



买入(首次)

所属行业: 医药生物/中药 II  
当前价格(元): 18.88

证券分析师

陈铁林

资格编号: S0120521080001

邮箱: chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号: S0120522100005

邮箱: liuchuang@tebon.com.cn

陈进

资格编号: S0120521110001

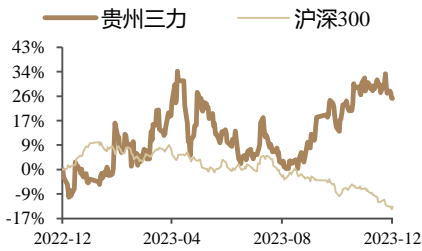
邮箱: chenjing3@tebon.com.cn

张俊

资格编号: S0120522080001

邮箱: zhangjun6@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.44	8.86	15.84
相对涨幅(%)	1.43	13.98	25.96

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

# 贵州三力 (603439): 传承苗药精华, 内生+外延双重发力

## 投资要点

- 投资逻辑:** 1) 根植传统苗药, 产品放量加速, 业绩表现强势, 23Q1 利润同比增长超 130%; 2) 重磅大单品开喉剑喷雾剂(含儿童型)具备独家稀缺性特质, 22 年收入突破 10 亿, 有望冲击新版基药目录+OTC 端发力添新增长极; 3) 扎根贵州, 外延收购德昌祥、汉方药业、云南无敌, 新增 30 余个独家中药品种, 进一步打造品牌中药矩阵, 奠定中长期成长空间。
- 根植传统苗药, 22 年疫情下产品放量带动业绩亮眼:** 公司以核心产品开喉剑喷雾剂(含儿童型)为主线, 产品线围绕儿科、呼吸系统科、心脑血管科、妇科等领域多点布局。22 年开喉剑喷雾剂入选《新冠病毒感染者居家中医药干预指引》加速放量, 带动强势业绩表现。核心产品近 70%持续高毛利率推动盈利能力持续优化, 独家优势导致其集采降价风险较低。21 年股权激励设定未来三年复合 35%增速目标, 有望注入高增长动力。
- 重磅大单品开喉剑喷雾剂具备独家稀缺性特质, 有望冲击新版基药目录+OTC 端发力添新增长极:** 1) **患病率提升+中成药优势催生咽喉疾病中成药广阔市场, 喷雾剂型优势明显:** 呼吸及咽喉疾病为中医药优势领域, 2019 年中国城市零售药店终端中成药咽喉用药市场已突破 50 亿元, 其中喷雾剂型具备安全性高、适用范围广等优势, 但独家产品、儿童用药稀缺; 2) **开喉剑喷雾剂独家优势为基础, 高定价权稳定毛利率水平:** 公司开喉剑喷雾(儿童型)是口腔咽喉疾病用药中少有的儿童专用药物, 适应症范围广泛, 获多指南认可, 为咽喉喷雾剂型细分市场领导产品, 连续多年排名第一。受益于独家及原料优势, 公司产品集采降价风险较低, 近年来毛利率稳定爬升; 3) **院外发力+冲击基药开辟新增长极:** 开喉剑喷雾剂(儿童型)2009 年即进入国家医保目录、陆续纳入地方基药增补目录, 随着基药儿童药目录单列, 公司开喉剑喷雾剂(儿童型)有望冲击 23 年基药目录, 打开新增长极。同时, 产品 OTC 端仍处在快速导入期, 目前处方端和 OTC 端占比大约为 6:4-5:5, 疫情加速产品认知度提升奠定院外发力基础, 对应 4: 6 目标仍具备较大优化空间, 产品未来放量进展可期。
- 外延收购老字号品牌德昌祥、无敌制药, 投资汉方药业, 进一步打造苗药品牌特色矩阵:** 公司扎根贵州, 2022 年收购德昌祥药业 95%的股份、2023 年 11 月完成收购控股汉方药业、2023 年 1 月收购好司特 60.98%股份, 进一步丰富中药制造产品线、强化苗医特色, 引入妇科再造丸、无敌丹胶囊(骨科)等大单品, 持续拓展中成药矩阵, 拓宽收入增长极。
- 盈利预测与估值:** 公司传承苗药精华, 有望通过内生+外延双重发力, 加速产品放量。我们认为, 在国家政策支持中药发展的背景下, 公司各优势产品有望持续带来不断增长的业绩贡献, 助力公司在未来释放亮眼业绩。预计 2023-2025 年公司营收分别为 15.4/25.2/30.1 亿元、归母净利润分别为 2.6/3.7/4.5 亿元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

- 风险提示:** 产品降价风险, 行业竞争加剧的风险, 核心技术及业务人员流失风险

**股票数据**

总股本(百万股):	409.86
流通 A 股(百万股):	408.34
52 周内股价区间(元):	13.65-20.22
总市值(百万元):	7,738.20
总资产(百万元):	1,988.39
每股净资产(元):	3.33

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	939	1,201	1,541	2,519	3,089
(+/-)YOY(%)	49.0%	27.9%	28.3%	63.5%	22.6%
净利润(百万元)	152	201	260	370	454
(+/-)YOY(%)	62.1%	32.2%	29.1%	42.3%	22.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.37	0.49	0.63	0.90	1.11
毛利率(%)	70.5%	71.7%	72.0%	72.3%	72.5%
净资产收益率(%)	14.8%	16.2%	17.3%	19.8%	19.6%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 贵州三力：传承苗药精华，大单品+多潜力品种拓空间.....	6
1.1. 深耕苗药数十余载，内生+外延布局开辟新增长曲线.....	6
1.2. 开喉剑喷雾为公司核心收入贡献，疫情期间放量加速带动业绩亮眼.....	7
1.3. 在研项目丰富，股权激励注入高成长动力.....	9
2. 拳头产品开喉剑喷雾剂稀缺性明显，有望冲击基药目录.....	11
2.1. 重点发力中医药优势领域，开喉剑喷雾系列产品为细分市场领导.....	11
2.1.1. 呼吸系统为中成药市场的重要构成，催生系列大单品.....	11
2.1.2. 咽喉疾病重视度提升，开喉剑喷雾剂（含儿童型）为细分市场领导品牌.....	11
2.2. 儿童用药关乎国家战略，审评支付端格局改善催生广阔市场.....	13
2.2.1. 我国儿童用药较为紧缺，政策鼓励驱动行业加速发展.....	13
2.2.2. 儿童用药市场规模已达近千亿级别，呼吸及消化占主要份额.....	14
2.3. 独家优势为基础，院外发力+冲击基药开辟新增长极.....	15
3. 外延收购引入多个大单品，持续打开收入天花板.....	18
3.1. 扎根贵州，引入产品组合丰富的百年老字号德昌祥.....	18
3.2. 投资汉方药业，进一步强化苗药特质.....	19
3.3. 23年新收购好司特，填补骨科中成药领域空缺.....	20
4. 盈利预测与估值.....	21
5. 风险提示.....	23

## 图表目录

图 1: 公司自成立以来的发展历程 .....	6
图 2: 公司股权结构图 (截至 2023 年 7 月 31 日) .....	7
图 3: 公司主营业务及其收入分布 .....	7
图 4: 2013-2023H1 公司营业收入及增速 (亿元, %) .....	8
图 5: 2013-2023H1 公司归母净利润及增速 (亿元, %) .....	8
图 6: 2017-2022 年公司主要产品毛利率 (%) .....	8
图 7: 2017-2023H1 公司整体毛利率和净利率 .....	8
图 8: 2017-2023H1 公司期间费用率情况 (%) .....	8
图 9: 2020 年医院终端中成药细分类别份额情况 (单位: %) .....	11
图 10: 2015-2020 年呼吸系统疾病用中药销售额 .....	11
图 11: 2013-2016 年上半年我国咽喉疾病用药零售市场结构 .....	12
图 12: 2018-2021 年中国城市实体药店终端咽喉中成药销售额 .....	12
图 13: 2020 年中国儿童药品的种类占药物总量的比例 (%) .....	13
图 14: 医疗机构儿童基本药物配备率 (%) .....	13
图 15: 中国儿童药物市场规模及增速 .....	14
图 16: 儿童常见疾病 (0~14 岁儿童) .....	14
图 17: 2018 年儿童用药分类以及市场份额占比 .....	14
图 18: 开喉剑喷雾产品用途 .....	15
图 19: 开喉剑产品获指南认可情况 .....	15
图 20: 公司开喉剑喷雾剂 (含儿童型) 收入及毛利率情况 .....	16
图 21: 开喉剑喷雾剂 (含儿童型) 均价 .....	16
图 22: 德昌祥营业收入情况 .....	18
图 23: 德昌祥公司发展历程 .....	18
图 24: 德昌祥具备丰富产品组合 .....	18
图 25: 妇科再造丸示意图 .....	19
图 26: 云南无敌核心产品组合 .....	20
图 27: 云南无敌发展历程 .....	20
表 1: 公司主要产品情况 .....	7
表 2: 公司在研项目基本情况 .....	9
表 3: 2021 年零售药店呼吸系统疾病中成药销售情况 (前 12 名) .....	11

表 4: 咽喉疾病中成药市场前 10 品牌.....	12
表 5: 不同咽喉疾病中成药剂型对比.....	12
表 6: 儿童药相关政策梳理.....	13
表 7: 公司主要产品与同类产品的适应症对比情况.....	15
表 8: 公司主要产品与同类产品的独家性对比情况.....	16
表 9: 开喉剑喷雾剂入选地方基药目录情况.....	16
表 10: 公司与同行主要销售模式对比.....	17
表 11: 盈利预测.....	21
表 12: 可比公司估值分析.....	22

## 1. 贵州三力：传承苗药精华，大单品+多潜力品种拓空间

### 1.1. 深耕苗药数十余载，内生+外延布局开辟新增长曲线

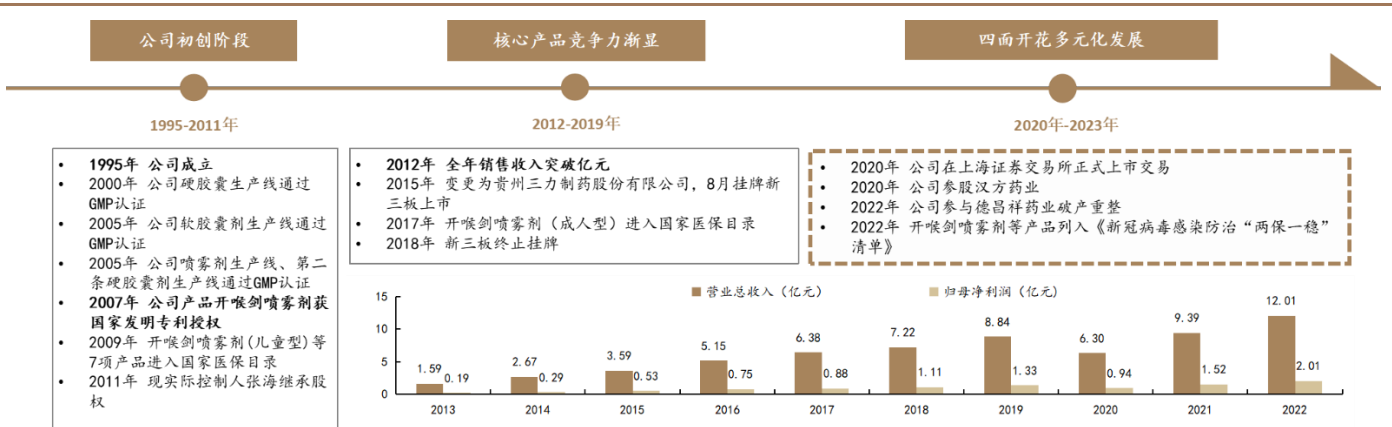
**贵州三力——贵州民族医药处方传承者。**贵州三力制药股份有限公司成立于1995年，是集中药研发、生产、营销于一体的现代化中药制药企业和民族特需商品定点生产企业，2020年公司于上海证券交易所成功上市。公司以发展中成药为主线，产品线主要围绕儿科、呼吸系统科、心脑血管科、妇科等领域，核心产品开喉剑喷雾剂（含儿童型）为国家专利产品，在咽喉疾病中成药喷雾剂市场占据较高的市场份额，已在咽喉疾病、儿童用中成药领域形成了一定的品牌知名度。根据南方所的统计，开喉剑喷雾剂（含儿童型）在咽喉疾病中成药喷雾剂市场中连续3年排名第1，在咽喉疾病中成药喷雾剂医院终端市场已连续6年市场排名第1。公司自1995年成立以来经历了以下几个阶段的发展：

**1) 1995年-2011年，公司初创阶段，静心打磨，研发产品：**公司先后完成七次股权转让和三次增资，2009年开喉剑喷雾剂（儿童型）获国家专利认证后进入医保目录，作为独家儿童用中成药品种迅速占领儿童咽喉疾病中成药市场，2011年张海接替其父出任公司控股股东暨实际控制人。

**2) 2012-2019年，开喉剑喷雾剂系列产品市场竞争力渐显：**主打产品开喉剑喷雾剂（含儿童型）凭借自身优势抓住中成药市场快速发展的行业机遇，实现了总营收的不断递增，到2019年，公司实现营业收入8.84亿元，归母净利润1.33亿元，对比2013年的0.19亿元归母净利润增势强劲。

**3) 2020年至今，提高产能，内生转型升级+外延多元化产品矩阵：**公司于2020年上市，募投项目新增开喉剑喷雾剂系列产品产能可达6000万瓶/年，公司总体产能规模将接近1亿瓶/年。内生上，开喉剑喷雾剂入选《新冠病毒感染者居家中医药干预指引》市场知名度进一步提升，公司推动产品由院内向OTC端转型升级；外延上，公司扎根贵州，立足西南，2022年收购德昌祥药业95%的股份，2023年1月通过收购好司特60.98%股份间接收购无敌制药，进一步丰富中药制造产品线、强化苗医特色，持续拓展中成药矩阵。

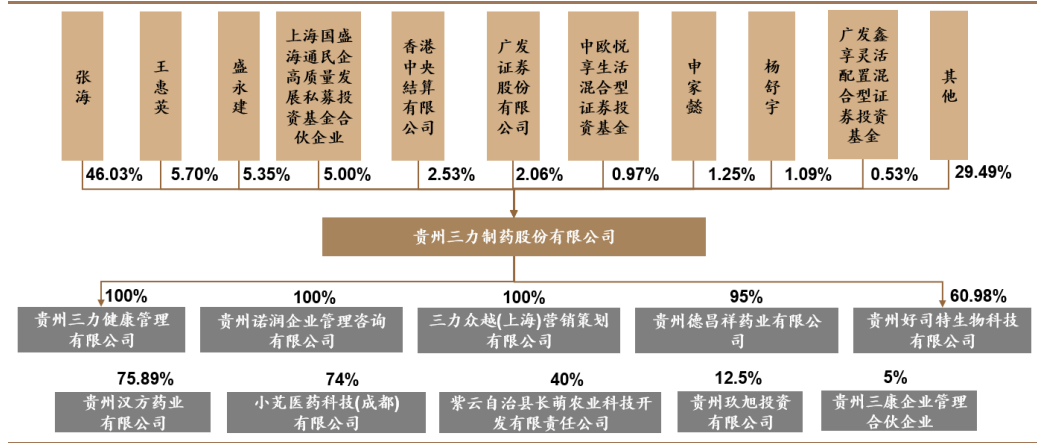
图 1：公司自成立以来的发展历程



资料来源：公司官网，公司年报，Wind，德邦研究所

公司股权结构清晰稳定，实际控制人张海直接持有公司 46.03% 股份。张海为贵州三力创始人张乐陵之子，现任贵州三力制药股份有限公司董事长兼总经理，截至 2023 年 11 月 3 日，张海及其母亲王惠英合计共持有公司 51.73% 股份，拥有对公司的绝对控制权，公司股权结构集中稳定。

图 2：公司股权结构图（截至 2023 年 11 月 3 日）



资料来源：Wind，德邦研究所

## 1.2. 开喉剑喷雾为公司核心收入贡献，疫情期期间放量加速带动业绩亮眼

公司以核心优势产品开喉剑喷雾为基础，外延逐步布局中成药多领域。公司主要产品为开喉剑喷雾剂(儿童型)、开喉剑喷雾剂和强力天麻杜仲胶囊等。其中，开喉剑喷雾剂(儿童型)和开喉剑喷雾剂，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地方基本药物目录；强力天麻杜仲胶囊已列入国家医保目录，近年收入加速提升，2018-2022 年销售收入 CAGR 达 6.58%。形成对儿科、呼吸系统科、心脑血管科等领域的丰富布局。

图 3：公司主营业务及其收入分布



资料来源：公司官网，公司年报，Wind，德邦研究所

注：2020 年-2021 年，公司年报将开喉剑喷雾剂(儿童型)与开喉剑喷雾剂(成人型)合并计算

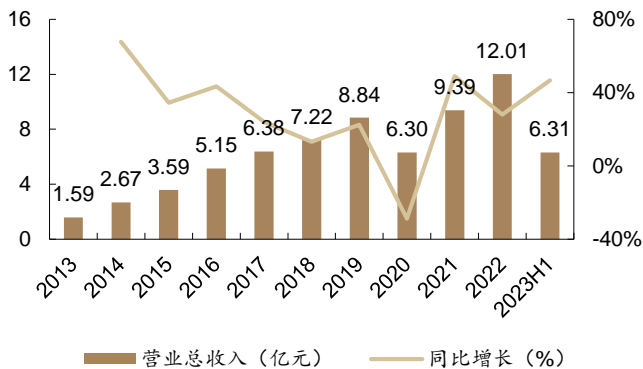
表 1：公司主要产品情况

序号	产品名称	剂型	批准文号	类别	独家品种
1	开喉剑喷雾剂 (儿童型)	喷雾剂	国药准字 Z20025142	国家医保目录品种, 贵州、广西、浙江、广东地方基本药物目录品种	是
2	开喉剑喷雾剂	喷雾剂	国药准字 Z20026493	国家医保目录品种, 浙江、广东、贵州地方基本药物目录品种	是
3	强力天麻杜仲胶囊	胶囊剂	国药准字 Z52020007	国家医保目录品种, 国家低价药目录品种, 新疆地方基本药物目录品种	否
4	脑立清胶囊	胶囊剂	国药准字 Z19993045	国家医保目录品种, OTC 品种	否
5	藿香正气胶囊	胶囊剂	国药准字 Z19993046	国家医保目录品种, 陕西、贵州、新疆地方基本药物目录品种, OTC 品种	否

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

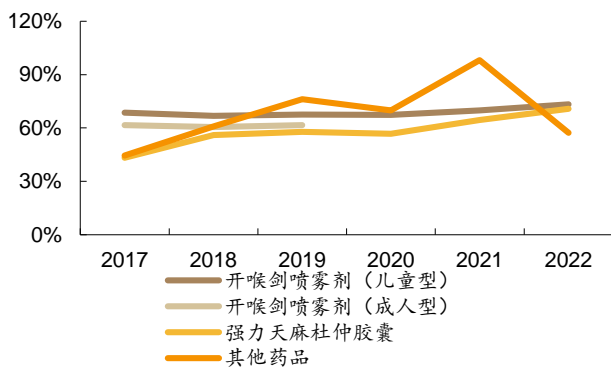
**22 年产品放量加速带动全年业绩亮眼, 产品持续高毛利推动盈利能力持续优化。**2022 年, 公司实现营业收入 12.01 亿元、归母净利润 2.01 亿元, 20 年疫情影响已出清。同时, 受 22 年底公司产品纳入《新冠病毒感染者居家中医药干预指引》影响, 产品放量加速带动全年业绩亮眼, 22 年营业收入同比增长 27.94%; 归母净利润同比增长 32.18%。受益于独家优势, 公司核心产品开喉剑喷雾 (含儿童型) 的毛利率维持在近 70% 的水平并逐年提升, 带动 2022 年整体毛利率达 71.74% 的历史高位。23H1 公司实现营收 6.31 亿元, 同比增长 46.74%, 归母净利润 1.01 亿元, 同比增长 57.75%, 公司业绩持续释放。

图 4: 2013-2023H1 公司营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司年报, 德邦研究所

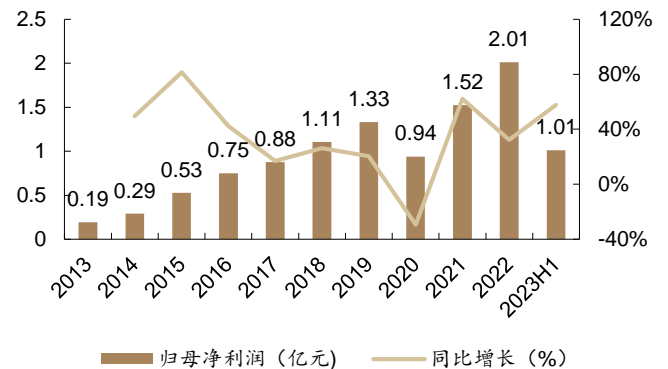
图 6: 2017-2022 年公司主要产品毛利率 (%)



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

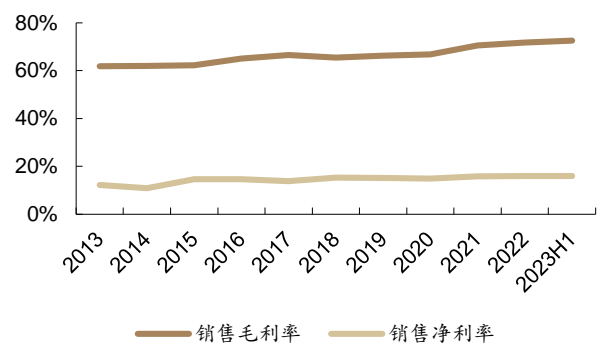
注: 2020 年-2021 年, 公司年报将开喉剑喷雾剂 (儿童型) 与开喉剑喷雾剂 (成人型) 合并计算

图 5: 2013-2023H1 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 公司年报, 德邦研究所

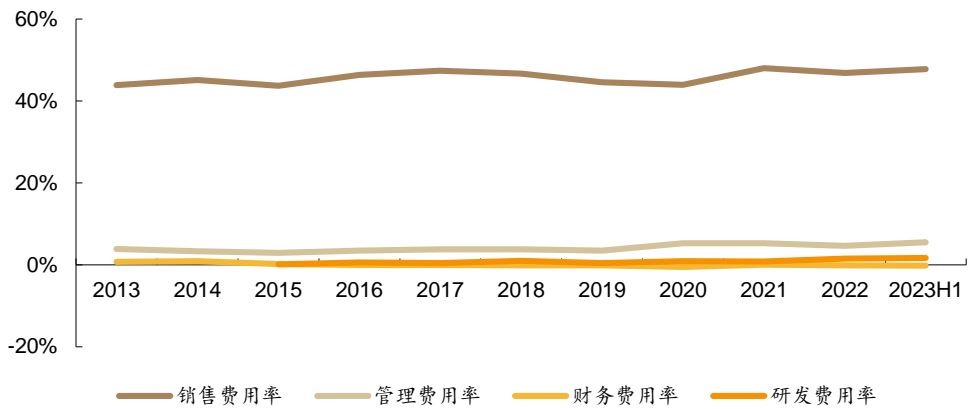
图 7: 2017-2023H1 公司整体毛利率和净利率



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

图 8: 2017-2023H1 公司期间费用率情况 (%)





资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

### 1.3. 在研项目丰富, 股权激励注入高成长动力

公司重视研发, 在研管线包含新品开发、现有产品标准提升等多维度。公司设立技术中心, 与多家科研院所、院校 (山东中医药大学、成都中医药大学、中国药科大学、贵州中医药大学等), 建立“产、学、研”合作研究体系。在现有上市产品品种改进方面, 公司在 2018 年成功申报《“苗药大品种开喉剑喷雾剂、金骨莲胶囊的关键技术提升与应用示范”》, 获得国家科技专项资金支持。在新品研发方面, 公司致力于开发精品中药, 将来自儿科中医大家、辽宁中医药大学第一附属医院张君教授的独家专利中药处方, 用于儿童紫癜疾病的紫丹颗粒, 进行探索性新药开发研究。

表 2: 公司在研项目基本情况

研发项目 (含一致性评价项目)	药(产)品名称	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种 (如涉及)	研发(注册)所处阶段
开喉剑喷雾剂(儿童型)拟收入中国药典的质	开喉剑喷雾剂(儿童型)	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。	是	否	上市后质量标准提升研究
中药系列经典名方的新药研究及注册-当归六黄汤	当归六黄汤	滋阴泻火, 固表止汗。主治: 阴虚火旺所致的盗汗。发热盗汗, 面赤心烦, 口干唇燥, 大便干结, 小便赤黄, 舌红苔黄, 脉数。	是	否	药学研究
中药系列经典名方的新药研究及注册-金水六君煎	金水六君煎	养阴化痰。主治: 肺肾虚寒, 水泛为痰, 或年迈阴虚, 血气不足, 外受风寒, 咳嗽呕恶, 喘逆多痰。痰带咸味, 或咽干口燥, 自觉口咸, 舌质红, 苔白滑或薄腻。	是	否	药学研究
中药系列经典名方的新药研究及注册-羌活胜湿汤	羌活胜湿汤	祛风, 胜湿, 止痛。主治: 风湿在表之痹症。肩背痛不可回顾, 头痛身重, 或腰脊疼痛, 难以转侧, 苔白, 脉浮。	是	否	药学研究、药效和安全性研究
中药系列经典名方的新药研究及注册-清肺汤	清肺汤	清热润肺。主治: 肺热咳嗽。	是	否	药学研究
中药系列经典名方的新药研究及注册-清心莲子饮	清心莲子饮	益阴气, 清心火, 止淋浊。主治: 心火偏旺, 气阴两虚, 湿热下注。症见遗精淋浊, 血崩带下, 遇劳则发; 或肾阴不足, 口干舌燥, 烦躁发热。	是	否	药学研究
中药系列经典名方的新药研究及注册-泻白散	泻白散	泻肺清热, 止咳平喘。主治: 肺热咳嗽。甚则气急欲喘, 皮肤蒸热, 日哺尤甚, 舌红苔黄, 脉细数。	是	否	药学研究、药效和安全性研究
中药 1 类新药紫丹颗粒的临床前研究	紫丹颗粒	具有解毒、凉血、化痰的功效, 用于治疗过敏性紫癜。	是	否	药学研究
开喉剑喷雾剂(成人型)的临床询证观察研究	开喉剑喷雾剂	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, 复发性口疮见上述症候者。	是	否	上市后再研究
国家重点研发计划课题二: 苗药组方配伍与质量标准提升研究	开喉剑喷雾剂(儿童型)	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。	是	否	上市后再研究
国家重点研发计划课题三: 开喉剑生产工艺提升与过程质量控制研究	开喉剑喷雾剂(儿童型)	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。	是	否	上市后再研究
国家重点研发计划课题五: 开	开喉剑喷雾剂	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	是	否	上市后再研究

喉剑与金骨莲的临床前有效性和安全性研究(开喉剑)	(儿童型)	消炎, 牙龈肿痛。				究
2020年年度报告 33/241 国家重点研发计划课题六: 开喉剑临床定位的循证研究	开喉剑喷雾剂(儿童型)	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。	是	否		上市后再研究
开喉剑喷雾剂(成人型)药材及制剂中农药残留量及检测方法的研究开发	开喉剑喷雾剂	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, 复发性口疮见上述症候者。	是	否		上市后质量标准提升研究
开喉剑喷雾剂(儿童型)药材及制剂中农药残留量及检测方法的研究开发	开喉剑喷雾剂(儿童型)	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。	是	否		上市后质量标准提升研究
强力天麻杜仲胶囊药材及制剂中农药残留量及检测方法的研究开发	强力天麻杜仲胶囊	散风活血, 舒筋止痛。用于中风引起的筋脉掣痛, 肢体麻木, 行走不便, 腰酸腿痛, 头痛头昏等。	是	是		上市后质量标准提升研究
藿香正气胶囊药材及制剂中农药残留量及检测方法的研究开发	藿香正气胶囊	解表化湿, 理气和中。用于外感风寒, 内伤湿滞, 头痛昏重, 胸膈痞闷, 脘腹胀痛, 呕吐泄泻。	否	否		上市后再研究
开喉剑喷雾剂用于肿瘤放疗导致的口腔溃疡的研究	开喉剑喷雾剂(成人型及儿童型)	成人型: 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, 复发性口疮见上述症候者。儿童型: 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。	是	否		上市后再研究
开喉剑喷雾剂二次开发及产业化	开喉剑喷雾剂(成人型及儿童型)	成人型: 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, 复发性口疮见上述症候者。儿童型: 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。	是	否		上市后再研究

资料来源: 公司 2022 年年报更新, 德邦研究所

**21 年股权激励设定 3 年复合 35% 增速目标。**2021 年, 公司发布限制性股票激励计划股权激励情况, 拟向 9 名激励对象授予合计 374 万股限制性股票, 对应解锁条件为 2022-2024 年完成归属于上市公司股东的中药产品销售净利润(触发值) 1.71/2.04/3.13 亿元, 对应复合增速达 35.3%。我们认为, 公司设定较高股权激励增长目标, 彰显公司未来发展信心, 也有望为公司注入高成长动力。

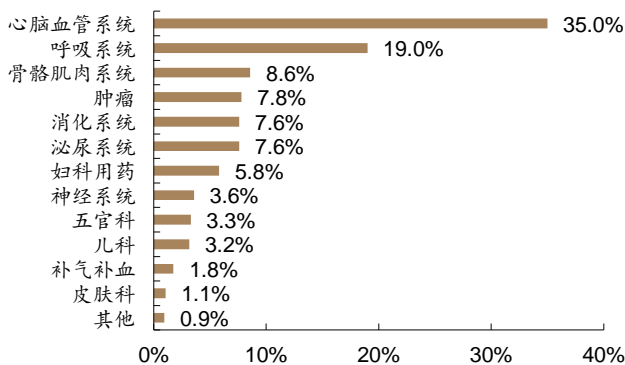
## 2. 拳头产品开喉剑喷雾剂稀缺性明显，有望冲击基药目录

### 2.1. 重点发力中医药优势领域，开喉剑喷雾系列产品为细分市场领导

#### 2.1.1. 呼吸系统为中成药市场的重要构成，催生系列大单品

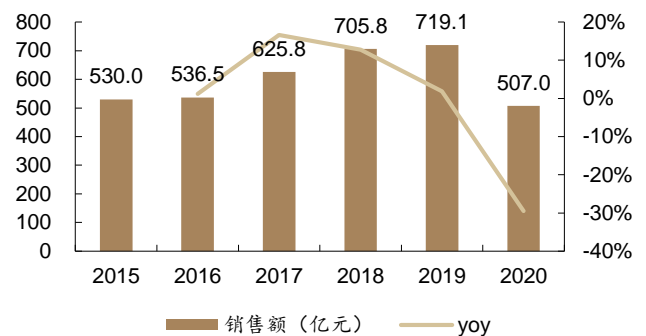
呼吸道感染发病率高，中药治疗副作用较小，呼吸抗感染用药市场是抗感染中成药的重要组成部分。呼吸系统感染是一种常见病和多发病，根据《我国“十三五”呼吸学科发展的重点与策略》，呼吸道感染占儿科门诊的60%以上。根据米内网的数据，呼吸系统疾病用药占2020年医院终端中成药份额19%，是第一大细分用药类别。同时，2019年我国呼吸系统疾病中药销售额已达719亿元，2020年受疫情影响有所下滑。而《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案》第四版至第八版中均推荐服用中成药连花清瘟，用于医学观察期乏力伴发热患者的防治。我们认为，在政策支持下，中成药或将持续作为患者治疗呼吸感染类疾病的重要选择，具备广阔市场前景。

图 9：2020 年医院终端中成药细分类别份额情况（单位：%）



资料来源：米内网，派友科技微信公众号，德邦研究所

图 10：2015-2020 年呼吸系统疾病用中药销售额



资料来源：米内网，前瞻产业研究院，德邦研究所

表 3：2021 年零售药店呼吸系统疾病中成药销售情况（前 12 名）

排名	药品名称	销售额 (亿元)	同比增长
1	感冒灵颗粒	23.96	19.73%
2	京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	11.58	4.42%
3	板蓝根颗粒	10.27	-30.18%
4	连花清瘟胶囊	10.17	-17.18%
5	蒲地蓝消炎口服液	8.95	109.60%
6	铁皮枫斗颗粒	7.3	40.38%
7	蒲地蓝消炎片	7.09	14.91%
8	小柴胡颗粒	6.5	1.25%
9	急支糖浆	5.54	-9.48%
10	抗病毒口服液	5.53	-31.90%
11	复方感冒灵颗粒	5.43	8.82%
12	补肺丸	5.42	5.45%

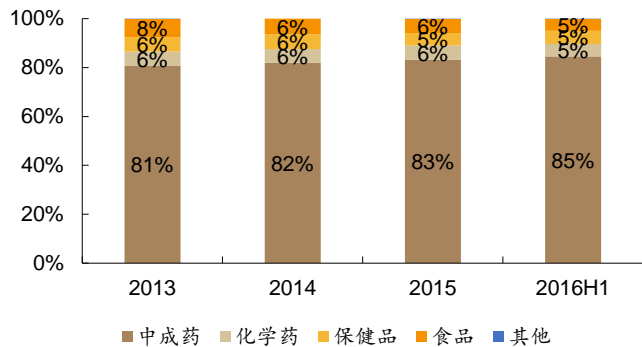
资料来源：药融云全国药店零售数据库，德邦研究所

#### 2.1.2. 咽喉疾病重视度提升，开喉剑喷雾剂（含儿童型）为细分市场领导品牌

咽喉疾病发病率提升，中成药成为主要用药类型。近年来，在气候环境、工作压力等因素的影响下，咽喉疾病发病率不断提高。而受益于中医“治未病”理念，中成药以标本兼治、毒副作用少等优势在治疗咽喉疾病方面发挥着巨大作用。根据米内网监测数据显示，在咽喉用药零售市场中，2016上半年在咽喉疾病中中

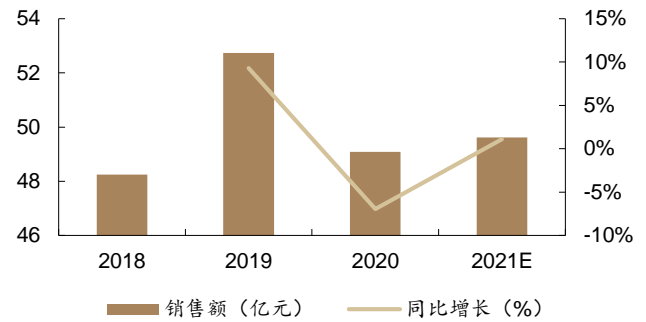
成药的市场份达 84.6%; 2019 年中国城市零售药店终端中成药咽喉用药市场已突破 50 亿元, 咽喉疾病中成药市场规模广阔。

图 11: 2013-2016 年上半年我国咽喉疾病用药零售市场结构



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 12: 2018-2021 年中国城市实体药店终端咽喉中成药销售额



资料来源: 米内网, 智研咨询, 德邦研究所

咽喉疾病中成药市场的前十品种中仅有 4 个医保品种, 唯一基药品种为非独家产品。据南方所的统计信息显示, 截至 2017 年末我国咽喉疾病中成药市场的前十品种中, 独家品种有 6 个, 医保品种 4 个, 其中 3 个医保乙类品种, 分别是蓝岑口服液、桂林西瓜霜和开喉剑喷雾剂。

表 4: 咽喉疾病中成药市场前 10 品牌

品种	注册企业数	基药	国家医保	OTC
蒲地蓝消炎口服液	1	否	否	否
蓝岑口服液	1	否	乙	乙
金嗓子喉片	1	否	否	甲
蒲地蓝消炎片	28	否	否	甲
开喉剑喷雾剂	1	否	乙	否
咽炎片	58	否	否	甲
银黄颗粒	93	是	甲	甲
清喉利咽颗粒	2	否	否	甲
桂林西瓜霜	1	否	乙	甲
西瓜霜润喉片	1	否	否	乙

资料来源: 南方所, 公司招股书, 德邦研究所

喷雾剂型在副作用、方便性、适应人群上具备优势, 开喉剑喷雾剂系列产品为领导品牌。据公司招股书, 市场上咽喉疾病中成药剂型较多, 喷雾剂剂型对比其他口服制剂在安全性、便捷性、适用范围等方面具备优势。开喉剑喷雾剂(儿童型)是唯一既为独家品种, 同时又进入国家医保目录的品种。

表 5: 不同咽喉疾病中成药剂型对比

项目	喷雾剂剂	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
给药次数	根据病情自主决定	一日至少 2-3 次, 或更多
给药剂量给药时间	一次数撤根据疗效	一次多量一般需间隔规定时间
适应人群	包括婴幼儿、儿童、成人和特殊人群	多数人群

方便性 随时随地随处用药 需要辅助条件 (温开水送服、冲泡器皿等)

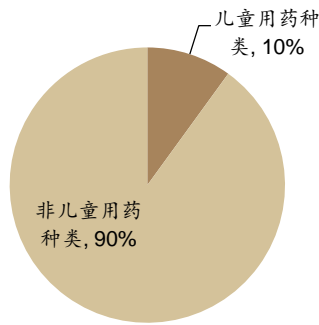
资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

## 2.2. 儿童用药关乎国家战略, 审评支付端格局改善催生广阔市场

### 2.2.1. 我国儿童用药较为紧缺, 政策鼓励驱动行业加速发展

我国儿童人口基数大, 但儿童用药相对紧缺。根据第七次全国人口普查数据, 2020年中国0-17周岁儿童人口为2.98亿, 占全国总人口的21.1%。由于儿童肝脏、肾脏等重要器官功能尚不完全, 对药物的吸收、代谢与成人有所不同, 致使儿童用药不良反应高, 发展儿童专用药尤为重要。而长期以来, 由于研发成本高、定价机制不完备等因素, 我国儿科用药品种较为匮乏, 多数临床药品没有儿童专用剂型, 儿童基本药物短缺现象普遍存在。根据《我国儿童基本药物的可获得性研究——基于全国19省份的调查分析》, 2016年儿童基本药物(西药+中成药)在东、中、西部地区医疗机构的平均配备率均低于50%、儿童中成药及西药基本药物在医疗机构的平均可获得率均在35%以下, 儿童用药的可获得率低。

图 13: 2020 年中国儿童药品的种类占药物总量的比例 (%)



资料来源: 前瞻产业研究院, 德邦研究所

图 14: 医疗机构儿童基本药物配备率 (%)

地区	配备率	中成药	西药	合计
东部		27.2%	48.8%	42.7%
中部		27.8%	50.8%	44.3%
西部		21.6%	56.8%	46.9%
均值		25.5%	52.1%	44.6%
妇幼保健院		30.4%	51.1%	45.2%
三级综合性医院		20.8%	56.5%	46.5%
不同类型儿童专科医院		21.5%	57.4%	47.3%
机构 二级综合性医院		18.6%	59.4%	47.9%
基层医疗机构		38.7%	30.4%	32.7%
均值		26.0%	50.9%	43.9%

资料来源: 李赛赛, 徐伟等《我国儿童基本药物的可获得性研究——基于全国19省份的调查分析》, 德邦研究所

国家重视儿童健康, 陆续发布相关政策保证儿童用药安全、支持行业发展。为进一步促进儿童用药市场发展, 市场各部门近年陆续出台配套政策为儿童药产业链保驾护航。2014年以来, 《关于保障儿童用药的若干意见》、《关于进一步加强医疗机构儿童用药配备使用工作的通知》等关键文件密集出台, 从研发、审批、生产、流通、使用等环节全方位支持我国儿童用药行业发展, 我国儿童用药市场开始进入规范化、高速发展阶段。

表 6: 儿童药相关政策梳理

时间	政策名称	主要内容
2003年	《药物临床试验质量管理规范》	正式将儿童纳入药物临床试验对象
2010年	《中国国家处方集(2010)》	处方集所选的药品品种兼顾儿童临床常见病, 多发病及重大、疑难、复杂疾病抢救治疗的需要。
2011年	《关于加强孕产妇及儿童临床用药管理的通知》	建立孕产妇及儿童药物选制制度, 按照药品监督管理部门批准并公布的药品通用名称严格选用、购进药物
2011年	《中国儿童发展纲要 2011-2020年》	1. 儿童专用药品研发和生产; 2. 国家基本药物目录中儿科用药品种和剂型范围, 完善儿童用药目录。
2013年	《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励创新的意见》	明确提出了鼓励研制儿童用药的相关措施
2014年	《关于保障儿童用药的若干意见》	对鼓励研发创新、加快申报审评、确保生产供应、强化质量监管、推动合理用药、完善体系建设、提升综合能力等多环节提出具体要求
2015年	《关于进一步加强医疗机构儿童用药配备使用工作的通知》	明确放宽对医疗机构儿童药品的“一品两规”限制, 满足儿科特别是综合医院儿科用药需求。制定儿科非专利药品直接挂网采购示范药品和遴选原则, 明确对儿童用药等特殊人群用

药实行集中挂网、由医院直接采购等措施办法

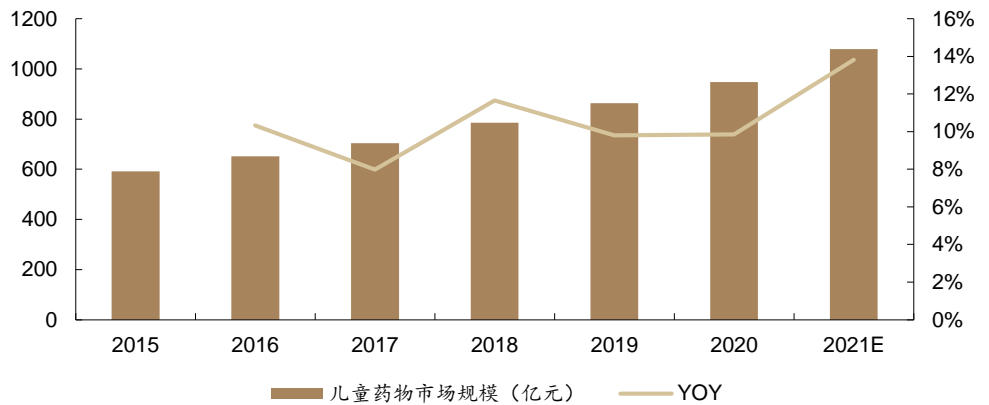
2015年	《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	加快转移到境内生产的创新药和儿童药的审评审批。
2016年	《儿科人群药物临床试验技术指导原则》	规范我国儿科人群药物临床试验设计，提高试验质量
2017年	《关于鼓励药品创新试行优先审评审批的意见》	防治下列疾病且具有明显临床优势的药品注册申请：艾滋病；肺结核；病毒性肝炎；罕见病；恶性肿瘤；儿童用药品；老年人特有和多发的疾病。
2019年	《中华人民共和国药品管理法》	鼓励儿童药品研制和创新，支持开发符合儿童生理特征的儿童用药新品种、剂型和规格。
2020年	《药品注册管理办法》	符合儿童生理特征的儿童用药品新品种、剂型和规格可以申请适用优先审评审批程序
2021年	《中国儿童发展纲要(2021-2030)》	促进儿童健康成长，是建设社会主义现代化强国、实现中华民族伟大复兴中国梦的必然要求
2022年	《中华人民共和国药品管理法实施条例(修订草案对首个批准上市的儿童专用新品种、剂型和规格，以及增加儿童适应症或者用法用量的，给予最长不超过12个月的市场独占期案征求意见稿)》	

资料来源：《2016年儿童用药安全调查报告》，中华人民共和国国家卫生健康委员会官网，中日医药信息网，华经情报网，德邦研究所

### 2.2.2. 儿童用药市场规模已达近千亿级别，呼吸及消化占主要份额

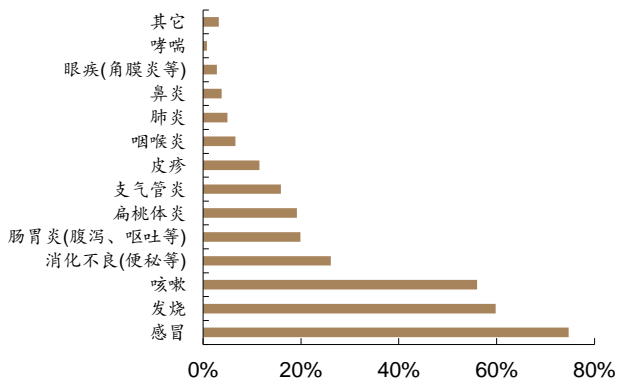
儿童用药市场规模已达近千亿级别，呼吸及消化系统相关疾病是儿童主要的患病类型。根据药智网、华经产业研究院的测算，2015-2020年，我国儿童用药市场规模从591亿元增长至948亿元，对应CAGR达9.9%。而根据2016年国家药监局南方医药经济研究所的调研数据，儿童患过且经治疗的疾病中，排名靠前的疾病分别为感冒、发烧等呼吸系统疾病以及消化不良、肠胃炎等消化系统疾病。根据华经情报网的测算，2018年儿童用药市场中呼吸系统疾病用药占据儿童用药市场30.9%份额，为儿童用药市场的重要组成。

图 15：中国儿童药物市场规模及增速



资料来源：药智网，华经产业研究院，德邦研究所

图 16：儿童常见疾病 (0~14 岁儿童)



资料来源：NMPA，南方医药经济研究所《2016年儿童用药安全调查报告》，德邦研究所

图 17：2018 年儿童用药分类以及市场份额占比

大类	亚类	市场份额 (%)
呼吸系统疾病	儿童感冒用药	11.30%
	儿童解热镇痛类	8.70%
	儿童止咳化痰类	4.40%
肠胃用药	儿童清火类	6.50%
	儿童健胃消食类	5.60%
神经系统用药	儿童止泻类	2.10%
	儿童定惊类	2.30%
抗感染用药	儿童抗生素用药	22.20%
营养补充剂	儿童维生素类	6.30%
	儿童补钙类	5.40%

资料来源：华经情报网，德邦研究所

### 2.3. 独家优势为基础，院外发力+冲击基药开辟新增长极

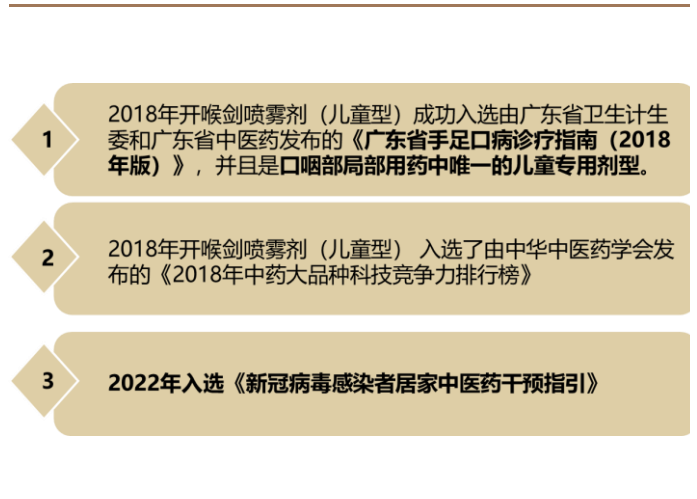
开喉剑喷雾剂（含儿童型）取自经典苗医验方，为公司的重磅独家大单品。开喉剑喷雾剂（含儿童型）为公司的核心品种，也是全国独家、国家医保品种，取自经典苗医验方，其组方主要有八爪金龙、山豆根、蝉蜕以及薄荷脑四味，其中八爪金龙是贵州黔东南地区的道地药材。其中开喉剑喷雾剂（儿童型）所用药材原料天然、质量稳定、安全性高，弥补了我国现阶段在儿童口腔咽喉疾病板块药物短缺的问题，是口腔咽喉疾病用药中少有的儿童专用药物，入选国内多部权威的儿科中成药用药指南。截止 2022 年末，开喉剑喷雾剂（儿童型）已经覆盖国内超过 98% 以上的儿童专科，在院内市场获得较高认可度。

图 18：开喉剑喷雾产品用途



资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

图 19：开喉剑产品获指南认可情况



资料来源：公司公告，中国政府网，德邦研究所

对比同类产品，公司产品适应症全面覆盖咽喉及口腔疾病，独家优势明显。与同类产品相比，开喉剑喷雾剂系列产品在咽喉类领域的适应症较广，全面覆盖咽喉肿痛、急性咽喉炎、慢性咽喉炎、扁桃体炎等多类疾病。而由于公司开喉剑喷雾剂源自贵州经典苗医验方，部分原料需采用贵州黔东南地区道地药材，奠定产品的独家优势，为同类产品中较为稀缺的独家品种。

表 7：公司主要产品与同类产品的适应症对比情况

公司名称	主要竞品	咽喉肿痛	急性咽喉炎	慢性咽喉炎	扁桃体炎	腮腺炎	口腔炎	牙龈出血	牙龈肿痛
济川药业	蒲地蓝消炎口服液	×	●	●	●	●	×	×	×
桂林三金	西瓜霜	●	●	●	●	×	●	●	●
江中药业	草珊瑚含片	●	●	×	×	×	×	×	×
葵花药业	小儿咽扁颗粒	●	●	×	●	×	×	×	×
同仁堂	小儿清咽颗粒	●	×	×	×	×	×	×	×
通化东宝	射干利咽口服液	×	●	×	×	×	×	×	×
三力制药	开喉剑喷雾剂（儿童型）	●	●	●	●	×	●	×	●

资料来源：公司招股书，德邦研究所

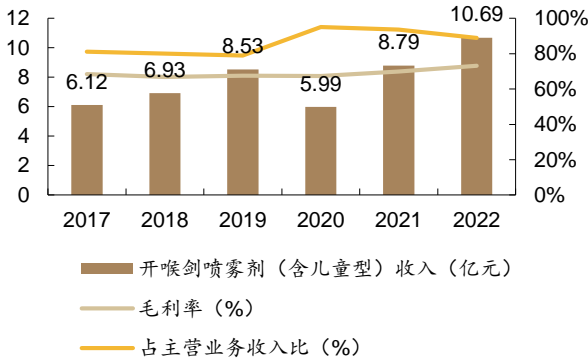
表 8: 公司主要产品与同类产品的独家性对比情况

公司名称	同类竞争产品	国内该品种注册企业家数	国内相同通用名品种注册企业家数	是否为独家品种
济川药业	蒲地蓝消炎口服液	1	30	否
桂林三金	西瓜霜	2	2	否
江中药业	草珊瑚含片	2	2	否
葵花药业	小儿咽扁颗粒	26	26	否
同仁堂	小儿清咽颗粒	21	22	否
通化东宝	射干利咽口服液	1	1	是
三力制药	开喉剑喷雾剂 (含儿童型)	1	1	是

资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

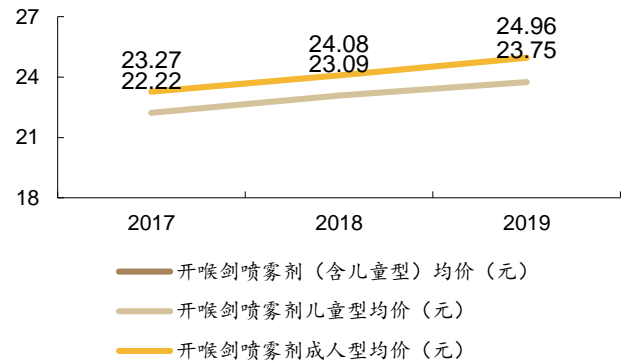
受益于独家优势产品中标价平稳, 毛利率稳步提升。在需求端市场空间持续扩容与产品竞争优势的加持下, 2017-2022 年, 公司开喉剑喷雾剂 (含儿童型) 实现稳步放量, 营业收入由 6.12 亿元增长至 10.69 亿元, 对应 CAGR 达 11.8%。儿童药主要采用直接挂网的方式确定价格, 受益于独家产品优势, 2017-2019 年间公司开喉剑喷雾剂 (儿童型) 在主要中标各省市的中标价格相对稳定, 部分省份均价有所提升, 带动平均单价及毛利率平稳增长。我们认为, 考虑到开喉剑喷雾剂 (含儿童型) 作为全国独家品种, 其较高的定价自主权有望持续。

图 20: 公司开喉剑喷雾剂 (含儿童型) 收入及毛利率情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 21: 开喉剑喷雾剂 (含儿童型) 均价



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

自 09 年纳入国家医保目录以来, 公司产品陆续进入多个地方基药增补目录, 有望冲击 23 年基药目录。开喉剑喷雾剂 (儿童型) 作为国家食药监总局唯一批准的儿童口腔咽喉类疾病喷雾剂型, 2009 年已进入国家医保目录, 2014 年开喉剑喷雾剂 (儿童型)、开喉剑喷雾剂成为贵州省 (市) 名牌产品, 2012-2014 年陆续增补进入湖北、贵州、广西、广东、浙江等地方基药目录, 经数年的推广与使用积累良好的医生与患者评价。我们认为, 公司产品较早进入国家医保目录、陆续纳入地方基药增补目录, 且 18 年以来获多部指南认可, 我们认为公司开喉剑喷雾剂 (儿童型) 有望冲击 23 年基药目录, 打开新增长极。

表 9: 开喉剑喷雾剂入选地方基药目录情况

省份	开喉剑喷雾剂 (儿童型)	开喉剑喷雾剂	纳入地方基药增补目录年份
浙江	★	★	2014
广东	★	★	2013
广西	★		2012
贵州	★	★	2012

资料来源: 公司招股书, 德邦研究所



**OTC 端仍处在快速导入期，疫情加速产品认知度提升奠定院外发力基础，具备高潜力空间。**根据公司投资者关系活动记录，目前开喉剑喷雾剂（含儿童型）在处方端和 OTC 端占比大概是 6: 4-5: 5，院内市场经过长期的市场开拓空间有限，当前公司正大力拓展对二、三终端，预计未来 OTC 端的增长会高于处方端，最终预计实现处方端和 OTC 端 4: 6 的比例。疫情下公司产品入选《新冠病毒感染者居家中医药干预指引》，患者认知度进一步提升，OTC 端加速放量。根据米内网数据显示，开喉剑喷雾剂（含儿童型）是 2021 年中国城市实体药店终端咽喉中成药 TOP20 品牌增速最快（超过 30%）的产品。我们认为，随着公司未来在 OTC 端加大销售推广力度，有望为产品带来新的增长引擎，加速公司营收打开新增长曲线。

**表 10：公司与同行主要销售模式对比**

项目	济川药业	桂林三金	江中药业	葵花药业	同仁堂	通化东宝	贵州三力
咽喉疾病用药 主要品种	蒲地蓝消炎口服液	三金西瓜霜系列产品	草珊瑚含片	小儿咽扁颗粒	小儿清咽颗粒	射干利咽口服液	开喉剑喷雾剂（含儿童型）
咽喉疾病用药 主要品种类型	处方类	OTC 甲类/OTC 乙类	OTC 乙类	OTC 甲类	OTC 甲类	OTC 甲类	处方类
销售模式	以专业化学术推广为主、渠道分销为辅的销售模式。	渠道分销和终端拉动为主的销售模式	经分销商覆盖+部分商超直营相组合的销售模式	以学术营销和价值营销并重	经销模式	专业化学术推广模式	采用专业化学术推广为主（学术推广服务商）
主要销售渠道	处方、OTC	处方、OTC	处方、OTC	处方、OTC	处方、OTC	处方、OTC	处方、OTC

资料来源：公司招股书，德邦研究所

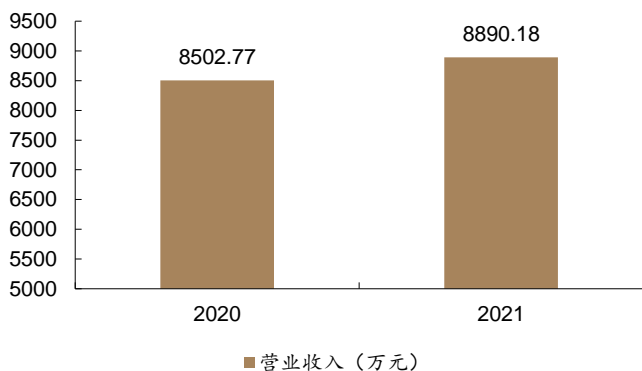
### 3. 外延收购引入多个大单品，持续打开收入天花板

#### 3.1. 扎根贵州，引入产品组合丰富的百年老字号德昌祥

公司扎根贵州，2022 年收购德昌祥药业 95% 的股份，强化苗医特色。贵阳德昌祥药业历史悠久，前身“德昌祥药号”成立于 1900 年，是中国医药中华老字号十大品牌之一、第一批贵州老字号。经过一个多世纪发展，德昌祥已经发展成为一个规模化、现代化的药品制造企业，获得贵州省高新技术企业、中国医药中华老字号、第一批贵州老字号等多项荣誉。2022 年 2 月，公司出资 2.32 亿元取得德昌祥 95% 股权，成为德昌祥控股股东，进一步强化贵州中药特色布局，发力塑造规模经济。

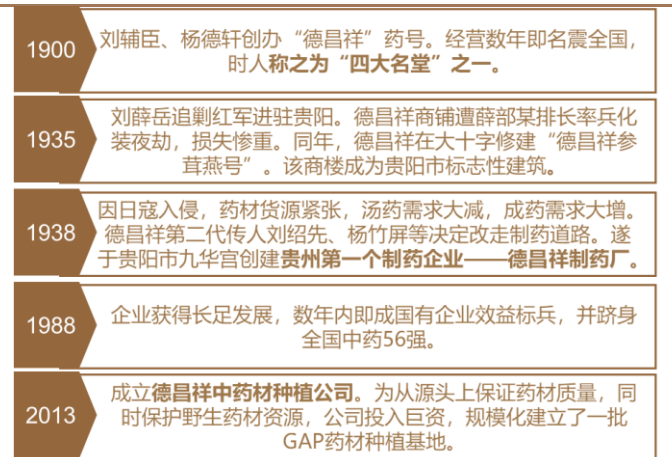
德昌祥具备百年老字号品牌底蕴，有望借力公司渠道发挥协同作用。德昌祥拥有丸剂、膏剂、散剂、糖浆剂等 12 条现代化生产线，共有药品批准文号 69 个，其中独家品种 9 个，医保品种 41 个。其中，妇科再造丸、杜仲补天素丸、杜仲壮骨丸为贵州省名牌产品，拳头产品妇科再造丸为学贯中西的贵州十大名医之首王聘贤先生所独创，已畅销 70 年；公司藿香正气胶囊、安宫牛黄丸、苏合香丸被列入《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）》。上述产品被该方案列为医学观察期、危重型治疗推荐用药，产品市场认可度高。

图 22：德昌祥营业收入情况



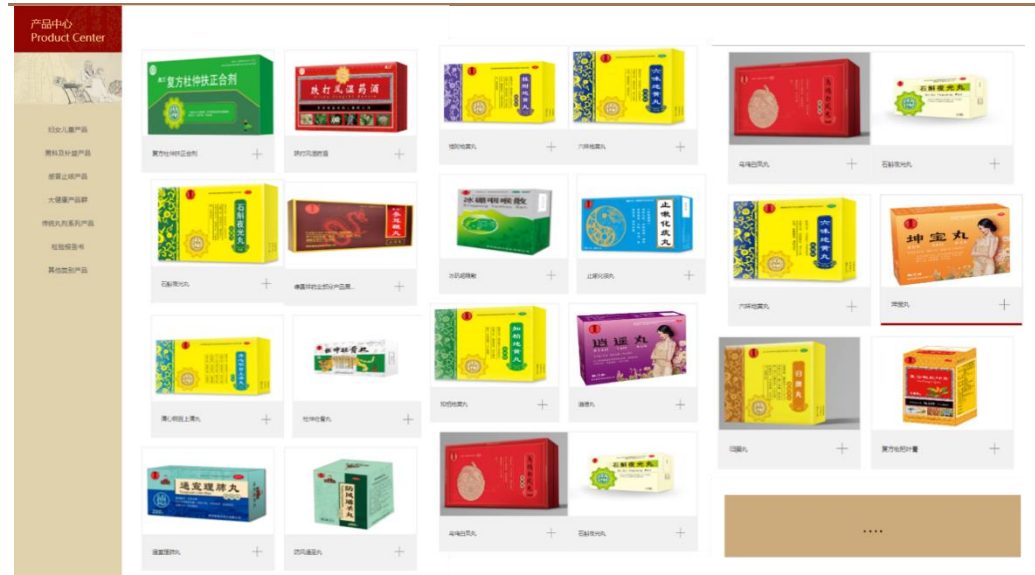
资料来源：爱企查，德邦研究所

图 23：德昌祥公司发展历程



资料来源：德昌祥官网，德邦研究所

图 24：德昌祥具备丰富产品组合



资料来源：德昌祥官网，德邦研究所

独家产品妇科再造丸历史悠久，可治疗月经先后不定期，带经日久、痛经、带下等常见妇科病，具备高潜力。妇科再造丸是中医近代名医王聘贤结合四大名方于 1938 年创立，是省级非物质文化遗产“龙凤至宝丹”的主要组成成分。已被纳入 2017 版及 2019 版《国家基本医疗保险、工伤保险、和生育保险药品目录》我们认为公司引入德昌祥后，可基于自身的销售渠道和人才资源，助力德昌祥扩大销售网络，持续挖掘妇科再造丸等大单品的市场潜力。

图 25：妇科再造丸示意图



资料来源：德昌祥官网、德邦研究所

### 3.2. 投资汉方药业，进一步强化苗药特质

2020 年 12 月公司投资汉方药业，2023 年 11 月收购控股至 75.9%，进一步丰富中药制造产品线。2020 年 12 月 21 号，公司通过增资取得贵州汉方药业 25.64% 股份，汉方药业拥有片剂、胶囊剂、颗粒剂、洗剂、合剂、气雾剂、搽剂等多个剂型，81 个批准文号，其中独家品种 20 个，专利品种 6 个，独家苗药 8 个，含芪胶升白胶囊、日舒安洗液、黄氏颗粒等重点产品。重点产品芪胶升白胶囊被列入国家重大专项，为抗肿瘤用药，对于保肝也有一定治疗疗效。我们认为公司通过向汉方药业进行股权投资，有利于公司拓展其他中成药品种及科室，持续丰富公司在中成药领域的布局，进一步强化公司的苗医特质与竞争实力。

### 3.3. 23年新收购好司特，填补骨科中成药领域空缺

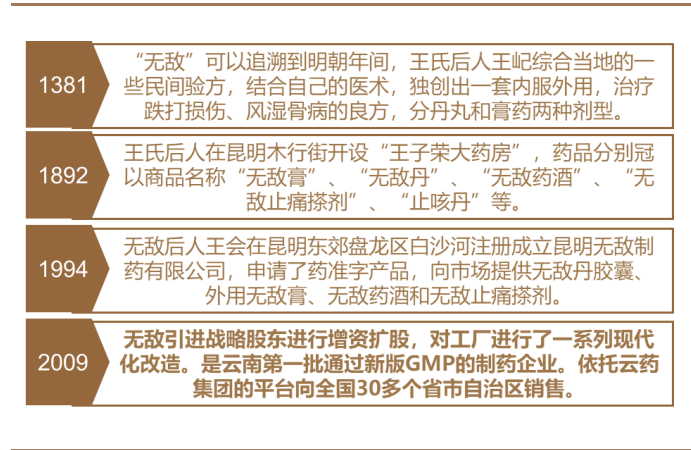
2023年3月，公司收购好司特60.98%股份，填补骨科中成药领域空缺。好司特为云南无敌制药有限责任公司控股公司，持有云南无敌82.8%股权。云南无敌由1994年创建的原昆明无敌制药有限公司增资扩股而来，为中华老字号企业，主要产品有**无敌丹胶囊**、**无敌止痛搽剂**、**外用无敌膏**、**无敌药酒**，四款产品均为国家独家品种，在**益气活血，滋补肝肾，消肿止痛，活血化瘀**等骨病疗效上功效显著。其拥有**胶囊、膏药、药酒、搽剂**四条现代化生产线。公司通过收购好司特有望实现进军骨科中成药领域，进一步推动公司老字号品牌战略，丰富产品格局。

图 26：云南无敌核心产品组合



资料来源：无敌制药官网，德邦研究所

图 27：云南无敌发展历程



资料来源：云南无敌官网，德邦研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 核心假设:

**开喉剑喷雾剂 (含儿童型):** 开喉剑喷雾剂 (含儿童型) 是公司的战略性重点大单品。我们认为, 在咽喉疾病重视度提升的背景下, 公司开喉剑喷雾剂 (儿童型) 有望冲击新版基药目录, 叠加 OTC 端发力, 产品未来放量空间可期。我们预计未来三年公司开喉剑喷雾剂 (含儿童型) 收入的同比增长将分别达到 27%/28%/23%。

**强力天麻杜仲胶囊:** 心脑血管是中医的优势领域, 公司心脑血管的战略大品种强力天麻杜仲胶囊近年来增势强劲。在人口老龄化驱动心脑血管疾病市场扩容的背景下, 公司强力天麻杜仲胶囊有望在市场推广发力的背景下快速放量, 带来稳定的营收增长贡献。我们预计未来三年公司强力天麻杜仲胶囊收入的同比增长将分别达到 10%/10%/10%。

**妇科再造丸:** 公司深耕贵州, 外延收购+投资持续推进拓展潜力空间, 老字号德昌祥药业有望与公司双向协同, 大单品妇科再造丸有望带来新的增长极。我们预计未来三年公司妇科再造丸板块的同比增长将分别达到 40%/40%/40%。

**汉方制药:** 公司顺利并购汉方制药, 2022 年汉方收入体量 4.5 亿, 预计 23 年整合阶段维持稳定, 24-25 年依靠公司渠道能力开始实现收入放量。我们预计未来三年公司妇科再造丸板块的同比增长将分别达到 0%/20%/20%。

表 11: 盈利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	630	939	1,201	1,541	2,519	3,089
YOY(%)	-29%	49%	28%	28%	63%	23%
开喉剑	599	879	1,069	1,362	1,736	2,130
YOY(%)	-30%	47%	22%	27%	28%	23%
儿童型	460	650	787	1,023	1,330	1,663
YOY(%)	-34%	41%	21%	30%	30%	25%
成人型	139	229	282	338	406	467
YOY(%)	-11%	65%	23%	20%	20%	15%
强力天麻杜仲胶囊	29	35	36	40	44	48
YOY(%)	0%	21%	3%	10%	10%	10%
妇科再造丸 (德昌祥)			43	60	84	114
YOY(%)				40%	40%	35%
汉方制药 (新并购)			447	447	536	643
YOY(%)				0%	20%	20%
其他	2	25	53	80	119	155
YOY(%)	12%	1150%	112%	50%	50%	30%

资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所预测

### 盈利预测与投资建议:

公司传承苗药精华, 有望通过内生+外延双重发力, 加速产品放量。我们认为, 在国家政策支持中药发展的背景下, 公司各优势产品有望持续带来不断增长的业绩贡献, 助力公司在未来释放亮眼业绩。预计 2023-2025 年公司营收分别为 15.4/25.2/30.1 亿元、归母净利润分别为 2.6/3.7/4.5 亿元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值分析

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002864.SZ	盘龙药业	39.4	1.2	1.6	2.1	33	24	19
603998.SH	方盛制药	45.8	1.7	2.2	2.7	26	21	17
600976.SH	健民集团	98.9	5.1	6.3	7.8	19	16	13
	PE 均值					26	20	16
603439.SH	贵州三力	74.0	2.6	3.7	4.54	28	20	16

资料来源: wind, 德邦研究所

注: 更新日期为 2023 年 12 月 28 日, 可比公司中盘龙药业、方盛制药为德邦证券预测, 健民集团盈利预测取自万得一致预期

## 5. 风险提示

- 1) **产品降价风险:** 随着中成药集采进程推进, 公司产品的价格可能面临一定的降价风险。如果产品的销量的增长未能抵消降价带来的负面影响, 则公司的营收水平可能会受到拖累。
- 2) **行业竞争加剧的风险:** 在中药创新药的审批端加速、支付端格局良好的背景下, 行业参与者数量可能呈现增加趋势, 如果公司的新药研发进展不及预期, 则存在市场份额被其他竞争者所取代的风险。
- 3) **核心技术及业务人员流失风险:** 随着经营规模的扩大, 公司对研发、采购、生产、销售等方面人才的需求将进一步显现, 如果公司不能及时引进、培育相关人才, 在薪酬、福利等方面不能为各类人才持续提供具有竞争力的发展平台, 可能导致人才队伍的不稳定, 对公司生产经营造成影响。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.49	0.63	0.90	1.11
每股净资产	3.02	3.65	4.56	5.67
每股经营现金流	0.72	0.83	0.88	1.27
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	28.00	28.49	20.01	16.29
P/B	4.54	4.94	3.96	3.19
P/S	6.18	4.80	2.94	2.40
EV/EBITDA	22.78	16.69	11.85	8.98
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	71.7%	72.0%	72.3%	72.5%
净利润率	16.8%	16.9%	14.7%	14.7%
净资产收益率	16.2%	17.3%	19.8%	19.6%
资产回报率	11.1%	11.6%	12.5%	12.5%
投资回报率	12.8%	15.9%	18.5%	18.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	27.9%	28.3%	63.5%	22.6%
EBIT 增长率	31.9%	50.6%	44.4%	23.4%
净利润增长率	32.2%	29.1%	42.3%	22.8%
偿债能力指标				
资产负债率	31.8%	32.7%	35.0%	33.2%
流动比率	2.1	2.4	2.5	2.7
速动比率	1.9	2.2	2.2	2.5
现金比率	1.0	1.3	1.3	1.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	110.2	72.0	71.0	70.0
存货周转天数	105.4	120.0	120.0	120.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	6.4	11.4	29.1	93.8

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	201	260	370	454
少数股东损益	-9	14	46	56
非现金支出	28	78	67	70
非经营收益	-6	-16	-13	-11
营运资金变动	79	7	-110	-50
经营活动现金流	293	342	360	519
资产	-120	6	-5	-9
投资	-159	0	0	0
其他	13	19	17	19
投资活动现金流	-267	25	12	10
债权募资	5	0	0	0
股权募资	4	-1	0	0
其他	-9	0	0	0
融资活动现金流	-0	-1	0	0
现金净流量	27	366	372	529

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 28 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,201	1,541	2,519	3,089
营业成本	340	431	698	850
毛利率%	71.7%	72.0%	72.3%	72.5%
营业税金及附加	11	15	25	31
营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	563	698	1,171	1,437
营业费用率%	46.8%	45.3%	46.5%	46.5%
管理费用	55	69	113	139
管理费用率%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	18	23	39	49
研发费用率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%
EBIT	214	322	464	573
财务费用	-1	14	21	29
财务费用率%	-0.1%	0.9%	0.8%	0.9%
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	11	15	13	15
营业利润	226	321	489	605
营业外收支	-3	1	0	-4
利润总额	223	322	489	601
EBITDA	231	400	532	643
所得税	31	48	73	90
有效所得税率%	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-9	14	46	56
归属母公司所有者净利润	201	260	370	454

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	571	937	1,309	1,838
应收账款及应收票据	379	304	490	592
存货	98	142	229	279
其它流动资产	124	305	446	514
流动资产合计	1,172	1,688	2,474	3,224
长期股权投资	130	130	130	130
固定资产	188	135	87	33
在建工程	49	19	5	-6
无形资产	107	107	107	107
非流动资产合计	645	558	491	423
资产总计	1,817	2,246	2,965	3,647
短期借款	205	205	205	205
应付票据及应付账款	178	145	235	286
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	165	355	569	689
流动负债合计	549	705	1,009	1,181
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	30	30	30	30
非流动负债合计	30	30	30	30
负债总计	578	735	1,039	1,210
实收资本	411	410	410	410
普通股股东权益	1,239	1,498	1,868	2,322
少数股东权益	-1	13	59	115
负债和所有者权益合计	1,817	2,246	2,965	3,647



# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。