

集中成药之精华，开大健康之未来

风险评级：中高风险

大消费新三板系列研究第9期-大唐药业

2021年1月8日

投资要点：

魏红梅
SAC执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

分析师：黄秀瑜
S0340512090001
电话：0769-22119455
邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

研究助理：张孝鹏
S0340118060029
电话：0769-22119416
邮箱：zhangxiaopeng@dgzq.com

研究助理：雷国轩
S0340119070037
电话：0769-23320072
邮箱：leiguoxuan@dgzq.com.cn

- **专注中成药领域。**公司是一家集蒙药资源开发、特色专科药和大健康产品研发、生产和销售为一体的综合性制药企业，公司药品主要分为中成药(含民族药)和化学制剂药两种类型。公司拥有药品生产许可证、GMP证书和多个药品文号，具备为市场生产和提供符合国家要求的高质量的药品的能力。
- **中国制药市场维持约7%的规模增速，中药市场预期维持正增长。**中国制药市场规模由2014年的1,822亿美元增至2018年的2,316亿美元，预计2023年将增至3,221亿美元，该期间的复合年增长率为6.8%。根据弗若斯特沙利文预测，2018年至2023年，中国中药市场的增速有望维持3%以上。制药市场增长主要受人口老龄化及慢性病患病率相应上升以及中国政府的刺激政策推动。
- **营收和净利润长期维持良好增长趋势。**从2013年至2019年，公司营收从0.85亿元上升至2.25亿元，CAGR为17.61%；归母净利润从0.04亿元上升至0.54亿元，CAGR为54.31%。自2013年以来，公司毛利率从约50%提升至近两年的约70%，净利率提升至20%以上。2020年前三季度，公司分别实现毛利率和净利率71.37%和20.33%，维持在高位水平，受新冠影响较少。2019年三费整体水平为41.86%，比2018年下降了3.24个百分点。
- **中成药销售额逐年走高。**分产品看，公司中成药销售额持续走高，营收从2017年的0.72亿元上升至2019年的1.28亿元，化学制剂药则从2017年的0.64亿元上升至2019年的0.95亿元。从营收占比看，中成药营收占比一直维持50%以上，2019年营收占比为57.48%，化学制剂药则占比42.52%。中成药中有11种进入了国家医保目录，分别有暖宫七味散、暖宫七味丸、吉祥安坤丸等，销量普遍可观。
- **风险提示：**产业政策的风险、药品质量安全风险、药品降价风险、产品相对集中风险、原材料供应商单一风险、原材料价格波动风险、毛利率波动导致业绩下滑风险、税收优惠风险、新冠疫情对公司经营业绩风险、一致性评价风险、中成药二次开发风险。

目 录

1、大唐药业：中成药领先品牌.....	3
1.1 公司简介	3
1.2 公司实行双品牌并行战略	3
1.3 中成药（含民族药）和化学制剂药为两大主营品类	3
2、行业规模预期维持正增长，政策持续扶持中医药行业	5
2.1 中药市场增长放缓但仍预期维持正增长	6
2.2 行业政策加大对中成药行业支持	7
2.3 人口老龄化是中国医药市场快速增长的根本因素	9
3、公司基本面良好，产品竞争优势突出	11
3.1 业绩增长势头良好	11
3.2 主营产品销售数据逐年向好	12
3.2 蒙药竞争优势明显	15
3.3 财务指标达到同业公司平均水平	16

插图目录

图 1：公司同泰永品牌.....	3
图 2：公司三花品牌.....	3
图 3：中国制药市场规模（10 亿美元）.....	6
图 4：2020-2025 年中国中成药行业销售收入增长预测（亿元）.....	6
图 5：2013 至 2018 年我国中医院总收支（亿元）.....	7
图 6：中国 65 岁及以上人口结构	10
图 7：中国 65 岁及以上老龄人占比快速提升	10
图 8：多国家人口构成对比（%）	10
图 9：公司营收和归母净利润（亿元）	11
图 10：公司营收和归母净利润同比（%）	11
图 11：公司毛利率和净利率情况	12
图 12：公司三费情况	12
图 13：分产品营收（万元）	12
图 14：分产品营收占比	12
图 15：医保名单药品销售数量（万盒）	13
图 16：医保名单药品销售金额（万元）	13
图 17：2018 年复方醋酸氟轻松酊市场份额	14
图 18：终端客户类型占比	14

表格目录

表 1：大唐药业中成药（含民族药）产品基本情况	4
表 2：大唐药业化学制剂药产品基本情况	5
表 3：中成药行业主要产品分类	5
表 4：行业相关政策	8
表 5：入选国家医保目录蒙药的情况	12
表 6：公司同业竞争对手具体情况（截至 2020 年 5 月）	15
表 7：主要蒙药生产商的在研品种统计情况（截至 2020 年 5 月）	15
表 8：公司与同行业上市公司主要财务指标比较	16

1、大唐药业：中成药领先品牌

1.1 公司简介

专注中成药领域。公司是一家集蒙药资源开发、特色专科药和大健康产品研发、生产和销售为一体的综合性制药企业，公司药品主要分为中成药(含民族药)和化学制剂药两种类型。公司拥有药品生产许可证、GMP证书和多个药品文号，具备为市场生产和提供符合国家要求的高质量的药品的能力。公司拥有蒙医药科研基地，已建立相对完善的研发体系，配备有较强的研发团队和研发设备。公司及其全资子公司共拥有多项专利权。公司依托遍布全国的销售网络，通过经销商(配送商)等渠道将产品销售往全国各地的医院、药店、卫生站等医疗服务终端，并最终由患者进行消费和使用。

1.2 公司实行双品牌并行战略

大唐药业品牌包括同泰永品牌与三花品牌。同泰永品牌主要统领大健康产品，以传统中医滋补益类中成药为主。同泰永牌肝肾滋是以调养肝肾为主要功效的优良滋补益类中成药，是国家中药保护品种。三花品牌产品体系以外用药与民族药为主。代表产品三花牌复方醋酸氟轻松酊是自治区名牌产品，是中国皮肤用药市场消费者(用户)满意十佳品牌产品。

图 1：公司同泰永品牌



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 2：公司三花品牌



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

1.3 中成药（含民族药）和化学制剂药为两大主营品类

产品种类多，多只进入医保目录。公司是一家集蒙药资源开发、特色专科药和大健康产品研发、生产和销售为一体的综合性制药企业，公司药品主要分为中成药(含民族药)和化学制剂药两种类型。公司拥有药品生产许可证、GMP证书和266个药品文号，具备为市场生产和提供符合国家要求的高质量的药品的能力。公司拥有蒙医药科研基地，已建立相对完善的研发体系，配备有较强的研发团队和研发设备。公司及其全资子公司共拥有17项专利权，其中3项发明专利。

表 1：大唐药业中成药（含民族药）产品基本情况

序号	药品名称	图片	批准文号	剂型	功能主治
1	暖宫七味散		国药准字 Z15020233	散剂	调经养血，暖宫止带。用于心、肾“赫依”病，气滞腰痛，小腹冷痛，月经不调，白带过多。
2	沙棘糖浆		国药准字 Z20025623	糖浆剂	止咳祛痰，消食化滞。用于咳嗽痰多，消化不良，食积腹痛。
3	舒筋丸		国药准字 Z15020132	丸剂	舒筋活血，祛风湿，补肝肾。用于腰膝酸痛无力，肢体麻木，抽筋
4	红花清肝十三味丸		国药准字 Z15021187	丸剂	清肝热，除“亚玛”病，解毒。用于肝功衰退，配毒症，“亚玛”病，腰肾损伤，尿频，尿血。尤其对血热引起的眼病有效。
5	肝肾滋		国药准字 Z15020177	煎膏剂	益肝明目，滋阴补肾。用于肾阴不足，气血两亏，目眩昏暗，心烦失眠，肢倦乏力，腰腿酸软。
6	康复春口服液		国药准字 Z20064452	口服液	益气固表，养心安神，健脾和胃。用于治疗心脾俱虚，饮食少思，腹胀腹满，少气乏力，心慌心悸，精神倦怠，失眠。
7	健胃消炎颗粒		国药准字 Z15020011	颗粒剂	健脾和胃，理气活血。用于脾胃不和所致的上腹疼痛、痞满纳差以及慢性胃炎见上述证候者。
8	青果丸		国药准字 Z15020162	丸剂	清热利咽，消肿止痛。用于肺胃蕴热所致的咽部红肿、咽痛、失音声哑、口干舌燥、干咳少痰。
9	肉蔻五味丸		国药准字 Z15020238	丸剂	祛心“赫依”病。用于心烦失眠，心神不安。对心“赫依”病尤为有效。
10	扎冲十三味丸		国药准字 Z15021191	丸剂	祛风通窍，舒筋活血，镇静安神，除“协日乌素”。用于半身不遂，左瘫右痪、口眼歪斜，四肢麻木。腰腿不利，言语不清，筋骨疼痛，神经麻痹，风湿，关节疼痛。
11	消食十味丸		国药准字 Z15020242	丸剂	消积，祛寒性“协日”。用于消化不良，胃脘胀痛，寒性痞症，嗳气吞酸，对寒性“协日”尤为有效。
12	胡日查六味丸		国药准字 Z15020230	丸剂	消“粘”，清“协日”，止痛。用于“协日”性头痛，目赤红肿，“亚玛”引起的偏、正头痛。

13	槟榔十三味丸		国药准字 Z15020245	丸剂	调节“赫依”，安神止痛。用于心悸，失眠，精神失常，游走刺痛。
14	阿胶补血膏		国药准字 Z15020166	煎膏剂	补益气血，滋阴润肺。用于气血两虚所致的久病体弱、目昏、虚劳咳嗽。
15	解痉镇痛酊		国药准字 Z20064457	酊剂	活血通经、止痛。用于治疗软组织损伤而引起的颈、肩、腰、腿痛。对冻疮也有一定疗效。
16	三子颗粒		国药准字 Z15020239	颗粒剂	清热、凉血、解毒。用于瘟热、眩晕、头痛、血热、目赤。

资料来源：公开发行说明书，东莞证券研究所

表 2：大唐药业化学制剂产品基本情况

序号	药品名称	图片	批准文号	剂型	功能主治
1	复方醋酸氟轻松酊		国药准字 H15021088	酊剂	适用于神经性皮炎。对银屑病也有一定疗效。

资料来源：公开发行说明书，东莞证券研究所

2、行业规模预期维持正增长，政策持续扶持中医药行业

中成药是中医实践精华。中成药是以中草药为原料，经制剂加工制成各种不同剂型的中药制品，包括丸、散、膏、丹各种剂型，临床反复使用、安全有效、剂型固定，并采取合理工艺制备成质量稳定、可控，经批准依法生产的成方中药制剂。中成药是我国历代医药学家经过千百年医疗实践创造、总结的有效方剂的精华。

表 3：中成药行业主要产品分类

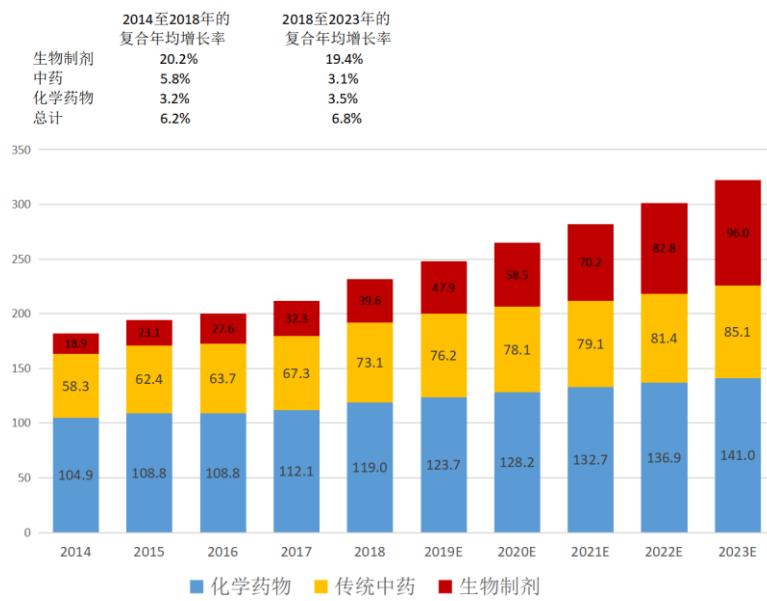
分类方式	类型
按制作方法分类	1) 用中药传统制作方法制作的各种蜜丸、水丸、冲剂、糖浆、膏药等中成药； 2) 用现代制药方法制作的中药片剂、针剂、胶囊、口服液等； 3) 专作治病的药酒。
按剂型分类	丸剂、散剂、煎膏剂（膏滋）、丹剂、片剂、颗粒剂（冲剂）、锭剂、胶剂、胶囊剂、糖浆剂、合剂、酒剂、露剂、注射剂、气雾剂、喷雾剂、栓剂、滴丸、其他等。其他剂型包括软膏剂、橡胶膏剂、油剂、滴眼剂、搽剂、浸膏剂、流浸膏剂、袋泡剂等。

资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

2.1 中药市场增长放缓但仍预期维持正增长

中国制药市场维持约 7%的规模增速，中药市场预期维持正增长。中国制药市场规模由 2014 年的 1,822 亿美元增至 2018 年的 2,316 亿美元，预计 2023 年将增至 3,221 亿美元，该期间的复合年增长率为 6.8%。根据弗若斯特沙利文预测，2018 年至 2023 年，中国中药市场的增速有望维持 3%以上。制药市场增长主要受人口老龄化及慢性病患病率相应上升以及中国政府的刺激政策推动。

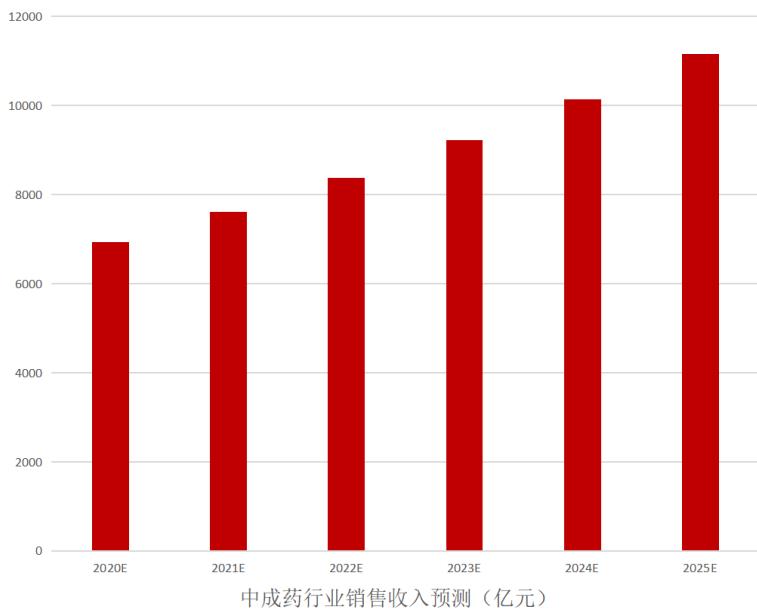
图 3：中国制药市场规模（10 亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，方达控股招股书，东莞证券研究所

预计 2025 年中成药行业销售收入突破万亿元。整体来看，我国中成药行业主要集中在中药材资源丰富的省市，如吉林、山东、江西、四川等都是全国知名的中药材产地；从发展趋势来看，这些省市的集中度不断提高，尤其是吉林省增长速度极快，而广东、天津、浙江地位有所下降。根据各省市医药、中药、生物医药“十三五”规划显示，大部分省市预计其中药产业增长率在 10%之间，部分省市预计在 20%以上，少部分省市低于 10%。在几大中药重点区域，预计其增长率均在 20%以上，其中吉林省、贵州年均增长率或达 25%以上。尽管目前，我国中成药行业呈现规模放缓的趋势，但随着政策的推动和市场的调整，行业未来前景可期。根据前瞻产业研究按照 10%增长率估计，预计到 2025 年行业销售收入将达到 11163 亿元。

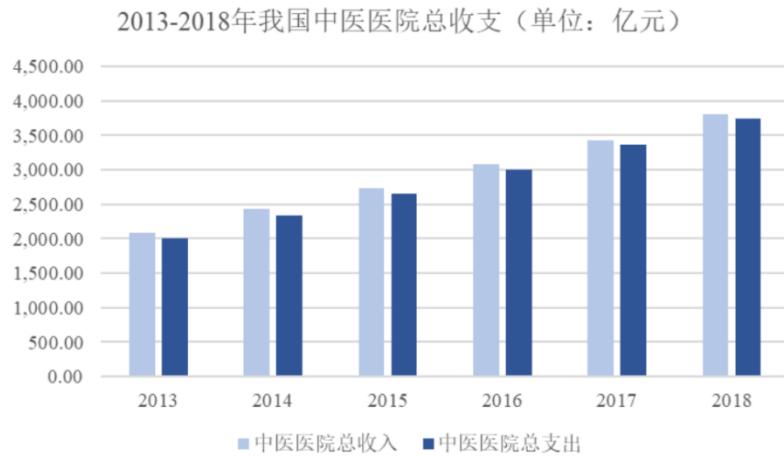
图 4：2020-2025 年中国中成药行业销售收入增长预测（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

中医医院收入维持上升趋势。从医院终端的收支来看，近年来中医药行业呈现稳步发展的态势，中医医院的总收入由 2013 年的 2,092.31 亿元增加至 2018 年的 3,815.54 亿元；中医医院的总支出由 2013 年的 2,007.40 亿元增加至 2018 年的 3,751.19 亿元。

图 5：2013 至 2018 年我国中医院总收支（亿元）



资料来源：国家统计局，公开发行说明书

2.2 行业政策加大对中成药行业支持

政策持续扶持中医药行业发展。早在 2007 年 3 月，卫生部等部门便已提出通过科技创新支撑中医药现代化发展，不断提高中医药对我国经济和社会发展的贡献率，巩固和加强我国在传统医药领域的优势地位。2016 年，国务院发布《中医药发展战略规划纲要（2016—2030 年）》，提出要坚持中西医并重，落实中医药与西医药的平等地位，遵循中医药发展规律，以推进继承创新为主题，以提高中医药发展水平为中心。到 2020

年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业现代化水平显著提高，中药工业总产值占医药工业总产值 30%以上，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到 2030 年，中医药治理体系和治理能力现代化水平显著提升，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强。

表 4：行业相关政策

序号	政策名称	发布时间	发布部门	政策概要
1	中医药创新发展规划纲要（2006-2020年）	2007年3月	卫生部、国家中医药管理局等	提出中医药创新发展的总体目标是：通过科技创新支撑中医药现代化发展，不断提高中医药对我国经济和社会发展的贡献率，巩固和加强我国在传统医药领域的优势地位；重点突破中医药传承和医学及生命科学创新发展的关键问题，争取成为中国科技走向世界的突破口之一。
2	国务院关于深化医药卫生体制改革的意见	2009年3月17日	国务院	充分发挥中医药（民族医药）在疾病预防控制、应对突发公共卫生事件、医疗服务中的作用。加强中医临床研究基地和中医院建设，组织开展中医药防治疑难疾病的联合攻关。在基层医疗卫生服务中，大力推广中医药适宜技术。采取扶持中医药发展政策，促进中医药继承和创新。
3	国务院关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见	2009年4月21日	国务院	要加大对中医药产业的扶持力度，建设中成药工业体系。组织实施现代中药高技术产业化项目，加大支持力度。该意见同时提出：医疗保障政策和基本药物政策要鼓励中医药服务的提供和使用。将符合条件的中医诊疗项目、中药品种和医疗机构中药制剂纳入报销范围。
4	关于加快医药行业结构调整的指导意见	2010年10月9日	工业和信息化部、卫生部、国家食品药品监管局	要坚持自主创新、技术改造与淘汰落后相结合。提高企业自主创新能力，重点推进生物医药技术创新与产业化，推动企业按照《药品生产质量管理规范（2010年修订）》（GMP）进行改造，淘汰高耗能、高耗水、污染大、效率低的落后工艺和设备，严格控制新增产能。
5	国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定	2010年10月10日	国务院	要大力发展战略性新兴产业，要大力发展用于重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药等创新药物大品种。生物产业是该决定指出的要努力实现重点领域快速健康发展的战略性新兴产业。
6	国务院办公厅关于巩固完善基本药物制度和基层运行新机制的意见	2013年2月	国务院	稳固基本药物集中采购机制，遵循质量优先、价格合理的原则。在经济技术标评审中，对药品质量、生产企业的服务和信誉等进行全面审查，将企业通过《药品生产质量管理规范（2010年版）》（GMP）认证作为质量评价的重要指标；在商务标评审中，对竞标价格明显偏低的药品进行综合评估，避免恶性竞争。优先采购达到国际水平的仿制药，激励企业提高基本药物质量。
7	中医药发展战略规划纲要（2016—2030年）	2016年2月22日	国务院	要坚持中西医并重，落实中医药与西医药的平等地位，遵循中医药发展规律，以推进继承创新为主题，以提高中医药发展水平为中心，以完善符合中医药特点的管理体制和政策机制为重点，以增进和维护人民群众健康为目标，拓展中医药服务领域，促进中西医结合，统筹推进中医药事业振兴发展。到 2020 年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业现代化水平显著提高，中药工业总产值占医药工业总产值 30%以上，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到 2030 年，中

				医药治理体系和治理能力现代化水平显著提升，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强。
8	中医药发展十三五规划	2016年8月10日	国家中医药管理局	该规划指出到2020年，实现人人基本享有中医药服务。中医药医疗、保健、科研、教育、产业、文化发展迈上新台阶，标准化、信息化、产业化、现代化水平不断提高。健康服务可得性、可及性明显改善，中医药防病治病能力和学术水平大幅提升，人才培养体系基本建立，中医药产业成为国民经济重要支柱之一，中医药对外交流合作更加广泛，符合中医药发展规律的法律体系、标准体系、监督体系和政策体系基本建立，中医药管理体制更加健全，为建设健康中国和全面建成小康社会做出新贡献。
9	关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）	2016年12月26日	国务院	“两票制”是指药品生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票。鼓励公立医疗机构与药品生产企业直接结算药品货款、药品生产企业与流通企业结算配送费用。综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市要率先推行“两票制”，鼓励其他地区执行“两票制”，争取到2018年在全国推开。
10	“十三五”深化医药卫生体制改革规划	2016年12月27日	国务院	实施中医药传承与创新工程，推动中医药服务资源与临床科研有机结合，加强中医适宜技术的应用，充分发挥中医药在“治未病”、重大疾病治疗和疾病康复中的重要作用。在基层中医药服务体系不健全、能力较弱的地区，将中医医院中医门诊诊疗服务纳入首诊范围。该规划提出要实施基层中医药服务能力提升工程“十三五”行动计划。到2020年，力争所有社区卫生服务机构和乡镇卫生院以及70%的村卫生室具备中医药服务能力，同时具备相应的医疗康复能力。
11	关于推进药品上市许可持有人制度试点工作方案有关事项的通知	2017年8月21日	国家食品药品监督管理总局	要落实持有人法律责任。持有人负责药品生产销售全链条和药品全生命周期管理，对药品临床前研究、临床试验、生产制造、经销配送、不良反应监测等承担全部法律责任。整合技术资源，促进专业化规模化生产。药品生产企业集团公司可以将各控股子公司的药品批准文号集中到集团公司持有，成为持有人。
12	国家组织药品集中采购和使用试点方案	2019年1月1日	国务院办公厅	提出选择北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安11个城市，从通过质量和疗效一致性评价（含按化学药品新注册分类批准上市，简称一致性评价，下同）的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种，国家组织药品集中采购和使用试点，实现药价明显降低，减轻患者药费负担；降低企业交易成本，净化流通环境，改善行业生态；引导医疗机构规范用药，支持公立医院改革；探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药品价格形成机制。

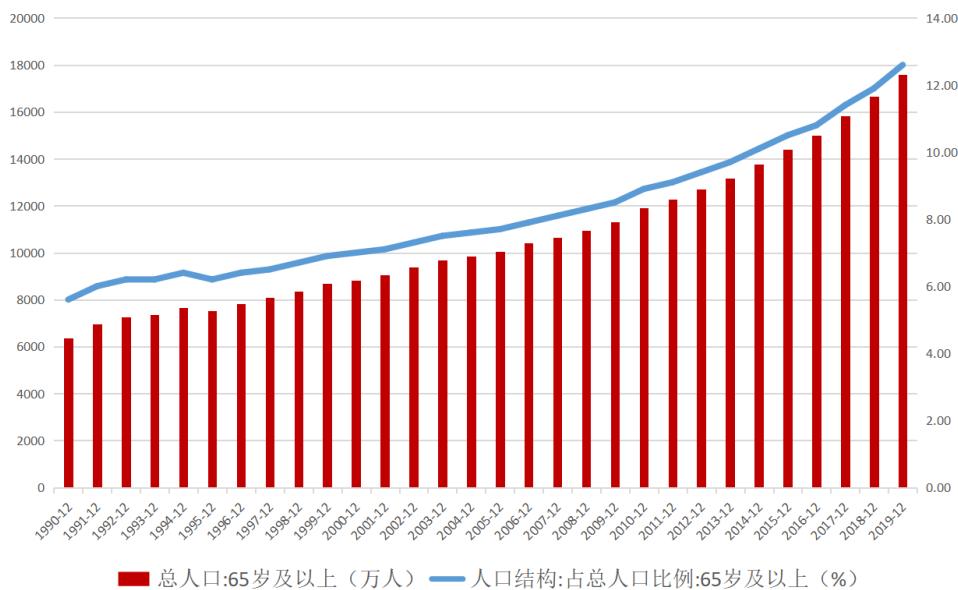
资料来源：公开发行说明书，东莞证券研究所

2.3 人口老龄化是中国医药市场快速增长的根本因素

人口老龄化加速利好医药行业。从1990年至2019年，我国65岁及以上人口从0.64亿增加到了1.76亿，占比从5.60%增加到了12.60%。我国人口老龄化呈现加速趋势，65岁及以上人口占比从6%到7%经历了漫长的8年时间，而从7%到8%经历了6年，从8%到9%经历了3年，从9%到10%经历了2年，从10%到11%经历了2年，而从11%到12%仅经历了1年。从65岁及以上人口结构曲线斜率看，1990年至1999年斜率仅为0.13，2000年至2009年斜率提升到了0.15，2010至2019年斜率已提升至0.37，人口老龄化加速严重。由于老龄化人口更易患慢性病比如心血管疾病、癌症，而慢性疾病更需要长

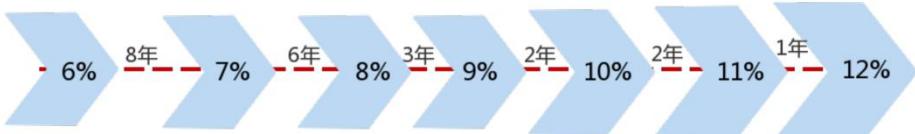
期的药物治疗，同时也会激发药企针对此类疾病研发新型治疗药物的热情。大量的老龄化人口会带动医药市场发展。

图 6：中国 65 岁及以上人口结构



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

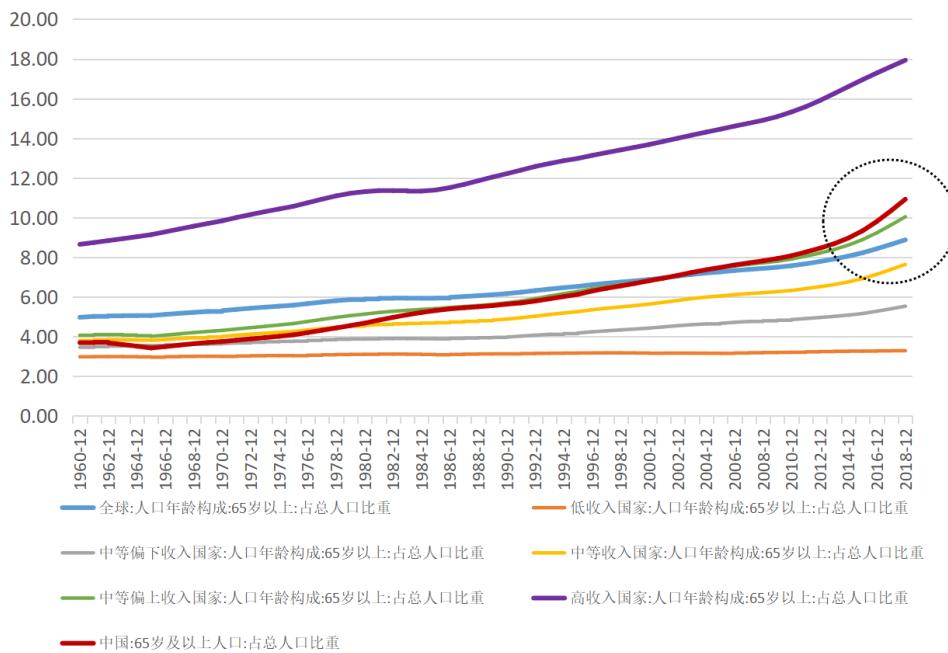
图 7：中国 65 岁及以上老龄人占比快速提升



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

中国老龄人口比重已超过中等偏上收入国家平均水平。根据世界银行统计，中国 65 岁及以上老龄人占人口比重于 2004 年首次超越中等偏上收入国家，并逐步拉开与全球平均水平的差距。至 2018 年，中国 65 岁及以上老龄人占人口比重已达到 10.92%，高于全球平均水平的 8.87% 和中等偏上收入国家水平的 10.04%，并有逐步抛离的趋势。对比高收入国家 65 岁及以上老龄人占人口比重的 17.93%，中国正在加速缩短与发达国家之间的距离。基于中国庞大的人口基数，中国老龄人口对中国医药市场的推动非常巨大。

图 8：多国家人口构成对比（%）



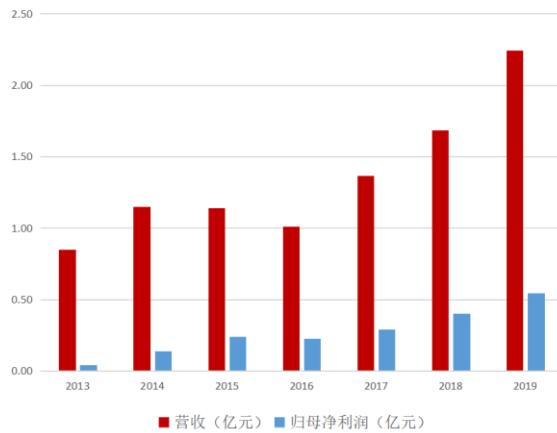
资料来源：世界银行，东莞证券研究所

3、公司基本面良好，产品竞争优势突出

3.1 业绩增长势头良好

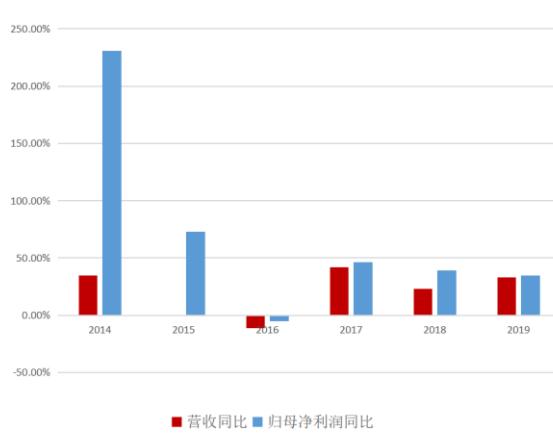
营收和净利润长期维持良好增长趋势。从2013年至2019年，公司营收从0.85亿元上升至2.25亿元，CAGR为17.61%；归母净利润从0.04亿元上升至0.54亿元，CAGR为54.31%。2020年前三季度，公司实现营业总收入1.22亿元，同比-15.69%；实现归母净利润0.25亿元，同比-20.49%；实现扣非净利润0.21亿元，同比-31.95%。

图 9：公司营收和归母净利润（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 10：公司营收和归母净利润同比（%）

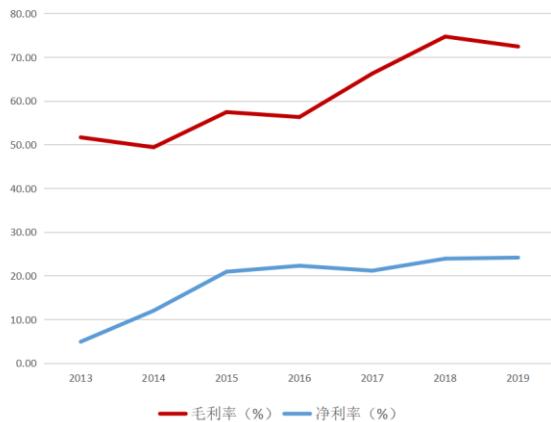


资料来源：wind，东莞证券研究所

毛利率和净利率比往年有所提升。自2013年以来，公司毛利率从约50%提升至近两年的约70%，净利率提升至20%以上。2020年前三季度，公司分别实现毛利率和净利率71.37%

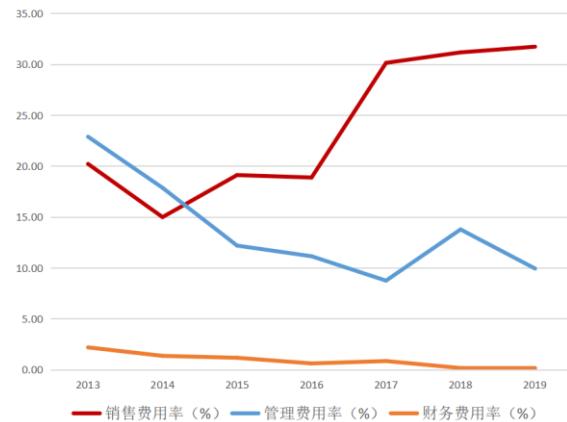
和 20.33%，维持在高位水平，受新冠疫情影响影响较少。2019 年三费整体水平为 41.86%，比 2018 年下降了 3.24 个百分点。

图 11：公司毛利率和净利率情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 12：公司三费情况

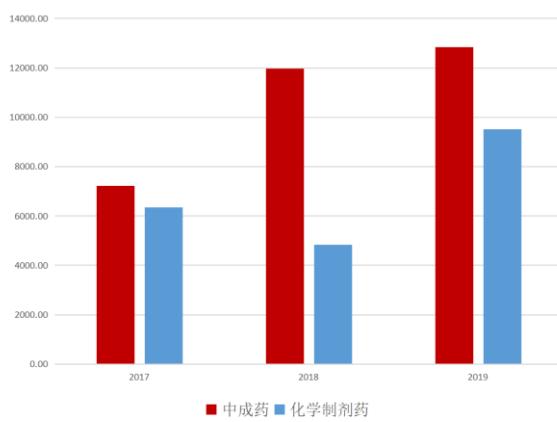


资料来源：wind，东莞证券研究所

3.2 主营产品销售数据逐年向好

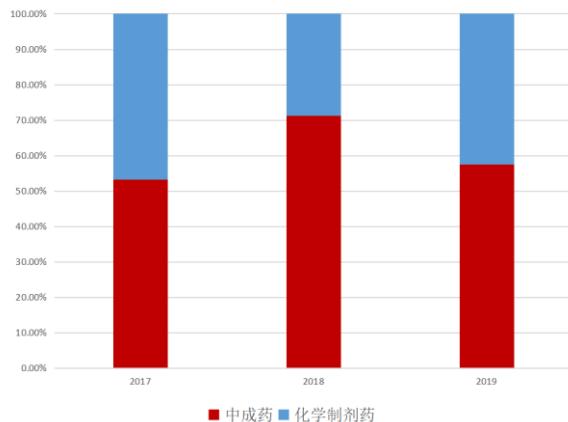
中成药销售额逐年走高。分产品看，公司中成药销售额持续走高，营收从 2017 年的 0.72 亿元上升至 2019 年的 1.28 亿元，化学制剂药则从 2017 年的 0.64 亿元上升至 2019 年的 0.95 亿元。从营收占比看，中成药营收占比一直维持 50%以上，2019 年营收占比为 57.48%，化学制剂药则占比 42.52%。中成药中有 11 种进入了国家医保目录，分别有暖宫七味散、暖宫七味丸、吉祥安坤丸等，销量普遍可观。

图 13：分产品营收（万元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 14：分产品营收占比



资料来源：wind，东莞证券研究所

表 5：入选国家医保目录蒙药的情况

序	产品名称	剂型	功能主治	医保类别	进入医保目
---	------	----	------	------	-------

号	录执行时间				
1	暖宫七味散	散剂	调经养血，暖宫止带。用于心、肾“赫依”病，气滞腰痛，小腹冷痛，月经不调，白带过多。	乙	2004-9-23
2	暖宫七味丸	水丸	调经养血，暖宫止带。用于心、肾“赫依”病，气滞腰痛，小腹冷痛，月经不调，白带过多。	乙	2009-12-1
3	吉祥安坤丸	水丸	调经活血，补气安神。用于月经不调，产后发烧，心神不安，头昏头痛，腰膝无力，四肢浮肿，乳腺肿胀。	乙	2004-9-23
4	肉蔻五味丸	水丸	祛心“赫依”病。用于心烦失眠，心神不安。对心“赫依”病尤为有效。	乙	2004-9-23
5	扎冲十三味丸	水丸	祛风通窍，舒筋活血，镇静安神，除“协日乌素”。用于半身不遂，左瘫右痪、口眼歪斜，四肢麻木。腰腿不利，言语不清，筋骨疼痛，神经麻痹，风湿，关节疼痛。	乙	2004-9-23
6	红花清肝十三味丸	水丸	清肝热，除“亚玛”病，解毒。用于肝功衰退，配毒症，“亚玛”病，腰肾损伤，尿频，尿血。尤其对血热引起的眼病有效。	乙	2004-9-23
7	益肾十七味丸	水丸	清肾热，消“粘”，固精。用于肾寒肾热褚症，腰膝疼痛，梦遗滑精，睾丸肿大。	乙	2017-2-21
8	四味土木香散	散剂	清瘟解表。用于瘟病初期，发冷发热，头痛咳嗽，咽喉肿痛，胸胁作痛。	乙	2017-2-21
9	巴特日七味丸	水丸	清瘟解毒，消“粘”，止痛，散瘀，止痢。用于瘟疫盛热，脑炎，赤白痢疾，白喉，目黄，音哑，转筋。	乙	2004-9-23
10	阿拉坦五味丸	水丸	祛“赫依、协日”病，健胃，助消化。胃肠炽热，宿食不消，肝胆热症，黄疸。	乙	2004-9-23
11	消积洁白丸	水丸	温中散寒，消积止痛。用于中焦虚寒，食积内停，痞满胀痛，消化不良。	乙	2009-12-1

资料来源：公开发行说明书，东莞证券研究所

产品销售数据良好。从销量看，公司 2019 年主营产品销售基本维持正增长，其中销量较高的阿拉坦五味丸(6 袋)、红花清肝十三味丸(2 板)、暖宫七味散、肉蔻五味丸(3 板)、扎冲十三味丸分别实现 41.36、92.52、87.78、45.07、33.66 万盒，10 种主要产品合计销售 392.79 万盒，同比+4.06%；合计销售金额 8710.10 万元，同比+7.34%。

图 15：医保名单药品销售数量（万盒）

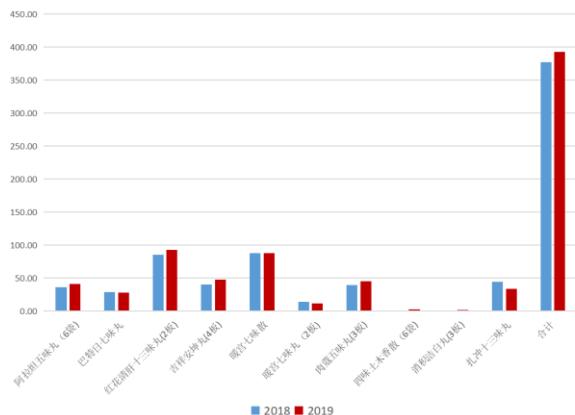
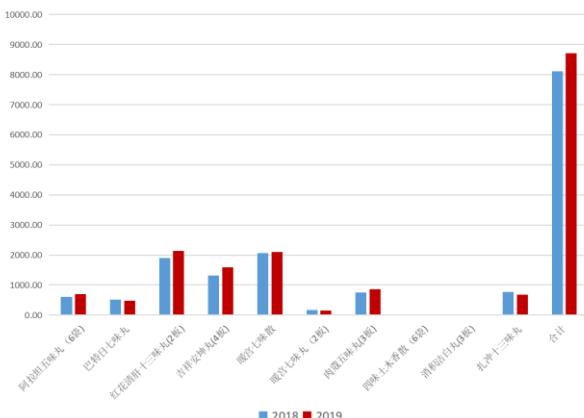


图 16：医保名单药品销售金额（万元）



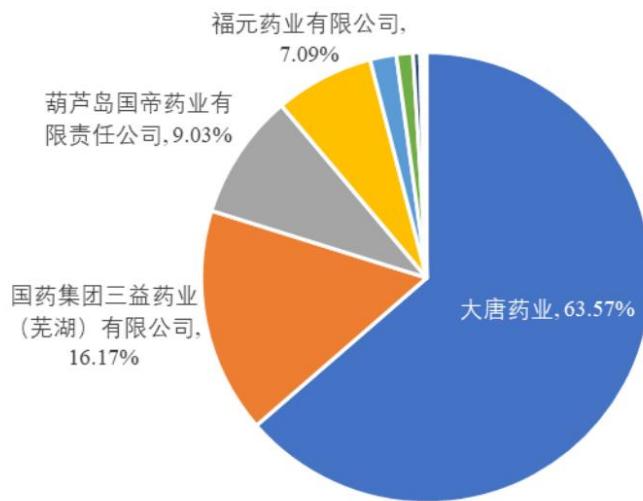
资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

复方醋酸氟轻松酊处于产品生命周期的成熟期。复方醋酸氟轻松酊销售渠道集中于零售药店，对应相关药品细分市场为“皮肤病用皮质激素制剂类化学药”细分市场。据 2018 年米内网数据库公布数据，中国城市零售药店“皮肤病用皮质激素制剂类化学药”细分市场的市场容量约为 23.7 亿元。其中，复方醋酸氟轻松酊市场份额为 1.78%，市场占有率为第 9。从生命周期来看，复方醋酸氟轻松酊自上市以来，建立了从原料到制剂、从处方到临床的一系列研发技术体系，具有多项核心技术和知识产权的支撑；复方醋酸氟轻松酊具有良好的疗效，在医生和患者群体中有一定的口碑。

复方醋酸氟轻松酊市占率第一。截至 2020 年 7 月，我国拥有复方醋酸氟轻松酊的批文文号的制药企业共有 27 家，公司的主要竞争对手包括国药集团三益药业（芜湖）有限公司、葫芦岛国帝药业有限责任公司和福元药业有限公司。根据米内网医药经济数据库数据分析，2018 年大唐药业复方醋酸氟轻松酊的市场份额达 63.57%，排名第一；主要竞争对手国药集团三益药业（芜湖）有限公司和葫芦岛国帝药业有限责任公司的市场份额分别为 16.17% 和 9.03%，公司市场占有率较高。

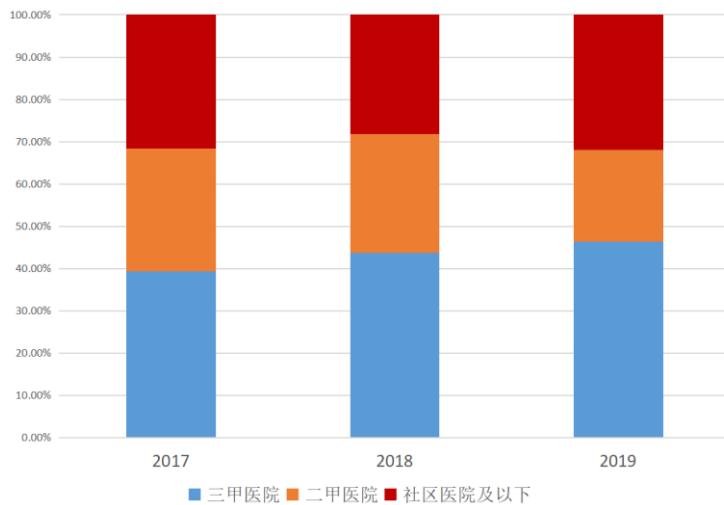
图 17：2018 年复方醋酸氟轻松酊市场份额



资料来源：公开发行说明书，东莞证券研究所

三甲医院营收占比提升。从入选国家医保目录蒙药在各级医院的销售占比看，近几年三甲医院营收占比持续提升，从 2017 年的 39.28% 上升至 2019 年的 46.37%；二甲医院占比则从 2017 年的 29.05% 下降到 21.68%；社区医院及以下占比维持稳定。

图 18：终端客户类型占比



资料来源：公开发行说明书，东莞证券研究所

3.2 蒙药竞争优势明显

公司蒙药在主要生产厂商中排名第一。公司蒙药品种上市销售二十余年，产品遍及全国多个省、直辖市。截至本公开发行说明书签署日，公司拥有 29 种蒙药，其中 11 种蒙药入选国家医保目录。公司目前的上市药品品种共有 266 个，其中化学制剂药 8 个，根据米内网的查询数据，在蒙药主要生产厂商中排名第一。

表 6：公司同业竞争对手具体情况（截至 2020 年 5 月）

序号	公司名称	上市品种统计		
		化学制剂药	中成药	合计
1	内蒙古蒙药股份有限公司	13	230	243
2	内蒙古库伦蒙药有限公司	-	104	104
3	阜新蒙药有限责任公司	-	59	59
4	内蒙古奥特奇蒙药股份有限公司	-	10	10

资料来源：米内网，公开发行说明书，东莞证券研究所

研发种类领先同行。公司设立的内蒙古大唐药业研发中心，负责开展药品行业情报收集、药品生产技术发展、重点产品中长期发展战略规划，以及基于公司产品需求的立项开发，旨在解决产品技术问题，消除产品潜在风险；公司子公司盛唐蒙药负责整合公司内外研究资源，专注蒙医药、中医药等领域中长期发展和公司的战略发展的基础应用研究及产业化研究；内蒙古自治区蒙药新药研发企业重点实验室是经内蒙古自治区科技厅认定的自治区级重点实验室，重点实验室以创新性研发、前瞻性研发、突破性研发为指引，主要负责传统蒙医药理论与现代医药学发展体系相结合的蒙药新药研究和传统蒙药“二次开发”研究，负责蒙药技术创新团队建设和蒙药实用技能人才的培养。

表 7：内蒙古蒙药股份有限公司的在研品种统计情况（截至 2020 年 5 月）
15

序号	公司名称	在研品种统计		
		化学制剂药	中成药	合计
1	大唐药业	6	36	42
2	内蒙古蒙药股份有限公司	1	32	33
3	阜新蒙药有限责任公司	-	16	16
4	内蒙古库伦蒙药有限公司	-	4	4
5	内蒙古奥特奇蒙药股份有限公司	-	1	1

资料来源：米内网，公开发行说明书，东莞证券研究所

3.3 财务指标达到同业公司平均水平

毛利率处于同类公司平均水平，净利率高于同行。公司的主打产品复方醋酸氟轻松酊（50ml）在2018年和2019年提高了销售价格，平均销售单价（不含税）从2017年平均16.92元/盒提高到2018年的22.65元/盒和2019年的29.04元/盒，涨幅分别为33.87%和28.19%，因此毛利率有较大幅度提升。随着“两票制”在全国范围内逐步推广落实，由于减少了中间销售环节，公司能以相对较高的出厂价实现产品销售，从而毛利率水平有所提升。2017年至2019年，公司的主营业务毛利率分别为66.61%、74.71%和72.59%。2017年公司主营业务毛利率低于同行业平均水平，2018年和2019年与同类企业平均水平基本相当。公司其他蒙中药特色产品的市场稀缺性等特点，也是公司能够持续保持较高毛利率水平的原因。2017年至2019年，公司的净利率分别为21.15%、23.90%和24.14%，2018年较2017年上升2.75%，主要是由于公司毛利率上升所致；2019年较2018年上升0.24%。

表 8：公司与同行业上市公司主要财务指标比较

证券代码	证券简称	2019年度	2018年度	2017年度
主营业务毛利率				
002287.SZ	奇正藏药	87.21%	87.89%	87.43%
002412.SZ	汉森制药	73.78%	74.33%	72.92%
002424.SZ	贵州百灵	60.15%	59.81%	63.24%
600211.SH	西藏药业	83.62%	80.01%	73.97%
平均值		76.19%	75.51%	74.39%
836433.OC	大唐药业	72.59%	74.71%	66.61%
净利率				
002287.SZ	奇正藏药	25.98%	26.17%	28.56%
002412.SZ	汉森制药	18.30%	16.00%	13.11%
002424.SZ	贵州百灵	10.29%	18.23%	20.53%

600211.SH	西藏药业	25.27%	21.22%	25.59%
	平均值	19.96%	20.40%	21.95%
836433.OC	大唐药业	24.14%	23.90%	21.15%

资料来源：上市公司年报，东莞证券研究所

风险提示：产业政策的风险、药品质量安全风险、药品降价风险、产品相对集中风险、原材料供应商单一风险、原材料价格波动风险、毛利率波动导致业绩下滑风险、税收优惠风险、新冠疫情对公司经营业绩风险、一致性评价风险、中成药二次开发风险。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn