

小方制药 (603207.SH)

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 下周一（8月12日）有一只上证主板新股“小方制药”询价。
- ◆ **小方制药 (603207.SH)**: 公司的主营业务为外用药的研发、生产和销售，产品涵盖消化类、皮肤类和五官类等细分领域。公司 2021-2023 年分别实现营业收入 4.02 亿元/4.57 亿元/4.72 亿元，YOY 依次为 11.22%/13.72%/3.28%；实现归母净利润 1.26 亿元/1.75 亿元/2.04 亿元，YOY 依次为 -21.05%/38.74%/16.24%。最新报告期，2024H1 公司实现营业收入 2.62 亿元，同比增加 0.69%，实现归母净利润 1.19 亿元，同比增加 0.72%。经初步测算，公司预计 2024 年 1-9 月归属于母公司股东的净利润 15,900.00-19,400.00 万元，与上年同期相比变动 -5.65% 至 15.11%。
- ① **投资亮点**: 1、公司立足于家用常备药，在开塞露、炉甘石洗剂等核心产品上处于国内领先。公司深耕家用常备药的研产销，自 2002 年创设“信龙”品牌并使用至今，品牌旗下核心产品包括开塞露及炉甘石洗剂等，该两类产品使用人群广泛，国内市场规模分别达到 9.83 亿元及 2.45 亿元（米内网数据，2022 年），而报告期内公司对应产品市场份额均处于业内领先。由于公司主要产品为民众熟识度较高的家庭常备药、销售推广难度较小，因此公司销售费用整体保持较低水平，同时带动净利润率较同业表现略优。2、公司积极投入复方透骨草溶液等新产品的开发，持续丰富产品布局。1) 公司正重点推进与上海中医药大学附属岳阳中西医结合医院合作的复方透骨草溶液产品的研发申报工作，该药品为用于治疗手足癣疾病的“国家一类新药”，目前产品已在院端以院内制剂形式形成使用，治疗效果优、患者口碑良好。手足癣作为一种常见皮肤病，在人群中发病率约为 15%，南方地区患病率更高达 50%~60%，且足癣复发率高，约 84% 的患者每年发作 2 次以上，对应药物或拥有较为广泛的使用人群基础、发展前景良好。2) 公司拟使用募投资金对莫匹罗星软膏、双氯芬酸二乙胺乳胶剂等 6 款新品进行开发，有望进一步丰富公司产品布局。
- ② **同行业上市公司对比**: 公司主要从事外用药的研发、生产与销售，选取同样从事外用产销、且适应症领域与公司较为相似的马应龙、福元医药、仁和药业、华润三九、羚锐制药作为小方制药的可比公司。从上述可比公司来看，行业平均收入规模为 79.12 亿元，可比 PE-TTM（算术平均）为 18.29X，销售毛利率为 54.44%；相较而言，公司的营收规模低于行业平均水平，但销售毛利率高于行业平均水平。
- ◆ **风险提示**: 已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

交易数据

| | |
|------------|--------|
| 总市值 (百万元) | |
| 流通市值 (百万元) | |
| 总股本 (百万股) | 120.00 |
| 流通股本 (百万股) | |
| 12 个月价格区间 | / |

分析师

李蕙
 SAC 执业证书编号: S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

报告联系人

曾晓婷
 zengxiaoting@huajinsec.cn

相关报告

- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (国科天成)-2024 年第 47 期-总第 474 期 2024.8.3
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (珂玛科技)-2024 年第 45 期-总第 472 期 2024.7.27
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (巍华新材)-2024 年第 46 期-总第 473 期 2024.7.27
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (龙图光罩)-2024 年第 44 期-总第 471 期 2024.7.18
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (力聚热能)-2024 年第 42 期-总第 469 期 2024.7.13



公司近 3 年收入和利润情况

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023A |
|-----------|--------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 401.8 | 456.9 | 471.9 |
| 同比增长(%) | 11.22 | 13.72 | 3.28 |
| 营业利润(百万元) | 154.7 | 206.4 | 236.2 |
| 同比增长(%) | -17.31 | 33.43 | 14.45 |
| 净利润(百万元) | 126.3 | 175.2 | 203.6 |
| 同比增长(%) | -21.05 | 38.74 | 16.24 |
| 每股收益(元) | 1.05 | 1.46 | 1.70 |

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

| | |
|-----------------------|----|
| 一、小方制药 | 4 |
| (一) 基本财务状况 | 4 |
| (二) 行业情况 | 5 |
| (三) 公司亮点 | 8 |
| (四) 募投项目投入 | 8 |
| (五) 同行业上市公司指标对比 | 9 |
| (六) 风险提示 | 10 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1: 公司收入规模及增速变化 | 4 |
| 图 2: 公司归母净利润及增速变化 | 4 |
| 图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化 | 5 |
| 图 4: 公司 ROE 变化 | 5 |
| 图 5: 2017-2022 年我国外用药物销售额 (万元) | 5 |
| 图 6: 2017-2022 年我国消化类药物销售额 (万元) | 6 |
| 图 7: 2017-2022 年我国开塞露销售额 (万元) | 6 |
| 图 8: 2017-2022 年我国皮肤类药物销售额 (万元) | 7 |
| 图 9: 2017-2022 年炉甘石洗剂销售额 (万元) | 7 |
| 图 10: 2017-2022 年氧化锌软膏销售额 (万元) | 7 |
| 图 11: 2017-2022 年我国五官类药物销售额 (万元) | 8 |
| 表 1: 公司 IPO 募投项目概况 | 9 |
| 表 2: 同行业上市公司指标对比 | 9 |

一、小方制药

公司的主营业务为外用用药的研发、生产和销售，以“做好家庭常备用药，让小方制药走进千家万户”为企业宗旨，提供品类齐全、疗效稳定、质量优异的外用药。公司于 2002 年创设并持续使用的“信龙”商标具有较高的市场知名度。品牌旗下的多种外用药产品——开塞露、甘油灌肠剂、炉甘石洗剂、氧化锌软膏、水杨酸软膏、碘甘油、呋麻滴鼻液等产品市场占有率持续处于国内领先地位。

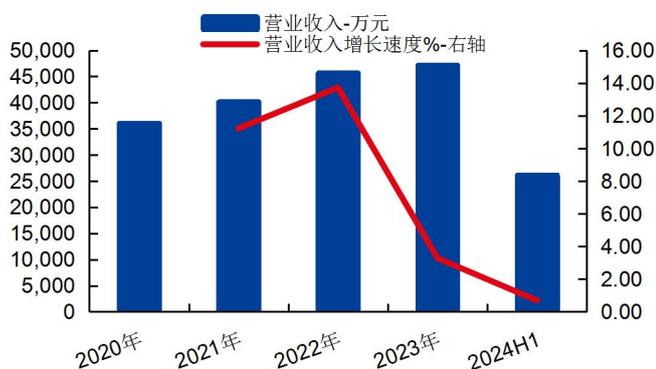
公司产品涵盖消化类、皮肤类和五官类等细分领域，其中，消化类产品主要包括开塞露、甘油灌肠剂等，可用于治疗便秘；皮肤类产品包括炉甘石洗剂、氧化锌软膏、硫软膏、解痉镇痛酊、冻疮膏、复方薄荷脑软膏、尿素维 E 乳膏、硼酸洗液、苯扎溴铵酊、白花油、水杨酸软膏等，可用于治疗皮炎湿疹、痤疮褥疮、跌打损伤、冻疮、晒伤烫伤、头癣、角质增生等多种常见疾病；五官类产品主要包括碘甘油、呋麻滴鼻液、氧氟沙星滴耳液等，可用于口腔溃疡、牙龈肿痛、牙周炎、鼻炎鼻塞、中耳炎等。目前，公司共拥有药品批文 63 个，其中 12 个国家基本药物品种，28 个国家医保品种。

（一）基本财务状况

公司 2021-2023 年分别实现营业收入 4.02 亿元/4.57 亿元/4.72 亿元，YOY 依次为 11.22%/13.72%/3.28%；实现归母净利润 1.26 亿元/1.75 亿元/2.04 亿元，YOY 依次为 -21.05%/38.74%/16.24%。最新报告期，2024H1 公司实现营业收入 2.62 亿元，同比增加 0.69%，实现归母净利润 1.19 亿元，同比增加 0.72%。

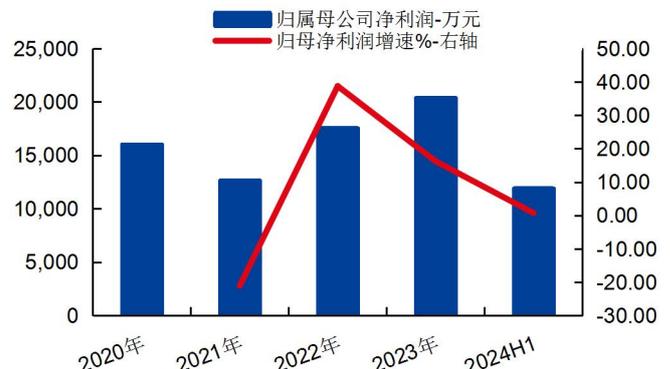
2023 年，公司主营业务收入按产品类型可分为四大板块，分别为消化类(2.53 亿元, 53.58%)、皮肤类 (1.95 亿元, 41.41%)、五官类 (0.38 亿元, 8.14%)、返利 (-0.15 亿元, -3.13%)。报告期内，消化类及皮肤类药品一直为公司业务收入的主要来源。

图 1：公司收入规模及增速变化



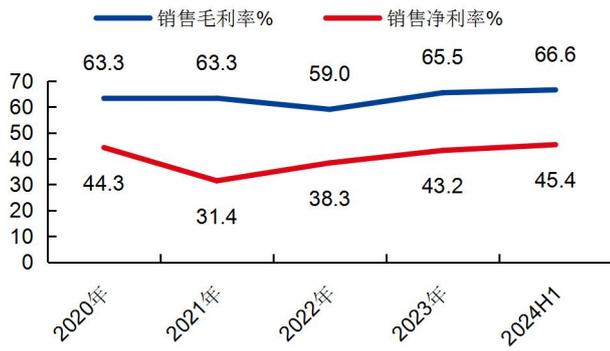
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



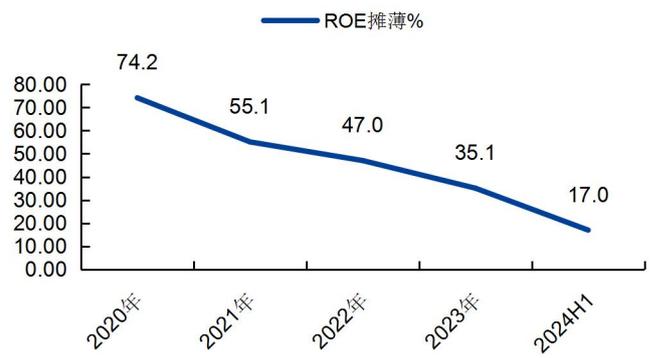
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

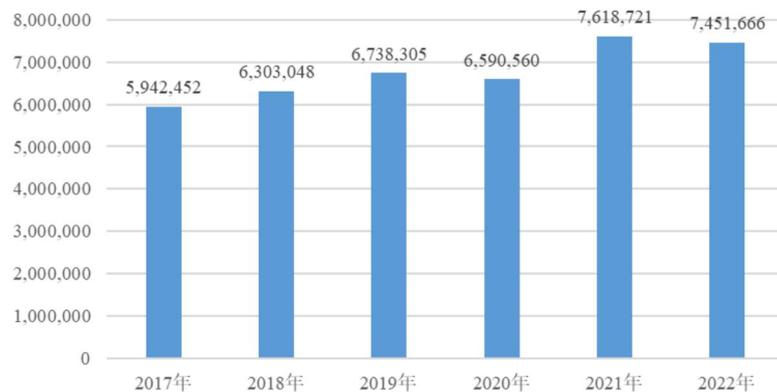
（二）行业情况

公司主要从事外用药的研发、生产和销售，属于外用药行业。

1、外用药行业

外用药主要指灌肠剂、洗剂、软膏剂等通过皮肤或粘膜给药，而无需口服或注射的药物。据米内网数据，2017-2022 年间，我国外用药物销售额保持上升趋势。

图 5：2017-2022 年我国外用药物销售额（万元）



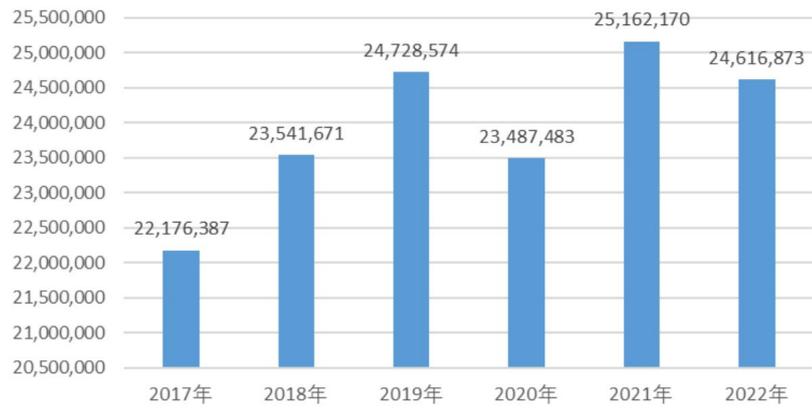
资料来源：米内网，华金证券研究所

公司外用药主要应用于消化科、皮肤科和五官科等领域。

（1）消化科外用药行业

据米内网统计，2017-2022 年间，我国消化科外用药呈现波动上升趋势，从 2017 年的 2217.64 亿元增长至 2022 年的 2461.69 亿元。

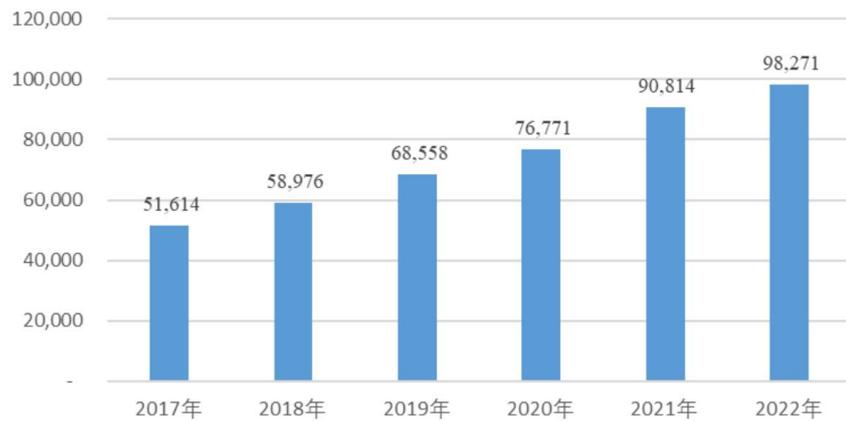
图 6：2017-2022 年我国消化类药物销售额（万元）



资料来源：米内网，华金证券研究所

公司主营产品包括开塞露等。据米内网数据，2017-2022 年间我国公立医院和实体药店整体开塞露销售呈现快速增长，从 2017 年的 5.16 亿元增长至 2022 年的 9.83 亿元。

图 7：2017-2022 年我国开塞露销售额（万元）

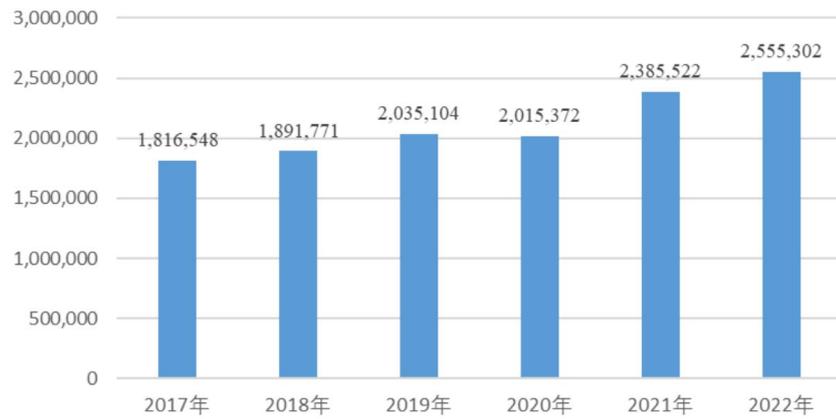


资料来源：米内网，华金证券研究所

（2）皮肤科外用用药行业

据米内网数据，2017-2022 年间，我国皮肤类药物销售额持续增长，从 2017 年的 181.65 亿元增长至 2022 年的 255.53 亿元。

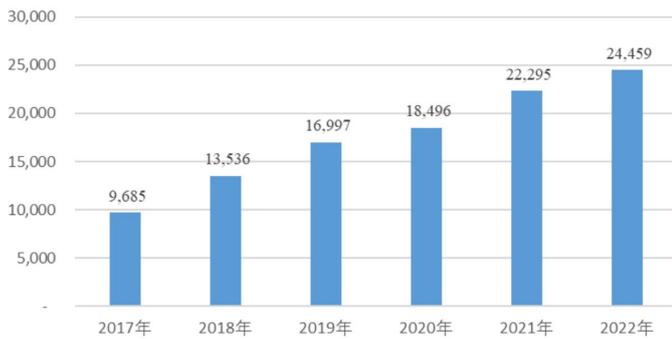
图 8：2017-2022 年我国皮肤类药物销售额（万元）



资料来源：米内网，华金证券研究所

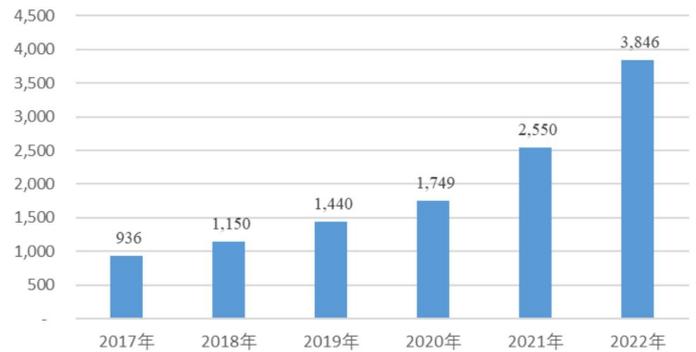
公司主要产品包括炉甘石洗剂、氧化锌软膏等。2022 年度，我国公立医院及实体药店的炉甘石洗剂及氧化锌软膏销售额分别达到 2.45 亿元和 3846 万元。

图 9：2017-2022 年炉甘石洗剂销售额（万元）



资料来源：米内网，华金证券研究所

图 10：2017-2022 年氧化锌软膏销售额（万元）

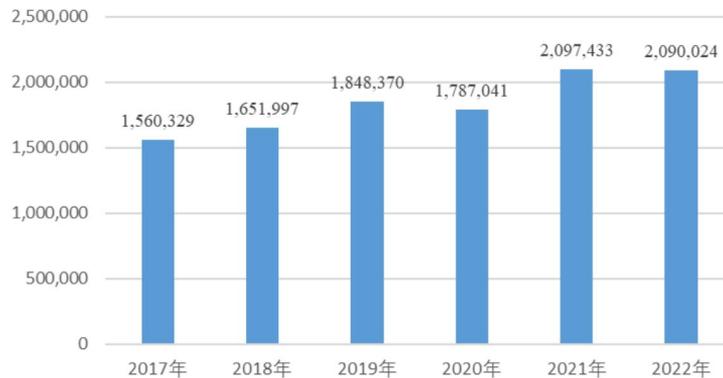


资料来源：米内网，华金证券研究所

（3）五官类外用用药行业

据米内网统计,2017-2022 年间,我国五官类外用用药呈现波动上升趋势,从 2017 年的 156.03 亿元增长至 2022 年的 209.00 亿元。

图 11：2017-2022 年我国五官类药物销售额（万元）



资料来源：米内网，华金证券研究所

（三）公司亮点

1、公司立足于家用常备药，在开塞露、炉甘石洗剂等核心产品上处于国内领先。公司深耕家用常备药的研产销，自 2002 年创设“信龙”品牌并使用至今，品牌旗下核心产品包括开塞露及炉甘石洗剂等，该两类产品使用人群广泛，国内市场规模分别达到 9.83 亿元及 2.45 亿元（米内网数据，2022 年），而报告期内公司对应产品市场份额均处于业内领先。由于公司主要产品为民众熟识度较高的家庭常备药、销售推广难度较小，因此公司销售费用整体保持较低水平，同时带动净利润率较同业表现略优。

2、公司积极投入复方透骨草溶液等新产品的开发，持续丰富产品布局。1) 公司正重点推进与上海中医药大学附属岳阳中西医结合医院合作的复方透骨草溶液产品的研发申报工作，该药品为用于治疗手足癣疾病的“国家一类新药”，目前产品已在院端以院内制剂形式形成使用，治疗效果优、患者口碑良好。手足癣作为一种常见皮肤病，在人群中发病率约为 15%，南方地区患病率更高达 50%~60%，且足癣复发率高，约 84% 的患者每年发作 2 次以上，对应药物或拥有较为广泛的使用人群基础、发展前景良好。2) 公司拟使用募投资金对莫匹罗星软膏、双氯芬酸二乙胺乳胶剂等 6 款新品进行开发，有望进一步丰富公司产品布局。

（四）募投资项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目。

1、外用药生产基地新建项目：公司拟在上海市奉贤区建设外用药生产基地，计划建设开塞露生产车间、外用制剂生产车间及医药物流（仓储）作业区。本项目计划建设期两年，预计 2029 年完全达产，项目建成后，预计产生主营业务收入 79,259.10 万元，内部收益率 19.31%。

- 2、**新产品开发项目**：公司拟通过实施本项目，丰富公司产品线，优化公司产品结构，主要包括消毒剂和日化产品的开发等，具体投入产品包括双氯芬酸二乙胺乳胶剂、莫匹罗星软膏、聚乙烯醇滴眼剂、米诺地尔酊、阿达帕林凝胶、克立硼罗原料药及软膏等。
- 3、**营销体系建设及品牌推广项目**：本项目主要用于系统性完善公司市场营销网络。公司将通过建设营销数据中心、强化品牌推广、增强营销队伍建设等形式，实现地市级及县级市场的全覆盖，进而完善营销网络，强化品牌形象。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

| 序号 | 项目名称 | 投资总额（万元） | 募集资金投资额（万元） | 项目建设周期 |
|----|---------------|------------------|------------------|--------|
| 1 | 外用生产基地新建项目 | 65,964.00 | 65,964.00 | 2 年 |
| 2 | 新产品开发项目 | 5,890.00 | 5,890.00 | 3 年 |
| 3 | 营销体系建设及品牌推广项目 | 11,360.00 | 11,360.00 | 3 年 |
| | 总计 | 83,214.00 | 83,214.00 | - |

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2024H1，公司实现营业收入 2.62 亿元，同比增长 0.69%；实现归属于母公司净利润 1.19 亿元，同比增长 0.72%。根据公司经审阅的 2024 年 1-6 月财务报表及目前的经营情况，公司预计 2024 年 1-9 月营业收入约 34,800.00-42,200.00 万元，与上年同期相比变动-5.18%至 14.98%；预计 2024 年 1-9 月归属于母公司股东的净利润 15,900.00-19,400.00 万元，与上年同期相比变动-5.65%至 15.11%；预计 2024 年 1-9 月扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润 15,800.00-19,200.00 万元，与上年同期相比变动-3.72%至 17.00%。

公司主要从事外用产品的研发、生产与销售，选取同样从事外用药产销、且适应症领域与公司较为相似的马应龙、福元医药、仁和药业、华润三九、羚锐制药作为小方制药的可比公司。从上述可比公司来看，行业平均收入规模为 79.12 亿元，可比 PE-TTM（算术平均）为 18.29X，销售毛利率为 54.44%；相较而言，公司的营收规模低于行业平均水平，但销售毛利率高于行业平均水平。

表 2：同行业上市公司指标对比

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | PE-TTM | 2023 年收入（亿元） | 收入 YOY (%) | 2023 年归母净利润（亿元） | 归母净利润 YOY (%) | 2023 年销售毛利率 (%) | 2023 年 ROE 摊薄 (%) |
|------------------|-------------|----------|----------|--------------|-------------|-----------------|---------------|-----------------|-------------------|
| 000999.SZ | 华润三九 | 527.60 | 17.21 | 247.39 | 36.83 | 28.53 | 16.50 | 53.24 | 15.04 |
| 000650.SZ | 仁和药业 | 78.40 | 13.94 | 50.32 | -2.35 | 5.67 | -1.25 | 37.12 | 9.47 |
| 601089.SH | 福元医药 | 70.94 | 13.98 | 33.40 | 3.07 | 4.89 | 11.36 | 66.63 | 14.09 |
| 600285.SH | 羚锐制药 | 125.34 | 20.41 | 33.11 | 10.31 | 5.68 | 22.09 | 73.29 | 20.35 |
| 600993.SH | 马应龙 | 117.59 | 25.94 | 31.37 | -11.20 | 4.43 | -7.38 | 41.91 | 11.86 |
| | 行业均值 | 183.97 | 18.29 | 79.12 | / | 9.84 | / | 54.44 | 14.16 |
| 603207.SH | 小方制药 | / | / | 4.72 | 3.28 | 2.04 | 16.24 | 65.46 | 35.11 |

资料来源：Wind（数据截至日期：2024 年 8 月 7 日），华金证券研究所

（六）风险提示

市场竞争风险、产品相对集中的风险、募投项目新增折旧、销售和推广费用增加的风险、摊销对公司经营业绩影响的风险、产品价格波动风险、研发风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn