

## 公司研究

## 独家特色止咳宝片，量价齐升前景广阔

## ——特一药业（002728.SZ）投资价值分析报告

## 要点

**深耕医药二十年，台山起步稳健扩张，2020年后业绩快速修复。**公司成立于2002年，主要从事中成药、化药制剂和原料药的研产销。2015年收购海力制药与新宁制药，扩充产品矩阵，推动止咳宝片成为全国独家品种，延伸产业链至特色原料药，综合实力显著增强。2018年收购广东国医堂，获得药品批文96个。上市以来3次再融资，助力产能瓶颈突破。2014-2019年营收和归母净利润CAGR分别为21.72%/16.45%。2020年新冠疫情致业绩大幅下滑，2022年归母净利润1.78亿，同比+40%，归母净利润已恢复至2019年水平。

**独家特色止咳宝片，高速开拓十亿规模。**在院内外止咳用药市场，中成药的规模和成长性占优。2022年止咳祛痰平喘中成药市场规模约为240亿元，其中零售药店/公立医院/公立基层终端占比分别为54%/32%/14%。公司的特色产品止咳宝片含有罂粟壳成分，处方稀缺，独家专利壁垒深厚，以疗效确切、见效快打造核心竞争力。2011-2019年止咳宝片的销售额CAGR为23.35%，销售量CAGR为12.10%。2020年疫情防控致销量锐减，此后逐年复苏。2022年止咳宝片销售收入2.4亿元，2023年有望突破4亿元。人口老龄化趋势和营销渠道改革，将推动止咳宝片量价齐升，冲击10亿元规模。

**潜力品种拓展和营销渠道改革，构筑二次成长曲线。**公司中成药品种丰富，以止咳宝片为核心，重点培育皮肤病血毒丸和降糖舒丸，并储备一批战略品种。2021年中国粉刺痤疮患者1.21亿人，痤疮治疗药物市场规模为34亿元，弗若斯特沙利文预测其2021-2025E复合增速为19.4%。皮肤病血毒丸治疗轻、中度寻常痤疮疗效显著，安全性和竞争格局良好。2020年底上市销售，2023年预计销售3000万元，5年内有望实现营收3亿元，成为口服治痤疮中成药的龙头产品。降糖舒丸适用于糖尿病及糖尿病引起的全身综合征，目前仍处于市场开拓阶段，规模有望5年内过亿。公司将在止咳宝片建立的品牌及渠道优势基础上，转变营销模式，加强零售和第三终端覆盖，加大战略品种的市场开发，构筑二次成长曲线。

**盈利预测、估值与评级：**公司拥有独家特色产品止咳宝片，处方和专利壁垒深厚，长期发展空间广阔，有望实现量价齐升。潜力品种拓展和营销渠道改革，开启二次成长曲线。我们预测公司2023-2025年归母净利润为2.53/2.85/3.61亿元，同比增长42%/13%/27%，当前股价对应PE为26/23/18倍。结合相对估值与绝对估值两种方法，给予公司目标价19.50元（对应24年25倍PE）。首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**核心产品放量不及预期；营销渠道改革不及预期；同业竞争加剧。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	758	887	1,151	1,265	1,489
营业收入增长率	19.83%	16.94%	29.86%	9.91%	17.65%
净利润（百万元）	127	178	253	285	361
净利润增长率	189.66%	40.41%	41.91%	12.51%	26.96%
EPS（元）	0.57	0.78	0.70	0.78	0.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.06%	12.70%	12.76%	13.79%	16.44%
P/E	31	23	26	23	18
P/B	3.1	2.9	3.3	3.2	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-12-29（2022年底总股本为2.29亿，2023年因转债转股、股权激励、转增、增发等事项总股本变更为3.63亿）

## 增持（首次）

当前价/目标价：17.92/19.50元

## 作者

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

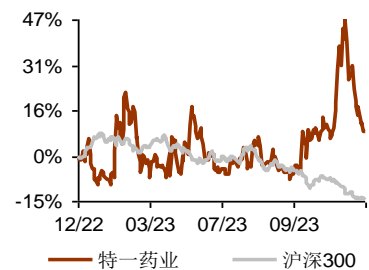
021-52523570

huangsuqing@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	3.63
总市值(亿元)	65.11
一年最低/最高(元)	14.29/24.48
近3月换手率	652.74%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.29	22.72	-9.39
绝对	-13.93	15.84	14.24

资料来源：Wind

## 相关研报

守正创新产业升级，四大优势价值重估——中药行业跟踪报告（2023-11-23）

## 投资聚焦

### 关键假设

**1) 营业总收入：**按产品类型划分，包括中成药、化学制剂药、化学原料药、化工产品及其他，**预测 23-25 年营收增速分别为 29.9%/9.9%/17.7%，毛利率分别为 56.0%/56.5%/58.6%。**分产品看：

**中成药：**预测 23-25 年中成药营收增速分别为 58.4%/12.7%/25.1%，毛利率分别为 72.6%/72.4%/72.9%。

其中，止咳宝片有望在 2024 年开启营销模式改革，销售量或有阶段性波动，叠加降本增效等措施，我们预测 23-25 年营收增速分别为 76.6%/2.8%/20.4%，毛利率分别为 85.2%/86.2%/87.1%。

其他中成药品种将在止咳宝片建立的品牌及渠道优势基础上，稳步快速发展，我们预测 23-25 年营收增速分别为 31.8%/31.9%/32.1%，毛利率分别为 48.0%/51.4%/53.1%。

**化学制剂药：**预测 23-25 年化学制剂药营收增速分别为 7.5%/6.0%/6.0%；随着新宁制药原料药产能的提升，和制剂产品的降本增效，23-25 年毛利率有望小幅提升为 30.0%/30.5%/31.0%。

**化学原料药：**考虑到原料药产能的逐步释放、固定成本的摊销和规模效应，预测 23-25 年营收增速分别为-1%/10%/20%，毛利率分别为 68.9%/66.9%/67.9%。

**化工产品及其他：**体量较小，预计 2024 年后将平稳发展，23-25 年营收增速分别为-21%/ 0%/0%，毛利率为 37.2%。

**2) 费用率：**2023 年以来，随着疫情防控措施优化和线下营销活动的恢复，公司加大了品牌宣传力度，止咳宝片有望在 2024 年开启营销模式改革，加大线下药店的精细化管理，我们预计 23-25 年销售费用率为 18.0%/18.5%/18.5%，管理费用率为 6.55%/ 6.35%/6.15%，研发费用率分别为 4.50%/ 4.45%/ 4.40%。

### 我们的创新之处

亮点 1：分析我国止咳用药和痤疮用药市场规模和竞争格局，详细对比了止咳宝片和皮肤病血毒丸与竞品的竞争优势。

亮点 2：根据痤疮用药市场的发展情况，测算皮肤病血毒丸的潜在市场空间。

### 股价上涨的催化因素

**短期股价催化剂：**核心品种销售超预期；核心产品提价。

**长期股价催化剂：**潜力品种拓展；人口老龄化；中药产业高景气。

### 估值与目标价

我们看好公司独家特色产品止咳宝片的长期发展空间，有望实现量价齐升。潜力品种拓展和营销渠道改革，构建二次成长曲线。我们预测公司 2023- 2025 年归母净利润为 2.53/2.85/3.61 亿元，同比增长 42%/13%/27%，给予目标价 19.50 元（对应 24 年 25 倍 PE）。首次覆盖，给予“增持”评级。

# 目 录

<b>1、 聚焦特色中成药，区域品牌迈向全国</b> .....	<b>6</b>
1.1、 区域特色，辐射全国 .....	6
1.2、 降本增效，稳健发展 .....	8
<b>2、 独家特色止咳宝片，高速开拓十亿规模</b> .....	<b>10</b>
2.1、 百亿中药止咳市场，群雄逐鹿龙头集中 .....	10
2.2、 专利学术构建壁垒，营销改革驱动成长 .....	12
<b>3、 挖掘潜力中药品种，培育增长新动能</b> .....	<b>15</b>
3.1、 进军痤疮治疗，增长动能强劲 .....	16
3.2、 拓展战略储备，构筑产品矩阵 .....	19
3.3、 资本助力扩张，产能瓶颈突破 .....	20
<b>4、 原料药制剂一体化，降本增效前景可期</b> .....	<b>22</b>
<b>5、 盈利预测</b> .....	<b>25</b>
5.1、 关键假设及盈利预测 .....	25
5.2、 相对估值 .....	26
5.3、 绝对估值 .....	27
5.4、 估值结论与投资评级 .....	28
5.5、 股价驱动因素 .....	28
<b>6、 风险分析</b> .....	<b>28</b>

## 图目录

图 1: 特一药业发展历程 (2002-2023 年) .....	6
图 2: 公司股权结构清晰, 实际控制人为许氏家族 (截至 2023Q3) .....	7
图 3: 2022 年公司营收的 93% 来自医药工业 .....	8
图 4: 2022 年公司中成药和化学制剂的收入规模相当 .....	8
图 5: 2020 年公司营收显著下滑, 其后逐步恢复 .....	8
图 6: 2020 年公司归母净利润大幅下滑, 后触底回升 .....	8
图 7: 除 2020 年之外, 公司近年来毛利率和净利率稳中有升 .....	9
图 8: 2020 年以来, 公司费用管控趋严 .....	9
图 9: 2018 年以来公司净现比持续大于 1 .....	9
图 10: 2017 年以来公司每年的股利支付率均超过 80% .....	9
图 11: 近年来样本医院止咳用药中成药与化药的销售额比例约为 5: 1 .....	10
图 12: 近年来样本药店止咳用药中成药与化药的销售额比例超过 10: 1 .....	10
图 13: 中国三大终端六大市场呼吸系统疾病中成药销售额 .....	11
图 14: 2021 年中国呼吸系统疾病中成药细分品类销售额占比 .....	11
图 15: 中国三大终端六大市场止咳祛痰平喘中成药销售额 .....	11
图 16: 中国止咳祛痰平喘中成药市场的渠道结构 .....	11
图 17: 2022 年城市实体药店止咳类中成药销售额占比 .....	12
图 18: 2019 年-2023 年前三季度样本药店止咳祛痰平喘类中成药销售额 CR5 .....	12
图 19: 2011-2022 年止咳宝片的销售额和销售量情况 .....	14
图 20: 公司目前营销模式以经销为主, 销售人员较少 .....	14
图 21: 2022 年我国 60 岁及以上人口占比 19.8%, 达 2.8 亿人 .....	15
图 22: 止咳宝片产能充足, 2021 和 2023 年定增助力产能扩张 .....	15
图 23: 2022 年止咳宝片收入占比为 27%, 毛利占比为 47% .....	15
图 24: 2016-2019 年止咳宝片提价, 2018 年以来毛利率维持接近 85% 的高位 .....	15
图 25: 2021 年中国皮肤病药物市场规模 223 亿元, 稳定增长 .....	16
图 26: 2021 年中国粉刺痤疮患者 1.2 亿, 占主要皮肤病患者人数比例的 60% 左右 .....	16
图 27: 中国痤疮治疗药物的市场规模持续增长, 以外用药物为主 .....	16
图 28: 中国痤疮患者推荐治疗方案 .....	16
图 29: 样本零售药店皮肤科用药的中药销售额整体稳健增长 .....	17
图 30: 近年来皮肤病血毒丸/片在样本药店皮肤类中药销售额占比逐年提升 .....	19
图 31: 特一药业的皮肤病血毒丸在样本零售药店销售快速增长, 2023 年前三季度市占率已突破 50% .....	19
图 32: 中国糖尿病患者人数逐年增长, 2020 年达到 1.33 亿人 .....	20
图 33: 2020 年中国糖尿病用药市场规模 632 亿元, 景气度较高 .....	20
图 34: 2020 年院内外糖尿病用药市场中成药与化药销售规模 .....	20
图 35: 2022 年中国公立医疗市场中成药糖尿病用药市场格局 .....	20
图 36: 2022 年各类型产品营业收入占比 .....	23
图 37: 2022 年各类型产品毛利额占比 .....	23
图 38: 化学制剂营收波动上升, 2022 年超过 4 亿元 .....	23
图 39: 原料药营收大体稳定, 2022 年小幅下滑 .....	23

图 40: 公司化学制剂毛利率有所下滑, 近年来维持 30% 上下.....	23
图 41: 公司原料药特色突出, 近年来毛利率维持在 70% 上下.....	23

## 表目录

表 1: 特一药业主要产品信息 .....	6
表 2: 特一药业 2021 年股票期权激励计划的行权条件和行权情况.....	7
表 3: 特一药业核心管理团队简介 .....	8
表 4: 2022 年公立医疗机构和城市实体药店止咳中成药销量 TOP10.....	11
表 5: 止咳宝片与同类竞品对比, 日服用金额较低 .....	12
表 6: 止咳宝片相关药理实验和临床研究结果.....	13
表 7: 含罂粟壳的止咳类中成药中, 止咳宝片上市时间较早, 日服用金额较低.....	13
表 8: 治疗痤疮的药物类别、适用人群和作用机制 .....	17
表 9: 皮肤病血毒丸相关药理实验和临床研究结果 .....	18
表 10: 皮肤病血毒丸与同类竞品的产品信息对比 .....	18
表 11: 测算得出皮肤病血毒丸行业空间有望突破 20 亿 (终端零售额口径) .....	19
表 12: 公司部分中成药品种介绍.....	20
表 13: 特一药业直接融资格历年明细 .....	21
表 14: 特一药业 IPO 募投资金项目使用情况 .....	21
表 15: 2017 年特一药业公开发行可转债的募投资金使用情况 .....	21
表 16: 2021 年特一药业非公开发行股票募投资金使用情况.....	22
表 17: 2023 年特一药业定向发行股票中募投项目情况 .....	22
表 18: 公司主要化学制剂介绍 .....	24
表 19: 新宁制药药品 GMP 改扩建工程项目扩产产品及产能 .....	24
表 20: 特一药业营收和成本预测.....	26
表 21: 特一药业的可比公司估值表 .....	27
表 22: 绝对估值核心假设表 .....	27
表 23: 现金流折现及估值表 .....	27
表 24: 敏感性分析表 .....	28

# 1、聚焦特色中成药，区域品牌迈向全国

## 1.1、区域特色，辐射全国

**台山起步，二十年稳健扩张。**特一药业成立于2002年，是一家集医药研发、医药工业、医药商业为一体的综合型医药集团公司。公司的前身是台山市台城制药有限公司，2014年在深交所上市，2015年全资收购海力制药与新宁制药，2016年正式更名为特一药业。2017年发行可转债用于新宁制药药品GMP改扩建工程、药品仓储物流中心及信息系统建设项目。2018年兼并收购广东国医堂，获得药品批文96个，2019年成立子公司特一药物研究。2021年实施定增用于现代中药产品线扩建及技术升级改造项目；同年成立子公司特美健康，涉足大健康产业投资运营。2023年9月再次定增拟用于现代中药饮片项目并补充流动资金。

图1：特一药业发展历程（2002-2023年）





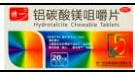




资料来源：公司公告，光大证券研究所

**以止咳宝片为核心，重点发展中成药。**公司专注医药健康产业，主要从事中成药、化药制剂和原料药的研产销。截至2023Q1，公司共拥有药品批文363个，涵盖10余种剂型，医保目录品规173个（中成药68个/化药105个），日常在产的药品品种超过100个，治疗领域主要是呼吸、抗感染、消化、心脑血管、解热镇痛等。核心产品止咳宝片是全国独家产品，临床上用于治疗慢性支气管炎，针对咳嗽（尤其是寒性咳嗽、痰湿咳嗽）疗效显著，2022年销售收入2.4亿元。公司中成药品种丰富，以止咳宝片为发展核心，重点培育皮肤病血毒丸和降糖舒丸，并储备一批战略品种。在化药领域，将夯实“原料药+制剂”一体化优势。

表1：特一药业主要产品信息

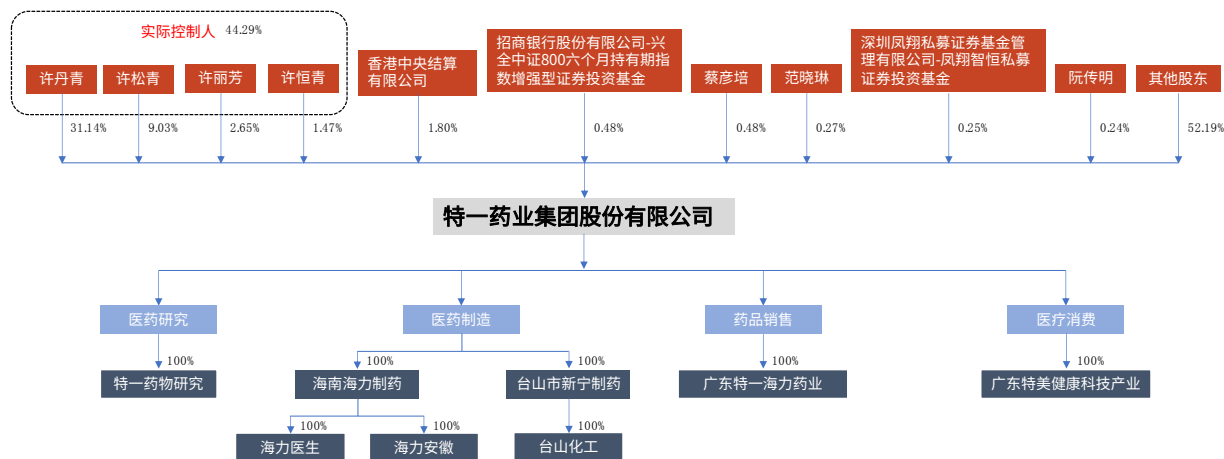
治疗领域	主要产品	产品图片	生产企业	适用症状	是否独家品种	是否基药	是否医保	Rx/OTC	日服用金额（元）
呼吸系统类	止咳宝片		特一药业集团股份有限公司	宣肺祛痰，止咳平喘。用于外感风寒所致的咳嗽、痰多清稀、咳甚而喘；慢性支气管炎、上呼吸道感染见上述证候者。	是	否	否	OTC	7.45
	感冒灵颗粒		特一药业集团股份有限公司	解热镇痛。用于感冒引起的头痛，发热，鼻塞，流涕，咽痛等。	否	否	否	OTC	4.21
	小儿咳喘灵颗粒		海南海力制药有限公司	宣肺、清热，止咳、祛痰。用于上呼吸道感染引起的咳嗽。	否	否	乙	OTC	2.02-4.04
皮肤科类	皮肤病血毒丸		特一药业集团股份有限公司	清血解毒，消肿止痒。用于经络不和，湿热血燥引起的风疹，湿疹，皮肤刺痒，雀斑粉刺，面赤鼻龋，疮疡肿毒，脚气疥癣，头目眩晕，大便燥结。	否	否	否	Rx	8.8
内分泌类	降糖舒丸		特一药业集团股份有限公司	滋阴补肾，生津止渴。用于糖尿病及糖尿病引起的全身综合症。	否	否	否	Rx	10.4-15.6

补益类	金匱肾气片		特一药业集团股份有限公司	温补肾阳，化气行水。用于肾虚水肿，腰膝酸软，小便不利，畏寒肢冷。	否	是	甲	Rx	2.88
心脑血管类	血塞通分散片		海南海力制药有限公司	治疗中风、胸痹等。	否	否	乙	Rx	1.73-3.45
	银杏叶分散片		海南海力制药有限公司	活血化瘀通络。用于瘀血阻络引起的胸痹心痛、中风、半身不遂、舌强语塞；冠心病稳定型心绞痛、脑梗死见上述证候者。	否	否	否	Rx	1.33
	益心舒颗粒		海南海力制药有限公司	益气复脉，活血化痰，养阴生津。用于气阴两虚，心悸脉结代，胸闷不舒、胸痛及冠心病心绞痛见有上述症状者。	否	是	乙	Rx	4.28
消化系统类	铝碳酸镁咀嚼片		特一药业集团股份有限公司	1.慢性胃炎。2.与胃酸有关的胃部不适症状，如胃痛、胃灼热感（烧心）、酸性暖气、饱胀等。	否	是	乙	OTC	1.28-2.55
	枫蓼肠胃康片		特一药业集团股份有限公司	理气健胃，除湿化滞。用于中运不健、气滞湿困而致的急性胃肠炎及其所引起的腹胀、腹痛和腹泻等消化不良症。	否	否	乙	Rx	2.83-4.25
	奥美拉唑肠溶胶囊		海南海力制药有限公司	适用于胃溃疡、十二指肠溃疡、应激性溃疡、反流性食管炎和卓-艾综合征（胃泌素瘤）。	否	是	甲	Rx	0.69

资料来源：公司官网，国家卫健委，医保局，医药魔方，京东健康，饿了么，光大证券研究所（价格取自 2023 年 12 月 23 日）

**公司股权和业务结构清晰，核心管理团队稳定，已建立长效激励机制。**截至 2023Q3，公司控股股东和实际控制人为许氏家族，许氏家族成员为：许丹青、许松青、许恒青、许丽芳。其中许丹青先生任董事长，也是公司的最大股东。公司以特一药业、海力制药和新宁制药为三大生产基地，以特一海力药业为品牌推广、流通配送的运营平台，业务覆盖医药研发至流通环节全产业链。公司的高管团队具有多年相关工作经历，团队成员稳定。特一药业 2021 年实施股权激励计划，充分调动员工积极性与创造性，授予高管、核心人员等 116 人股票期权合计 400.00 万份，分三年行权，目前 21 年和 22 年已达成激励条件，成功行权。

图 2：公司股权结构清晰，实际控制人为许氏家族（截至 2023Q3）



资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：公司未正式公告 2023 年定增后各股东的股权比例）

表 2：特一药业 2021 年股票期权激励计划的行权条件和行权情况

行权期	业绩考核目标	行权情况
第一个行权期	以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 170%	已行权
第二个行权期	以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 300%	行权中
第三个行权期	以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 450%	待公布

资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：“净利润”是指经审计的归母净利润，且剔除本次及其它激励计划所产生的股份支付费用影响。）

表 3: 特一药业核心管理团队简介

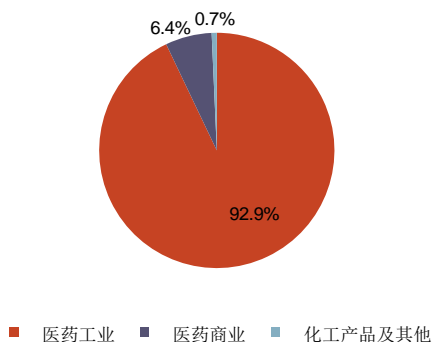
姓名	公司职务	任职日期	个人简介和工作经历
许丹青	董事长、总经理	200906	EMBA。长期从事药材贸易等业务，曾任正天药业董事长、总经理，台城制药有限公司董事、总经理等职务。现兼任广东省医药行业协会理事、江门市企业联合会常务副会长和台山市第十六届人民代表大会常务委员，曾被授予“广东省医药行业著名企业家”、“2022 年度江门市优秀企业家”等荣誉称号。
许松青	副董事长、副总经理	200906	EMBA。长期从事药材贸易等业务，曾任台城有限公司董事、副总经理等职务。现兼任广东省生物医药创新技术协会副会长、海南省医药行业协会副会长、广东省中药协会副会长、广东省医药商会常务副会长、广东省普宁商会理事。
陈习良	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	200906	研究生学历，会计师。自 2004 年以来任台城制药有限公司财务经理，自 2009 年 6 月至 2022 年 6 月任特一药业董事、财务总监及董事会秘书。
张清民	副总经理	201703	研究生学历，制药高级工程师。曾任广东新南方集团总裁助理、广东新南方青蒿药业有限公司总经理、广州中医药大学大药房有限公司总经理、广州中医药大学科技产业园总经理、广东罗浮山国药股份有限公司总经理/副总经理/质量授权人等，在工作期间，曾发表论文 34 篇及药学专著 2 本。
张用钊	副总经理	201509	本科学历，工程师。曾在广西北海蓝海洋生物制药有限责任公司负责工艺技术工作，自 2005 年 12 月开始在特一药业工作，2010 年 7 月担任公司质量管理部副经理。
伍伟成	副总经理	202206	大专学历，制药中级工程师。曾任台城有限工艺员、工艺技术室主任、特一药业科技发展部工艺技术室主任、特一药业第四届监事会股东代表监事。

资料来源：特一药业 2022 年年报，光大证券研究所

## 1.2、降本增效，稳健发展

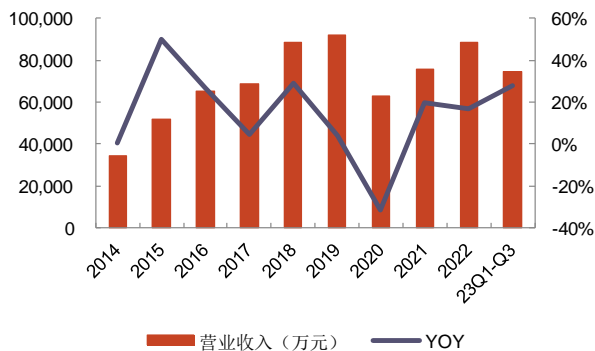
公司营收整体呈上升趋势，2020 年后业绩触底回升。2022 年公司营收的 93% 来自医药工业，中成药和化学制剂的收入规模均为 4 亿元。2014-2019 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 21.72%/16.45%，保持较快增长。2015 年，公司收购海力制药，核心产品止咳宝片成为全国独家品种，营收大幅增长。2020 年新冠疫情导致公司 OTC 产品的营销活动受限，叠加零售药店发热、止咳类药品的销售政策收紧，营收显著下降；而固定成本支出相对刚性，单位生产成本提高，导致净利润降幅较大。2021-23Q3，止咳宝片销售恢复良好，公司加大了市场开拓和促销力度，优化了产品结构，坚持降本增效，业绩实现快速增长。

图 3: 2022 年公司营收的 93% 来自医药工业



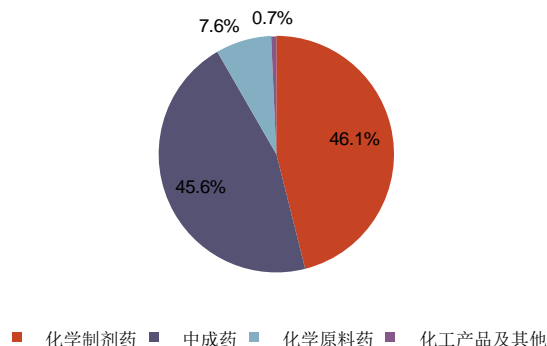
资料来源：wind，光大证券研究所

图 5: 2020 年公司营收显著下滑，其后逐步恢复



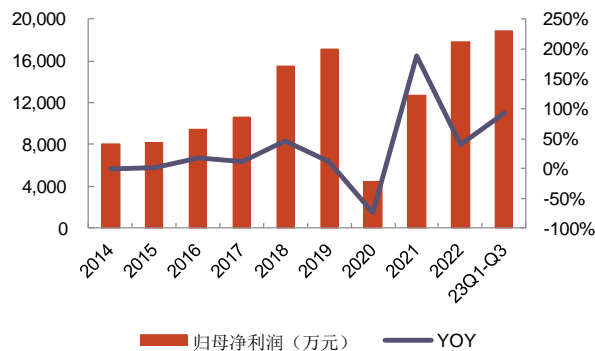
资料来源：wind，光大证券研究所

图 4: 2022 年公司中成药和化学制剂的收入规模相当



资料来源：wind，光大证券研究所

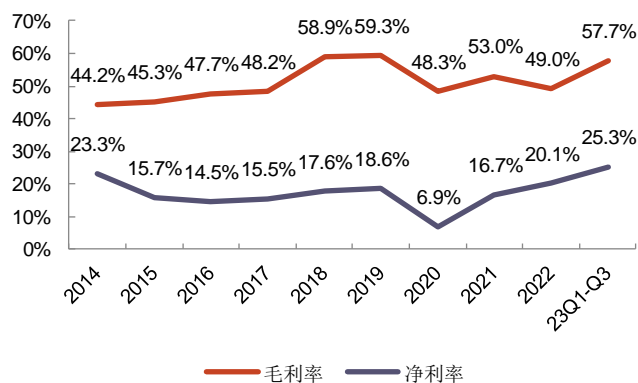
图 6: 2020 年公司归母净利润大幅下滑，后触底回升



资料来源：wind，光大证券研究所

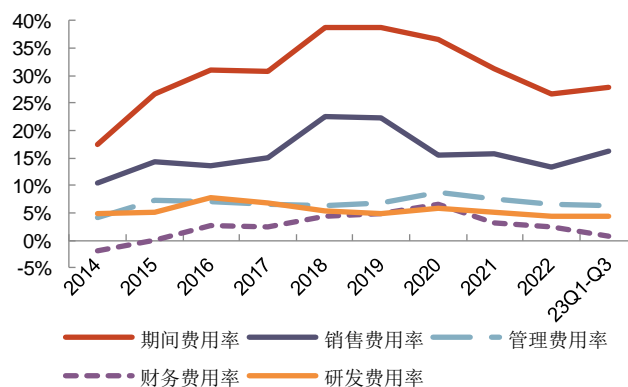
近年来，公司毛利率和净利率总体稳中有升，费用管控趋严。2018-2019 年公司大幅上调止咳宝片的出厂价，盈利能力显著提升。2020 年受疫情影响，止咳宝片销售量大幅下滑，单位成本上升，公司毛利率和净利率明显下降。但随着疫情形势好转和药品管控放松，2021 年公司的毛利率与净利率企稳回升。在费用率方面，2018-2019 年公司优化了营销机构并设立集团营销中心，加强品牌和渠道建设，加大市场推广力度，2018-2019 年销售费用率较 2017 年明显上升。2020 年以来公司费用管控趋严，2020-2022 年期间费用率逐年下降。公司重视自身的研发创新能力，近年研发费用率大致稳定在 5% 上下。

图 7：除 2020 年之外，公司近年来毛利率和净利率稳中有升



资料来源：wind，光大证券研究所

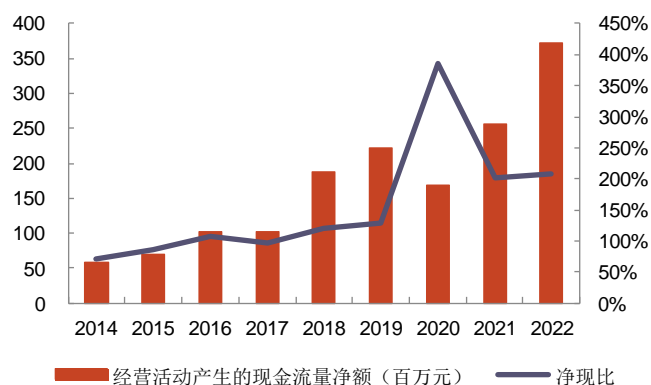
图 8：2020 年以来，公司费用管控趋严



资料来源：wind，公司年报，光大证券研究所

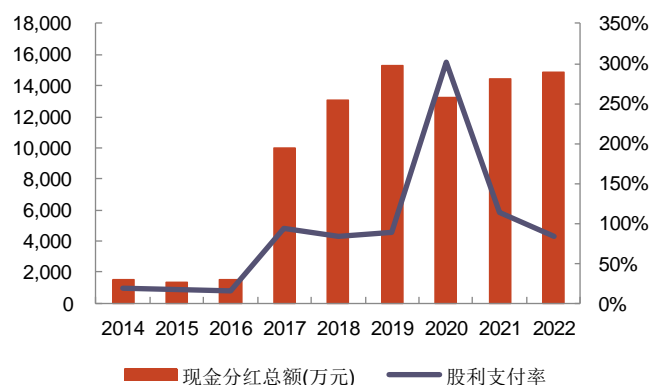
公司现金流表现优异，坚持高比例分红，积极回报股东。2018 年以来，公司净现比持续大于 1，体现了良好的创现能力。公司自 2014 年上市以来保持每年现金分红，累计分红 8.52 亿元，累计分红率 82%。其中，2014-2016 年的股利支付率稳定在 15%-20%。2017 年起，股利支付率大幅提升，均超过 80%，体现了较强的盈利能力和股东回报意愿。

图 9：2018 年以来公司净现比持续大于 1



资料来源：wind，光大证券研究所

图 10：2017 年以来公司每年的股利支付率均超过 80%



资料来源：wind，光大证券研究所

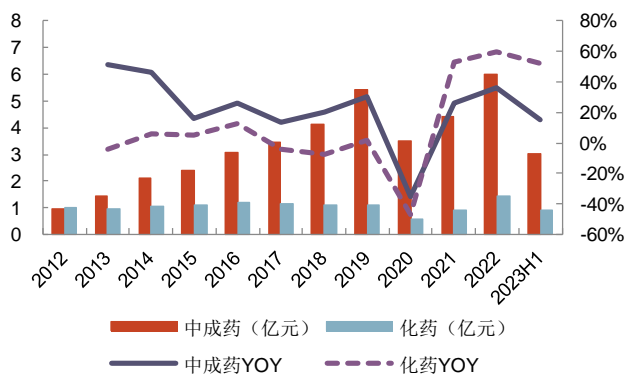
## 2、独家特色止咳宝片，高速开拓十亿规模

### 2.1、百亿中药止咳市场，群雄逐鹿龙头集中

呼吸系统疾病人口基数大，国内慢性咳嗽发病率随着年龄增长而增加。《柳叶刀》子刊研究显示，2017 年全球约有 5.44 亿人患有慢性呼吸系统疾病，发病率约为 7.1%。慢性呼吸系统疾病导致的死亡占全因死亡总数的 7.0%，为 2017 年全球死亡的第三大原因，仅次于心血管疾病（31.8%）和肿瘤（17.1%）。狭义上，通常将“以咳嗽为唯一或主要症状，病程≥8 周以上，且 X 线胸片无明显异常者”称为慢性咳嗽。而国际上广义的慢性咳嗽包括了影像学正常与异常的患者。《欧洲呼吸学杂志》<sup>1</sup>显示，综合各项研究得出，全球成人慢性咳嗽患病率为 9.6%，其中，亚洲地区患病率为 4.4%。国内慢性咳嗽的发病率为 2%-28.3%<sup>2</sup>，且随着年龄增长而增加<sup>3</sup>。

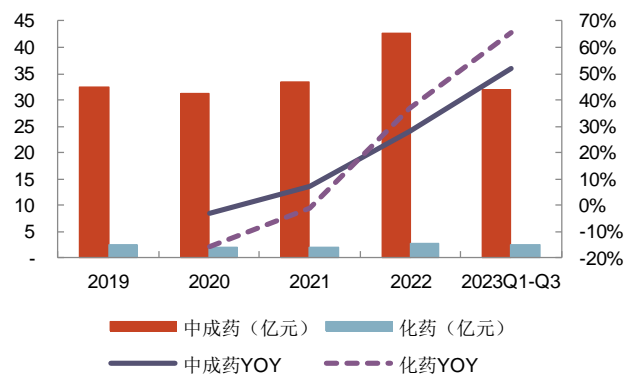
我国院内外止咳用药市场规模快速增长，中成药占绝对优势。PDB 数据显示，2012-2022 年样本医院止咳用药市场中，中成药与化药销售额 CAGR 分别为 20.4%和 3.4%，近年来中成药与化药的销售额占比约为 5: 1。RPDB 数据显示，2019-2022 年样本药店止咳用药市场中，中成药与化药销售额 CAGR 分别为 9.8%和 4.3%，中成药与化药的销售额占比超过 10: 1。院内外止咳用药市场中，中成药的规模和成长性都更优。我们根据米内网和 PDB 数据推测，2019-2022 年止咳用药市场规模：零售药店>公立医院>公立基层医疗机构。2020 年院内市场受到疫情防控影响，中成药和化药止咳用药销售额大幅下滑，2021-2022 年快速修复，2022 年均已突破 2019 年销售规模。

图 11: 近年来样本医院止咳用药中成药与化药的销售额比例约为 5: 1



资料来源: PDB, 光大证券研究所

图 12: 近年来样本药店止咳用药中成药与化药的销售额比例超过 10: 1



资料来源: RPDB, 光大证券研究所

止咳类中成药市场规模约 240 亿，零售药店是主要销售渠道。米内网数据显示，2019-2022 年我国呼吸系统疾病中成药市场规模波动上升，复合增长率为 1.2%，2020 年“四类药品”管控趋严导致中成药销售规模大幅下滑，2022 年呼吸系统疾病中成药销售额快速恢复至 800 亿元左右。2021 年呼吸类中成药市场中，清热解毒、止咳祛痰平喘和感冒用药分别占据 36%/33%/29%的市场份额。2022 年止咳祛痰平喘中成药市场规模约为 240 亿元，其中零售药店和公立医院终端占比分别为 54%和 32%。止咳类中成药市场发展势头较好，近年来新冠和流感

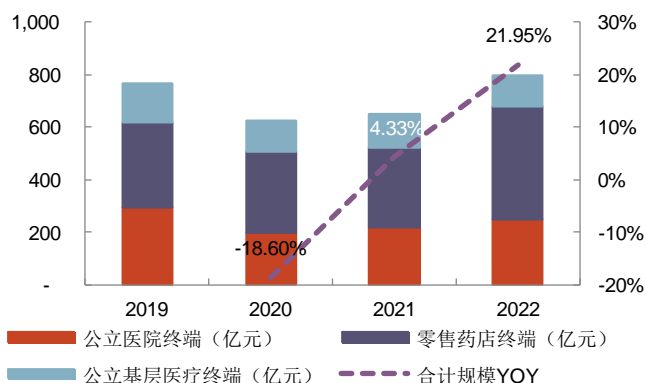
<sup>1</sup> Song WJ, Chang YS, Faruqi S, Kim JY, Kang MG, Kim S, Jo EJ, Kim MH, Plevkova J, Park HW, Cho SH, Morice AH. The global epidemiology of chronic cough in adults: a systematic review and meta-analysis. Eur Respir J. 2015 May;45(5):1479-81.

<sup>2</sup> 中华医学会呼吸病学分会哮喘学组. 咳嗽的诊断与治疗指南 (2021) [J]. 中华结核和呼吸杂志, 2022, 45(1):13-46

<sup>3</sup> Huang K, Gu X, Yang T, Xu J, Yang L, et al. Prevalence and burden of chronic cough in China: a national cross-sectional study. ERJ Open Res. 2022 Jul 25;8(3):00075-2022

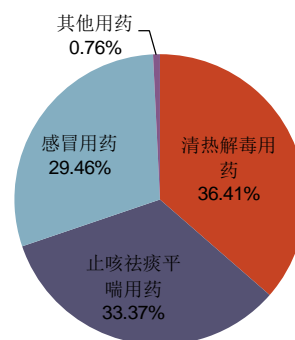
疫情多有传播,使得止咳类药品需求持续上升,头部产品有望凭借过硬的产品力和渠道销售能力,增强品牌影响力,从而实现长期稳健增长。

图 13: 中国三大终端六大市场呼吸系统疾病中成药销售额



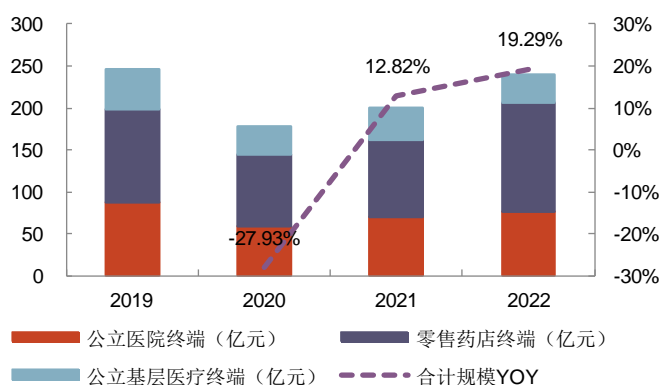
资料来源:米内网,光大证券研究所

图 14: 2021年中国呼吸系统疾病中成药细分品类销售额占比



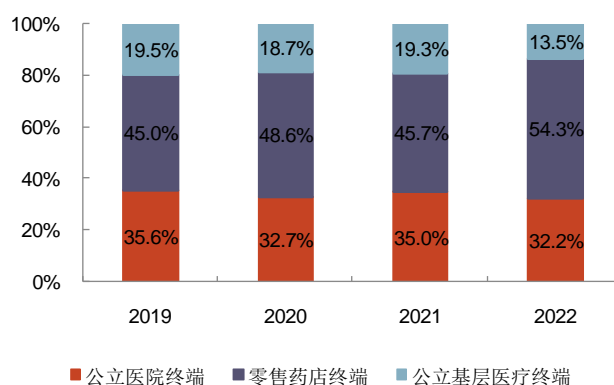
资料来源:米内网,光大证券研究所

图 15: 中国三大终端六大市场止咳祛痰平喘中成药销售额



资料来源:米内网,光大证券研究所

图 16: 中国止咳祛痰平喘中成药市场的渠道结构



资料来源:米内网,光大证券研究所;注:按销售额口径统计

**院内外止咳中药市场格局分化,零售药店竞争更为激烈。**止咳类中成药的主流产品有苏黄止咳胶囊、蜜炼川贝枇杷膏、肺力咳合剂、急支糖浆等。根据米内网数据,2022年公立医疗机构和城市实体药店终端市场格局分化,公立医疗机构止咳类中成药CR3超过38%,其中2022年苏黄止咳胶囊销售额首次突破20亿,市占率高达18.75%,肺力咳和痰热清销售额均超10亿元,市占率均超10%。城市实体药店止咳类中成药CR3约为24.5%,CR10约为45%,较院内市场格局更为分散。其中,京都念慈庵的蜜炼川贝枇杷膏市占率高达13.4%,铁皮枫斗颗粒、急支糖浆、补肺丸市占率均超5%。百亿零售药店市场竞争更激烈,向龙头集中。

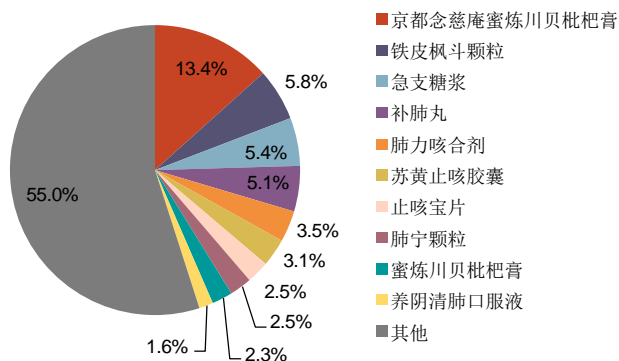
表 4: 2022年公立医疗机构和城市实体药店止咳中成药销量TOP10

排名	公立医疗机构			城市实体药店			
	产品名称	公司名称	销售额增长率	产品名称	公司名称	销售额 (亿元)	销售额增长率
1	苏黄止咳胶囊	扬子江北京海燕药业	19.0%	京都念慈庵 蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈庵	16.62	32.8%
2	肺力咳合剂	贵州健兴药业	12.3%	铁皮枫斗颗粒	浙江天皇药业	7.22	0.1%
3	痰热清注射液	上海凯宝药业	-0.5%	急支糖浆	太极集团	6.68	99.9%
4	强力枇杷露	哈尔滨康隆药业	1.4%	补肺丸	甘肃西峰制药	6.31	15.8%
5	三拗片	济川药业	-0.5%	肺力咳合剂	贵州健兴药业	4.34	93.1%
6	急支糖浆	太极集团	71.6%	苏黄止咳胶囊	扬子江北京海燕药业	3.86	31.1%
7	黄龙止咳颗粒	陕西东科制药	22.3%	止咳宝片	特一药业	3.13	30.8%

8	肺力咳胶囊	贵州健兴药业	-3.8%	肺宁颗粒	柳河长隆制药	3.07	36.8%
9	宣肺止咳合剂	甘肃普安制药	11.2%	蜜炼川贝枇杷膏	白云山潘高寿	2.86	66.9%
10	复方鲜竹沥液	江西九华药业	-19.7%	养阴清肺口服液	呼伦贝尔松鹿制药	1.95	19.0%

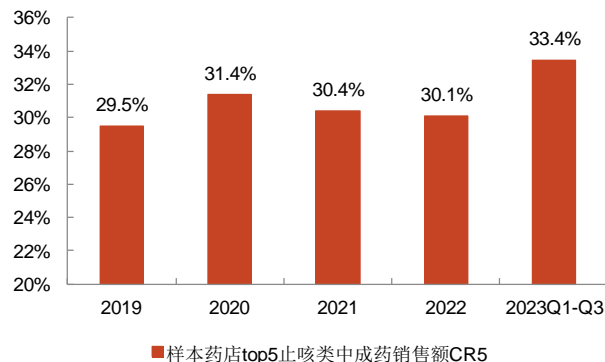
资料来源：米内网，光大证券研究所

图 17：2022 年城市实体药店止咳类中成药销售额占比



资料来源：米内网，光大证券研究所

图 18：2019 年-2023 年前三季度样本药店止咳祛痰平喘类中成药销售额 CR5





资料来源：RPDB，光大证券研究所

## 2.2、 专利学术构建壁垒，营销改革驱动成长

**止咳宝片拥有独家专利，以“疗效确切、见效快”打造核心竞争力。**特一药业于 2015 年以 4.6 亿元全资收购海南海力制药，收购前两家公司均生产销售止咳宝片，竞争较为激烈，收购后公司获得了止咳宝片的独家生产权，将其打造成公司独有的针对慢性咳嗽的黄金单品。止咳宝片具有百年历史，产品秘方于 2009 年入选岭南中药文化遗产保护名录，于 2012 年被认定为广东省重点新产品，原为国家二级中药保护品种，截至 2023 年 1 月已获 4 项国家发明专利。止咳宝片核心竞争优势主要来源于其确切的疗效和见效快两大优点，经广东省中医院和广州中医药大学附属医院临床疗效总结有三大特点：一是对各类型的慢性咳嗽有显著效果，对止咳、化痰、平喘疗效十分明显，临控+显效率为 73%，总有效率为 93%；二是毒副作用低，疗程短、见效快、服药方便；三是对虚寒型和痰湿型哮喘治疗效果最好，总有效率分别是 100%及 95%。

表 5：止咳宝片与同类竞品对比，日服用金额较低

产品名称	主要成分	功能主治	Rx/OTC	是否独家	是否基药	是否医保	日服用金额 (元)
止咳宝片	紫菀、橘红、桔梗、枳壳、百部、五味子、陈皮、干姜、荆芥、罂粟壳浸膏、甘草、氯化铵、前胡、薄荷素油。	宣肺祛痰，止咳平喘。用于外感风寒所致的咳嗽、痰多清稀、咳甚而喘；慢性支气管炎、上呼吸道感染染见上述证候者。	OTC	是	否	否	7.45
念慈庵蜜炼川贝枇杷膏	川贝母、枇杷叶、南沙参、茯苓、化橘红、桔梗、法半夏、五味子、瓜蒌子、款冬花、远志、苦杏仁、生姜、甘草、杏仁水、薄荷脑。	润肺化痰、止咳平喘、护喉利咽、生津补气、调心降火。适用于伤风咳嗽、痰稠、痰多气喘、咽喉干痒及声音嘶哑。	OTC	是	否	乙类	10.14
肺力咳合剂	黄芩、前胡、百部、红花龙胆、梧桐根、白花蛇舌草、红管药。	清热解毒，镇咳祛痰。适用于痰热犯肺所引起的咳嗽痰黄，支气管哮喘，气管炎等。	Rx	是	否	甲类	19.20

急支糖浆		鱼腥草、金荞麦、四季青、麻黄、紫菀、前胡、枳壳、甘草。	清热化痰、宣肺止咳。用于外感风热所致的咳嗽，常见症状为发热、恶寒、胸膈满闷、咳嗽咽痛；急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作见上述证候者。	OTC	是	是	乙类	14.90
苏黄止咳胶囊		麻黄、紫苏叶、地龙、蜜枇杷叶、炒紫苏子、蝉蜕、前胡、炒牛蒡子、五味子。	疏风宣肺，止咳利咽。用于风邪犯肺，肺气失宣所致的咳嗽、咽痒、痒时咳嗽，或呛咳阵作，气急、遇冷空气、异味等因素突发或加重，或夜卧晨起咳嗽，多呈反复性发作，干咳无痰或少痰，舌苔薄白等。感冒后咳嗽及咳嗽变异型哮喘见上述证候者。	Rx	是	是	乙类	25.50

资料来源：药智网，国家药监局，京东健康，光大证券研究所（价格数据取自 2023.12.23）

表 6：止咳宝片相关药理实验和临床研究结果

发布时间	期刊	论文标题	核心作者	主要内容
1991 年	《中药新药与临床药理》	《止咳宝的药效学研究》	曾淑君、文良珍、沈宝莲	方法：选取小鼠 50 只随机分为 5 组，每组 10 只，分别以生理盐水、止咳宝 1g/kg、0.5g/kg、0.25g/kg、可待因 0.03g/kg 灌胃，30 分钟后接受恒压氨水喷雾。此外也选取豚鼠、狗、蛙进行引咳和给药试验。 结论：止咳宝对多种动物和多种引咳法有镇咳作用，在镇咳剂量下，对呼吸、心电图、胸腔内压力无明显影响；止咳宝可增加呼吸道粘膜上皮纤毛运动，有利于痰液的咳出，可舒张豚鼠离体气管平滑肌，对整体豚鼠亦有平喘作用。
1992 年	《广州中医学院学报》	《新药“止咳宝”的临床疗效》	庄毓辉、李亦成、林文芳	方法：选取 70 例慢性咳嗽患者，随机双盲分为 A、B 两组，A 组 32 例，B 组 38 例。A 组患者服用空白片为对照药物；B 组患者服用止咳宝片进行治疗。每日三次，每次两片，口服，七天为一疗程。 结果：B 组患者治疗后的咳嗽症状改善效果、临控加显效率明显优于 A 组 (P<0.01)。 结论：止咳宝片治疗慢性支气管炎，尤其是肺寒咳嗽、痰湿咳嗽疗效理想。

资料来源：《中药新药与临床药理》，《广州中医学院学报》，光大证券研究所

**含罂粟壳的中药研发注册已受限，止咳宝片具有一定处方优势和品牌知名度。**止咳宝片配方中含有罂粟壳浸膏，具有较强的敛肺止咳作用，适用于肺虚久咳不止证，其中的吗啡成分对呼吸中枢有抑制作用，而吗啡用药过量时患者可能出现体温下降、血压下降、肌肉松弛、肺水肿等，其慢性中毒主要表现为成瘾<sup>4</sup>。根据《麻醉药品管理办法》，原卫生部于 1996 年 1 月发布更新《麻醉药品品种目录》，将罂粟壳列入麻醉药品管理，其种植、采购、生产等环节受到强监管。国家药监局于 2005 年发布《关于麻醉药品和精神药品实验研究管理规定的通知》，明确规定不再受理含罂粟壳复方制剂的研制立项申请，并于 2006 年印发《关于加强含罂粟壳中药注册管理的通知》，要求各省市药监局加强该成分的审查和管控。公司高度重视研发，严格遵守国家管理要求，确保产品药效和安全性。

表 7：含罂粟壳的止咳类中成药中，止咳宝片上市时间较早，日服用金额较低

产品名称	生产厂家	主要成分	适应症/功能主治	最早上市年代	Rx/OTC	是否独家	是否基药	是否医保	日服用金额 (元)
止咳宝片	特一药业集团股份有限公司；海南海力制药有限公司	紫菀、橘红、桔梗、枳壳、百部、五味子、陈皮、干姜、荆芥、罂粟壳浸膏、甘草、氯化铵、前胡、薄荷素油。	上呼吸道感染；慢性支气管炎；感冒咳嗽	1990	OTC	是	否	否	7.45
强力枇杷露	江西滕王阁药业有限公司；葵花药业集团(佳木斯)有限公司；华润三九(郴州)制药有限公司等	枇杷叶、罂粟壳、百部、白前、桑白皮、桔梗、薄荷脑。	咳嗽；支气管炎	1975	OTC	否	是	甲类	5.25(三九)
克咳片/胶囊	中山市恒生药业有限公司；海南葫芦娃药业集团股份有限公司；江西民济药业有限公司；贵州益佰制药股份有限公司	麻黄、罂粟壳、甘草、苦杏仁、桔梗、莱菔子、石膏。	咳嗽；祛痰	片剂 2005 胶囊 1996	OTC	片剂 否 胶囊 是	否	乙类	7.00 (葫芦 爸克咳片) 4.29 (益佰 克咳胶囊)
咳速停糖浆/胶囊	贵州百灵企业集团制药股份有限公司	吉祥草、黄精、百尾参、桔梗、虎耳草、枇杷叶、麻黄、桑白皮、罂粟壳。	咳嗽；支气管炎；感冒	2002	OTC	是	否	否	5.75-5.94
安嗽化痰丸	北京同仁堂股份有限公司同仁堂制药厂	浙贝母、知母、玄参、麦冬、百合、苦杏仁(炒)、款冬花、紫菀、罂粟壳。	清肺化痰，润肺止咳	1996	Rx	是	否	否	9.00

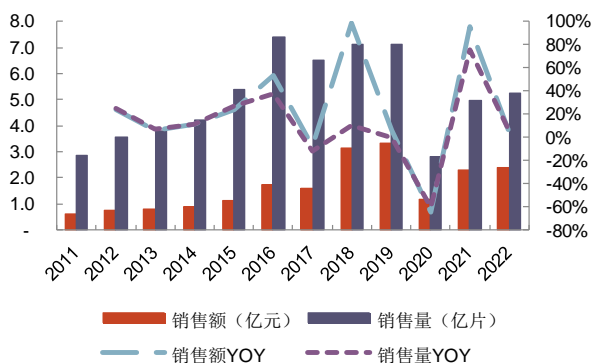
<sup>4</sup> 陈鸣.罂粟壳的临床应用与管理现状[J].中国药房,2016,27(25):3461-3463.

麻苈止咳糖浆	昆药集团重庆武陵山制药有限公司	麻黄、黄芩、紫苏叶、防风、鱼腥草、连翘、桔梗、法半夏、苦杏仁、紫菀、罂粟壳、甘草。	咳嗽；发热；急性支气管炎；慢性支气管炎	2004	Rx	是	否	否	11.94
宣肺止咳合剂	甘肃普安制药股份有限公司	荆芥、前胡、桔梗、百部（蜜炙）、紫菀（蜜炙）、陈皮、鱼腥草、薄荷、罂粟壳（蜜炙）、甘草（蜜炙）。	咳嗽；鼻塞；流涕	2005	OTC	是	否	乙类	19.00
羚贝止咳糖浆	吉林龙泰制药股份有限公司；吉林金宝药业股份有限公司；吉林敖东集团力源制药股份有限公司	紫菀（蜜）、茯苓、麻黄、知母、金银花、陈皮、半夏（姜）、前胡、远志（制）、平贝母、罂粟壳、山楂、羚羊角。	咳嗽	1996	Rx	否	否	否	35.00（敖东）

资料来源：医药魔方，药智网，京东健康，光大证券研究所(价格数据取自 2023.12.23)

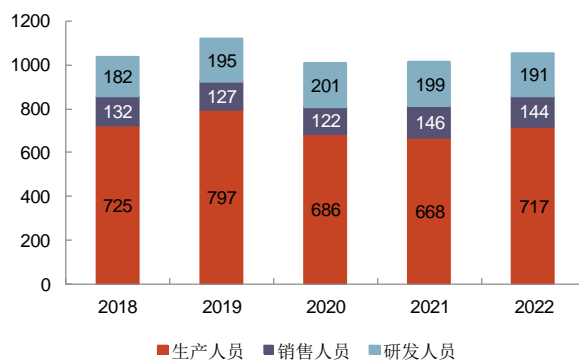
**2023 年止咳宝片销量有望创新高，营销渠道改革驱动成长。**2011-2019 年止咳宝片的销售额 CAGR 为 23.35%，销售量 CAGR 为 12.10%。2020 年疫情防控致销售量锐减，此后逐年复苏，2023H1 销量 5.4 亿片，全年有望达到 10 亿片，创历史新高。公司目前的营销模式主要为经销，中西成药通过经销商渠道进入药店、诊所、医院等终端。而化学原料药和化工产品部分直销，部分经销。未来，公司将由经销商模式逐步转向由公司直接到零售终端的销售模式，提高营销渠道的积极性，扩大销售规模。同时公司也会积极参与仿制药集采和医院招投标，拓宽新渠道。据药监局统计，2022 年底全国零售药店共 62.3 万家，公司目前的药店覆盖率大约为 20%（约为 12 万家），未来公司将加强营销网络建设，加大对全国百强及区域重点连锁药店的销售和业务推广力度，力争后期的药店覆盖率达到 40%左右。2023 年公司在止咳宝片现有 24/36 片包装规格的基础上，新增 50 板（600 片）的包装规格，增加第三终端（门诊）的销售渠道，提高覆盖率。

图 19：2011-2022 年止咳宝片的销售额和销售量情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

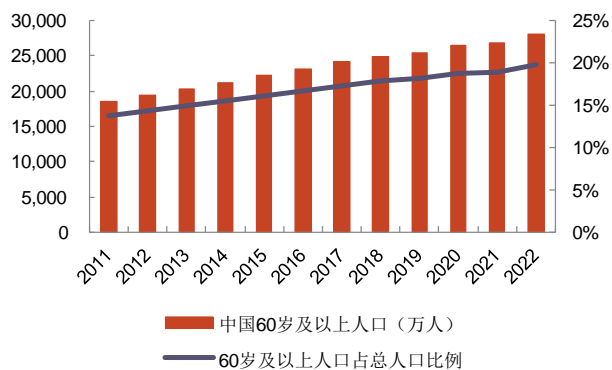
图 20：公司目前营销模式以经销为主，销售人员较少



资料来源：公司公告，光大证券研究所；单位：人

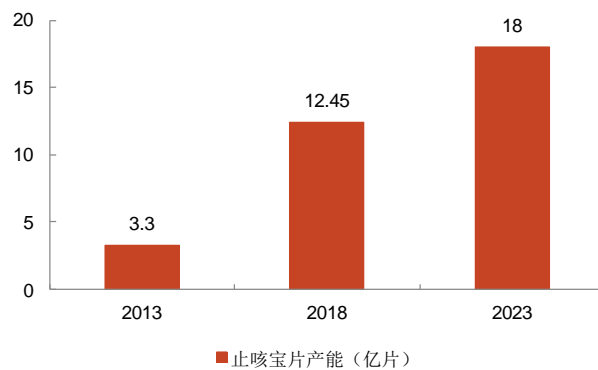
**止咳宝片市场前景广阔，资本助力产能扩张。**自 2014 年公司上市以来，止咳宝片总体产销两旺，2022 年底防疫政策优化曾使得产品供不应求。随着 IPO 项目投产，止咳宝片的产能从上市前的 3.3 亿片提升至 2018 年的 12.45 亿片，2023 年新安装全自动包装线，进一步释放产能至 18 亿片。2021 年公司定增净募资 1.85 亿元，用于现代中药产品线扩建及技术升级改造项目，达产后，预计将新增年产片剂 36 亿片。2023 年 9 月公司定增净募资 2.69 亿元，其中 2.15 亿元用于现代中药饮片建设项目，预计释放产能 6000 吨中药饮片，有效扩充公司核心产品的产能储备。

图 21: 2022 年我国 60 岁及以上人口占比 19.8%，达 2.8 亿人



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

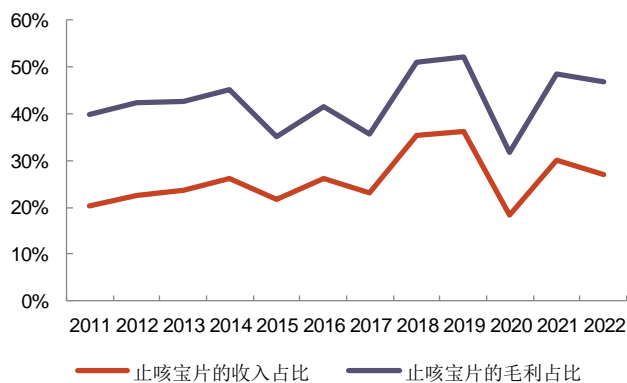
图 22: 止咳宝片产能充足, 2021 和 2023 年定增助力产能扩张



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

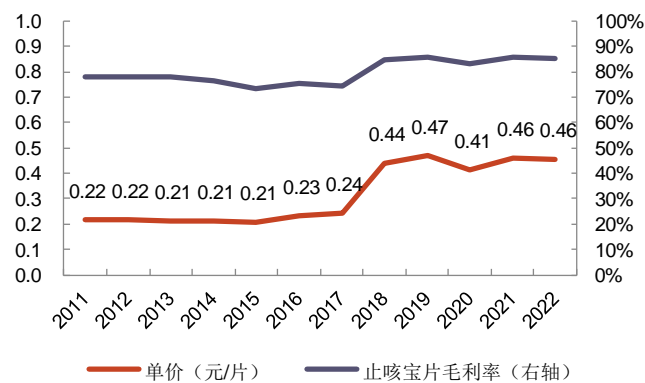
**独家优势把握定价权, 实现量价齐升。**止咳宝片作为公司的独家黄金单品, 销售收入占总营收比例大致在 20%-30%, 毛利占比在 2021-2022 年超过 45%, 是公司营业利润的主要来源。公司自 2015 年 6 月全资收购海力制药后, 获得止咳宝片的独家生产权。2016 年 1 月, 为更好地发挥产品的协同效应, 公司停止了海力制药止咳宝片的生产销售, 整合优化了 OTC 市场的营销网络和营销人员。根据中药材价格、通货膨胀和市场需求情况, 公司于 2016-2019 年逐年提价, 2019 年止咳宝片出厂价提升至 0.47 元/片。2020 年疫情致销售下滑, 为了促进销售, 公司提供给下游客户较多折扣, 全年单价下降。2021 年后药品管控放松带动销售回暖, 单价已基本恢复至 2019 年水平。近年来止咳宝片的单品毛利率接近 85%, 远高于公司整体水平, 止咳宝片的量价齐升推动公司盈利能力增强。

图 23: 2022 年止咳宝片收入占比为 27%, 毛利占比为 47%



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 24: 2016-2019 年止咳宝片提价, 2018 年以来毛利率维持接近 85% 的高位



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

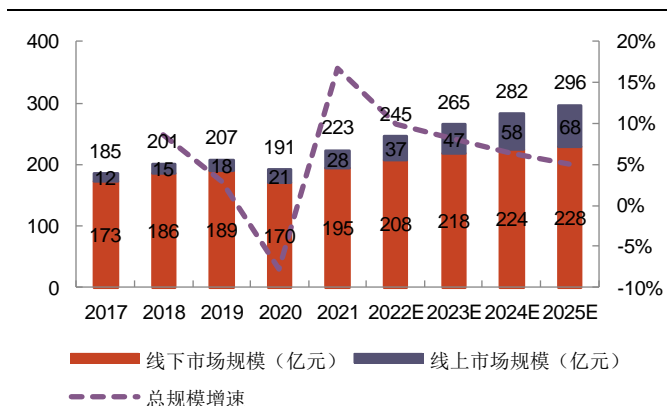
### 3、挖掘潜力中药品种, 培育增长新动能

**中成药储备丰富, 品种梯队日益完善。**公司重点发展中成药, 2015 年 6 月全资收购海南海力制药, 止咳宝片成为全国独家产品, 提升了公司的品牌力和盈利能力。2018 年 6 月以资产收购的方式兼并广东国医堂, 获得药品批文 96 个 (其中, 原中药保护品种 9 个), 原广东国医堂的优势品种有皮肤病血毒丸、降糖舒丸、蒲地蓝消炎片、枫蓼肠胃康片、西青果颗粒、如意定喘片/丸、感冒灵颗粒、败酱片、消痰丸等, 中成药产品储备丰富。公司当前产品战略是以止咳宝片为核心, 重点培育皮肤病血毒丸和降糖舒丸作为发展级品种, 战略储备以独活寄生颗粒等为代表的一批中成药品种, 打造“金字塔”式品种梯队。

### 3.1、进军痤疮治疗，增长动能强劲

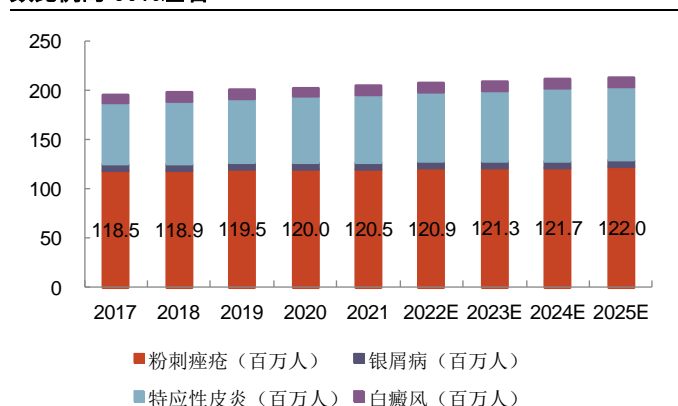
**皮肤病用药市场广阔，痤疮治疗前景可观。**皮肤病是医学上的常见病、多发病，具有发病范围广、病情种类多、治疗时间长等特征。弗若斯特沙利文数据显示，2021年中国主要皮肤病患病人数超过2亿人，以出厂价口径计，皮肤病用药市场规模达到223亿元。痤疮，俗称“青春痘”，是一种以开放性或闭合性粉刺和炎性病变为显著特征的慢性炎症性皮肤病，包括丘疹、脓疱及结节，多见于青少年和青壮年，发病机制仍未完全阐明，与遗传因素和激素变化有关。《中国痤疮治疗指南》(2019修订版)研究显示，中国人群截面统计痤疮发病率为8.1%，超过95%的人会有不同程度痤疮发生，3%-7%痤疮患者会遗留瘢痕，影响患者身心健康。弗若斯特沙利文数据显示，2021年中国粉刺痤疮患者1.21亿人，预计2030年将达到1.23亿人，呈缓慢增长态势。

图 25：2021 年中国皮肤病药物市场规模 223 亿元，稳定增长



资料来源：弗若斯特沙利文统计及预测，光大证券研究所（市场规模以出厂价口径）

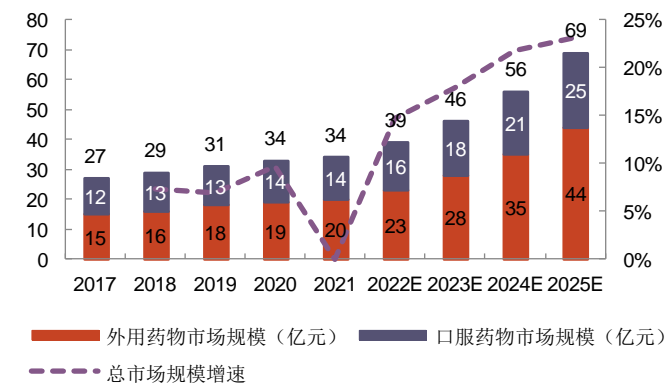
图 26：2021 年中国粉刺痤疮患者 1.2 亿，占主要皮肤病患者人数比例的 60%左右



资料来源：弗若斯特沙利文统计及预测，光大证券研究所

**痤疮治疗药品以外用为主，口服中成药的发展潜力较大。**根据《中国痤疮治疗指南（2019 修订版）》，轻度及轻中度痤疮以外用药物治疗为主，中重度及重度痤疮在系统治疗的同时辅以外用药物治疗。目前口服治疗痤疮的药物中，化药包括抗菌药物、维 A 酸类药物、激素类药物等，中成药领域包括皮肤病血毒丸、栀子金花丸等。弗若斯特沙利文数据显示，2017-2021 年中国痤疮治疗药物的市场规模 CAGR 为 5.9%，其中口服药物 CAGR 为 3.9%，外用药物 CAGR 为 7.5%。2021 年中国痤疮治疗药物的市场规模为 34 亿元，其中口服药物市场规模为 14 亿元，外用药物市场规模为 20 亿元。中成药安全性较高、适用于长期服用，青少年群体的市场潜力较大。

图 27：中国痤疮治疗药物的市场规模持续增长，以外用药物为主



资料来源：弗若斯特沙利文统计及预测，光大证券研究所

图 28：中国痤疮患者推荐治疗方案

严重程度	临床表现	一线治疗	二线治疗	女性可选	维持治疗
轻度 (I 级)	粉刺	外用维 A 酸	过氧化苯甲酰 壬二酸 果酸 中药		
中度 (II 级)	炎性丘疹	外用维 A 酸+过氧化苯甲酰 +/-外用抗生素 过氧化苯甲酰+外用抗生素	口服抗生素+外用维 A 酸+/-过氧化苯甲酰+/-外用抗生素 壬二酸 红光 微针疗法 水杨酸或复合酸 中药		
中重度 (III 级)	丘疹、脓疱	口服抗生素+外用维 A 酸+/-过氧化苯甲酰+/-外用抗生素	口服异维 A 酸 红光 光动力 微针疗法 水杨酸或复合酸 中药		
重度 (IV 级)	结节、囊肿	口服异维 A 酸+/-过氧化苯甲酰/外用抗生素 口服抗生素+过氧化苯甲酰/外用抗生素+口服异维 A 酸 (强烈炎症用)	口服抗生素+外用维 A 酸+/-过氧化苯甲酰 光动力 系统用糖皮质激素 中药	口服抗雄激素药物	外用维 A 酸+/-过氧化苯甲酰

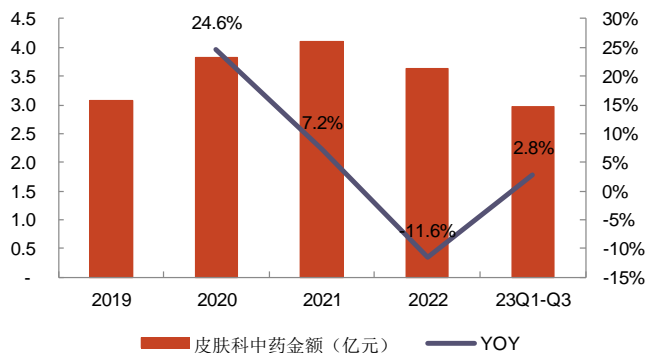
资料来源：中国痤疮治疗指南（2019 修订版），光大证券研究所

表 8: 治疗痤疮的药物类别、适用人群和作用机制

分类	给药途径	代表药物	适用人群	作用机制
维 A 酸类药物	外用	阿达帕林、他扎罗汀、全反式维 A 酸、异维 A 酸	轻度痤疮的单独一线用药，中度痤疮的联合用药及痤疮维持治疗的首选。	1) 改善毛囊皮脂腺导管角化、溶解微粉刺和粉刺、抗炎、预防和改善痤疮炎症后色素沉着和痤疮瘢痕等。 2) 增加皮肤渗透性，在联合治疗中增加外用抗菌及抗炎药物的疗效。
	口服	口服异维 A 酸 (首选)、维胺酯	1) 结节囊肿型重度痤疮的一线治疗药物 2) 其他治疗方法效果不好的中度或中重度痤疮替代治疗。 3) 有瘢痕或瘢痕形成倾向额面部患者需尽早使用。 4) 频繁复发的痤疮其他治疗无效。 5) 痤疮伴严重皮脂溢出。 6) 轻中度痤疮但患者有快速疗效需求。 7) 暴发性痤疮或聚合性痤疮可在联合使用抗菌药物和糖皮质激素控制炎症反应后应用。 12 岁以下儿童尽量不用。	显著抑制皮脂腺脂质分泌、调节毛囊皮脂腺导管异常角化、改善毛囊厌氧环境从而减少痤疮丙酸杆菌繁殖、以及抗炎和预防瘢痕形成。
抗菌药物	外用	过氧化苯甲酰	炎性痤疮的首选，可单独使用，也可联合维 A 酸类药物或外用抗生素使用。	缓慢释放新生态氧和苯甲酸，具有杀灭痤疮丙酸杆菌、抗炎及轻度溶解粉刺作用。
	外用	抗生素：红霉素、林可霉素及其衍生物克林霉素、氯霉素、氯洁霉素及夫西地酸等	非首选，不推荐单独或长期使用，建议和过氧化苯甲酰、外用维 A 酸类或者其他药物联用。理论上适用于丘疹、脓疱等浅表性炎性痤疮皮损。	具有抗痤疮丙酸杆菌和抗炎作用。
	口服	四环素类 (首选): 多西环素、米诺环素等 大环内酯类 (替代): 红霉素、罗红霉素、阿奇霉素	1) 中重度痤疮患者首选，中度痤疮外用治疗效果不佳的备选治疗方法。 2) 炎症反应严重的重度痤疮患者早期可先使用。 3) 暴发性痤疮或聚合性痤疮的早期治疗。 避免单独使用，建议联合外用维 A 酸类药物或过氧化苯甲酰使用，有条件联合光疗或其他疗法。	针对痤疮丙酸杆菌及炎症反应具有抗菌和抗炎作用。
激素类药物	口服	抗雄激素治疗：雌激素和孕激素、螺内酯、胰岛素增敏剂如二甲双胍等	适用于女性痤疮患者：①高雄激素表现的痤疮②女性青春期后痤疮；③经前期明显加重的痤疮；④常规治疗反应较差，或停药后迅速复发者	抑制雄激素前体生成或作用于皮肤内雄激素代谢酶和雄激素受体，进而减少或拮抗雄激素活性作用而减少皮脂腺分泌脂质和改善痤疮。
		糖皮质激素：泼尼松、地塞米松	适用于暴发性痤疮、聚合性痤疮及较重炎症反应的重度痤疮；严重的经前期加重痤疮。	生理剂量可反馈性抑制肾上腺源性雄激素前体分泌；中小剂量具有抗炎作用。
中成药	口服	栀子金花丸、连翘败毒丸、防风通圣丸、润燥止痒胶囊、香连丸、参苓白术散、丹参酮胶囊、大黄蛰虫丸、当归苦参丸、逍遥丸、知柏地黄丸、左归丸、六味地黄丸等	肺经风热证；脾胃湿热证；痰瘀凝结证；冲任不调证。	根据发病时长、皮损形态等不同表现分型论治，随证加减。

资料来源：《中国痤疮治疗指南（2019 修订版）》，光大证券研究所整理

图 29: 样本零售药店皮肤科用药的中药销售额整体稳健增长



资料来源：RPDB，光大证券研究所

**皮肤病血毒丸进军抗痘市场，打造口服治痤疮中成药龙头产品。** 皮肤病血毒丸沿用近现代北京“四大名医”之一施今墨的经典名方，适用人群广泛，针对雀斑粉刺、风疹、湿疹等症状，起到外病内治的功效。该药品在治疗早期迅速止痒，用药中期抗菌能力强，能消除病人血液、脏腑中致病毒素，使皮肤病从根本上治愈，用药后还能提高人体免疫能力，使之不受皮肤病的困扰。目前全国只有两家（特




一、北京同仁堂)有丸剂药品批文。公司在广东省内 4 家医院开展了样本量为 120 例的皮肤病血毒丸治疗痤疮的多中心、前瞻性、单臂自身对照临床研究,临床总结报告显示,公司的皮肤病血毒丸单药治疗轻、中度寻常痤疮疗效显著,持续改善受试者症状,提高生活质量,且安全性良好,值得临床广泛应用。公司的皮肤病血毒丸于 2020 年底上市销售,2021 年销售额约 1000 万元,2022 年接近 2000 万元,2023 年预计销售 3000+万元,增长势头良好。公司目标将皮肤病血毒丸打造成口服中成药治疗痤疮领域的龙头产品,力争 3-5 年内实现营收 3 亿元。




表 9: 皮肤病血毒丸相关药理实验和临床研究结果

适应症	发布时间	期刊	论文标题	核心作者	主要内容
痤疮	2018 年	《现代药物与临床》	《皮肤病血毒片联合多西环素治疗痤疮的临床研究》	褚娜 温小美	方法: 随机将 78 例痤疮患者平均分为 2 组, 对照组口服盐酸多西环素分散片, 1 片/次, 2 次/d。治疗组在对照组基础上口服皮肤病血毒片, 6 片/次, 2 次/d。两组均连续治疗观察 8 周。 结果: 对照组和治疗组的总有效率分别为 79.49%、94.87%, 两组比较差异具有统计学意义。 结论: 皮肤病血毒片联合盐酸多西环素分散片治疗痤疮具有较好的临床疗效, 可促进皮肤红斑和色素沉着消退, 改善皮损, 调节机体炎症反应。
痤疮	2011 年	《浙江中医杂志》	《皮肤病血毒丸联合维胺酯胶囊治疗痤疮 160 例》	李晓峰	方法: 将 160 例患者按皮损程度分为 4 级, 口服皮肤病血毒丸, 每日早晚各 1 次, 每次 20 粒。同时口服维胺酯胶囊, 每日 3 次, 每次 2 粒。4 周为 1 疗程, 观察 3 个疗程。 结果: 除部分 IV 级患者无效外, 其他患者皮损改善明显。 结论: 皮肤病血毒丸联合维胺酯胶囊治疗痤疮患者, 具有很好的协同作用, 取得较好疗效。
面部脂溢性皮炎	2009 年	《河南中医》	《皮肤病血毒丸治疗面部脂溢性皮炎 72 例》	陈励	方法: 144 例面部脂溢性皮炎患者, 随机分为两组, 对照组采用他克莫司外用, 治疗组用皮肤病血毒丸治疗。4 周后评价疗效。 结果: 对照组总有效率 69.44%; 治疗组总有效率 91.67%, 两组疗效有显著性差异。 结论: 中药皮肤病血毒丸治疗面部脂溢性皮炎, 疗效肯定, 副作用较少, 值得临床推广使用。
银屑病	2006 年	《国医论坛》	《皮肤病血毒丸联合紫外光治疗寻常型银屑病 50 例》	蔡洁莹,冯彩莲	方法: 100 例病人随机分为 2 组, 以口服皮肤病血毒丸与紫外光照射作为治疗组, 维生素 C 静脉注射及外用达力士软膏为对照组, 进行对比观察。 结果: 总有效率治疗组为 90.0%, 对照组为 54.0%, 两组比较有显著差异 (P<0.05)。 结论: 皮肤病血毒丸联合紫外光照射是治疗寻常型银屑病的一种高效及起效较快的治疗方法。
黄褐斑	2004 年	《岭南皮肤性病科杂志》	《皮肤病血毒丸治疗黄褐斑疗效分析》	王蕾 廖列辉 王敏华	方法: 81 例黄褐斑患者随机分为两组。治疗组 43 例, 皮肤病血毒丸 20 粒, 每日 2 次; 对照组 38 例, 维生素 C 片 200mg, 每日 3 次。两组同时外用维甲酸霜剂, 2 个月为 1 个疗程, 连用 2 个疗程。 结果: 治疗组总有效率为 83.72%, 对照组 63.16%, 两组比较有显著差异(P<0.05)。 结论: 皮肤病血毒丸对黄褐斑的治疗有确切疗效。
皮肤瘙痒	2001 年	《浙江中西医结合杂志》	《西替利嗪合血毒丸联合治疗皮肤瘙痒症》	许秀荣	方法: 随机将患者分为两组 40 例, 中西医结合组口服盐酸西替利嗪片, 每次 10mg, 每日 1 次; 皮肤病血毒丸, 每次 20 粒, 每日 2 次。西药组除口服盐酸西替利嗪片外, 同时口服葡萄糖酸钙片, 每次 1.0g, 每日 3 次; 维生素 C 每次 200mg, 每日 3 次。两组均 7 天为 1 个疗程, 治疗 2-3 个疗程后进行疗效比较。 结果: 中西医结合组中治愈 21 例 (52.5%), 显效 19 例 (47.5%), 总有效率 100%。西药组治愈 9 例 (22.5%), 显效 20 例 (50%), 无效 11 例 (27.5%), 总有效率 72.5%。两组总有效率有非常显著性差异 (P<0.01)。 结论: 皮肤病血毒丸对皮肤瘙痒的治疗有确切疗效。

资料来源:《现代药物与临床》,《浙江中医杂志》,《河南中医》,《国医论坛》,《岭南皮肤性病科杂志》,《浙江中西医结合杂志》,光大证券研究所整理

表 10: 皮肤病血毒丸与同类竞品的产品信息对比

产品名称	外观	主要成分	功能主治	Rx/OTC	是否独家	是否基药	医保类别	日服用金额 (元)
皮肤病血毒丸		茜草、桃仁、荆芥穗 (炭)、蛇蜕 (酒炙)、赤芍、当归、白茅根、地肤子等。	清血解毒, 消肿止痒。用于经路不和, 湿热血燥引起的风疹, 湿疹皮肤刺痒, 雀斑粉刺, 面赤鼻熟, 疮疡肿毒, 脚气疥癣, 头目眩晕, 大便燥结。	Rx	否	否	否	8.80
清热暗疮丸		金银花、大黄浸膏、穿心莲浸膏、人工牛黄、蒲公英浸膏、珍珠层粉、山豆根浸膏、甘草、栀子浸膏。	清热解毒, 凉血散瘀, 用于痤疮 (粉刺)。	OTC	否	否	否	1.38
复方珍珠暗疮片		山银花、蒲公英、黄芩、黄柏、猪胆粉、地黄、玄参、水牛角浓缩粉、山羊角、当归尾、赤芍等。	清热解毒, 凉血消斑。用于血热蕴阻肌肤所致的粉刺、湿疮, 症见面部红斑、粉刺疙瘩、脓疱, 或皮肤红斑丘疹、瘙痒; 痤疮、红斑丘疹性湿疹见上述证候者。	OTC	否	否	否	2.29
当归苦参丸		当归、苦参。	凉血, 祛湿。用于血燥湿热引起: 头面生疮, 粉刺疙瘩, 湿疹刺痒, 酒糟鼻赤。	OTC	否	否	乙类	5.12

金花消痤丸		栀子(炒)、金银花、黄芩(炒)、大黄(酒炙)、黄连、桔梗、薄荷、黄柏甘草。	清热泻火，解毒消肿。用于肺胃热盛所致的痤疮，粉刺，口舌生疮，胃火牙痛，咽喉肿痛，目赤，便秘，尿黄赤。	OTC	是	否	否	9.50
润燥止痒胶囊		何首乌、制何首乌、生地黄、桑叶、苦参、红活麻。	养血滋阴，祛风止痒，润肠通便。用于血虚风燥所致的皮肤瘙痒，痤疮，便秘。	OTC	是	是	甲类	7.65
栀子金花丸		栀子、黄连、黄芩、黄柏、大黄、金银花、知母、天花粉。	清热泻火，凉血解毒。用于肺胃热盛，口舌生疮，牙龈肿痛，目赤眩晕，咽喉肿痛，大便秘结。	OTC	否	否	否	1.50

资料来源：医药魔方，药智网，京东健康，国家医疗保障局，光大证券研究所（价格数据取自 20231223）

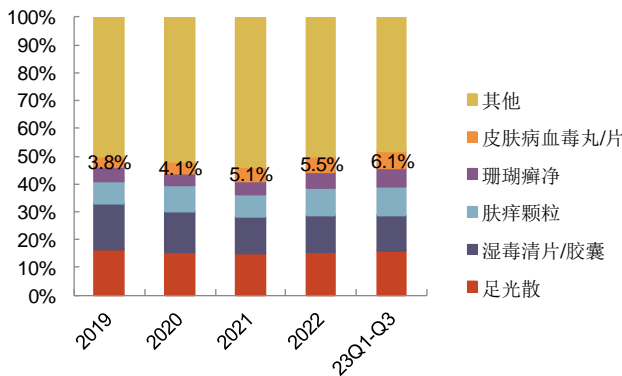
**我们测算皮肤病血毒丸的市场空间有望突破 20 亿元。**据弗若斯特沙利文统计，2021 年中国痤疮患者有 12050 万人，特应性皮炎患者为 6910 万人，我们假设患者人数不变，由于皮肤病血毒丸的临床价值较高，且竞争格局较好，假设皮肤病血毒丸在痤疮患者的市场渗透率为 3%，在特应性皮炎患者市场渗透率为 1%，且均坚持服用 8 周，按终端零售额口径计算，皮肤病血毒丸的市场空间有望突破 20 亿元。

表 11：测算得出皮肤病血毒丸行业空间有望突破 20 亿（终端零售额口径）

覆盖年龄段	症状	人群数量 (万人)	渗透率	日服用金额 (元)	建议服用疗程	市场规模 (亿元)
全年龄段	特应性皮炎	6,910	1.0%	8.80	2 袋*56 天	3.41
全年龄段	痤疮	12,050	3.0%	8.80	2 袋*56 天	17.81
合计						21.22

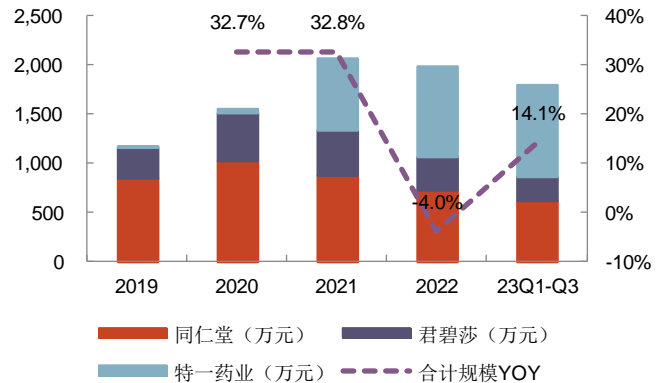
资料来源：弗若斯特沙利文，京东健康，光大证券研究所（价格数据取自 20231223，人群数量取自 2021 年）

图 30：近年来皮肤病血毒丸/片在样本药店皮肤类中药销售额占比逐年提升



资料来源：RPDB，光大证券研究所

图 31：特一药业的皮肤病血毒丸在样本零售药店销售快速增长，2023 年前三季度市占率已突破 50%



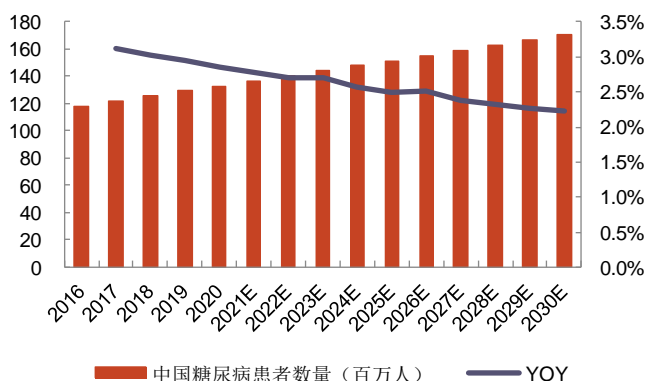
资料来源：RPDB，光大证券研究所

### 3.2、 拓展战略储备， 构筑产品矩阵

**糖尿病用药市场高景气，降糖舒丸崭露头角。**根据弗若斯特沙利文数据，中国糖尿病患者逐年增长，2016-2020 年 CAGR 为 3.0%，2020 年达 1.33 亿人。中国糖尿病用药市场规模在 2016-2019 年持续较快增长，2020 年同比下滑 3.4%至 632 亿元，整体保持高景气。米内网数据显示，2020 年我国糖尿病用药市场以化药为主，规模占比超 98%。2022 年公立医疗机构中成药糖尿病用药 CR5 为 62.7%，集中度较高。降糖舒丸沿用东汉张仲景的《伤寒论》，适用于糖尿病及糖尿病引起的全身综合征，全国丸剂药品批文只有 2 家（特一、吉林吉尔吉），片剂有 4 家，胶囊剂有 1 家。公司降糖舒丸于 2021 年 10 月正式上市销售，目

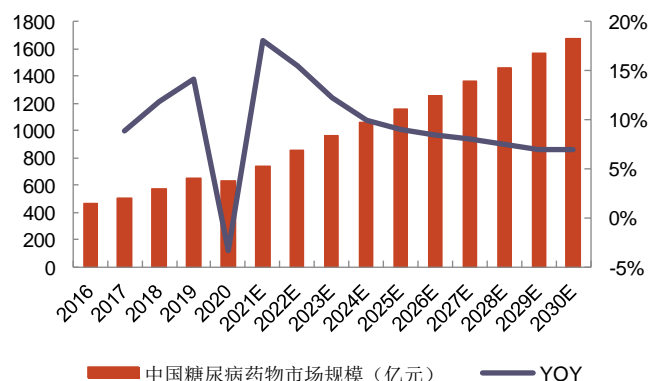
前仍处于市场开拓阶段，2023 年前三季度销售额增长幅度较大，有望 5 年内过亿。

图 32：中国糖尿病患者人数逐年增长，2020 年达到 1.33 亿人



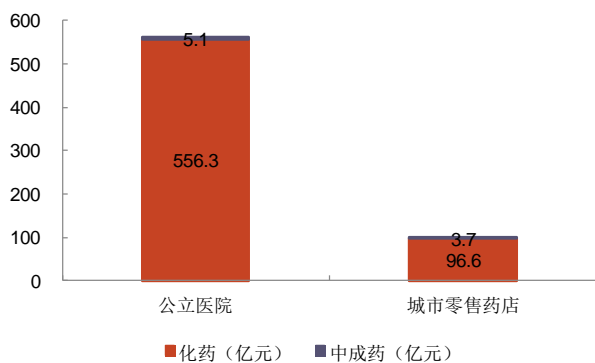
资料来源：弗若斯特沙利文统计及预测，光大证券研究所

图 33：2020 年中国糖尿病用药市场规模 632 亿元，景气度较高



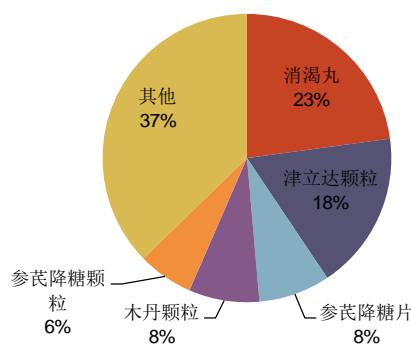
资料来源：弗若斯特沙利文统计及预测，光大证券研究所

图 34：2020 年院内外糖尿病用药市场中成药与化药销售规模



资料来源：米内网，光大证券研究所

图 35：2022 年中国公立医疗市场中成药糖尿病用药市场格局



资料来源：米内网，光大证券研究所

**中成药品种储备丰富，持续布局战略品种。**公司重点发展中成药，计划结合新药研发、临床研究和真实世界研究，布局一批战略品种，推动六和茶颗粒、独活寄生颗粒等特色中药品种成长。其中，六和茶颗粒是公司的独家产品（改剂型的改良型新药），独活寄生颗粒是独家剂型产品，也是医保乙类产品。公司将在止咳宝片建立的品牌及渠道优势基础上，转变销售模式，加大战略品种的市场开发力度，构筑高质量的产品矩阵。

表 12：公司部分中成药品种介绍

产品名称	功能主治	Rx/OTC	是否独家品种	是否基药	医保类别
六和茶颗粒	清热祛湿，解暑消食。用于感冒发热，头痛身倦，四肢不适，食滞饱胀。	OTC	是	否	否
独活寄生颗粒	养血舒筋、祛风除湿。用于风寒湿痹所致腰膝冷痛，屈伸不利。	OTC	独家剂型	否	乙类
金匱肾气片	温补肾阳，化气行水。用于肾虚水肿、腰膝酸软、小便不利、畏寒肢冷。	Rx	否	是	甲类
枫蓼肠胃康片	理气健胃，除湿化滞。用于中运不健、气滞湿困而致的急性胃肠炎及其所引起的腹胀、腹痛和腹泻等消化不良症。	Rx	否	否	乙类
壮腰健肾丸	壮腰健肾，养血，祛风湿。用于肾亏腰痛，膝软无力，小便频数，风湿骨痛，神经衰弱。	OTC	否	否	乙类

资料来源：医药魔方，光大证券研究所

### 3.3、 资本助力扩张，产能瓶颈突破

**四次直接融资扩产，有序推动产能建设。**公司于 2014 年 7 月登陆深交所，IPO 净募资 3.22 亿元扩充各剂型产能。2017 年底公司发行可转债，净募资 3.46 亿

元,其中 1.75 亿元用于新宁制药药品 GMP 改扩建工程项目,拟增加原料药和化学制剂的产能。2021 年底非公开发行股票净募资 1.85 亿元,全部用于现代中药产品线扩建及技术升级改造项目,拟提升片剂、丸剂、胶囊剂、颗粒剂产能。2023 年 9 月,公司定向发行股票净募资 2.69 亿元,其中 2.15 亿元拟用于现代中药饮片建设项目,达产后中药饮片产能拟增加 6000 吨/年。公司有序扩张中药、化药制剂、原料药等产能,持续完善中医药产业链,规模化生产有望提高盈利水平。

表 13: 特一药业直接融资历年明细

公告日期	融资方式	年度	发行价(元)	募资总额(万元)	募资净额(万元)	主承销商	拟新增产能
2014/7/22	首发	2014	14.00	35,000.00	32,180.69	国信证券股份有限公司	拟新增:片剂 29.07 亿片/年(较原产能增长 88.09%)、胶囊剂 5.89 亿粒/年(较原产能增长 143.66%)、颗粒剂 1.3 亿袋/年(原仅具备分装能力 0.32 亿袋/年)的产能
2017/12/4	可转债	2017	100	35,400.00	34,635.74	国信证券股份有限公司	拟新增:原料药产能 2300 万吨/年,化学制剂(片剂)产能 4 亿片/年、胶囊剂产能 1 亿粒/年
2021/11/29	定向增发	2021	10.92	19,699.99	18,490.54	东莞证券股份有限公司	拟新增:片剂 36 亿片/年、丸剂 39.36 亿粒/年、胶囊剂 1.26 亿粒/年、颗粒剂超 5 亿袋/年的产能
2023/9/28	定向增发	2023	13.65	27,499.99	26,889.13	东莞证券股份有限公司	拟新增:中药饮片产能 6,000 吨/年
合计					112,196.10		

资料来源:wind,公司公告,光大证券研究所

表 14: 特一药业 IPO 募投资金项目使用情况

序号	募投资金拟投资项目	项目总投资(万元)	拟投入募集资金(万元)	拟建设期	项目拟选址	项目内容	是否已变更项目(含部分变更)	项目达到预定可使用状态时间
1	止咳宝片生产线扩建项目	9668.72	9668.72	2 年	广东省台山市台城北坑工业园长兴路 11 号	止咳宝片生产车间,以及包括前处理及提取车间、综合仓库、其他配套设施在内的公用系统(由项目 1-3 共用)的投资建设和购置设备等。	否	2018 年 4 月 30 日
2	金匱肾气片生产线扩建项目	4728.61	4728.61	2 年	广东省台山市台城北坑工业园长兴路 11 号	金匱肾气片生产车间,以及包括前处理及提取车间、综合仓库、其他配套设施在内的公用系统(由项目 1-3 共用)的投资建设和购置设备等。	否	2018 年 4 月 30 日
3	抗感染药物等的生产线改扩建项目	10493.51	10493.51	2 年	广东省台山市台城北坑工业园长兴路 9 号和 11 号	改造中药颗粒剂车间,新建抗感染药物制剂车间、头孢菌素车间,以及包括前处理及提取车间、综合仓库、其他配套设施在内的公用系统(由项目 1-3 共用)的投资建设和购置设备等。	2016 年 12 月 5 日董事会、2016 年 12 月 22 日临时股东大会决议终止该募投项目的实施,并将节余募集资金 3,772.93 万元(包含利息收入)变更为永久性补充流动资金。	不适用
4	药品研发技术中心扩建项目	4182.12	4182.12	2 年	广东省台山市台城北坑工业园长兴路 11 号	新建药品研发技术中心和相关研发中试车间大楼。	鉴于公司已于 2015 年 6 月完成了对海力制药的全资收购工作,充实了公司整体的研发实力和营销网络,2015 年 11 月 30 日董事会、2015 年 12 月 16 日临时股东大会决议终止两个募投项目的实施,其尚未投入的部分募投资金 6,422.78 万元用于广州“台城制药运营管理中心建设项目”的建设。	2018 年 9 月 30 日
5	营销网络扩建及信息系统建设技术改造项目	3108.30	3108.30	2 年	拟在广州建立营销中心	建立营销中心、6 个销售大区 and 28 个销售办事处。计划建设期为 2 年。		
合计		32,181.26	32,181.26					

资料来源:公司招股说明书,公司公告,光大证券研究所

表 15: 2017 年特一药业公开发行可转债的募投资金使用情况

序号	募投资金使用项目	项目总投资(万元)	拟投入募集资金(万元)	拟建设期	项目拟选址	项目内容	是否已变更项目(含部分变更)	项目达到预定可使用状态时间
1	药物仓储物流中心及信息系统建设项目	17870.59	17870.59	2 年	广东省台山市北坑工业园长兴路 11 号	特一海力为项目实施主体,公司拟对特一海力药业增资。新增建筑面积将达 3 万平方米,包括仓储物流区、物流信息服务区、商务办公区、后勤保障功能区等。信息化系统建设所设机房位	公司拟将该募投项目的实施地点,从“台山市北坑工业园长兴路 11 号”变更至“台山市水步镇振兴路 21 号”。2023 年 12 月 7 日董事会决议终止“信息化系统建设”的建设投	职工宿舍建设项目预计 2025 年 4 月完工

						于后勤保障区内。	资，将“药品仓储物流中心及信息系统建设项目”募集资金投入金额调减至 13,606.33 万元，调减出的募集资金 3,500.00 万元拟用于“特一药业集团股份有限公司职工宿舍建设项目”，项目实施地点为台山市水步镇龙山路 22 号。	
2	新宁制药药品 GMP 改扩建项目工程	18900.00	17529.41	2 年	广东省台山市台城仁孝路 223 号	对新宁制药现有厂区进行改扩建，公司拟通过对新宁制药增资的方式实施，主要建设内容为：1 栋丙类原料药厂房、1 栋甲类原料药厂房、1 栋综合制剂厂房、2 栋化学品车间及仓库等。	否	2023 年 6 月 30 日
合计		36,770.59	34,635.74					

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 16：2021 年特一药业非公开发行股票募投资金使用情况

序号	募投资金使用项目	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	拟建设期	项目拟选址	项目内容	是否已变更项目	项目达到预定可使用状态时间
1	现代中药产品线扩建及技术升级改造项目	50865.00	18,490.54	2 年	中药前处理及提取车间项目建设地点：台山市台城北坑村委会南昌村后山（毗邻现有厂区西面）约 10 亩地。 中药制剂生产线项目建设地点：现有厂区预留土地上新建生产车间。	本项目由中药前处理及提取车间项目、中药制剂生产线项目 2 个子项目构成。 拟新建一栋综合制剂车间（含颗粒剂、片剂、胶囊车间等）、一栋检测大楼、一栋公用工程车间等，并对现有生产车间实施技术改造用作丸剂生产车间；拟建设一栋中药前处理及提取车间。	否	20231231
合计		50,865.00	18,490.54					

资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 17：2023 年特一药业定向发行股票中募投项目情况

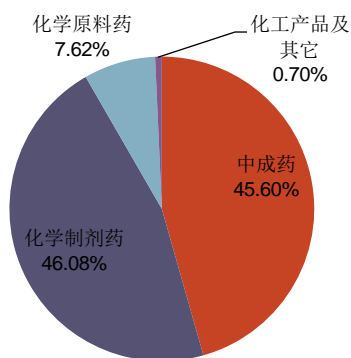
序号	募投资金使用项目	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	拟建设期	项目拟选址	项目内容	是否已变更项目	项目达到预定可使用状态时间
1	现代中药饮片建设项目	22957.25	21499.99	2 年	台山市台城北坑村委会南昌村后山	建设一栋 5 层中药饮片车间，建设一栋 3 层综合大楼，建设一栋 3 层仓库；同时，新增一批中药饮片生产设备及其他配套设施设备。	否	NA
2	补充流动资金	6000.00	6000.00			满足未来经营规模持续增长带来的流动资金需求，进一步提升公司整体盈利能力。		
合计		28957.25	27499.99					

资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 4、原料药制剂一体化，降本增效前景可期

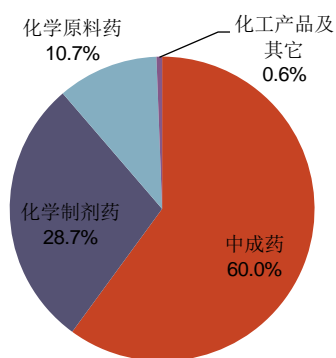
化药营收占比近半，特色原料药竞争力较强。2022 年，公司化学制剂药与化学原料药营收分别为 4.09/0.68 亿元，占公司总营收 46%/8%。化学制剂药与化学原料药毛利率分别为 30.5%/68.9%，化药制剂竞争较为激烈。新宁制药成立于 2005 年 6 月，主要从事化学原料药的生产与销售，2015 年 12 月被公司全资收购，延伸公司产业链。新宁制药拥有多个小品种的特色原料药，其中次没食子酸铋和硫酸钙等产品是独家国药准字生产批文号，市场竞争力较强。未来，公司将发挥特色原料药的优势潜力，优选高附加值产品，提振销售规模和盈利空间。

图 36: 2022 年各类型产品营业收入占比



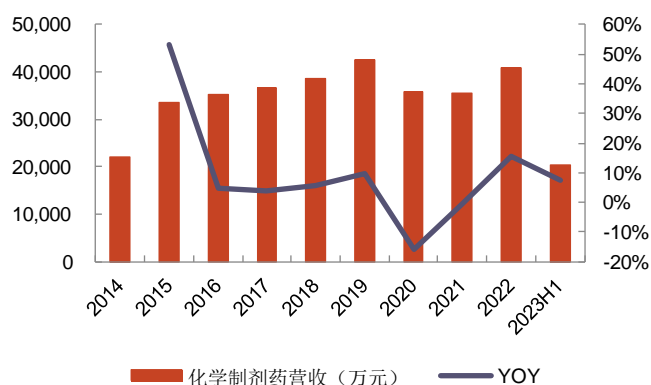
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 37: 2022 年各类型产品毛利额占比



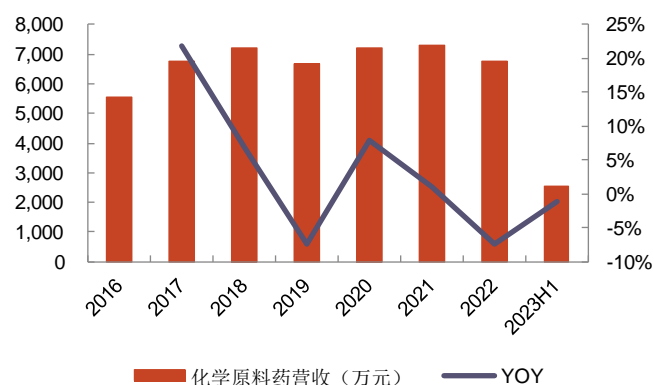
资料来源: wind, 光大证券研究所

图 38: 化学制剂营收波动上升, 2022 年超过 4 亿元



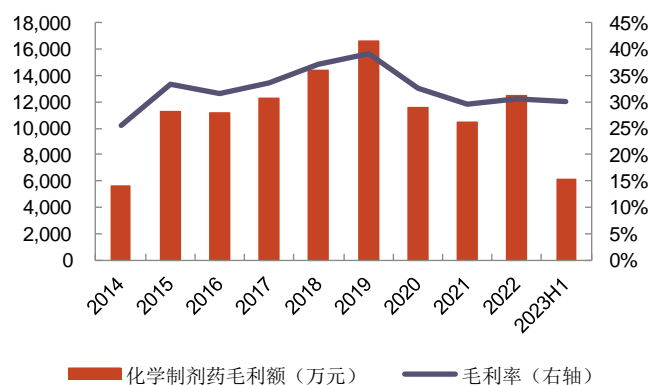
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 39: 原料药营收大体稳定, 2022 年小幅下滑



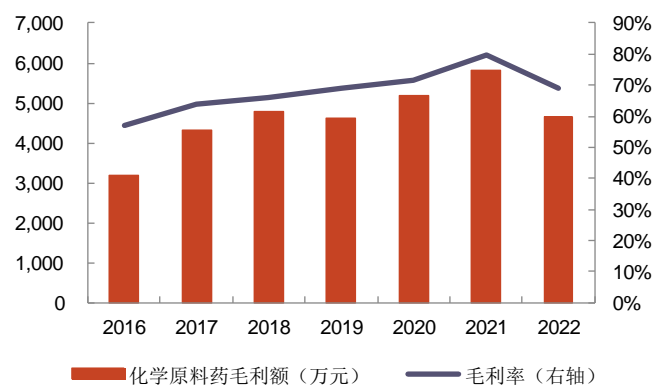
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 40: 公司化学制剂毛利率有所下滑, 近年来维持 30% 上下



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 41: 公司原料药特色突出, 近年来毛利率维持在 70% 上下



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

**协同发展化药, 积极参与集采和院内招投标。**公司及全资子公司海力制药为制剂生产企业, 化学制剂药品种较多, 主要为抗生素类、抗感染类、解热镇痛类, 其中大环内酯类产品销售占比较高, 包括依托红霉素片、红霉素肠溶片、罗红霉素胶囊等。截至 2022 年末, 公司有头孢氨苄胶囊、蒙脱石散、头孢拉定胶囊等 14 个产品通过了一致性评价。公司与相关研发机构合作, 积极推进多品种的仿制药一致性评价, 参与后期集采和院内招投标, 拓宽销售渠道。

表 18: 公司主要化学制剂介绍

产品类型	产品名称	产品外观	适应症	Rx/OTC	是否基药	医保类别	日服用金额 (元)
大环内酯类	罗红霉素胶囊		适用于化脓性链球菌引起的咽炎及扁桃体炎, 敏感菌所致的鼻窦炎、中耳炎、急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作等。	Rx	否	乙类	0.79
	依托红霉素片		1.本品作为青霉素过敏患者治疗下列感染的替代用药: 溶血性链球菌、肺炎链球菌等所致的急性扁桃体炎、急性咽炎、鼻窦炎; 溶血性链球菌所致的猩红热、蜂窝织炎; 白喉及白喉带菌者; 气性坏疽、炭疽、破伤风; 放线菌病; 梅毒; 李斯特菌病等。2.军团菌病。3.肺炎支原体肺炎。4.肺炎衣原体肺炎。5.其他衣原体属、支原体属所致泌尿生殖系感染等。	Rx	否	否	1.96
	红霉素肠溶片		1.本品可作为青霉素过敏患者治疗下列感染的替代用药: 溶血性链球菌、肺炎链球菌等所致的急性扁桃体炎、急性咽炎、鼻窦炎; 溶血性链球菌所致的猩红热、蜂窝织炎; 白喉及白喉带菌者; 气性坏疽、炭疽、破伤风; 放线菌病; 梅毒; 李斯特菌病等。 2.军团菌病。 3.肺炎支原体肺炎。 4.肺炎衣原体肺炎。 5.衣原体属、支原体属所致泌尿生殖系感染等。	Rx	是	甲类	1.16
质子泵抑制剂	奥美拉唑肠溶胶囊		用于胃酸过多引起的烧心和反酸症状的短期缓解。	OTC	是	甲类	0.27
抗酸药	铝碳酸镁咀嚼片		1.慢性胃炎; 2.与胃酸有关的胃部不适症状, 如胃痛、胃灼热感(烧心)、酸性暖气, 饱胀等。	OTC	是	乙类	1.28
非甾体抗炎药	布洛芬片		用于缓解轻至中度疼痛如头痛、关节痛、偏头痛、牙痛、肌肉痛、神经痛、痛经。也用于普通感冒或流行性感冒引起的发热。	OTC	是	甲类	0.13

资料来源: 医药魔方, 京东健康, 药智网, 公司官网, 光大证券研究所 (价格数据取自 2023.12.23)

**新宁制药扩建项目已投产, 一体化优势助力降本增效。**近年来部分原料药价格逐渐上涨, 公司“原料药+制剂”一体化优势凸显。2017 年底公司发行可转债, 募投资金中的 1.75 亿元拟用于新宁制药药品 GMP 改扩建工程项目, 计划新增原料药产能 2300 吨, 新增化学制剂 (片剂) 产能 4 亿片/年、胶囊剂产能 1 亿粒/年。该项目已于 2023 年 6 月 30 日投产, 预计完全达产后销售收入可达 1.8 亿元/年。扩产后, 新宁制药的原料药产能将从 2100 吨/年提升至 4200 吨/年。优势产品的产能瓶颈问题已解决, 有利于巩固公司的市场占有率。在原料药、制剂关联审评审批政策下, 公司将推动市场前景良好的首仿药或由新宁制药提供原料药的仿制药的研发注册工作, 降本增效, 提高市场竞争力。

表 19: 新宁制药药品 GMP 改扩建工程项目扩产产品及产能

扩产类别	产品名称	年新增产能
原料药	铝碳酸镁	500 吨
	氯化钙	1000 吨
	苯妥英钠	300 吨
	碱式碳酸铋	140 吨
	碱式硝酸铋	140 吨
	次没食子酸铋	20 吨
	红霉素等	200 吨
化学制剂药	铝碳酸镁咀嚼片	1 亿片
	碱式碳酸铋片	1 亿片
	甲硝唑芬布芬胶囊	1 亿粒
	其他化学制剂 (片剂)	2 亿片

资料来源: 公司公开发行可转换公司债券募集说明书摘要, 光大证券研究所 (注: 预计投产后第一年达产 50%, 第二年达产 70%, 第三年 100%达产)

## 5、盈利预测

### 5.1、关键假设及盈利预测

**1) 营业总收入：**按产品类型划分，包括中成药、化学制剂药、化学原料药、化工产品及其他，加总预测 23-25 年营收增速分别为 29.9%/9.9%/17.7%，毛利率分别为 56.0%/56.5%/58.6%。分产品看：

**中成药：**主要包括止咳宝片、皮肤病血毒丸、降糖舒丸和其他国医堂的中成药产品。23H1 中成药营收同比+84.12%，毛利率同比+13.31pp 至 77.59%。核心产品止咳宝片和其他中成药制剂产品的销售增长较好，特别是止咳宝片在 23H1 销售了 5.4 亿片，超过了 2022 年全年销量。考虑到中成药品牌力提升、销售势头良好，且存在降本提价的空间，我们预测 23-25 年中成药营收增速分别为 58.4%/12.7%/25.1%，毛利率分别为 72.6%/72.4%/72.9%。

其中，止咳宝片有望在 2024 年开启营销模式改革，销售量或有阶段性波动，叠加降本增效等措施，我们预测 23-25 年营收增速分别为 76.6%/2.8%/20.4%，毛利率分别为 85.2%/86.2%/87.1%。

其他中成药品种将在止咳宝片建立的品牌及渠道优势基础上，稳步快速发展，随着规模效应的释放，毛利率有望逐步提升。我们预测 23-25 年营收增速分别为 31.8%/31.9%/32.1%，毛利率分别为 48.0%/51.4%/53.1%。

**化学制剂药：**主要包括依托红霉素片、红霉素肠溶片、罗红霉素胶囊、奥美拉唑肠溶胶囊、铝碳酸镁咀嚼片、布洛芬片等产品，23H1 化学制剂药营收同比+7.5%，毛利率同比+1.94pp 至 29.99%。我们预测 23-25 年化学制剂药营收增速保持平稳，分别为 7.5%/6.0%/6.0%；随着新宁制药原料药产能的提升，和制剂产品的降本增效，23-25 年毛利率有望小幅提升为 30.0%/30.5%/31.0%。

**化学原料药：**主要包括红霉素、铝碳酸镁、氯化钙、次没食子酸铋和硫酸钙等，23H1 化学原料药营收同比-1.2%。考虑到新建原料药产能的逐步释放，订单和销量有望快速提升。2024 年新产能投产后，固定资产的折旧摊销有所加大，预计单位生产成本上升，随着规模效应的逐步释放，2025 年的单位成本有望下降。我们预测 23-25 年营收增速分别为-1%/10%/20%，毛利率分别为 68.9%/66.9%/67.9%。

**化工产品及其他：**体量较小，部分是给新宁制药的原料药提供上游化工品原料，2023H1 营收 285 万元，同比-21%。预计 2024 年后将平稳发展，23-25 年营收增速分别为-21%/0%/0%，毛利率为 37.2%。

**2) 费用率：**2022 年疫情阻碍了线下铺货和营销活动的进展，销售费用率为 13.24%（同比-2.42pp），管理费用率为 6.65%（同比-0.89pp），研发费用率为 4.29%（同比-0.70pp）。2023 年以来，随着疫情防控措施优化和线下营销活动的恢复，公司加大了品牌宣传力度。2023 年前三季度销售/管理/研发费用率分别为 16.33%/6.33%/4.36%，同比+3.09pp/-0.83pp/-0.43pp。止咳宝片有望在 2024 年开启营销模式改革，加大线下药店的精细化管理，我们预计 23-25 年销售费用率为 18.0%/18.5%/18.5%，管理费用率为 6.55%/6.35%/6.15%，研发费用率分别为 4.50%/4.45%/4.40%。

综合以上假设，我们预计公司 23-25 年营业收入为 11.51/12.65/14.89 亿元，归母净利润为 2.53/2.85/3.61 亿元，对应 EPS 分别为 0.70/0.78/0.99 元。

表 20：特一药业营收和成本预测

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	758.16	886.57	1,151.27	1,265.38	1,488.76
YOY (%)	19.8%	16.9%	29.9%	9.9%	17.7%
营业成本	356.08	451.83	506.98	550.33	616.69
毛利率	53.0%	49.0%	56.0%	56.5%	58.6%
1. 中成药					
营业收入	324.47	404.26	640.31	721.38	902.11
YOY (%)	64.7%	24.6%	58.4%	12.7%	25.1%
营业成本	88.56	143.23	175.64	199.32	244.74
毛利率	72.7%	64.6%	72.6%	72.4%	72.9%
1.1 止咳宝片					
营业收入	228.37	239.73	423.40	435.23	524.08
YOY (%)	95.6%	5.0%	76.6%	2.8%	20.4%
营业成本	33.08	35.57	62.83	60.13	67.63
毛利率	85.5%	85.2%	85.2%	86.2%	87.1%
1.2 其他中成药					
营业收入	96.10	164.53	216.91	286.14	378.03
YOY (%)	19.8%	71.2%	31.8%	31.9%	32.1%
营业成本	55.48	107.66	112.81	139.19	177.12
毛利率	42.3%	34.6%	48.0%	51.4%	53.1%
2. 化学制剂药					
营业收入	354.23	408.51	439.15	465.50	493.43
YOY (%)	-0.9%	15.3%	7.5%	6.0%	6.0%
营业成本	249.60	283.92	307.43	323.55	340.49
毛利率	29.5%	30.5%	30.0%	30.5%	31.0%
3. 化学原料药					
营业收入	73.01	67.57	66.89	73.58	88.30
YOY (%)	1.1%	-7.5%	-1.0%	10.0%	20.0%
营业成本	14.86	21.03	20.82	24.37	28.37
毛利率	79.6%	68.9%	68.9%	66.9%	67.9%
4. 化工产品及其他					
营业收入	6.45	6.23	4.92	4.92	4.92
YOY (%)	5.4%	-3.4%	-21.0%	0.0%	0.0%
营业成本	3.32	3.91	3.09	3.09	3.09
毛利率	48.5%	37.2%	37.2%	37.2%	37.2%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

## 5.2、 相对估值

由于公司归母净利润持续为正，且处于快速增长的阶段，我们采用 PE 估值法，选择 A 股有代表性的具有特色 OTC 品种的中药公司同仁堂/太极集团/江中药业/东阿阿胶作为可比公司，可比公司当前股价对应 2023 年 PE 均值为 30 倍，2024 年 PE 均值为 24 倍。

特一药业当前股价对应 2024 年 PE 为 23 倍。考虑到公司加速自营零售团队建设，积极覆盖空白市场，加大品牌营销和终端推广，成长空间较大。我们参考可比公司平均估值给予特一药业 2024 年 25 倍 PE，对应股价为 19.50 元。

表 21: 特一药业的可比公司估值表

代码	公司	2023/12/29	EPS (元)				PE (倍)				市值 (亿元)
		收盘价 (元)	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
600085.SH	同仁堂	53.70	1.04	1.31	1.55	1.82	52	41	35	30	736
600129.SH	太极集团	46.46	0.63	1.65	2.25	2.94	74	28	21	16	259
600750.SH	江中药业	20.88	0.94	1.10	1.29	1.52	22	19	16	14	131
000423.SZ	东阿阿胶	49.32	1.21	1.64	2.00	2.45	41	30	25	20	318
	平均值						47	30	24	20	
002728.SZ	特一药业	17.92	0.80	0.70	0.78	0.99	22	26	23	18	65

资料来源: Wind, 可比公司盈利预测取自 Wind 一致预期, 特一药业的盈利预测来自光大证券, 截至日期 2023.12.29

### 5.3、绝对估值

关于基本假设的几点说明:

- 1、长期增长率: 由于中药行业有着稳定、庞大的需求市场, 假设公司进入稳定增长阶段后的长期增长率为 2%;
- 2、 $\beta$ 值选取: 采用申万医药生物行业 $\beta$ 作为公司无杠杆 $\beta$ 的近似;
- 3、税率: 我们预测公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 假设公司未来税率为 14.20%。

表 22: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
$\beta$ ( $\beta_{levered}$ )	0.79
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	6.59%
税率	14.20%
Kd	3.73%
Ve	4997.71
Vd	589.73
目标资本结构	10.55%
WACC	6.29%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 23: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	816.53	9.24%
第二阶段	1930.54	21.85%
第三阶段 (终值)	6089.51	68.91%
企业价值 AEV	8836.58	100.00%
加: 非经营性净资产价值	241.91	2.74%
减: 少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减: 债务价值	589.73	-6.67%
总股本价值	8488.76	96.06%
股本 (百万股)	363.29	
每股价值 (元)	<b>23.37</b>	

PE (隐含-2024)	29.84
PE (动态-2024)	22.88

资料来源: 光大证券研究所预测

表 24: 敏感性分析表

WACC \ 长期增长率	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.29%	25.70	28.26	31.59	36.12	42.62
5.79%	22.58	24.50	26.93	30.09	34.39
<b>6.29%</b>	20.06	21.54	<b>23.37</b>	25.67	28.67
6.79%	17.99	19.15	20.56	22.29	24.48
7.29%	16.26	17.19	18.29	19.63	21.27

资料来源: 光大证券研究所预测; 单位: 元

根据上述假设, 我们采用 FCFF 绝对估值法, 得到公司的合理股价为 23.37 元。在贴现率 $\pm 0.5\%$ 、长期增长率 $\pm 0.5\%$ 的敏感度区间内, 特一药业的估值区间为 19.15-30.09 元。

## 5.4、 估值结论与投资评级

我们预测公司 2023- 2025 年归母净利润为 2.53/2.85/3.61 亿元, 同比增长 42%/13%/ 27%, 当前股价对应 PE 为 26/23/18 倍。公司拥有独家特色产品止咳宝片, 处方和专利壁垒深厚, 长期发展空间广阔, 有望实现量价齐升。潜力品种拓展和营销渠道改革, 开启二次成长曲线。结合相对估值与绝对估值两种方法, 给予公司目标价 19.50 元 (对应 24 年 25 倍 PE)。首次覆盖, 给予“增持”评级。

## 5.5、 股价驱动因素

**短期股价催化剂:** 核心品种销售超预期; 核心产品提价。

**长期股价催化剂:** 潜力品种拓展; 人口老龄化; 中药产业高景气。

## 6、 风险分析

**核心产品放量不及预期:** 公司核心产品止咳宝片收入和毛利占比较高, 若销售放量不及预期, 会导致业绩增长不及预期。

**营销渠道改革不及预期:** 公司目前以经销模式为主, 若直营模式改革不顺, 可能会导致公司销售额增长和盈利能力提升不及预期。

**同业竞争加剧风险:** 若竞品加速放量, 会导致竞争格局恶化, 从而影响公司主要产品的市场份额提升。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	758	887	1,151	1,265	1,489
营业成本	356	452	507	550	617
折旧和摊销	51	53	60	69	78
税金及附加	9	10	13	14	17
销售费用	119	117	207	234	275
管理费用	57	59	75	80	92
研发费用	38	38	52	56	66
财务费用	24	21	11	2	5
投资收益	6	0	0	0	0
营业利润	141	197	295	332	421
利润总额	147	196	295	332	421
所得税	20	18	42	47	60
净利润	127	178	253	285	361
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	127	178	253	285	361
EPS(元)	0.57	0.78	0.70	0.78	0.99

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	257	372	217	339	408
净利润	127	178	253	285	361
折旧摊销	51	53	60	69	78
净营运资金增加	37	-29	239	74	147
其他	42	170	-335	-90	-177
投资活动产生现金流	147	-103	-86	-100	-100
净资本支出	-109	-90	-100	-100	-100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	256	-13	14	0	0
融资活动现金流	-357	-101	-295	-182	-197
股本变化	18	8	134	0	0
债务净变化	-380	185	-609	23	36
无息负债变化	9	153	-63	21	31
净现金流	47	167	-164	57	112

## 主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	53.0%	49.0%	56.0%	56.5%	58.6%
EBITDA 率	34.0%	30.6%	31.4%	32.0%	34.0%
EBIT 率	27.2%	24.7%	26.2%	26.5%	28.8%
税前净利润率	19.4%	22.1%	25.6%	26.2%	28.3%
归母净利润率	16.7%	20.1%	22.0%	22.5%	24.3%
ROA	6.1%	7.0%	10.3%	11.0%	13.0%
ROE (摊薄)	10.1%	12.7%	12.8%	13.8%	16.4%
经营性 ROIC	9.2%	10.3%	11.7%	12.4%	14.8%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	39%	45%	19%	20%	21%
流动比率	1.43	1.02	2.31	2.29	2.34
速动比率	1.04	0.83	1.77	1.77	1.82
归母权益/有息债务	1.91	1.66	8.32	7.91	7.41
有形资产/有息债务	2.01	2.15	7.29	7.18	7.01

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	2,066	2,546	2,452	2,578	2,778
货币资金	372	740	576	633	744
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	77	93	114	125	147
应收票据	50	40	46	51	60
其他应收款 (合计)	1	17	5	5	6
存货	195	208	234	254	284
其他流动资产	2	3	3	3	3
流动资产合计	712	1,129	1,009	1,104	1,282
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	403	367	475	552	609
在建工程	198	281	218	171	136
无形资产	157	154	144	134	125
商誉	542	542	542	542	542
其他非流动资产	15	19	19	19	19
非流动资产合计	1,354	1,417	1,443	1,474	1,496
总负债	805	1,142	470	514	581
短期借款	377	634	238	261	297
应付账款	44	63	71	77	86
应付票据	8	13	15	16	18
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	4	17	17	17	17
流动负债合计	496	1,109	437	481	548
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	285	0	0	0	0
其他非流动负债	12	19	19	19	19
非流动负债合计	308	33	33	33	33
股东权益	1,262	1,403	1,981	2,063	2,197
股本	222	229	363	363	363
公积金	572	691	1,056	1,084	1,098
未分配利润	409	439	518	571	692
归属母公司权益	1,262	1,403	1,981	2,063	2,197
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	15.66%	13.24%	18.00%	18.50%	18.50%
管理费用率	7.55%	6.65%	6.55%	6.35%	6.15%
财务费用率	3.17%	2.41%	0.94%	0.19%	0.37%
研发费用率	4.98%	4.29%	4.50%	4.45%	4.40%
所得税率	14%	9%	14%	14%	14%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.65	0.65	0.56	0.63	0.80
每股经营现金流	1.16	1.62	0.60	0.93	1.12
每股净资产	5.69	6.12	5.45	5.68	6.05
每股销售收入	3.42	3.87	3.17	3.48	4.10

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	31	23	26	23	18
PB	3.1	2.9	3.3	3.2	3.0
EV/EBITDA	18.0	17.1	18.6	16.7	13.4
股息率	3.6%	3.6%	3.1%	3.5%	4.4%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP