



苗药独家品种奠定业绩基石，多元化布局打开成长空间 ——贵州三力（603439.SH）投资价值分析报告

核心观点

● 国家对中药行业的发展高度重视

我国通过颁布一系列战略政策，推动中药材的种植、加工、流通、质量监管等环节实现规范化、标准化、现代化，优化、简化、激励中药新药的研发、创新、注册、上市等环节，促进中药与相关产业的融合发展，加强中药的国际交流合作，提升中药的国际竞争力和影响力，为行业可持续发展奠定了坚实的基础。

● 疫情提升了中药的社会地位和公众认知度

在疫情期间，中药在抗击疫情、提升免疫力、预防并发症等方面发挥了重要作用，受到世界各国关注，提升了中药的社会地位和公众认知度。同时，也加快了中药“出海”国际化步伐。中药传播已从 2015 年的 183 个国家和地区上升至 2022 年的 196 个。

● 苗药独家产品，优势突出，业绩贡献主力

公司核心产品开喉剑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国家基本药物地方增补目录。2018 年至 2022 年，公司营业收入从 7.22 亿元增长至 12.01 亿元，期间复合增长率达 13.57%；归母净利润从 1.10 亿元增长至 2.01 亿元，期间复合增长率达 16.27%；扣非净利润从 0.87 亿元增长至 1.95 亿元，期间复合增长率达 22.36%，开喉剑贡献近九成。

● 横向收购，丰富产品管线，再获 9 个独家品种

2022 年公司收购经营了一个多世纪的德昌祥 95% 股权，该品牌已是家喻户晓的贵州老字号、中国驰名商标，“德昌祥”产品管线丰富，拥有药品批准文号 69 个，其中独家品种 9 个，医保品种 41 个，其“龙凤至宝丹传统中药制作技艺”妇科再造丸和杜仲补天素丸被列为省级非物质文化遗产。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023 年至 2025 年营业收入分别为 1,528.58、1,867.74、2,288.59 百万元，YOY 分别为 27.24%、22.19%、22.53%；EPS 分别为 0.65 元/股、0.79 元/股、0.95 元/股，YOY 分别为 31.54%、21.97%、20.24%，目标价为 **18 元/股**，给予公司“**推荐（首次）**”投资评级。

● 投资风险提示

行业政策风险、成本上升风险、产品集中风险等

● 核心业绩数据预测

项目	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1201.32	1,528.58	1,867.74	2,288.59
YOY	27.94%	27.24%	22.19%	22.53%
归母净利润（百万元）	201.28	264.76	322.92	388.28
YOY	32.18%	31.54%	21.97%	20.24%
EPS（元）	0.49	0.65	0.79	0.95
ROE	16.25%	19.04%	20.51%	21.62%
P/E	31.46	23.92	19.61	16.31

数据来源：公司公告，华通证券国际研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际研究部

医药生物行业组

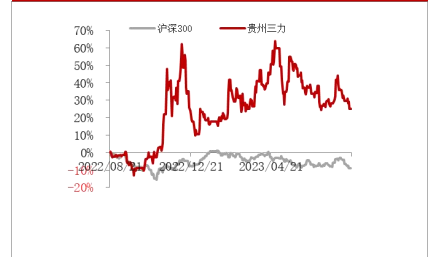
SFC:AAK004

Email:research@waton.com

主要数据 2023.8.18

收盘价（元）	15.45
一年中最低/最高（元）	10.74/20.22
总市值（亿元）	63.32
ROE（TTM）	17.94%
PE（TTM）	27.24

股价相对走势





内容目录

1. 公司所属行业现状与发展分析	3
1.1. 中药行业分析	4
1.2. 咽喉用药行业分析	8
2. 公司主要经营情况分析	10
2.1. 公司主营业务及产品介绍	11
2.2. 公司核心竞争力	18
2.3. 公司与可比公司及行业中值比较分析	19
2.4. 盈利预测	23
3. 2023—2025 年公司整体业绩预测	24
4. 公司估值分析	25
4.1. P/E 模型估值	25
4.2. PEG 模型	26
4.3. DCF 模型	26
5. 公司未来六个月内投资建议	27
5.1. 公司股价催化剂分析	27
5.2. 公司六个月内的目标价	28
6. 公司投资评级	28
7. 风险提示	28



图表目录

图表 1：中药材主要分类.....	4
图表 2：2015 年和 2022 年中医药传播国家和地区对比.....	5
图表 3：2018 年至 2022 年中药出口量（单位：吨）.....	6
图表 4：2018 年至 2022 年中药出口贸易额（单位：万元）.....	6
图表 5：中药信任度情况.....	7
图表 6：2013 年至 2022 年中国 60 岁及以上人口数量及占比.....	8
图表 7：18-55 年龄段患咽喉不适比例.....	9
图表 8：2019 年至 2022 年咽喉用药市场规模.....	10
图表 9：2018 年至 2023Q1 营业收入、归母净利润情况.....	11
图表 10：2022 年收入占比情况.....	12
图表 11：开喉剑喷雾剂产品展示.....	13
图表 12：开喉剑喷雾剂适用症图片.....	14
图表 13：2022 年中国网上药店终端儿科中成药品牌 TOP20.....	15
图表 14：2022 年中国城市实体药店终端咽喉中成药品牌 TOP20.....	16
图表 15：德昌祥部分产品展示.....	17
图表 16：2018 年至 2022 年毛利率与可比公司对比（%）.....	20
图表 17：2018 年至 2022 年净资产收益率与可比公司对比（%）.....	20
图表 18：2018 年至 2022 年销售费用率与可比公司对比（%）.....	21
图表 19：2018 年至 2022 年管理费用率与可比公司对比（%）.....	22
图表 20：2018 年至 2022 年存货周转率与可比公司对比（次）.....	22
图表 21：盈利预测.....	24
图表 22：贵州三力 P/E（TTM）.....	25
图表 23：可比公司 P/E(TTM).....	25
图表 24：可比公司 PE（倍）估值表.....	26
图表 25：DCF 模型预测.....	26

1. 公司所属行业现状与发展分析

1.1. 中药行业分析

中药历史悠久，博大精深，是中华民族文化宝库中一颗璀璨明珠。一直以来，中药以其特有的疗效赢得了广泛赞誉，被广泛应用于疾病防治、康复保健、养生防病等方面。中药是我国医药体系中不可缺少的重要组成部分，在经济建设及社会发展过程中也起到举足轻重的作用。

中药材根据来源不同，可分为植物药、动物药和矿物药，其中植物药占绝大多数。此外，还有大量源自民间的草药也被广泛运用。因此，中药学通常也被称为“本草学”。在中药炮制中，以中药材为原料，经粉碎、提取、干燥等步骤可制成中药饮片、中药颗粒、中成药及各类中药制剂。

图表 1：中药材主要分类



资料来源：种子咨询，华通证券国际研究部

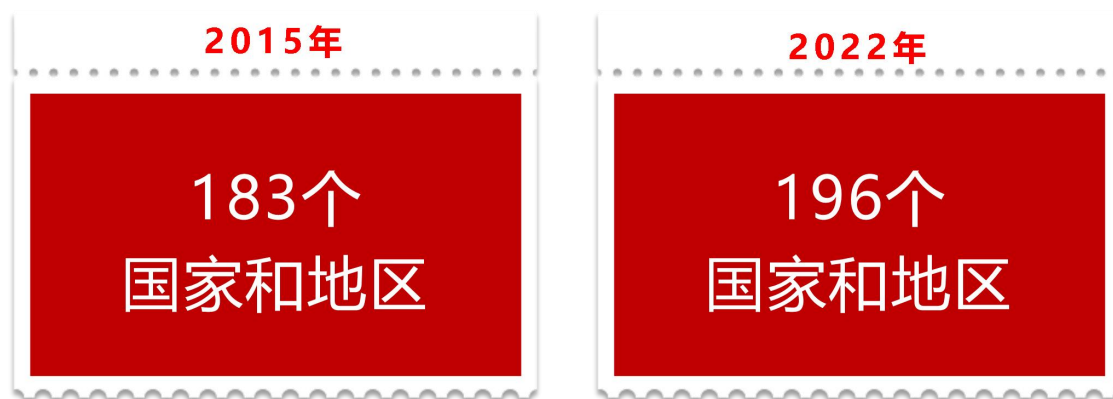
近年来，我国对中药行业的发展高度重视。通过颁布《中药发展战略规划纲要（2016-2030年）》、《健康中国规划纲要（2016-2030年）》、《中华人民共和国中药法》、《促进中药传承创新发展的意见》、《“十四五”中药发展规划》、《中药振兴发展重大工程实施方案》等一系列战略政策，推动中药材的种植、加工、流通、质量监管等环节实现规范化、标准化、现代化，优化、简化、激励中药新药的研发、创新、注册、上市等环节，促进中药与



相关产业的融合发展，加强中药的国际交流合作，提升中药的国际竞争力和影响力，为行业可持续发展奠定了坚实的基础。

疫情为中药走向世界奠定了良好的基础。在疫情期间，中药在抗击疫情、提升免疫力、预防并发症等方面发挥了重要作用，受到世界各国的广泛关注，提升了中药的社会地位和公众认知度。随着中药被海外市场逐步接受和认可，中药也逐渐走出国门，迈向国际市场。目前，中药已传播至 196 个国家和地区，我国与 40 余个外国政府、地区主管机构和国际组织签订了专门的中药合作协议，开展了 30 个较高质量的中药海外中心、75 个中药国际合作基地、31 个国家中药服务出口基地建设工

图表 2：2015 年和 2022 年中医药传播国家和地区对比

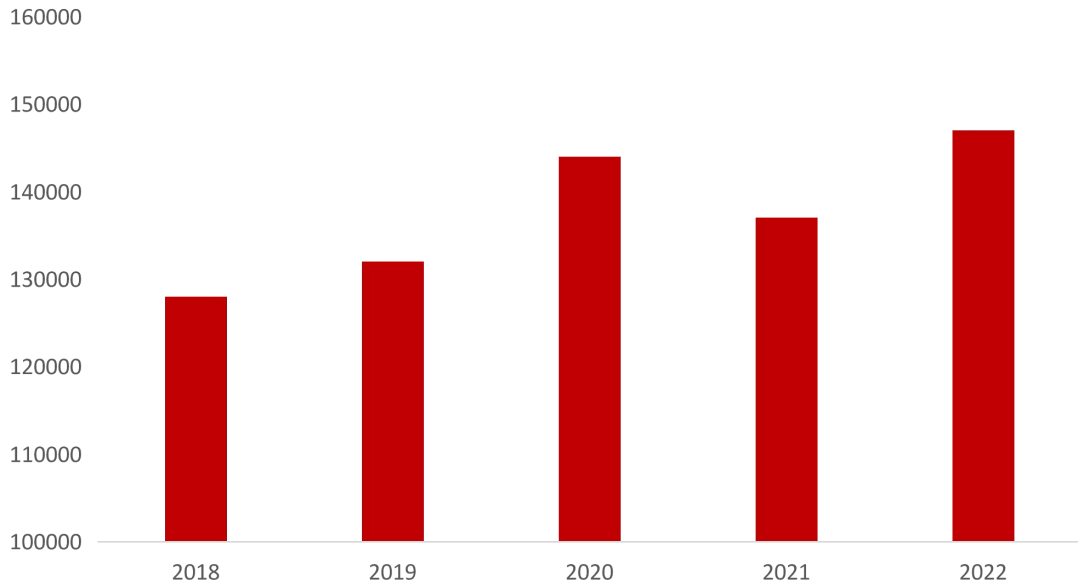


资料来源：前瞻产业研究院，华通证券国际研究部

中药“出海”加速，国际化步伐加快。根据前瞻产业研究院数据，2018 年至 2022 年期间，中药出口量及出口贸易额均呈上升趋势。2022 年，我国中药出口量达 14.7 万吨。2018 年中药出口规模已突破 70 亿元，2022 年中国中药出口规模再创历史新高，首次超过 90 亿元。

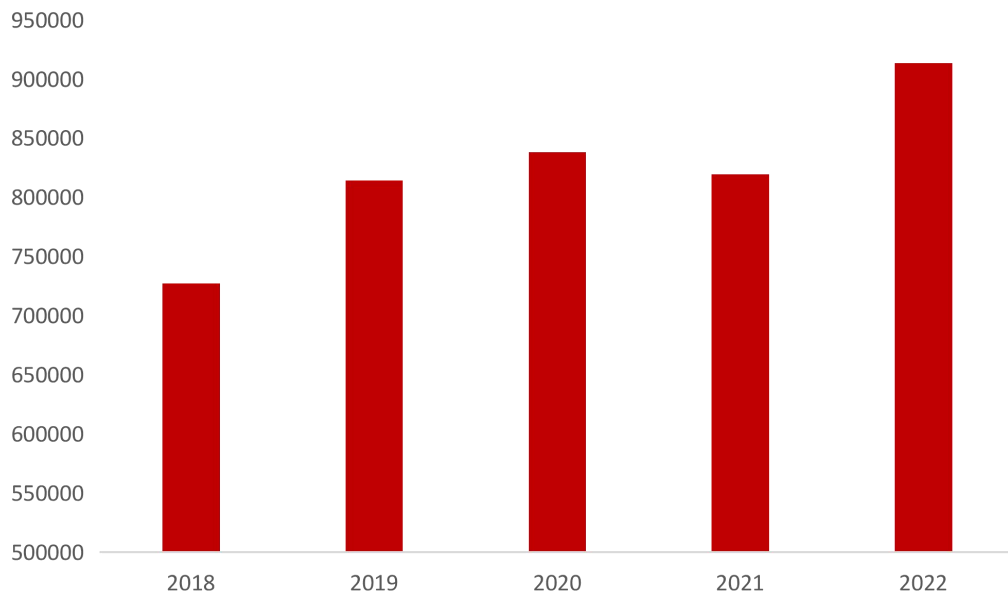


图表 3：2018 年至 2022 年中药出口量（单位：吨）



资料来源：前瞻产业研究院，华通证券国际研究部

图表 4：2018 年至 2022 年中药出口贸易额（单位：万元）

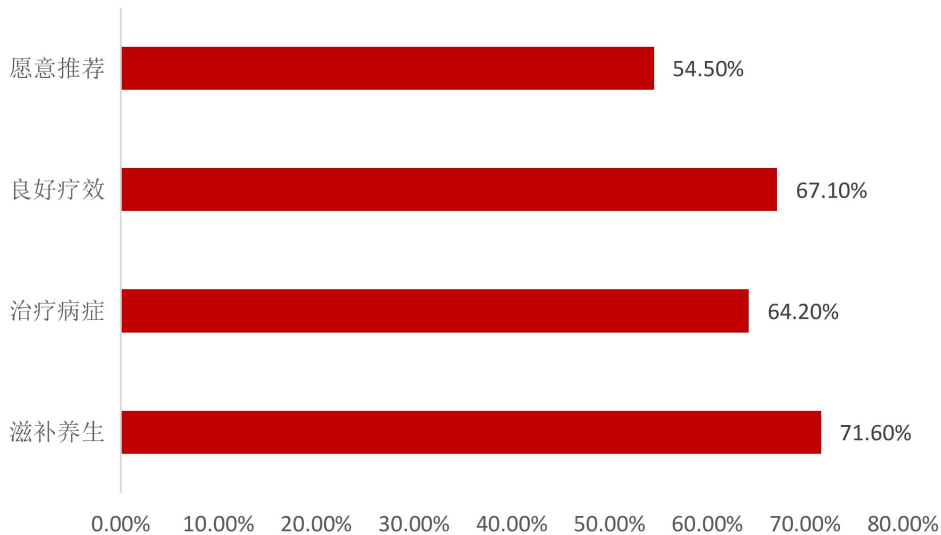


资料来源：前瞻产业研究院，华通证券国际研究部



社会对中药信任度提高。国家鼓励推动中药服务向基层延伸，促进中医适宜技术推广应用，为人民群众提供安全有效的中医疗法，提升了社会公众对中药的认知和信任。根据艾媒咨询数据，受访用户中，71.6%的人群购买中药主要用于滋补养生，64.2%用于治疗病症，67.1%认为中药具有良好的疗效，54.5%受访者愿意向其亲朋好友推荐中药。

图表 5：中药信任度情况

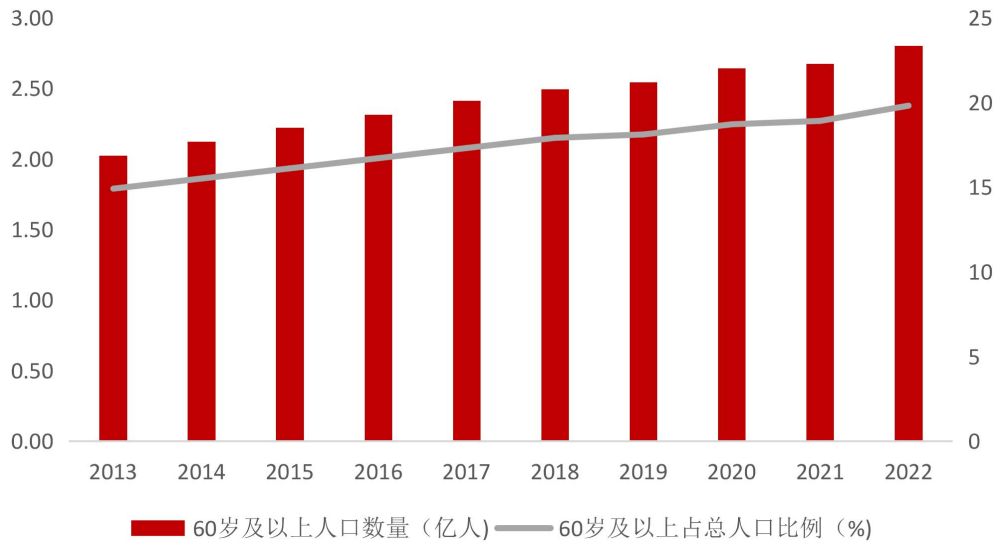


资料来源：艾媒咨询，华通证券国际研究部

随着我国人口老龄化、生活工作压力增加以及环境污染等多种因素的影响下，慢性病和亚健康等问题日益凸显，中药以其疗效确切、安全可靠等特点得到了越来越多患者的青睐，其需求也呈现不断攀升之势。

中药在中老年市场具有巨大市场需求。我国处于人口老龄化加速阶段，根据国家统计局数据，2013年至2022年，我国60岁及以上人口数量呈逐步上升趋势，从2.02亿增长至2.80亿，占总人口比例也由14.9%上升至19.8%。中老年人为中药的主要消费群体，由于中老年人身体机能下降、抵抗力减弱，因此，比较容易受慢性病、亚健康疾病的困扰。据《2020年国人健康报告》数据，我国亚健康人群比例高达75%，20%的人处于疾病状态，而其中约有86.6%的人因慢性病而死亡，并且慢性病的发病率呈现出越来越年轻化的趋势。而中药具备调节身体、预防疾病、延缓衰老等多重功效，使得人们对中药的需求不断增加，同样也为中药行业的发展带来了广阔的市场空间。

图表 6：2013 年至 2022 年中国 60 岁及以上人口数量及占比



资料来源：国家统计局，华通证券国际研究部

儿童与女性亦是中药的重要消费群体。由于儿童的免疫系统和身体抵抗力的不足，使其较容易患上感冒、咳嗽、消化不良等常见疾病，中药因其安全、有效、温和、无副作用等独特优势，备受广大家长青睐。女性由于心理、生理的特殊性，较容易患上妇科、内分泌等方面的疾病，而中药具备调节气血、促进美容养颜、延缓衰老等多重功效。因此，中药在儿童和女性市场具有广阔的发展前景。

政策推动和需求驱动下，中药市场预计保持 2 位数增长。2022 年我国中药行业市场规模达 1.8 万亿元，较上年增长 8.2%。其中，中药材市场规模达到了 1,916.2 亿元，同比增长 6.59%；中药饮片市场规模为 1,132.1 亿元，同比增长 7.23%；中成药市场规模为 1.3 万亿元，同比增长 8.5%；中药制剂市场规模为 451.7 亿元，同比增长 9.8%。

1.2. 咽喉用药行业分析

咽喉疾病在中医中被称为“喉痹，喉痛等”，是由多种原因引起的，临床上多表现为急性咽喉炎及慢性咽喉炎。

急性咽喉炎若咽部发生炎症，其最为显著的表现则为咽部疼痛，尤其在吞咽时更为严重。当咽旁的组织遭受影响时，咽部的疼痛会通过神经向耳部放射。当发生急性咽炎和扁桃体炎时，还会出现恶心、呕吐等全身反应。此外，在疾病的早期阶段，患者会感受到咽部的灼热和瘙痒。当喉部发生炎症时，声音的嘶哑是最为显著的症状之一，这是由于声

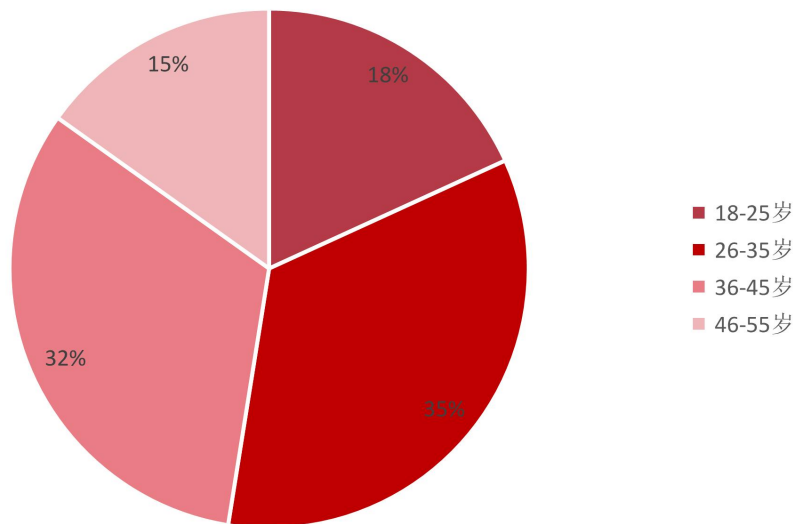


带黏膜充血和水肿所导致的。另外，患者还可能会出现喉部干燥、异物感等症状。

慢性咽喉炎炎症位于咽部时，最显著的症状表现为咽部的干燥、瘙痒、异物感和分泌物无法排出。若喉部发生炎症时，最显著的症状是患者在讲话过多后出现声音嘶哑，然而，在停止讲话一段时间后，声音嘶哑的症状通常会得到缓解。此外，患者还可能会出现喉咙干燥、瘙痒、疼痛等不适症状。

随着我国社会经济的发展，人们工作节奏加快，生活压力增大等原因导致越来越多的人患有慢性咽炎。根据《2023 国民咽喉健康白皮书》数据，一二线城市咽喉不适症状的发病率高达 87%，其中六成的不适症状人群每月都会经历至少一次不适，超八成的不适症状人群已经造成严重程度。咽喉不适具有三大特点，即全年齡、全职业、全人群。就年龄特征而言，以中青年为主，18 至 25 岁年龄段的比例为 18%，26 至 35 岁年龄段的比例为 34%，36 至 45 岁年龄段为 32%，46 至 55 岁年龄段为 15%。如果不及时进行有效治疗和预防，很容易引发多种并发症和后遗症甚至癌变，给患者带来极大痛苦和伤害。

图表 7：18-55 年龄段患咽喉不适比例



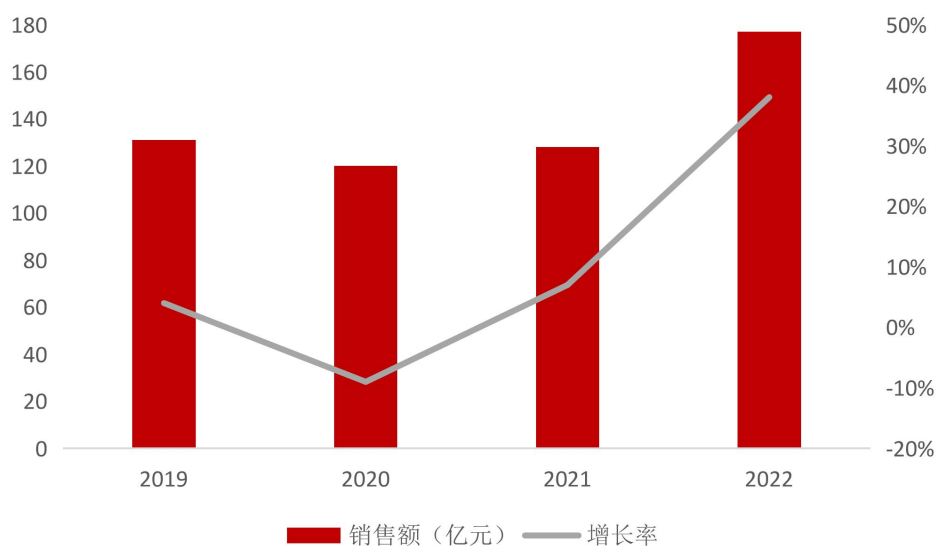
资料来源：《2023 国民咽喉健康白皮书》，华通证券国际研究部

咽喉疾病用药市场空间巨大。在秋冬和冬春交替之际，上呼吸道疾病的发病率较高，而往年的第四季度则是咽喉用药的季节性高峰，2022 年在疫情影响下，对咽喉用药产生了叠加效应。根据中康 CMH 的零售数据，2022 年的咽喉用药市场规模高达 177 亿元，较上年同期增长了 38%，创下了近年来的最高纪录。我们认为，疫情逐渐消退的背景下，由于气候环境变化、流行病



的频繁发生、生活习惯不规律、用嗓人群的扩大以及消费水平的提升等多种因素下，导致咽喉疾病频发，咽喉用药市场规模有望保持稳定增长。

图表 8：2019 年至 2022 年咽喉用药市场规模



资料来源：中康 CMH，华通证券国际研究部

2. 公司主要经营情况分析

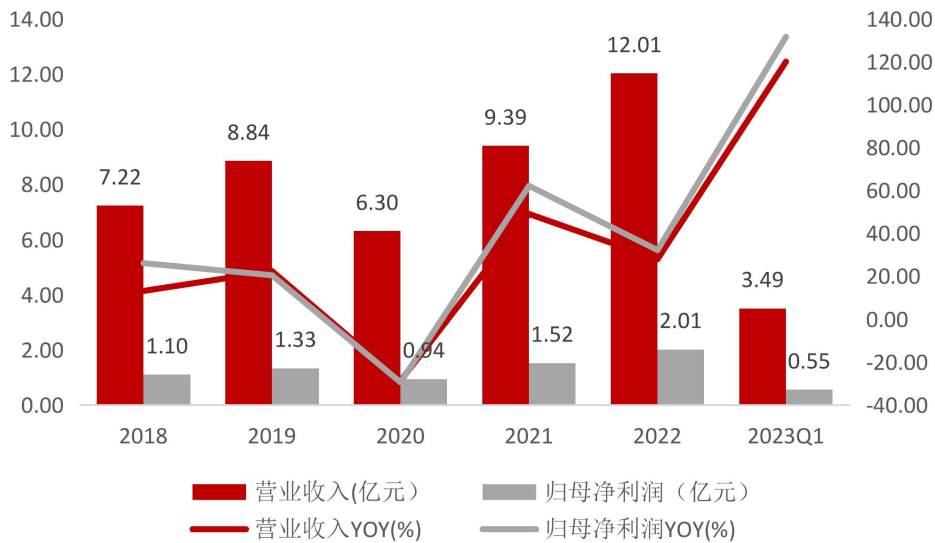
贵州三力制药股份有限公司（简称：贵州三力，603439.SH）是一家集研发、生产和销售于一体的现代化中成药制药企业，成立于 1995 年，于 2020 年登陆上海证券交易所主板。公司产品线主要围绕儿科、呼吸系统科、心脑血管科、消化内科等领域，主要产品有开喉剑喷雾剂（儿童型）、开喉剑喷雾剂、强力天麻杜仲胶囊、脑立清胶囊、紫河车胶囊、三七胶囊、藿香正气胶囊、蛇胆川贝胶囊、杞菊地黄胶囊、银翘伤风胶囊等。经过长期的发展积累，公司荣获国家高新技术企业、贵州民营企业 100 强等多项荣誉，多项产品被评为贵州省名牌产品，商标被评为贵州省著名商标，并入选了贵州省知识产权优势培育企业库。2022 年，公司通过破产重整取得了贵阳德昌祥药业有限公司 95% 股权，“德昌祥”品牌作为贵州百年老字号，拥有药品批准文号 69 个，其中独家品种 9 个，医保品种 41 个，其“龙凤至宝丹传统中药制作技艺”妇科再造丸和杜仲补天素丸更是省级非物质文化遗产。此举丰富了公司产品线的同时，也进一步增强了产品竞争力和市场影响力。

经营稳健，业绩稳定增长。2018 年至 2022 年，公司营业收入从 7.22 亿元增长至 12.01 亿元，期间复合增长率达 13.57%；归母净利润从 1.10 亿元增长至 2.01 亿元，期间复合增长率达



16.27%；扣非净利润从 0.87 亿元增长至 1.95 亿元，期间复合增长率达 22.36%。归母净利润复合增长率快于营业收入增长率，表明公司总体经营状况良好，运营能力及盈利能力较强。扣非净利润复合增长率快于归母净利润复合增长率，反映出公司主营业务的增长和盈利能力的提高。2023 年一季度，公司实现营业收入 3.49 亿元，同比增长 119.92%；实现归母净利润 0.55 亿元，同比增长 131.49%；实现扣非净利润 0.54 亿元，同比增长 154.00%。业绩大幅增长，主要受益于公司产品销售情况良好，产品结构进一步优化。

图表 9：2018 年至 2023Q1 营业收入、归母净利润情况



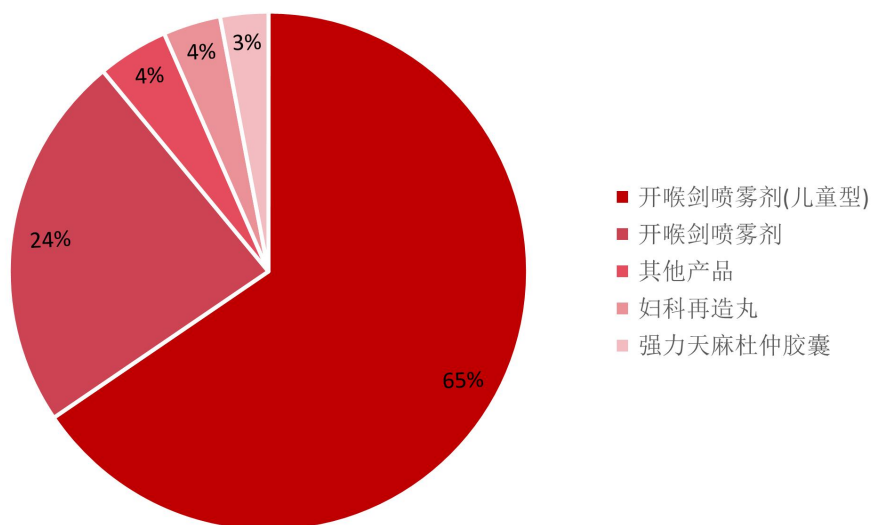
资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

2.1. 公司主营业务及产品介绍

公司产品线主要围绕儿科、呼吸系统科、心脑血管科、消化内科等领域，主要产品有开喉剑喷雾剂（儿童型）、开喉剑喷雾剂、妇科再造丸、强力天麻杜仲胶囊、杞菊地黄胶囊、紫河车胶囊、三七胶囊、藿香正气胶囊、脑立清胶囊、蛇胆川贝胶囊、银翘伤风胶囊等。

多领域布局，10 亿元收入额的单品为公司业绩基石。从营业收入来看，2022 年公司实现营业收入 12.01 亿元，开喉剑喷雾剂（儿童型）、开喉剑喷雾剂、其他产品、妇科再造丸、强力天麻杜仲胶囊分别实现收入 7.87 亿元、2.82 亿元、0.53 亿元、0.43 亿元、0.36 亿元，分别占公司总营业收入的 65%、24%、4%、4%、3%。开喉剑喷雾剂（儿童型）与开喉剑喷雾剂合计占据了公司近九成营业收入，特别是开喉剑喷雾剂（儿童型），为公司业绩主要贡献大单品。

图表 10：2022 年收入占比情况



资料来源：公司公告，华通证券国际研究部

毛利率方面，2022 年开喉剑喷雾剂（儿童型）毛利率为 73.22%，较 2021 年增加 2.03 个百分点；开喉剑喷雾剂毛利率为 68.42%，较上年增加 3.09 个百分点；妇科再造丸毛利率 85.05%；其他产品毛利率为 57.29%，较上年减少 40.83 个百分点；强力天麻杜仲胶囊毛利率 70.83%，较上年增加 6.34 个百分点。总体来看，公司开喉剑喷雾剂（儿童型）、开喉剑喷雾剂、强力天麻杜仲胶囊毛利率均有不同程度的上升。妇科再造丸为 2022 年新增重要产品，其毛利率明显高于公司核心产品，有利于提升公司整体毛利率的同时，有望成为公司业绩新增长点。其他产品毛利率下降主要受德昌祥其他产品毛利率较低的影响。

2.1.1 开喉剑喷雾剂——独家品种，竞争格局良好

开喉剑喷雾剂是公司主要营业收入来源，2022 年实现销售额 10.69 亿元，分为儿童型和成人型。配方取自经典苗医验方，主要核心成分为八爪金龙、山豆根、蝉蜕、薄荷脑。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国家基本药物地方增补目录，临床用于上呼吸道感染、急慢性咽炎、扁桃体炎、咽喉肿痛、口腔炎、口腔溃疡、牙龈肿痛等病症。

图表 11：开喉剑喷雾剂产品展示



资料来源：公司官网，华通证券国际研究部

儿童是咽喉疾病高发的群体，其中以扁桃体炎、手足口病最为常见。临床常用的口服药物，如片剂、胶囊剂和颗粒剂，需经过胃肠道和肝脏吸收后才能分布到全身，无法直接作用于咽部黏膜或局部病灶处，从而导致药效缓慢、靶向性差、治疗效果不理想，也容易产生一定程度的副作用。开喉剑喷雾剂可直接作用于病变部位并迅速起效，并且产品口感清爽的设计，最大程度地改善了中成药口味较难被儿童接受的问题，从而提高儿童患者服药的依从性。

根据首都医科大学附属儿童医院、上海市儿童医院、广州市儿童医院、重庆市儿童医院等国内多家儿童医院和科研专家的临床研究资料以及在国内医药学杂志中发表的近百余篇专业论文等相关资料，开喉剑喷雾剂（儿童型）对手足口病、咽喉炎、扁桃体炎、疱疹性咽峡炎、口腔溃疡等儿童最常见的呼吸道感染性疾病治疗中有明显优势，疗效显著。2018年开喉剑喷雾剂（儿童型）凭借其临床使用效果与优势，成功入选广东省卫生计生委、广东省中医药局印发的《广东省手足口病诊疗指南（2018年）》，并且是口咽部局部用药中唯一的儿童专用剂型。此外，该药还被列入中华中医药学会发布的《2018年中药大品种科技竞争力排行榜》。

图表 12：开喉剑喷雾剂适用症图片



资料来源：容县妇幼保健院，华通证券国际研究部

产品覆盖面广、管道建设完善。到 2022 年底，开喉剑喷雾剂（儿童型）已覆盖全国 331 个城市、1,948 个县，覆盖各类终端共计 152,000 余个，其中等级医院 5,100 余家，基层医疗终端 11,000 余家，诊所 33,000 余家，药店等零售终端 105,000 余家。已覆盖国内超过 98% 以上的儿童专科医院，并入选国内多部权威的儿科中成药用药指南。开喉剑喷雾剂（成人型）已经覆盖 216 个城市、1,353 个县，覆盖各类终端共计 82,442 余个，其中等级医院 3,000 余家，基层医疗终端 8,000 家，诊所 22,000 余家，药店等零售终端 51,000 余家，已覆盖国内超过 64% 以上的专科医院。



开喉剑喷雾剂竞争格局良好，连续多年位于前列。多年来，开喉剑喷雾剂（儿童型）在儿科中成药市场中，一直保持领先地位。根据米内网数据，从2022年中国网上药店终端儿科中成药品牌TOP20排名来看，开喉剑喷雾剂（儿童型）位列第三，产品销售额增长高达352.99%，表现十分亮眼。开喉剑喷雾剂在2022年中国城市实体药店终端咽喉中成药品牌TOP20中排名第9，销售额增长率达55.82%。

图表 13：2022 年中国网上药店终端儿科中成药品牌 TOP20

排名	产品名称	企业简称	销售额增长率
1	龙牡壮骨颗粒	健民药业集团	28.65%
2	小儿豉翘清热颗粒	济川药业集团	126.99%
3	开喉剑喷雾剂（儿童型）	贵州三力制药	352.99%
4	丁桂儿脐贴	亚宝药业集团	96.26%
5	小儿咳喘灵口服液	哈尔滨康隆药业	389.61%
6	静灵口服液	辽宁东方人药业	20.78%
7	小儿柴桂退热颗粒	葵花药业（襄阳）隆中	295.33%
8	小儿七星茶颗粒	广州王老吉药业	130.73%
9	惹芽健脾凝胶	亚宝药业贵阳制药	100.28%
10	神曲消食口服液	扬子江江苏龙凤堂中药	11.99%
11	小儿消积止咳口服液	鲁南厚普制药	21.08%
12	小儿肺热咳喘颗粒	黑龙江葵花药业	175.39%
13	醒脾养儿颗粒	贵州健兴药业	113.24%
14	四磨汤口服液	湖南汉森制药	173.96%
15	小儿止咳糖浆	葵花药业重庆小葵花儿童制药	463.59%
16	金振口服液	江苏康缘药业	120.16%
17	小儿感冒颗粒	华润三九（枣庄）药业	131.98%
18	芪斛楂颗粒	葵花药业（贵州）宏奇	4.79%
19	小儿咳嗽糖浆	广东香山堂药业	76.95%
20	小儿肺热咳喘口服液	黑龙江葵花药业	197.87%

资料来源：米内网，华通证券国际研究部



图表 14：2022 年中国城市实体药店终端咽喉中成药品牌 TOP20

排名	产品名称	企业简称	增长率
1	金嗓子喉片	广西金嗓子	36.96%
2	桂林西瓜霜	桂林三金药业	6.43%
3	西瓜霜润喉片	桂林三金药业	40.12%
4	清喉利咽颗粒	桂龙药业（安徽）	21.51%
5	复方草珊瑚含片	江中药业	19.10%
6	金鸣片	山东宏济堂制药集团	475.64%
7	复方青橄榄利咽含片	桂龙药业（安徽）	62.81%
8	六神丸	雷允上药业集团	64.25%
9	开喉剑喷雾剂	贵州三力制药	55.82%
10	咽立爽口含滴丸	黄果树立爽药业	10.36%
11	咽炎片	华润三九（黄石）药业	4.76%
12	苦金片	上海医药青岛国风药业	27.69%
13	西瓜霜清咽含片	桂林三金药业	20.76%
14	金喉健喷雾剂	贵州宏宇药业	27.84%
15	复方片仔痛含片	漳州片仔痛药业	24.76%
16	黄氏响声丸	无锡济煜山禾药业	-1.79%
17	咽炎片	西安科力药业	14.93%
18	咽炎片	成都迪康药业	130.49%
19	玄麦甘桔颗粒	太极集团重庆中药二厂	25.02%
20	冬凌草糖浆	辅仁药业集团	225.26%

资料来源：米内网，华通证券国际研究部

2.1.2.收购“德昌祥”，获省级非物质文化遗产

2022 年贵州三力通过破产重整取得了德昌祥 95% 股权。德昌祥于 1900 年在贵阳成立，历经一个多世纪的发展，德昌祥已经成为家喻户晓的百年老字号和中国驰名商标，更是经久不衰的金字招牌。德昌祥产品管线丰富，拥有多个独家品种。作为贵州历史悠久的老字号，“德昌祥”拥有药品批准文号 69 个，其中独家品种 9 个，医保品种 41 个，其“龙凤至宝丹传统中药制作技艺”妇科再造丸和杜仲补天素丸更是被列为省级非物质文化遗产。德昌祥药业产品线涵盖了几科、妇科、男性保健及养生等多个领域。此举拓展了公司产品，为公司带来更多利润增长点的同时，也分散了公司产品集中的风险。



图表 15: 德昌祥部分产品展示

品称	适应症	产品展示	品称	适应症	产品展示
妇科再造丸	养血调经, 补益肝肾, 暖宫止痛。用于月经先后不定期, 带经日久, 痛经, 带下。		杜仲补天素丸	温肾养心, 壮腰安神。用于腰脊酸软, 夜多小便, 神经衰弱等	
逍遥丸	疏肝健脾, 养血调经。用于肝气不舒所致月经不调, 胸胁胀痛, 头晕目眩, 食欲减退。		参茸鞭丸	补肾壮阳, 强精增髓。用于性欲衰退, 肾虚, 气弱, 阳痿, 早泄, 遗精及男女一切肾病。适用于性欲衰退, 肾虚, 气弱, 阳痿, 早泄, 遗精及男女一切肾病等病患者。	
复方梨膏	养阴润肺, 增液生津, 化痰止咳。用于阴虚久咳, 肺燥咳嗽		杜仲壮骨丸	益气健脾, 养肝壮腰, 活血通络, 强筋健骨, 祛风除湿。用于治疗风湿痹痛, 筋骨无力, 屈伸不利, 步履艰难, 腰膝疼痛, 畏寒喜温等症。	
益母草膏	活血调经。用于血瘀所致的月经不调, 症见经水量少。		儿童七珍丸	祛风镇惊, 消食导滞。用于停食停乳引起: 腹胀腹硬, 呕吐乳食, 大便秘结, 痰热惊风。	
山楂内消丸	开胃化滞, 破气消食。用于倒饱吞酸, 胸满气胀, 肚腹疼痛, 大便燥结。		止嗽化痰丸	支气管哮喘, 呼吸内科	
坤宝丸	滋补肝肾, 镇静安神, 养血通络。用于妇女绝经前后, 肝肾阴虚引起的月经紊乱, 潮热多汗, 失眠健忘, 心烦易怒, 头晕耳鸣, 咽干口渴, 四肢酸楚, 关节疼痛。		儿童回春丸	熄风镇惊, 化痰开窍。用于小儿急惊抽搐, 痰涎壅盛, 神昏气喘, 烦躁发热等症。	
安神补心丸	养心安神。用于心血不足、虚火内扰所致的心悸失眠、头晕耳鸣。		复方枇杷叶膏	清肺, 止咳, 化痰。用于风热咳嗽, 咽喉干燥, 咯痰不爽。	

资料来源: 家庭医生在线, 华通证券国际研究部



2022 年，德昌祥实现营业收入 0.85 亿元，净利润 0.08 亿元，经营活动现金流量 0.20 亿元，德昌祥核心产品妇科再造丸销售量 125 万余盒，贡献营业收入 0.43 亿元，占公司营业收入 4%，毛利率高达 85.05%。

挖掘德昌祥的产品价值，从而提升产品竞争力。德昌祥拥有大量优质批文，但学术方面缺乏足够的支持。因此，公司在收购德昌祥后，通过组织召开专家学术会议，开展多中心临床诊疗活动，如针对妇科再造丸，浙江省妇幼保健院牵头发起了由全国 27 家二级以上医院参与的多中心临床观察活动。公司旨在聚力通过扩充路径释义、指南及专家共识进入，发表高质量 SCI 文献，提升产品在学术方面的支持，从而进一步提升产品在市场上的竞争力。

2.2. 公司核心竞争力

1. 配方优势

苗医在我国已有数千年历史，是中华民族传统医药文化中的重要组成部分，也是苗族人民在长期与疾病、伤害作斗争的实践中，积累的宝贵医疗经验，对致病因素、疾病诊断、治疗及预防等都有独到见解，以及在疾病分类和命名上的浓郁民族特色，苗医以其独特的疗效赢得了广泛赞誉。

开喉剑喷雾剂（含儿童型）取自经典苗医验方，苗族名称为：Ghabghongdbusdiangd（嘎宫布档）。其组方主要药物有四味：八爪金龙、山豆根、蝉蜕以及薄荷脑，其中八爪金龙是贵州黔东南地区的道地药材。由于其卓越的疗效和循证推荐，开喉剑喷雾剂已被多个省市专家组和国家中医药管理局推荐为一种有效的清热解毒药物，可缓解咽喉肿痛，在治疗咽喉疼痛和减少抗生素使用方面发挥着重要作用，并获得了众多专家的认可和推荐，成为家中常备药物之一。

2. 品牌优势

经过长期的发展积累，公司荣获国家高新技术企业、贵州民营企业 100 强等多项荣誉，多项产品被评为贵州省名牌产品，商标被评为贵州省著名商标，并入选了贵州省知识产权优势培育企业库。开喉剑喷雾剂（儿童型）持续多年领跑我国儿童咽喉疾病中成药市场，是市场中的明显优势品种。2022 年公司收购经营了一个多世纪的德昌祥 95% 股权，该品牌已是家喻户晓的贵州老字号、中国驰名商标，也是历久弥新的金字招牌，具有深厚的历史和文化底蕴，



其知名度与美誉度势将会带来显著的品牌效应。

3.团队优势

持续扩充销售队伍，深入布局基层终端市场。多年来，公司持续扩充销售团队，提高销售人员业务水平与专业技能，加强临床应用共识的推广，紧密结合学术基础建设，以提升产品在临床实践中的影响力。到 2022 年底，公司销售人员已近 1,100 人。

4.学术推广加强

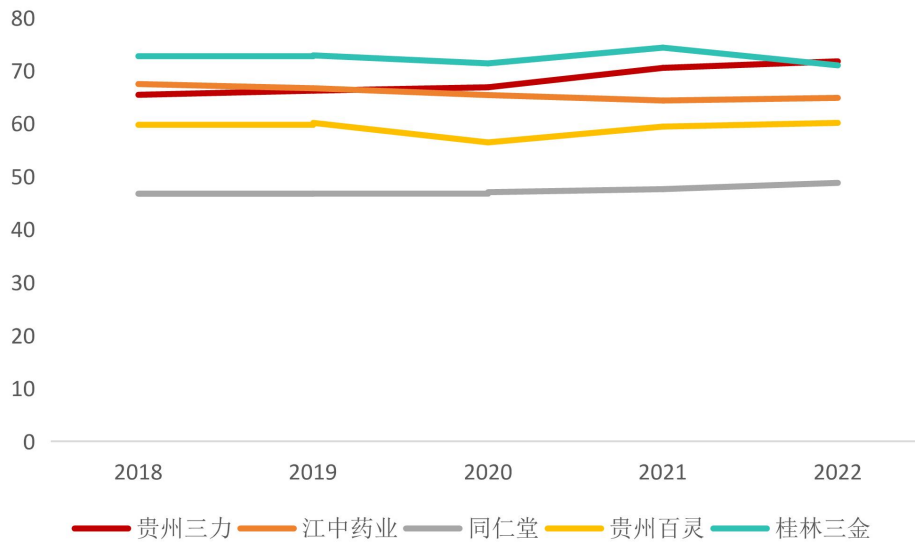
在学术推广建设方面，公司多次举办开展各类学术推广，使得公司核心产品在长期的临床使用中，对适应症的显著疗效得到了专家的一致认可，在《临床路径释义》、《临床路径治疗药物释义》、《儿科呼吸治疗学-继续教育教材编写》、“十四五”高校教材《中医儿科学》中得到重点推荐。中国中医科学院望京医院耳鼻喉科冯炜主任在 SCI 上就相关研究成果发表了英文论文《中药开喉剑与布地奈德混悬液雾化治疗成人急性喉炎的疗效和安全性比较》，极大地提高了产品的临床价值。

2.3. 公司与可比公司及行业中值比较分析

2018 年至 2022 年贵州三力毛利率分别为 65.42%、66.20%、66.84%、70.50%、71.74%。毛利率保持较高水平，主要产品销售稳定且逐年提升，近三年毛利率呈缓慢上升趋势，2022 年超过可比公司桂林三金，在可比公司中处于较高水平。



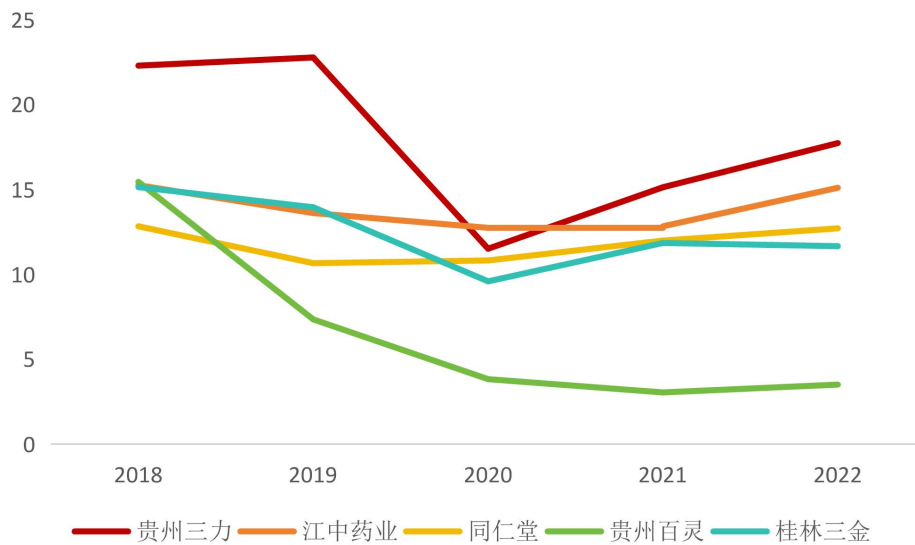
图表 16: 2018 年至 2022 年毛利率与可比公司对比 (%)



资料来源: 同花顺 iFind, 华通证券研究部

2018 年至 2022 年贵州三力净资产收益率分别为 22.29%、22.77%、11.51%、15.13%、17.73%。净资产收益率在 2020 年受疫情影响较大, 之后慢慢恢复, 呈现逐步上升趋势, 在可比公司中保持较高水平。

图表 17: 2018 年至 2022 年净资产收益率与可比公司对比 (%)

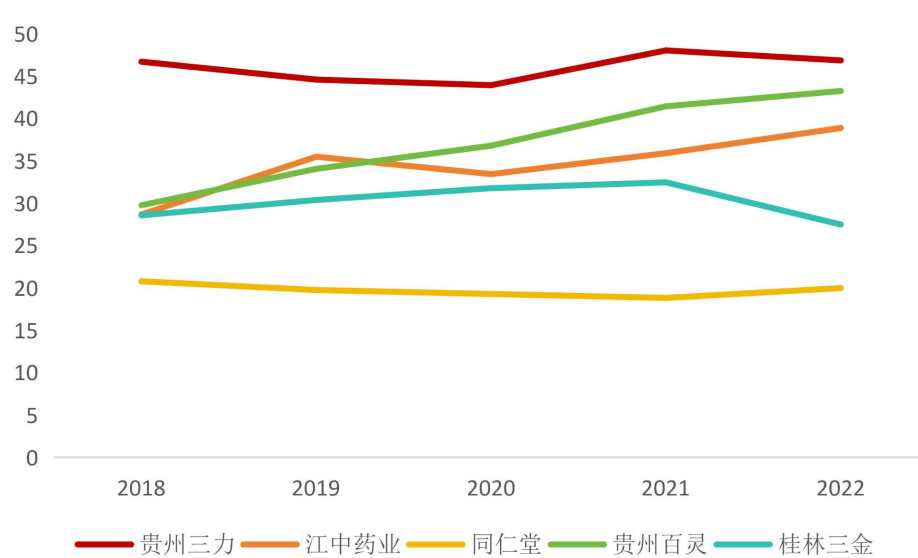


资料来源: 同花顺 iFind, 华通证券研究部



2018年至2022年贵州三力销售费用率分别为46.68%、44.57%、43.91%、48.01%、46.83%。销售费用率在可比公司之中处于较高水平，主要原因系公司持续加大营销团队建设，进行学术推广建设与品牌宣传，销售费用投入增加所致。

图表 18：2018 年至 2022 年销售费用率与可比公司对比（%）

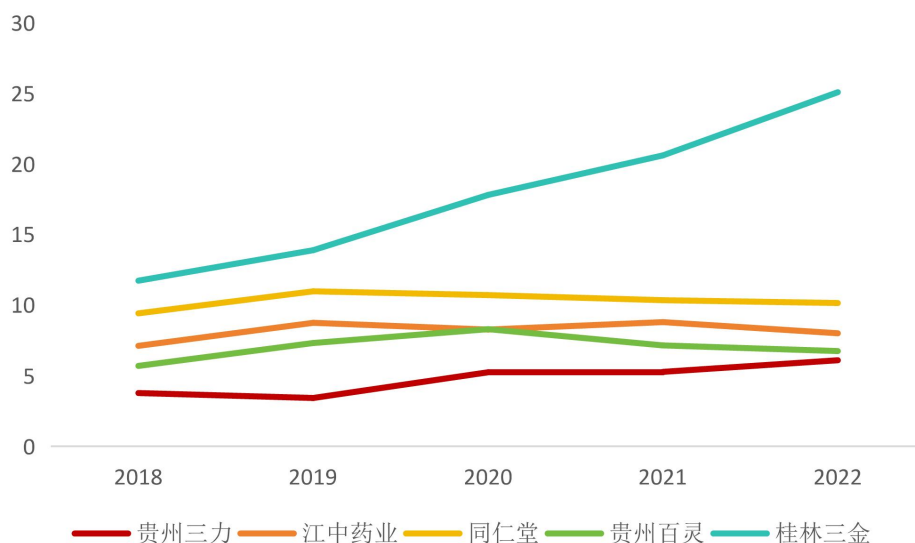


资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

2018年至2022年贵州三力管理费用率分别为3.78%、3.43%、5.25%、5.28%、6.10%。管理费用率一直处于较稳定状态，在可比公司中处于较低水平。多年来，公司一直提倡降本增效，实施“微创新”，有效地提高了整个公司的经营效率和经济效益。



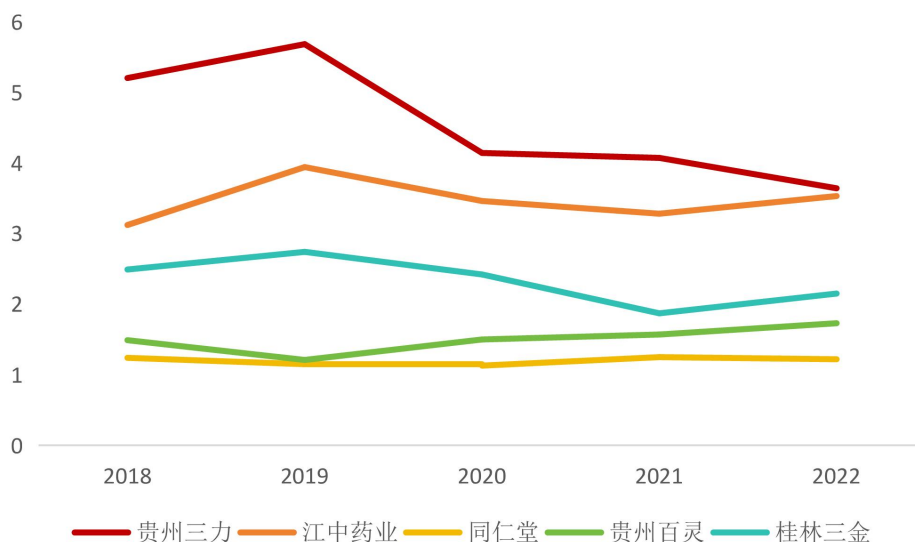
图表 19: 2018 年至 2022 年管理费用率与可比公司对比 (%)



资料来源: 同花顺 iFind, 华通证券研究部

2018 年至 2022 年贵州三力存货周转率分别为 5.2、5.68、4.14、4.07、3.64, 公司存货周转率处于行业较高水平。系公司为应对市场需求, 适当增加原材料和产成品所致。

图表 20: 2018 年至 2022 年存货周转率与可比公司对比 (次)



资料来源: 同花顺 iFind, 华通证券研究部



2.4. 盈利预测

结合上文分析、公司发展战略规划与市场发展趋势等，我们对公司主要业务进行如下预测（公司业绩详细数据请见下表）：

1) **开喉剑喷雾剂**：开喉剑喷雾（儿童型）为公司核心产品，上市多年，已在儿童用药市场上树立了良好的品牌形象，其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，占有较高的市场份额。我们预计开喉剑喷雾（儿童型）2023年至2025年增长率分别为15%、12%、12%。成人型市场渗透率相对较低，但咽喉疾病已成为全年龄、全职业、全人群的困扰，市场潜力较大。我们预计2023年至2025年增长率分别为50%、35%、35%。

2) **妇科再造丸**：是公司收购德昌祥获得的核心产品，公司加大对其进行学术推广建设与品牌宣传投入，该产品有望成为公司业绩增长新引擎。我们预计妇科再造丸产品2023年至2025年收入增速分别为80%、60%、40%。

3) **强力天麻杜仲胶囊**：是一款心血管疾病药物，鉴于市场上同类产品竞争较激烈，我们预计2023年至2025年保持5%增速。



图表 21：盈利预测

单位：百万元		2022	2023E	2024E	2025E
营业收入合计		1,201.32	1,528.58	1,867.74	2,288.59
YOY		27.94%	27.24%	22.19%	22.53%
营业成本合计		339.50	434.96	532.86	656.92
毛利率		71.74%	71.54%	71.47%	71.30%
开喉剑喷雾剂（儿童型）	销售收入	786.53	904.51	1,013.05	1,134.62
	成本	210.61	242.20	271.26	303.82
	YOY	13.44%	15.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	73.22%	73.22%	73.22%	73.22%
开喉剑喷雾剂	销售收入	282.38	423.58	571.83	771.97
	成本	89.17	133.75	180.57	243.77
	YOY	52.34%	50.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	68.42%	68.42%	68.42%	68.42%
其他产品	销售收入	53.09	84.95	118.93	166.50
	成本	22.67	36.28	50.79	71.11
	YOY	114.05%	60.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	57.29%	57.29%	57.29%	57.29%
妇科再造丸	销售收入	43.03	77.46	123.94	173.51
	成本	6.43	11.58	18.53	25.94
	YOY	/	80.00%	60.00%	40.00%
	毛利率	85.05%	85.05%	85.05%	85.05%
强力天麻杜仲胶囊	销售收入	35.94	37.74	39.62	41.60
	成本	10.48	11.01	11.56	12.13
	YOY	1.84%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	70.83%	70.83%	70.83%	70.83%
其他	收入	0.33	0.35	0.37	0.39
	成本	0.14	0.14	0.15	0.16
	YOY	-99.96%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	58.87%	58.87%	58.87%	58.87%

资料来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

3. 2023—2025 年公司整体业绩预测

参考公司过往三年一期的期间费用率趋势，我们预计 2023 年至 2025 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率均保持 2020 年至 2022 年平均水平，分别为 46.25%、4.48%、1.07%。

综上，预测 2023 年至 2025 年公司归母净利润分别为 264.76、322.92、388.28 百万元，同比增长为 31.54%、21.97%、20.24%。摊薄 EPS 分别为 0.65 元/股、0.79 元/股、0.95 元/股（公司预测期间详细财务报表和主要指标数据见本报告正文末附表）。



4. 公司估值分析

4.1. P/E 模型估值

2023 年 8 月 18 日贵州三力 P/E (TTM) 为 27.24，距离近 36 个月以来的最高点 125.31，已经大幅回撤 78.26%。

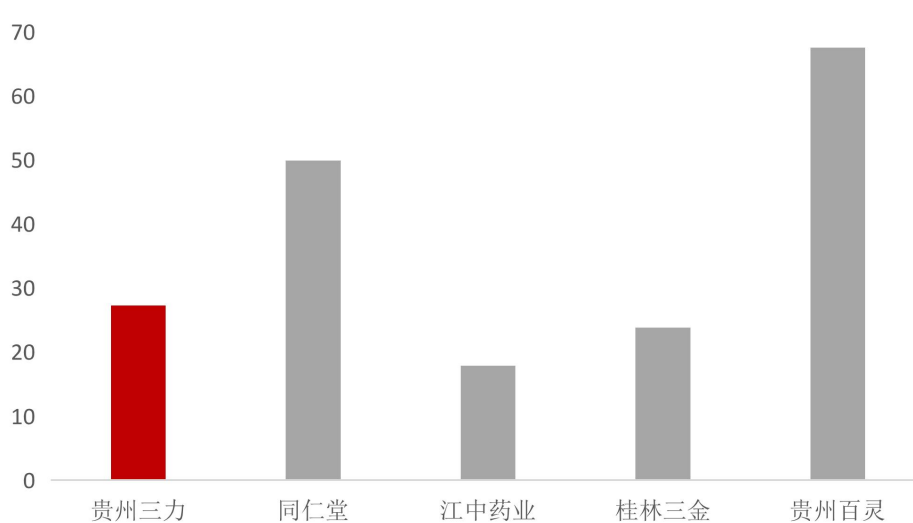
图表 22: 贵州三力 P/E (TTM)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华通证券国际研究部

2023 年 8 月 18 日贵州三力 P/E (TTM) 为 27.24，从同期可比公司 P/E (TTM) 上看，公司目前估值在可比公司中处于中等水平（注：相关指标计算以 2023 年 8 月 18 日 A 股收盘价为基准）。

图表 23: 可比公司 P/E(TTM)



资料来源: 同花顺 FinD, 华通证券国际研究部



我们预计公司 2023 年至 2025 年对应的 EPS 分别为 0.65 元/股、0.79 元/股、0.95 元/股，对应的 PE 分别为 23 倍、19 倍、16 倍，我们选取可比公司同仁堂、江中药业、桂林三金、贵州百灵进行估值比较，可比公司 2023 年至 2025 年的平均估值分别为 29 倍、23 倍、18 倍 PE，贵州三力 PE 估值水平低于行业可比公司平均水平（注：相关指标计算以 2023 年 8 月 18 日 A 股收盘价为基准）。

图表 24：可比公司 PE（倍）估值表

代码	证券简称	最新收盘价（元）	每股收益（元）				市盈率			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300896	同仁堂	56.28	1.04	1.25	1.45	1.68	54.14	45.16	38.71	33.45
603605	江中药业	18.53	0.94	1.11	1.30	1.57	19.57	16.72	14.20	11.85
603606	桂林三金	15.33	0.56	0.80	0.97	1.11	27.33	19.21	15.83	13.86
603607	贵州百灵	7.91	0.10	0.22	0.33	0.48	80.77	35.22	24.17	16.56
行业均值							45.45	29.08	23.23	18.93

资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部

4. 2. PEG 模型

根据 2023 年至 2025 年业绩预测，计算得到 2023 年 PEG 为 1.10。

4. 3. DCF 模型

我们以预测的 2023 年至 2025 年 EPS 分别为 0.65 元/股、0.79 元/股、0.95 元/股为基础，根据以下假设，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 18.52 元/股。

图表 25：DCF 模型预测

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.00%	0.75	15.54	17.57
组合二	8.00%	3.50%	0.75	17.35	19.38
组合三	8.00%	4.00%	0.75	19.61	21.64
组合四	8.50%	3.00%	0.74	13.93	15.94
组合五	8.50%	3.50%	0.74	15.40	17.41
组合六	8.50%	4.00%	0.74	17.19	19.20
平均					18.52

资料来源：同花顺 FinD，华通证券国际研究部



估值说明：

- （1）永续增长率采用略低于 GDP 增长率；
- （2）DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算；
- （3）预测期间为 2023 年至 2025 年，永续期自 2026 年开始；
- （4）考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

5. 公司未来六个月内投资建议

5.1. 公司股价催化剂分析

国家对中药行业的发展高度重视

我国通过颁布一系列战略政策，推动中药材的种植、加工、流通、质量监管等环节实现规范化、标准化、现代化，优化、简化、激励中药新药的研发、创新、注册、上市等环节，促进中药与相关产业的融合发展，加强中药的国际交流合作，提升中药的国际竞争力和影响力，为行业可持续发展奠定了坚实的基础。

疫情提升了中药的社会地位和公众认知度

在疫情期间，中药在抗击疫情、提升免疫力、预防并发症等方面发挥了重要作用，受到世界各国关注，提升了中药的社会地位和公众认知度。同时，也加快了中药“出海”国际化步伐。中药传播已从 2015 年的 183 个国家和地区上升至 2022 年的 196 个。

苗药独家产品，优势突出，业绩主力贡献军

公司核心产品开喉剑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国家基本药物地方增补目录。2018 年至 2022 年，公司营业收入从 7.22 亿元增长至 12.01 亿元，期间复合增长率达 13.57%；归母净利润从 1.10 亿元增长至 2.01 亿元，期间复合增长率达 16.27%；扣非净利润从 0.87 亿元增长至 1.95 亿元，期间复合增长率达 22.36%，开喉剑贡献近九成。



横向收购，丰富产品管线，再获 9 个独家品种

2022 年公司收购经营了一个多世纪的德昌祥 95% 股权，该品牌已是家喻户晓的贵州老字号、中国驰名商标，“德昌祥”产品管线丰富，拥有药品批准文号 69 个，其中独家品种 9 个，医保品种 41 个，其“龙凤至宝丹传统中药制作技艺”妇科再造丸和杜仲补天素丸被列为省级非物质文化遗产。

5.2. 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 **18 元/股**，对应 2023 年 P/E 为 27X。以 2023 年 8 月 18 日 A 股收盘价为基准，公司股价距离六个月内的目标仍有 16% 的上涨空间。

6. 公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“**推荐（首次）**”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15% 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数 ±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5% 以上
基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。	

7. 风险提示

行业政策风险 医药行业是政策驱动型行业，受国家政策影响较大。公司产品若被调出基本药物目录或医保目录，将会对公司经营产生一定不利影响。



成本上升风险 若原材料价格上涨、甚至部分原材料供应短缺等，将对公司生产经营产生不利影响。

产品集中风险 目前，公司主要产品开喉剑喷雾剂和开喉剑喷雾剂（儿童型）对公司业绩贡献占比较大，公司虽在 2022 年通过破产重整取得了德昌祥 95% 股权，但产品销售业绩的释放仍需要一定时间，若公司核心产品开喉剑喷雾剂出现生产销售较大变故，则将影响到公司整体业绩。



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告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本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。