

一品红 (300723.SZ)

AR882 全球 III 期临床稳步推进，BIC 药物潜力凸显

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,280	2,503	1,618	1,973	2,251
增长率 yoy (%)	3.7	9.8	-35.4	21.9	14.1
归母净利润 (百万元)	291	185	-575	262	360
增长率 yoy (%)	-5.3	-36.5	-	145.6	37.4
ROE (%)	12.1	5.8	-27.1	10.9	13.1
EPS 最新摊薄 (元)	0.64	0.41	-1.27	0.58	0.80
P/E (倍)	57.4	90.4	-	63.7	46.3
P/B (倍)	8.6	6.6	9.0	7.9	6.9

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

高尿酸血症是痛风主要诱导因素，高发于中年群体：高尿酸血症定义为正常嘌呤饮食下，非同日 2 次空腹血尿酸水平 $>420 \mu\text{mol/L}$ 。尿酸盐是嘌呤核苷酸降解的终产物，高嘌呤饮食或其他饮食因素（如酒精和果糖摄入）会诱导嘌呤核苷酸降解，从而增加血清尿酸盐浓度，引发高尿酸血症。随着疾病进展，尿酸单钠（MSU）晶体在关节、软骨、滑膜滑囊、肌腱或软组织中沉积，高尿酸血症可能发展成痛风。

高尿酸血症患病人数持续上升，并且呈年轻化趋势：高尿酸血症已成为继糖尿病、高血压、高血脂症后的“第四高”，痛风已成为仅次于糖尿病的第二大代谢类疾病。根据《2021 中国高尿酸及痛风趋势白皮书》，我国高尿酸血症的总体患病率为 13.3%，患病人群约 1.77 亿，痛风总体发病率为 1.1%，患病人数约为 1,466 万人。我们预计未来中国高尿酸血症和痛风患病人数会持续增加，对应的中国痛风药物市场规模前景广阔。

传统痛风药物安全性问题突出，市场存在巨大未满足需求：根据作用机理不同，目前主流痛风药物可分为两大类：一类是减少尿酸合成，如别嘌醇、非布司他；另一类是促进尿酸排泄，如苯溴马隆。这些药物普遍存在安全性问题，在临床使用中有禁忌症或使用条件限制。这可能导致痛风患者出现严重药物副作用、预后差等问题。

公司 AR882 研发进度领先，有望成为 BIC 药物：AR882 是一款靶向抑制选择性尿酸转运蛋白 1（URAT1）的创新药，其作用机制是通过抑制对尿酸重吸收使尿液尿酸盐排泄正常化，从而降低血清尿酸(sUA)水平。现有研究表明，AR882 治疗痛风患者（包括临床可见及亚临床晶体沉积的患者）疗效优异、安全性良好。2024 年 8 月，AR882 获得 FDA 授予的快速通道资格（FTD），目前正处于全球 III 期临床。考虑到 AR882 领先的临床进度、优异的疗效和安全性数据，我们认为其具备全球 BIC 药物潜力，未来商业化潜力较大。

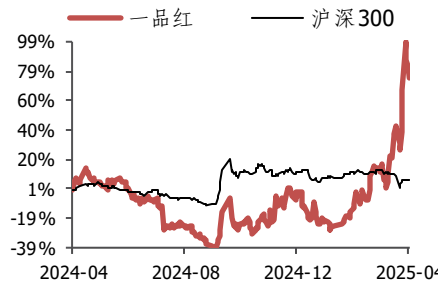
投资建议：短期来看，公司正经历仿转创的阵痛期。受行业政策、市场环境变化等因素影响，2024 年收入和利润同比下降。中长期来看，公司新生产基地正处于爬坡期，创新药业务有序推进。AR882 临床进度靠前、试验数据优异，有望助力公司抢占痛风蓝海市场制高点。我们看好公司长期发展前景，预计 2024-2026 年有望实现归母净利润 -5.75/2.62/3.60 亿元，对应当前股价

增持（首次评级）

股票信息

行业	医药
2025 年 4 月 18 日收盘价 (元)	36.95
总市值 (百万元)	16,690.05
流通市值 (百万元)	15,623.16
总股本 (百万股)	451.69
流通股本 (百万股)	422.82
近 3 月日均成交额 (百万元)	297.14

股价走势



作者

分析师 吴明华

执业证书编号：S1070525010002

邮箱：wuminghua@cgws.com

分析师 陈玥桦

执业证书编号：S1070524090003

邮箱：chenyuehua@cgws.com

相关研究

的预测 PE 为不适合/63.7/46.3 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示： 药物研发进展不及预期风险、地缘政治风险、行业政策风险、盈利不及预期风险

内容目录

1. 痛风市场前景广阔，未满足临床需求大	4
2. 投资建议	8
风险提示	9

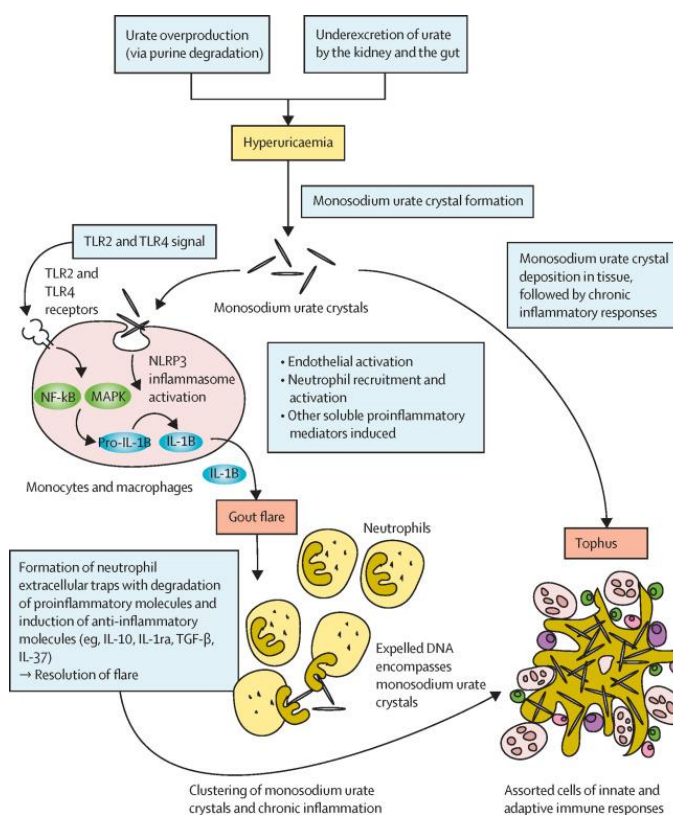
图表目录

图表 1: 高尿酸血症进展为痛风	4
图表 2: 高尿酸血症和痛风与其他疾病的相关性	4
图表 3: 主流痛风/高尿酸血症治疗药物梳理	5
图表 4: URAT1 抑制剂对有机阴离子转运蛋白的影响	6

1. 痛风市场前景广阔，未满足临床需求大

痛风是一种由尿酸排泄减少（70-90%）或尿酸产生增加（10-30%）引起，导致血清尿酸（SUA）水平升高的疾病。它是一种炎症性疾病，表现为尿酸单钠（MSU）晶体在关节、软骨、滑膜滑囊、肌腱或软组织中沉积。痛风在绝经后的中年女性和男性中普遍存在。急性痛风发作的特点是关节突然发红、肿胀、发热和疼痛，发病位点主要位下肢的关节。¹高尿酸血症定义为正常嘌呤饮食下，非同日 2 次空腹血尿酸水平 $>420\mu\text{mol/L}$ ，是痛风发展的最主要因素。尿酸盐是嘌呤核苷酸降解的终产物，高嘌呤饮食或其他饮食因素（如酒精和果糖摄入）会诱导嘌呤核苷酸降解，从而增加血清尿酸盐和痛风发作的风险。²

图表1: 高尿酸血症进展为痛风



资料来源: Gout(2021), 长城证券产业金融研究院

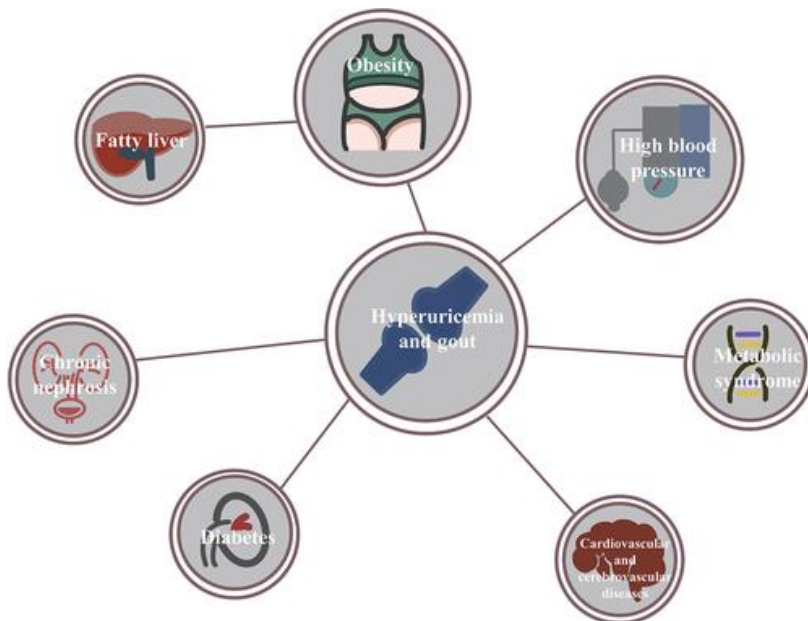
高尿酸血症危害众多，易引发痛风性关节炎、肾脏损害及心血管疾病等，还会带来痛风石、糖尿病、高血压等并发症。高尿酸血症以前被认为只是痛风和痛风性关节炎的原因，而基础科学获得的证据表明，高尿酸血症通过诱导炎症、内皮功能障碍、血管平滑肌细胞增殖和肾素-血管紧张素系统的激活，在慢性肾脏病（CKD）和心血管疾病（CVD）的发展中具有致病作用。³

图表2: 高尿酸血症和痛风与其他疾病的相关性

¹Management of gout and hyperuricemia: Multidisciplinary consensus in Taiwan(2018)

²Gout(2021)

³Molecular Biological and Clinical Understanding of the Pathophysiology and Treatments of Hyperuricemia and Its Association with Metabolic Syndrome, Cardiovascular Diseases and Chronic Kidney Disease(2021)



资料来源: *Overview of the pharmacokinetics and pharmacodynamics of URAT1 inhibitors for the treatment of hyperuricemia and gout(2023)*, 长城证券产业金融研究院

近年来我国高尿酸血症病例呈明显上升和年轻化趋势。据《2021 中国高尿酸及痛风趋势白皮书》数据表明,我国高尿酸血症的总体患病率为 13.3%,患病人群约 1.77 亿,痛风总体发病率为 1.1%,患病人数约为 1466 万。高尿酸血症已成为继糖尿病、高血压、高血脂症后的“第四高”,痛风已成为仅次于糖尿病的第二大代谢类疾病。预计未来中国高尿酸血症和痛风患病人数会持续增加,对应的中国痛风药物市场规模前景广阔。

主流痛风药大多存在安全缺陷。为了降低 sUA 水平,目前可用的药物要么通过抑制黄嘌呤氧化酶(XOD)来减少尿酸合成,例如非布司他,要么通过抑制尿酸盐转运蛋白(例如苯溴马隆)来促进尿酸排泄。⁴但这些主流药物或多或少存在安全缺陷,例如别嘌醇可能引起超敏反应综合征(严重皮疹、器官损伤),尤其高风险人群(HLA-B*58:01 阳性、慢性肾病、使用利尿剂者);非布司他存在潜在心血管风险;苯溴马隆存在肝毒性风险(需定期监测肝功能),禁用于中重度肾功能不全患者。因此市场仍亟需兼具高效性与安全性的降尿酸药物。

图表3: 主流痛风/高尿酸血症治疗药物梳理

药物	类别及作用机制	主要药物相互作用	重要不良反应
别嘌醇	黄嘌呤氧化酶抑制剂:减少尿酸生成	-硫唑嘌呤/巯嘌呤:增加骨髓抑制风险 -利尿剂:增加别嘌醇超敏反应综合征风险	-皮疹 -超敏反应综合征(CKD、利尿剂使用、高起始剂量、HLA-B58:01 阳性者风险更高) -建议东南亚裔(如汉族、韩国、泰国)及非裔美国人筛查 HLA-B58:01,阳性者需换药 -肝功能异常
非布司他	黄嘌呤氧化酶抑制剂:减少尿酸生成	-硫唑嘌呤/巯嘌呤:增加骨髓抑制风险	-皮疹 -超敏反应 -肝功能异常及肝毒性 -CARES 试验提示心血管死亡风险可能高于别嘌醇(但 FAST 研究未证实)

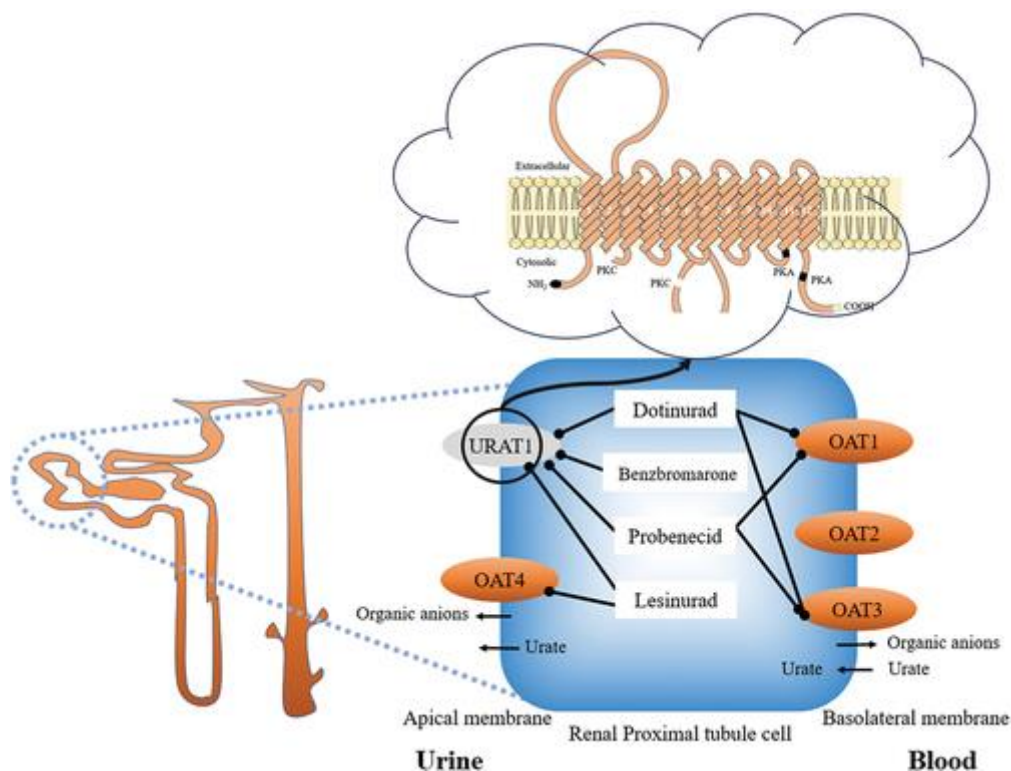
⁴Overview of the pharmacokinetics and pharmacodynamics of URAT1 inhibitors for the treatment of hyperuricemia and gout(2023)

药物	类别及作用机制	主要药物相互作用	重要不良反应
丙磺舒	促尿酸排泄药: 增加尿酸肾脏排泄	-甲氨蝶呤: 增强其毒性 -β-内酰胺类抗生素: 抑制肾小管分泌, 升高血药浓度	-肾结石 (建议多喝水) -皮疹 -超敏反应 -血液系统异常 -胃肠道不适
苯溴马隆	促尿酸排泄药: 增加尿酸肾脏排泄	-华法林: 增强抗凝作用	-肝毒性 (需监测肝功能) -肾结石 (建议多喝水)
雷西纳德	肾小管尿酸重吸收抑制剂: 增加尿酸排泄	-CYP2C9 抑制剂: 升高雷西纳德血药浓度	-急性肾损伤 (避免单用并监测肌酐) -肾结石 (建议多喝水) -输注反应 (包括过敏反应, 需监测抗 PEG 抗体)
聚乙二醇尿酸酶	重组尿酸氧化酶: 将尿酸转化为水溶性尿囊素	-CYP2C9 诱导剂: 降低雷西纳德浓度	-每次输注前需测血尿酸, 若连续两次 > 6mg/dL 需停药 -禁用于 G-6PD 缺乏者 (溶血风险)

资料来源: Gout(2021), 长城证券产业金融研究院

AR882 研发进度领先, 有望成为全球最佳痛风创新药。公司合作在研的 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, 旨在通过抑制对尿酸重吸收使尿液尿酸盐排泄正常化, 从而降低血清尿酸(sUA)水平, 用于痛风治疗。AR882 是一种强效高选择性尿酸转运蛋白(URAT1)抑制剂, 通过抑制 URAT1 使尿液尿酸盐排泄正常化, 从而降低血清尿酸(sUA)水平。AR882 不仅能够与 URAT1 长效结合, 每天一次用药即可在全天候阻断尿酸重吸收的同时不会加重肾脏负担, 使患者 sUA 维持在健康水平。具备降低血尿酸治疗痛风、溶解痛风石及治疗慢性肾病三大适应症。

图表 4: URAT1 抑制剂对有机阴离子转运蛋白的影响



资料来源: Overview of the pharmacokinetics and pharmacodynamics of URAT1 inhibitors for the treatment of hyperuricemia and gout(2023), 长城证券产业金融研究院

研究表明, AR882 在痛风石患者中进行的第 6 至 12 个月扩展研究中, 患者的安全性和

耐受性良好，sUA 显著降低，表现出持续的痛风石和晶体体积溶解。AR882 治疗痛风患者（包括临床可见及亚临床晶体沉积的患者）疗效更显著、安全性更好。AR882 有望为痛风患者（包括临床可见及亚临床晶体沉积的患者）提供更优的治疗选择。

2024 年 7 月，为了推动创新药 AR882 高效研发和快速上市，公司全资子公司瑞奥生物拟以自有资金 1,000 万美元（折合人民币约 7,268 万元）受让控股子公司广州瑞安博少数股东 ArthroSi24.05% 的股权。本次交易进一步提升了公司对 AR882 的国内市场权益，有利于提高公司的经营决策效率，实现在创新药业务的战略扩张。2024 年 6 月，AR882 在在澳大利亚、中国香港和新西兰等国家和地区启动临床三期试验，用于治疗痛风、痛风性关节炎和高尿酸血症（NCT06439602;NCT06846515）。同年 8 月，AR882 获得美国食品药品监督管理局（FDA）授予的快速通道资格（FTD）。

2. 投资建议

短期来看，公司正经历仿转创的阵痛期。受行业政策、市场环境变化等因素影响，2024年收入和利润同比下降。中长期来看，公司新生产基地正处于爬坡期，创新药业务有序推进。AR882 临床进度靠前、试验数据优异，有望助力公司抢占痛风蓝海市场制高点。我们看好公司长期发展前景，预计 2024-2026 年有望实现归母净利润-5.75/2.62/3.60 亿元，对应当前股价的预测 PE 为不适合/63.7/46.3 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

药物研发进展不及预期风险、地缘政治风险、行业政策风险、盈利不及预期风险

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1411	1360	712	1402	848
现金	646	423	273	333	380
应收票据及应收账款	248	361	29	452	90
其他应收款	12	12	4	16	6
预付账款	74	29	37	44	49
存货	178	346	190	377	146
其他流动资产	254	188	179	180	177
非流动资产	2687	3045	3117	3333	3419
长期股权投资	291	543	635	744	875
固定资产	706	1589	1572	1644	1643
无形资产	461	447	438	439	446
其他非流动资产	1228	466	472	506	454
资产总计	4098	4405	3829	4734	4267
流动负债	1209	1489	1597	2264	1545
短期借款	550	550	987	1368	999
应付票据及应付账款	85	202	99	211	83
其他流动负债	574	737	511	685	463
非流动负债	724	318	263	261	240
长期借款	531	160	127	98	64
其他非流动负债	192	158	136	163	177
负债合计	1933	1807	1860	2525	1785
少数股东权益	115	76	117	95	60
股本	288	454	454	454	454
资本公积	542	814	814	814	814
留存收益	1309	1437	903	1095	1355
归属母公司股东权益	2051	2522	1851	2114	2421
负债和股东权益	4098	4405	3829	4734	4267

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	476	458	-170	75	786
净利润	262	152	-534	240	325
折旧摊销	88	176	138	150	163
财务费用	22	33	19	28	27
投资损失	16	22	1	4	11
营运资金变动	45	64	203	-347	248
其他经营现金流	43	12	3	-1	12
投资活动现金流	-670	-579	-226	-360	-261
资本支出	606	334	94	200	122
长期投资	-80	-253	-92	-109	-131
其他投资现金流	16	8	-40	-51	-8
筹资活动现金流	-139	100	-190	-36	-109
短期借款	-302	0	437	381	-370
长期借款	261	-371	-33	-29	-35
普通股增加	0	166	0	0	0
资本公积增加	-28	272	0	0	0
其他筹资现金流	-70	33	-594	-389	296
现金净增加额	-333	-24	-586	-321	416

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2280	2503	1618	1973	2251
营业成本	300	475	486	513	473
营业税金及附加	30	42	23	29	33
销售费用	1249	1124	777	553	608
管理费用	215	329	308	252	259
研发费用	190	301	356	384	516
财务费用	22	33	19	28	27
资产和信用减值损失	-2	-4	-2	-2	-2
其他收益	38	42	28	32	35
公允价值变动收益	-12	-3	2	3	-3
投资净收益	-16	-22	-1	-4	-11
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	282	214	-323	245	356
营业外收入	52	49	69	65	59
营业外支出	8	19	280	13	13
利润总额	326	244	-534	297	401
所得税	64	92	0	56	76
净利润	262	152	-534	240	325
少数股东损益	-29	-33	41	-22	-35
归属母公司净利润	291	185	-575	262	360
EBITDA	435	446	-379	471	587
EPS (元/股)	0.64	0.41	-1.27	0.58	0.80

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	3.7	9.8	-35.4	21.9	14.1
营业利润 (%)	-1.2	-24.1	-	175.8	45.5
归属母公司净利润 (%)	-5.3	-36.5	-	145.6	37.4
获利能力					
毛利率 (%)	86.8	81.0	70.0	74.0	79.0
净利率 (%)	11.5	6.1	-33.0	12.2	14.4
ROE (%)	12.1	5.8	-27.1	10.9	13.1
ROIC (%)	8.6	5.0	-17.0	7.1	9.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.2	41.0	48.6	53.3	41.8
净负债比率 (%)	24.9	16.8	46.8	55.4	31.6
流动比率	1.2	0.9	0.4	0.6	0.5
速动比率	0.9	0.6	0.3	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	10.1	8.2	8.3	8.2	8.3
应付账款周转率	5.5	3.5	3.4	3.5	3.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.64	0.41	-1.27	0.58	0.80
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.05	1.01	-0.38	0.17	1.74
每股净资产 (最新摊薄)	4.31	5.58	4.10	4.68	5.36
估值比率					
P/E	57.4	90.4	-	63.7	46.3
P/B	8.6	6.6	9.0	7.9	6.9
EV/EBITDA	39.9	38.7	-46.9	38.4	29.9

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044

传真：86-10-88366686