下载日志已记录，仅供内部参考

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 09 月 10 日

一品红(300723.SZ)

公司深度分析

证券研究报告

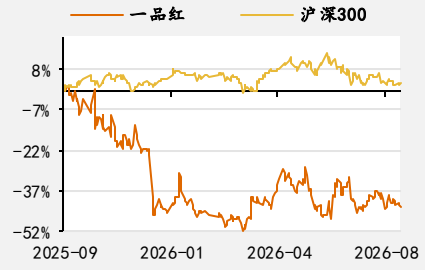
化学制剂

慢病创新管线渐入收获期，推动公司创新升维跃迁

投资评级	买入-A
	首次评级
6 个月目标价	47.32 元
股价（2026-09-09）	34.95 元

交易数据	
总市值(百万元)	15,786.66
流通市值(百万元)	14,650.81
总股本(百万股)	451.69
流通股本(百万股)	419.19
12 个月价格区间	29.56/68.56 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.4	3.7	-52.1
绝对收益	-8.0	-1.1	-49.0

冯俊曦 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010002

fengjx@sdicsc.com.cn

相关报告

AR882 痛风石溶解疗效优异，后续商业化潜力可期

AR882 是公司在研的一种高选择性 URAT1 抑制剂，单药或联合用药在痛风石溶解方面展现出显著的疗效优势。II 期临床研究数据显示，在治疗 6 个月时，AR882 75mg 单药组已有 33%的患者实现至少 1 个目标痛风石的完全溶解；治疗 12 个月时，单药组 43%的难治性患者实现至少 1 个目标痛风石的完全消退，75mg 联合别嘌醇组该比例提升至 57%，显著优于别嘌醇单药。此外，安全性方面，大多数不良事件为轻度或中度，以痛风发作为主，且不良事件在拓展期整体呈下降趋势。AR882 有望解决现有痛风治疗药物疗效不足且安全性隐患并存的痛点，后续商业化潜力可期。

PROTAC 与分子胶平台：靶向蛋白降解技术引领免疫炎症领域新药开发

公司基于领先的 PROTAC 和分子胶平台，开发了 First-in-class 的 IRAK4 口服小分子降解剂。核心管线 APH03571 为双靶点 IRAK4 降解剂/FLT3 抑制剂，在银屑病、特应性皮炎等药效模型中均优于 KT-474，具备良好药代动力学性质及初步安全性，已获中国 IND 受理。同时，公司构建了免疫炎症领域的蛋白降解剂开发组合，覆盖多靶标适应症，其中 APND-H015、APND-H019、APND-H020 等多个项目稳步推进。

儿童药领域形成全面产品矩阵，满足常见疾病的临床诊疗需求：

一品红已构建覆盖儿童呼吸系统、抗感染、消化及过敏等多领域的儿童专用药产品矩阵，满足儿童常见疾病的临床诊疗需求。其中，芩香清解口服液、馥感啉口服液被纳入十三五国家科技重大专项，在核心品种的带动下，公司儿童药物业务有望稳健发展。

投资建议：

预计 2026-2028 年公司分别实现归母净利润 4.45 亿元、0.54 亿元、0.78 亿元，分别同比增长 231.8%、-87.9%、45.2%。考虑到创新药管线和现有传统主业的分部估值，根据正文的假设和测算，一品红估值 213.90 亿元。截至 2026.9.10，公司总股本为 4.52 亿股，对应 6 个月目标价为 47.32 元/股，首次覆盖，给予买入-A 的投资评级。

风险提示：

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

产品研发及审批速度低于预期；产品降价超预期风险；计算及假设不及预期风险；临床试验结果不达预期风险：商业化进展不及预期的风险。

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	1,450	932	897	917	975
净利润	-540	-338	445	54	78
每股收益(元)	-1.20	-0.75	0.99	0.12	0.17
市盈率(倍)	-29.2	-46.7	35.5	293.0	201.8
市净率(倍)	8.4	11.5	8.1	7.9	7.6
净利润率	-37.2%	-36.2%	49.6%	5.9%	8.0%
净资产收益率	-28.7%	-24.7%	22.8%	2.7%	3.7%

数据来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 一品红：慢病创新管线渐入收获期，推动公司创新升维跃迁 5
1.1. 深耕儿童药与慢病药领域，AR882 成为痛风领域新突破 5
1.2. 股权结构相对稳定，公司实控人为管理团队核心 6
1.3. 管理团队深耕行业，助力公司高质量发展 6
1.4. 核心管线商业化放量在即，公司业绩有望持续改善 7
2. 创新药：践行创新升维战略，兑现创新平台价值 8
2.1. 技术平台与创新管线并进，创新成果加速落地 8
2.2. AR882：痛风石溶解疗效优异，后续商业化潜力可期 9
2.3. PROTAC 与分子胶平台：靶向蛋白降解技术引领免疫炎症领域新药开发 16
3. 儿童药：形成全面产品矩阵，满足儿童常见疾病的临床诊疗需求 19
4. 盈利预测与估值分析 20
4.1. 盈利预测 20
4.2. 估值分析 20
5. 风险提示 22

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1. 一品红公司情况概览 5
图 2. 一品红的股权结构图 6
图 3. 一品红历年营收情况（亿元） 7
图 4. 一品红历年归母净利润（亿元） 7
图 5. 一品红历年期间费用率分析 7
图 6. 一品红研发费用及同比增速（亿元） 8
图 7. 一品红创新药研发管线布局 9
图 8. 痛风发病机制 10
图 9. 全球及中国痛风患病人数（百万人） 10
图 10. 尿酸代谢途径 11
图 11. URAT1 抑制剂作用机制 11
图 12. 已获批痛风药物情况比对 11
图 13. 痛风与高尿酸血症药物市场（十亿美元） 11
图 14. 中国高尿酸血症与痛风的治疗模式 12
图 15. AR882 单一用药或联合合用药的痛风石溶解功效 15
图 16. AR882 单一用药可快速溶解尿酸盐警惕总量 16
图 17. PROTAC/分子胶的结构 17
图 18. 达歌生物 GlueXplorer 平台从靶点到分子胶降解剂的流程 18
图 19. 一品红营收拆分 20
图 20. 一品红历年估值水平分析（当期 PE） 21
图 21. 可比公司估值水平分析 21
图 22. 可比公司估值水平分析 21

表 1： 一品红的公司发展历程 5
表 2： 一品红管理团队情况分析 6
表 3： 一品红技术平台布局 8
表 4： 一品红创新研发合作布局 9
表 5： 已上市痛风药物的临床局限性比对 13
表 6： AR882 在进行临床试验布局 14
表 7： 在研痛风药物竞争格局 14
表 8： AR882 安全性结果梳理 16
表 9： PROTAC/分子胶与其他类型药物的比对 17
表 10： 免疫炎症领域主要疾病概述 18
表 11： 一品红现有儿童药品种梳理 19

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 一品红：慢病创新管线渐入收获期，推动公司创新升维跃迁

1.1. 深耕儿童药与慢病药领域，AR882 成为痛风领域新突破

一品红是一家集药品研发、生产、销售为一体的创新型生物医药企业，专注于儿童药和慢病药等领域。公司的产品管线主要涵盖儿童用药、慢病用药等，其中，儿童药方面，截至 2025 年末，公司共有 30 个儿童药注册批件，治疗范围覆盖 0-14 岁儿童全年龄段及儿童疾病领域 70%以上病种，并拥有 8 个在研儿童药项目；慢病药方面，公司拥有 76 个慢病药注册批件，涵盖心脑血管、肝病、泌尿及消化等多个治疗领域，拥有 18 个在研慢病药项目，其中核心创新药 AR882（氘泊替诺雷）为高效选择性尿酸转运蛋白（URAT1）抑制剂，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，其全球多中心 II 期临床结果疗效优异。

表1：一品红的公司发展历程

时间	事件
2002 年	一品红公司成立
2003 年	中国驰名商标“康乃馨”运营
2004 年	进行创新药合作研发
2010-2012 年	并购引入 55 项产品技术；一品红制药 5 万平方米生产基地启动建设；公司通过 GMP 认证
2013-2014 年	并购引进 85 项技术；产品开始规模化生产与销售
2015 年	改制为股份公司；引入战略投资伙伴；收购 2 个独家儿童新药
2017 年	深交所上市
2018 年	第二期生产基地启动建设；广东省儿科药工程实验室；国家级博士后科研工作站；成立高端制剂研究中心；设立海外机构；布局全球化创新
2019 年	实施股份回购计划；建设多种儿童药物制剂平台；成立创新药研究中心；形成创新药研发管线
2020 年	总部入驻广州国际生物岛；被评为国家企业技术中心；被列为广东省重大科技攻关项目成员
2021-2022 年	实施第三期、第四期股权激励；成立拆改内心要产业基金；6 万平方米创新研发基地投入使用
2023-2024 年	22 万平方米符合 FDA 标准的生产基地；110 亩创新原料药基地投入使用；痛风创新药 AR882 进入全球多中心 III 期临床试验；实施第五期股权激励
2025 年	痛风创新药 AR882 进入全球多中心 III 期临床试验完成全部患者入组；新增药品注册批件 24 个，连续 5 年位居广东首位；实施第六期股权激励

资料来源：公司官网、国投证券证券研究所

图1.一品红公司情况概览



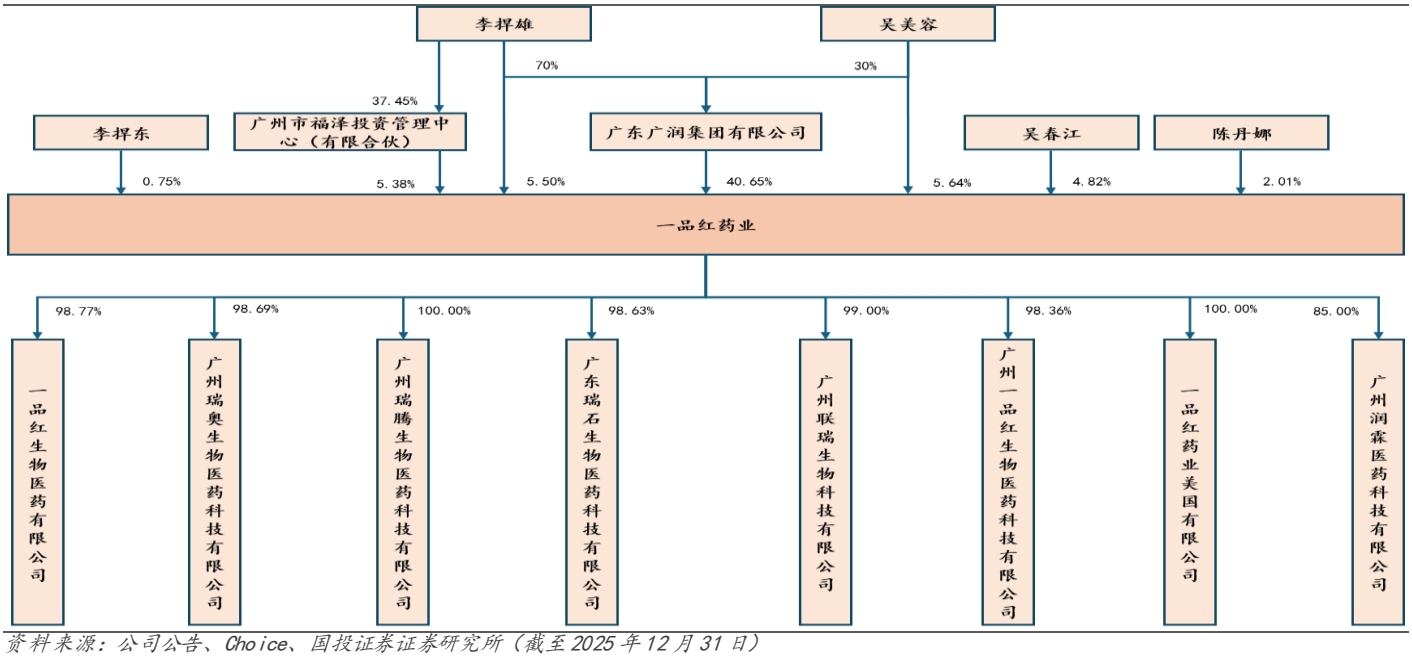
资料来源：公司公告、国投证券证券研究所（数据截止 2025H2）

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2. 股权结构相对稳定，公司实控人为管理团队核心

股权结构方面，公司实控人持股比例相对集中。根据 2025 年年报的数据，公司实际控制人李捍雄、吴美容夫妇通过直接或间接持股共持有 53.80%的股权，实控人持股比例较为集中。

图2.一品红的股权结构图



资料来源：公司公告、Choice、国投证券证券研究所（截至 2025 年 12 月 31 日）

1.3. 管理团队深耕行业，助力公司高质量发展

管理团队具备深厚的行业积淀，为公司高质量发展保驾护航。公司董事长李捍雄先生自 2015 年起担任公司总经理，带领团队历十余年发展，构建起覆盖儿童药与慢病药的特色产业格局。公司大部分核心高管拥有硕士及以上的学历及丰富行业经验，专业的管理团队为公司发展提供了坚实保障。

表2：一品红管理团队情况分析

姓名	职位	详情
李捍雄	董事长、总经理	李捍雄，男，1974 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，中欧国际工商学院工商管理硕士，瑞士日内瓦大学应用金融学博士。现任一品红药业集团股份有限公司董事长、总经理，同时兼任中国宋庆龄基金会理事、中国医药企业管理协会副会长、中国中药协会儿童健康与药物研究专业委员会副主任委员、广东国际商会副会长。先后获得“中国优秀创新企业家”、“中国优秀民营企业家”、“广东省医药产业年度杰出经济人物”、“广州市产业领军人才（杰出产业人才）”等荣誉称号。
李捍东	董事	李捍东，男，1968 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，EMBA。2003 年至今任职于公司，现任公司第四届董事会董事、品瑞医药董事。
张明渊	董秘、副总经理	张明渊，男，1985 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。曾担任广东生益科技股份有限公司证券事务代表，健帆生物科技集团股份有限公司证券事务代表、证券部经理、董事会秘书。2022 年 8 月加入一品红，任董事会秘书；现任公司副总经理、董事会秘书。
黄良雯	职工董事	黄良雯，女，1976 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。现任公司第四届董事会职工董事。
杨冬玲	副总经理	杨冬玲，女，1967 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，中欧国际工商学院工商管理硕士，执业药师。现任公司副总经理。杨冬玲女士现任中华中医药学会儿童健康协同创新平台委员会副主任委员、广东省中药协会副会长、广州市南沙区工商业联合会第四届执行委员会常务委员、广州市南沙区总商会副会长等职务。
张辉星	财务总监	张辉星，男，1966 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历、注册会计师。曾任职于广东省畜产进出口集团公司、广东省东盈进出口总公司、祥浩会计师事务所有限公司、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）。现任公司财务总监。

资料来源：Choice、公司公告、国投证券证券研究所

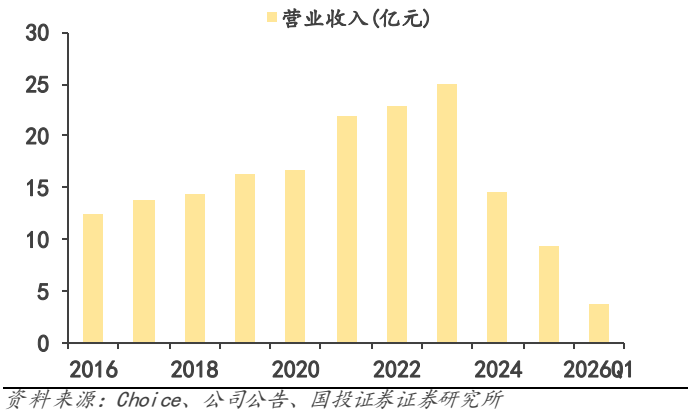
本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

1.4. 核心管线商业化放量在即，公司业绩有望持续改善

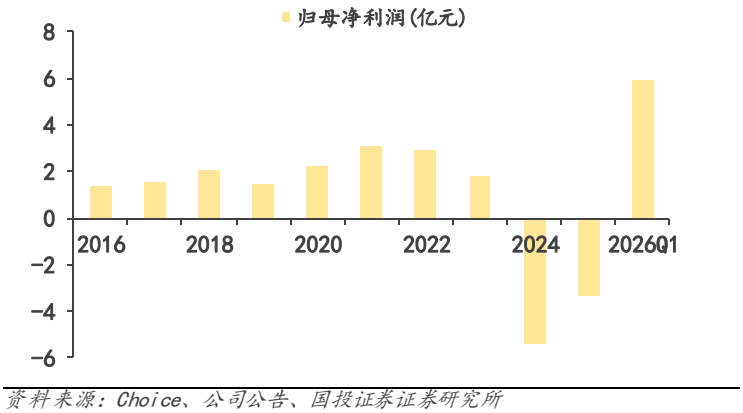
公司业绩回暖，未来增长动能充沛。2026 年第一季度，公司的营业收入为 3.85 亿元，同比增长 2.26%；归母净利润为 5.94 亿元，实现扭亏为盈。考虑到 Arthrosi 股权转让带来的相关收益，以及核心创新药 AR882 后续商业化放量，公司业绩有望迎来持续增长。

图3.一品红历年营收情况（亿元）



资料来源：Choice、公司公告、国投证券证券研究所

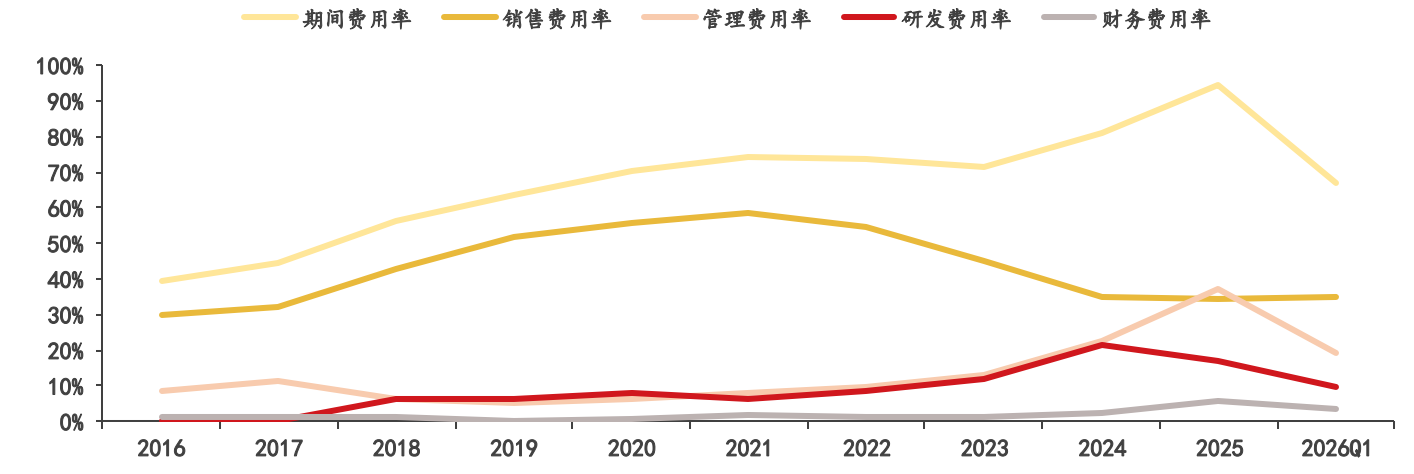
图4.一品红历年归母净利润（亿元）



资料来源：Choice、公司公告、国投证券证券研究所

2026Q1 公司的期间费用率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 67.16%、34.69%、19.21%、9.87%、3.39%。其中销售费用较上年同期有所增长，主要系公司推广费用增加所致。

图5.一品红历年期间费用率分析

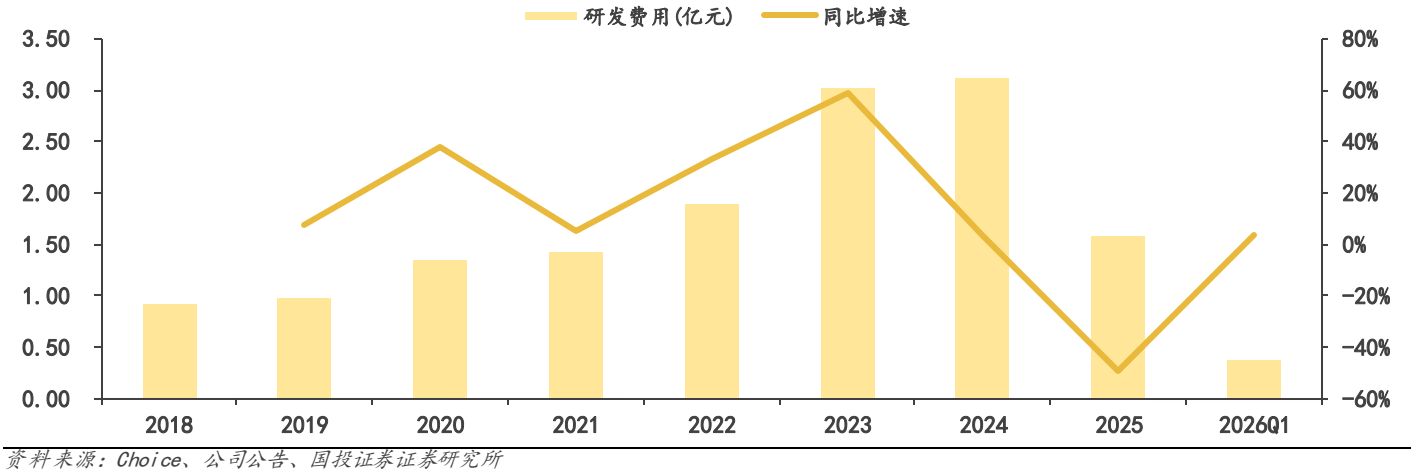


资料来源：Choice、公司公告、国投证券证券研究所

公司重视创新研发，研发投入长期维持较高水平。公司研发费用从 2018 年的 0.91 亿元持续增长至 2024 年的 3.12 亿元，CAGR 高达 22.8%。2026Q1 公司的研发费用为 0.38 亿元，同比增长 3.83%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图6.一品红研发费用及同比增速（亿元）



资料来源：Choice、公司公告、国投证券证券研究所

2. 创新药：践行创新升维战略，兑现创新平台价值

2.1. 技术平台与创新管线并进，创新成果加速落地

公司积极布局儿童药与慢病药技术平台，已形成差异化优势。在儿童药领域，公司建有以临床需求为导向的高端制剂技术平台，实现儿童用药品类与规格的全面覆盖；在慢病药领域，公司依托慢病创新药技术中心及口服缓控释制剂研究实验室，具备创新药全流程及高端缓控释制剂的自主研发能力，核心产品 AR882 具备 Best-in-class 潜力。两大平台协同发力，共同支撑起公司在细分赛道持续创新与差异化竞争的优势。

表3：一品红技术平台布局

分类	儿童药	慢病药
技术平台	以儿童临床需求为导向，建有儿童药物高端制剂技术平台，致力于儿童用药的全面技术创新，提高儿童专用制剂的研发水平	建有慢病创新药技术中心、口服缓控释制剂研究实验室和生产技术转化中心，具备创新药全流程及多种技术类型高端口服缓控释制剂的自主研发及生产能力
产品管线	已有 27 个儿童药注册批件，覆盖 0-14 岁儿童全年龄段，涵盖抗病毒、抗菌、抗过敏、消化及代谢等多个领域	已有 67 个慢病药注册批件，涵盖心脑血管疾病、肾脏疾病、消化系统疾病、肝病等多个治疗领域
在研管线	在研儿童专用药 18 项，涵盖过敏、癫痫、流感、哮喘等多种高发疾病及常见病毒感染	在研慢病药项目 29 个，均具有独家专利和独特治疗优势，其中核心创新药 AR882 效果优于临床一线药物，具有全球竞争优势
核心优势	实现儿童用药品类和规格的全面覆盖，儿童制药技术国内领先；国家十三五重大科技儿童药专项课题承担单位	具备创新药全流程及高端口服缓控释制剂自主研发及生产能力；与广州实验室共建创新药技术产业转化中心，加快创新药研发生产与成果转化
优秀成果	芩香清解口服液是我国首个与奥司他韦开展头对头比较临床试验的儿童专用药，成果发表在国际 SCI 期刊，研究证实治疗儿童流感疗效与奥司他韦相当，咽痛、便秘等症状改善更优；馥感啉口服液被评为国家中药保护品种；两品种均被纳入十三五国家科技重大专项	AR882 已完成的全球多中心 IIB 期临床试验数据显示疗效更显著、安全性更高，具有成为 First-in-class 及 Best-in-class 优势产品潜力，已获得美国 FDA 授予的快速通道资格；多个产品入选《国家基本药物目录》和《国家医保目录》

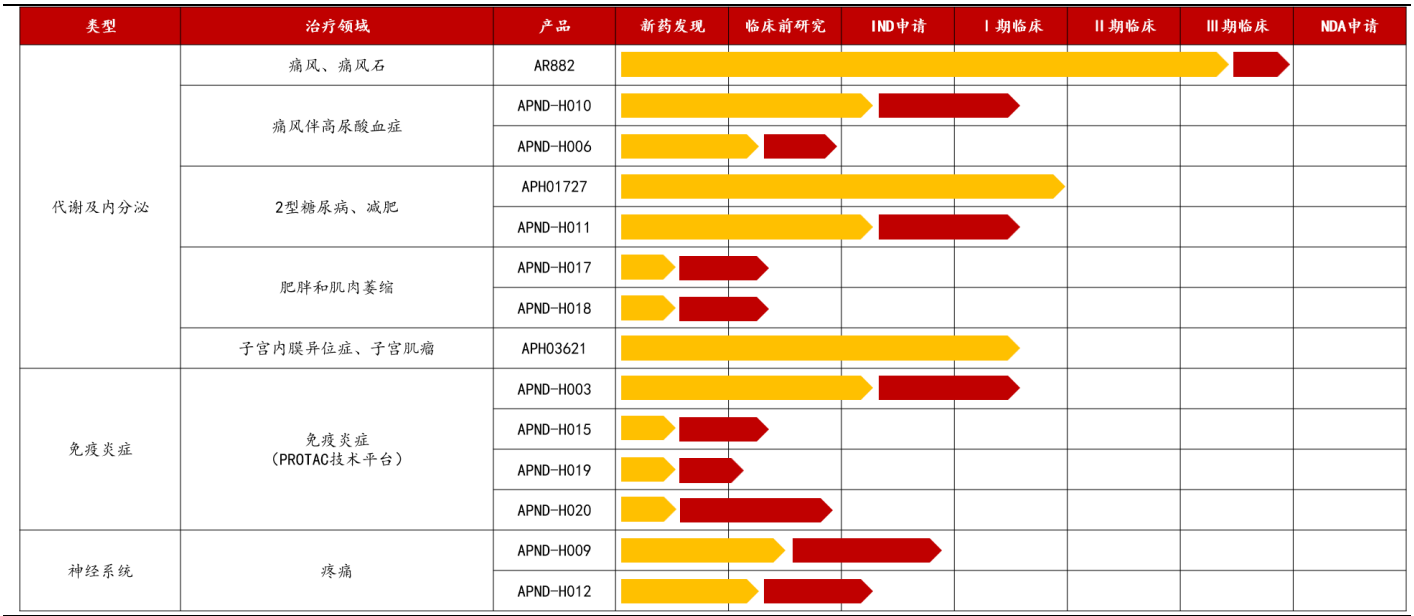
资料来源：公司官网、国投证券证券研究所

公司锚定“全球新”的发展战略，已形成涵盖代谢及内分泌、免疫炎症、神经系统等多领域的创新药管线布局。代谢及内分泌领域，AR882 溶解痛风石的疗效显著，有望成为全球大单品痛风创新药；免疫炎症领域，公司依托 PROTAC 技术平台布局了多个创新项目；神经系统领域亦有疼痛治疗产品储备。此外，公司参股的达歌生物拥有全球领先的分子胶降解剂平台 GlueXplorer®，已与武田、默沙东等国际药企达成超 10 亿美元合作。随着核心产品临床推进及商业化合作的确立，创新药管线有望加速进入收获期。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图7.一品红创新药研发管线布局



资料来源：公司公告、国投证券证券研究所（注：黄色为历史进度，红色为2026年进度）

公司通过参股等合作方式，前瞻性地布局了多个前沿生物医药技术领域。痛风领域，公司与Arthrosi合作开发的AR882拥有大中华区100%权益及全球生产供应优先权；AI制药领域，公司参股的阿尔法分子科技拥有全球领先的GPCR-AI新药研发平台；分子胶领域，公司参股达歌生物和分迪药业，其中达歌生物已与武田、默沙东达成超10亿美元合作；制剂技术领域，参股的畅溪制药专注于干粉吸入给药技术平台。通过多元化的外部合作，公司持续拓展前沿技术边界，为创新药管线的长期发展提供了持续动力。

表4：一品红创新研发合作布局

合作企业	合作领域	合作内容
Arthrosi/Sobi	痛风创新药	公司持有与Arthrosi合作在研的产品AR882在中国地区（含香港、澳门和中国台湾）100%市场权益，以及优先拥有给Arthrosi提供AR882的全球生产供应权。
阿尔法分子科技	GPCR-AI制药	公司参股阿尔法分子科技，该公司建立了完备GPCR-AI新药研发平台，曾在全球GPCR-DOCK大赛中，以整体高出60%的精度击败谷歌AphaFold2。
达歌生物	分子胶	公司参股分子胶类新型蛋白降解剂研发公司达歌生物，该公司的GlueXplorer平台包括自研的具有特殊骨架结构和专利保护的化合物库和筛选验证系统，以开发针对重要疾病靶点的新型小分子药物，包括以前无法成药的靶点。
分迪药业		公司参股专注于“靶向蛋白降解剂-分子胶”创新药研发的分迪药业，该公司专注于降解癌症、病毒相关致病靶蛋白的PRODED小分子新药开发。管线覆盖分子胶、降解抗体偶联与新型E3泛素连接酶等多种模式，涵盖肿瘤与非肿瘤治疗领域。
畅溪	干粉吸入给药技术	公司参股畅溪制药，该公司专注于创新型干粉吸入（DPI）药物的研发，其独特的喷雾干燥技术平台可将生物大分子、低活性药物，以及针对深肺或全身递送的药物转化为高效的干粉吸入制剂。

资料来源：公司官网、公司公告、国投证券证券研究所

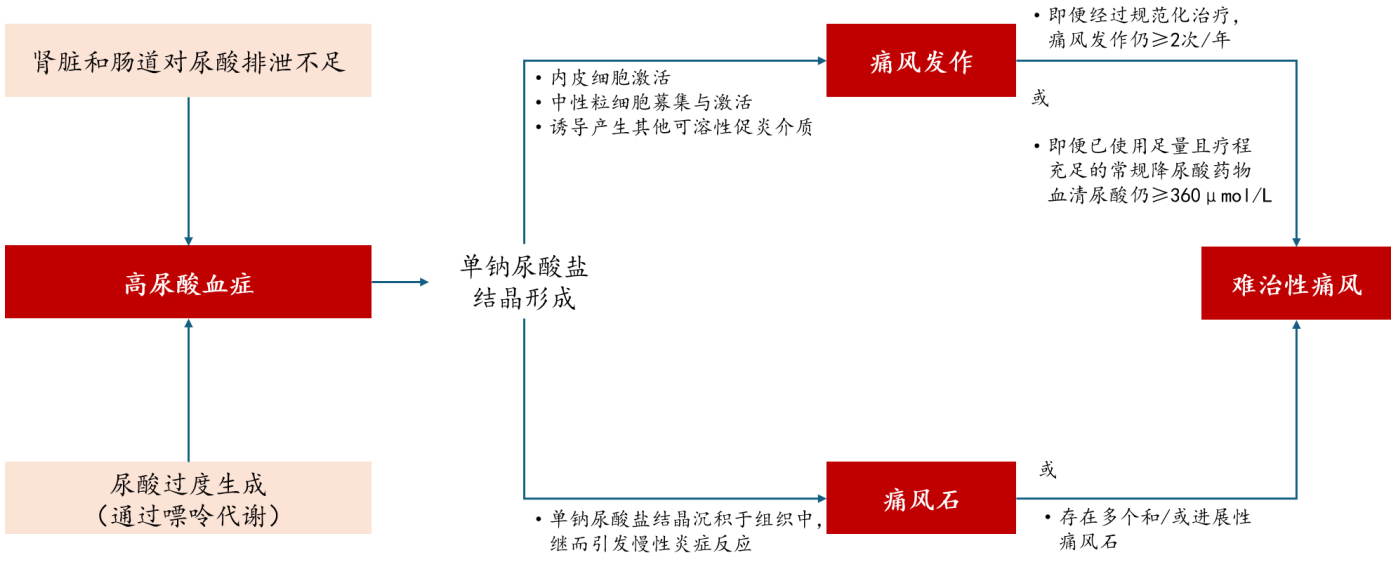
2.2. AR882：痛风石溶解疗效优异，后续商业化潜力可期

痛风是一种由单钠尿酸盐（MSU）晶体沉积引发的常见炎症性关节病，MSU晶体沉积于关节、肌腱、滑囊及其周围组织，导致炎症反应与组织损伤。痛风的典型急性发作表现为剧烈的自限性关节红、肿、热、痛，反复发作不仅引起不可逆的关节损伤，还会增加慢性肾脏病、心血管疾病、糖尿病及全因死亡风险。流行病学数据显示，我国成人高尿酸血症患病率为14%，

下载日志已记录，仅供内部参考

痛风患病率已高达 3.2%。然而，在传统以降尿酸治疗为主导的管理模式下，仍有约 40%的痛风患者炎症控制不达标。

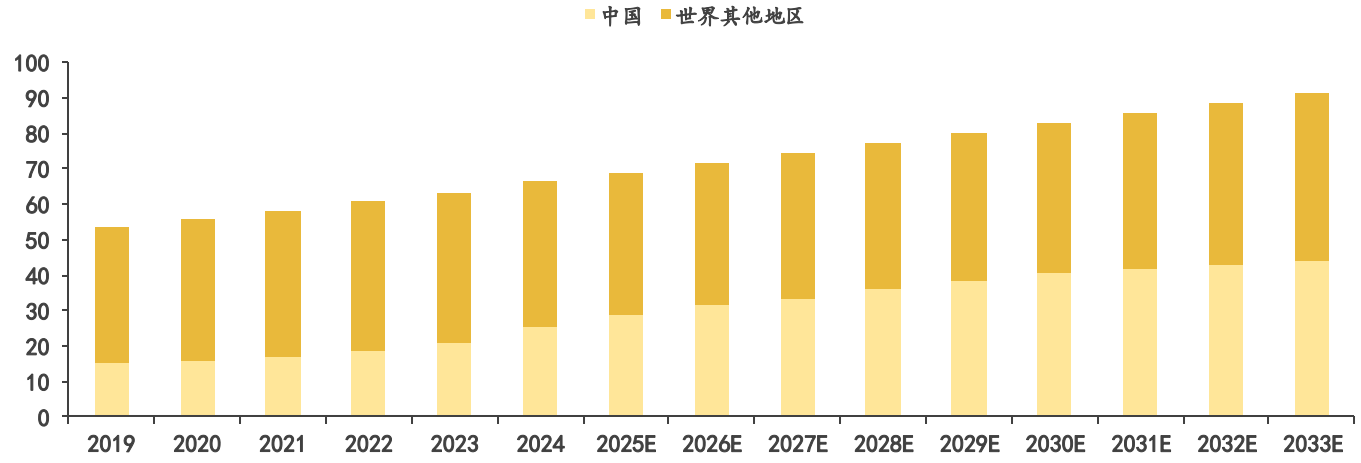
图8.痛风发病机制



资料来源：柳叶刀、国投证券证券研究所

全球痛风患者负担持续增加，中国增长趋势尤为显著。全球患者人数从 2019 年的 5330 万人增至 2024 年的 6620 万人，预计 2033 年将达 9160 万人，其中 2024 年至 2033 年的 CAGR 为 3.7%。此外，中国痛风患者人数从 2019 年的 1520 万人增至 2024 年的 2530 万人，预计 2033 年将进一步增长至 4400 万人，CAGR 达 6.3%。

图9.全球及中国痛风患病人数（百万人）

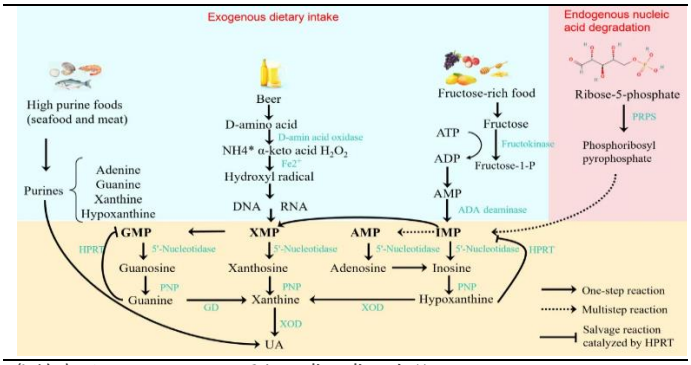


资料来源：Frost & Sullivan、国投证券证券研究所

黄嘌呤氧化还原酶抑制剂（XOI）与 URAT1 抑制剂通过作用于尿酸代谢的不同环节发挥降尿酸作用，构成目前痛风药物治疗的两大核心机制。XOI 通过抑制黄嘌呤氧化还原酶（XOR）的活性，阻断嘌呤代谢通路中次黄嘌呤转化为黄嘌呤、黄嘌呤进一步转化为尿酸的最终两步反应，从而直接减少尿酸的生成。URAT1 由 SLC22A12 基因编码，主要表达于肾近端小管管腔侧，通过交换单羧酸盐实现尿酸盐的重吸收。肾小球滤过的尿酸中约 90%经 URAT1 介导被重吸收回血液，URAT1 功能缺失突变可导致低尿酸血症，并对痛风具有保护作用，因此抑制 URAT1 可有效促进尿酸排泄。

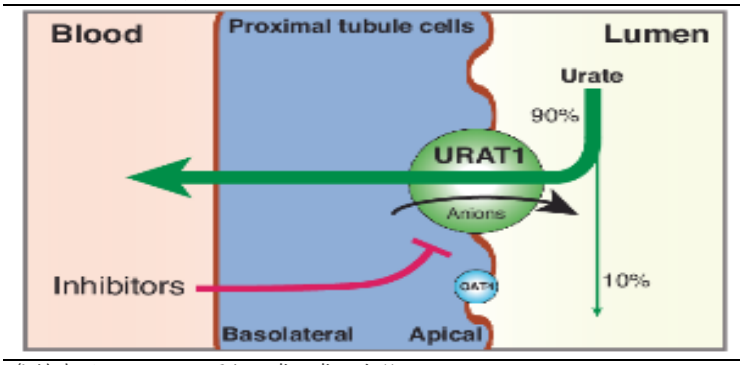
下载日志已记录，仅供内部参考

图10.尿酸代谢途径



资料来源：Frontiers、国投证券证券研究所

图11.URAT1 抑制剂作用机制



资料来源：Nature、国投证券证券研究所

当前已上市的痛风治疗药物主要包括 XOI 与 URAT1 抑制剂两大类。XOI 方面，别嘌醇、非布司他、托匹司他均已过专利期，其中别嘌醇于 1966 年获 FDA 批准，国内已纳入医保；非布司他于 2008 年在欧洲获批，国内已纳入医保；托匹司他于 2013 年在日本获批。URAT1 抑制剂方面，丙磺舒、苯溴马隆及雷西纳德均因安全性问题在欧美主要市场撤市，国内保留苯溴马隆为医保乙类品种；多替诺雷为最新一代产品，2020 年在日本获批、2024 年在国内获批，尚未进入医保。

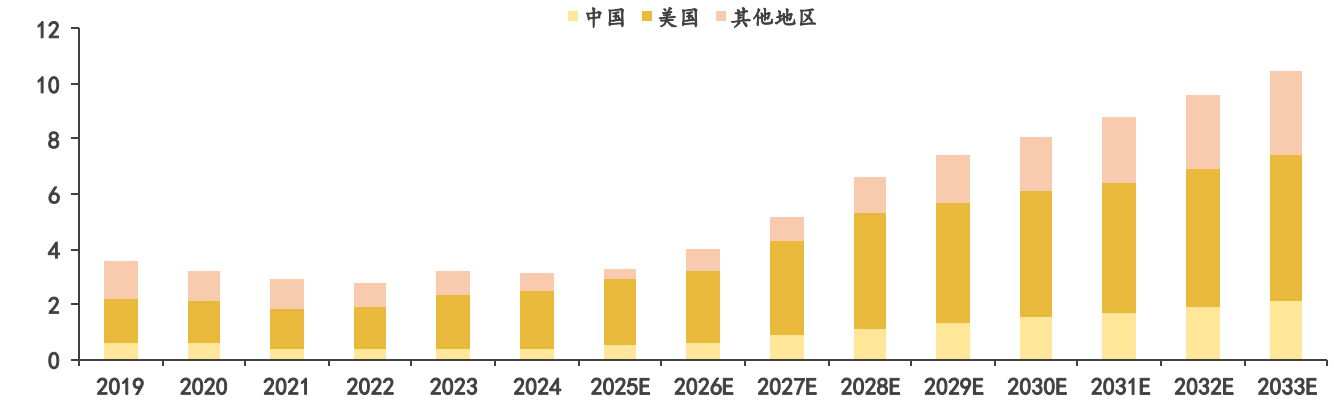
图12.已获批痛风药物情况比对

药物类型	药品成分	原研药名称	公司	治疗线数	批准年份	IP状态	中国医保报销情况	中国单片价格（元）	美国单片价格（美元）
XOI	别嘌醇	Zyloprim	GSK	一线治疗	1966年（FDA） 1969年（PMDA） 1995年（NMPA，仿制药）	已过期	甲类/乙类	0.1g:1.53（国家医保药品目录甲类）； 0.25g:4.2（国家医保药品目录乙类）	0.07-0.29（100mg）
	非布司他	Uloric	帝人制药/武田	一线治疗	2008年（欧洲） 2009年（FDA，撤销） 2011年（PMDA） 2018年（NMPA）	已过期	乙类	40mg:2.4；20mg:2.24；80mg:9.8	1.27-1.45（40mg）
	托匹司他	Topiloric	富士	一线治疗	2013年（PMDA）	已过期	乙类	/	/
URAT1抑制剂	丙磺舒	Benemid	默克	二线治疗	1951年（FDA，撤销） 2006年（NMPA，仿制药）	已过期	乙类	/	0.6（500mg）
	苯溴马隆	Narcaricin	Heumanne	二线治疗	1971年（欧洲，撤销） 2004年（NMPA，仿制药）	已过期	乙类	50mg:2.03（国家医保药品目录乙类）	/
	雷西纳德	Zurampic	Ironwood/AZ	二线治疗	2015年（FDA，撤销） 2016年（EMA，撤销）	已过期	不适用	/	13（200mg）
	多替诺雷	Urece	富士药品/卫材	二线治疗	2020年（PMDA） 2024年（NMPA）	有效期至2030年	未进入医保	2mg:19.96	/

资料来源：FDA、NMPA、国投证券证券研究所

创新品种推动下，全球痛风与高尿酸血症药物的市场规模有望持续扩容。全球痛风与高尿酸血症药物的市场规模从 2019 年的 36 亿美元下降至 2024 年的 31 亿美元，主要受非布司他心血管安全顾虑等因素影响。考虑到痛风用药需求较大且更高安全性的新一代 URAT1 抑制剂及新型抗炎疗法的推出，2033 年全球、中国痛风与高尿酸血症药物的市场规模有望增长至 105 亿美元、21 亿美元，2024 年-2033 年 CAGR 分别为 14.5%、20.2%。

图13.痛风与高尿酸血症药物市场（十亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan、国投证券证券研究所

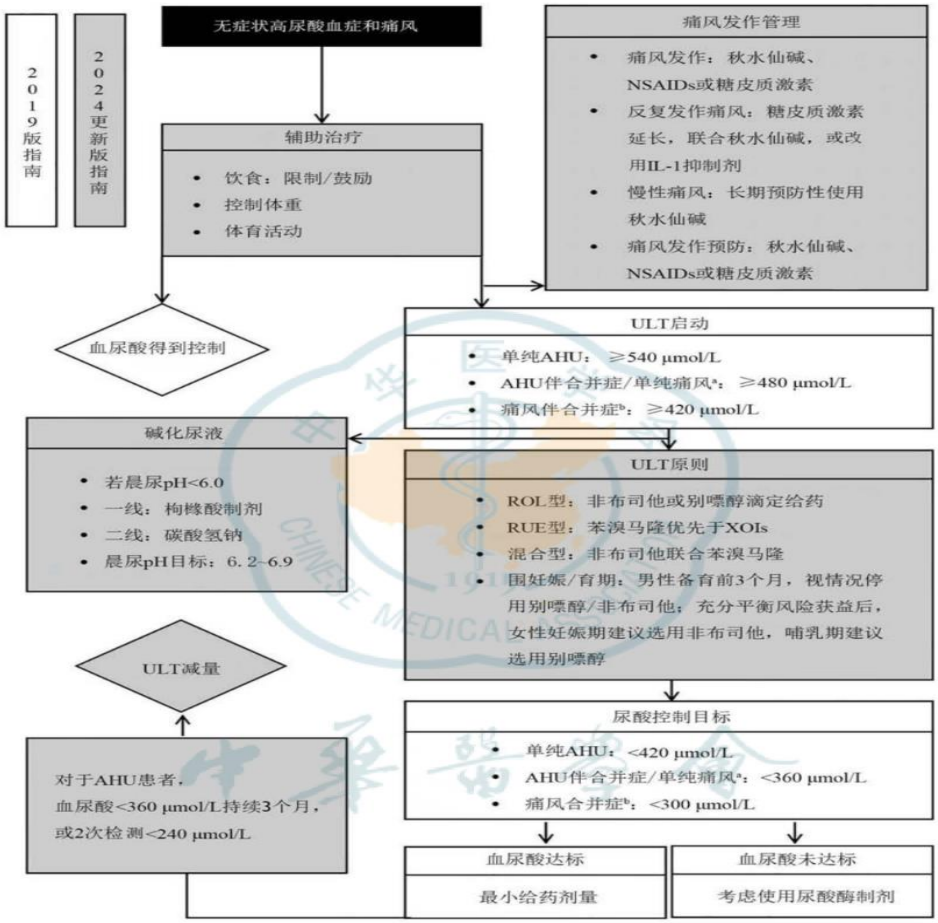
下载日志已记录，仅供内部参考

中国高尿酸血症与痛风的治疗遵循指南推荐的分层达标策略，根据患者血清尿酸水平和并发症情况进行个体化调整。

- 治疗目标方面，高尿酸血症无并发症患者目标血清尿酸 sUA＜420 μmol/L，伴有高血压、糖尿病或肾功能不全等并发症者则需＜360 μmol/L；痛风无并发症患者目标 sUA＜360 μmol/L，而频繁发作、有痛风石或合并慢性肾脏病患者则需＜300 μmol/L。

- 药物选择方面，一线治疗包括 XOI 类药物，如别嘌醇、非布司他，其中别嘌醇推荐进行 HLA-B*5801 基因检测以评估严重皮肤不良反应风险，非布司他在晚期慢性肾脏病患者中更具优势；URAT1 抑制剂如苯溴马隆需谨慎使用，尿酸氧化酶如普瑞凯希用于难治性痛风。当单药治疗失败时，建议采用联合疗法，痛风石相关并发症可辅以尿液碱化和手术干预，形成完整的个体化管理路径。

图14.中国高尿酸血症与痛风的治疗模式



资料来源：《中国高尿酸血症与痛风诊疗指南（2024版）》、国投证券证券研究所

现有痛风治疗药物普遍存在疗效不足与安全性隐患并存的痛点。现有药物受限于疗效不佳、安全性风险高及用药禁忌人群广泛，痛风领域仍存在大量未被满足的临床需求。

- 黄嘌呤氧化酶抑制剂方面，别嘌醇在东亚人群中严重过敏反应风险显著，且重度肾功能不全者禁用；非布司他虽在晚期慢性肾脏病患者中更具优势，但 FDA 曾就其心血管死亡率升高风险发出黑框警告。

下载日志已记录，仅供内部参考

- URAT1 抑制剂方面，苯溴马隆因严重肝毒性在欧美多国撤市，且中度至重度肾功能损害者禁用；雷西纳德因肾功能异常而应用受限；多替诺雷虽为新一代产品，但缺乏痛风石溶解的临床研究数据。

表5：已上市痛风药物的临床局限性比对

	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	XOI	XOI	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	2013.6	Phase I（2020.11）	/	2024 年 12 月
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	CN:胶囊-50mg	CN:20mg，40mg	口服片剂，20,40,60mg	片剂：200mg	口服片剂，0.5,1,2mg
	JPN:50mg，100mg	CN:片剂-25mg，50mg	JPN:10mg，20mg，40mg			
	US:500mg	JPN:25mg，50mg	US：40mg，80mg			
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）	有严重的肝毒性；在欧美主要国家撤市	FDA 出黑框警告 4.3%心血管死亡率	临床数据提示该药可能会引起转氨酶的升高	FDA 批准的 Zurampic 需要与与黄嘌呤氧化酶抑制剂(XOI)联合使用	缺乏痛风石临床研究数据
	有过敏、严重肝肾功能不全和明显血细胞低下者禁用	中度至重度肾功能损害者禁用。	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。	半衰期短，用药不便捷。	肾功能异常，发生率 5.7%，其中 1.2%发生肾衰竭	

资料来源：公司公告、国投证券证券研究所

AR882 是公司在研的一种高选择性 URAT1 抑制剂，已在全球范围内建立系统的临床开发布局。AR882 凭借与 URAT1 的长效结合，实现了每日一次用药即可全天候阻断尿酸重吸收，且不增加肾脏负担，最终使患者 sUA 稳定在健康水平。当前 AR882 国内外临床进展顺利，后续商业化上市可期。其中，海外临床方面，REDUCE 2（302）于 2025 年 3 月提前完成入组（n＞750 例），REDUCE 1（301）于 2025 年 8 月提前完成入组（n＞750 例）；国内临床方面，中国Ⅲ期临床于 2025 年 2 月启动，11 月提前完成入组（n＞680 例）。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

表6：AR882 在进行临床试验布局

国内		
登记号	适应症	试验阶段
CTR20241026	原发性痛风伴高尿酸血症	II/III 期
CTR20260721	痛风（健康受试者,食物影响研究）	I 期
CTR20261643	痛风（健康受试者，相对生物利用度研究）	I 期
国外		
登记号	适应症	试验阶段
NCT04646889	不同肾损伤程度患者	I 期
NCT06603142	原发性痛风伴高尿酸血症	II/III 期
NCT06439602	痛风	III 期
NCT06846515	痛风	III 期
NCT07116746	与 XOI 联合给药治疗既往尿酸酶（如普瑞凯希）治疗失败的难治性痛风	II 期

资料来源：CTG、药物临床试验登记与信息公示平台、国投证券证券研究所（截至 2026.9.8）

在全球 URAT1 抑制剂研发的竞争格局中，AR882 的临床进度处于第一梯队。目前，AR882 是唯一一款完成海内外多项 III 期临床试验入组，并有望于今年内进入数据读出阶段的 URAT1 抑制剂，同时 AR882 已获 FDA 快速通道资格用于治疗临床痛风患者的痛风和可见痛风石，具备显著竞争优势。

表7：在研痛风药物竞争格局

药物名称	公司	靶点	试验阶段（欧美）	试验阶段（中国）	首次发布时间	适应症
Ruzinurud (SHR4640)	恒瑞医药	URAT1	/	NDA	2025/1	原发性痛风伴高尿酸血症
Epaminurud (URC102)	江泰制药	URAT1	3 期完成	/	2023/4	痛风
Pozdeutinurud (AR882)	一品红药业	URAT1	3 期	2/3 期完成	2024/6	痛风
Puliginurud (YL-90148)	璎黎药业	URAT1	/	3 期	2022/12	原发性痛风伴高尿酸血症
HZBiol	远大生物/派金生物	UA	/	2/3 期	2025/12	痛风
Lingdolinudar (ABP-671)	新元素药业	URAT1	2b/3 期	2b/3 期	2023/4	痛风
Tainingnad	天津药物研究院	URAT1	/	2b 期	2025/4	高尿酸血症伴或未伴痛风
WXSH0493	康缘药业	URAT1	/	2b 期	2025/7	痛风
THDBH130	通化东宝	URAT1	/	2a 期完成	2022/11	痛风
THDBH151		URAT1、XO	/	2a 期完成	2024/3	痛风
D0120	益方生物	URAT1	2 期	2 期	2022/6	痛风伴高尿酸血症
HY-0902	海雅医药	URAT1	/	2 期	2025/3	痛风伴高尿酸血症
QJ-19-0002	正大清江	URAT1	/	2 期	2025/8	痛风伴高尿酸血症
HEC93077	东阳光	URAT1、XO	/	1 期完成	2021/11	痛风伴高尿酸血症
F012	新时代药业	UA	/	1 期	2024/6	高尿酸血症伴或未伴痛风
YJH-012	丽珠医药	XO	/	1 期	2025/6	痛风伴高尿酸血症
F-02-2-Na	新创意生物	不适用	/	1 期	2025/11	高尿酸血症伴或未伴痛风

资料来源：CTG、药物临床试验登记与信息公示平台、NMPA、国投证券证券研究所（截至 2026.4）

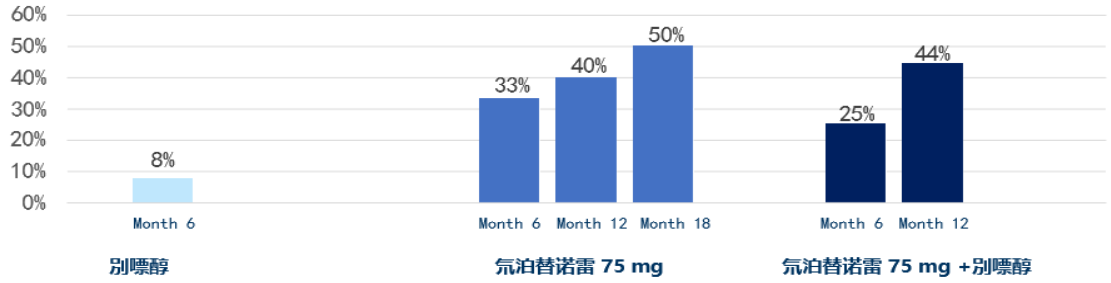
本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

AR882 的国内权益与海外合作脉络清晰。国内方面，一品红通过子公司瑞奥生物受让控股子公司广州瑞安博少数股东股权，将 AR882 在中国地区（含香港、澳门和台湾）的权益提升至 100%，独立掌控该药在大中华区的开发、注册和商业化全过程。海外方面，公司参股的美国 Arthrosi 于 2025 年 12 月与瑞典 SOBI 达成并购协议，SOBI 以 9.5 亿美元首付款及最高 5.5 亿美元里程碑付款收购 Arthrosi 全部股权；一品红已收到首期并购款约 1.19 亿美元，并锁定了优先为 Arthrosi 提供 AR882 的全球生产供应权，深度嵌入其全球供应链。

AR882 单药或联合用药在痛风石溶解方面展现出显著的疗效优势。II 期临床研究数据显示，在治疗 6 个月时，AR882 75mg 单药组已有 33%的患者实现至少 1 个目标痛风石的完全溶解；治疗 12 个月时，单药组 43%的难治性患者实现至少 1 个目标痛风石的完全消退，75mg 联合别嘌醇组该比例提升至 57%，显著优于别嘌醇单药。此外，患者体内尿酸盐晶体负荷同样降低，75mg 单药组晶体负荷降低 17.4cm³，联合用药组降低 20.1cm³。

图 15.AR882 单一用药或联合合用药的痛风石溶解功效



Time after treatment	别嘌醇	氘泊替诺雷75 mg	氘泊替诺雷75 mg +别嘌醇*
6 months	1/13 (7.7%)	4/12 (33.3%)	3/12 (25.0%)
12 months	NA	4/10 (40.0%)	4/9 (44.4%)
18 months	NA	3/6 (50.0%)	NA

	氘泊替诺雷 75mg				氘泊替诺雷 75mg+别嘌醇			
	6个月治疗		12个月治疗		6个月治疗		12个月治疗	
终点	难治性	初治	难治性	初治	难治性	初治	难治性	初治
至少 1 个目标痛风石完全消退的比例 (%)	25% (2/8)	33% (2/6)	43% (3/7)	33% (1/3)	33% (3/9)	0 (0/2)	57% (4/7)	0 (0/2)
尿酸盐结晶体积平均减少量 (cm^3)	-11.1	-0.3	-17.4	-0.92	-13.2	-0.31	-20.1	-0.03

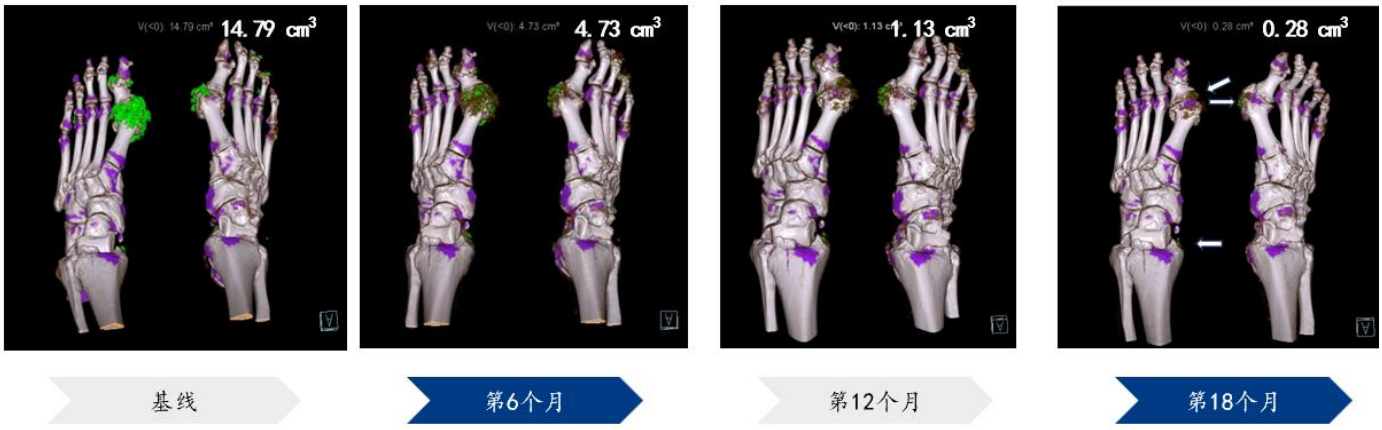
资料来源：公司公告、国投证券证券研究所

在接受每日一次 75mg 剂量治疗的患者中，尿酸盐晶体总量持续下降。从基线至第 6 个月减少 68%，第 6 至 12 个月总量减少 76%，第 12 至 18 个月总量继续减少 75%。经过 18 个月持续治疗，尿酸盐晶体总量从基线的 14.79cm³大幅降至 0.28cm³，累计降幅高达 98%。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图16.AR882 单一用药可快速溶解尿酸盐警惕总量



资料来源：公司公告、国投证券证券研究所

AR882 在长期治疗中展现出良好的安全性和耐受性。安全性方面，大多数不良事件为轻度或中度，以痛风发作为主，且不良事件在拓展期整体呈下降趋势。此外，18 个月治疗期间共进行了 478 次给药后测量，但未观察到血清肌酐升高和肝功能异常，提示 AR882 在长期用药中无明确的肝毒性信号，支持其用于痛风患者的长期降尿酸及痛风石溶解治疗。

表8：AR882 安全性结果梳理

	核心阶段			延展期1			延展期2	
不良事件	ALLO	AR75	AR50+ALLO	AR75+ALLO	AR75	AR50+ALLO	AR75+ALLO	AR75
关节痛	23.10%	28.60%	7.70%	0%	0%	0%	6.30%	16.70%
背痛	0%	14.30%	0%	0%	0%	0%	6.30%	16.70%
新冠肺炎	0%	21.40%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
腹泻	0%	0%	15.40%	0%	0%	0%	0%	0%
头晕	0%	14.30%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
痛风发作	**92.30%**	**78.60%**	**61.50%**	**66.70%**	**70.00%**	**50.00%**	**31.30%**	**50.00%**
高血压	0%	7.10%	15.40%	0%	0%	0%	0%	0%
关节僵硬	7.70%	7.10%	15.40%	0%	0%	0%	0%	0%
肾结石	0%	0%	0%	0%	20.00%	0%	0%	0%
肢体疼痛	7.70%	7.10%	7.70%	0%	0%	0%	6.30%	33.30%
上呼吸道感染	0%	0%	0%	0%	20.00%	0%	0%	0%
尿路感染	0%	0%	0%	0%	20.00%	0%	0%	0%

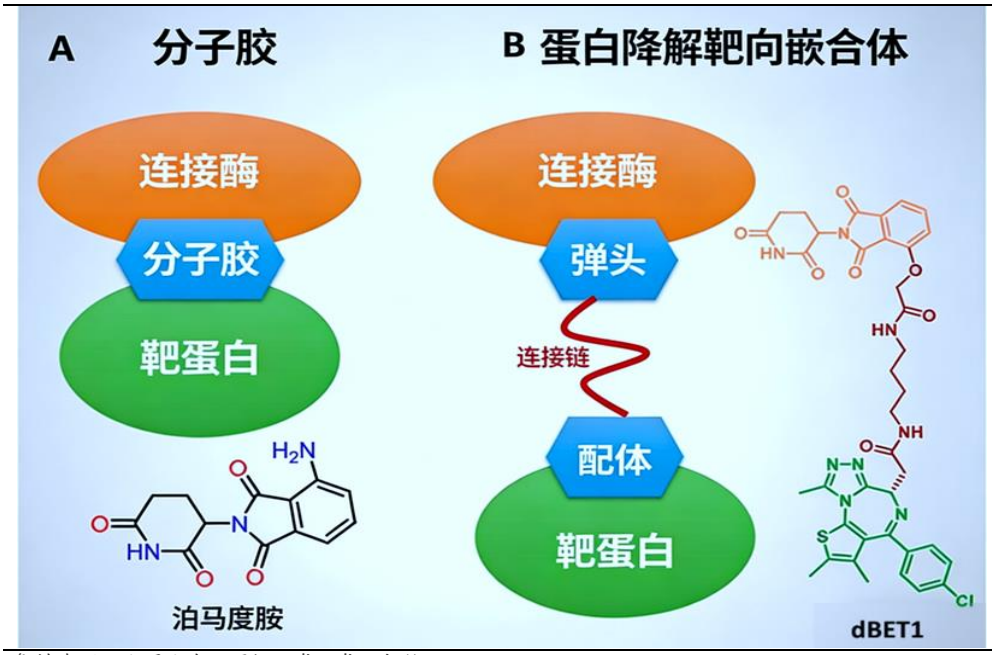
资料来源：公司公告、国投证券证券研究所

2.3. PROTAC 与分子胶平台：靶向蛋白降解技术引领免疫炎症领域新药开发

靶向蛋白降解药物通过诱导靶蛋白与 E3 泛素连接酶相互作用，使其被泛素化标记后由蛋白酶体降解，开辟了突破不可成药靶点的新路径。该技术依托事件驱动的药理机制，药物仅需短暂结合靶蛋白即可催化降解过程，无需持续占据活性位点，从而可靶向传统不可成药靶点。同时，降解支架蛋白和功能蛋白可实现比传统抑制更持久的通路阻断效果，且能突破耐药突变导致的药物失效问题，对克服临床耐药具有重要价值。其中，分子胶降解剂为单功能小分子，通过重塑 E3 连接酶表面结构诱导靶蛋白降解；蛋白水解靶向嵌合体（PROTAC）为双功能分子，由连接子连接靶蛋白配体与 E3 配体，通过三元复合物实现靶蛋白泛素化降解。

下载日志已记录，仅供内部参考

图17.PROTAC/分子胶的结构



资料来源：公司公告、国投证券证券研究所

PROTAC 与分子胶作为新型药物形式，在靶向能力、作用机制及给药便利性等方面展现出传统药物难以比拟的显著优势。靶向范围上，二者兼具胞内靶向性与高选择性，可作用于传统小分子难以触及的转录因子、骨架蛋白等不可成药靶点，且能直接清除致病蛋白、降解支架蛋白实现阻断；作用机制上，二者采用催化型事件驱动模式，无需持续占据活性位点，可突破传统抑制剂的耐药性问题；给药途径方面，二者具备良好的组织渗透性，支持口服、皮下及注射多种给药途径，相比抗体和 siRNA 更具用药便利性与多样性。

表9：PROTAC/分子胶与其他类型药物的比对

	小分子抑制剂	抗体	siRNA	PROTAC/分子胶
胞内靶向性	是	否	是	是
高选择性	较差	是	是	是
清除致病蛋白	否	否	是	是
靶向支架功能	否	是	是	是
无需活性位点	较差	较差	是	是
催化性质 MOA	否	否	是	是
组织渗透性	是	较差	较差	是
给药途径	口服/注射/皮下	注射/皮下	注射/皮下	口服/注射/皮下

资料来源：公司公告、国投证券证券研究所

免疫炎症疾病领域市场需求广泛，但现有治疗手段普遍存在给药不便或安全性限制等痛点，存在大量未被满足的临床需求。其中，类风湿关节炎全球发病率为 0.5-1%，中国患病人群超 500 万；特应性皮炎发达国家患病率达 10-20%，中国儿童患病率 12.94-30.48%；银屑病国内患者约 495 万，其中国内市场规模预计 2030 年增长至 99 亿美元；炎症性肠病 2023 年全球市场规模达 226 亿美元，中国约 180 亿元。上述疾病患者基数庞大，亟需更安全有效的创新治疗方案。

下载日志已记录，仅供内部参考

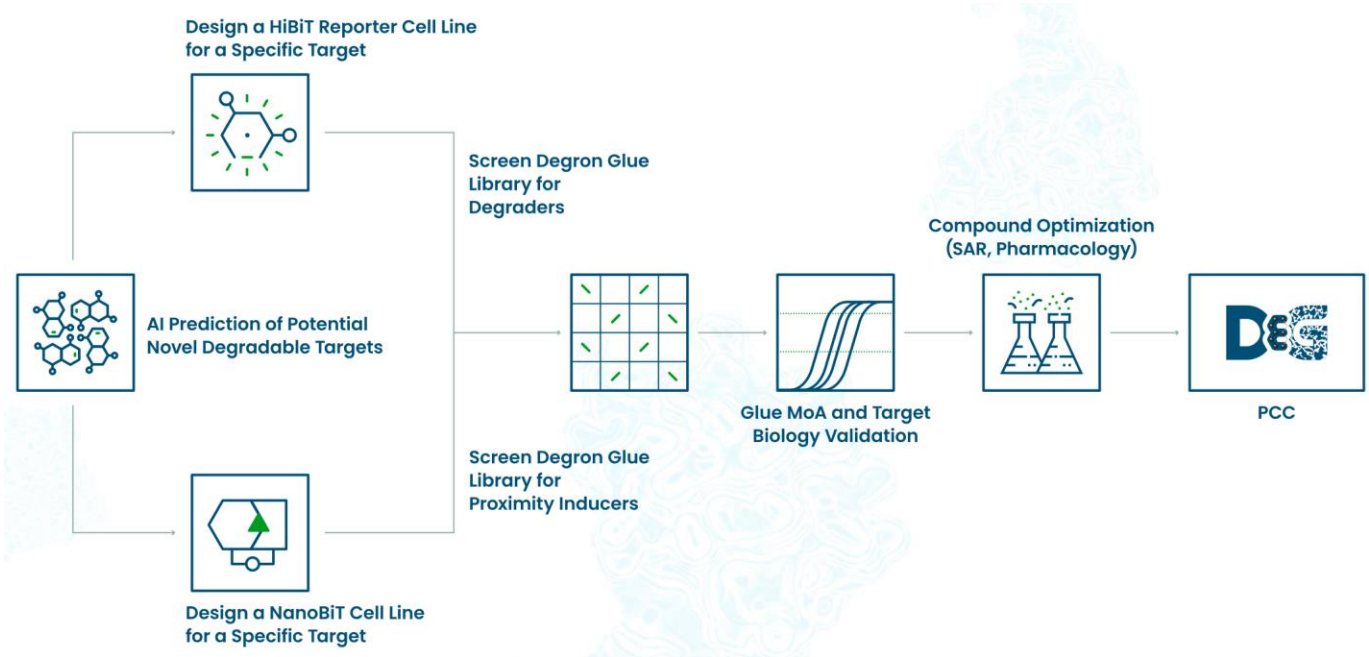
表10：免疫炎症领域主要疾病概述

疾病领域	疾病简介、流行病学与市场规模
类风湿关节炎	自身免疫性疾病，免疫系统错误攻击关节内膜，引起疼痛肿胀，导致骨侵蚀和关节畸形。 全球发病率 0.5-1%，美国约 130 万患者；中国发病率约 0.42%，患病人群超 500 万。
特应性皮炎	慢性、复发性、炎症性皮肤病，由皮肤屏障缺陷引起，常伴剧烈瘙痒。 发达国家患病率 10-20%，美国约 1600 万患者；中国儿童患病率 12.94-30.48%。
银屑病	免疫介导的慢性、复发性、系统性疾病，表现为鳞屑性红斑或斑块。 国内患者约 495 万，中重度 282 万。中国市场规模 2018 年达 6 亿美元，预计 2030 年增长至 99 亿美元。
炎症性肠病	一组病因不明的慢性肠道炎症性疾病，主要包括溃疡性结肠炎和克罗恩病。 2023 年全球市场规模 226 亿美元，预计 2032 年达 382 亿美元；中国 2023 年约 180 亿元。

资料来源：公司公告、国投证券证券研究所（截至 2026.4）

公司通过参股达歌生物和分迪药业，在分子胶及蛋白降解技术领域实现了前沿布局。达歌生物拥有超 10000 种结构独特的分子胶化合物库，已累计发现 12 个具有新靶点和新结构的分子胶降解剂，核心产品 DEG6498 为 First-in-Class 的 HuR 靶向分子胶降解剂，已进入全球临床阶段。分迪药业则专注于免疫新疗法，其 PRODED 平台将蛋白降解与免疫自调相结合，核心管线 FD-001 为降解 GSPT1/IKZF1/IKZF3 的双靶点口服分子胶药物，已进入临床 I 期。

图18.达歌生物 GlueXplorer 平台从靶点到分子胶降解剂的流程



资料来源：公司官网、国投证券证券研究所

公司基于领先的 PROTAC 和分子胶平台，开发了 First-in-class 的 IRAK4 口服小分子降解剂。核心管线 APH03571 为双靶点 IRAK4 降解剂/FLT3 抑制剂，在银屑病、特应性皮炎等药效模型中均优于 KT-474，具备良好药代动力学性质及初步安全性，已获中国 IND 受理。同时，公司构建了免疫炎症领域的蛋白降解剂开发组合，覆盖多靶标适应症，其中 APND-H015、APND-H019、APND-H020 等多个项目稳步推进。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 儿童药：形成全面产品矩阵，满足儿童常见疾病的临床诊疗需求

一品红已构建覆盖儿童呼吸系统、抗感染、消化及过敏等多领域的儿童专用药产品矩阵，满足儿童常见疾病的临床诊疗需求。其中，芩香清解口服液、馥感啉口服液被纳入十三五国家科技重大专项，在核心品种的带动下，公司儿童药物业务有望稳健发展。

- **芩香清解口服液：**用于小儿上呼吸道感染表里俱热证，该品种被纳入十三五国家科技重大专项，目前销售规模较为稳定。根据米内网的数据，芩香清解口服液样本医院销售从2022年的5014万元稳步增长至2025年的1.1亿元。

- **盐酸依匹斯汀颗粒：**适用于3岁及以上儿童和成人的过敏性鼻炎，过敏性皮肤瘙痒(如荨麻疹、湿疹/皮炎)的预防及对症治疗，目前销售持续稳健增长。根据米内网的数据，盐酸依匹斯汀颗粒样本医院销售从2022年的77万元稳步增长至2025年的3042万元。

- **盐酸氨溴索滴剂：**适用于痰液粘稠而不易咳出者，目前销售持续稳健增长。根据米内网的数据，盐酸氨溴索滴剂样本医院销售从2022年的587万元稳步增长至2025年的3227万元。

- **盐酸克林霉素棕榈酸酯颗粒：**适用于革兰阳性菌引起的下列各种感染性疾病，近年销售持续稳步增长。根据米内网的数据，盐酸克林霉素棕榈酸酯颗粒样本医院销售从2022年的2326万元稳步增长至2025年的4764万元。

表11：一品红现有儿童药品种梳理

药物类别	主要适应症	主要品种
非处方药	用于小儿气虚感冒所引起的发烧、咳嗽、气喘、咽喉肿痛	馥感啉口服液
	用于脾胃虚弱证的辅助治疗	益气健脾口服液
	用于治疗慢性支气管炎等疾病引起的痰液粘稠、咳痰困难患者	羧甲司坦口服溶液
	用于上呼吸道感染引起的咳嗽	小儿咳喘灵口服液
处方药	革兰阳性菌、厌氧菌引起的各种感染性疾病	盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片
	本品主要适应于G+菌所致的各种感染，特别适应于金黄色葡萄球菌，肺炎球菌及表皮葡萄球菌引起的上下呼吸道感染及表皮软组织感染	乙酰吉他霉素干混悬剂
	用于小儿上呼吸道感染表里俱热证，症状发热、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	芩香清解口服液
	适用于3岁及以上儿童和成人的过敏性鼻炎，过敏性皮肤瘙痒(如荨麻疹、湿疹/皮炎)的预防及对症治疗	盐酸依匹斯汀颗粒
	用于革兰阳性菌引起的下列各种感染性疾病；用于厌氧菌引起的各种感染性疾病	盐酸克林霉素棕榈酸酯颗粒
	革兰氏阳性菌引起的各种感染性疾病	注射用盐酸克林霉素
	下呼吸道感染;化脓性链球菌、金黄色葡萄球菌、厌氧菌引起的皮肤和皮肤软组织感染;敏感厌氧菌感染引起的妇科感染等	克林霉素磷酸酯注射液
	适用于痰液粘稠而不易咳出者	盐酸氨溴索滴剂
	用于成人和1岁及1岁以上儿童的甲型和乙型流感治疗，患者在首次出现症状48小时以内使用；用于成人和13岁及13岁以上青少年的甲型和乙型流感的预防	磷酸奥司他韦胶囊
	用于治疗下述疾病的过敏相关的症状，过敏性鼻炎及慢性特发性荨麻疹	盐酸左西替利嗪口服滴剂
	适用于1岁以上儿童哮喘的预防和长期治疗，包括预防白天和夜间的哮喘症状，治疗对阿司匹林敏感的哮喘患者以及预防运动诱发的支气管收缩和减轻过敏性鼻炎引起的症状	孟鲁司特钠颗粒

资料来源：公司官网、国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测与估值分析

4.1. 盈利预测

按照以下假设，预计 2026-2028 年公司分别实现营收 8.97 亿元、9.17 亿元、9.75 亿元，分别同比增长-3.7%、2.2%、6.4%；分别实现归母净利润 4.45 亿元、0.54 亿元、0.78 亿元，分别同比增长 231.8%、-87.9%、45.2%。

（1）公司儿童药产品管线全面，在核心品种带动下，公司儿童药物收入同比降幅有望收窄，假设 2026-2028 年儿童类药物的营业收入分别同比-15%、-10%、-8%。

（2）考虑到 AR882 有望进入商业化阶段，假设 2026-2028 年慢性病类药物的营业收入分别同比增长 15.00%、20.00%、25.00%。

（3）考虑到转让 Arthrosi 股权取得的收益等，假设 2026-2028 年投资收益分别为 6.00 亿元、0.50 亿元、0.50 亿元。

图19.一品红营收拆分

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	21.99	22.80	25.03	14.50	9.32	8.97	9.17	9.75
同步增速		3.7%	9.8%	-42.1%	-35.7%	-3.7%	2.2%	6.4%
毛利润（亿元）	18.81	19.80	20.29	8.90	5.27	4.42	4.52	4.75
毛利率	85.52%	86.83%	81.04%	61.35%	56.48%	49.22%	49.29%	48.73%
其中：儿童类药品	11.30	13.13	15.36	9.36	5.61	4.77	4.29	3.95
同比增速		16.20%	17.01%	-39.04%	-40.07%	-15.00%	-10.00%	-8.00%
毛利润	9.98	11.62	13.14	6.87	4.31	3.72	3.35	3.08
毛利率	88.32%	88.52%	85.57%	73.38%	76.72%	78.00%	78.00%	78.00%
慢性病类药品	8.23	7.89	7.70	3.70	2.42	2.79	3.34	4.18
同比增速		-4.13%	-2.40%	-51.97%	-34.53%	15.00%	20.00%	25.00%
毛利润	7.73	7.07	6.23	1.43	0.51	0.70	1.17	1.67
毛利率	93.88%	89.58%	80.89%	38.60%	20.92%	25.00%	35.00%	40.00%
其他	2.46	1.78	1.97	1.44	1.29	1.42	1.53	1.62
同比增速		-27.61%	10.62%	-27.04%	-10.44%	10.00%	8.00%	6.00%
毛利润	1.10	1.11	0.92	0.60	0.45	0.50	0.54	0.57
毛利率	44.78%	62.30%	46.41%	41.55%	35.16%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：公司公告、国投证券证券研究所

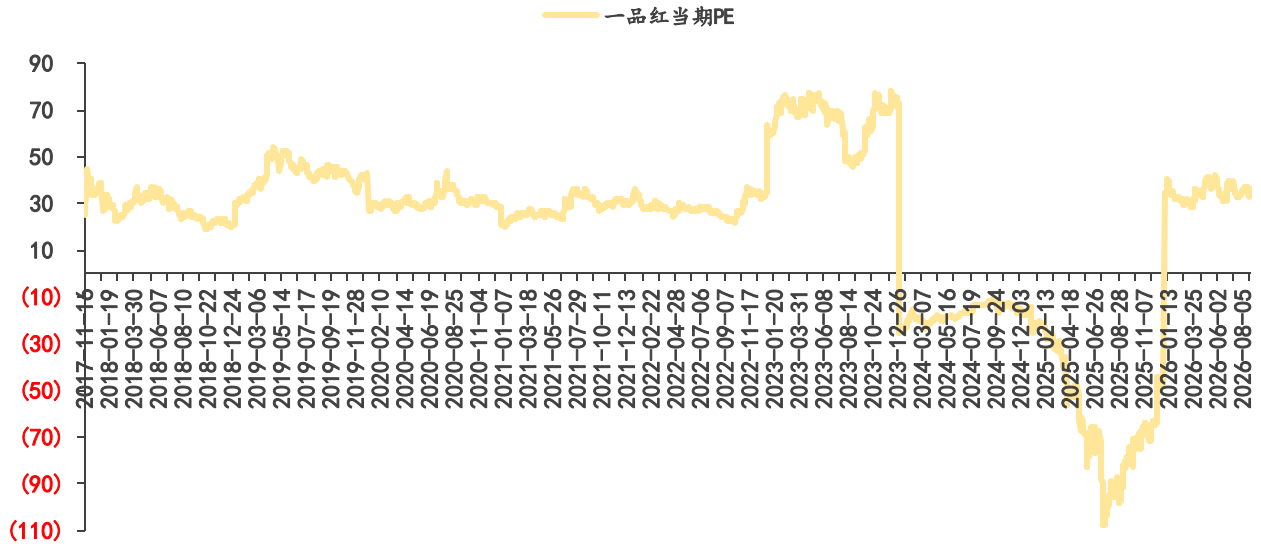
4.2. 估值分析

从 2017 年至今，一品红当期 PE（剔除负值）的均值、最小值、最大值分别为 77.88 倍、18.99 倍、37.01 倍。截止至 2026.9.1，一品红当期 PE 为 34.6 倍，估值处于低位水平。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图20.一品红历年估值水平分析（当期PE）



资料来源：Choice、国投证券证券研究所（截止至2026.9.1）

考虑到创新药管线和现有传统主业的分部估值，根据以下假设和测算，一品红估值213.90亿元。截至2026.9.10，公司总股本为4.52亿股，对应6个月目标价为47.32元/股，首次覆盖，给予买入-A的投资评级。

其中：

（1） 创新药管线估值方面：根据Frost & Sullivan的数据，2033年中国痛风及高尿酸血症药物的市场规模有望增长至21亿美元，考虑到公司核心管线AR882治疗痛风患者的疗效更显著，安全性更高，有望成为具有Best-in-class的优势产品，上市后有望逐步占据国内痛风及高尿酸血症药物市场的主导份额，保守估计最终市占率为15%，按照人民币/美元汇率6.7223：1换算，AR882销售峰值有望达21.18亿元，参考同类可比公司估值水平，给予8倍PS，核心管线AR882估值为169.40亿元。

图21.可比公司估值水平分析

上市公司	总市值（亿元）	营业收入（亿元）			PS		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
艾力斯	483	68.37	79.97	91.37	7.06	6.04	5.29
微芯生物	113	12.75	17.70	25.37	8.86	6.38	4.45
均值					7.96	6.21	4.87

资料来源：Choice、国投证券证券研究所（截止至2026.9.8，可比公司营业收入预测为Choice一致性预期）

（2） 现有传统主业估值方面：考虑到转让Arthrosi股权获得的投资收益，2026年公司预计实现归母净利润4.45亿元，参考同类可比公司估值水平，给予10倍PE，现有传统主业估值为44.50亿元。

图22.可比公司估值水平分析

上市公司	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
华润双鹤	168	17.86	19.30	91.37	9.41	8.71	1.84
丽珠集团	242	20.35	22.74	25.72	11.89	10.64	9.41
均值					10.65	9.67	5.62

资料来源：Choice、国投证券证券研究所（截止至2026.9.8，可比公司归母净利润预测为Choice一致性预期）

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

产品研发及审批速度低于预期：药品研发和审评需要经历众多复杂环节，每个环节的不确定性均可能导致各上市公司在研品种的研发进展不及预期。

产品降价超预期风险：部分在售品种存在被纳入带量采购的可能性，存在集采降价超预期风险。

计算及假设不及预期风险：公司相关产品不被市场接受或终端推广进度不及预期等，均可能造成相关产品销售假设不达预期的风险。

临床试验结果不达预期风险：药品临床研发需经历众多复杂环节，每个环节的不确定性均可能导致临床试验结果不达预期的风险。

商业化进展不及预期的风险：核心产品管线若不被终端市场接受，其商业化销售存在不及预期的风险。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,450	932	897	917	975
减:营业成本	561	406	456	465	500
营业税费	24	18	13	14	15
销售费用	506	322	296	275	293
管理费用	326	348	117	92	98
研发费用	312	157	90	83	88
财务费用	31	52	54	-21	-54
加:资产/信用减值损失	-43	-11	0	0	0
公允价值变动收益	-7	-30	0	0	0
投资和汇兑收益	-33	-13	600	50	50
营业利润	-371	-358	472	60	86
加:营业外净收支	-275	-12	0	0	0
利润总额	-646	-369	472	60	86
减:所得税	-79	-23	47	6	9
净利润	-540	-338	445	54	78

资产负债表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	469	515	269	275	293
交易性金融资产	5	0	0	0	0
应收帐款	360	245	176	321	219
应收票据	0	6	1	2	2
预付帐款	19	10	47	22	27
存货	287	216	312	235	361
其他流动资产	118	108	125	117	117
可供出售金融资产	0	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0	0
长期股权投资	500	473	473	473	473
投资性房地产	3	2	2	2	2
固定资产	1,765	1,778	1,621	1,464	1,307
在建工程	142	8	8	8	8
无形资产	441	448	408	369	330
其他非流动资产	294	232	244	228	217
资产总额	4,404	4,042	3,686	3,515	3,355
短期债务	1,000	520	507	471	126
应付帐款	565	343	661	365	742
应付票据	0	0	5	1	2
其他流动负债	167	273	241	227	247
长期借款	610	1,368	162	293	0
其他非流动负债	126	132	139	132	134
负债总额	2,468	2,636	1,714	1,489	1,251
少数股东权益	57	37	18	18	18
股本	452	452	452	452	452
留存收益	1,484	1,057	1,503	1,556	1,635
股东权益	1,936	1,407	1,972	2,027	2,104

现金流量表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	-567	-346	445	54	78
加:折旧和摊销	208	214	196	196	196
资产减值准备	43	11	0	0	0
公允价值变动损失	7	30	0	0	0
财务费用	34	58	54	-21	-54
投资收益	33	13	-600	-50	-50
少数股东损益	-27	-9	-20	0	0
营运资金的变动	-388	108	286	-355	367
经营活动产生现金流量	-550	46	361	-175	537
投资活动产生现金流量	-275	-105	600	50	50
融资活动产生现金流量	816	157	-1,207	131	-570

财务指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入增长率	-42.1%	-35.7%	-3.7%	2.2%	6.4%
营业利润增长率	-273.3%	-3.6%	232.0%	-87.2%	43.3%
净利润增长率	-392.5%	-37.4%	231.8%	-87.9%	45.2%
EBITDA 增长率	-149.2%	-1.3%	510.2%	-67.4%	-2.6%
EBIT 增长率	-276.5%	3.1%	241.1%	-92.6%	-15.8%
NOPLAT 增长率	-294.2%	-3.9%	265.4%	-92.6%	-15.8%
投资资本增长率	8.9%	-4.4%	-18.1%	7.8%	-22.9%
净资产增长率	-25.5%	-27.3%	40.2%	2.8%	3.8%
利润率					
毛利率	61.3%	56.5%	49.2%	49.3%	48.7%
营业利润率	-25.6%	-38.4%	52.6%	6.6%	8.9%
净利润率	-37.2%	-36.2%	49.6%	5.9%	8.0%
EBITDA/营业收入	-12.3%	-18.9%	80.5%	25.7%	23.5%
EBIT/营业收入	-24.9%	-40.0%	58.6%	4.2%	3.4%
运营效率					
固定资产周转天数	416	684	682	606	511
流动营业资本周转天数	19	55	3	18	18
流动资产周转天数	325	455	407	373	367
应收帐款周转天数	91	117	85	97	100
存货周转天数	79	97	106	107	110
总资产周转天数	1,093	1,631	1,550	1,414	1,268
投资资本周转天数	679	1,078	996	912	787
投资回报率					
ROE	-28.7%	-24.7%	22.8%	2.7%	3.7%
ROA	-12.9%	-8.6%	11.5%	1.5%	2.3%
ROIC	-11.4%	-10.0%	17.3%	1.6%	1.2%
费用率					
销售费用率	34.9%	34.5%	33.0%	30.0%	30.0%
管理费用率	22.4%	37.3%	13.0%	10.0%	10.0%
研发费用率	55.7%	38.8%	19.7%	17.7%	17.6%
财务费用率	2.2%	5.6%	6.0%	-2.3%	-5.5%
四费/营业收入	81.0%	94.4%	62.0%	46.7%	43.5%
偿债能力					
资产负债率	56.0%	65.2%	46.5%	42.4%	37.3%
负债权益比	127.5%	187.4%	86.9%	73.5%	59.4%
流动比率	0.73	0.97	0.66	0.91	0.91
速动比率	0.56	0.78	0.44	0.69	0.59
利息保障倍数	-11.52	-7.10	9.81	-1.81	-0.61
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

业绩和估值指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS(元)	-1.20	-0.75	0.99	0.12	0.17
BVPS(元)	4.16	3.03	4.33	4.45	4.62
PE(X)	-29.2	-46.7	35.5	293.0	201.8
PB(X)	8.4	11.5	8.1	7.9	7.6
P/FCF	113.8	92.7	-44.5	-1,512.1	2,208.2
P/S	10.9	16.9	17.6	17.2	16.2
EV/EBITDA	-48.7	-93.8	22.3	68.8	67.9
CAGR(%)	-145.8%	-160.8%	40.9%	-145.8%	-160.8%
PEG	0.2	0.3	0.9	-2.0	-1.3
ROIC/WACC	-1.1	-1.0	1.7	0.2	0.1
REP	-2.7	-6.2	4.2	43.7	69.8

资料来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

公司评级体系

收益评级：
买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；
增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；
中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；
减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；
卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；
风险评级：
A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市

地　址：　深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮　编：　518046

上海市

地　址：　上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮　编：　200082

北京市

地　址：　北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编：　100034