治疗口服创新药APPS-H0006和升级产品APPS-H0007。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

目前公司已构建有儿童药、慢病药和生物基因疫苗三大研发技术平台。儿童药研发技术平台包括药物微粉化技术、颗粒掩味技术、延迟释放技术、微丸包衣技术和精准化给药等核心技术平台。慢病药技术平台包括慢病创新中心、口服缓控释制剂研究实验室和产业化生产技术转化中心，具有慢病创新药源头创新技术平台，以及渗透泵技术、微丸技术、迟释技术等多个缓控释技术平台，具备了创新药从头研发，以及骨架型和渗透泵型控释片、多层型缓释片、延迟释放制剂、缓释微丸制剂等高端口服缓控释制剂的研发生产能力。

图 33：公司三大创新技术研发平台



资料来源：公司公告，国元证券研究所

目前公司在研管线丰富，一系列产品分别各自处于小试研究、中试放大、工艺验证、临床研究和申报注册阶段。代表性产品如口服固体制剂类：治疗细菌感染引起中耳炎、咽炎及扁桃体炎的 XR002 干混悬剂；治疗革兰阳性(G+)球菌引起的感染的

RDH085 干混悬剂；治疗消化性溃疡、反流性食管炎的 RDH086 干混悬剂；治疗高血压、冠心病的 RDH079 干混悬剂；抗感染的 RD-2018-H071 胶囊；治疗类风湿疾病的 RDH057 胶囊和用于治疗消化道及代谢疾病的 RDH097 缓释颗粒；以及口服液体剂如用于缓解由花粉症或其他上呼吸道过敏导致的症状的 XR001 口服混悬液；治疗原发性全面性强直-阵挛发作和部分性发作的 PS003 口服混悬液；用于治疗粘液分泌过多、粘液太黏引起的呼吸道问题的 PS-004 口服溶液等。

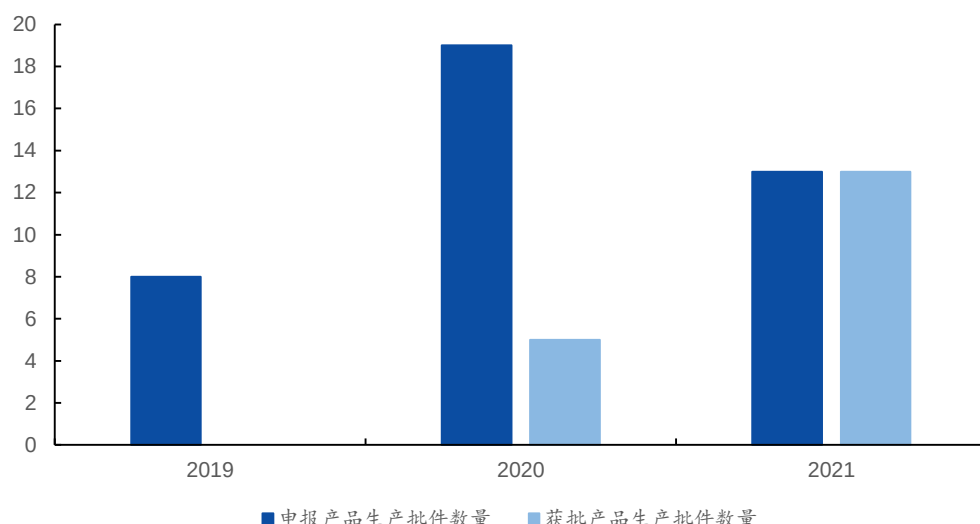
表 5：公司在研项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标
RDH039	原料药开发	中试研究	完成备案并上市
RDH073	原料药开发	稳定性研究	完成备案并上市
RDH088	原料药开发	稳定性研究	完成备案并上市
RDH089	原料药开发	工艺验证	完成备案并上市
RDH077	原料药开发	小试研究	完成备案并上市
RDH101	原料药开发	小试研究	完成备案并上市
APPS-H0006	慢病药产品开发	临床前技术交接	获得产品生产批件并上市
AR882	慢病药产品开发	临床 I / II b 期阶段	获得产品生产批件并上市
AR035	慢病药产品开发	临床前研究	获得产品生产批件并上市
RDH085	儿童药产品开发	工艺验证	获得产品生产批件并上市
RDH086	儿童药产品开发	中试放大	获得产品生产批件并上市
PS003	儿童药产品开发	工艺验证	获得产品生产批件并上市
RDH079	儿童药产品开发	工艺验证	获得产品生产批件并上市
RDH057	儿童药产品开发	中试研究	获得产品生产批件并上市
RDH055	慢病药产品开发	中试研究	获得产品生产批件并上市
RDH091	慢病药产品开发	工艺验证	获得产品生产批件并上市
RDH099	慢病药产品开发	小试研究	获得产品生产批件并上市
RDH097	儿童药产品开发	小试研究	获得产品生产批件并上市
YR001	慢病药产品开发	工艺验证	获得产品生产批件并上市
RDH094	慢病药产品开发	小试研究	中美双报，获得产品生产批件并上市
RDH092	慢病药产品开发	稳定性研究	获得产品生产批件并上市
RDH090	慢病药产品开发	稳定性研究	获得产品生产批件并上市
RDH100	慢病药产品开发	小试研究	获得产品生产批件并上市
RDZ032	特色中药产品开发	小试研究	获得产品
RDZ033	特色中药产品开发	小试研究	获得产品生产批件并上市
RDZ034	特色中药产品开发	小试研究	获得产品生产批件并上市
XR001	儿童药产品开发	中试研究	获得产品生产批件并上市
XR002	儿童药产品开发	中试研究	获得产品生产批件并上市
RDH098	慢病药产品开发	先导化合物研发	获得产品生产批件并上市
NDH001	慢病药产品开发	先导化合物研发	获得产品生产批件并上市

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2021 年公司已申报待审评产品生产批件共 13 个，获批产品生产批件共 13 个，其中儿童药 2 个，慢病药 9 个，原料药 2 个，涉及呼吸系统、神经系统、抗感染、心脑血管、血液和造血器官等多个疾病系统，与 2020 年获批 5 个生产批件同比增加 160%。每年稳定的已申报待审评及获批的产品生产批件也是公司近些年来获得稳定营收及增长的主要的发展战略，部分独家批件竞争格局较好，可贡献稳定现金流，帮助带来业绩稳定持续增长。

图 34：2019-2021 年公司申报及获批注册批件情况（个）



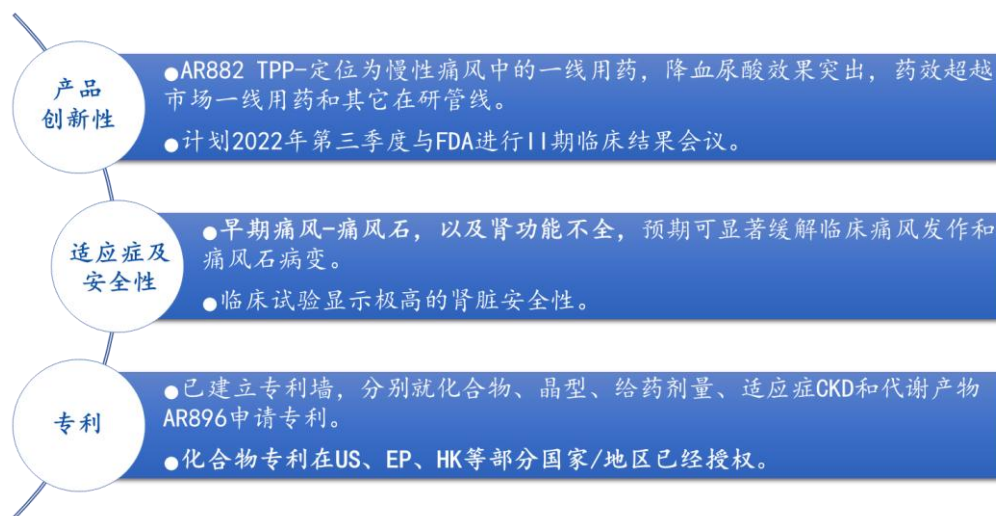
资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.2 痛风市场空间广阔，首个创新药 AR882 值得期待

2021 年公司与 ArthroSi Therapeutic 合作成立广州瑞安博医药科技有限公司，其中一品红子公司瑞奥生物持有合资公司 60.70% 股权，合资公司获得 ArthroSi 的 AR882、AR035 等项目的中国区域生产、销售等全部商业化权益。

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。2021 年 10 月痛风创新药物“AR882 胶囊”被同意在中国开展临床试验，目前 AR882 已完成痛风适应症的临床 2a 期试验以及 2b 期临床就绪的准备工作，包括 II 期痛风患者试验、II 期痛风石患者试验、III 期临床原料药制备和药品制剂开发以及致癌性试验等，稳步推进研发，预计 2023 年进入三期临床。

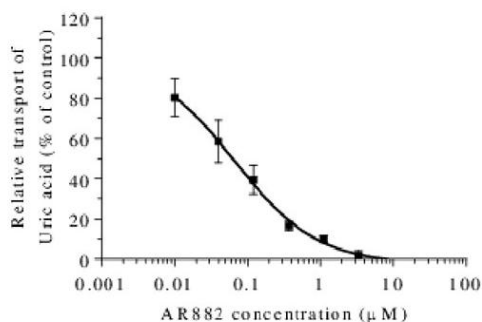
图 35：痛风创新药 AR882 基本介绍



资料来源：公司公告，国元证券研究所

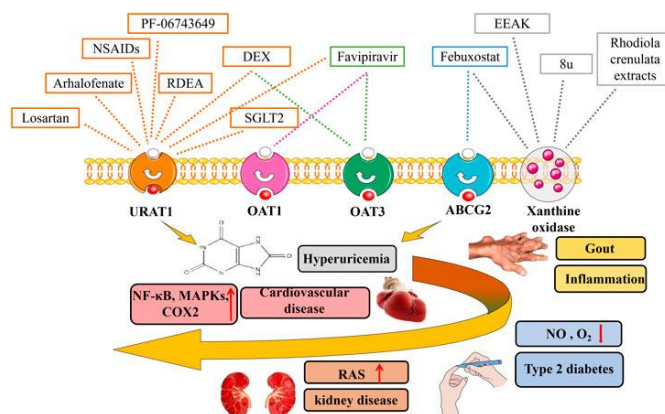
痛风创新药 AR882 具有极高的安全性。AR882 在健康志愿者和痛风患者中表现出了优秀的疗效、药代动力学和安全性。在临床 I 期和 II a 期试验中，AR882 未出现任何肝脏毒性或肾脏毒性的不良事件，克服了目前尿酸促排药物雷西纳德和苯溴马隆肝肾毒性高的缺点；心血管方面也未出现任何实验室或 ECG 参数有临床意义的变化；也并未出现明确及呈剂量相关或一致的关于胃肠道的不良反应。同时研究结果表明 AR882 在人体内能够与尿酸转运蛋白长效结合，24 小时抑制尿酸重吸收。

图 36：AR882 抑制 URAT1 介导的尿酸摄取



资料来源：Arthritis Rheumatol. 2019，国元证券研究所

图 37：尿酸转运蛋白及其抑制剂在高尿酸血症中的作用

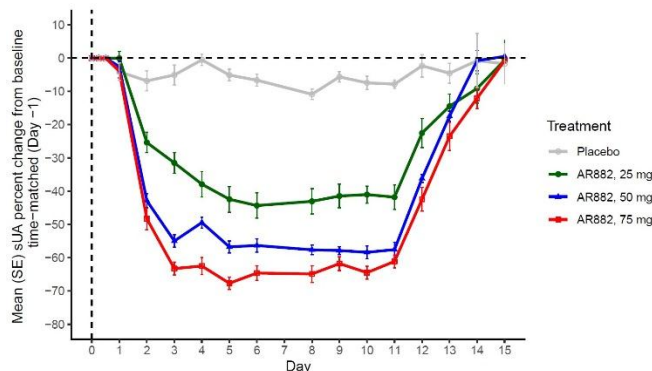


资料来源：Front. Pharmacol. 2021，国元证券研究所

临床 II a 期试验结果表明 AR882 50mg 可使 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。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

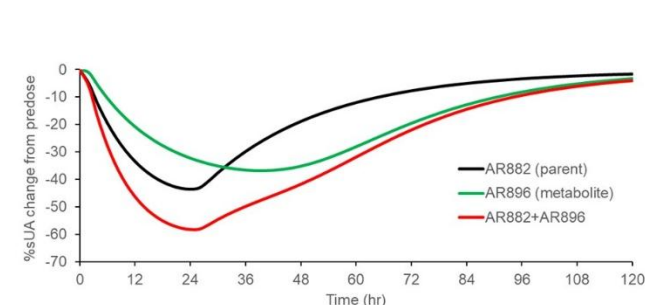
较其他痛风药有明显安全优势。

图 38：每天口服一次 AR882 后的平均血清尿酸盐浓度与基线相比的百分比变化



资料来源：Arthritis Rheumatol. 2020, 国元证券研究所

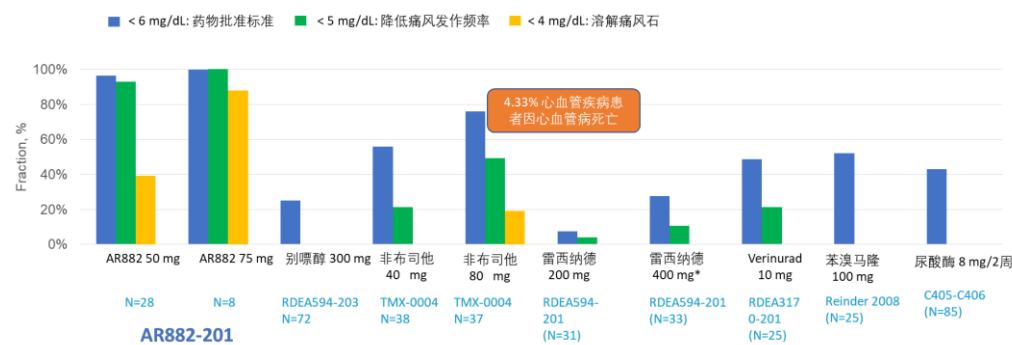
图 39：基于 PK/PD 模型的单次口服 100 mg AR882 后 AR882 和 AR896 的模拟血清尿酸降低效果



资料来源：Arthritis Rheumatol. 2021, 国元证券研究所

AR882 降尿酸效果优于所有其它的降尿酸药物。多年来,由于缺乏有效的治疗选项,痛风治疗仅限于观察尿酸降低的生物标志 (sUA<6 mg/dL),但不能达到临床实际所需的减少痛风发作和加速痛风石溶解的效果,别嘌醇 300mg 作为一线治疗,只有不到 14% 的患者的痛风发作得到缓解。从已开展的试验数据来看,AR882 降尿酸疗效优于目前已上市品种,对 CKD 患者来说较为安全,药效学展示出给药周期 24 小时内 sUA 持续受控是痛风的最佳 TPP。

图 40：AR882 相对于标准剂量下的非布司他、别嘌醇、雷西纳德、苯溴马隆和 Verinurad 的有效率具有优势



资料来源：公司公告, 国元证券研究所

AR882 与其他痛风药存在明显的差异, 目前定位为扩大二线治疗并进入痛风一线药品梯队。在对痛风和 CKD 的一项或多个积极研究之后, 有机会在两年内产生临床使用的价值拐点, 使全球患者使用上最优秀的痛风药 AR882。

表 6：全球已经上市的降尿酸药物

	别嘌醇	苯溴马隆	非布司他	托匹司他	雷西纳德	多替诺雷
分类	XOI	URAT1 抑制剂	XO	XO	URAT1 抑制剂	URAT1 抑制剂
上市时间	US 1966 年	/	US 2009.2	JPN: 2013.6	US: 2015.12	JPN: 2020.1
国内进度	上市	2000 年	2013.06	Phase I (2020.11)	/	进口注册 (2021.3)
开发商	/	Heumann	帝人制药/武田	富士	AZ	富士
适应症	1) 原发性和继发性高尿酸血症，尤其是尿酸生成过多而引起的高尿酸血症；2) 反复发作或慢性痛风者；3) 痛风石；4) 尿酸性肾结石和/或尿酸性肾病；5) 有肾功能不全的高尿酸血症。	原发性和继发性高尿酸血症、各种原因引起的痛风以及痛风性关节炎非急性发作期。	适用于痛风患者高尿酸血症的长期治疗。不推荐用于无临床症状的高尿酸血症。	痛风和高尿酸血症	高尿酸血症及痛风	痛风和高尿酸血症
规格	CN: 片-100mg; JPN: 50mg, 100mg; US: 500mg	CN: 胶囊-50mg CN: 片剂-25mg, 50mg JPN: 25mg, 50mg	CN: 20mg, 40mg JPN: 10mg, 20mg, 40mg US: 40mg, 80mg	口服片剂, 20, 40, 60mg	片剂: 200mg	口服片剂, 0.5, 1, 2mg
用法用量	初始剂量一次 50mg, 一日 1~ 2 次, 每周可递增 50- 100mg, 至一日 200- 300mg, 分 2-3 次服。	成人每次口服 50mg(1 片), 每日一次, 早餐后服用。	初始剂量为 20mg 每日 1 次, 给药 4 周后可逐渐增加用量, 每次增量 20mg。每日最大剂量为 80 mg。	起始剂量 20mg, 每日 2 次; 2 周后如果尿酸未达标, 改为 40mg, 每日 2 次。	每日口服一次 200mg, 也是每日的最大剂量。	起始剂量 0.5mg, 每日 1 次; 最大剂量为每日 4mg。
劣势	有严重过敏反应 (HLA-B*5801 等位基因频率为 8-20% 的东亚人, 1.5-5.2% 欧洲血统)。有过敏、严重肾功能不全和明显血细胞低下者禁用	有严重的肝毒性; 在欧美主要国家撤市。中度至重度肾功能损害者禁用。	FDA 出黑框警告 4.3% 心血管死亡率。对本品成份有过敏史的患者, 及肝功能不全者(重度)、重度肾功能不全者慎用	临床数据提示该药可能会引起转氨酶的升高。半衰期短, 用药不便捷	FDA 批准的 Zurampic 需要与黄嘌呤氧化酶抑制剂(XOI) 联合使用。肾功能异常, 发生率 5.7%, 其中 1.2% 发生肾衰竭	临床 3 期: 2mg 药物与非布司他、苯溴马隆对照, 为非劣效, 而不是优效。日本起始剂量较低, 需递增用量, 到中国、欧美市场需转化。

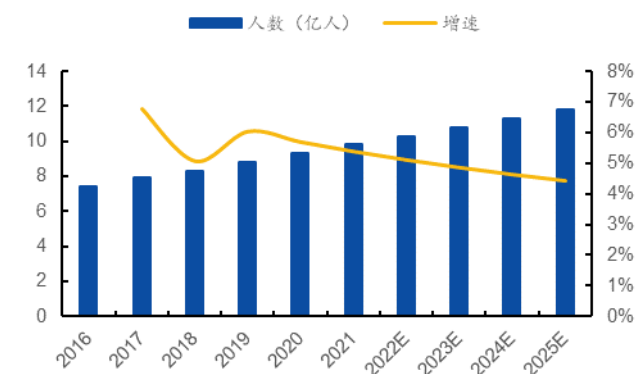
资料来源：公司公告，国元证券研究所

长期高尿酸或引起痛风或慢性肾病及相关一系列并发症，痛风急性发作时会给患者带来巨大疼痛，严重影响患者生命健康和生活品质。目前全球高尿酸血症及痛风患者

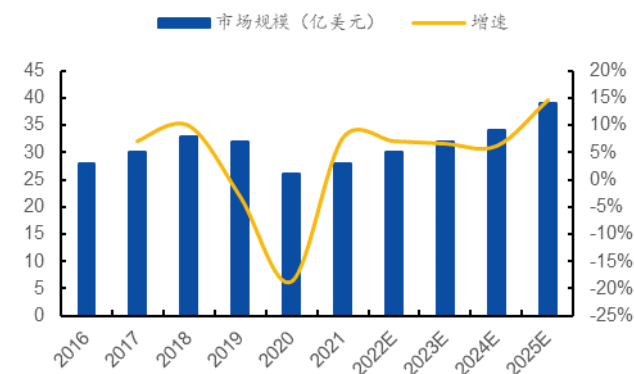
人数超过 10 亿人，相关药物市场规模也达到 30 亿美金，且仍以每年 5% 的增速快速增长。

图 41：全球高尿酸血症及痛风患者人数预测

图 42：全球痛风药物市场规模预测



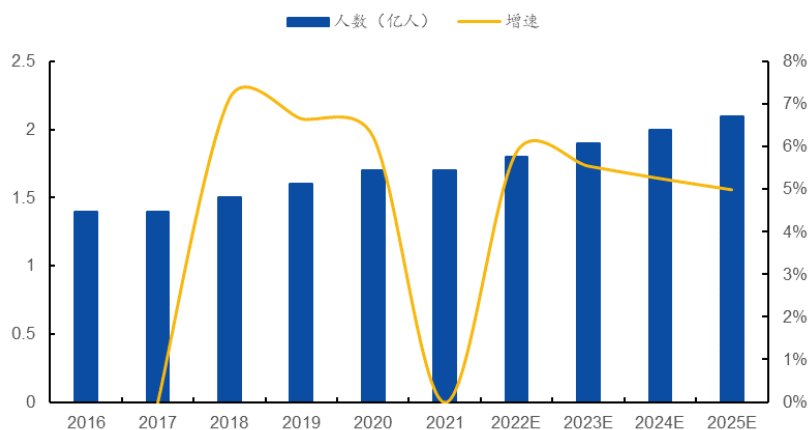
资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

由于生活水平的提高和饮食习惯变化，痛风在中国的发病率呈快速上升趋势，因此中国痛风患病人群逐年上升，中国高尿酸血症患者数量约为 1.9 亿人（患病率 13.3%），痛风患者数量约为 1600 万人（患病率 1~2%），药品市场规模呈上升趋势。在新型尿酸盐转运体 1（URAT1）药物上市后，中国痛风药物市场将快速增长，预计该市场规模将在 2030 年增至 108 亿元。

图 43：中国高尿酸血症及痛风患者人数预测



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

4. 布局生物疫苗领域，重组蛋白流感疫苗值得期待

2021 年，公司入股广东华南疫苗股份有限公司，正式进入疫苗领域。华南疫苗研发实力强，研发团队由宾西法尼亚大学病毒学博士彭涛领衔，是重组蛋白疫苗研发专家，曾担任国家科技重大专项课题负责人。

公司以重组蛋白纳米颗粒疫苗为技术创新方向，建立了生物基因疫苗开发平台，其关键核心技术包括昆虫细胞-杆状病毒表达系统（BEVS）的成熟生产技术、蛋白连续纯化工艺技术、佐剂研发和生产技术等具有完全自主知识产权。目前公司已建成全新的基因工程疫苗研发中试与产业化平台，开发多种人用疫苗产品，在研产品包括四价流感疫苗、HPV、RSV 等 7 款产品，均处于临床前研究阶段，重组蛋白四价流感疫苗产品将 IND 申报。

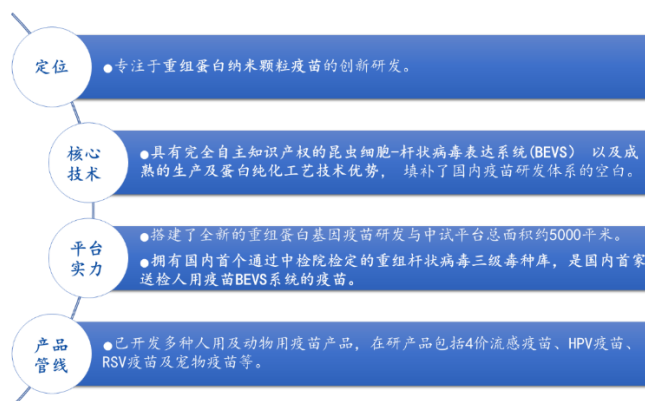
图 44：华南疫苗研发管线情况

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

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2021 年公司突破重组蛋白疫苗佐剂研发生产核心技术，向国家知识产权局申请新型佐剂技术专利，拥有新发流行病毒分离、毒种筛选和基因工程改造、抗原大规模制备、疫苗免疫保护效果评价模型构建、佐剂及疫苗制剂等一系列重组蛋白疫苗研发单元，构建了覆盖从疫苗技术创新到疫苗制剂产品创新的全流程研发创新体系。公司的疫苗中试生产车间，符合国内 GMP 要求及美国 FDA 规范，集大规模发酵、纯化、制剂罐装和质量检测平台于一体，不仅适用于基于 BEVS 的重组蛋白疫苗临床产品生产，还可以作为单克隆抗体表达平台生产单克隆抗体，能满足包括 CHO 细胞表达系统等在内的不同技术路线疫苗及其他生物制品临床样品的中试生产。

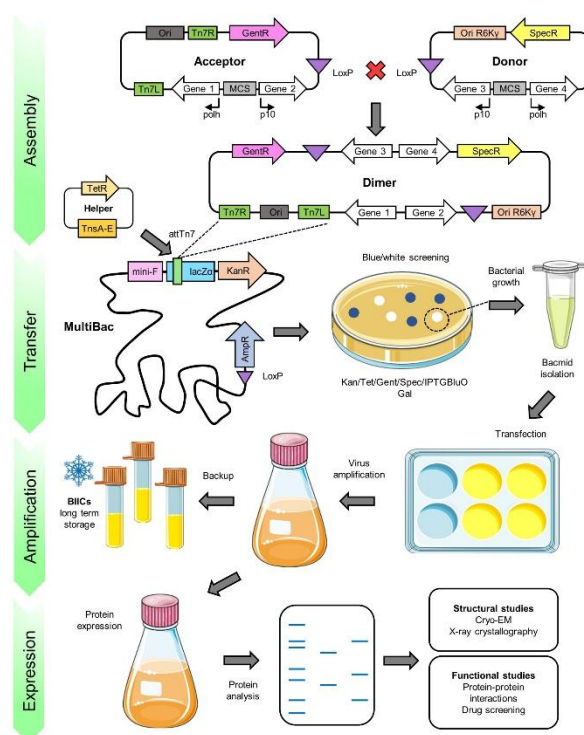
图 45：生物基因疫苗项目专注于重组蛋白纳米颗粒疫苗的开发



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司生物基因疫苗以重组蛋白纳米颗粒疫苗为技术创新路线，其关键核心技术包括昆虫细胞-杆状病毒表达系统（BEVS）的成熟生产技术、蛋白连续纯化工艺技术、佐剂研发和生产技术等具有自主知识产权。重组蛋白疫苗主流表达系统包括昆虫细胞-杆状病毒表达系统（BEVS）和哺乳动物细胞表达系统（VERO、CHO 细胞等），BEVS 的主要优点是蛋白翻译后加工机制最接近体内的天然形式，最容易保留生物活性，利用该系统表达的蛋白具有良好的免疫原性和安全性。目前公司已建成全新的基因工程疫苗研发中试与产业化平台，是国内首批送检 BEVS 的疫苗研发企业，拥有通过中检院检定的重组杆状病毒三级毒种库。

图 46：BEVS 的组装过程：表达、扩增、转染、组装



资料来源：Methods in Enzymology. 2021，国元证券研究所

目前公司进度最快的就是重组蛋白流感疫苗，即将进行 IND 申报。目前，赛诺菲的巴斯德重组四价流感疫苗（Flublok）是全球首个且目前唯一获批的重组四价流感疫苗，2016 年 10 月获得美国食品和药物管理局（FDA）批准上市，2020 年 11 月在欧盟批准上市。区别于传统鸡胚生产的流感疫苗，重组四价流感疫苗可避免因生产过程中毒株发生适应性突变引起的疫苗株匹配度下降和疫苗有效性降低的风险，以确保与世界卫生组织（WHO）每年推荐的流感疫苗生产毒株达到精确的基因匹配。2021 年，Flublok 的销售额达到 26.28 亿美金，是全球疫苗行业的重磅大品种。2019 年开始，我国流感疫苗每年批签发量也在快速增加，且四价流感占比快速提升，预计公司产品未来上市后，有望成为重磅大品种。

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

- 1: 公司儿童用药核心产品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片持续快速放量, 二线产品苯香清解口服液、馥感啉口服液和益气健脾口服液等基数较低, 正处于加速放量阶段, 预计 2022-2024 年公司儿童用药销售额增速分别为 28.51%、38.88%和 37.06%。
- 2: 公司慢病用药业务 2022 年受疫情影响, 预计出现小幅下降, 公司在慢病用药领域研发投入较大, 预计未来每年都将上市一定数量新产品, 有望带动慢病业务收入快速增长, 预计公司慢病业务 2022-2024 年收入增速分别为-10.9%、27.81%和 17.43%。

表 7: 一品红收入拆分

收入拆分 (百万元)		2021	2022E	2023E	2024E
儿童用药	收入	1130.00	1452	2017	2764
	增速	59.83%	28.51%	38.88%	37.06%
	成本	131.98	169.62	235.57	322.86
	毛利	998.02	1282.58	1781.30	2441.36
	毛利率	88.32%	88.32%	88.32%	88.32%
慢性病用药	收入	823.00	733	937	1101
	增速	23.02%	-10.90%	27.81%	17.43%
	成本	50.37	44.88	57.36	67.35
	毛利	772.63	688.41	879.85	1033.19
	毛利率	93.88%	93.88%	93.88%	93.88%
其他	收入	247.00	140.00	98.00	78.40
	增速		-43.32%	-30.00%	-20.00%
	成本	135.65	77.00	53.90	43.12
	毛利	110.35	63.00	44.10	35.28
	毛利率	44.68%	45.00%	45.00%	45.00%
汇总	营业收入	2199	2325	3052	3943
	增速	31.28%	5.75%	31.24%	29.20%
	营业成本	318.00	291.49	346.83	433.33
	毛利	1881.00	2033.99	2705.25	3509.83
	毛利率	85.54%	87.47%	88.64%	89.01%

资料来源: wind, 国元证券研究所

预计 2022-2024 年，公司实现营业收入分别为 23.25 亿元、30.52 亿元和 39.43 亿元，实现归母净利润分别为 3.28 亿元、4.54 亿元和 5.97 亿元，对应 EPS 分别为 1.14 元/股、1.58 元/股和 2.07 元/股，对应 PE 分别为 30 倍、22 倍和 17 倍。

5.2 投资建议

公司是特色显著的儿童药和慢病用药企业，目前公司业务结构持续调整，主力产品克林霉素棕榈脂分散片持续稳健增长，二线产品基数较低，部分产品正处于快速放量阶段，同时，公司在慢病用药领域加大研发投入，产品数量快速增加，在研管线丰富，慢病用药未来有望成为公司业绩的重要增长点。目前，公司在创新研发上，内生外延并进，首个痛风创新药 AR882 值得期待。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值对比

证券代码	股票简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603676.SH	卫信康	14.66	61	0.45	0.68	0.94	33	22	16
000963.SZ	华东医药	44.48	763	1.50	1.81	2.21	30	25	20
003020.SZ	立方制药	35.82	42	1.75	2.42	3.24	20	15	11
			平均值				28	20	16
300723.SZ	一品红	34.26	92	1.14	1.58	2.07	30	22	17

资料来源：wind，国元证券研究所

备注：可比公司 EPS 来自 wind 一致预期（2022 年 12 月 16 日）

6. 风险提示

- 1、产品降价风险：**公司产品如果进入集采目录，则面临降价，降价可能会导致公司销售额增长不及预期；
- 2、产品放量不及预期风险：**公司产品如果放量不及预期，则会导致公司销售额不及预期；
- 3、研发不及预期风险：**目前公司仍有部分在研产品，如果研发进度不及预期，则会对公司长期发展造成一定影响。

财务预测表

资产负债表					
单位：百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1209.03	1563.60	1711.64	1966.20	2360.73
现金	726.03	1075.03	1183.56	1331.18	1588.29
应收账款	163.65	202.95	228.70	297.36	383.22
其他应收款	54.35	27.16	55.08	65.21	81.38
预付账款	23.11	29.18	21.64	27.99	34.82
存货	110.06	114.97	99.62	122.54	151.99
其他流动资产	131.83	114.32	123.03	121.93	121.03
非流动资产	936.13	2140.81	2178.12	2322.73	2435.05
长期投资	0.00	302.39	302.39	302.39	302.39
固定资产	165.36	158.70	339.86	470.34	557.62
无形资产	298.24	460.42	514.86	583.70	659.55
其他非流动资产	472.53	1219.30	1021.02	966.30	915.49
资产总计	2145.16	3704.41	3889.76	4288.93	4795.77
流动负债	556.80	1205.70	1128.90	1148.70	1163.36
短期借款	290.04	851.66	851.66	851.66	851.66
应付账款	56.07	40.65	39.75	49.38	59.77
其他流动负债	210.70	313.38	237.49	247.65	251.94
非流动负债	93.34	480.33	480.87	482.08	481.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	93.34	480.33	480.87	482.08	481.39
负债合计	650.14	1686.03	1609.77	1630.78	1644.75
少数股东权益	10.11	144.07	135.37	121.97	103.51
股本	160.90	288.03	288.03	288.03	288.03
资本公积	653.23	570.59	570.59	570.59	570.59
留存收益	806.90	1074.55	1344.87	1736.43	2247.75
归属母公司股东权益	1484.91	1874.31	2144.62	2536.18	3047.51
负债和股东权益	2145.16	3704.41	3889.76	4288.93	4795.77

现金流量表

单位：百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	275.22	438.10	328.82	389.95	511.71
净利润	223.64	293.41	319.21	440.68	578.06
折旧摊销	41.52	60.49	59.99	88.91	114.14
财务费用	10.23	38.21	18.79	13.49	5.11
投资损失	-13.19	-21.50	-30.00	-35.00	-40.00
营运资金变动	12.75	46.27	-133.74	-111.78	-150.66
其他经营现金流	0.27	21.21	94.56	-6.35	5.06
投资活动现金流	-307.17	-919.59	-100.44	-170.05	-165.57
资本支出	314.15	561.23	100.00	100.00	100.00
长期投资	1.40	340.26	-42.96	9.27	2.52
其他投资现金流	8.38	-18.09	-43.40	-60.78	-63.04
筹资活动现金流	16.78	555.81	-119.85	-72.29	-89.03
短期借款	92.44	561.62	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	-0.25	127.14	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-13.31	-82.64	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-62.10	-50.31	-119.85	-72.29	-89.03
现金净增加额	-15.17	73.84	108.54	147.61	257.11

利润表

单位：百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1675.42	2199.21	2325.48	3052.07	3943.16
营业成本	295.43	318.46	291.49	346.83	433.33
营业税金及附加	21.72	31.04	31.45	41.59	53.92
营业费用	934.46	1281.68	1355.75	1770.20	2287.03
管理费用	101.31	169.06	183.71	235.01	303.62
研发费用	135.34	142.32	180.00	250.00	310.00
财务费用	10.23	38.21	18.79	13.49	5.11
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	23.96	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.19	21.50	30.00	35.00	40.00
营业利润	198.55	285.28	304.44	454.30	623.90
营业外收入	84.13	89.49	100.00	100.00	100.00
营业外支出	9.39	12.00	9.37	10.25	10.25
利润总额	273.30	362.77	395.07	544.05	713.66
所得税	49.66	69.36	75.85	103.37	135.59
净利润	223.64	293.41	319.21	440.68	578.06
少数股东损益	-1.97	-13.50	-8.71	-13.40	-18.46
归属母公司净利润	225.61	306.92	327.92	454.08	596.52
EBITDA	250.31	383.98	383.22	556.70	743.15
EPS（元）	1.40	1.07	1.14	1.58	2.07

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	2.32	31.26	5.74	31.24	29.20
营业利润(%)	8.94	43.68	6.71	49.23	37.33
归属母公司净利润(%)	57.02	36.04	6.84	38.47	31.37
获利能力					
毛利率(%)	82.37	85.52	87.47	88.64	89.01
净利率(%)	13.47	13.96	14.10	14.88	15.13
ROE(%)	15.19	16.37	15.29	17.90	19.57
ROIC(%)	16.36	15.80	13.86	17.89	21.54
偿债能力					
资产负债率(%)	30.31	45.51	41.38	38.02	34.30
净负债比率(%)	44.61	51.97	52.91	52.22	51.78
流动比率	2.17	1.30	1.52	1.71	2.03
速动比率	1.97	1.20	1.43	1.61	1.90
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.75	0.61	0.75	0.87
应收账款周转率	7.28	10.01	9.64	9.89	10.05
应付账款周转率	7.72	6.59	7.25	7.78	7.94
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.78	1.07	1.14	1.58	2.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	1.52	1.14	1.35	1.78
每股净资产(最新摊薄)	5.16	6.51	7.45	8.81	10.58
估值比率					
P/E	43.74	32.15	30.09	21.73	16.54
P/B	6.65	5.26	4.60	3.89	3.24
EV/EBITDA	37.91	24.72	24.76	17.05	12.77

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188