

## 营销改革展新局，苗药龙头开新篇

### ——贵州百灵(002424.SZ)首次覆盖报告

买入|首次推荐

#### 报告要点:

#### ● 公司是苗药龙头企业，布局全面助力苗医药一体化

公司是一家从事苗药研发、生产、销售于一体的医药公司，现已成为贵州省新医药产业骨干企业和全国最大的苗药研制生产企业。公司前身为成立于1970年的安顺制药厂，2005年更名为“贵州百灵企业集团制药有限公司”。2010年，公司于深圳证券交易所上市。贵州百灵连续多年入选“中国医药工业百强系列榜单”，2022年度贵州百灵入选中国医药工业百强系列榜单“中国中药企业TOP100排行榜”，位列第44名。公司实际控制人为董事长姜伟先生，公司下属全资/控股子公司全面布局医药商业、工业、医院领域，助力实现苗医药一体化。

#### ● 营销改革继续推进，财务表现扭转向好

2021年公司进行营销改革，在销售制度、销售激励以及目标制定等方面进行优化与改善，加之近年疫情影响，公司成本增加，归母净利润下降。但随着疫情的结束以及持续推进营销体系改革工作，公司规模化生产成本优势得以突显。公司2022年实现归母净利润同比正成长，财务表现出现扭转向好的局面。同时，公司的扩能技改项目也进入收尾阶段，产品产能有望获得快速提升，业务营收预计获得快速成长。

#### ● 在研项目众多，丰富公司产品布局

公司在研项目有黄连解毒丸项目、益肾化浊颗粒项目、1.1类化药替芬泰项目、糖宁通络项目等，项目的成功研发并注册上市能够丰富公司的产品结构，利于提高公司的竞争力和持续盈利能力。公司糖宁通络项目研究课题最新分析报告表示，糖宁通络能够有效缓解糖尿病带来的眼部病变并发症，未来能够使糖尿病患者获益。目前市场还未有同类中成药产品上市，若产品研发及注册有序进行，该产品预计成为公司新的业务增长动力。

#### ● 投资建议与盈利预测

公司营销改革进入第三年，改善结果预计将逐步体现，销售网络持续完善，销售制度不断优化。核心产品银丹心脑通软胶囊在扩能技改项目后有望实现量的增长，助力营业收入提升。预计2023-2025年，公司归属母公司股东净利润分别为：2.96、4.29和6.34亿元，对应基本每股收益分别为：0.21、0.30和0.45元/股，对应PE分别为43、29和20倍。首次推荐，给予公司“买入”的投资评级。

#### ● 风险提示

行业政策风险，市场竞争风险，研发不及预期，成本控制风险等。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3111.65	3540.13	4125.61	4909.67	5742.93
收入同比(%)	0.77	13.77	16.54	19.00	16.97
归母净利润(百万元)	118.48	138.20	296.09	429.34	633.58
归母净利润同比(%)	-22.24	16.64	114.25	45.00	47.57
ROE(%)	3.06	3.46	7.07	9.29	12.06
每股收益(元)	0.08	0.10	0.21	0.30	0.45
市盈率(P/E)	106.60	91.39	42.66	29.42	19.93

资料来源：Wind, 国元证券研究所

#### 基本数据

52周最高/最低价(元): 11.97 / 6.16

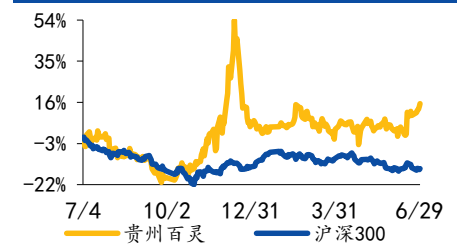
A股流通股(百万股): 1200.67

A股总股本(百万股): 1411.20

流通市值(百万元): 10782.06

总市值(百万元): 12672.58

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

联系人 叶芃丽

电话 021-51097188

邮箱 yepengli@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 苗药龙头企业，营销改革迎来新机遇	4
1.1 苗药龙头企业，公司品牌影响力持续上升	4
1.2 营销改革接近尾声，财务表现扭转向好	5
2. 产品布局完善，产能提升增强市场竞争力	7
2.1 第一梯队：银丹心脑通软胶囊	8
2.2 第二梯队：公司清热解毒、感冒类产品快速成长	10
2.3 加快产能扩建，强化合作协同	12
3. 营销改革效果显著，研发持续发展动力	13
3.1 打造全渠道营销平台，深化营销网络布局	13
3.2 在研项目众多，丰富公司产品布局	14
4. 盈利预测和投资建议	16
4.1 盈利预测	16
4.2 投资建议	17
5. 风险提示	18

## 图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（截至 2023Q1）	5
图 3：公司营业收入及增速	6
图 4：公司归母净利润及增速	6
图 5：公司营业收入来源	6
图 6：公司毛利率及净利率	6
图 7：公司销售、财务、管理费用率	7
图 8：公司研发费用及增速	7
图 9：心脑血管出院总人次（万人次）	9
图 10：中国 3 种主要 CVD 患者住院总费用（亿元）	9
图 11：银丹心脑通三大终端销售趋势（万元）	9
图 12：中国零售药店终端感冒中成药销售情况（万元）	11
图 13：国内实体药店清热解毒中成药销售情况	11
图 14：贵州百灵三期项目效果图	12
图 15：公司销售模式	13
图 16：公司营销网络布局	13
图 17：近年公司销售人数变化	14
图 18：中国糖尿病人数（20-79 岁，千人）	15
图 19：糖尿病相关健康支出（百万美元）	15
表 1：公司主要产品	8
表 2：安徽省新调入慢特病用药目录品种（中成药）	10

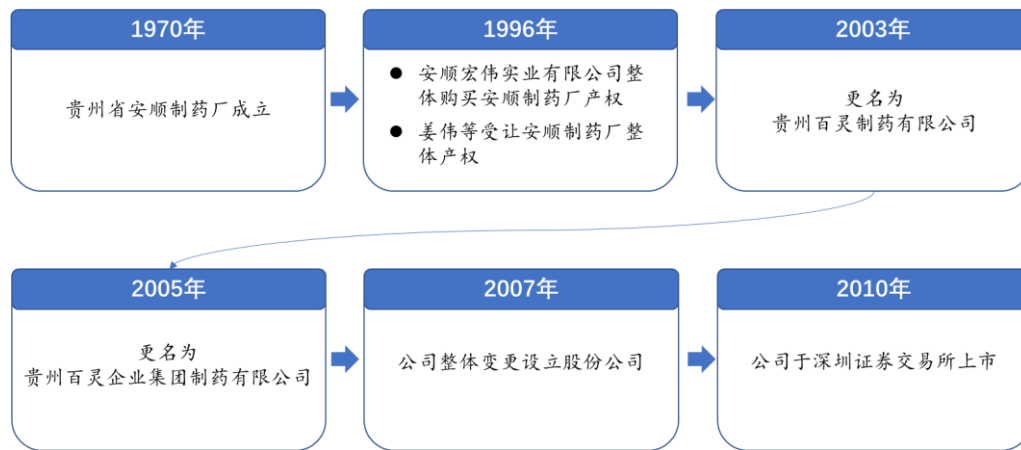
表 3: 2022 年国内网上药店感冒中成药 TOP11-20 品牌 .....	11
表 4: 国内城市实体药店清热解毒中成药 TOP11-20 品牌.....	11
表 5: 2022 年中国网上药店终端咽喉中成药排名 TOP11-20 产品 .....	12
表 6: 贵州百灵将享有北京亚东八个药品的独家生产权、品牌冠名权及销售权 .....	13
表 7: 主要研发项目情况.....	15
表 8: 糖宁通络项目进度.....	16
表 9: 收入拆分 .....	17
表 10: 可比公司估值.....	18

## 1. 苗药龙头企业，营销改革迎来新机遇

### 1.1 苗药龙头企业，公司品牌影响力持续上升

贵州百灵企业集团制药股份有限公司是一家从事苗药研发、生产、销售于一体的医药公司。公司明确围绕“强化公司在苗药领域的龙头地位，力争成为中成药领域具有核心竞争优势的企业”为战略发展目标，以实施“科技苗药、文化苗药、生态苗药”为抓手，现已成为贵州省新医药产业骨干企业和全国最大的苗药研制生产企业。公司前身为成立于1970年的安顺制药厂，1996年安顺宏伟实业有限公司整体购买安顺制药厂产权，2003年更名为“贵州百灵制药有限公司”。2005年，更名为“贵州百灵企业集团制药有限公司”。2010年，公司于深圳证券交易所上市。贵州百灵连续多年入选“中国医药工业百强系列榜单”，2022年度贵州百灵入选中国医药工业百强系列榜单“中国中药企业TOP100排行榜”，位列第44名。根据中国非处方药物协会数据，公司入选“2022年度中国非处方药生产企业榜”综合排名第13位。公司品牌影响力不断攀升，成为苗药龙头企业。

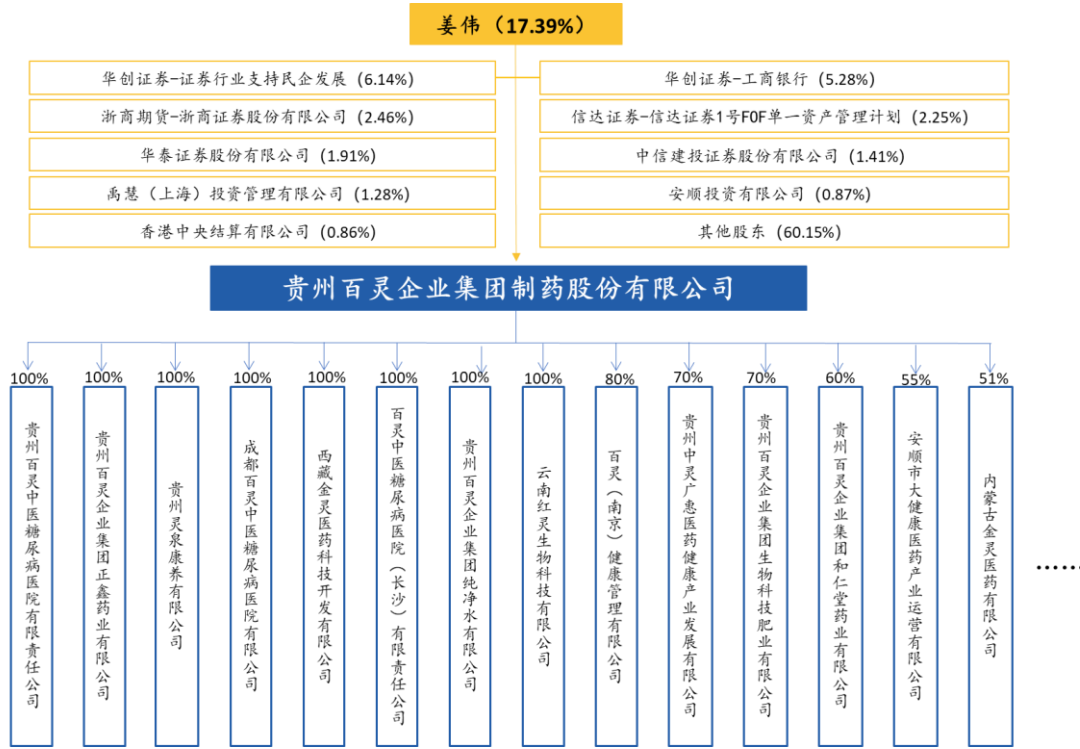
图 1：公司发展历程



资料来源：贵州百灵招股说明书，国元证券研究所

**公司布局完善，未来有望通过股权激励计划推动公司人才发展。**公司董事长姜伟先生是公司实际控制人，持股比例 17.39%。公司布局完善，在医药工业、商业以及医院建设上，拥有全资或控股子公司，通过设立更加完善的销售激励机制，推动公司业务长期持续成长，加速苗医药一体化发展。2023年1月公司发布股份回购方案，旨在用于员工持股计划或股权激励，在激励人才、助力公司发展方面具有重要意义。

图 2：公司股权结构（截至 2023Q1）



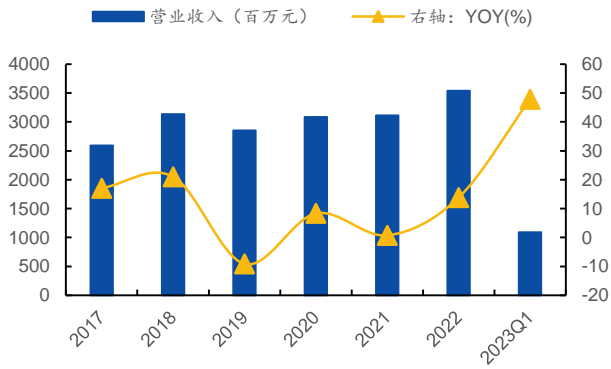
资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

## 1.2 营销改革接近尾声，财务表现扭转向好

公司 2017-2022 年业绩稳中有增，营业收入由 2017 年 25.92 亿元增长至 2022 年 35.40 亿元，年均复合增长率 6.4%。2023Q1 营业收入 10.91 亿元，同比增长 47.77%。

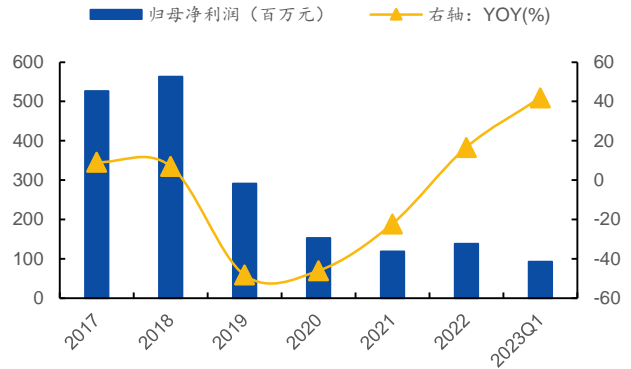
受近几年营销改革和疫情带来的影响，归母净利润由 2017 年 5.26 亿元降低至 2021 年 1.18 亿元。2022 年，实现触底反弹，公司归母净利润实现近年同比正增长，同比增长 16.64%。2023Q1 归母净利润达到 0.92 亿元，同比增长 41.81%，公司有望继续保持增长态势，实现连续正增长。

图 3：公司营业收入及增速



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

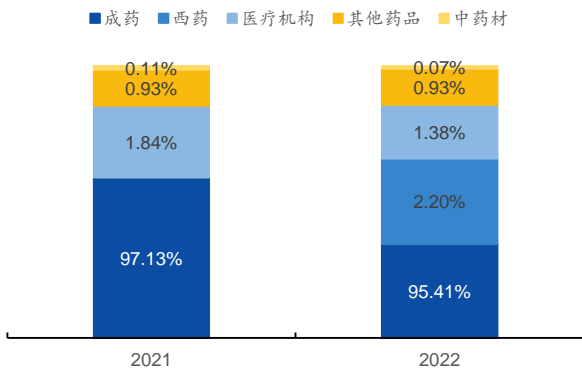
图 4：公司归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

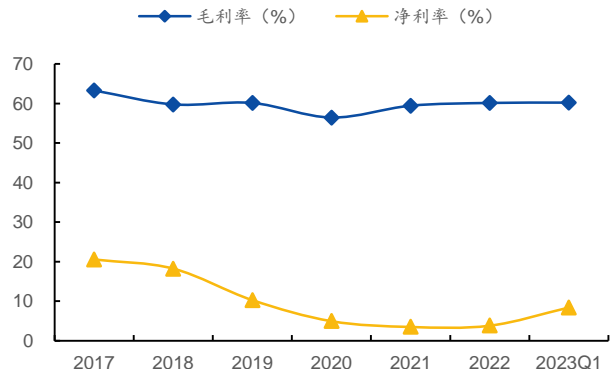
公司积极布局以中成药为核心的大健康产业。目前公司业务板块按产品分为中成药、中药材、西药、医疗服务及其他。2022 年公司中成药/中药材/西药/医疗服务营收占比分别为 95.41%/0.07%/2.20%/1.38%。中成药营收占比超 95%，作为公司主营业务，以“精益生产，提质增效”为指导思想贯穿于生产和管理全过程，通过优化流程，提升科技、装备和工艺水平，进一步提高产品质量，增强产品市场竞争力。

图 5：公司营业收入来源



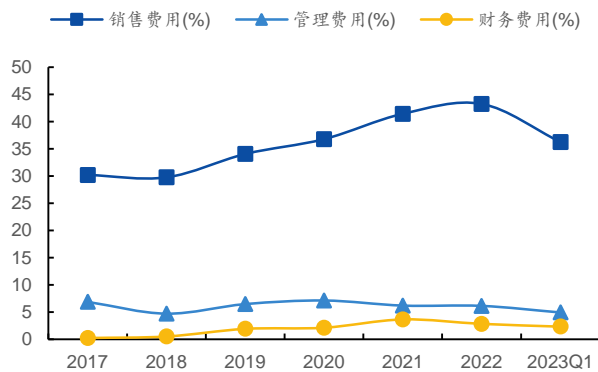
资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

图 6：公司毛利率及净利率

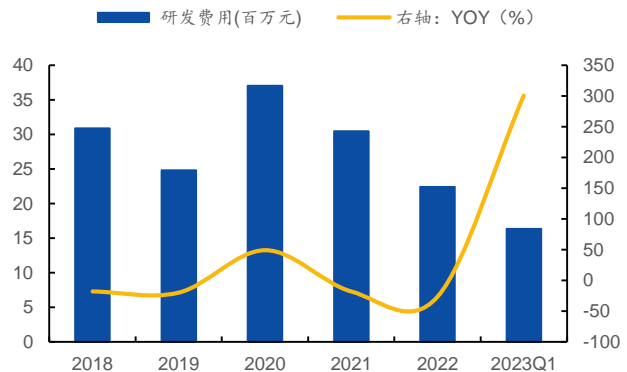


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

公司整体毛利率保持平稳。2017-2022 年公司整体毛利率保持在 60%左右。公司整体净利率在 2019 年开始降低，状态持续到 2021 年。主要原因在于受疫情波动影响以及营销改革带来的成本增加。2022 年净利率得到提升，2023Q1 净利率达到 8.41%。随着营销改革持续推进进入中后期，公司净利率预计可进一步提升至原水平。

**图 7：公司销售、财务、管理费用率**


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

**图 8：公司研发费用及增速**


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

**营销改革销售费用增加较多。**公司管理、财务费用率较稳定。2021年开始的营销改革增加销售费用成本，2021-2022年销售费用率分别为41.42%、43.23%，但随着营销改革逐渐进入中后期，预计2024年销售费用率将逐渐降低。

**药品研发种类多样，药物审批注册进展顺利。**在研发方面，2018-2022年公司平均每年2900万的研发费用。公司在研项目有黄连解毒丸项目、1.1类化药替芬泰项目、糖宁通络项目等，未来在研项目的成功推进以及获批上市销售，有利于巩固公司品牌影响力、提高公司长期的竞争力和盈利能力。

## 2. 产品布局完善，产能提升增强市场竞争力

公司产品布局结构合理、品种丰富，主要产品银丹心脑通软胶囊、小儿柴桂退热颗粒等36个品种入选2018年版国家基本药物目录，51个品种纳入2020年版医保目录。基于拥有多年累积的品牌影响力，已建立以银丹心脑通软胶囊为一线品种，小儿柴桂退热颗粒、双羊喉痹痛颗粒、复方一枝黄花喷雾剂、维C银翘片等为二线品种，金感胶囊、风寒/风热感冒颗粒等为三线品种的产品发展格局，未来公司有望推动核心产品继续扩大市场竞争格局，提升公司市场知名度。



**表 1：公司主要产品**

药品名称	产品功效主治	纳入国家 基药目录	纳入国家 医保目录 (2022)
银丹心脑血管软胶囊	中医：活血化瘀、行气止痛，消食化滞。用于气滞血瘀引起的胸痹，症见胸痛，胸闷，气短，心悸等；冠心病心绞痛，高血脂血症、脑动脉硬化，中风、中风后遗症见上述症状者。	是	是
维 C 银翘片	疏风解表，清热解毒。用于外感风热所致的流行性感冒，症见发热、头痛、咳嗽、口干、咽喉疼痛。	否	是
咳速停糖浆及胶囊	中医：补气养阴，润肺止咳，益胃生津。用于感冒及慢性支气管炎引起的咳嗽，咽干，咯痰，气喘。	否	否
小儿柴桂退热颗粒	发汗解表，清里退热。用于小儿外感发热，症见：发热，头身痛，流涕，口渴，咽红，溲黄，便干等。	是	是
金感胶囊	清热解毒，疏风解表。用于普通感冒、流行性感冒，外感风热证，症见发热，头痛，鼻塞，流涕，咳嗽，咽痛。	否	否
双羊喉痹通颗粒	中医：清热解毒，利咽止痛。用于急喉痹（急性咽炎）、急乳蛾（急性扁桃体炎）所致的咽喉肿痛。	否	否
泌淋清胶囊	清热解毒、利湿通淋。用于下焦湿热、热淋、白浊、尿道刺痛、小便频急、急慢性肾盂肾炎，膀胱炎、尿路感染、小腹拘急等症。	否	是
康妇灵胶囊	清热燥湿，活血化瘀，调经止带。用于湿热下注所致的带下量多，月经量少、后错，痛经。	否	否
复方一枝黄花喷剂	中医：清热解毒，宣散风热，清利咽喉。用于上呼吸道感染，急、慢性咽炎，口舌生疮，牙龈肿痛，口臭。	否	否
经带宁胶囊	中医：清热解毒，除湿止带，调经止痛。用于热毒瘀滞所致的经期腹痛，经血色暗，挟有血块，带下量多，阴部瘙痒灼热。	否	否
消咳颗粒	止咳化痰，平喘。用于急、慢性支气管炎引起的咳嗽、哮喘、咳痰。	否	否
糖宁通络胶囊/片	生津止渴、活血通络、清热泻火。用于气阴两虚所致的消渴病，症见口渴喜饮、多食、多尿、消瘦、气短、乏力、手足心热、视物模糊；2 型糖尿病及糖尿病性视网膜病变见上述症候者。	否	否

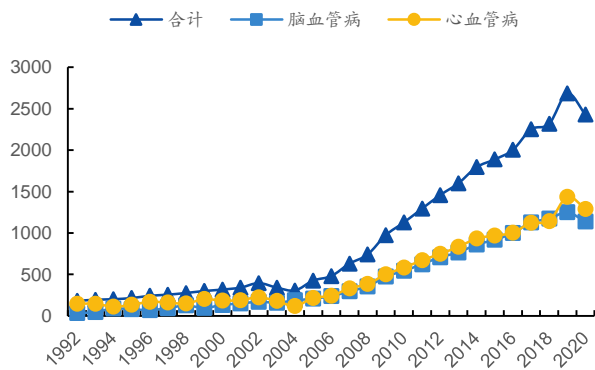
资料来源：公司公告，CDE，国家医疗保障局，国元证券研究所

## 2.1 第一梯队：银丹心脑血管软胶囊

**银丹心脑血管软胶囊是公司一线核心产品。**产品属于心脑血管类药物，作为独家产品、且进入国家基药目录、国家医保目录，市场竞争优势明显。根据《中国心血管健康与疾病报告 2022》，中国心血管患病率持续上升，推算目前心血管病患者人数 3.3 亿人左右，其中脑卒中 1300 万人，冠心病 1139 万人，高血压 2.45 亿人。随着患病人数的增加，未来用药需求等也将进一步扩大。2004 年至今，中国人口老龄化以及医疗保障水平的持续提升，心脑血管出院人次持续增加，三种主要的心脑血管疾病的住院总费用整体呈增长态势。

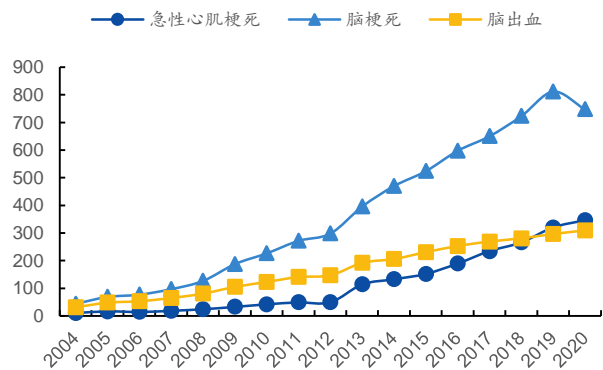


图 9：心脑血管出院总人次（万人次）



资料来源：中国心血管健康与疾病报告，国元证券研究所

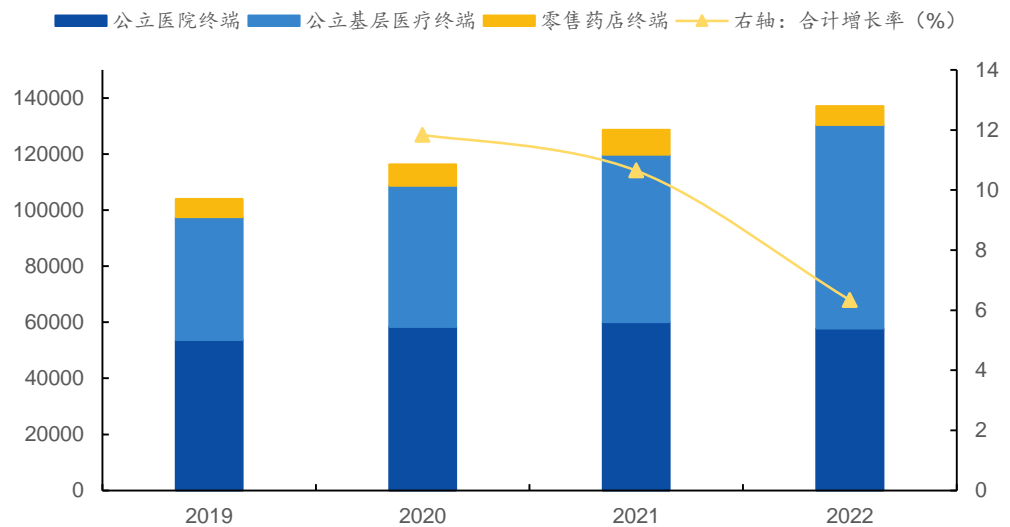
图 10：中国 3 种主要 CVD 患者住院总费用（亿元）



资料来源：中国心血管健康与疾病报告，国元证券研究所 注：按当年价格

银丹心脑血管软胶囊 2022 年在中国三大终端六大市场销售额超过 13 亿元。公立基层医疗终端为主渠道，销售规模超过 7 亿元，同比增长 22.28%，在心脑血管疾病中成药产品中排名第八。

图 11：银丹心脑血管三大终端销售趋势（万元）



资料来源：米内网，国元证券研究所

2023 年安徽省新调入 22 个中成药进入慢特病用药目录，其中心脑血管 7 个，占比 32%。为满足慢病患者长期用药需求，2021 年国家卫健委发布的《关于做好当前慢性病长期用药处方管理工作的通知》，其中提及在长期处方中，鼓励优先选择国家基本药物、国家医保目录药物以及国家集采中选药物。银丹心脑血管软胶囊作为国家基本药物以及国家医保目录药物，未来预计被更多处方建议纳入，作为推荐使用药物。

**表 2：安徽省新调入慢特病用药目录品种（中成药）**

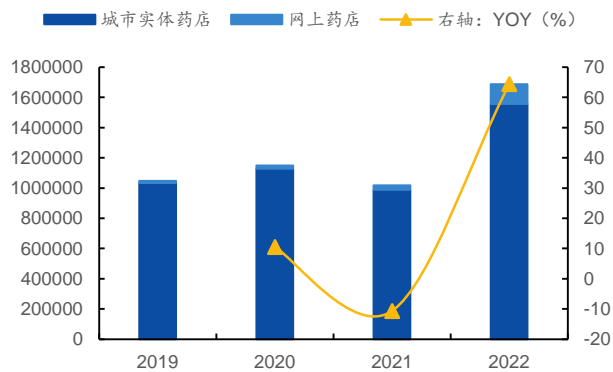
药品名称	治疗大类	疾病类别
复方苻蓉益智胶囊*	神经系统疾病用药	阿尔茨海默病(老年痴呆)
复方血栓通胶囊*	五官科用药	血管支架植入术后
复方血栓通片(颗粒、软胶囊、滴丸)	五官科用药	血管支架植入术后
肝爽颗粒*	消化系统疾病用药	肝硬化
固本咳喘片(胶囊、颗粒*)	呼吸系统疾病用药	慢性阻塞性肺疾病
活血止痛膏	骨骼肌肉系统疾病用药	类风湿性关节炎、强直性脊柱炎
活心丸	心脑血管疾病用药	心功能不全
解郁除烦胶囊*	神经系统疾病用药	精神障碍
灵宝护心丹*	心脑血管疾病用药	冠心病
龙心素胶囊*	心脑血管疾病用药	脑卒中
芪龙胶囊*	心脑血管疾病用药	脑卒中
芪蛭益肾胶囊*	消化系统疾病用药	脑卒中
强肝片(胶囊*、颗粒*)	消化系统疾病用药	肝硬化、慢性乙型肝炎
西黄丸(胶囊)	肿瘤疾病用药	恶性肿瘤
五苓散(片、胶囊*)	泌尿系统疾病用药	慢性肾衰竭(尿毒症期)、慢性肾脏病, 肾病综合征
玄七健骨片*	骨骼肌肉系统疾病用药	类风湿性关节炎
血塞通片(颗粒、胶囊、软胶囊、滴丸、分散片)	心脑血管疾病用药	血管支架植入术后
益气维血片*(胶囊*、颗粒*)	补气补血类用药	恶性肿瘤
益肾养心安神片*	神经系统疾病用药	冠心病、脑卒中、心功能不全
银丹心脑血管软胶囊*	心脑血管疾病用药	冠心病、脑卒中
银杏酮酯片*(颗粒*、胶囊*、滴丸、分散片*)	心脑血管疾病用药	冠心病、脑卒中
再造生血片(胶囊)*	补气补血类用药	再生障碍性贫血

资料来源：米内网，国元证券研究所 注：独家产品用\*表示

## 2.2 第二梯队：公司清热解毒、感冒类产品快速成长

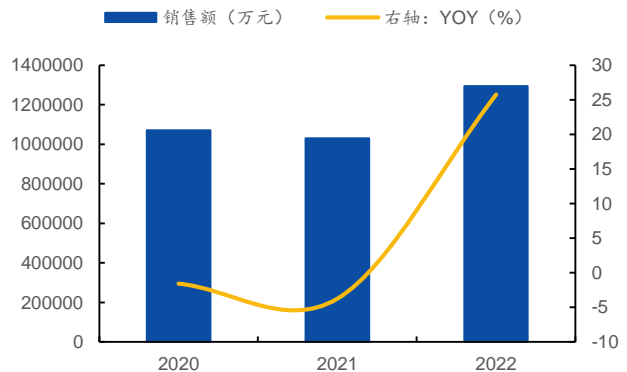
国内感冒中成药、清热解毒中成药、咽喉药需求增长迅速，公司相关产品成长加速。2022 年感冒中成药市场大幅升温，国内零售药店终端销售额总额接近 170 亿元，同比增长 64.4%。而清热解毒中成药作为家庭常备药品，2022 年国内清热解毒中成药市场同样迎来快速成长，实体店终端销售额近 130 亿元，同比增长 25.74%。

图 12: 中国零售药店终端感冒中成药销售情况 (万元)



资料来源: 米内网, 国元证券研究所

图 13: 国内实体药店清热解毒中成药销售情况



资料来源: 米内网, 国元证券研究所

公司以产品本身优势为基石, 提产能、保供应以满足市场需求, 主要产品销售排名进入市场前列。其中维 C 银翘片位居 2022 年网上零售终端感冒中成药第 17 名, 实现 238.13% 增长, 市场份额占比 0.80%; 复方一枝黄花喷雾剂位居实体药店清热解毒中成药第 13 名, 销售额达 1.36 亿元, 增长率 19.20%。

表 3: 2022 年国内网上药店感冒中成药 TOP11-20 品牌

排名	产品名称	企业简称
11	午时茶颗粒	湖北午时药业
12	抗病毒口服液	杭州华润老桐君药业
13	四季抗病毒合剂	陕西海天制药
14	小柴胡颗粒	广州王老吉药业
15	金花清感颗粒	聚协昌(北京)药业
16	复方感冒灵颗粒	华汉三九(郴州)制药
17	维 C 银翘片	贵州百灵企业集团制药
18	疏风解毒胶囊	安徽济人药业
19	复方薄荷脑软膏	曼秀富敦(中国)药业
20	感冒清热颗粒	山东广育堂国药

资料来源: 米内网, 国元证券研究所

表 4: 国内城市实体药店清热解毒中成药 TOP11-20 品牌

排名	产品名称	企业简称
11	二丁颗粒	修正药业长春高新制药
12	京制牛黄解毒片	北京同仁堂科技制药
13	复方一枝黄花喷雾剂	贵州百灵企业集团制药
14	复方金银花颗粒	葵花药业(衡水)得菲尔
15	复方金银花颗粒	修正药业长春高新制药
16	夏枯草膏	李时珍医药集团
17	蒲地蓝消炎片	湖南方盛制药
18	银黄软胶囊	石药欧意药业
19	复方金银花颗粒	广州诺金制药
20	清火胶囊	江西药都仁和制药

资料来源: 米内网, 国元证券研究所

双羊喉痹通颗粒在 2022 年中国网上药店终端咽喉中成药排名第 16 位, 增长率达到 143.44%。咽喉中成药在线上药店终端市场集中度较高, 2022 年前 20 产品市场合计市场份额超过 80%, 而双羊喉痹通颗粒位列其中, 公司产品在市场中具有竞争力优势、市场份额优势。

**表 5：2022 年中国网上药店终端咽喉中成药排名 TOP11-20 产品**

排名	产品名称	是否独家	增长率
11	复方青橄榄利咽含片	桂龙药业	121.39%
12	开喉剑喷雾剂	贵州三力制药	131.91%
13	甘桔冰梅片	重庆华森制药	190.84%
14	玄麦甘桔颗粒	-	88.64%
15	清咽滴丸	津药达仁堂	204.50%
16	双羊喉痹通颗粒	贵州百灵	143.44%
17	复方片仔癀含片	漳州片仔癀药业	145.36%
18	金嗓散结胶囊	西安碑林药业	25.71%
19	黄氏响声丸	无锡济煜山禾药业	138.79%
20	银黄颗粒	-	115.25%

资料来源：米内网，国元证券研究所

伴随感冒中成药、清热解毒中成药以及咽喉用药终端销售的增长，2022 年公司满足市场及患者需求同时，快速提升产品知名度与产品市占率，为系列产品未来继续赢得市场并获得客户信赖打下基础。

### 2.3 加快产能扩建，强化合作协同

为解决产能限制带来的发展限制，提升中药材的提取能力和前处理能力，公司于 2020 年推进公司扩能技改项目，2021 年 11 月前处理车间已经完成建设，2023 年 4 月完成中药材醇提生产线建设，待公司完成整体项目建设后，公司中药材处理能力产能将由现阶段的 2.5 万吨/年提升至 6 万吨/年。在扩能技改项目以及软胶囊生产线技改项目完成落地后，银丹心脑血管通产能最高可实现日产 800 万粒，产品增长动力获得支持。

**图 14：贵州百灵三期项目效果图**



资料来源：公司官网，国元证券研究所

扩能技改提供公司合作产能支持。公司药品上市持有人许可委托业务持续发展，公司

全资子公司正鑫药业 2020 年与北京亚东生物制药有限公司签订《项目合作框架协议》，就北京亚东生物部分药品，如香砂养胃颗粒、双黄连泡腾片等八个药品委托生产合作为期 15 年。北京亚东生物成立于 1991 年，目前拥有 200 余条药品批文，产品丰富。与北京亚东生物的合作，进行资源整合，有助于公司市场开发、品牌竞争力提升以及业务成长等。

**表 6：贵州百灵将享有北京亚东八个药品的独家生产权、品牌冠名权及销售权**

产品名称	产品主治	ATC 亚类
茵莲清肝颗粒	急性甲型、慢性乙型病毒性肝炎属湿热蕴结、肝脾不和证	肝、胆疾病治疗药
金草通淋颗粒	湿热下注、瘀血阻滞型慢性非特异性前列腺炎引起的尿频、尿急、尿道灼热涩痛、尿浊、尿道口滴白、舌黯或红或有瘀点瘀斑、苔薄黄或黄腻	泌尿系统药物
感冒退热泡腾片	风热感冒所致的发热、咽喉肿痛；上呼吸道感染；急性扁桃体炎；咽炎	咳嗽感冒用药
清热解毒糖浆	热毒壅盛所致发热面赤、烦躁口渴、咽喉肿痛；流感；上呼吸道感染	清热解毒药物
感冒灵颗粒	感冒引起的头痛、发热、鼻塞、流涕、咽痛	咳嗽感冒用药
驱毒养颜口服液	病后衰弱；肺虚咳嗽；气血失和	精神安定药
双黄连泡腾片	风热感冒引起的发热、咽痛、咳嗽	咳嗽感冒用药
香砂养胃颗粒	不思饮食；胃脘满闷；泛吐酸水	胃病相关药物

资料来源：公司公告，药融云，国元证券研究所

### 3. 营销改革效果显著，研发持续发展动力

#### 3.1 打造全渠道营销平台，深化营销网络布局

公司根据临床药品销售业务与 OTC 药品销售业务设计两种销售模式，目前已完成全国 32 个省、市及自治区营销网络覆盖。针对不同终端客户需求，公司有序推进销售队伍建设，做好产品学术推广。临床药品销售/OTC 药品销售营业收入分别为 11.28 亿元、16.01 亿元，占总营业收入占比 31.85%、45.22%，OTC 渠道营收占比略高。

**图 15：公司销售模式**



资料来源：公司公告，国元证券研究所

**图 16：公司营销网络布局**

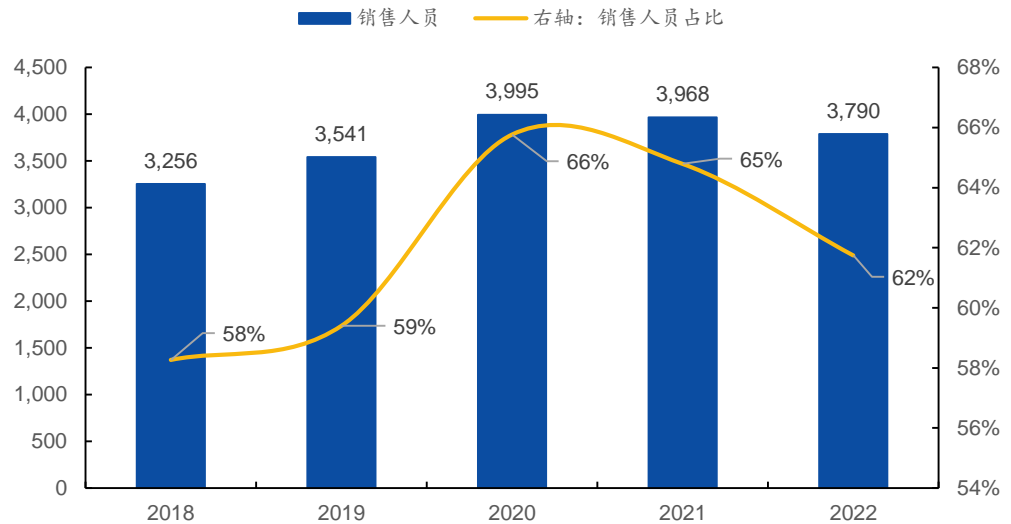


资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司自 2021 年展开的营销体制改革，将原来的大包模式改为自营模式，由云贵川以及河南四个区域试点开始，对管理模式和销售模式等进行优化完善，激发区域销售主

观能动性，强化费用控制与管理。同时，公司对销售队伍进行细分筛选、培训培养，销售团队精细化管理，为公司各终端销售匹配优质人才。

图 17：近年公司销售人员变化



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

截至 2022 年，公司已完成全国 32 个省、市及自治区营销网络的覆盖，建立了 3200 多家一、二级商业，与全国 80% 以上终端客户建立业务关系，全国终端客户超 60 万家，基层医疗服务机构开发超 10 万家，全国连锁药房合作门店数量超过 26 万家，同时强化全国性重点客户（NKA）连锁战略合作。

### 3.2 在研项目众多，丰富公司产品布局

公司在研项目众多，有黄连解毒丸项目、益肾化浊颗粒项目、冰莲草含片、芍苓片、1.1 类化药替芬泰项目，其中糖宁通络项目可用于 II 型糖尿病引起的视网膜病变等症。通过糖宁通络项目的积极推进在全国知名中医三甲医院的制剂申报，持续扩大在全国市场的宣传与学术推广，公司苗医药一体化项目步入快速发展阶段。



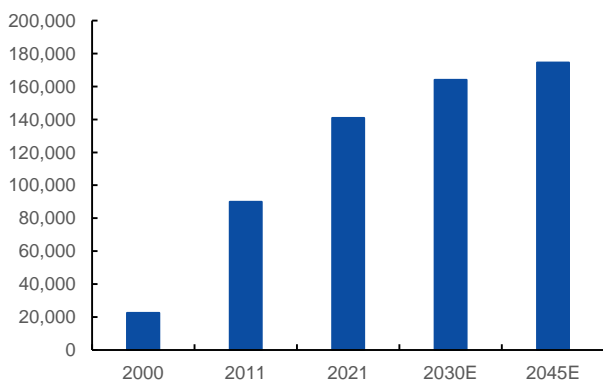
**表 7：主要研发项目情况**

主要研发项目名称	项目拟适应症	项目研发进展
糖宁通络的研发	生津止渴、活血通络、清热泻火。用于气阴两虚所致的消渴病，症见口渴喜饮、多食、多尿、消瘦、气短、乏力、手足心热、视物模糊；2型糖尿病及糖尿病性视网膜病变见上述证候者。	正进行临床试验 完成全部病例入组
黄连解毒丸	清热泻火解毒，主治一切实热火毒，三焦热盛之证。	已完成 II 期临床试验 正式开展 III 期临床试验
益肾化浊颗粒	脾肾气虚血瘀证，慢性肾炎	IIa 期临床试验已结束 正进行 IIb 期临床试验
冰莲草含片	轻型复发性阿弗他溃疡（复发性口疮-胃肠积热证）	已完成 II 期临床试验 正式开展 III 期临床试验
芍苓片	寻常型银屑病（血瘀证）	II 期临床试验进行中
替芬泰片	适用于伴有丙氨酸氨基转移酶[ALT]升高和病毒活动复制的肝功能代偿以及对拉米夫定、恩替卡韦等核苷类药物耐药的成年慢性乙型肝炎病人的治疗。	完成联合用药非临床试验 准备提交 II 期临床方案

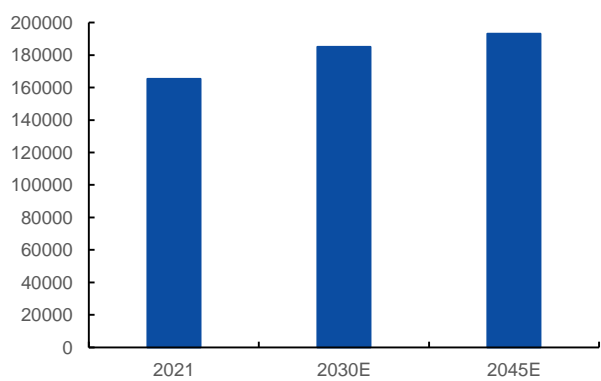
资料来源：公司公告，CDE，药融云，国元证券研究所

根据国际糖尿病联盟数据显示及预测，中国糖尿病患者人数（20-79 岁）2021 年约 1.41 亿人，预计 2030 年糖尿病人数将超 1.64 亿人。同时，糖尿病相关的健康支出也将有所增长，自 2021 年的 1653 亿美元增长至 2030 年 1850 亿美元，人均支出也将从 2021 年的 1173.5 美元/人增长至 1313.3 美元/人。糖尿病的及早发现与干预控制对减少相关并发症的出现具有重要意义，糖尿病用药市场规模拟将持续增长。

糖尿病视网膜病变是常见糖尿病并发症之一，严重可导致失明。根据《糖尿病视网膜病变中医防治指南》中说明，糖尿病人群中 30%-50% 合并糖尿病视网膜病变，致盲率在 8%-12%，是目前世界上三大致盲性眼病之一。在公司承担的专项课题《糖宁通络片防治糖尿病及视网膜并发症的多中心临床研究和机制探讨》中，公司 2022 年发布最新研究进展与结果，结果表明糖宁通络片有效降低视网膜病变程度，在减少眼底出血、减少眼底渗出等方面，糖宁通络片展示出较优结果。

**图 18：中国糖尿病人数（20-79 岁，千人）**
**图 19：糖尿病相关健康支出（百万美元）**


资料来源：IDF，国元证券研究所



资料来源：IDF，国元证券研究所

糖宁通络项目市场推进与临床试验双线并行，同时推动。在市场推进方面，已陆续完成注册、申报及区域医院合作；在临床试验方面，完成病例入组进行临床试验，截至



目前实验结果有效表明药品有助于改善糖尿病引发的视网膜病变。预计糖宁通络将为公司持续提供增长动力，推进业务成长。

**表 8：糖宁通络项目进度**

全国医疗机构制剂注册申报情况	临床试验研究情况
完成云南省糖宁通络片的注册，获得了注册批件	项目以厦门大学附属第一医院牵头“以安慰剂为对照，评价糖宁通络片治疗初治 2 型糖尿病患者有效性和安全性的随机、双盲、多中心临床研究”，已完成入组 133 例；目前临床试验正在进行中
启动广东省、河北省、湖北省、福建省等地医疗机构制剂的申报及准备工作	成都中医药大学附属银海眼科医院牵头全国多中心“糖宁通络片治疗非增生型糖尿病视网膜病变临床试验”，已入组 207 例，目前临床试验正在进行
新增合作研究的区域：北京市、重庆市、山东省、浙江省、宁夏回族自治区，现在一共有 18 个省市自治区合作	中，已完成全部病例入组
开发糖宁通络胶囊/片。	

资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 4. 盈利预测和投资建议

### 4.1 盈利预测

公司作为现代苗药龙头公司，产品品种丰富、布局完善，营销改革成果逐渐显现，公司表现将得到提升。关键假设：

1. 公司产能提升，公司核心中成药银丹心脑通、咳速停、维 C 银翘片、双羊喉痹通颗粒 2023 年增速分别为 30%/28%/20%/20%；
2. 公司医疗服务和中药材及其他行业保持 10%、8%的增速稳定成长。

我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 41.26/49.10/57.43 亿元，增速分别为 16.54%/19.00%/16.97%；归母净利润为 2.96/4.29/6.34 亿元，增速分别为 114.25%/45.00%/47.57%。

**表 9：收入拆分**

单位：亿元		2021	2022	2023E	2024E	2025E
汇总	营业总收入	31.12	35.40	41.26	49.10	57.43
	增速	0.77%	13.77%	16.54%	19.00%	16.97%
	营业成本	12.56	14.12	16.31	19.35	22.58
	毛利	18.55	21.28	24.94	29.75	34.85
	毛利率	59.62%	60.12%	60.45%	60.59%	60.68%
中成药	收入	30.22	33.78	39.49	47.18	55.35
	增速	0.17%	11.78%	16.92%	19.47%	17.31%
	成本	11.57	13.38	15.01	17.93	21.03
	毛利	18.65	20.40	24.49	29.25	34.32
	毛利率	61.73%	60.38%	62.00%	62.00%	62.00%
医疗服务	收入	0.57	0.49	0.54	0.59	0.65
	增速	50.67%	-14.78%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	0.60	0.48	0.51	0.56	0.62
	毛利	-0.03	0.01	0.03	0.03	0.03
	毛利率	-5.28%	2.04%	5.00%	5.00%	5.00%
中药材及其他	收入	0.32	1.13	1.23	1.32	1.43
	增速	-2.32%	249.98%	8.00%	8.00%	8.00%
	成本	0.39	0.26	0.80	0.86	0.93
	毛利	-0.07	0.88	0.43	0.46	0.50
	毛利率	-21.65%	77.27%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，国元证券研究所

## 4.2 投资建议

我们选取了三家行业内业务相近的公司进行对比，三家公司 2023 年平均 PE 为 43。公司核心产品银丹心脑血管通软胶囊市场竞争力强，产能增长后有望助力产品进一步提升市场占有率。公司营销改革逐步收尾，营销成本将下降，公司盈利空间增加。同时，公司在研项目糖宁通络等项目有序推进，持续丰富公司在售产品布局，降低产品集中风险。我们预测公司 2023-2025 年 EPS 为 0.21/0.30/0.45 元/股，对应 PE 为 42.66/29.42/19.93 倍。首次推荐，给予“买入”评级。

**表 10：可比公司估值**

代码	名称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600329.SH	达仁堂	42.69	243.44	1.42	1.75	2.12	31.71	25.60	21.22
600085.SH	同仁堂	55.52	761.44	1.23	1.43	1.64	46.66	40.21	35.03
600129.SH	太极集团	53.54	298.16	1.19	1.61	2.16	49.93	36.86	27.51
							42.77	34.22	27.92
002424.SZ	贵州百灵	8.95	126.30	0.21	0.30	0.45	42.66	29.42	19.93

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

注：收盘价为 2023 年 7 月 3 日收盘价，可比公司数据来自同花顺报告期一致性预测

## 5.风险提示

- 1.行业政策风险。**行业政策具有不确定性，相关政策如医保、集采等政策可能影响公司产品盈利空间。
- 2.市场竞争风险。**行业竞争激烈，公司目前进行营销改革，改革进度及结果具有不确定性，终端销售开拓影响公司市场竞争力。
- 3.研发不及预期。**公司在研项目众多，药品存在研发周期长、不确定因素较多等情况，研发进度及结果存在不确定性。
- 4.成本风险。**产品原材料生产受自然气候等影响，原料成本控制存在不确定性，人工成本、改造成本等同样可能影响公司盈利空间。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3503.25	3819.85	4375.49	4919.61	5730.54
现金	465.63	605.02	629.55	594.05	780.69
应收账款	1573.98	1534.08	1922.96	2266.27	2632.17
其他应收款	196.89	152.98	205.87	234.05	278.04
预付账款	32.90	45.69	49.37	59.91	69.38
存货	825.13	804.83	997.35	1189.21	1378.64
其他流动资产	408.73	677.25	570.41	576.12	591.63
<b>非流动资产</b>	2970.58	3074.55	2950.38	2838.84	2712.41
长期投资	1114.02	1080.52	1080.52	1080.52	1080.52
固定资产	803.45	813.85	814.16	761.64	682.70
无形资产	214.86	205.10	202.93	204.14	199.66
其他非流动资产	838.24	975.08	852.76	792.54	749.53
<b>资产总计</b>	6473.83	6894.40	7325.87	7758.45	8442.95
<b>流动负债</b>	2422.14	2768.40	2992.45	3006.66	3070.95
短期借款	1447.60	1480.59	1625.84	1511.99	1480.59
应付账款	351.38	503.28	600.00	700.00	800.00
其他流动负债	623.16	784.54	766.61	794.67	790.37
<b>非流动负债</b>	174.54	129.09	144.04	138.27	132.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	174.54	129.09	144.04	138.27	132.53
<b>负债合计</b>	2596.68	2897.49	3136.50	3144.92	3203.48
少数股东权益	2.29	2.27	-1.35	-6.54	-14.16
股本	1411.20	1411.20	1411.20	1411.20	1411.20
资本公积	159.35	140.96	140.96	140.96	140.96
留存收益	2404.43	2542.63	2838.72	3268.05	3901.63
归属母公司股东权益	3874.86	3994.64	4190.73	4620.06	5253.64
<b>负债和股东权益</b>	6473.83	6894.40	7325.87	7758.45	8442.95

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	324.92	502.15	-101.71	156.98	303.25
净利润	109.53	135.97	292.47	424.15	625.95
折旧摊销	101.97	110.67	116.09	122.33	126.19
财务费用	113.33	99.70	94.05	95.45	86.89
投资损失	1.06	-29.09	-14.97	-17.00	-18.34
营运资金变动	27.75	45.95	-568.30	-522.00	-577.65
其他经营现金流	-28.72	138.95	-21.05	54.06	60.21
<b>投资活动现金流</b>	42.59	20.44	11.98	21.13	26.71
资本支出	425.73	68.45	2.19	-0.53	-0.10
长期投资	74.27	-39.95	10.10	-2.00	-3.00
其他投资现金流	542.59	48.94	24.27	18.60	23.61
<b>筹资活动现金流</b>	-766.39	-315.28	114.25	-213.60	-143.32
短期借款	-615.39	32.99	145.25	-113.85	-31.40
长期借款	-203.87	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	23.43	-18.39	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	29.44	-329.87	-31.00	-99.75	-111.92
<b>现金净增加额</b>	-398.89	207.31	24.52	-35.49	186.64

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3111.65	3540.13	4125.61	4909.67	5742.93
营业成本	1262.50	1411.92	1631.48	1935.14	2258.01
营业税金及附加	41.71	49.21	56.66	67.70	79.09
营业费用	1288.68	1530.38	1650.25	1914.77	2124.88
管理费用	192.08	216.68	255.79	304.40	356.06
研发费用	30.43	22.40	30.00	30.00	32.00
财务费用	113.33	99.70	94.05	95.45	86.89
资产减值损失	-8.97	-25.66	-8.00	-8.00	-8.00
公允价值变动收益	59.59	9.64	29.97	28.13	25.66
投资净收益	-1.06	29.09	14.97	17.00	18.34
<b>营业利润</b>	175.27	155.65	373.08	528.08	770.74
营业外收入	2.43	7.59	5.87	6.44	6.25
营业外支出	36.06	4.18	16.96	15.88	14.29
<b>利润总额</b>	141.63	159.06	361.99	518.64	762.70
所得税	32.10	23.09	69.53	94.49	136.75
<b>净利润</b>	109.53	135.97	292.47	424.15	625.95
少数股东损益	-8.95	-2.23	-3.62	-5.19	-7.63
<b>归属母公司净利润</b>	118.48	138.20	296.09	429.34	633.58
EBITDA	390.56	366.02	583.22	745.85	983.83
EPS (元)	0.08	0.10	0.21	0.30	0.45

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	0.77	13.77	16.54	19.00	16.97
营业利润 (%)	-10.88	-11.19	139.70	41.54	45.95
归属母公司净利润 (%)	-22.24	16.64	114.25	45.00	47.57
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	59.43	60.12	60.45	60.59	60.68
净利率 (%)	3.81	3.90	7.18	8.74	11.03
ROE (%)	3.06	3.46	7.07	9.29	12.06
ROIC (%)	7.03	7.72	11.59	14.25	17.84
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	40.11	42.03	42.81	40.54	37.94
净负债比率 (%)	64.91	52.68	55.20	51.50	49.23
流动比率	1.45	1.38	1.46	1.64	1.87
速动比率	1.10	1.08	1.13	1.24	1.41
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.46	0.53	0.58	0.65	0.71
应收账款周转率	1.70	1.86	1.94	1.91	1.91
应付账款周转率	4.08	3.30	2.96	2.98	3.01
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.08	0.10	0.21	0.30	0.45
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.23	0.36	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	2.75	2.83	2.97	3.27	3.72
<b>估值比率</b>					
P/E	106.60	91.39	42.66	29.42	19.93
P/B	3.26	3.16	3.01	2.73	2.40
EV/EBITDA	30.72	32.78	20.57	16.09	12.19

资料来源: Wind, 同花顺 iFinD, 公司公告, 国元证券研究所

## 投资评级说明:

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

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

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

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

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

## 国元证券研究所

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