

2025 年 04 月 11 日

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

刘闯

SAC: S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

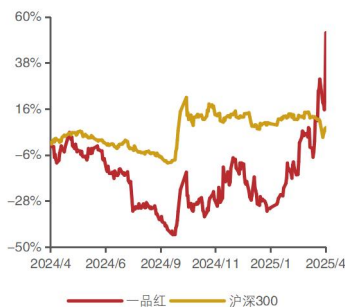
李强

SAC: S1350524040001

liqiang01@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 11 日

收盘价（元）	35.18
一年内最高/最低（元）	35.18/12.74
总市值（百万元）	15,890.55
流通市值（百万元）	14,874.77
总股本（百万股）	451.69
资产负债率（%）	51.11
每股净资产（元/股）	4.83

资料来源：聚源数据

一品红 (300723.SZ)

——困境反转，痛风大品种呼之欲出

投资要点：

- **主业有望见底回升，痛风新药 AR882 存在较大预期差。**2022 年以来，受行业集采扰动、市场环境变化以及海外创新药子公司亏损增加等影响，公司业绩表现承压，随着政策扰动影响逐渐出清，以及 2025 年初公司发布股权激励，我们预计公司主业有望见底回升。创新药方面，我们认为市场对痛风新药 AR882 市场潜力存在较大预期差，AR882 目前研发进度全球领先，且在临床效果上或有望成为同类最优之一，考虑到痛风市场当前临床治疗存在痛点，且庞大的患者人群基数，我们认为 AR882 市场潜力值得期待。
- **全球痛风市场尚未打开，AR882 研发进度全球领先，痛风石适应症有望成为差异化竞争点，市场潜力值得期待。**中国痛风患者人数超千万，美国痛风患者人数约 900 万人，且随着当前饮食结构变化患病人数或将持续上升，目前主流治疗药物均有一定缺陷，我们认为全球痛风药物治疗市场尚未打开，临床上需要疗效和安全性俱佳的新药上市。当前临床上新药开发主要集中在新型 URAT1 抑制剂领域，AR882 由一品红美国子公司 Arthrosi 开发，Arthrosi 管理层团队在痛风新药开发领域经验极其丰富。AR882 为新一代 URAT1 抑制剂，将苯溴马隆中乙基羟基化、苯并咪唑环引入 4 个氘代，从而改变苯溴马隆的代谢路径和代谢产物谱，降低肝毒性，目前 AR882 已经完成国内 III 期临床首例患者入组和全球 III 期试验 REDUCE 2 受试者入组，研发进度处于全球第一梯队，从目前已经披露的二期数据来看，AR882 在降尿酸方面数据较为优秀且安全性较好，更为重要的是，AR882 在溶解痛风石方面效果显著，我们认为未来或将成为其差异化竞争点，AR882 或有望成为同类产品中最优，有望提高未来整体痛风人群的治疗率。海外市场方面，安进公司的尿酸酶（Krystexxa）销售额增长较快、且年治疗费用较高，考虑到痛风临床痛点较大，我们认为 AR882 依托其较优的临床效果未来定价或有一定弹性，我们看好 AR882 未来市场潜力。
- **出台股权激励，彰显公司发展信心。**传统主业方面，受过去几年行业政策影响，公司业绩承压，我们认为随着公司主要产品如克林霉素棕榈酸酯等影响逐渐出清，以及新产品集采放量，公司主业或有望企稳回升。2025 年初，公司发布股权激励，其中在考核利润（考核利润=归母扣非净利润+研发费用-对联营企业和合营企业的投资收益）方面，以 2023 年为基准年，考核利润 2025 年到 2027 年增长率分别不低于 32%/52%/75%。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为–5.61/1.99/2.61 亿元，2025–2026 年归母净利润对应当前 PE 分别为 80/61 倍。我们选取奥赛康、海思科和信立泰作为可比公司估值，考虑到公司创新药兑现在即，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**研发进度低预期的风险；市场竞争加剧的风险；行业政策影响超预期的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,280	2,503	1,557	1,853	2,122
同比增长率（%）	3.68%	9.79%	-37.81%	18.99%	14.53%
归母净利润（百万元）	291	185	-561	199	261
同比增长率（%）	-5.29%	-36.49%	-403.89%	135.49%	31.31%
每股收益（元/股）	0.64	0.41	-1.24	0.44	0.58
ROE（%）	14.17%	7.32%	-28.61%	9.48%	11.44%
市盈率（P/E）	54.67	86.07	-28.32	79.82	60.79

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为–5.61/1.99/2.61 亿元，2025–2026 年归母净利润对应当前的 PE 分别为 80/61 倍，我们选取奥赛康、海思科和信立泰作为可比公司估值，考虑到公司创新药兑现在即，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1) 儿童类：2024 年受行业政策、外部环境影响有所承压，但考虑到克林霉素等产品下游市场需求依然广阔，我们预计 2025 年开始有望恢复正常增长态势，我们假设 2024–2026 年增速分别为–43%/20%/15%；

2) 慢性病类：2024 年受行业政策、外部环境影响有所承压，但后续随着公司销售调整，以及新产品获批上市，我们预计有望恢复增长态势，我们假设 2024–2026 年增速分别为–32%/20%/15%；

3) 其他：我们假设 2024–2026 年增速分别为–20%/10%/10%。

投资逻辑要点

2022 年以来，受行业集采扰动、市场环境变化以及海外创新药子公司亏损增加等影响，公司业绩表现承压，随着政策扰动影响逐渐出清，以及 2025 年初公司发布股权激励，我们预计公司主业有望见底回升。创新药方面，我们认为市场对痛风新药 AR882 市场潜力存在较大预期差，AR882 目前研发进度全球领先，且在临床效果上或有望成为同类最优，考虑到痛风市场当前临床治疗存在痛点，且庞大的患者人群基数，我们认为 AR882 市场潜力值得期待。

核心风险提示

研发进度低预期的风险；市场竞争加剧的风险；行业政策影响超预期的风险。

内容目录

1. 主业有望企稳回升，创新大品种兑现在即	6
1.1. 聚焦儿科和慢病领域，长期经营稳健	6
1.2. 短期经营受外部环境影响，股权激励奠定主业企稳信心	7
1.3. 研发投入持续增加，痛风创新药大品种兑现在即	9
2. 全球痛风市场尚未打开，AR882 市场潜力值得期待	11
2.1. 痛风患者基数大，临床治疗存在痛点，创新药潜力广阔	11
2.2. 全球已有多款新药进入临床后期，痛风治疗领域有望迎来增长	12
2.3. 美国子公司 Arthroci 在痛风领域经验丰富，研发进度领先	13
2.4. AR882 有望成为同类最优，市场潜力值得期待	16
2.5. 国内主要痛风药已经被集采，未来创新药市场大有可为	19
3. 盈利预测与评级	21
4. 风险提示	22

图表目录

图表 1： 公司发展历程	6
图表 2： 公司技术平台情况介绍	7
图表 3： 公司股权结构（截至 2024Q3）	7
图表 4： 2015 年到 2024Q1-3 公司营业收入情况（亿元）	8
图表 5： 2015 年到 2024Q1-3 公司归母净利润情况（亿元）	8
图表 6： 2019 年到 2024H1 公司收入结构情况（亿元）	8
图表 7： 2020 年到 2024H1 公司主要领域毛利率情况	8
图表 8： 公司股权激励考核目标计划	8
图表 9： 公司部分主要产品情况	9
图表 10： 2015-2024H1 一品红研发支出情况	10
图表 11： 公司主要创新药在研情况	10
图表 12： 治疗高尿酸/痛风的药物一览	11
图表 13： URAT1 抑制剂作用机制简单示意图	12
图表 14： 国内已经进入临床二期阶段的 URAT1 抑制剂一览	12
图表 15： 部分代表性 URAT1 抑制剂分子结构式一览	13
图表 16： URAT1 结合不同分子的电镜密度图	13
图表 17： URAT1 底物转运与药物抑制机制卡通模型图	13
图表 18： Arthroci 公司管理层介绍	14
图表 19： Arthroci 公司股权结构情况（截至 2024 年 7 月）	15
图表 20： 全球主要在研高尿酸血症新药情况	16
图表 21： 苯溴马隆和 AR882 分子结构对比	17
图表 22： 平均尿酸降低水平和达标率	17
图表 23： 患者治疗后目标痛风石（ ≥ 1 个）完全溶解的反应率	17
图表 24： 患者治疗后尿酸晶体负荷减少情况	18
图表 25： 主要在研痛风新药临床数据一览	18
图表 26： 中美指南高尿酸血症患者启动 ULT 的时机和尿酸控制目标差异	19
图表 27： 中美指南高尿酸血症患者用药推荐（抑制尿酸生产药物）	19
图表 28： 2019-2024H1 中国样本医院痛风药销售额情况（亿元）	20
图表 29： 2019-2024H1 中国样本医院痛风药市场份额情况	20

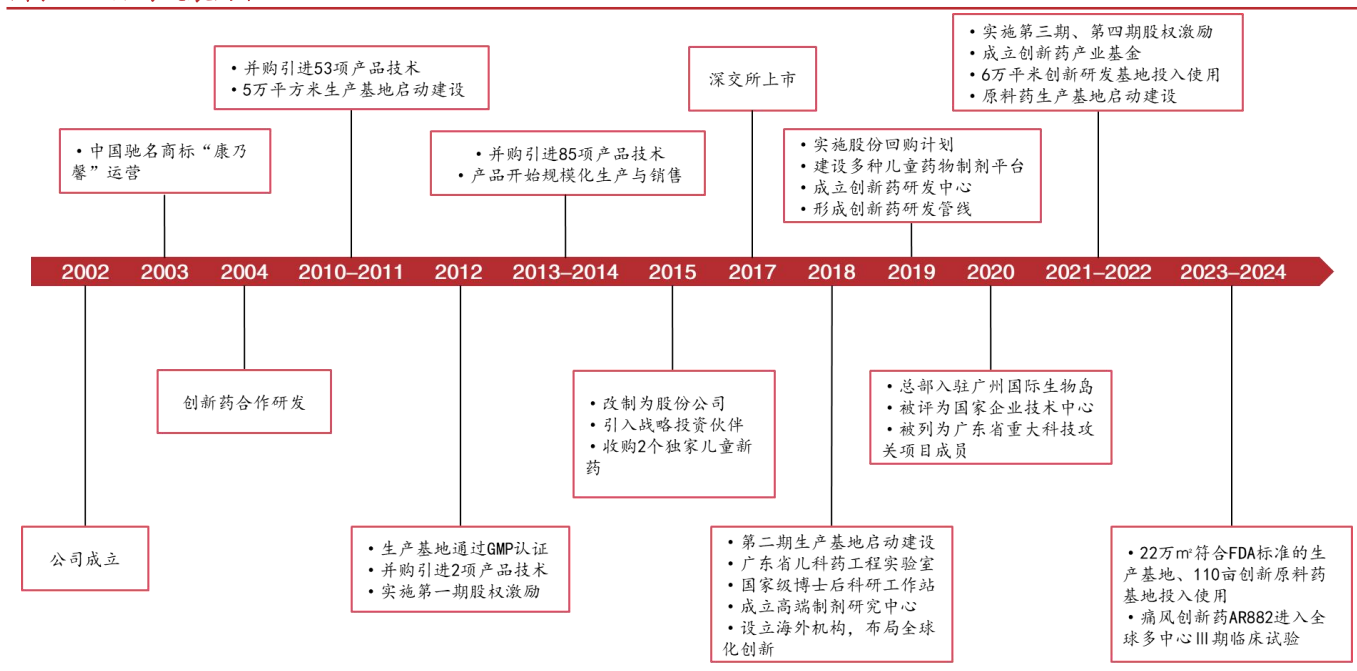
图表 30： 公司收入拆分（亿元）	21
图表 31： 可比公司估值	21

1. 主业有望企稳回升，创新大品种兑现在即

1.1. 聚焦儿科和慢病领域，长期经营稳健

一品红创建于 2002 年，2017 年在深交所挂牌上市，公司业务聚焦于儿童药、慢病药领域。目前，公司具备医药全产业链的研发运营管理能力，产品涵盖范围包括化学药（含制剂和原料药）、中（成）药以及生物疫苗等领域。

图表 1：公司发展历程

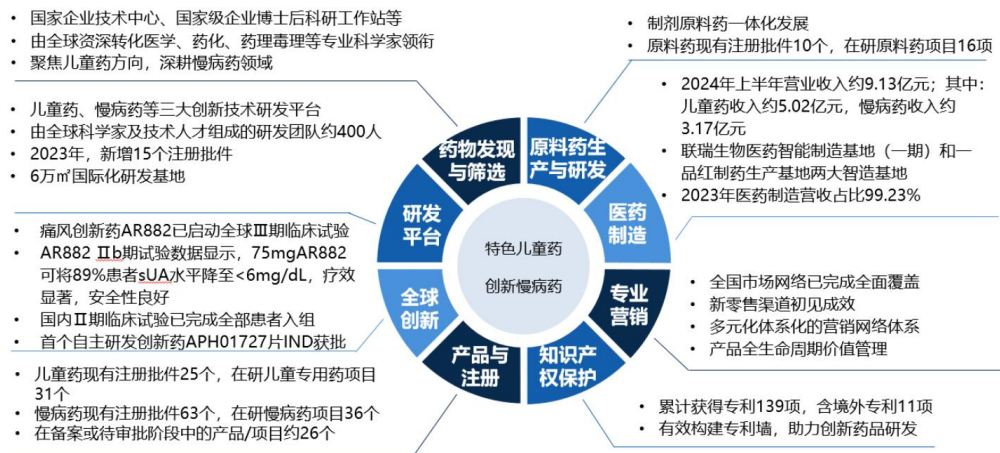


资料来源：公司官网，华源证券研究所

当前公司已有多款技术平台布局：根据 2024 年半年报数据，1）儿童药物高端制剂技术平台：现有儿童药注册批件 25 个，在研的儿童药项目 31 个，致力于打造成为儿童药领域研发实力强、规模大的企业；2）慢病药创新研发平台：现有慢病药注册批件 63 个，在研慢病药项目 36 个。在研全球痛风创新药 AR882 是一种强效高选择性的促尿酸排泄药，已进入全球多中心 III 期临床试验。

图表 2：公司技术平台情况介绍

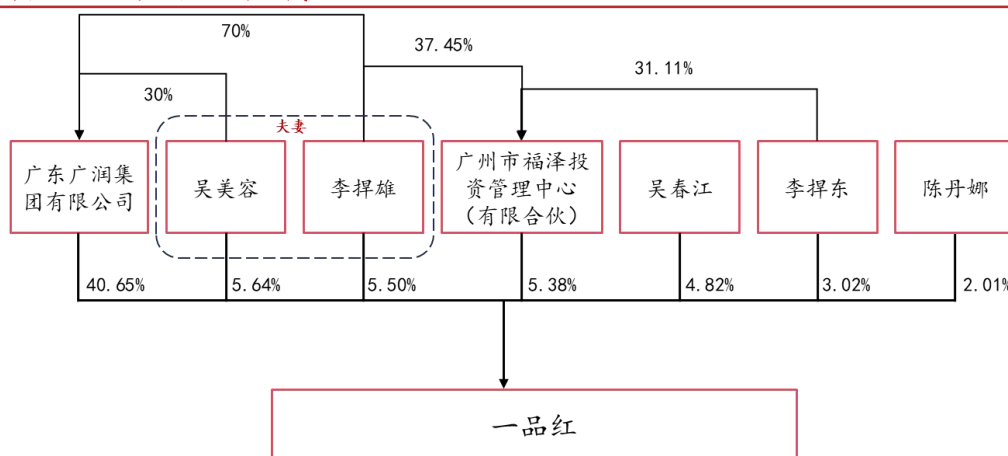
ABOUT US | 公司是一家聚焦儿童药、慢病药领域的医药创新企业



资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司股权较为稳定，实控人为李捍雄夫妇，截至 2024Q3，李捍雄夫妇直接持有上市公司 11.14%股权，通过广东广润集团间接持有上市公司 40.65%股权，此外，李捍雄和李捍东为兄弟关系，吴美容与吴春江为姐弟关系。

图表 3：公司股权结构（截至 2024Q3）



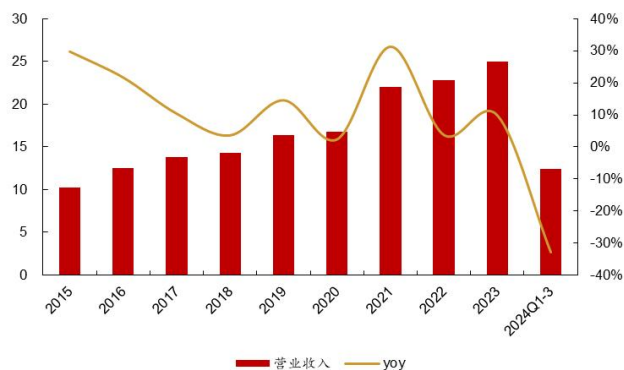
资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2. 短期经营受外部环境影响，股权激励奠定主业企稳信心

收入端方面，得益于公司主要产品（如克林霉素棕榈酸酯、苓香清解口服液等）的放量，在 2024 年之前公司收入保持较为稳健的增长，收入从 2015 年的 10.28 亿元增长至 2023 年的 25.03 亿元，期间复合增速为 11.8%。2024 年前三季度，受行业政策、市场环境变化等影响，实现营业收入 12.4 亿元，同比下滑 32.98%。在利润端方面，根据公司最新业绩预告，2024 年归母净利润亏损 4.7–6.8 亿元，扣除非经常性损益后亏损约 2.4–3.5 亿元。

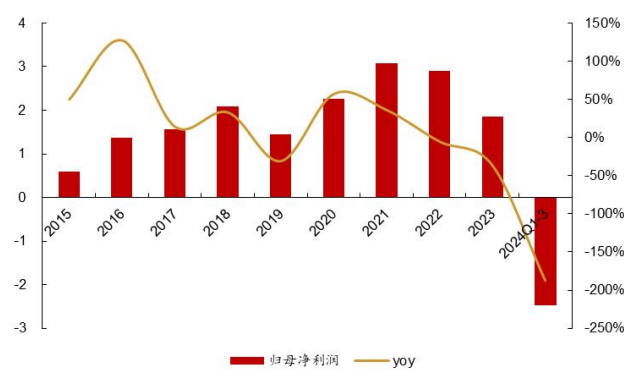
从收入结构来看，儿童类和慢性病类目前占公司大头，2024 上半年，两个板块分别实现营业收入 5.02 和 3.17 亿元，占营收比例分别为 55.0%和 34.7%。毛利率方面，两大业务板块毛利率有所下滑，2024 上半年儿童类和慢性病类毛利率分别为 82.48%和 67.23%。

图表 4：2015 年到 2024Q1-3 公司营业收入情况（亿元）



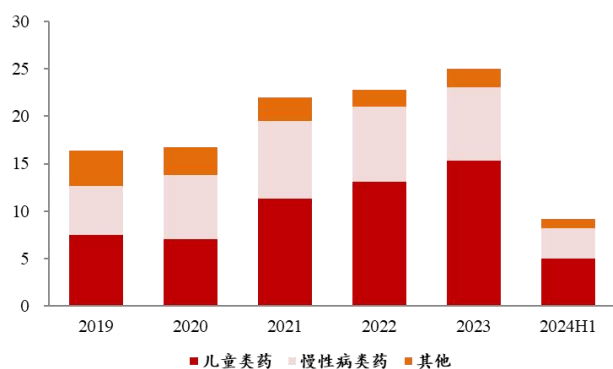
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：2015 年到 2024Q1-3 公司归母净利润情况（亿元）



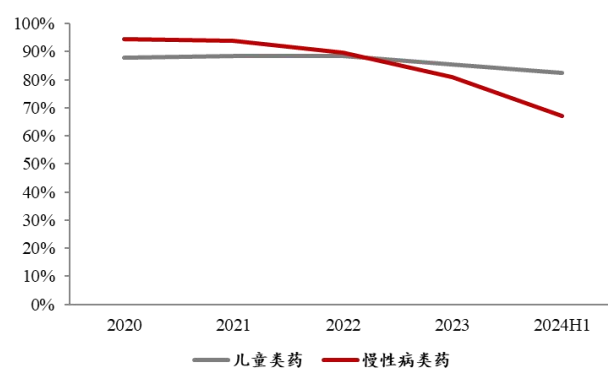
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：2019 年到 2024H1 公司收入结构情况（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：2020 年到 2024H1 公司主要领域毛利率情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2025 年 2 月，公司发布股权激励，其中在考核利润（考核利润=归母扣非净利润+研发费用-对联营企业和合营企业的投资收益）方面，以 2023 年为基准年，2025 年到 2027 年考核利润增长率分别不低于 32%/52%/75%，我们认为随着行业政策扰动逐渐减弱，公司主业有望企稳。

图表 8：公司股权激励考核目标计划

考核年度	业绩考核目标
------	--------

2025 年	公司需满足下列任一条件：
	1、以 2023 年为基准年，公司 2025 年考核利润增长率不低于 32%；
	2、2025 年新获批一个创新药 IND（临床试验申请）；
2026 年	3、2025 年获得药品注册批件数量不少于 10 个。
	公司需满足下列任一条件：
	1、以 2023 年为基准年，公司 2026 年考核利润增长率不低于 52%；
2027 年	2、2026 年新获批一个创新药 IND（临床试验申请）；
	3、2026 年获得药品注册批件数量不少于 10 个。
	公司需满足下列任一条件：
	1、以 2023 年为基准年，公司 2027 年考核利润增长率不低于 75%；
	2、2027 年新获批一个创新药 IND（临床试验申请）；
	3、2027 年获得药品注册批件数量不少于 10 个。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.3. 研发投入持续增加，痛风创新药大品种兑现在即

公司主要产品包括克林霉素棕榈酸酯分散片、苓香清解口服液等，其中用于抗感染领域的克林霉素棕榈酸酯分散片为独家剂型，竞争格局相对较好，其他产品近几年通过集采正在逐步放量过程中。

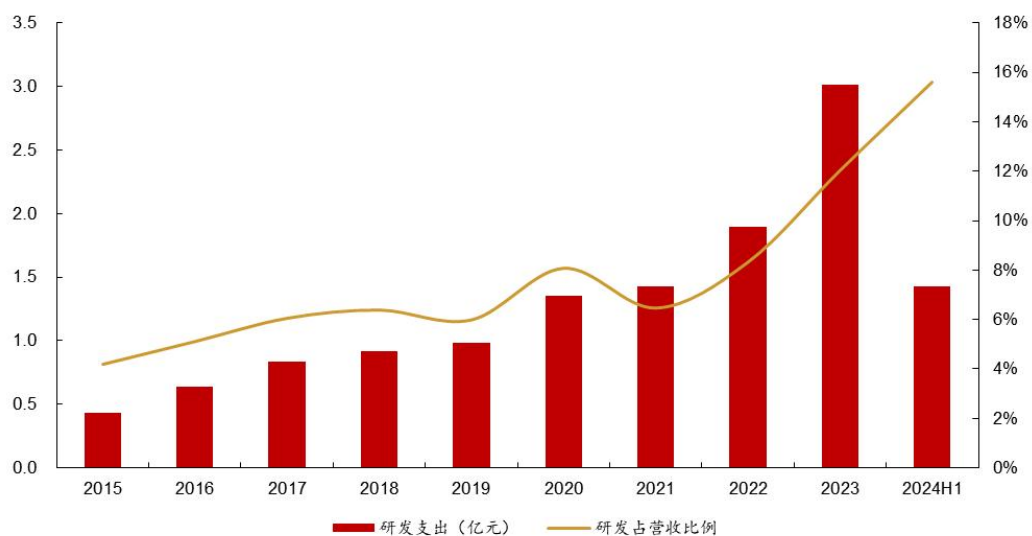
图表 9：公司部分主要产品情况

主要产品	2024 上半年样本医院销售额（亿元）	中国上市厂家数量	是否集采
克林霉素棕榈酸酯分散片	2.26	独家	联盟集采
盐酸溴己新注射液	0.96	28 家	国采第七批
磷酸奥司他韦胶囊	0.51	51 家	国采第七批
硝苯地平控释片	0.32	28 家	国采第七批
注射用阿昔洛韦	0.27	40 家	国采第九批
盐酸左西替利嗪口服滴剂	0.14	6 家	否

资料来源：米内网，医药魔方，药智网，华源证券研究所

近几年公司研发支出持续增加，2024 上半年公司研发投入达到 1.4 亿元，占公司营收的比例约为 15.6%。在创新药方面，痛风创新药 AR882 目前在国内处于临床 II/III 阶段，治疗糖尿病的小分子激动剂 APH01727 目前处于临床 I 期阶段，双靶点分子胶新药 FD-001 目前处于临床 I 期阶段。

图表 10：2015-2024H1 一品红研发支出情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 11：公司主要创新药在研情况

登记号	试验分期	试验状态	靶点	适应症	主试验药	首次公示日期
CTR20242743	Phase I	进行中(尚未招募)	GLP-1R	2 型糖尿病	APH01727	2024-07-26
CTR20241026	Phase II/III	进行中(招募中)	URAT1	高尿酸血症	AR882	2024-04-02
CTR20233435	Phase I	进行中(招募中)	GSPT1	急性髓系白血病; 骨髓增生异常综合征; 非霍奇金淋巴瘤; 多发性骨髓瘤	FD-001	2023-11-03

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

2. 全球痛风市场尚未打开，AR882 市场潜力值得期待

2.1. 痛风患者基数大，临床治疗存在痛点，创新药潜力广阔

正常情况下人体肾脏能够排出尿酸而维持尿酸在血液中的正常浓度水平，而高尿酸血症则常由嘌呤代谢紊乱和/或尿酸排泄减少所导致。痛风则是指因血尿酸过高而沉积在关节、组织中造成多种损害的一组疾病，异质性较强，严重者可并发心脑血管疾病、肾功能衰竭，最终可能危及生命。

根据《痛风及高尿酸血症基层诊疗指南（2019 年）》数据，近几年中国高尿酸血症和痛风患病率显著增高，高尿酸血症患者已占总人口 13.3%，而痛风患病率在 1%~3%，我们估算中国痛风患者人数超千万。同时该指南流行病学指出，痛风/高尿酸血症与多种慢性病的发生发展密切相关，如代谢性疾病，心、脑血管病和肾脏疾病等。

目前国内已经上市治疗高尿酸/痛风的药物主要有三类：1）抑制尿酸生成的黄嘌呤氧化酶抑制剂（如别嘌醇和非布司他）；2）促尿酸排泄的 URAT1 抑制剂（如丙磺舒、苯溴马隆和雷西纳德）；3）尿酸氧化酶类似物等。但以上药物都有较为明显的临床缺陷，如丙磺舒活性弱，半衰期短，会降低肾小球滤过率，而且与常用药物之间存在显著药物相互作用。苯溴马隆活性较强，但由于肝毒性等原因，已经在欧洲撤市；雷西纳德（2015 年美国上市）同样由于肾脏毒性被黑框警告。

图表 12：治疗高尿酸/痛风的药物一览

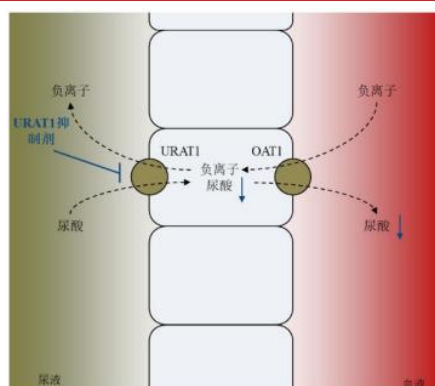
类型	代表药物	不良反应
抑制尿酸生成的黄嘌呤氧化酶抑制剂	包括别嘌醇和非布司他	(1)别嘌醇可能会引起严重的超敏反应综合征。 (2)非布司他因为心血管安全性的争议,已经受到了 FDA 的黑框警告
促尿酸排泄的 URAT1 抑制剂	包括丙磺舒、苯溴马隆和雷西纳德	(1)丙磺舒的降尿酸效果较差,并且可能与许多常用药物发生相互作用。 (2)苯溴马隆由于其潜在的严重肝损害风险, FDA 未批准其上市。 (3)雷西纳德则因频繁的肾脏不良反应,在国内尚未获批,并且 FDA 也对其发出了可能引发急性肾衰竭的黑框警示。
分解尿酸的尿酸氧化酶类似物	尿酸氧化酶	FDA 对这些药物发出了多条黑框警告,指出它们在 20%~40%的患者中可能会引起严重的免疫过敏性副反应。
急性痛风消炎止痛药物	皮质激素、秋水仙碱	(1)皮质激素对机体免疫系统产生抑制作用,会降低机体防御系统。 (2)秋水仙碱常伴有腹泻、呕吐、腹痛性痉挛等常见的不良反应,且细胞毒性大,一旦药物过量几乎没有解救措施。

资料来源：医药魔方微信公众号，华源证券研究所

高尿酸血症通常是由于尿酸产生过多和/或尿酸排泄减少引起，根据《尿酸盐转运体 1 抑制剂的设计、合成及活性研究》（王永成等）文献显示，尿酸排泄减少在高尿酸血症患者病因中约占 90%，通过增加尿酸排泄的途径来降尿酸是医学上较为理想的治疗方法。

尿酸盐转运体 1 (URAT1)是调控尿酸重吸收的重要蛋白，URAT1 位于近曲小管的管腔膜上，负责将尿酸盐从小管液（尿液）中重吸收到近曲小管细胞，URAT1 抑制剂可以通过抑制尿酸盐的重吸收，从而促进尿酸从体内的排泄并降低血尿酸水平，且相较其他转运蛋白对尿酸具有更高的亲和力和运转效率。

图表 13: URAT1 抑制剂作用机制简单示意图



资料来源：海创药业招股书，华源证券研究所

2.2. 全球已有多款新药进入临床后期，痛风治疗领域有望迎来增长

由于 URAT1 抑制剂是较为理想的痛风治疗药物，目前有多家公司正在开发新型 URAT1 抑制剂，现有 URAT1 抑制剂开发重点在于降低毒副作用，提高安全性。国内方面，2024 年 12 月，卫材药业的新型 URAT1 抑制剂多替诺雷（商品名：优乐思）在中国获批上市；2025 年 1 月，恒瑞医药的新型 URAT1 抑制剂 SHR4640 中国上市申请获得受理。此外，国内目前处于临床 III 期或 II/III 期的在研药物有 YL-90148（上海瓊黎药业）、XNW3009（信诺维医药）、HP501（海创药业）、ABP-671（新元素药业）、AR882（一品红）等。

图表 14: 国内已经进入临床二期阶段的 URAT1 抑制剂一览

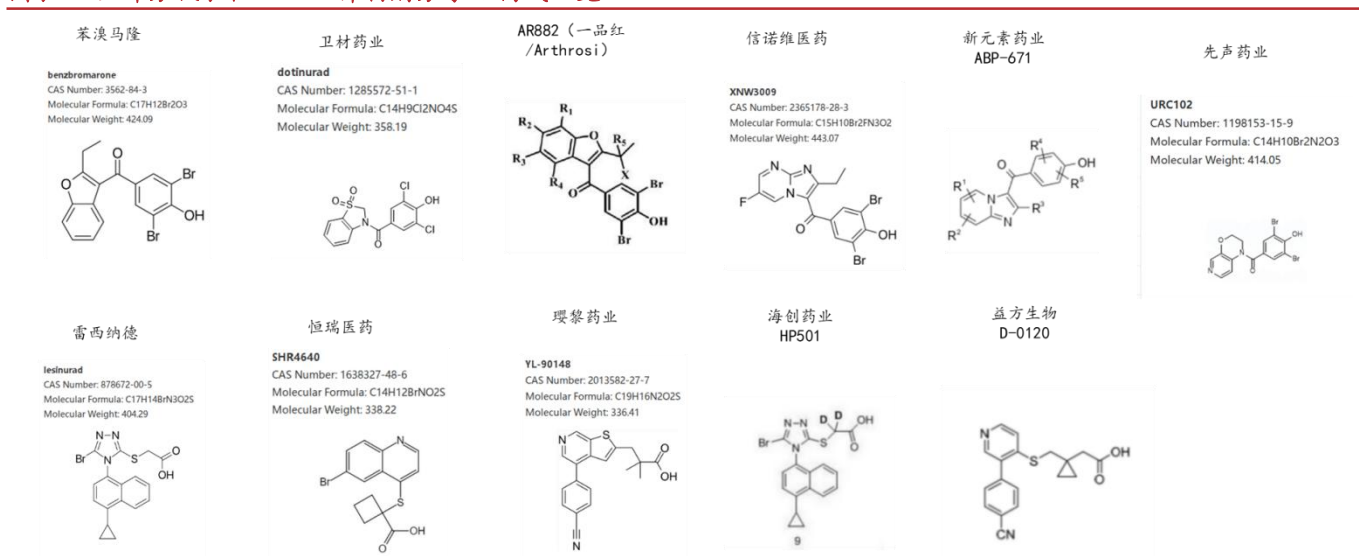
登记号	试验分期	试验状态	靶点	适应症	主试验药	剂型	申办方	首次公示日期
CTR20222473	Phase III	进行中(招募中)	URAT1; XO	高尿酸血症	YL-90148	片剂	上海瓊黎药业	2022-12-14
CTR20222360	Phase IIb/III	进行中(招募中)	URAT1; XO	高尿酸血症	XNW3009	片剂	信诺维医药	2022-10-27
CTR20240587	Phase II/III	已完成	URAT1	高尿酸血症	HP501	缓释片	海创药业	2024-03-01
CTR20233710	Phase IIb/III	进行中(招募中)	URAT1	高尿酸血症	ABP-671	片剂	新元素药业	2023-12-14
CTR20241026	Phase II/III	进行中(招募中)	URAT1	高尿酸血症	AR882	胶囊剂	一品红	2024-04-02
CTR20240980	Phase II	已完成	URAT1; XO	高尿酸血症	THDBH151	片剂	东宝紫星(杭州)生物	2024-03-26
CTR20232057	Phase II	已完成	URAT1	高尿酸血症	WXSH0493	片剂	康缘药业	2023-07-10
CTR20223008	Phase IIa	已完成	URAT1	高尿酸血症	泰宁纳德	片剂	天津药物研究院	2022-11-17
CTR20222979	Phase IIa	已完成	URAT1; XO	高尿酸血症	THDBH130	片剂	通化东宝	2022-11-17
CTR20221594	Phase IIb	已完成	URAT1; XO	高尿酸血症	D-0120-NA	片剂	益方生物	2022-06-28

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

目前在研新型 URAT1 抑制剂化合物骨架结构大多是基于上一代雷西纳德或苯溴马隆骨架进行设计，以期解决它们在肾脏、肝脏或有效性上的问题。基于苯溴马隆改造的药物包括多替诺雷（卫材药业）、AR882（一品红）、XNW3009（信诺维医药）、ABP-671（新元

素药业)、URC102(先声药业);基于雷西纳德改造的药物包括 SHR4640(恒瑞医药)、YL-90148(上海瓊黎药业)、HP501(海创药业)和 D-0120(益方生物)。

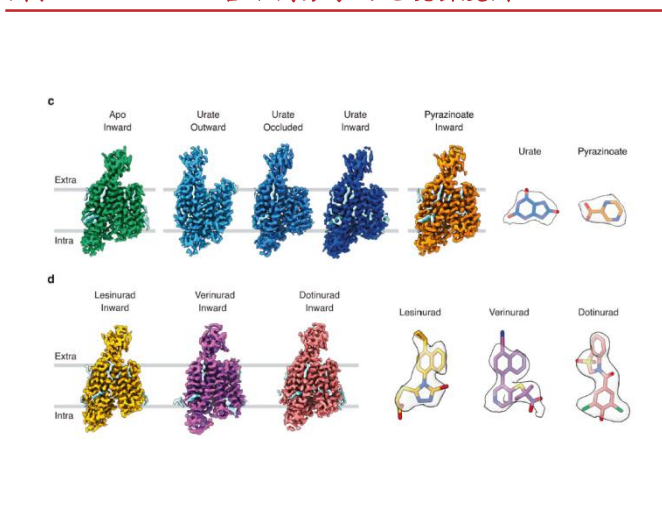
图表 15: 部分代表性 URAT1 抑制剂分子结构式一览



资料来源: 医药魔方, 华源证券研究所

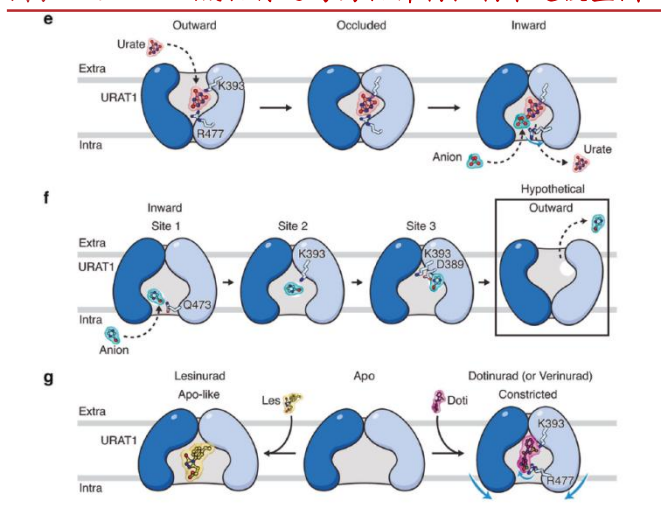
不同的 URAT1 抑制剂分子结构, 对药理特性会产生一定影响, 根据 2024 年发表在《Cell Research》杂志上的研究成果显示, 研究团队选择 lesinurad(雷西纳德)、verinurad 和 dotinurad(多替诺雷)三款药物与 URAT1 进行相互结合的冷冻电镜研究, 发现其与 URAT1 结构空间位点以及结合强度上会有所不同, 可能是其最终药理药效产生不同的主要原因之一。

图表 16: URAT1 结合不同分子的电镜密度图



资料来源: Cell Research, 华源证券研究所

图表 17: URAT1 底物转运与药物抑制机制卡通模型图



资料来源: Cell Research, 华源证券研究所

2.3. 美国子公司 Arthroci 在痛风领域经验丰富, 研发进度领先

一品红在痛风领域新药开发主要通过美国子公司 Arthroci 进行, Arthroci 管理层团队在相关领域经验丰富:

- 1) 联合创始人及首席执行官 Litain Yeh 博士曾在 Ardea 任职期间, 负责过痛风药物雷西纳德 (lesinurad) 和维利纳德 (verinurad) 的临床药理学相关研究;
- 2) 首席医学官 Robert Keenan 博士曾担任杜克大学医学中心痛风与晶体关节病诊所主任和杜克大学医学院风湿病与免疫学系医学副教授, 为风湿领域专家;
- 3) 联合创始人 Shunqi Yan 博士专长于新药设计、药化和生产, 是两个 FDA 批准上市肿瘤药物及多个临床药物设计和发现的重要参与者;
- 4) 首席商务官 Stephen Smolinski 曾主导过痛风药物 SEL-212 相关商业化工作。

图表 18: Arthroci 公司管理层介绍



Litain Yeh, PhD
Co-Founder & Chief Executive Officer

背景: 化学博士, 曾担任 Ignitya 公司副总裁 (被罗氏公司收购), Ardea 公司副总裁 (被阿斯利康收购), 在 Ardea 公司开发雷西纳德 (lesinurad) 和维利纳德 (verinurad) 的临床试验期间, 负责临床药理学相关研究。



Robert Keenan, MD
Chief Medical Officer

背景: 曾担任杜克大学医学中心痛风与晶体关节病诊所主任、杜克大学医学院风湿病与免疫学系医学副教授。



Shunqi Yan, PhD
Co-Founder & Chief Operating Officer

背景: 化学博士, 在肿瘤学、代谢疾病、抗炎领域以及罕见病方面拥有超过 20 年药物研发经验, 曾在多家生物技术和制药公司领导多学科团队。



Stephen Smolinski
Chief Business Officer

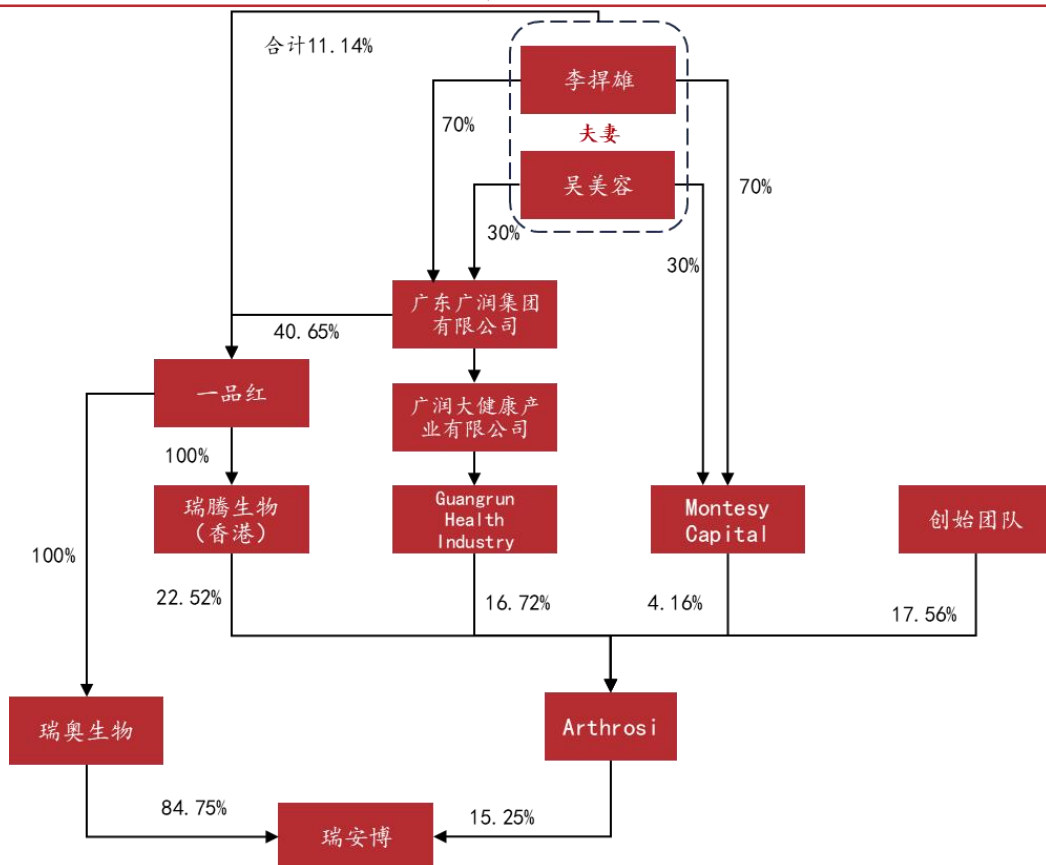
背景: 曾担任 Selecta 公司首席商务官, 领导了用于治疗慢性难治性痛风 SEL-212 相关商业化工作。此外, 还曾在罗氏-基因泰克、百时美施贵宝、强生和萨维恩制药公司担任过高级商务职务。

资料来源: 公司官网, 华源证券研究所

一品红最早于 2021 年参与投资 Arthroci, 根据 2024 年 7 月公司公告披露信息, 一品红持有 Arthroci 约 22.5% 股权, 此外, 一品红实控人李捍雄和吴美容夫妇通过关联企业 Guangrun Health Industry 和 Montes Capital 持有 Arthroci 约 16.7% 和 4.2% 股权。

此外, 一品红与 Arthroci 成立合资公司广州瑞安博, 根据 2024 年 7 月公司公告披露信息, 一品红通过全资子公司瑞奥生物持有广州瑞安博 84.75% 股权, 广州瑞安博拥有 AR882 在中国区域 (包括中国大陆、香港、澳门和台湾地区) 上市许可和生产、销售等全部商业化权益。

图表 19: Arthrosi 公司股权结构情况 (截至 2024 年 7 月)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所 (一品红实控人对 Montesy capital、创始团队对 Arthrosi 持股比例来自 23 年 7 月公告)

全球来看, 在高尿酸血症新药开发领域, 当前主要以 URAT1 抑制剂为主, 其中 Arthrosi 公司的 AR882 研发进度相对较快, 2025 年 3 月, AR882 全球 III 期临床试验 REDUCE 2 提前完成受试者入组; 同月, AR882 完成国内 III 期临床首例患者入组。此外, 其他 URAT1 抑制剂在研包括 ABP-671 (新元素药业, 美国三期临床)、epaminurad (JW Pharmaceutical, 韩国三期临床)、D-0120 (益方生物, 美国二期临床) 等, 整体来看, 全球在研 URAT1 抑制剂相对较少, Arthrosi 公司具有较为明显的先发优势。

图表 20：全球主要在研高尿酸血症新药情况

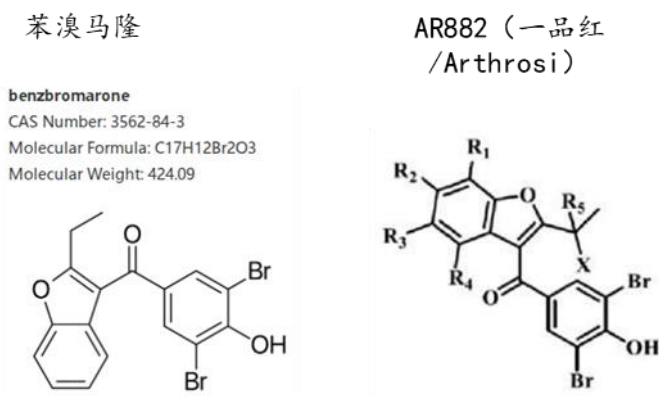
NCT 号	试验分期	试验状态	试验用药	申办方	靶点	适应症	首次公示日期	入组人数(人)	试验国家/地区
NCT06846515	III 期	招募中	AR882	Arthroshi Therapeutics	URAT1	高尿酸血症；痛风性关节炎	2025-03-25	750(预估)	美国
NCT06439602	III 期	招募中	AR882	Arthroshi Therapeutics	URAT1	高尿酸血症；痛风性关节炎	2024-06-03	750(预估)	美国；中国香港；中国台湾；澳大利亚；新西兰
NCT05815901	III 期	招募中	epaminurad；非布司他	JW Pharmaceutical	URAT1；XO	高尿酸血症	2023-04-18	588(预估)	韩国
NCT05586971	III 期	招募中	替古索司他；别嘌醇	LG Chem	XO	高尿酸血症	2022-10-19	2542(预估)	美国
NCT05586958	III 期	招募中	替古索司他	LG Chem	XO	高尿酸血症	2022-10-19	350(预估)	美国
NCT04596540	III 期	已完成	SEL-212	Swedish Orphan Biovitrum	mTORC1；FKBP12；mTOR；UO	高尿酸血症	2020-10-22	153	美国；格鲁吉亚；乌克兰；俄罗斯；塞尔维亚
NCT04513366	III 期	已完成	SEL-212	Swedish Orphan Biovitrum	mTORC1；FKBP12；mTOR；UO	高尿酸血症	2020-08-14	112	美国
NCT05818085	II/III 期	招募完成	ABP-671；别嘌醇	Jiangsu Atom Bioscience and Pharmaceutical Co., Ltd.	URAT1；XO	高尿酸血症	2023-04-18	580(预估)	美国；格鲁吉亚；危地马拉；中国台湾；澳大利亚
NCT05690204	II 期	招募完成	SAP-001	Shanton Pharma Pte. Ltd.	URAT1	高尿酸血症；痛风性关节炎	2023-01-19	87	美国；波多黎各
NCT05665699	II 期	招募中	D-0120；别嘌醇	InventisBio Co., Ltd	URAT1；XO	高尿酸血症	2022-12-27	80(预估)	美国
NCT04987242	II 期	已完成	ALLN-346	Allena Pharmaceuticals	UO	高尿酸血症；慢性肾病	2021-08-03	16	美国
NCT04804111	II 期	已完成	epaminurad	JW Pharmaceutical	URAT1	高尿酸血症	2021-03-18	171	韩国
NCT06729853	I/II 期	招募完成	SAP-001	Shanton Pharma Pte. Ltd.	URAT1	高尿酸血症	2024-12-11	32(预估)	美国
NCT06310967	I/II 期	招募中	IG3018	Intelligem Therapeutics Australia Pty Ltd.	not available	高尿酸血症；慢性肾病	2024-03-15	60(预估)	澳大利亚

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

2. 4. AR882 有望成为同类最优，市场潜力值得期待

AR882 分子是将苯溴马隆分子中乙基羟基化、苯并呋喃环引入 4 个氘代，从而改变苯溴马隆的代谢路径和代谢产物谱，降低肝毒性，能够与尿酸转运蛋白长效结合，延长抑制作用的时间，临床结果显示其药效长达 24 小时，且全天候的阻断尿酸重吸收不会加重肾负荷，可以避免肾毒性，并有效清除体内尿酸，达到溶解痛风石的目的。

图表 21：苯溴马隆和 AR882 分子结构对比



资料来源：医药魔方，公司专利，华源证券研究所

在一项随机开放的全球 II 期研究中（美国，新西兰及中国台湾），试验招募了 42 名至少有 1 个皮下痛风石患者，患者被随机分为三组，以 1:1:1 的比例分别接受每日一次 AR882（75mg）、AR882（50mg）+别嘌醇、别嘌醇（至多 300mg）的治疗。

在降尿酸方面：第 3 个月时，AR882 75mg 组、AR882 50 mg+别嘌醇组和别嘌醇组的平均 sUA 水平分别降至 4.5 (±1.2)、4.7 (±1.4) 和 6.1 (±2.0) mg/dL。在 75 mg AR882 组中，分别有 86% 和 64% 的患者达到了 sUA<6 mg/dL (360 μmol/L) 和<5mg/dL 的水平；在 50mg AR882+别嘌醇组中，分别有 77%和 69%的患者达到了 sUA<6mg/dL 和<5mg/dL 的水平。相比之下，别嘌醇组达到 sUA<6mg/dL 和<5 mg/dL 的水平的患者比例为 46%和 23%。

此外，在溶解痛风石方面：第 3 个月，AR882 75mg 组、AR882 50mg+别嘌醇组和别嘌醇组中位 sUA 水平分别降至 4.5mg/dL、4.7mg/dL 和 6.1 mg/dL。第 12 个月，AR882 75mg、AR882 50mg+别嘌醇和 AR882 75mg+别嘌醇组的 sUA 水平分别为 4.3 mg/dL、3.7 mg/dL 和 2.9 mg/dL。第 6 个月，在 AR882 75mg 组中，有 4 例患者(29%)测量到了痛风石的完全消除，别嘌醇组 1 例(8%)，AR882 50mg+别嘌醇组 1 例(8%)。在第 6–12 个月的延长期试验中，AR882 75mg 组和 AR882 75mg+别嘌醇组分别有 4 例(40.0%)和 4 例(36.4%)患者的痛风结石完全溶解。AR882 75mg 单独使用或与别嘌醇联合使用显示，从基线到第 6 个月，总尿酸晶体体积减少；第 6 至 12 个月的拓展研究中，痛风晶体体积持续减少。

在整个 12 个月的慢性治疗中，AR882 作为单一疗法或与别嘌醇联合治疗组试验患者耐受性良好。最常见的不良事件是痛风发作，轻度或中度不良事件包括腹泻、头痛和上呼吸道感染。AR882 治疗后，试验患者痛风结石率持续下降。

图表 22：平均尿酸降低水平和达标率

图表 23：患者治疗后目标痛风石（≥1 个）完全溶解的反应率

表 1. 平均 sUA 降低水平和达标率

治疗组	基线	第 3 个月时的血尿酸水平				第 3 个月时的血尿酸 (mg/dL) 达标率, %			
	血尿酸 mg/dL	血尿酸 mg/dL	变化率%	<6	<5	<4	<3		
AR882 75 mg	9.1	4.5	-49.6	86	64	43	7		
AR882 50 mg + 别嘌醇	9.6	4.7	-49.9	77	69	23	8		
别嘌醇	9.5	6.1	-34.9	46	23	15	8		

资料来源：一品红公司微信公众号，华源证券研究所

统计期间	AR882 75mg	AR882 50mg+ 别嘌醇	别嘌醇	AR882 75mg+ 别嘌醇
	(N=14)	(N=13)	(N=13)	(N=11)
基线到第 6 个月	4/14 (28.6%)	1/13 (7.7%)	1/13 (7.7%)	-
第 6-12 个月	4/10 (40.0%)	1/8 (12.5%)	-	4/11 (36.4%)
基线到第 12 个月	*5/14 (35.7%)	1/13 (7.7%)	-	-

资料来源：一品红公司微信公众号，华源证券研究所

图表 24：患者治疗后尿酸晶体负荷减少情况



资料来源：一品红公司微信公众号，华源证券研究所

其他药物方面，目前恒瑞医药、信诺维医药、新元素药业、益方生物和海创药业等也均披露了其在研痛风新药临床二期数据。但我们认为，从目前数据来看，AR882 在降尿酸方面的数据较为优秀且安全性较好，更为重要的是，AR882 在溶解痛风石方面效果显著，我们认为未来或将成为其差异化竞争点，AR882 或有望成为同类产品中最优，有望提高未来整体痛风人群的治疗率。

图表 25：主要在研痛风新药临床数据一览

公司	目前临床进度	披露临床数据	受试者人数 (人)	组别	观察时间	平均 sUA 降低水平	sUA<6 mg/dL 患者占比	sUA<5 mg/dL 患者占比
----	--------	--------	-----------	----	------	-------------	------------------	------------------

一品红	美国 3 期；中国 2/3 期	全球二期	42	AR882 75mg	90 天	49.6%	86%	64%
				AR882 50 mg+别嘌醇	90 天	49.9%	77%	69%
				别嘌醇	90 天	34.9%	46%	23%
卫材药业	中国上市	中国三期	451	多替诺雷 40mg	168 天	Na	73.6%	Na
				非布司他 40mg	168 天	Na	38.1%	Na
恒瑞医药	中国申报上市	中国二期	197	SHR4640 5mg	35 天	32.7%	32.5%	Na
				SHR4640 10mg	35 天	46.8%	72.5%	Na
				苯溴马隆组	35 天	41.8%	61.5%	Na
信诺维医药	中国 3 期	中国二期	Na	XNW3009 0.5mg	Na	Na	72%	Na
				苯溴马隆 50mg	Na	Na	51.9%	Na
新元素药业	美国 3 期	澳大利亚 2a	60	ABP-671 1-8mg	28 天	Na	62.5%-100%	Na
益方生物	中国 2b 期完成	中国二期	Na	D-0120	Na	Na	80%	Na
海创药业	中国 2/3 期完成	中国二期	120	HP501 40mg	Na	Na	32%	Na
				HP501 50mg	Na	Na	43%	Na

资料来源：医药魔方，各公司公告等，华源证券研究所

2.5. 国内主要痛风药已经被集采，未来创新药市场大有可为

目前中国和美国针对无症状高尿酸血症患者是否启动药物治疗有所差别，根据《2020 年美国风湿病学会痛风治疗指南》，认为大多数无症状高尿酸血症患者可能不会发展为痛风，其 ULT（药物降尿酸治疗）益处不会超过潜在的风险或治疗成本，多不推荐。中国版指南认为高尿酸血症与多种疾病如糖尿病、高血压等发生/发展相关，对高尿酸血症患者启动 ULT 条件则相对宽松。在推荐治疗药物方面，中国推荐别嘌醇、非布司他和苯溴马隆等为一线用药，美国主要推荐别嘌醇为一线用药。

图表 26：中美指南高尿酸血症患者启动 ULT 的时机和尿酸控制目标差异

	中国高尿酸血症与痛风诊疗指南（2019 版）	2020 年美国风湿病学会痛风管理指南
启动 ULT 时机	无合并症者，血尿酸水平 $<420\mu\text{mol/L}$ (2B)； 伴合并症者[高血压、脂代谢异常、糖尿病、肥胖、脑卒中、冠心病、心功能不全、尿酸性肾石病、肾功能损害($\geq\text{CKD}2$ 期)]且血尿酸水平 $\geq 480\mu\text{mol/L}$ (2B)	血尿酸水平 $\geq 540\mu\text{mol/L}$ ； 中重度 CKD (≥ 3 期) 的患者； 对于曾经经历痛风发作超过 1 次，但 <2 次的患者； 有尿石症病史的患者。
尿酸控制目标	无合并症者，建议血尿酸控制在 $<480\mu\text{mol/L}$ ； 伴合并症时，建议控制在 $<360\mu\text{mol/L}$ (2C)	强烈推荐所有接受 ULT 治疗的患者达到并维持 SU 目标 $<6\text{mg/dL}$ ($360\mu\text{mol/L}$)

资料来源：医学界内分泌频道微信公众号整理，华源证券研究所

图表 27：中美指南高尿酸血症患者用药推荐（抑制尿酸生产药物）

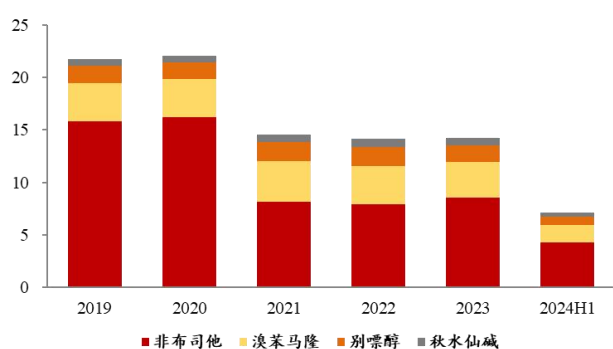
	中国高尿酸血症与痛风诊疗指南（2019 版）	2020 年美国风湿病学会痛风管理指南
别嘌醇	一线用药：从小剂量开始，且汉族人群携带该基因型的频率为 10%~20%。亚裔人群使用别嘌醇之前应进行 HLA-B*5801 基因检测。(别嘌醇超敏反应的发生与 HLA-B*5801 相关)	一线用药：强烈推荐开始时服用别嘌醇 $\leq 100\text{mg}$ ，由于成本效益，不推荐在开始别嘌醇治疗前对其他种族(除亚裔人群外)背景的患者普遍检测。
非布司他	一线用药：起始剂量为 20mg/d，2~4 周后血尿酸水平仍未达标，可增加剂量 20mg/d，最大剂量为 80mg/d	一线用药：非布司他起始剂量 $\leq 40\text{mg/d}$ ，然后进行剂量滴定

资料来源：医学界内分泌频道微信公众号整理，华源证券研究所

国内方面，主流痛风药销售以非布司他、苯溴马隆和别嘌醇为主，其中非布司他在 2020 年被纳入国家第三批集采，使得 2021 年样本医院市场规模出现较大幅度下滑，我们认为未来痛风临床效果更好的创新药将有较大的市场空间。

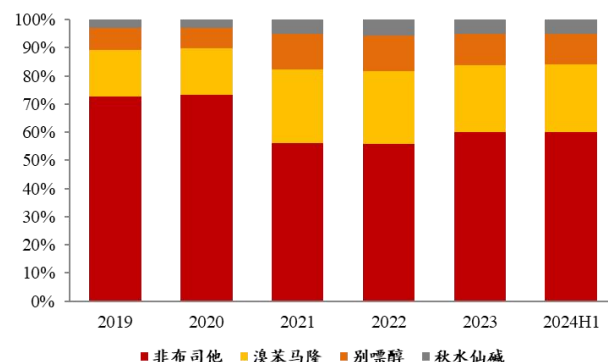
海外市场方面，在治疗痛风的新药方面，安进公司的尿酸酶（Krystexxa）近几年增长较为显著，2024 年 Krystexxa 销售额达到 11.85 亿美元，根据海外药品价格查询数据，8mg 规格 Krystexxa 单只定价超过 3 万美元，Krystexxa 说明书显示每 2 周需要治疗一次，单月治疗费用超过 6 万美元。

图表 28：2019-2024H1 中国样本医院痛风药销售额情况（亿元）



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 29：2019-2024H1 中国样本医院痛风药市场份额情况



资料来源：米内网，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

核心假设：

1) 儿童类药：2024 年受行业政策、外部环境的影响有所承压，但考虑到克林霉素等产品下游市场需求依然广阔，我们预计 2025 年开始有望恢复正常增长态势，我们假设 2024–2026 年增速分别为–43%/20%/15%；

2) 慢性病类：2024 年受行业政策、外部环境的影响有所承压，但后续随着公司销售调整，以及新产品获批上市，我们预计有望恢复增长态势，我们假设 2024–2026 年增速分别为–32%/20%/15%；

3) 其他：我们假设 2024–2026 年增速分别为–20%/10%/10%。

图表 30：公司收入拆分（亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	21.99	22.80	25.03	15.57	18.52	21.21
yoy		3.68%	9.78%	–37.81%	18.99%	14.53%
毛利	18.81	19.80	20.29	9.90	13.90	15.94
毛利率	85.54%	86.84%	81.06%	63.60%	75.03%	75.15%
儿童类药						
收入	11.30	13.13	15.36	8.76	10.51	12.08
yoy		16.19%	16.98%	–43%	20%	15%
毛利	9.98	11.62	13.14	6.13	8.40	9.67
毛利率	88.32%	88.50%	85.55%	70%	80%	80%
慢性病类药						
收入	8.23	7.89	7.70	5.24	6.28	7.23
yoy		–4.13%	–2.41%	–32%	20%	15%
毛利	7.73	7.07	6.23	3.14	4.71	5.42
毛利率	93.92%	89.61%	80.91%	60%	75%	75%
其他业务						
收入	2.46	1.78	1.97	1.58	1.73	1.91
yoy		–27.64%	10.67%	–20%	10%	10%
毛利	1.10	1.11	0.92	0.63	0.78	0.86
毛利率	44.72%	62.36%	46.70%	40%	45%	45%

资料来源：wind，华源证券研究所

我们选取奥赛康、海思科和信立泰作为可比公司估值，考虑到公司创新药兑现在即，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 31：可比公司估值

代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE	
		2025/4/11	2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E
002755.SZ	奥赛康	170	1.36	1.89	2.81	125.0	89.7	60.4
002653.SZ	海思科	531	4.75	6.19	8.42	112.0	85.8	63.1
002294.SZ	信立泰	372	6.02	6.85	8.30	61.8	54.3	44.8
	平均值					99.6	76.6	56.1
300723.SZ	一品红	159	–5.61	1.99	2.61		79.8	60.8

资料来源：wind，华源证券研究所，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期

4. 风险提示

研发进度低预期的风险，创新药研发具有不确定性，存在研发低于预期的风险；

市场竞争加剧的风险，部分产品竞品相对较多，未来或存在竞争加剧的风险；

行业政策影响超预期的风险，国内未来的医药行业政策变动可能会对公司经营产生一定影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	423	263	232	436
应收票据及账款	451	149	254	291
预付账款	29	30	35	40
其他应收款	12	12	14	16
存货	346	318	260	296
其他流动资产	98	74	80	86
流动资产总计	1,360	845	875	1,164
长期股权投资	543	553	563	583
固定资产	1,635	1,629	1,615	1,594
在建工程	164	141	117	94
无形资产	447	426	426	423
长期待摊费用	56	53	25	25
其他非流动资产	201	224	222	221
非流动资产合计	3,045	3,025	2,969	2,940
资产总计	4,405	3,870	3,844	4,105
短期借款	550	550	550	550
应付票据及账款	202	158	129	147
其他流动负债	737	745	630	717
流动负债合计	1,489	1,453	1,309	1,414
长期借款	186	186	186	186
其他非流动负债	132	132	132	132
非流动负债合计	318	318	318	318
负债合计	1,807	1,772	1,627	1,733
股本	454	452	452	452
资本公积	814	817	817	817
留存收益	1,254	693	833	1,017
归属母公司权益	2,522	1,961	2,101	2,285
少数股东权益	76	138	116	87
股东权益合计	2,598	2,099	2,217	2,372
负债和股东权益合计	4,405	3,870	3,844	4,105

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	152	-294	129	177
折旧与摊销	200	230	266	249
财务费用	33	32	32	32
投资损失	22	22	22	12
营运资金变动	64	319	-205	20
其他经营现金流	-12	-175	65	75
经营性现金净流量	458	134	310	565
投资性现金净流量	-579	-262	-249	-252
筹资性现金净流量	100	-32	-91	-109
现金流量净额	-24	-160	-31	204

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,503	1,557	1,853	2,122
营业成本	475	567	463	527
税金及附加	42	23	27	31
销售费用	1,124	623	704	806
管理费用	329	218	222	233
研发费用	301	234	232	255
财务费用	33	32	32	32
资产减值损失	0	-78	0	0
信用减值损失	-4	-78	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-22	-22	-22	-12
公允价值变动损益	-3	0	0	0
资产处置收益	0	-30	0	0
其他收益	42	34	34	34
营业利润	214	-313	184	259
营业外收入	49	64	64	64
营业外支出	19	250	10	10
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	244	-499	238	312
所得税	92	0	61	80
净利润	152	-499	177	233
少数股东损益	-33	62	-22	-29
归属母公司股东净利润	185	-561	199	261

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	9.79%	-37.81%	18.99%	14.53%
营业利润增长率	-24.13%	-246.30%	158.87%	40.44%
归母净利润增长率	-36.49%	-403.89%	135.49%	31.31%
经营现金流增长率	-3.68%	-70.70%	130.78%	82.38%
盈利能力				
毛利率	81.04%	63.60%	75.03%	75.15%
净利率	6.06%	-32.06%	9.56%	10.96%
ROE	7.32%	-28.61%	9.48%	11.44%
ROA	4.19%	-14.50%	5.18%	6.37%
估值倍数				
P/E	86.07	-28.32	79.82	60.79
P/S	6.35	10.21	8.58	7.49
P/B	6.30	8.10	7.56	6.95
股息率	0.59%	0.00%	0.37%	0.49%
EV/EBITDA	29	-70	31	28

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。