

海阔凭鱼跃，玉钗待时飞

——贵州三力(603439)首次覆盖报告

增持|首次推荐

报告要点:

● 行业空间未来可见，核心产品大有可为

呼吸系统疾病用中成药行业空间即将恢复并迎来增长。儿科专用药严重匮乏，市场远未饱和；儿科新药研发难度大、周期长、审批严格，供给不及市场真实需求；生育政策放宽并见效，将会进一步扩大儿科用药市场。公司核心产品开喉剑喷雾剂（儿童型）是儿童咽喉疾病中成药市场的前四品种中，唯一既为独家品种，同时又进入国家医保目录的品种，市场竞争优势明显。未来借力行业之势，销售可直上青云。

● 外延式发展持续加速，规避产品集中风险

公司实施“核心品种持续增长、多途径拓展新品”双驱动发展模式，对外积极寻求投资并购战略合作机会。2020年，公司向汉方药业进行股权投资，获得汉方药业25.64%的股权；2022年，贵阳德昌祥药业成为公司控股95%的子公司。汉方药业目前有独家品种20个，含芪胶升白胶囊、妇科再造胶囊、日舒安洗液等重点产品；德昌祥有国家医保品种58个，妇科再造丸、杜仲补天素丸、杜仲壮骨丸等为贵州省名牌产品。公司可借此打造新的产品管线，改善收入结构，规避产品集中风险。

● 投资建议与盈利预测

国内疫情得到有效控制，呼吸系统疾病中成药市场将恢复并增长；儿科用药市场即将迎来新空间；公司核心产品开喉剑喷雾剂（儿童型）市场需求将不断开拓，开喉剑喷雾剂渠道拓展也有望提速。公司积极实施对外投资并购合作战略，多途径开发新品，降低产品集中风险。预计2022-2024年，公司归属母公司股东净利润分别为：1.96、2.55和3.25亿元，按照最新股本测算，对应基本每股收益分别为：0.48、0.62和0.79元/股，对应PE分别为34.46、26.50和20.81倍。考虑到公司在儿童用药的行业地位和独家品牌优势，首次覆盖，给予公司“增持”的投资评级。

● 风险提示

核心技术人才流失风险、股权变更未能改善管理风险、行业竞争加剧风险、渠道端存货需求不及预期风险。

基本数据

52周最高/最低价(元):20.09 / 10.8

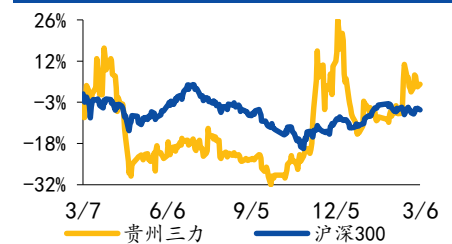
A股流通股(百万股):162.28

A股总股本(百万股):410.86

流通市值(百万元):2671.19

总市值(百万元):6762.79

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

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	630.22	938.97	1191.26	1569.83	2012.27
收入同比(%)	-28.69	48.99	26.87	31.78	28.18
归母净利润(百万元)	93.95	152.28	196.23	255.18	324.91
归母净利润同比(%)	-29.40	62.08	28.86	30.04	27.32
ROE(%)	9.57	14.76	15.81	17.93	19.64
每股收益(元)	0.23	0.37	0.48	0.62	0.79
市盈率(P/E)	71.98	44.41	34.46	26.50	20.81

资料来源: Wind, 国元证券研究所

目 录

1. 苗药经典传承者，业绩稳健增长	4
1.1 苗药经典传承者，贵州百强民营企	4
1.2 业绩稳健增长，盈利能力稳步提升	6
2. 开喉剑喷雾剂空间广阔，未来大有可为	7
2.1 呼吸系统疾病用药市场空间广阔	7
2.2 儿科用药需求旺盛，行业空间持续扩容	8
2.3 独家产品效果突出，有望成为 20 亿大品种	11
3. 外延式发展持续加速，打开长期成长空间	13
3.1 控股德昌祥，重塑百年老字号	13
3.2 参股汉方药业，产品线有望进一步丰富	15
3.3 控股云南无敌制药，涉足骨科中成药	16
4. 盈利预测和投资建议	17
4.1 盈利预测	17
4.2 投资建议	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（截至 2023 年 3 月 2 日）	4
图 3：贵州三力产品	5
图 4：公司营业收入及增速	6
图 5：公司归母净利润及增速	6
图 6：按产品公司营收构成占比	6
图 7：公司不同产品毛利率	6
图 8：公司整体毛利率和净利率	7
图 9：公司销售、管理、研发费用率	7
图 10：2021 年中国城市居民主要疾病死因构成	8
图 11：2021 年中国农村居民主要疾病死因构成	8
图 12：历年呼吸系统疾病药销售额及增速	8
图 13：2019 年呼吸系统疾病用中药亚类格局	8
图 14：我国儿童药物市场规模（单位：亿元）	9
图 15：2020 年中国儿童药品的种类占药物总量的比例	9
图 16：2021 年 1 月中国儿科专用药物批准文号数量占比	9
图 17：中国小儿门诊常见疾病占比	10
图 18：儿童用药研发特点	10
图 19：开喉剑喷雾剂（儿童型）市场覆盖范围	12
图 20：德昌祥营业收入情况	14
图 21：汉方药业主要产品图	15

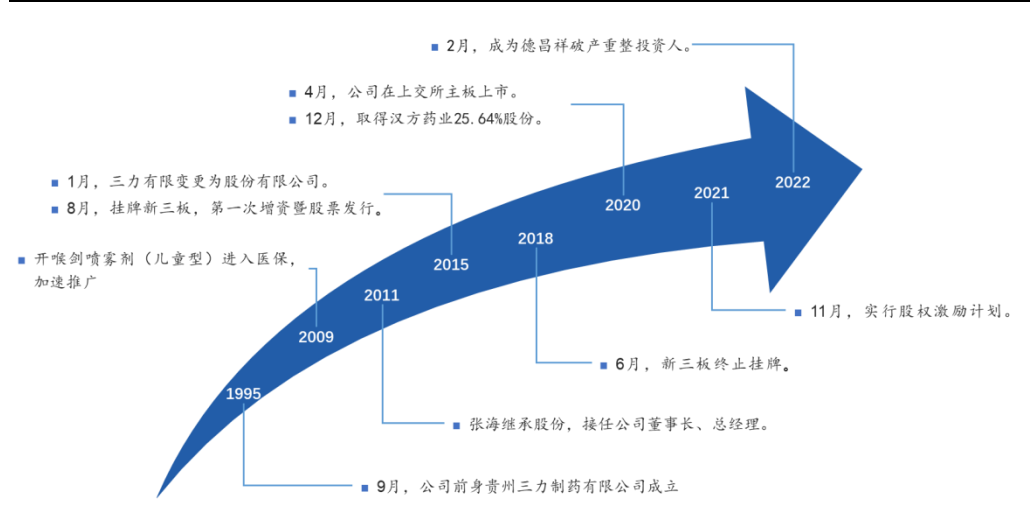
图 22: 汉方药业近年营业收入 (百万元)	16
图 23: 贵州好司特股权架构 (截至 2023 年 3 月 2 日)	16
图 24: 云南无敌主要产品	17
表 1: 公司限制性股票激励计划	5
表 2: 个人层面绩效考核要求	5
表 3: 喷雾制剂和其他口服制剂比较	11
表 4: 咽喉疾病中成药市场前十品种	11
表 5: 儿童咽喉中成药市场前四品种	12
表 6: “986”原则	12
表 7: 开喉剑喷雾剂 (儿童型) 市场规模测算	13
表 8: 德昌祥主要产品	14
表 9: 芪胶升白胶囊药理作用及临床研究进展	15
表 10: 公司收入拆分 (亿元)	17
表 11: 可比公司估值	19

1. 苗药经典传承者，业绩稳健增长

1.1 苗药经典传承者，贵州百强民营企业

贵州三力制药股份有限公司成立于1995年，是一家集研究、开发、生产、营销于一体的现代化中药制药企业，属国家高新技术企业、全国民族特需商品定点生产企业、贵州民营企业100强，已于2020年4月上市。公司秉承“创造人类健康生活”的使命，依托贵州省丰富的中药材资源，结合苗药验方经验及现代科学技术，不断开发独特有效的产品，目前已为儿科咽喉用药的龙头企业。

图1：公司发展历程



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

2011年，张海继承其父股份，成为公司实际控制人。目前张海持有公司46.03%股份，其母王惠英持有13.57%股份，盛永建持有公司6.35%股份。股权结构稳定。

图2：公司股权结构（截至2023年3月2日）



资料来源：iFind，公司公告，企查查，国元证券研究所

公司 2021 年发布限制性股票激励计划，利于公司持续发展，对公司员工形成长效激励机制。此次权益授予 9 位激励对象合计 354 万股，授予价格为 7.5 元/股。2022-2024 年业绩考核目标值分别为 1.8 亿元、2.15 亿元和 3.3 亿元。

表 1：公司限制性股票激励计划

解除限售期	考核年度	业绩考核目标值	业绩考核触发值	解除限售比例
第一个解除限售期	2022	1.8 亿元	1.71 亿元	40%
第二个解除限售期	2023	2.15 亿元	2.04 亿元	30%
第三个解除限售期	2024	3.3 亿元	3.13 亿元	30%

资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

注：以上“业绩考核目标值”、“业绩考核触发值”指标均以经审计的归属于上市公司股东的中药产品销售净利润（仅指上市公司参股或控股的以中成药制造及销售为主营业务的公司所产生的净利润）并剔除股权激励影响的数值作为计算依据。若公司层面业绩考核未达标，则所有激励对象对应批次原计划解除限售的限制性股票由公司回购注销。

可解除限售的限制性股票数量不仅与公司业绩达成程度有关，同时与其个人上一年的绩效考核挂钩，进一步推动员工个人工作绩效的提升。

表 2：个人层面绩效考核要求

考核结果	合格			不合格
	优秀 (A)	良好 (B)	一般 (C)	差 (D)
个人解除限售比例	100%	80%	60%	0

资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

公司坚持以发展中成药为核心，继承中医药优秀历史文化传统，不断弘扬中药、民族药、苗药等经典药方，前已具有 10 种药品，覆盖儿科用药、呼吸系统用药、心脑血管疾病用药等 7 大类用药。

图 3：贵州三力产品



资料来源：公司官网，国元证券研究所

1.2 业绩稳健增长，盈利能力稳步提升

公司营业收入和归母净利润自 2017 年至 2019 年一路高歌猛进，2020 年有所下降，原因在于新冠疫情期间，居民居家隔离意识增强，儿科专科医院和儿科门诊等接诊量大幅下滑，发烧、退热和感冒药等类型药品在药店的销售受到一定管控，因此医院端和零售端的销售都大幅减少。2021 年疫情得到有效控制，经济回暖，市场需求得到恢复，公司营收和归母净利润分别增至 9.39 亿元和 1.52 亿元。自 2017 年至 2021 年，公司营业收入和归母净利润年均复合增长率 10.13% 和 14.81%。

图 4：公司营业收入及增速

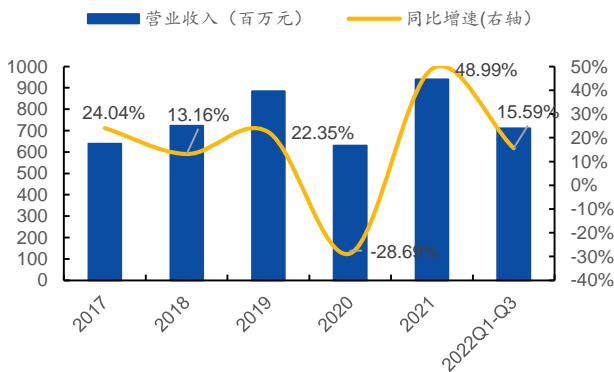
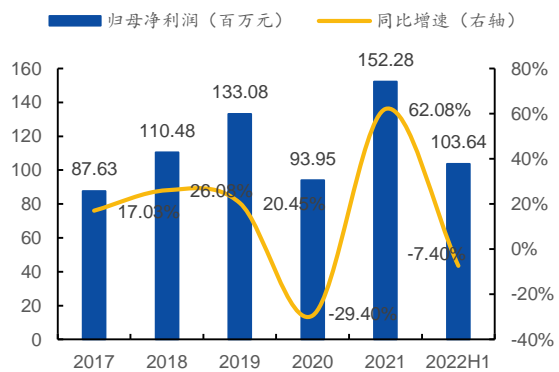


图 5：公司归母净利润及增速



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

公司营业收入的大部分来自核心产品开喉剑喷雾剂的贡献，2017 年至 2021 年，公司开喉剑喷雾剂的营业收入占公司营业收入 90% 以上。公司核心产品开喉剑喷雾剂的毛利率始终稳定维持在约 70% 的水平，强力天麻杜仲胶囊由 2017 年 43.21% 的毛利率稳步增长至 2021 年 64.49%，其他药品毛利率增长飞速，2021 年毛利率水平达 70% 以上。

图 6：按产品公司营收构成占比

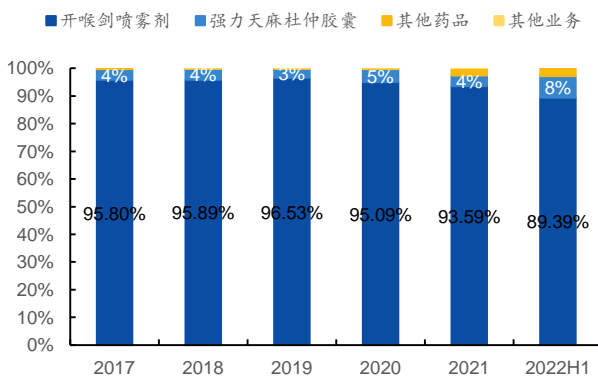
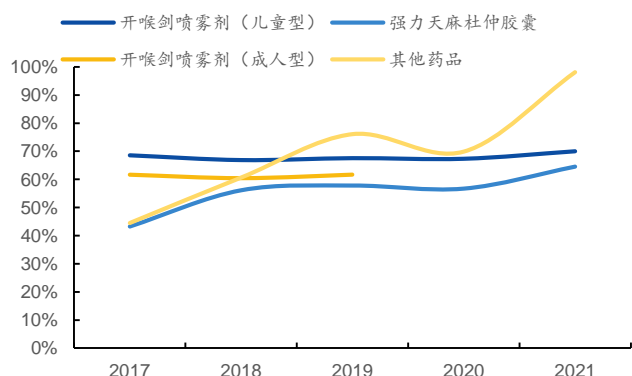


图 7：公司不同产品毛利率



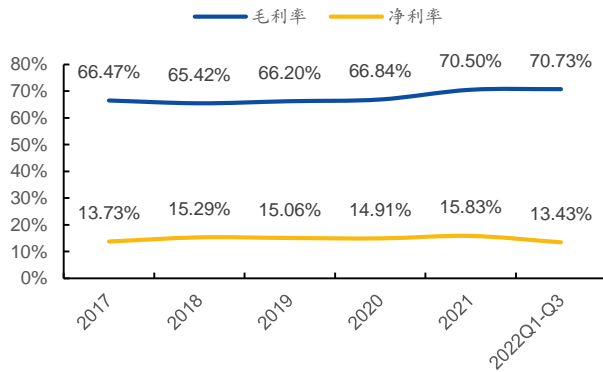
资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

注：2020 年起，公司报表开喉剑喷雾剂儿童型与成人型合并计算

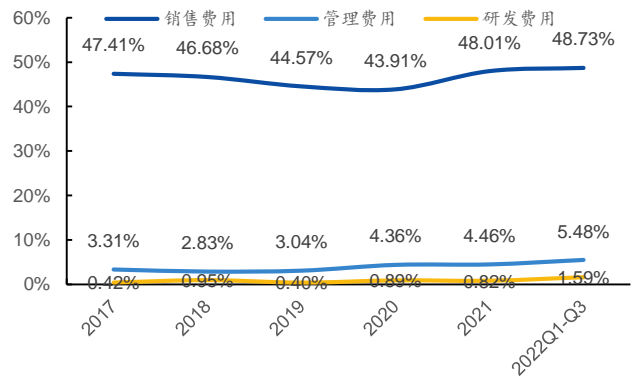
公司整体毛利率和净利率近年持续小幅提升，其中毛利率水平自 2017 年均维持在 65% 以上，2021 年突破 70%，净利率水平则维持在 15% 左右。

图 8：公司整体毛利率和净利率



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

图 9：公司销售、管理、研发费用率



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

公司销售费用率一直保持在 45% 左右的较高水平，管理费用率近年来有小幅提升，从 3.31% 增至 5.48%，公司研发费用率和财务费用率基本保持稳定。

2. 开喉剑喷雾剂空间广阔，未来大有可为

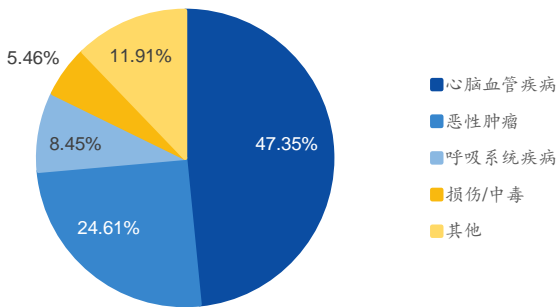
公司的拳头产品为开喉剑喷雾剂系列产品，是呼吸系统疾病和口腔咽喉疾病用药。产品成分为八爪金龙、山豆根、蝉蜕、薄荷脑，主要功效为清热解毒、消肿止痛，用于急、慢性咽喉炎，扁桃体炎，咽喉肿痛，口腔炎，牙龈肿痛。开喉剑喷雾剂分为成人型和儿童型，其中儿童型占主要销售份额，是公司的核心产品。

2.1 呼吸系统疾病用药市场空间广阔

呼吸系统的疾病就是指组成呼吸系统的器官、组织所患的疾病，包括上呼吸道的疾病和下呼吸道的疾病。上呼吸道的疾病包括鼻炎、鼻窦炎、鼻咽癌、咽炎、喉炎等疾病；下呼吸道疾病包括急性气管、支气管炎、肺炎、慢性支气管炎、慢性阻塞性肺疾病、支气管扩张等。

根据国家统计局数据，目前我国居民死亡疾病原因中，前五大分别为心血管疾病、恶性肿瘤、呼吸疾病、损伤/中毒和消化疾病，已严重影响居民健康。2021 年，我国城市和农村居民主要疾病死因中，呼吸系统疾病均位列第三，分别为 8.45% 和 8.77%。

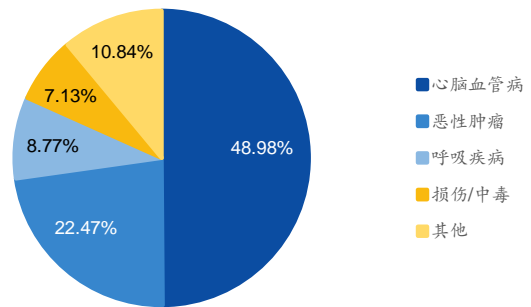
图 10：2021 年中国城市居民主要疾病死因构成



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

注：根据国家统计局数据，各类死因构成总和不及 100%

图 11：2021 年中国农村居民主要疾病死因构成



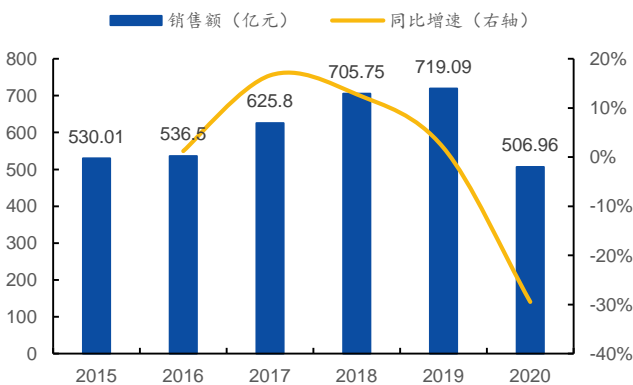
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

注：根据国家统计局数据，各类死因构成总和不及 100%

呼吸系统疾病用药市场不断扩大，其中中药的市场规模也在不断扩张。米内网数据显示，2015 年国内呼吸系统疾病的销售规模为 530 亿元，2019 年增长至 719 亿元，2020 年受疫情影响，市场规模有所消退，但增长大势仍旧不改。前瞻产业研究院预测，我国呼吸系统疾病用药中成药市场规模将增至 2026 年的 1095 亿元。

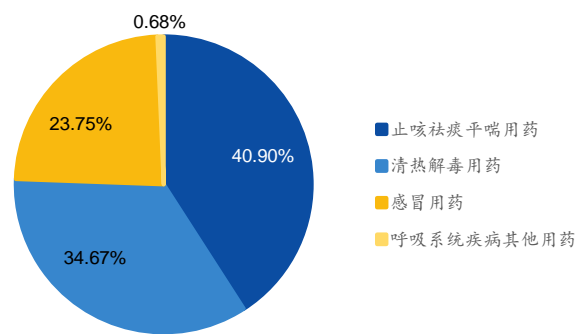
米内网数据显示，在呼吸系统疾病用中成药中，具有清热解毒功效的药物所占份额为 34.67%，位列第二，市场空间十分广阔。

图 12：历年呼吸系统疾病药销售额及增速



资料来源：前瞻研究院，国元证券研究所

图 13：2019 年呼吸系统疾病用中药亚类格局



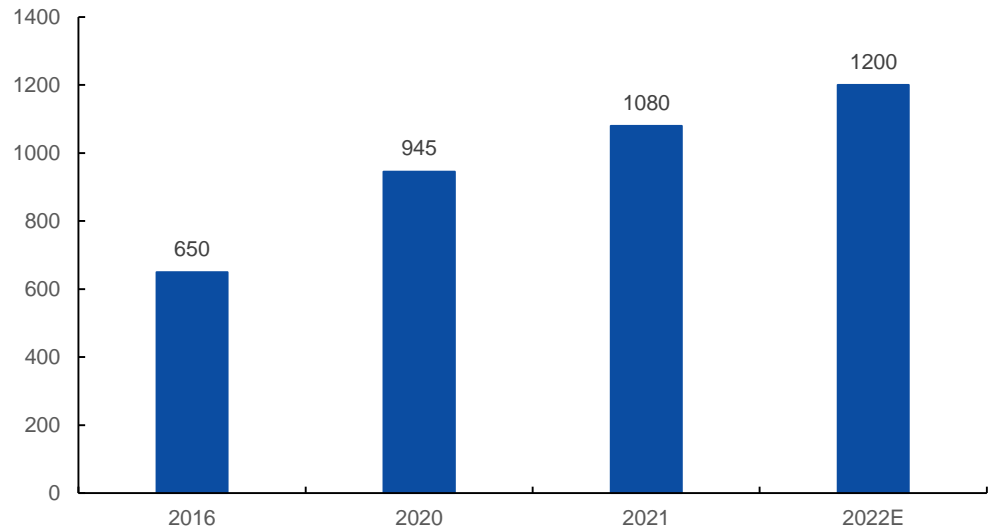
资料来源：米内网，国元证券研究所

2.2 儿科用药需求旺盛，行业空间持续扩容

儿童用药指应用于儿童患病所使用的药物，包括专门针对儿童的专用药品或药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品。我国医学界对儿童年龄的定义介于 0-14 岁，狭义的儿童用药指说明书中仅针对儿童使用的药品，广义的儿童用药指成人和儿童都能使用的药品。儿童机体尚未发育成熟，与成人在生理上具有显著不同，不适合直接使用成人用药。从市场规模来看，国内儿童用药市场规模从 2016 年的 650 亿元，

增长至 2021 年的 1080 亿元，年均复合增长率为 10.69%，2022 年市场规模有望达到 1200 亿元。

图 14：我国儿童药物市场规模（单位：亿元）

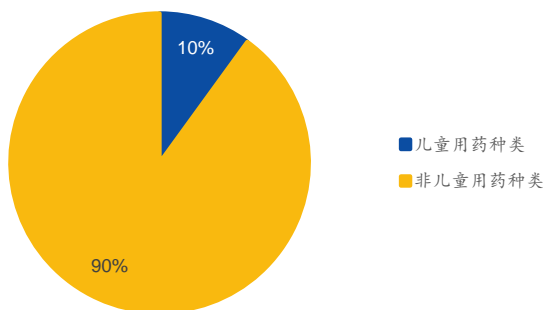


资料来源：北京研精毕智，国元证券研究所

国家统计局数据显示，2019 年末，全国 0~15 岁人口为 24977 万人，占人口总数的 17.8%，然而目前我国儿童用药市场规模约占整个医药行业的 5%，反映出儿童用药的市场远未饱和，未来市场空间巨大。

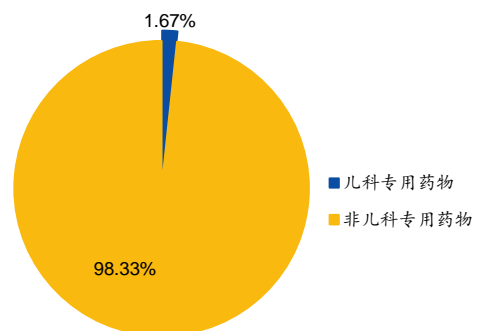
我国儿科用药起步较晚，研发技术落后，儿童专用药品种少，目前国内 90% 以上的儿童用药为非儿童专用药，适宜儿童的剂型、规格也非常缺乏，导致儿童用药普遍“成人化”。Insight 数据库统计显示，截至 2021 年 1 月 1 日，国内儿科专用的批准文号数量以及活性成分数量均较少，儿童专用药物的批准文号数量占比不到 2%，远远不能满足儿童用药的真实市场需求。

图 15：2020 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，国元证券研究所

图 16：2021 年 1 月中国儿科专用药物批准文号数量占比

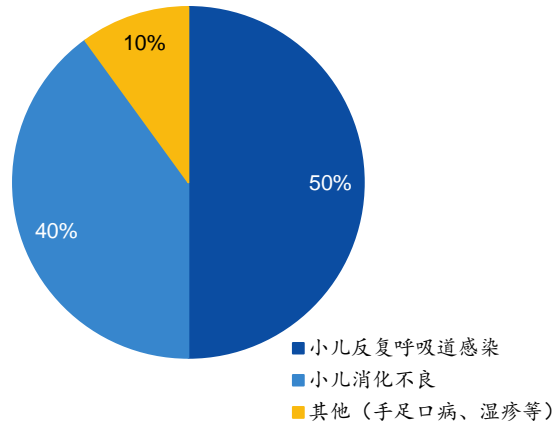


资料来源：Insight 数据库，国元证券研究所

前瞻产业研究院估计，在小儿门诊中，常见的疾病为小儿反复呼吸道感染、小儿消化

不良和其他疾病，其中小儿反复呼吸道感染占接诊量的 50%，可见呼吸系统疾病为儿童的高发疾病。

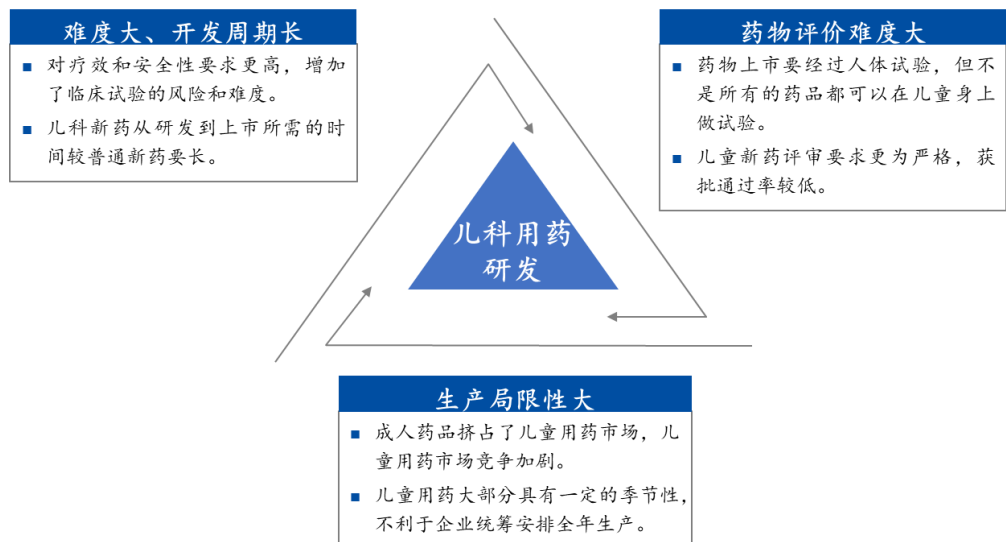
图 17：中国小儿门诊常见疾病占比



资料来源：前瞻产业研究院,国元证券研究所

儿童用药研发对疗效和安全性要求更高，增加了临床试验的风险和难度。儿科新药从研发到上市所需的时间较普通新药也 longer，普通新药需要 8-10 年时间，而儿科新药则需要 10-12 年。同时，儿童新药评审要求更为严格，获批通过率较低，给儿童药物的研发与上市带来了困难，同时儿童用药的生产也存在部分局限性。这些特点很大程度上限制了儿童药物的市场供给。

图 18：儿童用药研发特点



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

2.3 独家产品效果突出，有望成为 20 亿大品种

开喉剑喷雾剂取自经典苗医验方，是苗族人民在长期的生产活动与疾病、伤害作斗争的实践中积累的宝贵医疗经验的结晶，持续多年领跑我国儿童咽喉疾病中成药市场，是市场中的绝对优势品种。

市场上咽喉疾病中成药剂型较多，喷雾制剂和其他口服制剂相比存在诸多优势。喷雾制剂不仅携带方便、操作简单，喷雾给药还可直接作用于病灶，降低儿童患者药物代谢的肝脏负担，直接吸收、起效快、疗效高、疗程短。

表 3：喷雾制剂和其他口服制剂比较

项目	喷雾制剂	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，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	一日至少 2-3 次，或更多
给药剂量	一次数滴	一次多量
给药时间	根据疗效	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	随时随地用药	需要辅助条件（温开水送服等）

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

目前我国咽喉疾病中成药市场的前十品种中，独家品种有 6 个，另有 1 个品种的注册企业数少于 3 家，表明产品独特性较好。前十品种中，有 4 个医保品种，其中三个医保乙类品种，分别是蓝芩口服液、桂林西瓜霜和开喉剑喷雾剂。

表 4：咽喉疾病中成药市场前十品种

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
蓝芩口服液	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：招股说明书，国元证券研究所

开喉剑喷雾剂（儿童型）则是儿童咽喉疾病中成药市场的前四品种中，唯一既为独家

品种，同时又进入国家医保目录的品种。预计 2023 年国家将推出新一版《国家基本药物目录》，儿童药目录的单列，进一步提升开喉剑喷雾剂（儿童型）进入基药目录可能性，如能进入基药目录有望进一步带动开喉剑的进院以及后续的推广销售等工作，快速放量值得期待。

根据 2019 年发布的《国务院办公厅关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》一文指出，进一步加强医疗机构基本药物配备使用和用药规范的管理，逐步实现“986”原则，推动各级医疗机构形成以基药为主导的“1+X” 用药模式（“1”为国家基本药物目录、“X”为非基本药物，由各地根据实际确定用药模式）优化用药结构，促进合理用药。该意见发布，扩大基药在院端使用量，提升产品销量。

表 5：儿童咽喉中成药市场前四品种

品种	注册企业数	基药	国家医保	OTC
开喉剑喷雾剂（儿童型）	1	否	乙	否
小儿咽扁颗粒	27	否	乙	甲
小儿清咽颗粒	22	否	否	甲
射干利咽口服液	1	否	否	甲

资料来源：招股说明书，国元证券研究所

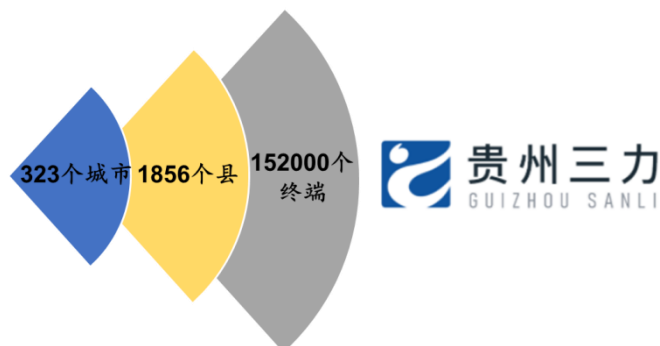
表 6：“986”原则

机构	基层医疗卫生机构	二级公立医院	三级公立医院
基本药物配备品种数量占比	≥90%	≥80%	≥60%

资料来源：中国政府网，国元证券研究所

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，被广大儿童患者和医院所接受。截至 2021 年末，公司产品开喉剑喷雾剂（儿童型）已经覆盖 323 个城市、1856 个县，覆盖各类终端共计 152000 多个，其中等级医院 5000 多家，基层医疗终端 11000 多家，诊所 32000 多家，药店等零售终端 10400 多家。已覆盖国内超过 97% 以上的儿童专科医院，同时还入选国内多部权威的儿科中成药用药指南，市场认可度高。

图 19：开喉剑喷雾剂（儿童型）市场覆盖范围



资料来源：公司公告，国元证券研究所

开喉剑喷雾剂系列产品有望成为超 20 亿明星单品。基于国家鼓励生育，儿童人数有望进一步增加，同时，开喉剑喷雾剂（儿童型）作为目前少有的适用于儿童咽喉疾病中成药喷雾，目前在市场拥有绝对竞争力，在未来几年进一步扩大品种优势，加快提升市场渗透率与提高品牌忠诚度。

以 2022 年年末 0-15 岁人口为基数，根据计算公式：

$$\text{销售额} = \text{患病人数} \times \text{就诊用药率} \times \text{药品价格} \times \text{用药量}$$

假设：1. 儿童上呼吸道感染患病率为 40%；2. 患病就诊用药率 60%；3. 用药均价 28 元/瓶，每人使用 1 瓶完成治疗。因此计算出开喉剑喷雾剂（儿童型）销售额可达 17.21 亿元。根据 2017-2019 年年报数据来看，开喉剑喷雾剂（儿童型）销售收入占该系列销售收入 80%，最后得出，开喉剑喷雾剂系列产品销售额总计可超过 20 亿元。

表 7：开喉剑喷雾剂（儿童型）市场规模测算

项目	预测数据
0-15 岁人口（万人）	25615
上呼吸道感染患病率	40%
患病人数（万人）	10246
就诊用药率	60%
就诊用药人次（万人次）	6148
用药均价（元）	28
用药量（瓶）	1
销售额（万元）	172133

资料来源：《2018-2019 年上海市浦东新区儿童急性呼吸道感染患病及就诊行为》刘思家，张黎，王远洋，叶楚楚，郝莉鹏 朱渭萍，陈瑜，iFind，国家统计局，药房网，国元证券研究所

注：1. “0-15 岁人口”数据基于《中华人民共和国 2022 年国民经济和社会发展统计公报》2022 年年末人口数及其构成；
 2. 患病率与就诊用药率参考文献《2018-2019 年上海市浦东新区儿童急性呼吸道感染患病及就诊行为》并进行一定向上取整进行假设；
 3. 用药均价按药房网截至 2023 年 2 月 25 日显示的开喉剑喷雾剂（儿童型）(30ml/瓶) 均价并向上取整。

3. 外延式发展持续加速，打开长期成长空间

3.1 控股德昌祥，重塑百年老字号

2022 年 2 月，公司成为德昌祥药业有限公司的破产重整投资人。2022 年 5 月，完成了破产重整工作并进行了工商登记变更，贵阳德昌祥药业成为公司控股 95% 的子公司。贵阳德昌祥药业有限公司的前身“德昌祥药号”成立于 1900 年，2000 年改制重组，成立贵阳德昌祥药业有限公司。贵阳德昌祥是中国医药中华老字号十大品牌之一，是第一批贵州老字号。经过一个多世纪的创业发展，德昌祥已经发展成为一个规模化、现代化、高成长的药品制造企业；目前公司拥有丸剂、片剂、胶囊剂、颗粒剂、气雾剂、糖浆剂等 12 条现代化生产线，目前共有药品批准文号 69 个，其中独家品种 9 个，医保品种 41 个。

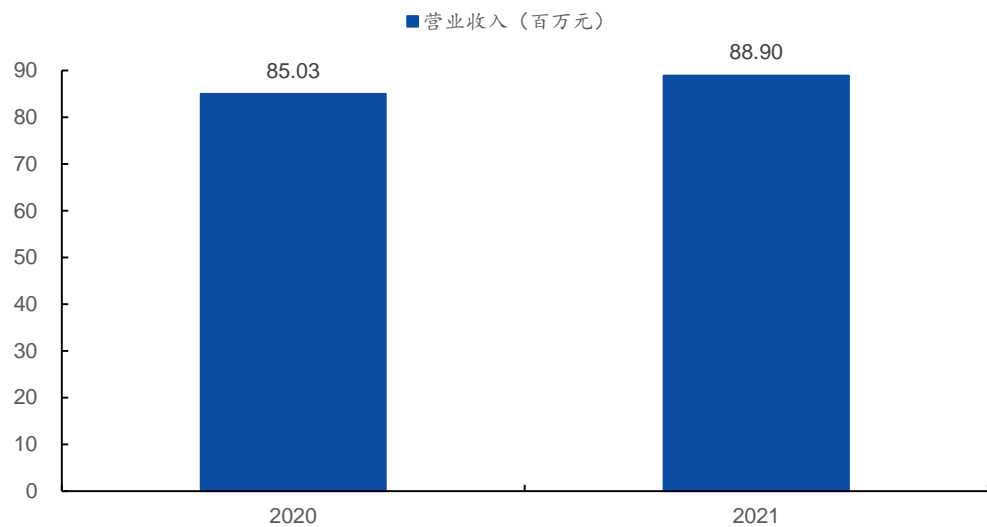
表 8：德昌祥主要产品

产品类别	主要产品
妇女儿童产品	逍遥丸、乌鸡白凤丸、坤宝丸、妇科再造丸
男科及补益产品	复方杜仲扶正合剂、桂附地黄丸、六味地黄丸、参茸鞭丸、杜仲补天素丸
感冒止咳产品	通宣理肺丸、防风通圣丸、冰矾咽喉散、止嗽化痰丸、复方枇杷叶膏、复方梨膏
传统丸剂系列产品	石斛夜光丸、杜仲壮骨丸、知柏地黄丸、归脾丸、补中益气丸、安宫牛黄丸
其他产品	跌打风湿药酒、清心明目上清丸

资料来源：德昌祥官网，国元证券研究所

德昌祥药业产品中，妇科再造丸、杜仲补天素丸、杜仲壮骨丸、妇得康泡沫气雾剂、止喘灵气雾剂、天麻灵芝合剂（口服液）为贵州省名牌产品。公司拳头产品妇科再造丸畅销 70 年，为学贯中西的贵州十大名医之首王聘贤先生所独创，内含 40 余味地道药材，补肾、疏肝、健脾、养血，疗养并施，标本皆治，为不可多得的妇科良药。根据《妇科再造丸治疗虚寒性痛经疗效观察》一文中可得出，妇科再造丸可有效改善缺血状态，具有缓解痛经的功效，且相比较口服避孕药，无明显复发及不良反应，值得临床运用及推广。德昌祥重整后，可借助贵州三力的销售渠道和人才资源，扩大销售网络，将妇科再造丸蓄势打造为全国畅销产品。

图 20：德昌祥营业收入情况



资料来源：企查查，国元证券研究所

3.2 参股汉方药业，产品线有望进一步丰富

2020年，为了分散产品相对集中风险，促进上市公司长远、健康发展，公司向汉方药业进行股权投资，获得汉方药业25.64%的股权。汉方药业拥有片剂、胶囊剂、颗粒剂、糖浆剂、洗剂、合剂、气雾剂、搽剂8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、妇科再造胶囊、日舒安洗液、黄芪颗粒等重点产品。

图 21：汉方药业主要产品图



资料来源：汉方药业公司官网，国元证券研究所

重点产品芪胶升白胶囊被列入国家重大专项，是难得的抗肿瘤用药，通过侯晓杰,李玮,张建锋等著的《芪胶升白胶囊药理作用及临床研究进展》一文，在临床研究中，对癌症肿瘤有一定疗效外，对于保肝、妇科月经不调等也有一定治疗疗效。未来有望集中发力销售与研究，成为公司热销产品。

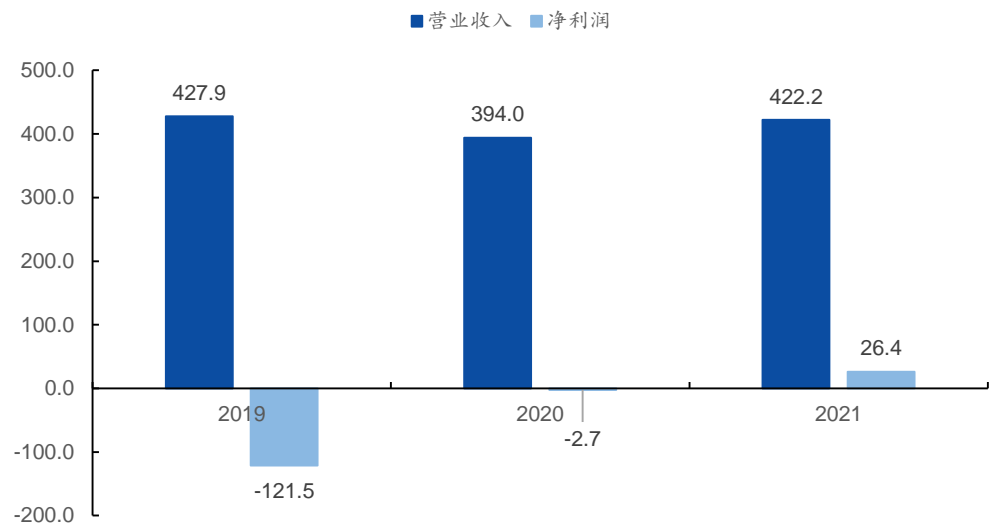
表 9：芪胶升白胶囊药理作用及临床研究进展

药理研究	研究结果
抗肿瘤	白细胞、血红蛋白、血小板及预防三级骨髓抑制方面有较好疗效
抗疲劳和耐缺氧	耐缺氧作用及一定抗疲劳功效
提高免疫力	降低化疗所产生的骨髓毒性
抗病毒	利于免疫系统重建
临床研究	研究结果
白血病	降低感染发生率、白细胞减少
癌症	升高白细胞，增强放疗作用，保护骨髓，提高生存质量
肿瘤	抑制肿瘤增长，减轻免疫器官损害
其它应用	用于保肝、妇科月经不调、糖尿病等

资料来源：侯晓杰,李玮,张建锋等《芪胶升白胶囊药理作用及临床研究进展》微量元素与健康研究,国元证券研究所

2021年汉方药业实现营业收入为4.22亿元，同时实现扭亏为盈，达成净利润2636万元。通过向汉方药业进行股权投资，有利于公司涉足其他中成药品种及科室，为公司带来新的利润增长点，增强盈利能力，缓解公司产品相对集中的风险，提升公司行业竞争力。

图 22：汉方药业近年营业收入（百万元）

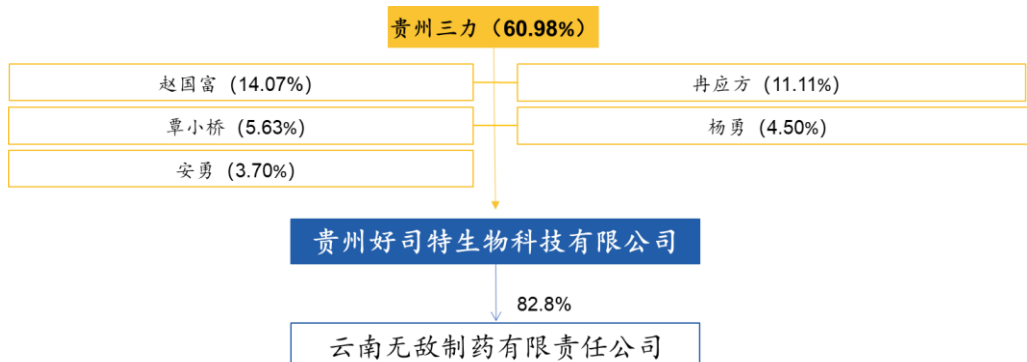


资料来源：公司年报，国元证券研究所

3.3 控股云南无敌制药，涉足骨科中成药

为促进公司产品多元化发展，2022年12月，公司公告发布公司拟出资1.05亿元收购好司特60.9778%股份，2023年3月，完成工商变更，好司特为云南无敌制药有限公司控股公司，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厂改制而来，是国内专业从事研究、生产治疗骨病药品的重点骨干生产型企业，同时也是中华老字号企业。

图 23：贵州好司特股权架构（截至2023年3月2日）



资料来源：企查查，国元证券研究所

云南无敌拥有胶囊、膏药、药酒、搽剂四条现代化生产线以及完整的质检体系。公司通过收购云南无敌可进一步填补公司在骨科中成药的空白，助力公司丰富产品种类，推动新的业务及利润增长点，提升公司竞争力。

图 24：云南无敌主要产品



资料来源：云南无敌公司官网，国元证券研究所

4. 盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测

关键假设：

- 1：国内疫情得到有效控制，居民正常生活得到保障，医院门诊接待恢复正常秩序，呼吸系统疾病用中成药市场需求恢复并保持增长；目前儿科用药市场儿童专用药不足，生育政策放宽将迎来新一波“婴儿潮”，儿科用药市场规模将不断扩张。
- 2：后疫情时代社会经济恢复稳定，公司经营保持平稳增长，核心产品开喉剑喷雾剂（含儿童型）知名度进一步提高，市场需求进一步增长。预计 2022-2024 年公司开喉剑喷雾剂（含儿童型）以 20%、30%、30% 增速增长；2022-2024 年强力天麻杜仲胶囊增速为 15%、12% 和 10%。

表 10：公司收入拆分（亿元）

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
汇总	营业收入	6.30	9.39	11.91	16.40	20.97
	增速		49.05%	26.87%	37.68%	27.83%
	营业成本	2.09	2.77	3.59	4.99	6.38
	毛利	4.21	6.62	8.33	11.42	14.59
	毛利率	66.84%	70.50%	69.90%	69.60%	69.57%
开喉剑喷雾剂	营业收入	5.99	8.79	10.55	13.71	17.83
	增速		46.74%	20.00%	30.00%	30.00%
	成本	1.96	2.64	3.16	4.11	5.35
	毛利	4.03	6.15	7.38	9.60	12.48
	毛利率	67.32%	69.96%	70.00%	70.00%	70.00%
强力天麻杜仲胶囊	营业收入	0.29	0.35	0.40	0.45	0.50
	增速		20.69%	15.00%	12.00%	10.00%
	成本	0.13	0.13	0.14	0.16	0.17
	毛利	0.16	0.23	0.26	0.29	0.32

	毛利率	56.68%	64.49%	65.00%	65.00%	65.00%
德昌祥药业	营业收入			0.70	1.26	1.51
	增速				80.00%	20.00%
	成本			0.28	0.50	0.60
	毛利			0.42	0.76	0.91
	毛利率			60.00%	60.00%	60.00%
好司特	收入		0.49	0.59	0.70	0.84
	增速			20.00%	20.00%	20.00%
	成本		0.16	0.18	0.21	0.25
	毛利		0.33	0.41	0.49	0.59
	毛利率		67.80%	70.00%	70.00%	70.00%
其他	营业收入	0.02	0.25	0.26	0.28	0.29
	增速		1150.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	毛利	0.02	0.25	0.26	0.28	0.29
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：iFind，国元证券研究所

注：2022年5月，公司正式将德昌祥纳入合并范围，因此2022年并入5-12月合计8个月业务数据。若按全年营收计算，2023年营收增速预计为15%；好司特2022年末纳入公司合并范围。

国内疫情得到有效控制，呼吸系统疾病中成药市场将恢复并增长；儿科用药市场即将迎来新空间；公司核心产品开喉剑喷雾剂（含儿童型）市场需求将不断开拓。我们预计2022-2024年营业收入分别为11.91/15.70/20.12亿元，增速分别为26.87%/31.78%/28.18%；归母净利润为1.96/2.55/3.25亿元，增速分别为28.86%/30.04%/27.32%。

4.2 投资建议

我们选取了行业中与公司业务相近的四家可比公司，2022年平均PE为24。公司核心产品开喉剑喷雾（儿童型）市场竞争优势明显，市场占有率逐步提升。同时，公司积极部署产品品类，丰富产品线，降低产品集中风险。综合考虑公司成长性，目前公司估值处于合理位置，预测公司2022-2024年EPS为0.48/0.62/0.79元/股，对应PE为34.46/26.50/20.81倍。首次推荐，给予“增持”评级。

表 11：可比公司估值

证券代码	股票简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300181.SZ	佐力药业	12.84	90.06	0.29	0.39	0.53	0.71	41.32	31.24	23.07	17.25
600329.SH	达仁堂	36.02	206.55	1.00	1.15	1.38	1.70	34.97	30.45	25.30	20.54
002275.SZ	桂林三金	14.37	84.43	0.60	0.67	0.80	0.93	23.83	21.33	17.82	15.45
600566.SH	济川药业	29.66	273.41	1.94	2.30	2.55	2.87	14.87	12.55	11.31	10.04
平均值									23.89	19.38	15.82
603439.SH	贵州三力	16.46	67.46	0.37	0.48	0.62	0.79	44.41	34.46	26.50	20.81

资料来源：iFind, 国元证券研究所

可比公司采用 iFind 一致预期，收盘价日期为 2023 年 3 月 6 日

5.风险提示

- 1.行业竞争加剧风险：**随着市场需求的不断增加，其良好的发展前景及市场潜力，可能吸引更多的企业进入，市场竞争将日益激烈。如果公司不能及时改进、优化现有产品，同时加快研发进度，推出疗效更好、安全性更佳的新产品，日益激烈的市场竞争环境将对公司的经营业绩产生不利影响；
- 2.主要产品中标价格下降风险：**由于公司产品开喉剑喷雾剂（儿童型）难以被同行业其他品种所替代，短时间内同行业又很难培育出具备市场竞争力新品种，因此，公司主要产品价格大幅下降的风险较小。但随着公立医院药品采购机制的完善和医保控费制度的实施，以及竞争加剧等因素的影响，依然存在上述品种中标价格下降的风险；
- 3.业绩不达预期风险：**如果未来客观经营环境发生重大变化，公司的整体经营业绩将不可避免地受到不利影响，从而导致公司经营业绩出现波动；
- 4.产品集中风险：**开喉剑喷雾剂（儿童型）的生产及销售状况在较大程度上决定了公司的收入和盈利水平，一旦其原料药价格、产销状况、市场竞争格局等发生重大不利变化，将对公司未来的经营业绩产生不利影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	920.01	1099.55	1108.44	1325.02	1562.52
现金	450.05	544.22	462.06	487.45	537.52
应收账款	225.46	256.67	354.59	470.34	592.76
其他应收款	0.86	51.41	35.21	52.24	71.67
预付账款	2.70	4.14	4.61	6.47	8.30
存货	47.51	88.57	95.16	132.36	171.74
其他流动资产	193.44	154.54	156.82	176.15	180.52
非流动资产	338.78	305.44	307.66	310.84	305.23
长期投资	167.82	119.13	124.60	129.98	126.38
固定资产	154.09	153.74	146.48	138.09	129.12
无形资产	11.84	20.38	25.25	30.78	36.45
其他非流动资产	5.03	12.19	11.34	12.00	13.28
资产总计	1258.79	1404.99	1416.11	1635.87	1867.74
流动负债	263.91	360.42	167.31	212.40	222.00
短期借款	200.00	200.00	31.29	33.57	0.00
应付账款	36.11	99.46	92.41	132.45	174.25
其他流动负债	27.80	60.97	43.61	46.38	47.76
非流动负债	13.00	12.50	12.84	12.76	12.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	13.00	12.50	12.84	12.76	12.74
负债合计	276.91	372.93	180.15	225.15	234.75
少数股东权益	-0.02	0.61	-5.01	-12.33	-21.65
股本	407.32	410.86	410.86	410.86	410.86
资本公积	201.27	223.39	223.39	223.39	223.39
留存收益	373.30	423.75	619.99	804.28	1036.99
归属母公司股东权益	981.89	1031.46	1240.97	1423.04	1654.65
负债和股东权益	1258.79	1404.99	1416.11	1635.87	1867.74

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	63.25	155.04	17.07	98.61	161.92
净利润	93.95	148.60	190.61	247.87	315.58
折旧摊销	8.11	11.22	9.94	10.09	10.15
财务费用	-3.31	0.43	-12.19	-17.23	-19.96
投资损失	-2.15	-17.87	-2.00	-2.00	-2.00
营运资金变动	-40.39	3.08	-171.51	-148.25	-147.64
其他经营现金流	7.03	9.58	2.22	8.14	5.79
投资活动现金流	-292.81	20.59	39.74	-17.95	-5.07
资本支出	51.71	26.08	0.00	0.00	0.00
长期投资	111.90	-48.70	5.47	5.38	-3.60
其他投资现金流	-129.20	-2.03	45.21	-12.57	-8.67
筹资活动现金流	440.00	-81.46	-138.97	-55.28	-106.78
短期借款	200.00	0.00	-168.71	2.28	-33.57
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	40.74	3.54	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	196.10	22.12	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	3.16	-107.12	29.74	-57.56	-73.21
现金净增加额	210.44	94.17	-82.16	25.38	50.07

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	630.22	938.97	1191.26	1569.83	2012.27
营业成本	208.98	277.01	358.51	477.53	612.60
营业税金及附加	5.38	8.56	10.59	13.98	17.98
营业费用	276.75	450.84	559.89	737.82	945.77
管理费用	27.48	41.91	52.42	69.07	88.54
研发费用	5.63	7.68	8.00	8.50	9.00
财务费用	-3.31	0.43	-12.19	-17.23	-19.96
资产减值损失	0.00	-0.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.15	17.87	2.00	2.00	2.00
营业利润	112.27	179.19	226.66	294.86	375.04
营业外收入	0.00	0.03	0.22	0.12	0.14
营业外支出	2.37	2.58	2.08	2.29	2.27
利润总额	109.90	176.65	224.80	292.69	372.91
所得税	15.95	28.05	34.19	44.82	57.33
净利润	93.95	148.60	190.61	247.87	315.58
少数股东损益	0.00	-3.68	-5.62	-7.32	-9.32
归属母公司净利润	93.95	152.28	196.23	255.18	324.91
EBITDA	117.08	190.84	224.41	287.72	365.23
EPS (元)	0.23	0.37	0.48	0.62	0.79

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	-28.69	48.99	26.87	31.78	28.18
营业利润 (%)	-27.38	59.61	26.49	30.09	27.19
归属母公司净利润 (%)	-29.40	62.08	28.86	30.04	27.32
获利能力					
毛利率 (%)	66.84	70.50	69.90	69.58	69.56
净利率 (%)	14.91	16.22	16.47	16.26	16.15
ROE (%)	9.57	14.76	15.81	17.93	19.64
ROIC (%)	17.25	33.89	29.72	31.33	33.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	22.00	26.54	12.72	13.76	12.57
净负债比率 (%)	72.22	53.63	17.37	14.91	0.00
流动比率	3.49	3.05	6.63	6.24	7.04
速动比率	3.31	2.80	6.06	5.61	6.26
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.70	0.84	1.03	1.15
应收账款周转率	2.76	3.69	3.71	3.63	3.60
应付账款周转率	5.72	4.09	3.74	4.25	3.99
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.23	0.37	0.48	0.62	0.79
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.15	0.38	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	2.39	2.51	3.02	3.46	4.03
估值比率					
P/E	71.98	44.41	34.46	26.50	20.81
P/B	6.89	6.56	5.45	4.75	4.09
EV/EBITDA	52.83	32.41	27.56	21.50	16.94

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