

2023年05月24日

证券研究报告·公司研究报告

贵州三力 (603439) 医药生物

当前价: 18.22元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

苗药领军企业，多元拓展新品

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 苗药产品开喉剑系列持续增长, 新增产能预期 2023 年 7 月达到试生产, 开喉剑总产能接近 1 亿瓶, 缓解产能供不应求; 2) 投资汉方药业、德昌祥和云南无敌制药, 实现产品线扩张; 3) 销售人员扩充到 1137 人, 药店及基层医疗机构覆盖面迅速提升。
- **主力品种渠道扩张, 产能扩张助力长期增长。** 开喉剑喷雾剂是公司核心产品, 销售贡献率及毛利占比均保持 90% 以上。2022 年开喉剑收入达 10.7 亿元, 同比增长 22%。开喉剑喷雾剂 (儿童型) 持续多年领跑我国儿童咽喉疾病中成药市场, 独特喷雾剂型享有独家专利优势, 儿科中成药喷雾剂型占比逐年增长。公司从 2020 年开始大幅扩充销售人员, 从 2018 年的 123 人扩充到 2022 年的 1137 人, 销售实力实现大幅扩增。2022 年开喉剑新开发 3 万余家药店, 3 万余家基层医疗机构, 进一步拓展院内院外的空白区域, 实现产品快速发展。2022 年开喉剑需求量剧增, 产能利用率接近 200%, 日生产超过 20 万瓶开喉剑系列产品。同时, 公司已启动 GMP 二期项目, 新增 6000 万瓶产能, 达到 1 亿瓶的销量, 预计 2023 年 7 月开始试生产, 产能助力能满足开喉剑实现 20 亿以上销售收入。
- **横向扩展, 并购获得产品种类扩张。** 1) 公司于 2020 年投资汉方药业, 获得汉方药业 25.6% 的股权。汉方药业拥有独家品种 20 个, 专利品种 6 个, 独家苗药 8 个。2022 年汉方药业米内网销售额为 3.8 亿元, 大单品芪胶升白胶囊销售额曾突破 2.5 亿元, 预计到 2025 年升白制剂市场规模将达到 113.8 亿元, 芪胶升白胶囊有望实现快速增长。2) 公司于 2022 年 5 月成为德昌祥 95% 控股股东。德昌祥为百年中医药品牌, 拥有 12 条现代化生产线, 69 个药品批准文号, 其中 9 个独家品种, 41 个医保品种。2022 年, 德昌祥收入 8455 万元, 其主要销售品种妇科再造丸销售收入 4303 万元。3) 2022 年 12 月, 公司收购贵州好司特 61% 股权, 控股老字号企业云南无敌制药, 开拓胶囊、膏药、药酒和搽剂等批文和生产线。
- **盈利预测与投资建议。** 公司原有核心产品开喉剑喷雾 (含儿童型) 市场消费潜力大, 产品产能高; 通过持股或控股获得的新产品发展前景良好。预计 2023-2025 年公司归属母公司股东净利润分别为 2.7、3.6 和 4.8 亿元, 对应 PE 分别为 28、21 和 16 倍。考虑到公司开喉剑喷雾剂产品竞争优势明显, 新获取的产品销售增长率高, 建议持续关注。
- **风险提示:** 原材料价格波动大及人力成本大幅上升、公司订单不及预期、并购汉方药业不及预期、募投项目建成及达产进度或不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1201.32	1604.43	2072.68	2679.59
增长率	27.94%	33.56%	29.19%	29.28%
归属母公司净利润 (百万元)	201.28	274.72	360.21	475.86
增长率	32.18%	36.48%	31.12%	32.11%
每股收益 EPS (元)	0.49	0.67	0.88	1.16
净资产收益率 ROE	15.50%	18.16%	19.23%	20.26%
PE	38	28	21	16
PB	6.16	5.04	4.07	3.25

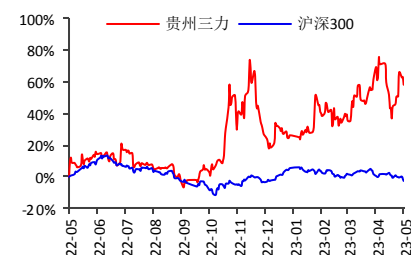
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 阮雯
执业证号: S1250522100004
电话: 021-68416017
邮箱: rw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.10
流通 A 股(亿股)	4.07
52 周内股价区间(元)	10.8-20.09
总市值(亿元)	76.48
总资产(亿元)	14.43
每股净资产(元)	2.57

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 苗药传世经典，持续文件发展	1
1.1 融苗医科技于一体，扬千年之古方.....	1
1.2 开喉剑喷雾剂主导盈利，经营业绩持续向好.....	3
1.3 新领导班子注入活力，股权激励保障业绩发展.....	4
2 开喉剑奠定发展基础，长期具备成长空间	5
2.1 特色苗药，特色专利树立壁垒.....	5
2.2 儿童用药市场快速增长.....	7
2.3 扩张产能，保障供应.....	8
2.4 扩充销售团队，院外放量增长.....	9
3 参股与控股，化解产品单一风险	9
3.1 参股汉方药业，获得新品种.....	9
3.2 控股德昌祥药业，产品再扩展.....	13
3.3 投资云南无敌制药.....	16
4 盈利预测与估值	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 相对估值.....	18
5 风险提示	18

图 目 录

图 1: 贵州三力发展简史.....	1
图 2: 2022 年公司营收构成.....	3
图 3: 公司主要产品的构成.....	3
图 4: 公司总收入增长情况.....	3
图 5: 公司归母净利润增长情况.....	3
图 6: 公司近年来毛利率和净利率.....	4
图 7: 公司近年四费率.....	4
图 8: 公司股权结构及子公司.....	4
图 9: 开喉剑喷雾剂和开喉剑喷雾剂 (儿童型).....	5
图 10: 开喉剑销售收入 (亿元) 及增速.....	5
图 11: 儿科中成药剂型格局.....	6
图 12: 儿童感冒中成药消费 (亿元).....	7
图 13: 咽喉中成药消费 (亿元).....	7
图 14: 2021 儿科感冒中成药院内 top10 销售格局 (万元).....	8
图 15: 2021 儿科感冒中成药院外 top20 销售格局 (万元).....	8
图 16: 主要产品产量 (万盒).....	8
图 17: 主要产品产销率.....	8
图 18: 公司销售人员及人均创收.....	9
图 19: 汉方药业销售情况.....	10
图 20: 2022 年汉方药业大品种米内网的销售额 (万元).....	10
图 21: 芪胶升白胶囊近年销售情况 (万元).....	10
图 22: 芪胶升白胶囊产品.....	10
图 23: 升白制剂近年市场规模 (亿元).....	12
图 24: 升白制剂未来市场规模预测 (亿元).....	12
图 25: 妇科再造胶囊近年销售情况 (万元).....	13
图 26: 德昌祥院内院外销售收入.....	13
图 27: 德昌祥主要核心产品的销售情况 (万元).....	13
图 28: 妇科再造丸近年销售情况 (万元).....	15
图 29: 止咳化痰丸近年销售情况 (万元).....	15

表 目 录

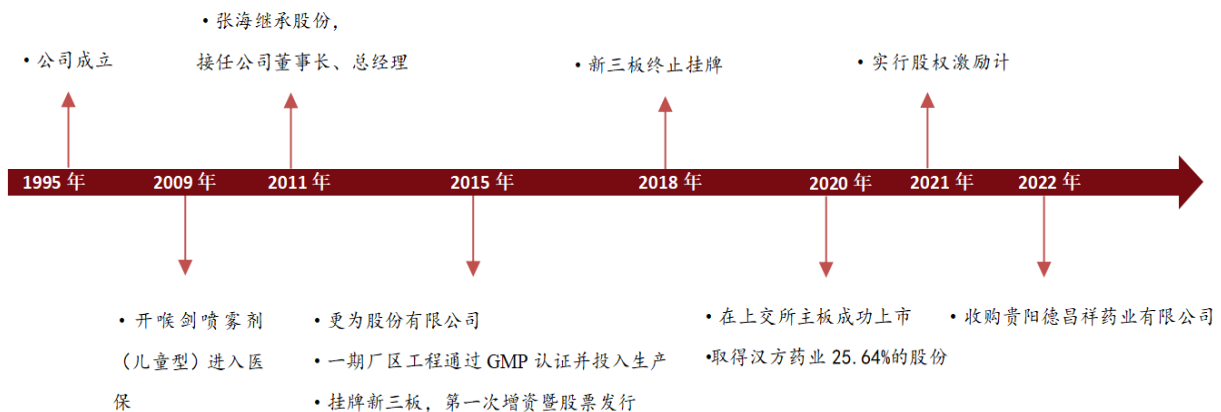
表 1: 公司产品线情况	2
表 2: 股权激励考核目标	5
表 3: 喷雾剂相对于其他剂型的优势对比	6
表 4: 儿科感冒类用药同类产品对比	6
表 5: 咽喉类药物	7
表 6: 芪胶升白胶囊的疗效研究	11
表 7: 芪胶升白胶囊同类产品比较	11
表 8: 2021 年中成药升白药竞争格局	12
表 9: 子公司德昌祥药业产品	14
表 10: 贵州好司特收入及利润	16
表 11: 云南无敌主要产品	16
表 12: 公司产品分拆收入预测	17
表 13: 可比公司估值	18
附表: 财务预测与估值	19

1 苗药传世经典，持续文件发展

1.1 融苗医科技于一体，扬千年之古方

贵州三力制药股份有限公司始建于 1995 年，是一家以发展中成药为核心的制药企业，结合苗药验方经验并依托中药现代化的技术理念致力多发病种药物的开发和改进，集研发、生产和销售于一体，属国家高新技术企业、全国民族特需商品定点生产企业、贵州民营企业 100 强。2015 年变更为股份有限公司并更名“贵州三力制药股份有限公司”；同年，一期厂区工程通过 GMP 认证后投入生产。2020 年贵州三力成功登陆上海证券交易所主板，并从 2020 年起公司核心产品开喉剑喷雾剂（含儿童型）在咽喉疾病中成药喷雾剂市场中连续 3 年排名第 1。2022 年贵州三力先后收购了贵阳德昌祥药业有限公司、贵州汉方药业有限公司和贵州好司特生物科技有限公司，通过并购拓展了系列产品，其中止咳化痰丸以及妇科再造丸两种核心产品销售情况乐观，销售增长迅速。

图 1：贵州三力发展简史



数据来源：公司公告，西南证券整理

药物品种多线发展，王牌产品优势突出。公司产品线主要围绕儿科、呼吸系统科、心脑血管科、消化内科等领域，王牌产品为开喉剑喷雾剂（儿童型），截至 2021 年末已覆盖国内超过 97% 以上的儿童专科医院，入选“2022 年健康产业品牌锐榜”，获颁“西普金奖”；此外还有开喉剑喷雾剂和强力天麻杜仲胶囊也同为主要产品。其中，开喉剑喷雾剂（儿童型）和开喉剑喷雾剂取自经典苗医验方，是国家专利产品及独家品种，已列入国家医保目录及部分省份的国家基本药物地方增补目录，临床用于上呼吸道感染、急慢性咽炎、扁桃体炎、咽喉肿痛、口腔炎、口腔溃疡、牙龈肿痛等病症；强力天麻杜仲胶囊，是国家医保目录品种，临床用于中风引起的经脉掣痛、肢体麻木、行走不便、腰腿酸痛、头痛头晕等病症。其他产品均为 OTC 药品，主要生产原材料为天然中草药。2022 年 12 月 30 日，开喉剑喷雾剂、开喉剑喷雾剂（儿童型）、藿香正气胶囊被列入《新冠病毒感染防治“两保一稳”清单》。

表 1: 公司产品线情况

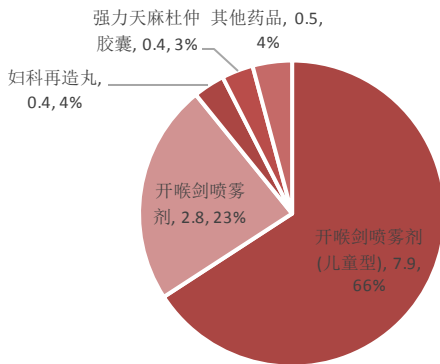
产品分类	产品名称	产品介绍	产品示例	产品分类	产品名称	产品介绍	产品示例
儿科用药	开喉剑喷雾剂 (儿童型)	国家医保目录品种、独家品种。主要用于清热解毒, 消肿止痛。用于急、慢性咽喉炎, 扁桃体炎, 咽喉肿痛, 口腔炎, 牙龈肿痛。			强力天麻杜仲胶囊	国家医保目录品种。用于中风引起的筋脉挛痛, 肢体麻木, 行走不便, 腰腿酸痛, 头痛头晕等。	
呼吸系统用药	开喉剑喷雾剂 (成人型)	国家医保目录品种、独家品种。功能主治: 清热解毒, 消肿止痛。用于肺胃蕴热所致的咽喉肿痛, 口干口苦, 牙龈肿痛以及口腔溃疡, 复发性口疮见以上证候者。		心脑血管用药	脑立清胶囊	国家医保目录品种、OTC 品种。用于肝阳上亢, 头晕目眩, 耳鸣口苦, 心烦难寐; 高血压见上述证候者。	
	蛇胆川贝胶囊	国家医保目录品种、OTC 品种。功能主治: 清肺、止咳, 祛痰。用于肺热咳嗽, 痰多。		跌打损伤用药	三七胶囊	国家医保目录品种、OTC 品种。功能主治: 散瘀止血, 消肿定痛。用于外伤出血, 跌打肿痛。	
	银翘伤风胶囊	OTC 品种。功能主治: 疏风解表, 清热解毒。用于外感风热, 温病初期, 发热恶寒, 高热口渴, 头痛目赤, 咽喉肿痛。		康复科用药	紫河车胶囊	OTC 品种。功能主治: 温肾补精, 益气养血。用于虚劳消瘦, 骨蒸盗汗, 咳嗽气喘, 食少气短。	
消化内科用药	藿香正气胶囊	国家医保目录品种, OTC 品种。功能主治: 解表化湿, 理气和中。用于外感风寒, 内伤湿滞, 头痛晕重, 胸膈痞闷, 脘腹胀痛, 呕吐泄泻。		眼科用药	杞菊地黄胶囊	国家医保目录品种、国家基本药物目录品种、OTC 品种。功能主治: 滋肾养肝。用于肝肾阴虚, 眩晕耳鸣, 羞明畏光, 迎风流泪, 视物昏花。	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.2 开喉剑喷雾剂主导盈利，经营业绩持续向好

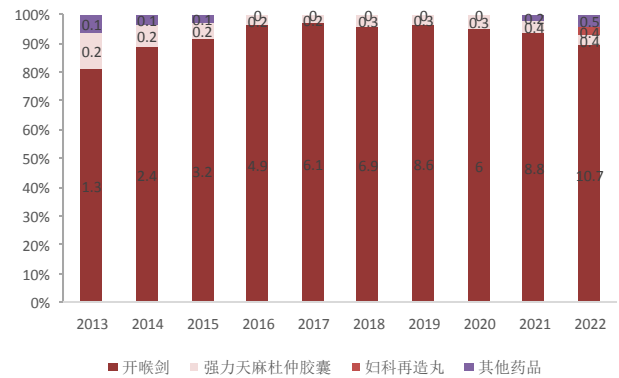
开喉剑贡献核心毛利，其他产品占比逐步提升。2022 年产品公司的产品结构 89%左右是开喉剑喷雾剂（含儿童型）产品；妇科再造丸占比 4%，是来自德昌祥的品种；3%左右是强力天麻杜仲胶囊产品，其他产品中包含蛇胆川贝胶囊、银翘伤风胶囊、藿香正气胶囊等产品占比不足 1%。公司近年来不断并购新公司，开发公司二线品种，其他药品的占比逐步提升。

图 2：2022 年公司营收构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

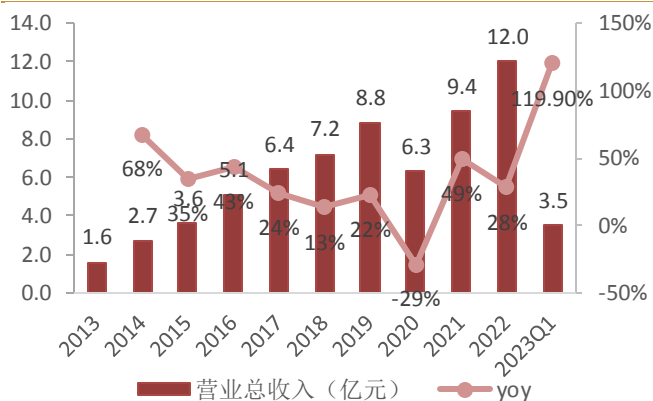
图 3：公司主要产品的构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

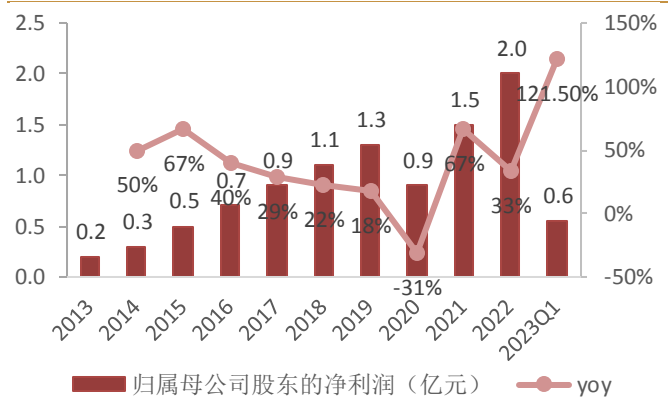
营收业绩高增，利润迅速增长。公司 2013-2022 年收入端复合增速为 22.3%，归母净利润 2013-2022 年复合增速为 25.9%，净利润的增长快于营收增长。2022 年实现营业总收入 12 亿元，同比上升 28%，归母净利润 2 亿元，同比增长 33%。2022 年主要收入增长受益于公司开喉剑喷雾剂（含儿童型）产品收入增长，和德昌祥的产品并表。

图 4：公司总收入增长情况



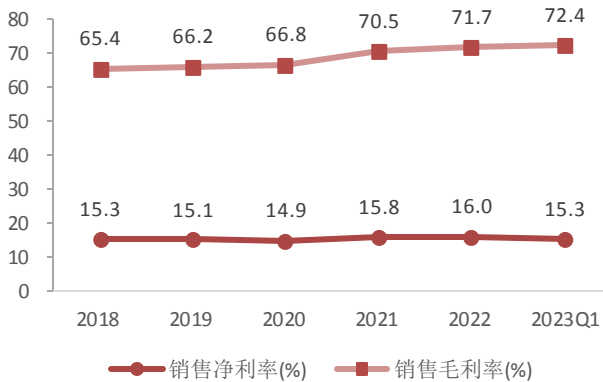
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司归母净利润增长情况

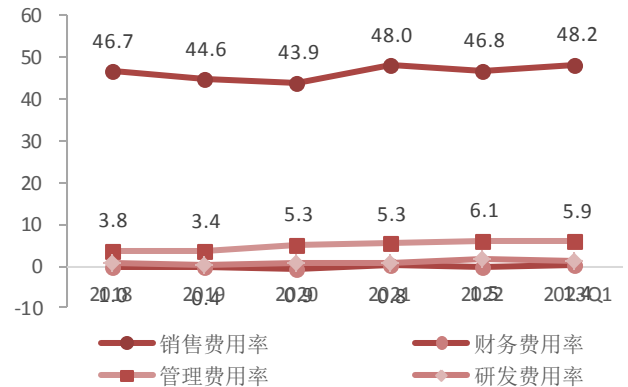


数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率稳中有进，保持较高水平。公司收入结构稳定，主要产品开喉剑喷雾剂（含儿童型）销售稳定且逐年提升，到 2022 年毛利率快速提升至 71.7%，净利率也提升至 16%。公司管理费用和财务费用管控严格，管理费用率相对稳定，受疫情影响近两年略有提升，公司研发费用率整体不高且变化不大，管理费用受股权激励的费用影响略有上涨。

图 6：公司近年来毛利率和净利率


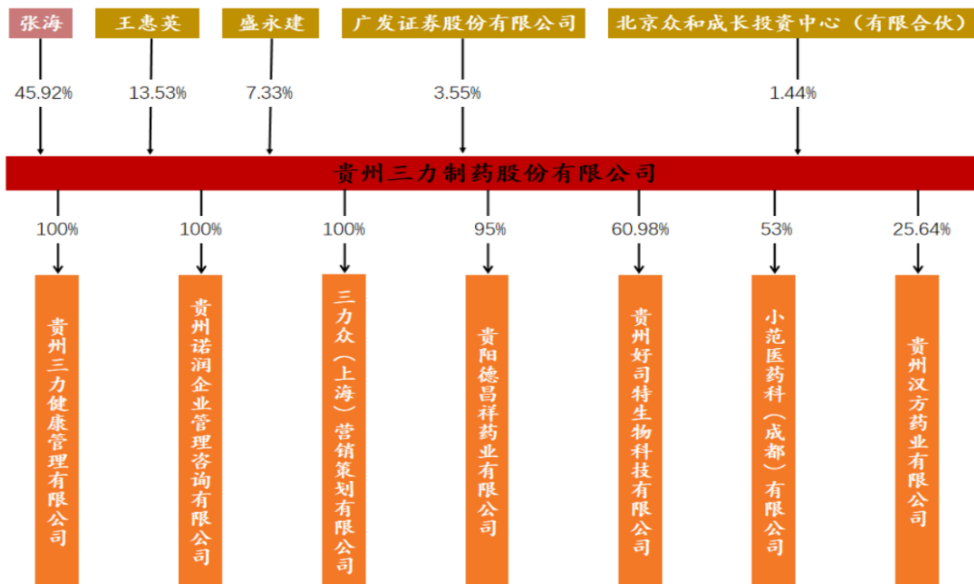
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司近年四费率


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 新领导班子注入活力，股权激励保障业绩发展

实际控制人具有丰富的管理经验。公司的董事长系实际控制人张海，海外硕士研究生学历，是贵州三力最初创始人之一张乐陵之子，具有丰富的贵州三力公司工作经验：2008年1月至2009年12月，任贵州三力制药股份有限公司贵州地区销售经理；2010年起逐步参与公司管理，2010年1月至2011年8月，任贵州三力制药股份有限公司销售总监；2011年9月至今，任贵州三力制药股份有限公司总经理；2018年3月至2021年3月，任贵州三力制药股份有限公司第二届董事会董事长。

图 8：公司股权结构及子公司


数据来源：公司公告，西南证券整理

股权激励落地，中长期激励现有团队发展。高层管理人员平均年龄不超过 45 岁，其中研究生学历占 33%，确保了公司的稳步、持续发展。此外，还有一批年轻有活力的中层管理人员，富有创造力，管理理论知识完善，平均年龄不超过 38 岁，其中本科及以上学历占 89%，

整个管理团队中青结合，各补所短，管理层梯队健全，人才储备持续输送，为公司未来的可持续发展奠定了良好的基础。2021年11月公司发布股权激励计划，授予9人一共354万股，授予价格7.5元/股。

表 2：股权激励考核目标

解除限售期	考核年度	业绩考核目标 (亿元)	业绩考核触发值 (亿元)	解除限售比例
第一个解除限售期	2022	1.8	1.71	40%
第二个解除限售期	2023	2.15	2.04	30%
第三个解除限售期	2024	3.3	3.13	30%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 开喉剑奠定发展基础，长期具备成长空间

2.1 特色苗药，特色专利树立壁垒

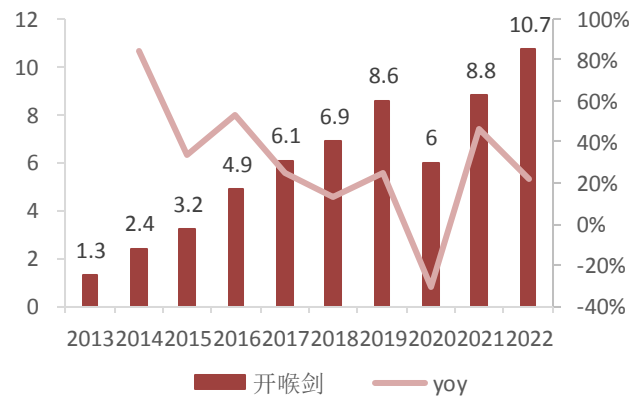
开喉剑喷雾剂为公司主要营业收入来源，2022年开喉剑销售额为10.7亿元，在咽喉疾病中成药喷雾剂终端市场，其销量已连续多年位居前列。该产品为喷雾剂，分为成人型和儿童型，用于急、慢性咽喉炎，扁桃体炎，咽喉肿痛，口腔炎，牙龈肿痛。2009年纳入国家医保目录，多省基药增补目录，也是独家品种，主要核心成分为八爪金龙、山豆根、蝉蜕、薄荷脑。开喉剑喷雾剂（儿童型）持续多年领跑我国儿童咽喉疾病中成药市场，是市场中的绝对优势品种。开喉剑喷雾剂（含儿童型）在咽喉疾病中成药喷雾剂医院终端市场已连续多年位居前列。

图 9：开喉剑喷雾剂和开喉剑喷雾剂（儿童型）



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 10：开喉剑销售收入（亿元）及增速

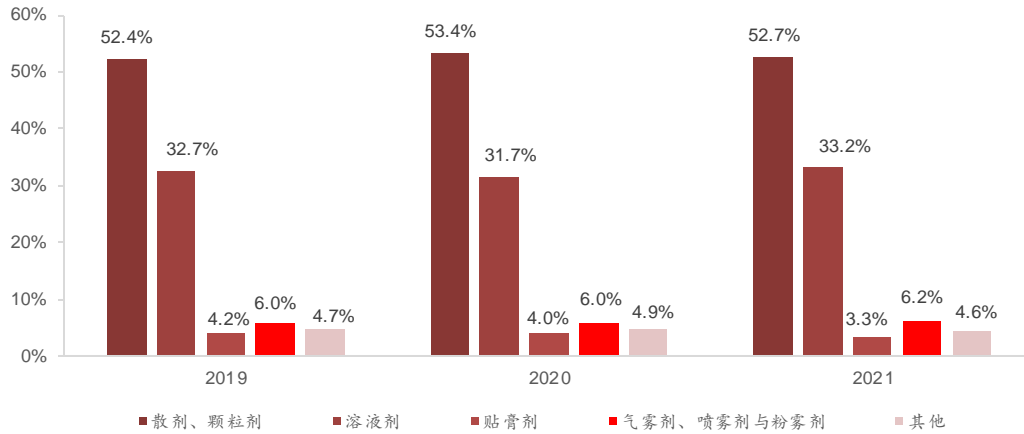


数据来源：公司公告，西南证券整理

独家专利技术保护，儿科中成药喷雾剂型占比增长。儿童是咽喉疾病的高发人群，此类疾病发病部位较里，现阶段临床上常用的片剂、胶囊剂、颗粒剂等口服类药物在使用过程中需要经过胃肠、肝脏吸收后分布于全身，不能直接作用于病灶部位，起效慢，给药靶向性差、生物利用度低，并且可能对肝脏造成损害；同时，口服类药物常常在服用时需要辅助条件，如冲泡器皿、温开水等，且服用有时间间隔要求。产品口感清爽的设计，最大程度地改善了中成药口味较难被儿童接受的问题，从而提高儿童患者服药的医从性。近三年儿童中成药用药中，气雾剂、喷雾剂与粉雾剂占比增长，截至2021年气雾剂、喷雾剂和粉剂在儿

科中成药中占比提升至 6.2%。2021 年公司申请了“一种儿童型开喉剑喷雾剂一测多评的含量测定方法”专利，并且加大对于剂型相关专利的申请和保护力度。

图 11：儿科中成药剂型格局



数据来源：米内网，西南证券整理

表 3：喷雾剂相对于其他剂型的优势对比

项目	喷雾制剂	其他口服制剂
血药浓度	波动较小，可避免超过治疗血药浓度范围的毒副作用	峰谷现象，可能产生超过治疗血药浓度范围的毒副作用
首过作用	无首过作用	药物被肝脏首过作用截留、破坏
对肝脏等的损伤	不通过肝脏吸收，无损伤	肝脏吸收会造成一定损伤
食物等外界条件	无影响	分解药物
安全性	随时给药或停药	循环一个周期后方可停药
给药剂量	一次数滴	一次多量
给药时间	根据疗效	一半需间隔规定时间
适应人群	包括婴幼儿、儿童、成人和特殊人群	多数人群

数据来源：招股说明书，西南证券整理

独家品种竞争格局好。对比同行业其他儿科类感冒用药处于中位水平，并且享受医保乙类报销，属于独家品种，从产品的适应症上看用于急、慢性咽喉炎，扁桃体炎，咽喉肿痛，口腔炎，牙龈肿痛，适应症相对其他感冒类用药疗效确切突出。从日服用量上来看 20ml 包装的售价 28 元，限 2.5 日使用完毕，日服用金额 11.2 元。

表 4：儿科感冒类用药同类产品对比

品种	注册企业数量	基药	医保	OTC/处方药
开喉剑喷雾剂(儿童型)	1	否	乙类	处方药
小儿咽扁颗粒	27	否	乙类	OTC 甲
小儿清咽颗粒	22	否	否	OTC 甲
射干利咽口服液	1	否	否	OTC 甲

数据来源：用药助手，米内网，阿里健康，西南证券整理

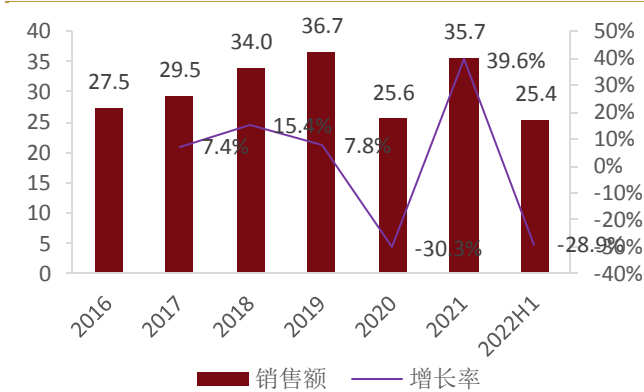
表 5：咽喉类药物

	贵州三力	济川药业	江中药业	桂林三金	葫芦娃	通化东宝	葵花药业
产品	开喉剑喷雾剂	蒲地蓝消炎口服液	草珊瑚含片	西瓜霜润喉片	小儿清咽颗粒	射干利咽口服液	小儿咽扁颗粒
OTC/处方药	处方药	处方药	OTC 甲	OTC	OTC 甲	OTC 甲	OTC 甲
价格	28 元/瓶 (20ml)	45 元/盒 (10ml*10 支)	10 元/盒 (48 片)	8 元/盒 (16 片)	14.5 元/盒 (6g*8 袋)	28 元/盒 (10ml*6 支)	37 元/盒 (8g*10g)
日服用金额 (元)	11.2	13.5	1.25	3	5.4	14-28	7-11
同通用名注册家数	1	30	2	2	22	1	27

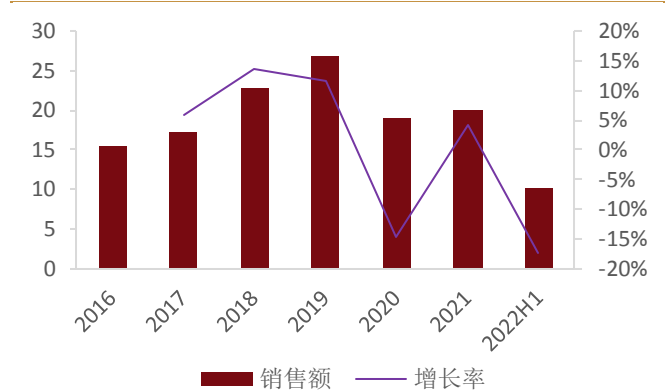
数据来源：招股说明书，阿里健康，西南证券整理

2.2 儿童用药市场快速增长

儿童感冒类中成药市场快速增长。开喉剑喷雾剂（儿童型）属于儿童感冒中成药，2016-2019 年，儿童感冒中成药消费规模逐年扩大，2020 年受新冠疫情影响销量锐减，2021 年出现大幅反弹，增长率达 40%，销售额达 35.7 亿元；开喉剑喷雾剂属于咽喉中成药，2016-2019 年，咽喉中成药消费规模逐年扩大，2020 年受“四类药”限制影响销量出现负增长，2021 年销量好转，销售额达 20.2 亿元。

图 12：儿童感冒中成药消费（亿元）


数据来源：米内网，西南证券整理

图 13：咽喉中成药消费（亿元）


数据来源：米内网，西南证券整理

开喉剑喷雾剂（儿童型）市占率高。持续多年领跑我国儿童咽喉疾病中成药市场，2022 年上半年开喉剑喷雾剂（含儿童型）收入为 3.84 亿元，同比增长 9%，是市场中的绝对优势品种。在儿科感冒类中成药院内 TOP10 的销售竞争格局中，开喉剑喷雾剂（儿童型）市占率达到 21.7%，在院外市场占比达到 12.6%。

图 14: 2021 儿科感冒中成药院内 top10 销售格局 (万元)

排名	品种	销售额	市占率
1	小儿鼓翘清热颗粒	102792	46.9%
2	开喉剑喷雾剂(儿童型)	47489	21.7%
3	小儿青翘颗粒(小儿金翘颗粒)	11320	5.2%
4	小儿柴桂退热颗粒	8674	4.0%
5	小儿热速清颗粒	8703	4.0%
6	馥感啉口服液	5996	2.7%
7	小儿热速清口服液	5192	2.4%
8	小儿宝泰康颗粒	2876	1.3%
9	芩香清解口服液	3289	1.5%
10	小儿退热口服液	3525	1.6%

数据来源: 米内网, 西南证券整理

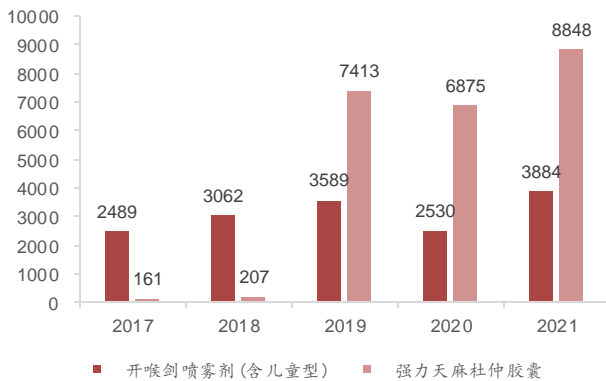
图 15: 2021 儿科感冒中成药院外 top20 销售格局 (万元)

排名	品种	销售额	市占率
1	小儿鼓翘清热颗粒	40439	29.3%
2	小儿感冒颗粒	38102	27.6%
3	开喉剑喷雾剂(儿童型)	17428	12.6%
4	小儿柴桂退热颗粒	18825	13.6%
5	小儿解感颗粒	4276	3.1%
6	小儿热速清颗粒	2543	1.8%
7	小儿清咽颗粒	1970	1.4%
8	小儿宝泰康颗粒	1492	1.1%
9	小儿解表颗粒	1439	1.0%
10	小儿青翘颗粒(小儿金翘颗粒)	1311	1.0%

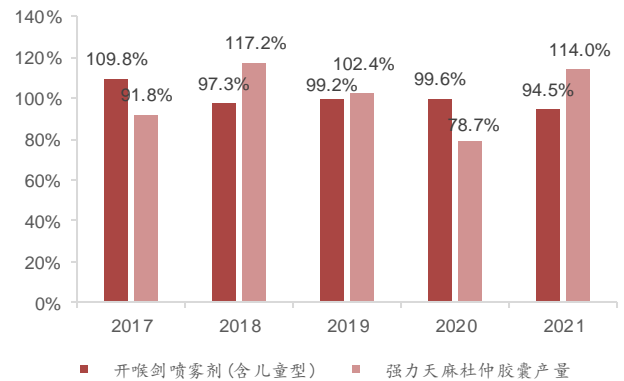
数据来源: 米内网, 西南证券整理

2.3 扩张产能, 保障供应

王牌 10 亿级单品, 开足马力扩大产能。开喉剑喷雾剂(儿童型)在 2009 年进入医保后, 作为一个独家儿童药品种, 具有疗效确切, 且安全性高的优点, 快速打开了市场。且公司管理层多年来不断的进行产品的学术建设, 努力拓展渠道, 最终将开喉剑打造成了一个 10 亿级大单品。2022 年受新冠疫情影响, 开喉剑需求量剧增, 公司 7*24 小时开工, 产能利用率接近 200%, 每天可以生产超过 20 万瓶开喉剑系列产品。

图 16: 主要产品产量 (万盒)


数据来源: 米内网, 西南证券整理

图 17: 主要产品产销率


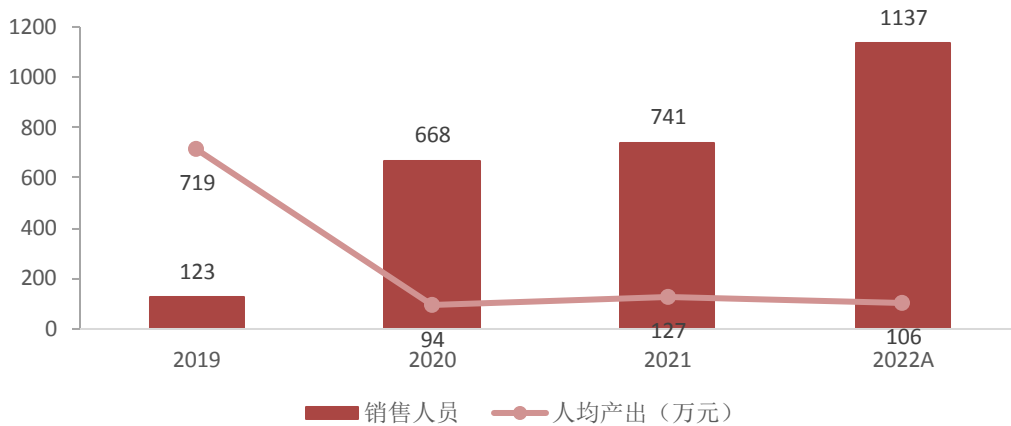
数据来源: 米内网, 西南证券整理

启动 GMP 二期项目建设, 提升中药智能制造水平。公司募投项目 GMP 二期扩建项目预期在 2023 年 6 月完成全部生产线的安装, 7 月完成调试并开展试生产工作。新产能将使公司核心产品生产实现全过程标准化、自动化、智能化, 进一步提高产品品质, 提升生产效率, 有效控制生产成本, 为公司未来持续快速发展打下坚实基础。届时新增产能规模预计达到开喉剑喷雾剂 6000 万瓶/年, 总产能接近 1 亿瓶/年。

2.4 扩充销售团队，院外放量增长

扩充销售人员完善渠道布局。公司从 2020 年开始大幅扩充销售人员，从 2018 年的 123 人扩充到 2022 年的 1137 人，销售实力实现大幅扩增。人员的扩充，使得基层终端得以更加有效地拓展。销售人员在深入了解产品的基础上，通过与专业化学术推广团队的合作，不断提升产品专业学术会议质量和效果，加强对医院科室、基层医生规范化用药指导和培训，进一步开展临床应用共识普及宣传，配合学术基础建设工作，进一步提升产品的临床影响力。开喉剑喷雾剂新开发第一终端 340 余家，百强连锁药房 60 余家（覆盖药店 20000 余家）、基层医疗机构 18000 余家；同时开喉剑喷雾剂（儿童型）新开发第一终端 260 余家，百强连锁药房 30 余家（覆盖药店 10000 余家）、基层医疗机构 12000 余家。截至 2022 末，公司产品开喉剑喷雾剂（儿童型）已经覆盖 331 个城市、1948 个县，覆盖各类终端共计 152000 余个，其中等级医院 5100 余家，基层医疗终端 11000 余家，诊所 33000 余家，药店等零售终端 105000 余家。已覆盖国内超过 98% 以上的儿童专科医院，同时还入选国内多部权威的儿科中成药用药指南。

图 18：公司销售人员及人均创收

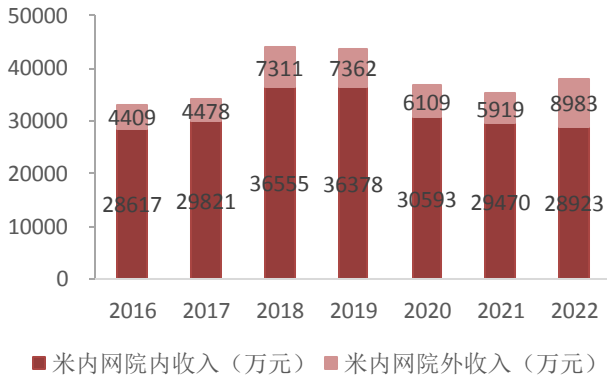


数据来源：公司公告，西南证券整理

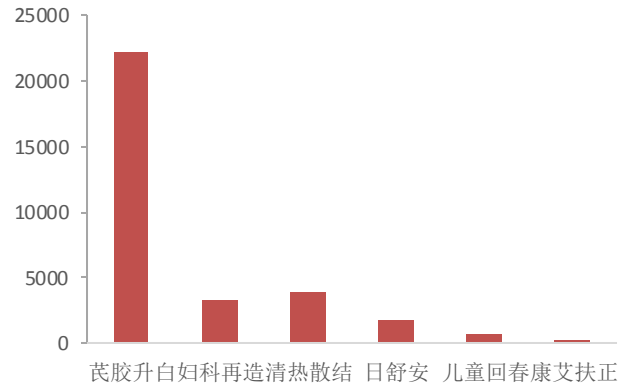
3 参股与控股，化解产品单一风险

3.1 参股汉方药业，获得新品种

参股汉方药业，拓展独家苗药品种。2022 年，公司投资汉方药业，获得汉方药业 25.64% 的股权。汉方药业由汉方集团整合旗下中医药企业优势资源组建而成，拥有独家品种 20 个，专利品种 6 个，独家苗药 8 个。根据米内网的数据，贵州汉方药业 2022 年销售额为 3.8 亿元，2018 年历史峰值达到 4.4 亿元，2020 年开始受到疫情影像持续有所下滑。通过参股汉方药业，公司获得了新的品种，包括其重点产品芪胶升白胶囊、妇科再造胶囊等。

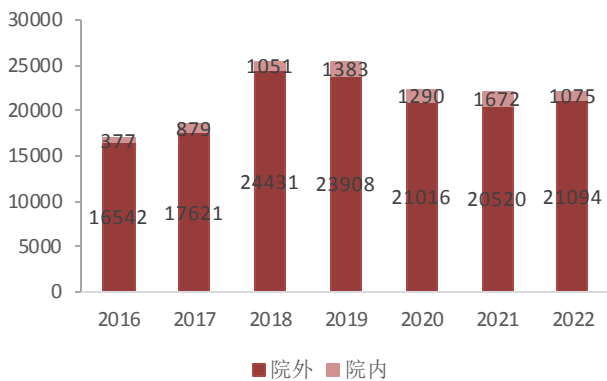
图 19: 汉方药业销售情况


数据来源: 米内网, 西南证券整理

图 20: 2022 年汉方药业大品种米内网的销售额 (万元)


数据来源: 米内网, 西南证券整理

国家科技重大专项芪胶升白胶囊销量将逐步恢复。芪胶升白胶囊是汉方药业独家专利品种, 已列入全国医保。主要核心处方构成为: 大枣、阿胶、血人参、淫羊藿、苦参、黄芪、当归等, 处方来自少数民族民间验方, 方中阿胶补血滋阴、大枣益气血、黄芪补气固表、当归补血活血。多用于血虚、体弱多病所致的头晕、头昏、气短、神经乏力、夜汗、白细胞减少等症。除此之外, 芪胶升白胶囊在其他科室也有较多的应用, 如血液科、妇道科、精神科、内分泌科、传染科、风湿科等。该药品 2022 年没内网销售额为 2.2 亿元, 较 2019 年、2020 年有所下滑。作为抗肿瘤用药, 芪胶升白胶囊已在 2015 年被纳入国家科技部重大新药创制课题。

图 21: 芪胶升白胶囊近年销售情况 (万元)


数据来源: 米内网, 西南证券整理

图 22: 芪胶升白胶囊产品


数据来源: 米内网, 西南证券整理

芪胶升白胶囊是有效的升白用药。升白药物是针对抗肿瘤化疗和放疗引起的毒副作用即骨髓抑制 (表现为白细胞减少症), 用于提升体内白细胞数的药物。升白药物主要分为分生物药、化药和中药。中药里面主要包括了升白口服液、芪胶升白胶囊、艾愈胶囊和地榆升白片等等。目前, 关于芪胶升白胶囊的应用效果研究文献较多, 研究内容主要集中在以下三个方面: 1) 对于白细胞减少症的疗效; 2) 对于肿瘤带来的其他问题的疗效, 如骨髓抑制、创面溃疡、气血两虚等; 3) 治疗或联合其他药品治疗癌症或其他疾病的疗效, 如宫颈癌、心肌梗死伴高血压等。

表 6：芪胶升白胶囊的疗效研究

研究题目	适应症	结果
《芪胶升白胶囊治疗气血两虚型白细胞与中性粒细胞减少症：多中心随机对照试验》	白细胞与中性粒细胞减少症	芪胶升白胶囊用于治疗白细胞减少与粒细胞缺乏症(气血两虚证)疗效不劣于安多霖胶囊,并能够降低 AST 值。
《芪胶升白胶囊治疗消化道恶性肿瘤化疗后骨髓抑制临床效果与安全性观察》	肿瘤化疗后骨髓抑制	消化道恶性肿瘤化疗后骨髓抑制采取芪胶升白胶囊治疗临床效果较好,可降低患者白细胞减少继发感染率,提升患者生活质量与免疫力,不良反应率低,安全可靠。
《芪胶升白胶囊联合康复新液对乳腺癌根治术后创面溃疡的临床疗效》	乳腺癌根治术后创面溃疡	芪胶升白胶囊内服联合康复新湿敷可显著促进乳腺癌根治术后创面溃疡的愈合,其机制可能与激活骨髓造血,提高细胞免疫,减少炎症反应以及改善创面微循环,促进组织修复有关。
《芪胶升白胶囊治疗癌因性气血两虚证患者的临床效果》	癌因性气血两虚	芪胶升白胶囊能有效治疗癌因性气血两虚证,可有效防治化疗进一步耗伤气血。
《芪胶升白胶囊辅助顺铂同步治疗中晚期宫颈癌的临床效果》	晚期宫颈癌	中晚期宫颈癌患者应用芪胶升白胶囊辅助顺铂同步治疗方案治疗的效果明显,有效改善患者症状,改善机体的造血功能,患者生存质量得以改善,不良反应减少,安全可靠。
《芪胶升白胶囊在心肌梗死伴高血压患者治疗中的作用》	心肌梗死伴高血压	芪胶升白胶囊不会影响心肌梗死伴高血压患者的心功能,对肾功能具有保护作用,可强化机体免疫功能,安全性较高。

数据来源: cnki, 西南证券整理

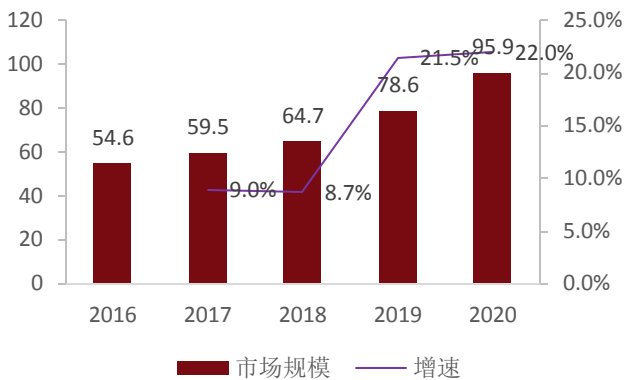
芪胶升白胶囊在同类产品中具有价格优势。芪胶升白胶囊是“十二五”重大专项药品,被众多指南和专家共识收录。与芪胶升白胶囊同用于气短乏力及白细胞低下等症状的大品种还有地榆升白片、生血宝合剂、康艾注射液等,芪胶升白胶囊的年服用费在 6500 元左右。

表 7：芪胶升白胶囊同类产品比较

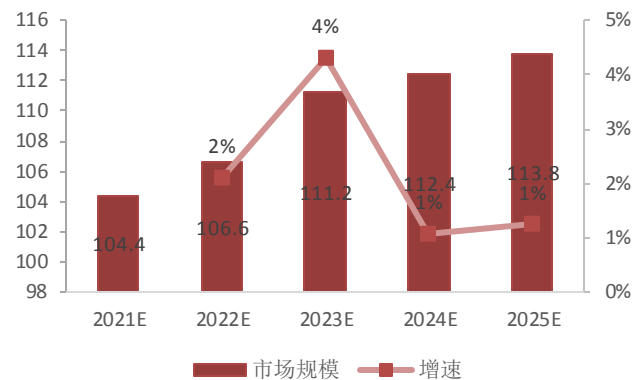
药品名称	功能主治	品牌	单价	规格	使用剂量	年服用费用	OTC/处方药	是否基药	医保类型
芪胶升白胶囊	补血益气。用于气血亏损所引起的头昏眼花,气短乏力,自汗盗汗,以及白细胞减少症。	汉方	53 元/盒	0.5g*36 粒/盒	一次 4 粒,一日 3 次	6448	处方药	否	医保乙类
地榆升白片	主治白细胞减少症,也可用于血小板减少,免疫功能低下,再生障碍性贫血。	地榆	28 元/盒	0.1g*40 片/盒	一次 2~4 片,一日 3 次	3066	处方药	否	医保乙类
生血宝合剂	肝肾、气血亏虚会导致神疲乏力、腰膝疲软、头晕耳鸣、心悸、气短、失眠、咽干、纳差食少,肾性贫血、缺铁性贫血等病症。	健得	47 元/瓶	100ml*1 瓶	一次 15ml,一日 3 次	7720	处方药	是	医保乙类
康艾注射液	用于原发性肝癌、直肠癌、恶性淋巴瘤、妇科肿瘤;各种原因引起的白细胞低下及减少症。	长白山	90 元/盒	10ml*6 支/盒	一日 1~2 次,每日 40~60 毫升	32850	处方药	否	医保乙类

数据来源: 药品通, 公司官网, 西南证券整理

芪胶升白胶囊有望发展为 10 亿元大品种。芪胶升白胶囊 2022 年销售额为 2.2 亿元。据国家癌症中心 2022 年发布的数据,2016 年我国癌症新发病例 406.4 万人,较 2015 年的 392.9 万人增加 13.5 万人,增长率 3.4%。近年来,随着人们饮食及生活习惯的改变等因素,白细胞减少症的发病率逐步升高,2020 年,升白制剂市场规模达到 96 亿元左右,预计该规模未来 5 年将突破 100 亿。升白制剂目前可以分为生物制剂、化学制剂和中药制剂,中药升白药物可以达到辅助提升白细胞的作用。芪胶升白胶囊 2021 年市场占有率 3%,凭借价格等优势,该产品未来 5 年市场占有率有望逐步增加,突破 10%,成为 10 亿元的大品种。

图 23: 升白制剂近年市场规模 (亿元)


数据来源: 华经产业研究院, 西南证券整理

图 24: 升白制剂未来市场规模预测 (亿元)


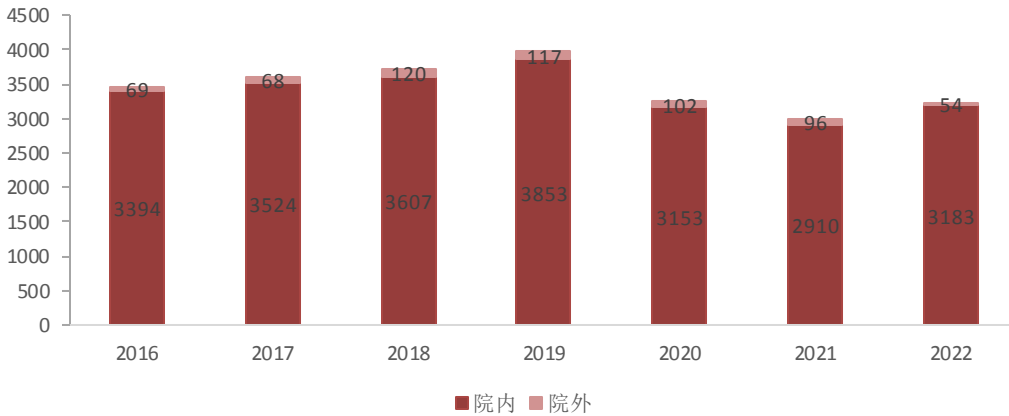
数据来源: 华经产业研究院, 西南证券整理

表 8: 2021 年中成药升白药竞争格局

品种	适应症	销售额 (万元)	增长率
康艾	白细胞低下及减少症	82522	-51.20%
地榆升白	白细胞减少症	34512	5.60%
黄芪多糖	化疗后白细胞减少	23518	65.50%
芪胶升白	白细胞减少症	20520	-2.40%

数据来源: 米内网, 西南证券整理

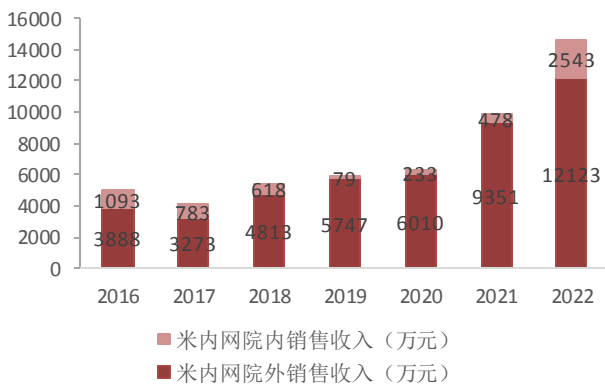
经典名方妇科再造胶囊市场需求旺盛, 发展趋势良好。妇科再造胶囊也是汉方药业独家专利品种, 是贵州非物质文化遗产、经典名方之一。主要用于月经先后不定期, 带经月久、淋漓出血、痛经、带下等症。2022 年销售额 3237 万元, 曾在 2019 年达到销售峰值 3970 万元。2021 年全国零售药店妇科用药销售规模达 113 亿元, 同比增长 11.1%。由于妇科疾病往往需要长期用药调理, 与容易产生耐药性的西药相比, 中药具有成本低、副作用小、综合治疗及补虚固本等优点, 符合中国女性的用药习惯, 市场需求旺盛。同时, 近年来中医药发展得到国家多项政策扶持, 以中成药为主的妇科品类受益于政策利好, 整体发展趋势良好。

图 25：妇科再造胶囊近年销售情况（万元）


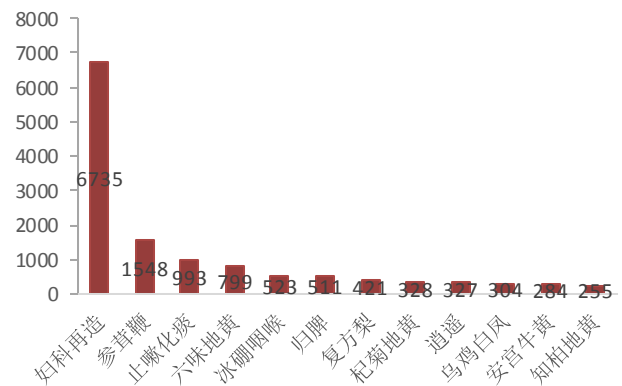
数据来源：米内网，西南证券整理

3.2 控股德昌祥药业，产品再扩展

2022 年控股百年老字号德昌祥。2021 年底，公司参与了贵阳德昌祥药业的破产重整投资者遴选，2022 年 2 月公司成为德昌祥药业有限公司的破产重整投资人，2022 年 5 月公司出资 2.32 亿元获得德昌祥药业 95% 股权并完成工商变更。德昌祥药业前身为成立于 1900 年的贵阳“德昌祥药号”，与同仁堂、胡庆余堂等并列全国知名药号，为百年中医药品牌，拥有 12 条现代化生产线，69 个药品批准文号，其中 9 个独家品种，41 个医保品种。根据米内网的销售数据显示，德昌祥 2022 年院外销售收入为 1.2 亿元，院内为 2543 万元，合计 1.5 亿元，同比增长 18%，其中主要大品种包括妇科再造丸，参茸鞭、六味地黄丸等品种。

图 26：德昌祥院内院外销售收入


数据来源：米内网，西南证券整理

图 27：德昌祥主要核心产品的销售情况（万元）


数据来源：米内网，西南证券整理

拓展丰富经典名方品种。德昌祥药业产品线丰富，涵盖了妇女儿童产品、感冒止咳产品、男科及补益产品以及传统丸剂系列产品等多系列产品。通过参与德昌祥药业破产重整并成为其控股股东，公司拓展了系列产品，其中包括妇科再造丸、杜仲壮骨丸、妇得康泡沫气雾剂、止喘灵气雾剂、天麻灵芝合剂（口服液）等名牌产品。解决了公司产品相对集中的风险，提升了公司行业竞争力。近年，德昌祥药业主要销售品种为止嗽化痰丸和妇科再造丸。

表 9：子公司德昌祥药业产品

产品分类	产品名称	产品介绍	产品示例	产品分类	产品名称	产品介绍	产品示例
妇女儿童产品	逍遥丸	国家基本药物目录品种、OTC 品种。功能主治：疏肝健脾，养血调经。用于肝气不舒所致月经不调，胸胁胀痛，头晕目眩，食欲减退。		感冒止咳产品	通宣理肺丸 (浓缩丸)	国家基本药物目录品种、OTC 品种。功能主治：解表散寒，宣肺止咳。用于感冒咳嗽、发热恶寒，鼻塞流涕，头痛无汗，肢体酸痛。	
	乌鸡白凤丸	国家基本药物目录品种。功能主治：补气养血，调经止带。用于心慌气短，疲乏无力，月经不调，腰膝酸软，白带量多。			防风通圣丸	国家基本药物目录品种、OTC 品种。功能主治：解表通里，清热解毒。用于荨麻疹，湿疹，大便秘结。	
	坤宝丸	功能主治：滋补肝肾，镇静安神，养血通络。用于妇女绝经前后，肝肾阴虚引起的月经紊乱，潮热多汗，失眠健忘，心烦易怒，头晕耳鸣，咽干口渴，四肢酸楚，关节疼痛。			冰硼咽喉散	OTC 品种。功能主治：清热解毒、消肿止痛。用于咽部、齿龈肿痛，口舌生疮。	
	妇科再造丸	OTC 品种。功能主治：养血调经，补益肝肾，暖宫止痛。用于月经先后不定期，带经日久、痛经、带下。			止咳化痰片	功能主治：清肺化痰，止咳定喘。用于痰热阻肺，久嗽，咳血，痰喘气逆，喘息不眠。	
传统丸剂系列产品	石斛夜光丸	国家基本药物目录品种、OTC 品种。功能主治：滋阴补肾，清肝明目。用于肝肾两亏，阴虚火旺，内障目暗，视物昏花。		复方枇杷叶膏	OTC 品种。功能主治：清肺、止咳、化痰。用于风热咳嗽，咽喉干燥，咯痰不爽。		
	杜仲壮骨丸	功能主治：益气健脾，养肝壮腰，活血通络，强筋健骨，祛风除湿。用于治疗风湿痹痛，筋骨无力，屈伸不利，步履艰难，腰膝疼痛，畏寒喜温等症。		复方梨膏	独家品种、OTC 品种。功能主治：养阴润肺，增液生津，化痰止咳。用于阴虚久咳，肺燥咳嗽，病后虚咳，痰阻哮喘，痰中带血，唇干口燥。		
	知柏地黄丸	国家基本药物目录品种、OTC 品种。功能主治：滋阴清热。用于潮热盗汗，耳鸣遗精，口咽干燥。		男科及补益产品	复方杜仲扶正合剂	OTC 品种。功能主治：益肾健脾。用于脾肾两虚所致的腰膝酸软，倦怠乏力，食欲不振，气短神疲。	
	六味地黄丸	国家基本药物目录品种、OTC 品种。功能主治：滋阴补肾。用于肾阴亏损，头晕耳		桂附地黄丸	OTC 品种。功能主治：温补肾阳。用于肾阳不足，腰膝痠冷，小便不利		

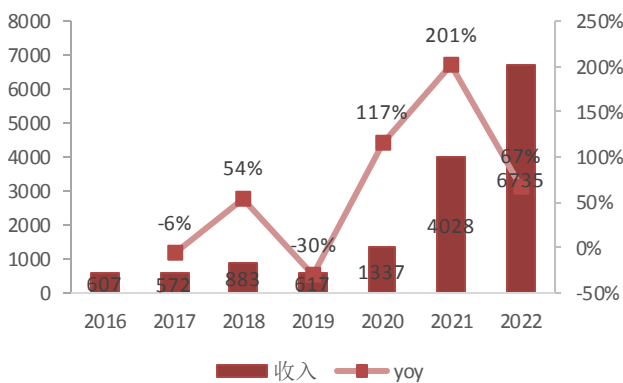
产品分类	产品名称	产品介绍	产品示例	产品分类	产品名称	产品介绍	产品示例
		鸣,腰膝酸软,骨蒸潮热,盗汗遗精,消渴(糖尿病)。				或反多,痰饮喘咳。	
	归脾丸	国家基本药物目录品种、OTC品种。功能主治:益气健脾,养血安神。用于心脾两虚,气短心悸,失眠多梦,头昏头晕,肢倦乏力,食欲不振。			参茸鞭丸	国家基本药物目录品种、OTC品种。功能主治:滋阴补肾。用于肾阴亏损,头晕耳鸣,腰膝酸软,骨蒸潮热,盗汗遗精。	
	补中益气丸	国家基本药物目录品种、OTC品种。功能主治:补中益气,升阳举陷。用于脾胃虚弱,中气下陷,内脏下垂,体倦乏力,食少腹胀,久泻,脱肛、子宫脱垂。					
	安宫牛黄丸	国家基本药物目录品种。功能主治:清热解毒、镇惊开窍。用于热病,邪入心包,高热惊厥,神昏谵语。					

数据来源:公司官网,西南证券整理

妇科产品布局全面,核心产品妇科再造丸多年畅销。妇科再造丸为省级非物质文化遗产,主要用于养血调经,补益肝肾,暖宫止痛等,是公司的拳头产品,畅销70年。2022年销售额6735万元。除此以外妇科类产品有乌鸡白凤丸、坤宝丸等。

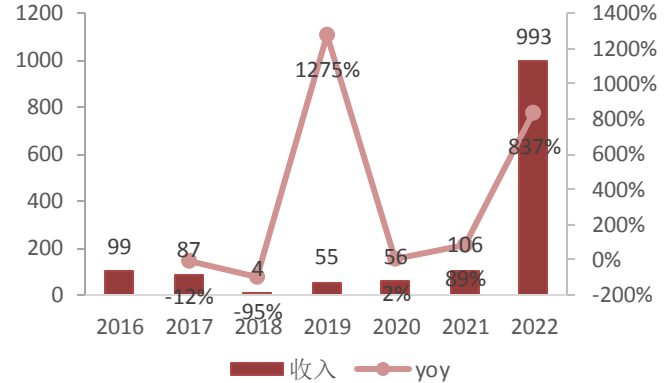
止咳化痰丸疫情受益,长期将与现有品种形成协同。止咳化痰丸用于痰热阻肺,久嗽,咳血,痰喘气逆,喘息不眠等。受疫情影响,2020年、2021年止咳化痰丸销售增长率较2019年有所下滑,但随着2022年底国内疫情对于止咳类用药需求增加,止咳化痰丸迎来新的发展机会。此外,德昌祥在止咳化痰领域还有布局复方枇杷叶膏、复方梨膏等产品。公司核心产品属于咽喉领域用药,止咳类产品将和现有产品形成协同。

图 28: 妇科再造丸近年销售情况 (万元)



数据来源:米内网,西南证券整理

图 29: 止咳化痰丸近年销售情况 (万元)



数据来源:米内网,西南证券整理

3.3 投资云南无敌制药

收购云南无敌，拓展多个经典名方。公司 2022 年 12 月，公司发布公告拟出资 1.05 亿元收购贵州好司特生物科技有限公司 61% 的股权，好司特持有云南无敌制药有限责任公司 82.8% 的股权。云南无敌制药有限责任公司由 1994 年创建的原昆明无敌制药厂改制而来。公司生产基地位于昆明东郊白沙河，主要生产“无敌丹胶囊”、“外用无敌膏”、“无敌药酒”、“无敌止痛搽剂”等祖传秘方老字号特色药品。好司特 2022 年前三季度收入 2997 万元，净利润 378 万元，净利润率达到 13%。

表 10：贵州好司特收入及利润

	2020	2021	2022Q1-Q3
营业收入	3965	4885	2997
净利润	287	539	378
净利润率	7%	11%	13%

数据来源：公司公告，西南证券整理

“无敌”品牌历史悠久。“无敌”的由来可以追溯到明朝末年，云南边地，风湿骨病多发，江川名医王纪综合当地民间验方，创制出了治疗风湿骨关节疾病、跌打损伤的膏丹良药，名无敌丹和无敌膏。到上世纪初，王氏祖传医药世家第六代传人王子荣先生在秉承祖传医药的基础上，对祖传秘方进行了深入细致的研究与改良，提出“局部治病为下医，整体治病为中医，调动体内气血综合治本治病为上医”，以“标本兼治，整体疗法”理念，又研制出无敌药酒和无敌止痛搽剂，至此形成了内服外用治疗风湿骨病的完整的“无敌”药品系列，一时与“云南白药”齐名。国民革命时期“无敌”传人在南昌军官教育团任朱德部下副官，用“无敌丹”、“无敌膏”为官兵解除伤痛，因疗效显著，获朱德亲笔为“无敌丹”、“无敌膏”题书“功效惊人，可以济世”以示赞誉。

表 11：云南无敌主要产品

产品名称	产品介绍	产品示例	产品名称	产品介绍	产品示例
无敌丹胶囊	处方药。中药保护品种二级。功能主治：益气活血，滋补肝肾，祛风除湿，消肿止痛。用于气虚血瘀、肝肾不足引起的骨性关节炎(骨质增生，骨折)。		外用无敌膏	OTC 品种。中药保护品种二级。功能主治：驱风祛湿，祛瘀活血，消肿止痛，清热拔毒，通痹止痛。用于跌打损伤，风湿麻木，腰肩腿痛，疮疖红肿疼痛。	
无敌药酒	OTC 品种。功能主治：气血双补、滋补肝肾，强筋健骨，止痛消肿，祛风除湿。用于急、慢性扭挫伤，肩背腰痛，老年体虚，腰酸腿痛。		无敌止痛搽剂	OTC 品种。中药保护品种二级。功能主治：消肿止痛，活血化瘀。用于急、慢性扭挫伤，冻疮。	

数据来源：米内网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

根据公司各种产品的分析，我们对 2023-2025 年公司主要产品业务的预测如下：

1) 开喉剑喷雾剂(含儿童型)：开喉剑喷雾剂是国家专利及独家品种，疫情等因素导致的营收增长放缓情况将在 2023 年逐步好转。此外，GMP 改造二期扩建项目有望 23 年 7 月试生产，届时新增开喉剑产能规模有望达到 6000 万瓶/年，总产能接近 1 亿瓶/年，预计 2023-2025 年销量将维持 35%、30%和 30%增长。假设价格在 2023-2025 年保持稳定。此外，随着公司对成本端的控制，在 2023-2025 年毛利率将保持 72%。

2) 强力天麻杜仲胶囊：强力天麻杜仲胶囊是公司核心产品之一，销量在 2023-2025 年有望保持 10%增速，预计 2023-2025 年毛利率将保持平稳。

3) 妇科再造丸：德昌祥的妇科再造丸在销售渠道加持下，在 2023-2025 年销量预计将保持 20%的增速增长。

4) 其他产品：公司控股 95%的子公司贵阳德昌祥药业有国家医保品种 58 个，我们预计除核心产品及子公司产品外，其他产品的毛利率在 2023-2025 年将持续保持增长，预计分别为 60%、62%和 64%。

表 12：公司产品分拆收入预测

单位：万元		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
开喉剑喷雾剂 (含儿童型)	收入	87,874	106,981	144,424	187,752	244,077
	增速	47%	22%	35%	30%	30%
	毛利率	70%	72%	72%	72%	72%
强力天麻杜仲胶囊	收入	3,529	3,594	3,953	4,349	4,784
	增速	21%	2%	10%	10%	10%
	毛利率	64%	71%	71%	71%	71%
其他药品	收入	2,480	5,309	6,902	8,972	11,664
	增速	1283%	114%	30%	30%	30%
	毛利率	98%	57%	60%	62%	64%
妇科再造丸	收入		4,303	5,164	6,196	7,436
	增速			20%	20%	20%
	毛利率		85%	60%	60%	61%
合计	收入	93,897	120,132	160,443	207,269	267,960
	增速	49%	28%	34%	29%	29%
	毛利率	70%	72%	72%	72%	72%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取了行业中与贵州三力最为相近的三家公司：济川药业、特一药业以及桂林三金。济川药业集团是我国儿童感冒中成药市场中的龙头企业。另外，特一药业和桂林三金在治疗领域上也和公司具有相似性。由于公司在产品渠道扩张上有更大潜力，同时外延并购上有增长空间，建议保持关注。

表 13：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS			PE		
			23E	24E	25E	23E	24E	25E
600566.SH	济川药业	30.81	2.67	3	3.41	11.5	10.3	9.0
002728.SZ	特一药业	26.7	1.09	1.39	1.75	24.5	19.2	15.3
002275.SZ	桂林三金	18.56	0.81	0.99	1.13	22.9	18.7	16.4
平均值						23.7	16.4	13.5
603439.SH	贵州三力	18.22	0.67	0.88	1.16	27.3	20.8	15.8

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

原材料价格波动大及人力成本大幅上升、公司订单不及预期、并购汉方药业不及预期、募投项目建成及达产进度或不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1201.32	1604.43	2072.68	2679.59	净利润	191.94	274.73	360.22	475.87
营业成本	339.50	451.20	581.70	739.90	折旧与摊销	17.48	34.41	44.16	53.73
营业税金及附加	11.05	12.84	20.73	26.80	财务费用	-1.21	1.60	0.00	0.00
销售费用	562.62	754.08	974.16	1259.41	资产减值损失	-0.09	0.00	0.00	0.00
管理费用	55.39	64.18	82.91	107.18	经营营运资本变动	94.08	-191.74	-92.28	-144.82
财务费用	-1.21	1.60	0.00	0.00	其他	-8.90	3.85	-2.07	0.91
资产减值损失	-0.09	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	293.29	122.86	310.03	385.70
投资收益	11.05	5.00	10.00	10.00	资本支出	-249.87	-300.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-0.09	0.00	0.00	0.00	其他	-16.69	5.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-266.56	-295.00	-90.00	-90.00
营业利润	225.55	325.52	423.18	556.30	短期借款	5.00	-205.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.99	-3.00	-2.92	-2.96	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	222.56	322.52	420.26	553.34	股权融资	6.30	0.00	0.00	0.00
所得税	30.62	47.79	60.05	77.47	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	191.94	274.73	360.22	475.87	其他	-11.43	-2.10	0.00	0.00
少数股东损益	-9.35	0.01	0.01	0.01	筹资活动现金流净额	-0.12	-207.10	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	201.28	274.72	360.21	475.86	现金流量净额	26.60	-379.24	220.03	295.70
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	570.88	191.64	411.67	707.37	成长能力				
应收和预付款项	387.69	542.95	692.02	893.06	销售收入增长率	27.94%	33.56%	29.19%	29.28%
存货	98.08	130.33	168.03	213.74	营业利润增长率	25.87%	44.33%	30.00%	31.46%
其他流动资产	115.40	61.84	62.41	63.14	净利润增长率	29.16%	43.14%	31.12%	32.11%
长期股权投资	129.77	129.77	129.77	129.77	EBITDA 增长率	26.71%	49.51%	29.26%	30.53%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	236.74	304.78	363.07	411.79	毛利率	71.74%	71.88%	71.93%	72.39%
无形资产和开发支出	268.96	466.66	464.36	462.07	三费率	51.34%	51.10%	51.00%	51.00%
其他非流动资产	9.09	8.94	8.79	8.63	净利率	15.98%	17.12%	17.38%	17.76%
资产总计	1816.62	1836.91	2300.12	2889.57	ROE	15.50%	18.16%	19.23%	20.26%
短期借款	205.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.57%	14.96%	15.66%	16.47%
应付和预收款项	219.83	235.25	321.18	414.07	ROIC	28.55%	26.79%	26.32%	30.04%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.13%	22.53%	22.55%	22.77%
其他负债	153.57	88.71	105.77	126.46	营运能力				
负债合计	578.40	323.96	426.96	540.53	总资产周转率	0.75	0.88	1.00	1.03
股本	410.86	409.86	409.86	409.86	固定资产周转率	7.03	7.16	7.15	7.78
资本公积	229.69	230.69	230.69	230.69	应收账款周转率	3.68	3.59	3.57	3.58
留存收益	625.04	899.76	1259.97	1735.83	存货周转率	3.64	3.95	3.90	3.88
归属母公司股东权益	1239.04	1513.77	1873.97	2349.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.05%	—	—	—
少数股东权益	-0.82	-0.81	-0.80	-0.79	资本结构				
股东权益合计	1238.22	1512.95	1873.17	2349.04	资产负债率	31.84%	17.64%	18.56%	18.71%
负债和股东权益合计	1816.62	1836.91	2300.12	2889.57	带息债务/总负债	35.44%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.14	3.15	3.36	3.68
					速动比率	1.96	2.71	2.94	3.26
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	241.81	361.54	467.34	610.03	每股收益	0.49	0.67	0.88	1.16
PE	37.89	27.76	21.18	16.03	每股净资产	3.02	3.69	4.57	5.73
PB	6.16	5.04	4.07	3.25	每股经营现金	0.72	0.30	0.76	0.94
PS	6.35	4.75	3.68	2.85	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	29.83	20.38	15.30	11.23					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心
上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn