

苗药龙头重磅产品丰富，品牌推广强，创新品种叠出

——贵州百灵首次覆盖报告

公司深度

● 公司苗药（中药）重磅产品竞争力强，品牌深入人心

贵州百灵是全国最大的苗药研制生产企业，2007 年到 2018 年 12 年间，收入端（18%）利润端（13.5%）整体保持稳健增长。近两年受到市场环境、疫情、投资企业等影响有所调整，未来快速成长可期。

公司深耕中（苗）药感冒类和心脑血管类两大主力赛道。主力产品银丹心脑通软胶囊是疗效全面的独家苗药制剂，长期保持较快增长，未来潜力有望达到 20 亿。维 C 银翘片价格竞争力强，长期保持 50% 市占率，品牌深入人心。颗粒剂（双羊喉痹通、小儿柴桂退热颗粒等）、一枝黄花喷雾剂近几年持续保持高速增长，产能瓶颈即将突破。糖宁通络是公司潜在主力产品，随着覆盖医院的增长和医院合作模式的深入，未来销售额将突破性增长。

● 苗药与现代药物研发并重，糖宁通络临床进展显著

公司研发体系完备，研发管线民族药和现代药并重。糖宁通络在中国医学科学院、香港大学、301 医院进行了临床前和临床试验，在降糖、保护胰岛细胞、安全性等方面取得了较好的试验结果，未来有望申报国家新药。普依司他靶点竞争较少，抗肿瘤活性强。

● 医院渠道覆盖广泛，OTC 渠道和推广能力强大

贵州百灵覆盖医院遍布全国，在 OTC 行业的终端推广和渠道构建能力首屈一指，对大部分大型连锁零售药店均有战略合作和覆盖，有近 5000 人的 OTC 销售队伍。OTC 渠道政策免疫性强，重要性日益显著。公司还通过自建医院、院内合作、互联网医院等方式推动苗药应用。

● 公司产能规模大，我们预计未来大幅提高

公司产能名列前茅，近年生产线不断扩能技改，提取方面正在新建 3.5 万吨的扩能技改项目。我们预计公司各剂型的产能未来均有大幅度的增长。颗粒剂预计增长最快，其次是喷雾剂，侧面反映公司产品力和市场需求潜力。

● 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2020-2022 年，营业收入分别为 29.33、34.99、41.09 亿，归母净利润分别为 2.31、3.20、4.18 亿，对应 EPS 为 0.16 元、0.23 元、0.30 元，对应 PE 分别为 46.5 倍、33.7 倍、25.8 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：市场竞争激烈、研发不及预期、对外投资风险等

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,137	2,851	2,933	3,499	4,109
增长率(%)	21.0	-9.1	2.9	19.3	17.4
净利润(百万元)	563	291	231	320	418
增长率(%)	7.1	-48.3	-20.6	38.1	30.8
毛利率(%)	59.7	60.1	57.9	58.9	59.1
净利率(%)	18.0	10.2	7.9	9.1	10.2
ROE(%)	14.6	7.1	5.9	7.7	9.5
EPS(摊薄/元)	0.40	0.21	0.16	0.23	0.30
P/E	23.5	21.8	46.5	33.7	25.8
P/B	3.6	3.2	2.7	2.6	2.5

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为 2021 年 1 月 20 日

推荐（首次评级）

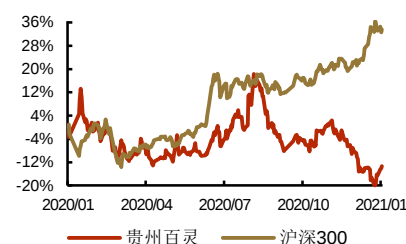
沈瑞（分析师）

证书编号：S0280520060001

市场数据 时间 2021.01.20

收盘价(元):	7.89
一年最低/最高(元):	6.66/11.14
总股本(亿股):	14.11
总市值(亿元):	111.34
流通股本(亿股):	9.36
流通市值(亿元):	73.84
近 3 月换手率:	59.58%

股价一年走势



相关报告

目 录

1、 公司作为苗药龙头，长期稳健增长.....	5
1.1、 公司是贵州苗药龙头企业	5
1.2、 公司股权结构和控股子公司	5
1.3、 公司产品以苗药（中成药）及 OTC 产品为主.....	6
1.4、 公司业绩长期保持稳健增长	6
1.4.1、 2007-2018 年收入端利润端整体保持稳健增长.....	6
1.4.2、 毛利率基本稳定，销售费用率近期有所提升	8
2、 苗药行业扎根贵州，蓬勃发展.....	9
2.1、 苗药是中药重要组成部分，历史沉淀丰富.....	9
2.2、 未来发展趋势：现代化和回归自然	9
2.3、 贵州苗药资源丰富	9
2.4、 贵州苗药工业蓬勃发展	9
3、 心脑血管和呼吸类是中成药零售(OTC)行业主要增长点	10
3.1、 中成药零售行业增速缓慢有所下降	10
3.1.1、 中成药零售增速逐渐下降，2020 年受疫情影响有所下滑	10
3.1.2、 中成药应用的最大的两个领域是心脑血管和呼吸	10
3.2、 呼吸系统疾病中成药行业持续增长，增速快于行业整体.....	11
3.2.1、 呼吸系统中成药公立医疗机构销售额增速快于行业整体	11
3.2.2、 品牌呼吸系统中成药增速较行业平均更快	12
3.2.3、 止咳化痰领域较为成熟.....	12
3.2.4、 细分感冒药市场：中西结合感冒药更受欢迎	13
3.3、 用于心脑血管疾病的中成药空间巨大	13
3.3.1、 心脑血管患者人群巨大	13
3.3.2、 心脑血管中成药零售呈现小幅增长	13
3.3.3、 心脑血管中成药重磅品牌产品较多	13
4、 公司苗药（中药）重磅产品竞争力强，品牌深入人心.....	15
4.1、 已形成感冒类和心脑血管类苗药中药产品架构和品牌体系	15
4.2、 主力产品银丹心脑通长期保持较快增长	15
4.2.1、 银丹心脑通是公司主力产品	15
4.2.2、 银丹心脑通是疗效全面的独家苗药制剂	16
4.2.3、 银丹心脑通有望成为第一个国际化苗药产品	16
4.3、 咳速停糖浆及胶囊是止咳类传统大单品	16
4.4、 维 C 银翘片价格竞争力强，品牌深入人心.....	17
4.4.1、 维 C 银翘片为中西结合复方感冒制剂.....	17
4.4.2、 竞争优势：价格较低、品牌知名度高、市占率高	17
4.5、 颗粒类制剂近年保持高速增长	17
4.6、 药材种植基地保证优质原料供应	17
5、 渠道推广和销售队伍强大.....	18
5.1、 医院渠道覆盖广泛，主要借助经销商	18
5.2、 OTC 渠道和推广能力强大	18
5.3、 OTC 渠道政策免疫性强，渠道价值日益显著.....	18
5.4、 自建医院推动苗药应用	18

5.5、 通过大医生等互联网医院平台推广糖宁通络.....	18
5.5.1、 公司与大医生医疗签订互联网合作协议	18
5.5.2、 大医生医疗是涵盖丰富专家医院资源的互联网医疗平台	19
5.5.3、 双方合作侧重糖宁通络销售、糖尿病学科建设以及学术推广	19
6、 公司产能规模大，未来大幅提高.....	20
6.1、 公司产能名列前茅，近年生产线不断扩能技改.....	20
6.2、 我们预计公司产能快速大幅增长	20
7、 苗药与现代药物研发并重.....	20
7.1、 公司研发体系完备	20
7.2、 研发管线民族药和现代药并重	21
7.3、 糖宁通络片：糖宁通络临床应用价值突显.....	21
7.3.1、 糖宁通络取得显著临床进展	21
7.3.2、 医院合作开发模式前景非常广阔	22
7.3.3、 糖宁通络开发进展较快前景可期	22
7.4、 普依司他靶点竞争较少，抗肿瘤活性强	23
8、 外延投资协同及互补效应强.....	24
8.1、 入股云南植物发挥产品线丰富优势	24
8.1.1、 云南植物品种资源丰富	24
8.1.2、 百灵入股后显著提高了产品的销售能力	24
8.1.3、 入股后强化市场化机制	24
8.2、 重庆海扶刀技术领先，是公司大健康产业链的一环.....	25
8.2.1、 重庆海扶超声消融世界领先	25
8.2.2、 “海扶刀”加强国内外推广	25
8.2.3、 重庆海扶服务公司大健康战略	25
8.3、 成立成都蹕灵专注新药研发	25
8.4、 设立中灵广惠中药材交易平台打通供销链.....	25
8.5、 投资亚东生物发挥产品协同效应	26
8.5.1、 亚东生物各类产品线丰富	26
8.5.2、 公司与北京亚东达成战略合作关系	26
9、 盈利预测	26
9.1、 细分产品业绩前瞻	26
9.2、 盈利预测及投资评级	27
10、 风险分析	27
附：财务预测摘要.....	28

图表目录

图 1： 贵州百灵主要实控人为姜伟和姜勇	5
图 2： 公司主要参控股子公司包括中药制造、研发、销售和医疗服务领域	5
图 3： 公司 2007-2018 年营业收入保持较快增长.....	7
图 4： 公司 2007-2018 年净利润保持稳健增长.....	7
图 5： 公司销售的区域分布以西南和华北为主	8
图 6： 毛利率基本稳定，销售费用率近期有所提升	8
图 7： 2015-2020E 药店中成药销售增速逐渐放缓	10
图 8： 2020H1 中国公立医疗机构中成药占比靠前的为心脑血管和呼吸	11

图 9: 呼吸系统疾病中成药的销售增速快于行业整体	11
图 10: 呼吸系统疾病中成药内服 TOP20 品牌整体增长快于行业平均	12
图 11: 中国城市零售药店终端心脑血管中成药持续增长 (单位: 亿元)	13
图 12: 2020E 中国城市零售药店终端心脑血管中成药 TOP20 均为重磅知名品牌产品	14
图 13: 公司苗药及 OTC 主要产品分为三个梯队	15
图 14: 银丹心脑血管长期保持快速增长	16
图 15: 公司研发管线民族药和现代药并重, 分布四大领域	21
图 16: 糖宁通络片临床及临床前试验取得显著成果	22
图 17: 公司近年多次对外投资构建大健康生态圈	24
图 18: 电子商务平台建设打通药材线上线下供应链	26
表 1: 公司主要产品及功效一览	6
表 2: 公司未来产能有望快速增长	20

1、公司作为苗药龙头，长期稳健增长

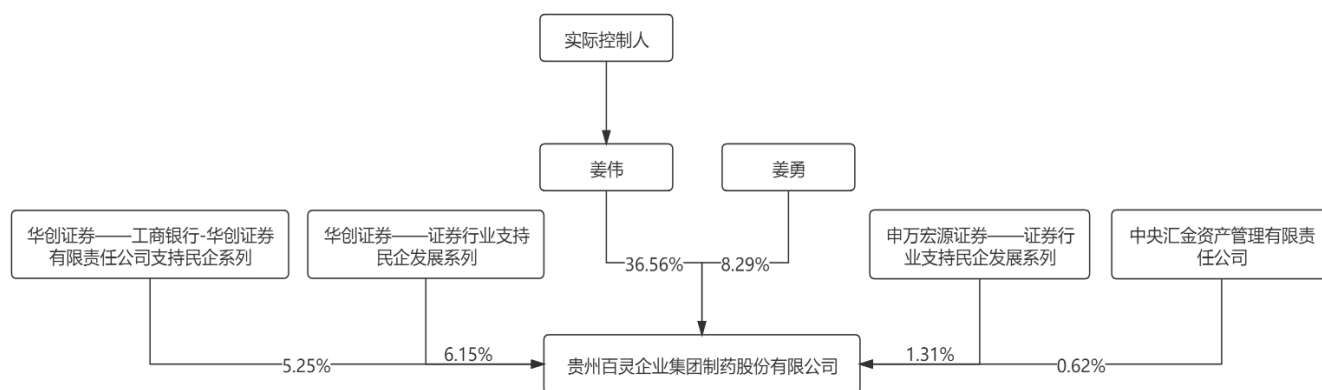
1.1、公司是贵州苗药龙头企业

贵州百灵是一家从事苗药研发、生产、销售于一体的医药上市公司。2010年6月，公司在深圳证券交易所上市。上市十年以来，公司稳健发展持续盈利，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。公司连续8年荣登“中国制药工业百强榜”，在“2018年度中国中药企业TOP100排行榜”位列第36位。2019年，贵州百灵实现营收28.51亿元，净利润2.91亿元，公司总资产70.59亿元。

1.2、公司股权结构和控股子公司

姜伟为公司实控人，直接或间接累计持股44.85%。目前分别担任公司董事长和副总经理职务。

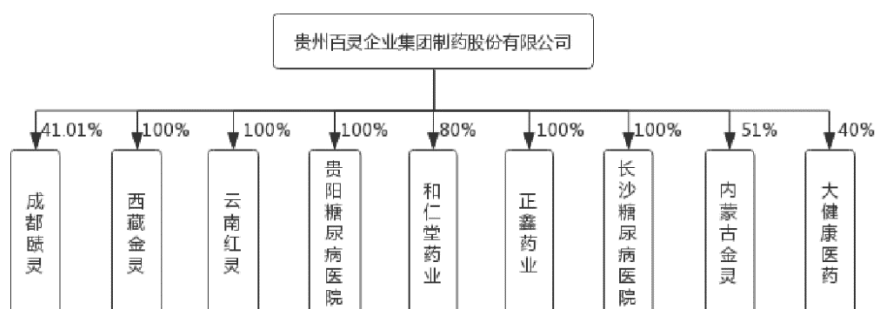
图1：贵州百灵主要实控人为姜伟和姜勇



资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

公司主要子公司有中药制造公司如正鑫药业、和仁堂药业等；商业公司主要有西藏金灵、内蒙古金灵、安顺大健康医药；研发公司主要有成都蹼灵；医疗机构主要有贵阳糖尿病医院和长沙糖尿病医院等。

图2：公司主要参控股子公司包括中药制造、研发、销售和医疗服务领域



资料来源：公司公告，新时代证券研究所管理

1.3、公司产品以苗药（中成药）及 OTC 产品为主

独家苗药产品银丹心脑血管软胶囊、咳速停糖浆及胶囊和非苗药产品金感胶囊、维 C 银翘片、小儿柴桂退热颗粒等都为公司主要产品，上述产品在心脑血管类、咳嗽类、感冒类、小儿类药品市场中均占有一席之地。另外公司积极开拓以糖宁通络为核心竞争力的苗医药一体化项目。

表1：公司主要产品及功效一览

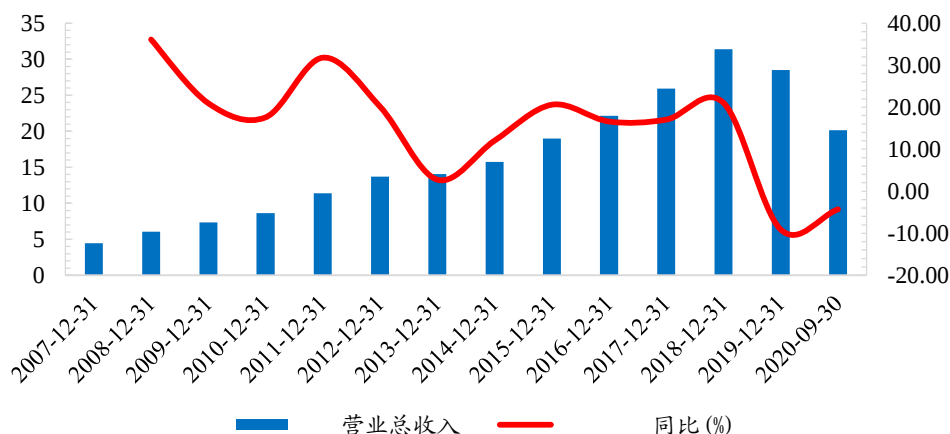
主要产品	主要功效	苗药	OTC
银丹心脑血管软胶囊	中医：活血化瘀、行气止痛，消食化滞。用于气滞血瘀引起的胸痹，症见胸痛，胸闷，气短，心悸等；冠心病心绞痛，高脂血症、脑动脉硬化，中风、中风后遗症见上述症状者。	是	否
维 C 银翘片	疏风解表，清热解毒。用于外感风热所致的流行性感，症见发热、头痛、咳嗽、口干、咽喉疼痛。	否	是
咳速停糖浆及胶囊	中医：补气养阴，润肺止咳，益胃生津。用于感冒及慢性支气管炎引起的咳嗽，咽干，咯痰，气喘。	是	是
小儿柴桂退热颗粒	发汗解表，清里退热。用于小儿外感发热，症见：发热，头身痛，流涕，口渴，咽红，溲黄，便干等。	否	是
金感胶囊	清热解毒，疏风解表。用于普通感冒、流行性感，外感风热证，症见发热，头痛，鼻塞，流涕，咳嗽，咽痛。	否	是
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（急性扁桃腺炎）所致的咽喉肿痛。	是	是
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。	是	否
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。	是	是
复方一枝黄花喷雾剂	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。	是	是
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	是
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。	是	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。	是	否

资料来源：公司年报，新时代证券研究所整理

1.4、公司业绩长期保持稳健增长

1.4.1、2007-2018 年收入端利润端整体保持稳健增长

从 2007 年到 2018 年 12 年间，营业收入保持较快增长，复合增长率达到 18%。19 年增速下降主要是市场环境、原材料价格、投资企业等因素影响导致，公司调整中成药产品结构，维 c 银翘片和咳速停糖浆销售额减少量超过了银丹心脑血管和双羊喉痹通的增量。2020 年收入下降主要是疫情导致感冒类中药销售严重受挫。

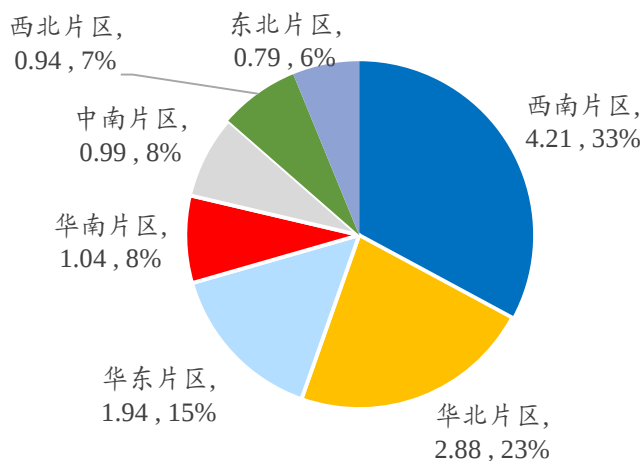
图3： 公司 2007-2018 年营业收入保持较快增长

资料来源：wind，新时代证券研究所整理

从 2007 年到 2018 年 12 年间，归母净利润保持稳健增长，复合增长率达到 13.5%。2019 年净利润降幅较大，主要由于参股公司投资亏损、各项费用增加以及营业收入端受到影响导致。云植药业和重庆海扶投资亏损 9000 万元。由于公司持续加强营销网络的建设和完善工作，银行贷款增加，导致销售费用、财务费用增加 3000 多万元。和仁堂药业因被收回 GMP 证书，导致收入利润有明显影响。2020 年利润下滑主要是疫情期间感冒类药物销售严重受影响导致。

图4： 公司 2007-2018 年净利润保持稳健增长

资料来源：wind，新时代证券研究所管理

图5： 公司销售的区域分布以西南和华北为主

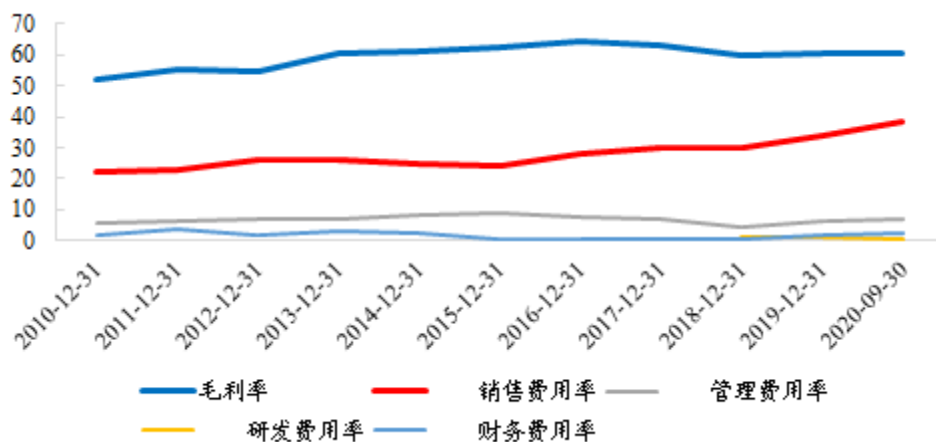
资料来源：wind，新时代证券研究所整理

1.4.2、毛利率基本稳定，销售费用率近期有所提升

公司毛利率保持在 60% 左右，2013 年至今基本保持稳定。主要是公司产品品牌影响力、成本控制能力较强。

公司销售费率 2010 年到 2018 年缓慢上升，从 20% 逐渐提升到 30%，2019 年至今销售费率增加主要是由于人员薪酬等固定开支增长，基层营销网络的覆盖建设不断推进，打基础、建队伍是持续投入的过程。另外整体收入下降也导致费用率增加。

管理费用率 2014-2018 年逐步降低，2019 年以来有所增加，主要与职工薪酬、折旧、会务招待等固定费用增加有关，另外收入端有所下降导致。

图6： 毛利率基本稳定，销售费用率近期有所提升

资料来源：wind，新时代证券研究所管理

2、苗药行业扎根贵州，蓬勃发展

2.1、苗药是中药重要组成部分，历史沉淀丰富

苗药是我国六大民族药之一，民族药是我国中药的重要组成部分。随着苗族先民的生存斗争和生产实践而产生并得到不断发展，逐步形成了历史悠久、内容丰富、独具特色的苗医药理论体系，有着极其深厚的群众基础，苗药是在苗医药理论指导下产生的药物。我国现存最早的药学专著《神农本草经》苗语记音的药草达三分之一，《本草纲目》记载苗药有 44 种。

新中国成立后，苗医药的发展逐步规范化。1978 年出版的《中药大辞典》收录了贵州省以苗药为主的民族民间药达 1,000 多条。1993 年后贵州省卫生厅逐步制定了苗药的地方标准，为以后上升到国家标准打下了坚实基础。2001 年新修订的《药品管理法》及国家药监局《关于强化中成药国家标准管理工作的通知》，要求选择药用历史悠久、疗效确切、基源清楚、有市场价值的民族药由地方标准上升到国家标准，不能上升为国家标准的药品被淘汰，贵州省有 154 种苗药品种由地方标准上升为国家标准，获得药品批准文号。

2.2、未来发展趋势：现代化和回归自然

苗药未来需要走向产业化和现代化才能获得可持续性的发展，药品的生产经营必须实行标准化和科学化；同时苗药作为一种独具特色的民族药，其崇尚天然、回归自然的用药理念也会逐步发扬。

2.3、贵州苗药资源丰富

全国共有苗族人口 730 多万，贵州苗族人口达 400 多万，占全国苗族总人口的 50% 以上。贵州得天独厚的气候条件和自然环境孕育了许多名贵药材，中药资源极其丰富，素有“天然药物宝库”之称，是中药资源第二大省份。

据《贵州苗族医药研究与开发》记载，经国家有关标准要求再评价的苗族药材有 165 种。作为贵州省一个巨大的资源宝库，苗药开发大有潜力。贵州省委、省政府在实施“科技兴黔”战略中把发展民族药作为振兴贵州的一个主导产业，2005 年贵州省申报的 158 个苗药中有 154 个品种通过医学和药学评审，获得了申报数量、通过率、药品剂型数量、销售量、民族药生产厂家和知识产权保护全国“六个第一”的优异成绩。

2.4、贵州苗药工业蓬勃发展

立足于贵州省药材资源的苗药产品以其功能独特、疗效确切、副作用小、市场前景广阔、已成为贵州省主导产品之一。近几年贵州省以苗药为主的制药企业得到蓬勃发展，全省以生产苗药为主的制药企业已超过 70 家，占全省制药企业总数的 38%，全省共有药品批准文号 500 多个品种，其中苗药批准文号达 154 个，均为全国独家生产品种。

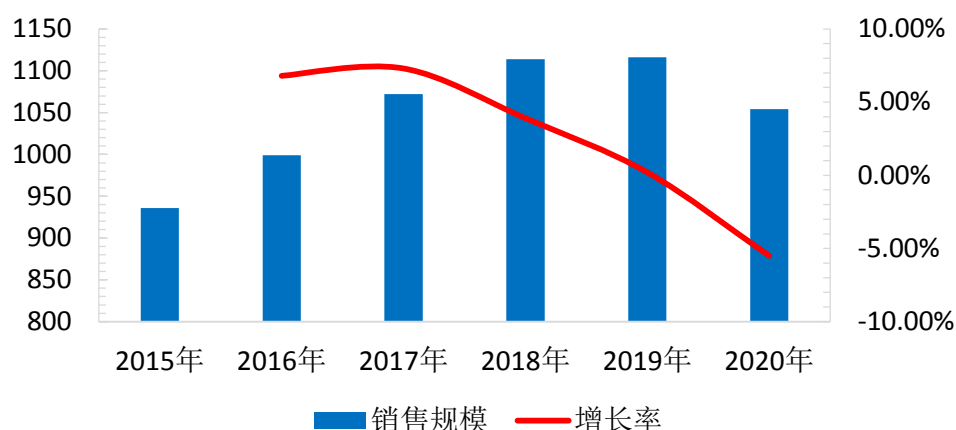
3、心脑血管和呼吸类是中成药零售(OTC)行业主要增长点

3.1、中成药零售行业增速缓慢有所下降

3.1.1、中成药零售增速逐渐下降，2020 年受疫情影响有所下滑

根据米内网最新预测数据显示，2020 年中国城市实体药店终端中成药销售规模为 1054 亿元，同比下滑 5.5%，主要受疫情影响。从大单品来看，29 个独家中成药年销超 3 亿（4 个超 10 亿），同比去年减少 5 个。

图7： 2015-2020E 药店中成药销售增速逐渐放缓

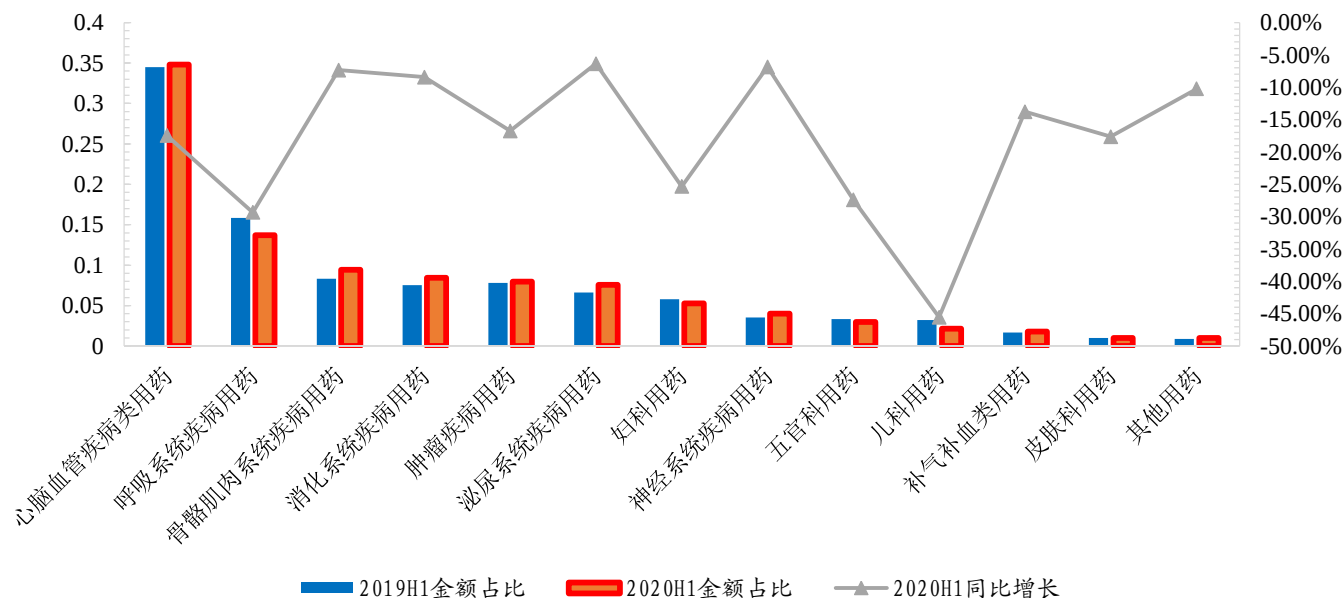


资料来源：米内网，新时代证券研究所管理

3.1.2、中成药应用的最大的两个领域是心脑血管和呼吸

中成药应用较多的领域主要是心脑血管疾病、呼吸系统疾病、骨骼肌肉系统和消化系统等方面。其中心脑血管和呼吸系统是两大主要领域。心脑血管用药占比最大，约 32%；其次是呼吸领域，约 12%。

2020 年呼吸系统用药下滑速度较快主要是因为疫情期间口罩使用广泛以及感冒退烧类药物使用限制导致。

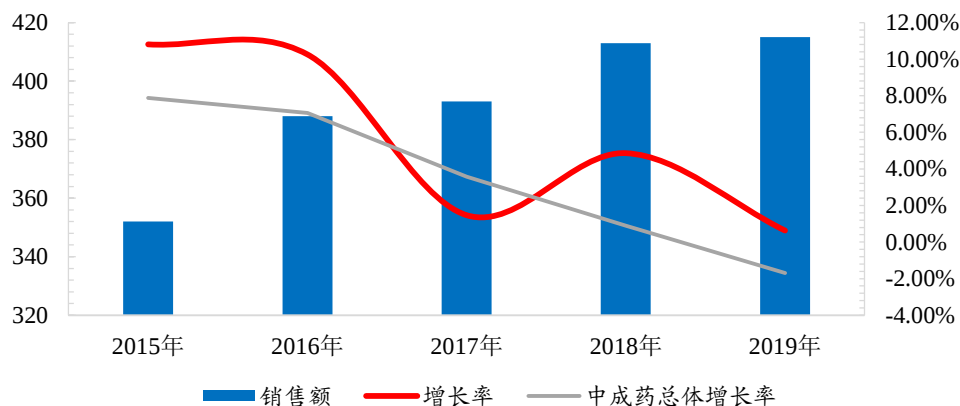
图8： 2020H1 中国公立医疗机构中成药占比靠前的为心脑血管和呼吸

资料来源：米内网，新时代证券研究所整理

3.2、呼吸系统疾病中成药行业持续增长，增速快于行业整体

3.2.1、呼吸系统中成药公立医疗机构销售额增速快于行业整体

最近几年在中国城市公立医院、县级公立医院、城市社区中心及乡镇卫生院（简称中国公立医疗机构）终端，呼吸系统疾病中成药的市场规模缓慢攀升。2019 年达 415 亿元，增速高于中成药总体增长水平。其中，清热解毒用药的销售额达 202 亿元，下滑 6.17%；止咳祛痰平喘用药的销售额达 137 亿元，增长 6.17%；感冒用药的销售额达 72 亿元，增长率为 12.17%；呼吸道疾病其它用药的销售额超过 4 亿元，增长率为 3.64%。

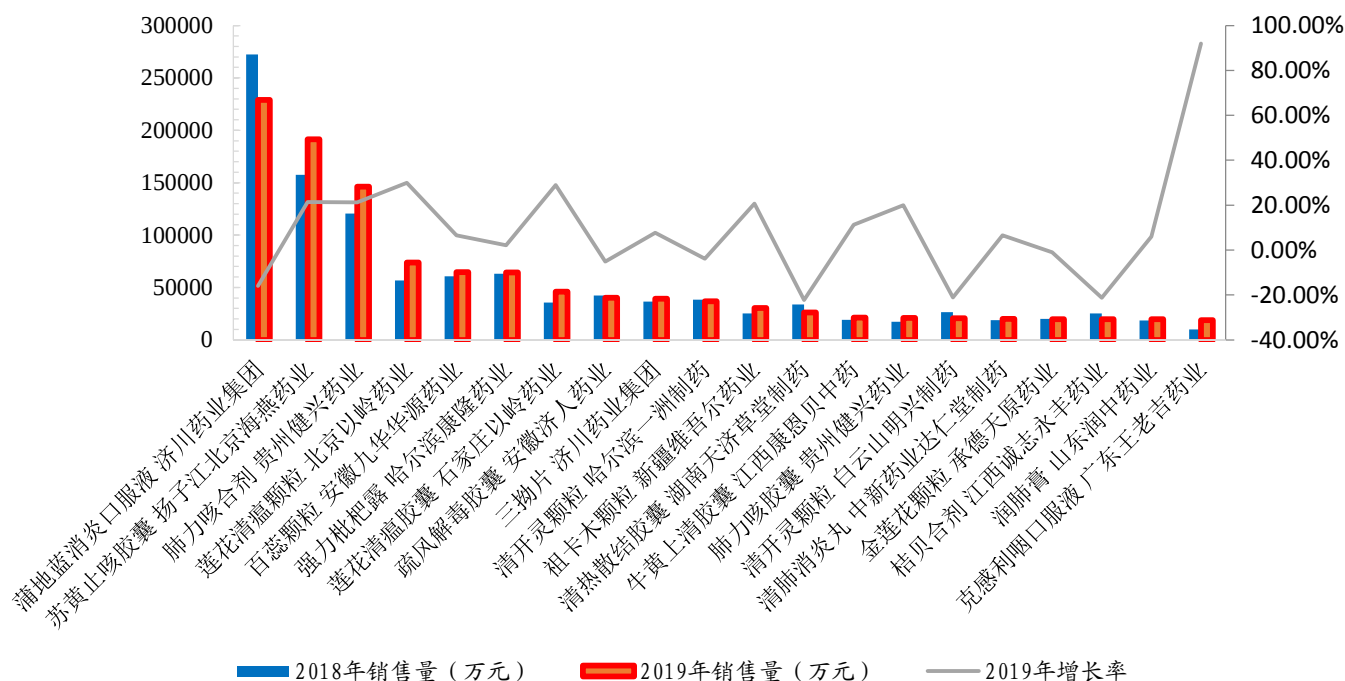
图9： 呼吸系统疾病中成药的销售增速快于行业整体

资料来源：米内网，新时代证券研究所整理

3.2.2、品牌呼吸系统中成药增速较行业平均更快

从品牌中药增速中位数来看，达到 6.6%，较行业整体略快。6 大内服品牌 2019 年增速超过 20%，其中扬子江占 1 个，以岭药业占 2 个，人福医药子公司新疆维吾尔药业占 1 个，白云山子公司广州王老吉药业的克感利咽口服液增速高达 91.97%。

图10：呼吸系统疾病中成药内服 TOP20 品牌整体增长快于行业平均



资料来源：米内网，新时代证券研究所管理

2019 年中国公立医疗机构终端呼吸系统疾病内服中成药 TOP20 品牌合计销售额接近 115 亿元，占整体比重 27%，可见集中度不高。14 个为独家品牌，进入 2019 版国家医保目录的有 17 个，济川药业集团的蒲地蓝消炎口服液进入了江苏、湖南、陕西等 13 个省级医保目录，可以看出大都是独家品牌，且进入医保。

3.2.3、止咳化痰领域较为成熟

作为一个治疗性用药市场，止咳化痰用药市场需求变动小，市场发展成熟，影响市场容量变化的主要因素在于人口及其用药费用的增长变化。随着我国人口和国民经济的不断增长，止咳药市场容量也将会随之扩大，市场需求不断增长。

我国目前止咳类药物主要可以分成中成药和化学药，其中中成药的占比更大，主要在零售端销售，而化学药主要在医院销售，中成药的成长性优势更为明显。

我国止咳化痰中成药市场比较成熟，形成了一系列知名品牌，各个优势品牌所形成的竞争地位已比较稳固，比如京都念慈庵生产的蜜炼川贝枇杷膏，太极急支糖浆。公司的咳速停糖浆在止咳化痰领域也是一个重要品种。

3.2.4、细分感冒药市场：中西结合感冒药更受欢迎

在感冒药市场上，化学药见效快，疗效确定；中成药毒副作用小，疗效日益明显；中西结合感冒药既能发挥化学药快速起效的特点，但又没有西药毒副作用强，因此中西结合感冒药将成为今后市场消费的重点。

我国感冒药市场目前已经形成了较多的知名品牌，集中度比较低，前十大品牌的市场份额总和不足 40%，单一品牌的市场占有率均不超过 10%，市场成长空间较大，竞争比较激烈。

3.3、用于心脑血管疾病的中成药空间巨大

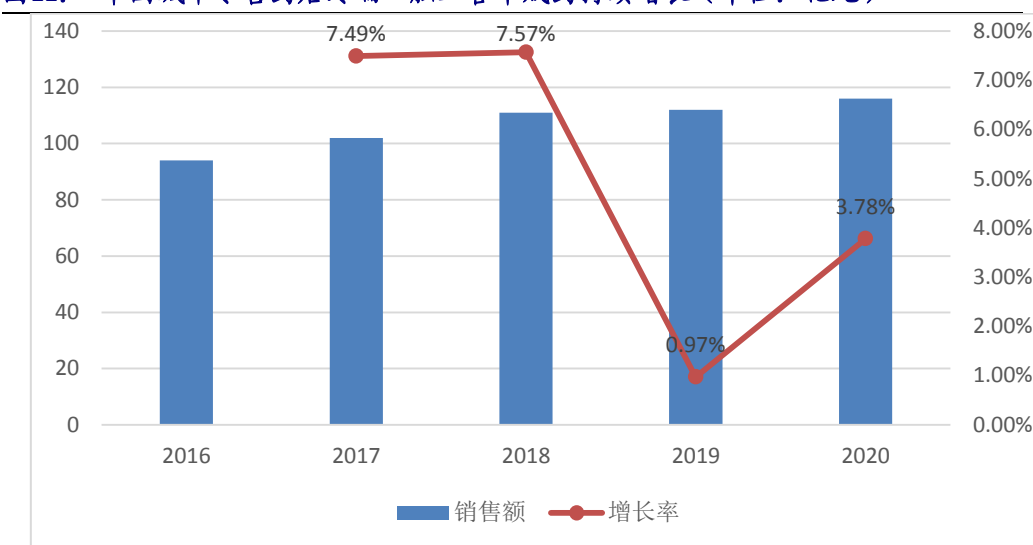
3.3.1、心脑血管患者人群巨大

近年来随着人们生活节奏加快，老龄化程度加剧，饮食习惯不健康，生活环境污染等，心脑血管疾病患病率逐年上升。《中国心血管健康与疾病报告 2019》显示，中国心血管病患病率及死亡率仍处于上升阶段，推算心血管病现患人数 3.30 亿。

3.3.2、心脑血管中成药零售呈现小幅增长

米内网预测数据显示，2020 年中国城市零售药店终端心脑血管中成药市场规模超过 100 亿元，同比增长 3.78%，近年复合增速为 5.97%，近年来年增速值呈现下降趋势。

图 11：中国城市零售药店终端心脑血管中成药持续增长（单位：亿元）



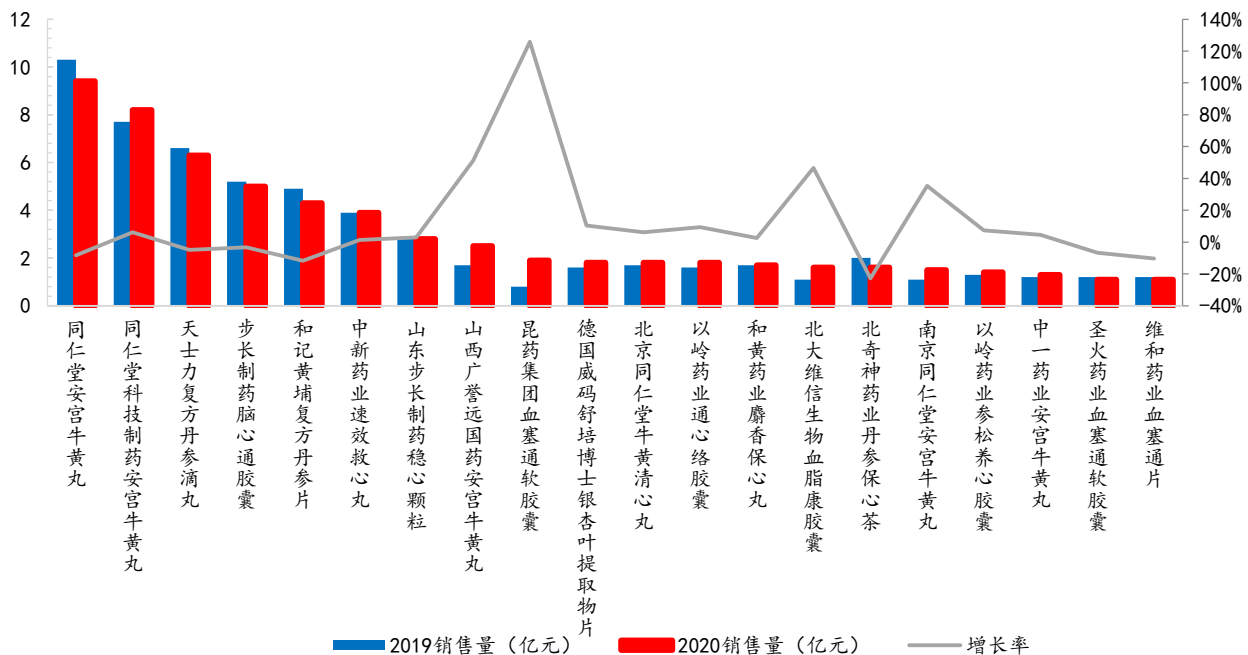
资料来源：米内网，新时代证券研究所管理

3.3.3、心脑血管中成药重磅品牌产品较多

2020 年中国城市药店终端心脑血管中成药厂家中，北京同仁堂一枝独秀，市场份额超过 18%；步长制药、天士力、广药集团等企业的市场份额均超过 5%。

米内网预测数据显示，2020 年中国城市药店心脑血管中成药 TOP20 产品合计销售额超过 70 亿元，占该品类总体销售额比重超过 60%。12 个独家品种抢眼，2 大产品新上榜；TOP20 品牌销售均过亿，同仁堂、天士力、步长 4 个超 5 亿重磅品种领先。

图12: 2020E 中国城市零售药店终端心脑血管中成药 TOP20 均为重磅知名品牌产品



资料来源：米内网，新时代证券研究所整理

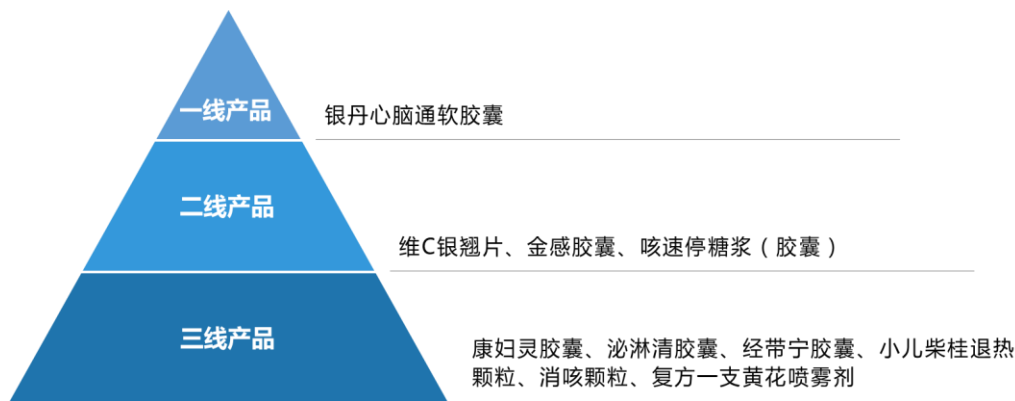
4、公司苗药（中药）重磅产品竞争力强，品牌深入人心

4.1、已形成感冒类和心脑血管类苗药中药产品架构和品牌体系

公司十几年来稳健发展持续盈利，现已成为全国最大的苗药研制生产企业，苗药是公司主导业务，收入约占公司整体收入一半以上，苗药产品批文国内很多，竞争优势显著。

公司主要产品银丹心脑血管软胶囊、小儿柴桂退热颗粒、牛黄解毒片、黄连上清片等 36 个品种 54 个批文入选《国家基本药物目录》，维 C 银翘片等 51 类药品被纳入《医保目录》，并且形成了以感冒类药物维 C 银翘片、咳速停糖浆，心脑血管类药物银丹心脑血管软胶囊以及妇科类药物康妇灵胶囊、经带宁胶囊等苗药、中药为主导的强势产品架构和品牌体系。除了银丹心脑血管等外，大部分均为 OTC 产品。

图13： 公司苗药及 OTC 主要产品分为三个梯队

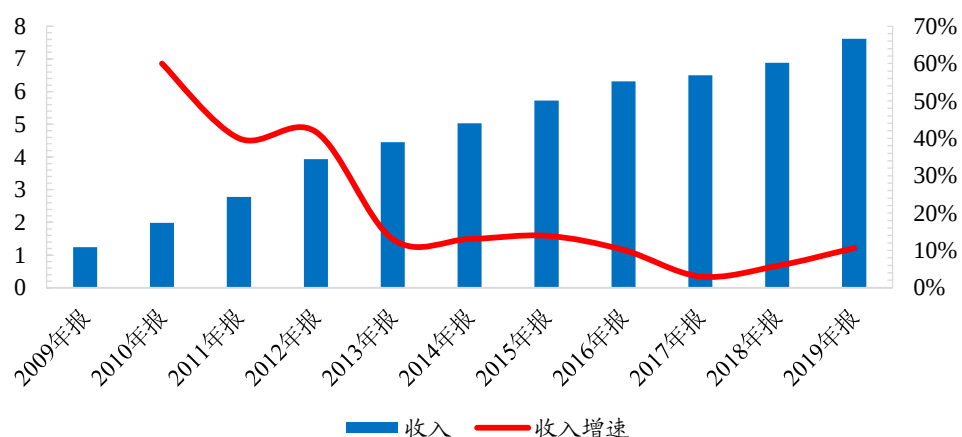


资料来源：公司年报，新时代证券研究所整理

4.2、主力产品银丹心脑血管长期保持较快增长

4.2.1、银丹心脑血管是公司主力产品

银丹心脑血管软胶囊是由贵州百灵研制的心脑血管类苗药专利产品，是处方药产品线的代表产品，具有“心脑血管同治”的作用，获得过贵州省“优秀新产品”称号，是《医保目录（2009年版）》内的品种，2013年进入国家基药，后被列入国家“十二五”重大新药创制和科技部科技重大专项课题。2013年以来，银丹心脑血管软胶囊连续多年实现稳健增长。2020年银丹心脑血管不像感冒类受疫情影响大，我们预计20年保持高速增长，可能突破10亿元。长期来看，银丹心脑血管潜力有望达到20亿。

图14： 银丹心脑血管长期保持快速增长

资料来源：公司年报，新时代证券研究所管理

4.2.2、银丹心脑血管是疗效全面的独家苗药制剂

银丹心脑血管软胶囊是公司自主开发的苗药制剂，是拥有发明专利的独家品种，且在药品价格上具有竞争优势。

银丹心脑血管软胶囊疗效全面，公司针对银丹心脑血管提出了“四位一体”的理念，即从心、脑、血管和血液等四方面出发，针对发病的内因从整体着手治疗心脑血管病，对心脑血管疾病的多种症状具有全面治疗作用，避免了普通药物的组方缺陷，心脑血管同治，疗效全面。

银丹心脑血管提取丹参酮 IIA、银杏总黄酮、灯盏花素、三七总皂等治疗心脑血管病的有效成份，其中三类经过了临床验证，提取技术先进，使有效成份浓度更高，疗效增强。

银丹心脑血管选取绿色、无副作用的纯天然植物为主要成份，服用安全、副作用小。

4.2.3、银丹心脑血管有望成为第一个国际化苗药产品

2020年6月，银丹心脑血管软胶囊健康受试者最大耐受试验访视启动会在澳大利亚顺利展开，此次试验对银丹心脑血管软胶囊申报美国FDA药品临床试验资料补充及后期开展II、III临床试验具有指导性意义，也为该药品打开海外市场打下了坚实的基础。我们预测，随着国家大力促进中医药产业的振兴和中医药国际化的趋势，银丹心脑血管软胶囊有望成为第一个实现国际化生产销售的苗药产品。

4.3、咳速停糖浆及胶囊是止咳类传统大单品

咳速停糖浆及胶囊是公司苗药独家品种，荣获“中国专利优秀奖”，是苗药首个破亿元单品，占据了我国止咳类药品市场的一席之地。该产品相较于市场同类产品有浓郁的民族药特色，在工艺、定价、处方、疗效上均具有明显的优势。

咳速停处方来源于贵州苗族地区民间验方，组分独特，全部由天然植物药组成。经临床验证证明，咳速停糖浆（及胶囊）既止咳化痰，又润肺养阴，既补气生津，又止痛消炎，对由感冒及急、慢性支气管炎引起的咳嗽、咽干、咳痰、气喘等临床症状的临床疗效非常显著。

4.4、维 C 银翘片价格竞争力强，品牌深入人心

4.4.1、维 C 银翘片为中西结合复方感冒制剂

维 C 银翘片是公司的主导产品之一，是在清代名医吴瑭《温病条辨》所载“银翘散”方的基础上，加入可缓解感冒症状的西药与之协同作用，中西药结合标本兼治。该产品采用先进的薄膜包衣制剂技术，选取优质地道药材，并辅以本公司独有的生产工艺，通过提取药材有效成份、精制加工而成。

4.4.2、竞争优势：价格较低、品牌知名度高、市占率高

在我国感冒药市场的主要品牌中，维 C 银翘片的零售价格低，以其较低价格、较好的疗效和深入人心的品牌，在感冒药市场上具有一定的竞争优势，尤其是在对药品价格比较敏感的城市社区和农村市场优势更加明显。维 C 银翘片市场前景较好，逐步向包括农村、小城镇、城市社区的基层市场渗透。公司维 C 银翘片目前是维 C 银翘片市场的最大品牌，占有率约 50%，市场地位稳固，品牌优势明显。

4.5、颗粒类制剂近年保持高速增长

颗粒剂这几年保持高速增长，比如双羊喉痹通颗粒，还有小儿柴桂退热颗粒，消咳颗粒等。公司扩建了颗粒剂的自动生产线，能够使产能从 7 亿袋增长到 20 亿袋，保证及时供应。

公司颗粒剂产品 2019 年继续保持快速增长，2019 年公司颗粒剂产品共计实现销售收入 6.6 亿元，较去年同期增长 16.96%。2018 年颗粒剂产品增长 34.07%，2017 年增长 34.77%。已连续两年增速超过 30%，表现亮眼。公司通过营销整合和市场开发，销售额一直处于快速增长态势，市场影响力逐步提升。

4.6、药材种植基地保证优质原料供应

为保证公司对优质药材原料的需求，公司从 2007 年开始先后在贵州省安顺市、六盘水市、遵义市、毕节市、黔西南州各地建设了中药材种植基地，涉及山银花、银杏叶、灯盏花、吉祥草、桔梗、黄柏、虎耳草、牛蒡子、连翘、益母草等 20 多种中药材的种植，规模达到 20 余万亩，带动农户逾 10 万户，为公司提供优质稳当的原材料供应。

5、渠道推广和销售队伍强大

5.1、医院渠道覆盖广泛，主要借助经销商

贵州百灵销售渠道广泛，从大型医院到零售终端到基层医疗机构均有分布。公司在全国设立了 63 个办事处，300 多个地级市业务联络点，其销售网络覆盖了全国全部省、市、区。各个省的一二级经销商 3200 多家。医院客户方面二级及以上医院有 4500 多家，三级医院有 1600 家。银丹心脑通三甲医院覆盖较广，是核心拳头产品。

5.2、OTC 渠道和推广能力强大

公司产品的主要渠道是走 OTC，约占销售额的三分之二，因此 OTC 端的销售能力是核心竞争力之一。公司对大部分大型连锁零售药店均有战略合作和覆盖，对单体药店、社区医疗中心、乡镇卫生院、村卫生室积极覆盖，着力打造基层医疗市场。公司目前有 5000 人的 OTC 销售队伍对渠道进行销售和维护，2015 年零售队伍接近 3000 人，总体来看近五年保持稳健增长。总零售终端 47 万多家，形成了一个全国省市县乡的广泛的覆盖体系，实现了全国销售渠道的深度下沉。公司在 OTC 行业的终端推广和渠道构建能力首屈一指，牢牢掌控基层广大医疗市场。

5.3、OTC 渠道政策免疫性强，渠道价值日益显著

医院渠道由于受到医保控费、药占比、零加成、带量采购等政策的影响，因此药品销售有所下降，发展受限。很多原研药、国产药都在积极开拓 otc 市场，公司打造了强大的 OTC 渠道，未来渠道价值将不断凸显。

5.4、自建医院推动苗药应用

公司大力建设多家糖尿病医院，范围包括贵阳、长沙等重要省会，加强了对苗药产品（如糖宁通络胶囊）的临床价值研究，推进苗药产品对患者的覆盖，提升了苗药产品的品牌价值和影响力。

公司贵阳中医糖尿病医院在运营近三年的时间里业绩实现了稳步增长，将围绕糖尿病及其并发症扩建科室，进一步突出中医特色和专科优势。糖宁通络胶囊在有效降糖的同时，还对糖尿病并发症起到有效阻断和改善作用。长沙中医糖尿病医院 2017 年已成为公司的全资子公司，未来公司会借鉴贵阳医院的发展经验，对优势资源进行整体筹划调配，通过管理整合提升医院整体运作效率，实现快速发展。另外成都糖尿病医院在 2019 年建设完成。

公司集合贵阳、长沙三家医院的协同效应，进一步提升了百灵中医糖尿病专科医院的竞争力，扩大了医院的影响力，加快了公司医疗服务业务的拓展，对加速公司苗医药一体化项目的推进具有重大战略意义。

5.5、通过大医生等互联网医院平台推广糖宁通络

5.5.1、公司与大医生医疗签订互联网合作协议

随着“健康中国 2030”等相关政策定调，《“互联网+护理服务”试点工作方案》等互联网医疗政策的不断出台，公司适时抓住互联网医疗的机遇，加快建设“互联

网+慢性病医疗服务”，有利于公司为广大糖尿病患者提供医疗和医药服务。

公司于 2020 年 12 月 15 日与大医生医疗股份有限公司签订《战略合作框架协议》，同时公司下属中医糖尿病医院与大医生医疗签订《百灵大医生糖尿病互联网医院业务合作协议》。

5.5.2、大医生医疗是涵盖丰富专家医院资源的互联网医疗平台

大医生医疗由知名国资背景投资机构金浦投资、上市公司复旦复华等领衔投资组建，业务板块涵盖互联网医疗、健康管理、高端体检等领域。围绕医院、医生、患者、保险、医药等打造一体化的互联网医疗服务平台，满足药企在药品销售、药品推广、营销成本控制和诊疗数据采集等多方面的需求。目前，大医生医疗已签约专家 500 余名，合作医院近千家，其中知名三甲医院近百家。

5.5.3、双方合作侧重糖宁通路销售、糖尿病学科建设以及学术推广

首先是销售糖宁通路，逐步实现糖宁通路在大医生互联网医院的使用，实现全覆盖。第二是促使公司的糖尿病医院互联网化，将公司成熟的糖尿病慢病管理路径以及线下的管理干预手段逐步互联网化。第三是进行学术推广，公司利用临床研究成果以及学术界的认可，结合大医生平台的医生专家资源进行学术推广。最终达到糖尿病慢病管理线上线下一体化，建立糖宁通路依托于互联网医院系统的线上销售网络。

6、公司产能规模大，未来大幅提高

6.1、公司产能名列前茅，近年生产线不断扩能技改

公司通过新建或技术升级已完成了 26 条生产线的 GMP 认证工作，种类较多，包括片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、糖浆剂、软胶囊剂、丸剂、酏剂、喷雾剂、煎膏剂。公司的管理体系与生产体系均得到了显著提升，进一步优化了公司的产品服务市场。

公司产能位于全国 OTC 企业前列，规模化在产品种 51 种，中药提取能力是基础产能，现有 2.5 万吨/年的中药提取能力，正在新建 3.5 万吨的扩能技改项目。

近年来，公司提出了一系列技改和产品优化政策，这些政策有利于公司规范产品市场，扩大中成药品种的生产规模，实现产品质量、营业收入和公司利润的三重提升。2019 年，公司颗粒剂车间扩建项目建成投产，该项目的完成将为公司近年来快速增长的颗粒剂产品提供有力的产能支持；2020 年，公司开始的扩能技改项目，建成后也将提高公司的前提取产能，进一步提高公司工艺提取技术的起点、标准和效率。

6.2、我们预计公司产能快速大幅增长

我们预计公司各剂型的产能均有大幅度的增长，颗粒剂预计增速最快，接近增加 2 倍，其中代表类药物有小儿柴桂退热颗粒、双羊喉痹通颗粒。喷雾剂的增速也很快，增长一倍多，主要是一枝黄花气雾剂。胶囊剂的产能扩容接近 1 倍，其中代表药品有咳速停胶囊和金感胶囊。由此可以看出，公司扩能项目的力度较大，侧面反映公司产品力和市场需求潜力。我们预计产能扩展速度较快，在 1-2 年即可实现目标。

表2： 公司未来产能有望快速增长

剂型	单位	现有产能规模	扩能后规模	增长率
片剂	亿片	80	150	87.50%
胶囊剂	亿粒	11	20	81.80%
软胶囊剂	亿粒	12	24	100%
颗粒剂	亿袋	7	20	185.70%
喷雾剂	万瓶	1300	3000	130.80%

资料来源：公司年报，新时代证券研究所整理

7、苗药与现代药物研发并重

7.1、公司研发体系完备

公司一贯高度重视产品研发工作，已建立了较为完善的技术创新体系。公司已获得国家认定企业技术中心、全国创新型企业、国家火炬计划重点高新技术企业、国家级技术创新示范企业、国家知识产权优势企业、贵州省创新型领军企业培育企业、贵州省知识产权优势企业等荣誉，同时建立了现代苗药创制技术国家地方联合工程研究中心、全国博士后科研工作站、院士工作站、贵州省民族药（中药）复方

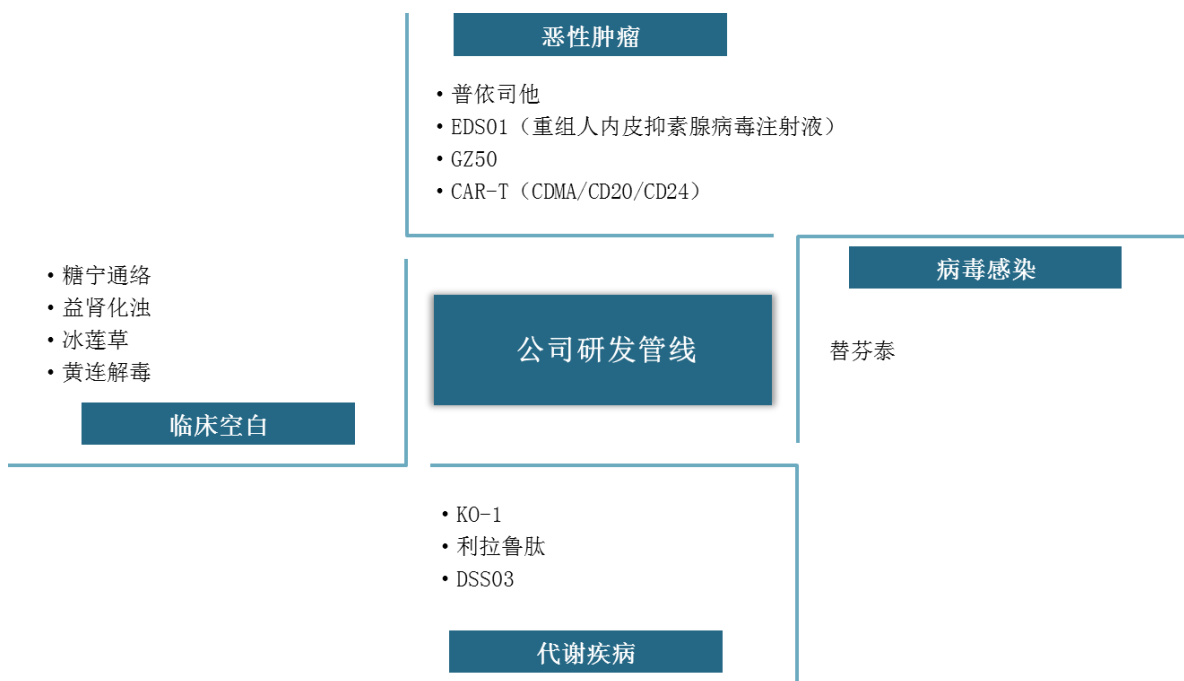
制剂工程技术研究中心、贵州西南民族药（中药）口服制剂制造技术产学研合作创新联盟、现代苗药创新技术研究院等研发平台。通过与多家企业、高等院校的合作，加快公司高层次人才培养和储备，持续增强公司研发竞争力。

7.2、研发管线民族药和现代药并重

公司坚持以“民族药、苗药为核心，化学药、生物药为两翼的发展战略”，覆盖恶性肿瘤、代谢疾病、病毒感染和临床空白四大领域，尤其在临床空白和恶性肿瘤领域，均有突出的代表性药物。

糖宁通络胶囊是公司在糖尿病领域的重要布局，是一款纯植物药，目前已获得湖南、贵州、内蒙古的医疗机构制剂注册批件，并在临床应用价值上有突出的表现；甲磺酸普依司他是公司面向血液系统肿瘤的新药，该药在成药性和抗肿瘤活性上对比同靶点上市药物，具有非常明显的优势，目前该项目已申请国际和国内专利。此外在研的还有重组人内皮抑素腺病毒注射液（EDS01）项目、1.1类化药替芬泰项目等。中药类在研品种有黄连解毒丸项目、益肾化浊颗粒项目，是公司传统优势领域，临床研究优势明显。项目如获得批准上市后，将丰富公司的产品结构，有利于提高公司的竞争力和持续盈利能力，对公司的战略布局起到积极作用。

图15： 公司研发管线民族药和现代药并重，分布四大领域



资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

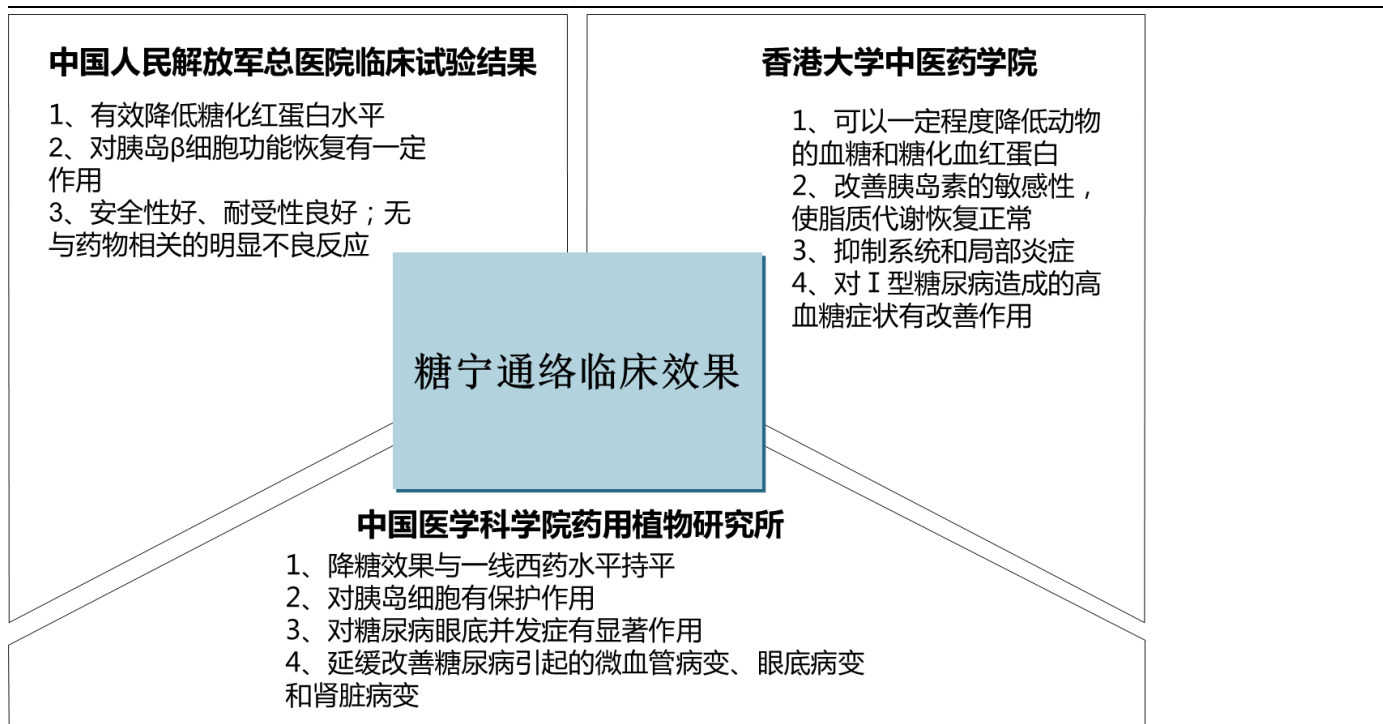
7.3、糖宁通络片：糖宁通络临床应用价值突显

7.3.1、糖宁通络取得显著临床进展

糖宁通络是贵州百灵在糖尿病治疗领域的重要布局，源于苗族民间验方，是一款治疗Ⅱ型糖尿病及其并发症的纯植物药。公司通过合作方式获得该产品，在收购前期进行了大量的调研工作。公司获得该苗药验方后，即将其申报为医疗机构制剂

进行临床使用和研究开发工作。公司在中国医学科学院药用植物研究所、香港大学对糖宁通络进行了临床前动物试验，在中国人民解放军总医院（301 医院）对糖宁通络进行了 90 例人体试验，在降糖、保护胰岛细胞、安全性等方面取得了较好的试验结果。未来有望申报国家新药。

图16： 糖宁通络片临床及临床前试验取得显著成果



资料来源：公司公告，新时代证券研究所管理

7.3.2、医院合作开发模式前景非常广阔

目前糖宁通络开发模式分为：自建医院和合作开发。自建模式：公司已在贵州省贵阳市、湖南省长沙市建设了贵州百灵中医糖尿病医院。合作模式：公司已和中国人民解放军总医院、广东省中医院、中国中医科学院广安门医院、广西中医药大学附属瑞康医院、内蒙古中医医院、云南省中医医院等医疗机构达成合作关系。糖宁通络的推广有别于之前的处方药和 OTC，通过合作开发，有利于向医院学术领军人物进行学术推广，逐步覆盖三甲医院一线医生。我们估计目前覆盖 10 家医院，有千万级销售额，单个病人年用药金额相对较高且可承受。我们预计 21 年糖宁通络的销售可能有爆发式增长，三年后有望在全国一半以上省份实现布局。

7.3.3、糖宁通络开发进展较快前景可期

糖宁通络目前已获得贵州、湖南、内蒙古的医疗机构制剂注册批件，在临床试验中，得到了医师和患者的广泛认可和肯定。下一步公司将加快合作医院医疗机构制剂的申报工作，以及后续的医保申报、调剂使用等工作，进一步扩大糖宁通络的适用范围。

糖宁通络作为公司在糖尿病治疗领域的重要布局，公司将在后续加大研究开发力度和推广力度，进一步开展对糖尿病并发症（糖网、糖肾、糖足等）的深入研究，加快合作医院的申报审批工作和推广力度，逐步在全国一半以上省市实现合作开发，扩大糖宁通络的适用范围，为更多的糖尿病患者提供优质治疗方案。

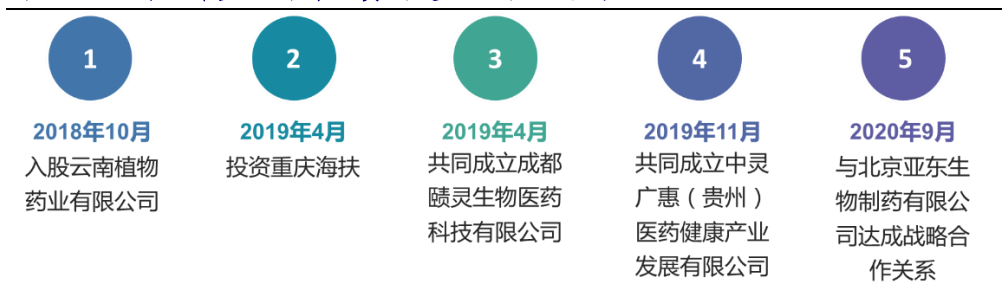
7.4、普依司他靶点竞争较少，抗肿瘤活性强

普依司他是选择性靶向组蛋白去乙酰化酶（HDAC）抑制剂，靶点明确，其适应症为复发或难治性的以 B 细胞相关肿瘤为主的血液系统肿瘤，包括但不限于 B 细胞淋巴瘤、多发性骨髓瘤、B 细胞急性白血病、T 细胞淋巴瘤、T 细胞急性白血病。目前该靶点已上市的国内外药物仅有 5 个，对比同靶点上市药物，普依司他在成药性、抗肿瘤活性等方面具备明显优势。目前普依司他项目已申请国内和国际专利（国际专利已进入 9 个国家和组织，覆盖 30 多个国家和地区）。该项目已于 2019 年向美国 FDA 提出 P-IND 申请。

8、外延投资协同及互补效应强

公司近年来积极对外投资，2018 年入股云南植物药业，将云南植物药业丰富的产品与公司的销售资源相结合。2019 年 4 月投资了重庆海扶，进一步丰富了大健康产业链。公司同期共同发起成立了成都蹼灵，加强植物药与天然药物的研发。2019 年 11 月共同成立了中灵广惠，打通中药材线上线下供销链，打造中药材综合交易电子商务平台。2020 年 9 月公司与北京亚东生物达成战略合作关系。

图17： 公司近年多次对外投资构建大健康生态圈



资料来源：公司公告，新时代证券研究所管理

8.1、入股云南植物发挥产品线丰富优势

8.1.1、云南植物品种资源丰富

云植药业已有六十余年的生产和销售历史，在植物药的研发和生产方面具有良好的平台和独特的优势。目前，云植药业已经拥有 24 个剂型、289 个品种、442 个批文，产品覆盖呼吸系统疾病、消化系统疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、肿瘤疾病等多个领域，有很多独家中药产品和资源。

8.1.2、百灵入股后显著提高了产品的销售能力

2018 年，贵州百灵持资 7.06 亿元向云南植物药业有限公司增资扩股。双方合作取得一定的进展，一方面是自建销售渠道的建立，云植药业与公司销售资源的结合，这个机制已经初步达成。一方面加强销售队伍建设，实现销售人员的扩充。整合前云植药业只有不到 200 人的销售队伍，目前搭建的销售队伍已经达到上千人，实现了很多市场的覆盖。云植药业现有的 400 多个产品，通过在向市场的对接过程当中，已经逐步形成了具有技术优势的产品，我们预计未来短期内销售业绩将实现较好的增长，盈利能力明显提高。

8.1.3、入股后强化市场化机制

公司入股云植药业后，不断强化云南植物药市场化体制，充分调动广大员工的积极性。现在云植药业生产体系、市场体系、主导产品体系，都取得了很好的效果。

云植药业作为云南省政府上市企业“金种子计划”的重点企业，登陆资本市场是重要发展目标。从长远发展来看，随着云南省重点扶持项目的深入，我们预计云植药业会在贵州百灵和云南省工投集团的共同努力下，早日登陆资本市场。

8.2、重庆海扶刀技术领先，是公司大健康产业链的一环

8.2.1、重庆海扶超声消融世界领先

重庆海扶医疗科技股份有限公司成立于1999年，是国内聚焦超声治疗技术领域“领头羊”。作为国家级高新技术企业，重庆海扶依托实力强劲的“产学研用”平台，在全球率先突破了聚焦超声消融手术（FUAS）治疗肿瘤的关键核心技术，已自主开发出“海扶刀”等聚焦超声治疗，应用于肿瘤，妇科常见病，康复保健三大系列及十多种型号高端医疗设备，技术成果居世界领先水平。

8.2.2、“海扶刀”加强国内外推广

重庆海扶产品在全国范围内加快推广和布局，已在多省份市场推广方面进行了大量基础性工作，包括产品推广、以及“海扶刀”治疗服务在医保领域的政策准入申报等，为下一步在全国范围内的应用奠定了良好基础。

重庆海扶在国际市场的运用和推广还在不断推进中。公司产品已出口包括英国、德国、俄罗斯等在内的26个国家和地区，已取得38个国家和地区的市场准入证，在国际上受到广泛认可。

8.2.3、重庆海扶服务公司大健康战略

2019年，贵州百灵先后两次对重庆海扶注资共4.15亿，持股比例29.3%。重庆海扶积极备战科创板IPO，现阶段已经完成整体的股份制改造，引入贵州百灵作为战略投资者。作为科创板渝企“种子选手”，重庆海扶将在医疗服务领域为贵州百灵打造大健康全产业链起到重要协同促进作用。

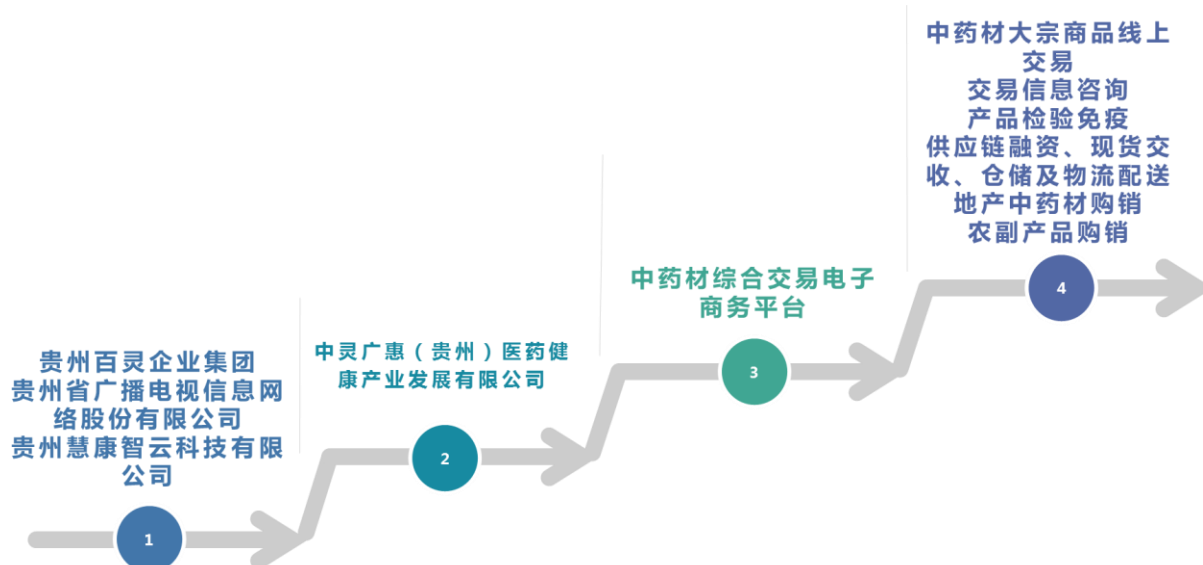
8.3、成立成都贻灵专注新药研发

2019年4月，公司与四川华西健康科技有限公司、陈俐娟教授共同设立成都贻灵，成都贻灵主要专注于新药研究开发工作。陈俐娟教授为四川大学生物治疗国家重点实验室副主任，天然药物研究室主任，长期从事天然药用植物活性成分的分离纯化、结构修饰及天然和小分子靶向药物研发。公司通过与有优势资源的研究机构和研究者形成紧密的共同体，搭建长期、稳定的战略合作关系，促进产学研有效结合。

8.4、设立中灵广惠中药材交易平台打通供销链

中灵广惠拟建设的中药材综合交易电子商务平台，将以贵州省道地中药材现货为主要标的物，打造中药材电子电商平台、建设仓储物流初加工体系、质量保障体系、金融服务体系及网络交易体系。

作为未来贵州省中药材产业的重大平台，中灵广惠中药材综合交易电子商务平台将打通中药材线上线下供销链，进一步拉动贵州百灵中药材种植产业发展，结合设立检验机构、供应链金融融资等强化公司在苗药领域的龙头地位，提高公司的持续盈利能力。

图18: 电子商务平台建设打通药材线上线下供应链

资料来源：公司年报，新时代证券研究所整理

8.5、投资亚东生物发挥产品协同效应

8.5.1、亚东生物各类产品线丰富

北京亚东现有品种 216 个，含生物制品、中成药、化药，35 个全国独家品种，21 个国家级新药。该公司拥有授权专利 205 个，其中发明专利 193 个，外观专利 8 个，实用新型专利 4 个，医保品种 86 个，国家基药 36 个。该公司拥有国家级新药、全国独家医保品种“茵莲清肝合剂”“茵莲清肝颗粒”，国家级新药、全国独家品种“金草通淋颗粒”，全国独家品种“感冒退热泡腾片”、“清热解毒糖浆”、“感冒灵颗粒”、“驱毒养颜口服液”、“双黄连泡腾片”及“香砂养胃颗粒”等产品。

8.5.2、公司与北京亚东达成战略合作关系

2020 年 9 月，公司与北京亚东达成战略合作关系。北京亚东的产品线能进一步完善公司产品结构，公司产品管线将得到进一步扩大。通过公司丰富的产能和遍布全国的营销网络体系，可以快速有效完成市场布局，促进公司的业绩增长。

9、盈利预测

9.1、细分产品业绩前瞻

银丹心脑血管是公司主力拳头产品，2009 年以来持续保持快速增长，复合增速 20%，2020 年不像感冒药那样受到疫情影响，是销售发力的重点，我们预计有望实现 30%以上的增长，长期来看是可能成长为 20 亿左右的大品种。

咳速停是传统大品种，多年来收入保持平稳，产品议价能力较强，毛利率较高，我们预计维持 2 亿以上收入。

维 C 银翘片长期保持 50% 市占率，价廉物美，多年来保持一定增长，我们预计 2020 年维持 3 亿以上收入。

金感胶囊长期保持缓慢增长，我们预计 2020 年销售额接近一个亿。

颗粒类产品增速较快，小儿柴桂退热颗粒长期保持高速增长，去年因为疫情影响，小儿柴桂退热颗粒有所下降，我们预计 2021 年会有高速增长，达到 3 亿左右收入。双羊喉痹通近年也保持高速增长，估计 2020 年超过 1 亿元。

一枝黄花喷雾剂长期保持高速增长，产能目前已经饱和，我们预计 2021 年产能大幅增加到位，带动继续高速增长，估计 2020 年销售额达到 1 亿元。

糖宁通络是公司潜在主力产品，随着覆盖医院的增长，未来销售额将大幅增长，我们预计 2020 年在 4000 万销售额，随着医院合作模式的有效开展，2021 年则有望过亿。

9.2、盈利预测及投资评级

由于疫情对感冒类药物销售的严重影响，2020 年前三季度收入端增速下降 4%，4 季度疫情整体比较稳定，我们预计公司销售端有望发力，全年收入端持平。2021 年公司在销售端和生产端的支持下，假设疫情保持平稳，有望实现 20% 以上的恢复性增长。我们预计公司 2020-2022 年，营业收入分别为 29.33、34.99、41.09 亿，归母净利润分别为 2.31、3.20、4.18 亿，对应 EPS 为 0.16 元、0.23 元、0.30 元，对应 PE 分别为 46.5 倍、33.7 倍、25.8 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

10、风险分析

感冒药行业中成药产品众多，竞争激烈，导致增长不及预期。

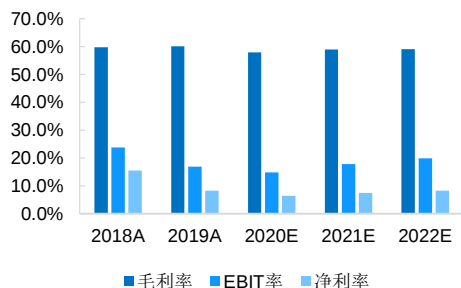
带量采购导致心脑血管用药大幅降价，对公司主要产品构成一定冲击。

糖宁通络研发进展或学术推广不及预期。

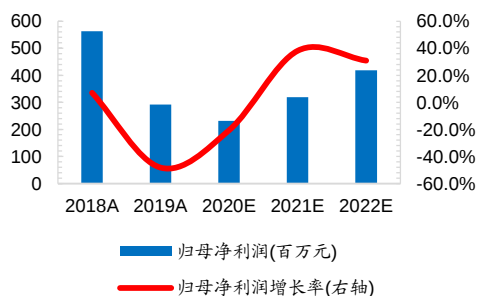
公司外延投资企业业绩不及预期。

附：财务预测摘要

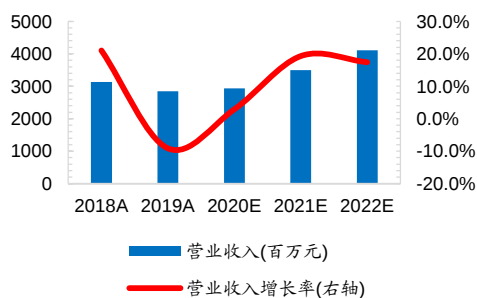
1、毛利率、EBIT 率、净利率



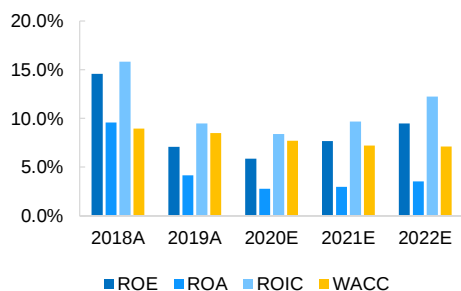
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3137	2851	2933	3499	4109
营业成本	1263	1137	1234	1439	1682
折旧和摊销	86	98	93	104	120
营业税费	52	44	48	57	66
销售费用	933	970	1085	1225	1380
管理费用	148	184	205	227	277
财务费用	15	54	78	147	205
公允价值变动损益	0	26	17	20	19
投资收益	17	-71	-8	0	20
营业利润	664	359	300	402	529
利润总额	666	366	294	402	526
少数股东损益	9	2	7	5	7
归属母公司净利润	563	291	231	320	418

资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	5976	7059	8634	10918	12000
流动资产	3996	4582	6008	7709	8277
货币资金	546	1137	2496	3043	3590
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1590	1554	1191	2352	1644
应收票据	751	0	978	52	1232
其他应收款	91	114	63	167	91
存货	869	1007	820	1426	1130
可供出售投资	114	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	722	1056	1378	1848	2243
固定资产	701	724	683	757	827
无形资产	271	320	334	348	363
总负债	2052	2914	4561	6683	7515
无息负债	456	476	392	608	516
有息负债	1595	2438	4168	6075	6999
股东权益	3925	4145	4073	4235	4486
股本	1411	1411	1411	1411	1411
公积金	136	136	136	136	136
未分配利润	2018	2185	2052	1779	1478
少数股东权益	55	84	91	96	104

现金流量表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-157	467	257	-385	597
净利润	572	293	239	325	425
折旧摊销	86	98	93	104	120
净营运资金增加	823	-21	149	939	114
其他	-1638	98	-223	-1752	-63
投资活动产生现金流	-859	-535	-240	-665	-593
净资本支出	129	122	-21	90	85
长期投资变化	-733	-465	-322	-409	-395
其他资产变化	-1463	-878	-583	-984	-903
融资活动现金流	562	624	-713	-193	-496
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	696	863	1647	2122	832
无息负债变化	-24	20	-83	215	-92
净现金流	-455	557	-696	-1243	-492

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

关键指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	21.0	-9.1	2.9	19.3	17.4
净利润增长率	7.5	-48.7	-18.6	36.1	31.0
EBITDA 增长率	13.6	-30.6	-8.9	38.1	29.1
EBIT 增长率	13.9	-35.7	-9.7	43.8	31.3
估值指标					
PE	23.5	21.8	46.5	33.7	25.8
PB	3.6	3.2	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	14.3	21.1	23.9	19.2	15.2
EV/EBIT	15.9	25.4	29.0	22.3	17.5
EV/NOPLAT	18.5	31.6	35.8	27.7	21.6
EV/Sales	3.8	4.3	4.3	4.0	3.5
EV/IC	2.2	1.9	1.5	1.4	1.3
盈利能力 (%)					
毛利率	59.7	60.1	57.9	58.9	59.1
EBITDA 率	26.5	20.2	17.9	20.7	22.8
EBIT 率	23.8	16.8	14.7	17.8	19.9
税前净利润率	21.2	12.6	10.2	11.5	12.9
税后净利润率 (归属母公司)	15.4	8.2	6.4	7.4	8.2
ROA	9.6	4.2	2.8	3.0	3.5
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.6	7.1	5.9	7.7	9.5
经营性 ROIC	15.8	9.5	8.4	9.7	12.3
偿债能力					
流动比率	2.0	1.7	1.4	1.2	1.1
速动比率	1.5	1.1	1.1	0.9	0.9
归属母公司权益/有息债务	2.4	1.7	1.0	0.7	0.6
有形资产/有息债务	2.9	2.2	1.6	1.4	1.3
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.40	0.21	0.16	0.23	0.30
每股红利	0.08	0.22	0.12	0.12	0.13
每股经营现金流	-0.13	0.36	0.18	-0.27	0.42
每股自由现金流(FCFF)	-0.11	0.32	0.22	-0.30	0.41
每股净资产	2.74	2.88	2.82	2.93	3.11
每股销售收入	2.22	2.02	2.08	2.48	2.91

资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

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

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

沈瑞，中山大学生物技术本科、管理学双学位，北京大学金融学硕士，中山大学会计硕士。09年进入国信证券研究所从事医药、宏观及相关课题研究，17年进入财通证券担任医药资深分析师，20年加入新时代证券，担任医药行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>