

三力制药 (832708.OC) : 领军儿童中成药, 聚焦儿童大健康

2016 年 01 月 06 日

赵巧敏(副首席分析师, 新三板副团队长)
电话: 020-88836110
执业编号: A1310514080001
邮箱: zhaoqm@gzgzhs.com.cn

陈晓敏(助理研究员)
020-88831201
chenxm@gzgzhs.com.cn

【核心观点】

三力制药目前专注于儿童中成药市场, 拳头产品为开喉剑喷雾剂(儿童型), 未来立足以儿童大健康的战略布局, 深度发展儿童药品、儿童诊疗、儿童护理三个业务板块。

儿童大健康行业迎来良好契机。(1) 2005-2014 年我国儿童药市场 CAGR 约 12%, 2015 年可达到 670 亿元, 在二胎全面放开和相关政策扶持下, 千亿市场规模可期;(2) 儿科门急诊量增长迅速, 2015 年可达 5.4 亿人次, 但我国儿科医师缺口至少 20 万, 儿童诊疗行业供给矛盾突出, 亟待系统性服务供给;(3) 2015 年我国儿童护理行业市场规模约 2 万亿, 未来 10 年将保持 12%-15% 的年复合增速。

清晰高效的成长路径奠定优异业绩, 开喉剑喷雾剂(儿童型)竞争优势凸显, 市场空间巨大:(1) 公司在过去 5 年实现年均 56.5% 的销售增长, 预计 2015 年销售额 3.6 亿元, 利润 5,000 万元, 其中开喉剑喷雾剂(儿童型)成功成为拳头产品, 创行业同类产品最快增速, 5 年内有望成为销售过 10 亿的单品;(2) 基于产品战略建设强力营销队伍, 目前已覆盖国内 3,000 家二甲以上医院, 未来公司将积极开拓第三终端和 OTC 终端;(3) 公司丰富的产品储备为探索具有竞争力和市场发展潜力的产品提供基础, 再助业绩腾飞。

公司“领军儿童中成药, 聚焦儿童大健康”战略有效执行, 未来发展可期。(1) 公司通过并购和加大研发扩大儿童药产品群, 目前已与国内 2 家儿科药企业达成初步并购意向, 并购完成后公司基本建立儿童所有常见病的产品群。(2) 公司计划未来 5 年在全国建 50 家中高端儿童诊疗及健康管理中心, 已在河北、江苏、福建 3 省立项, 杭州诊疗中心即将在 2016 上半年开业。(3) 公司计划引入国外儿童护理品牌, 利用本土渠道推广和销售, 目前与澳洲两家儿童护理产品企业达成初步合作意向。

【盈利预测与估值】

我们预测:2015-2017 年公司营业收入分别为 3.6 亿元、4.9 亿元、6.8 亿元, 同比增速分别为 34.8%、36.5%、38.8%; 归母净利润分别为 5,000 万元、7,585 万元、11,650 万元, 同比增速分别为 72.4%、51.7%、53.6%; 对应每股收益分别为 0.45 元、0.68 元、1.04 元。

我们选取中药板块 A 股上市公司康芝药业、贵州百灵为参考, 兼顾新三板流动性折价来考虑目标价, 新三板医药板块与主板医药板块的 2015 年静态估值折价区间为 (0.86, 2.02), 目前折价水平为 1.54; 同时参考新三板医药企业威门药业, 给予公司 2016 年 33.7 倍 PE, 对应目标价 23 元。

【风险提示】

主要原材料价格波动风险, 产品结构单一风险。

盈利预测

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(亿元)	1.59	2.67	3.61	4.92	6.78
增长率(%)	100	67.5	34.8	36.5	38.8
净利润(万元)	1,937	2,899	5,000	7,585	11,650
增长率(%)	142	49.7	72.4	51.7	53.6
EPS(元)	0.17	0.26	0.45	0.68	1.04
PE(倍)	135.2	88.4	51.0	33.7	22.0

相关报告

- 1、数据当天知、新三板讲堂
- 2、每周议
- 3、新三板点将台

广证恒生
做中国新三板研究极客





目 录

1 三力制药简介.....	4
1.1 公司现有主营业务为儿童中成药.....	4
1.2 公司营收和利润高速增长，各项经营指标表现良好.....	4
1.3 公司股权结构清晰，第一大股东持股比例 59.31%.....	7
1.4 20 年发展风雨兼程，现已进入高速增长期.....	8
2 儿童大健康行业迎来良好契机.....	9
2.1 儿童药在“二胎+政策”下孕育千亿市场规模.....	9
2.1.1 儿童药 CAGR 约 12%，2015 年达到 670 亿元，未来千亿规模可期.....	9
2.1.2 “二胎”全面放开促进儿童药需求旺盛.....	9
2.1.3 儿童药紧缺，市场供给明显不足.....	10
2.1.4 儿童药政策有望解“需求旺盛+供给紧缺”困境.....	12
2.2 儿童诊疗是国内医疗行业痛点，亟待系统性服务供给.....	13
2.2.1 儿科门急诊增长迅速，CAGR 约 6%.....	13
2.2.2 我国儿科医师缺口巨大，不少于 20 万人.....	14
2.3 儿童护理行业消费支出空间万亿规模.....	15
3 清晰高效的成长路径奠定过去 5 年优异的业绩.....	16
3.1 产品转型战略精准，开喉剑喷雾剂（儿童型）为拳头产品.....	16
3.2 基于产品战略建设强有力的营销队伍，市场局面迅速开拓.....	17
3.3 丰富产品储备探索纵深定位布局.....	17
4 开喉剑喷雾剂（儿童型）竞争优势凸显，市场空间巨大.....	19
5 公司战略执行有效，未来发展可期.....	22
6 盈利预测与估值.....	23
7 风险提示.....	24



图表目录

图表 1 三力制药近年财务数据.....	4
图表 2 三力制药营业收入高速增长, 2015 年上半年营收 1.4 亿元.....	5
图表 3 三力制药归母净利润大幅增加, 2015 年上半年净利润 2392.04 万元.....	5
图表 4 三力制药资产负债率逐年下降.....	6
图表 5 公司毛利率与净利率较高.....	6
图表 6 公司毛利率与净利率较高.....	7
图表 8 公司股东持股情况.....	8
图表 9 公司经历 20 年发展, 现已进入高速增长期.....	8
图表 10 2005-2015 儿童药 CAGR 约 12%, 2015 年达到 670 亿元.....	9
图表 11 1980-2014 年新生儿人口数量.....	10
图表 12 2002-2014 年 0-14 岁人口数量.....	10
图表 13 国内 18 万条药品注册批件中, 儿童专用药物只有 3,000 条.....	11
图表 14 国内 6,000 多家医药企业中, 专门生产儿童药的企业只有 10 多家.....	11
图表 15 我国儿童占全国总人数约 16%.....	12
图表 16 儿童药市场占比仅为 5%.....	12
图表 17 儿童药政策红利概览.....	13
图表 18 2002-2015 年儿科门急诊量 CAGR 约 6%, 2015 年预计达 5.4 亿人次.....	14
图表 19 在三大因素推动下, 儿童护理行业市场空间万亿元.....	15
图表 20 公司近 5 年销售收入年复合增速 56.5%, 实现扭亏为盈.....	16
图表 21 2014 年拳头产品营收占比 76%.....	17
图表 22 2014 年拳头产品利润占比 83.8%.....	17
图表 23 公司拥有在产药品注册批件 10 项.....	18
图表 24 公司在申请的药品注册批件有 3 项.....	18
图表 25 开喉剑喷雾剂 2011-2014 年的市场排名.....	19
图表 26 我国咽喉疾病中成药喷雾剂市场销量排名前五的单品 (单位: 亿元).....	19
图表 28 三力制药营业预测和估值.....	23
图表 29 参考公司的估值.....	23

1 三力制药简介

1.1 公司现有主营业务为儿童中成药

贵州三力制药股份有限公司（简称“三力制药”，股票代码：832708）成立于1995年，于2015年8月17日在新三板挂牌，2015年10月12日由协议转为做市转让，是集中成药研制、开发、生产、销售于一体的民营高科技企业。公司秉承“创新传统中药”的理念，依托贵州省丰富的中药材资源、苗族等民族用药经验，应用现代科学技术开发具有独立知识产权的现代中药。

公司主要从事咽喉类疾病、心脑血管疾病及其他疾病中成药的研发、生产与销售。拥有通过GMP认证的硬胶囊剂和喷雾剂生产线，拥有专利6项，其中5项为中药组合物制备工艺、质量检测方面的发明专利，目前在产的药品批准文号共10项，其中独家品种2个、非处方药（OTC）品种7个（7项列入国家医保目录、2项列入国家基本药物目录、5项列入地方增补基本药物目录）；主要产品为开喉剑喷雾剂（儿童型）、开喉剑喷雾剂和强力天麻杜仲胶囊，其中开喉剑喷雾剂（含儿童型）为独家品种。

公司于2011年后开始专注儿童中成药，聚焦儿童大健康领域。目前主打产品包括开喉剑喷雾剂（儿童型）、开喉剑喷雾剂和强力天麻杜仲胶囊，其中开喉剑喷雾剂（含儿童型）为独家产品，且已取得该产品专利权，已被纳入国家医保目录品种，目前湖北、贵州、广西、重庆、新疆、浙江、广东增补为基本药物目录品种。

1.2 公司营收和利润高速增长，各项经营指标表现良好

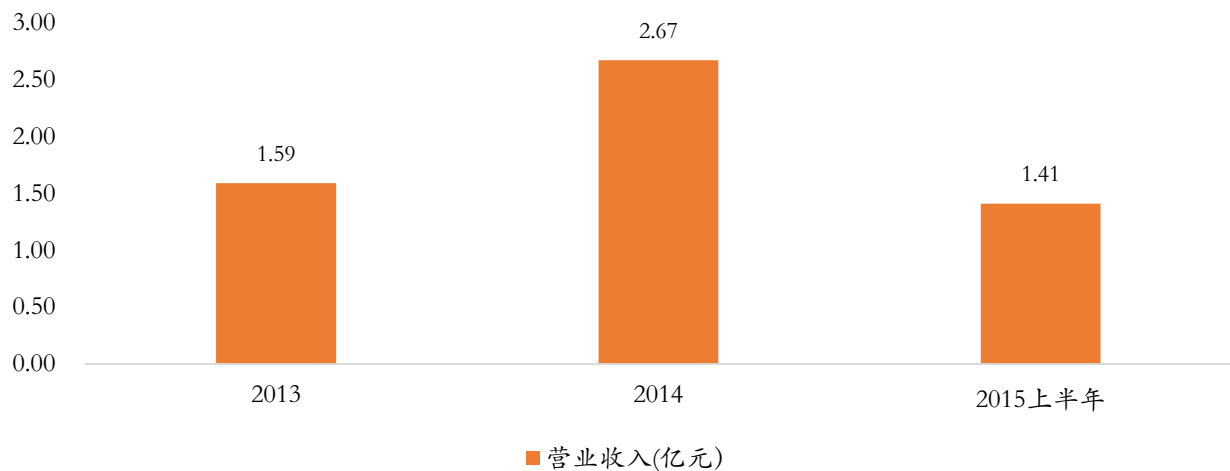
公司近年业务高速增长。2014年营业收入2.67亿元，同比增长高达67.5%；2015上半年营业收入1.41亿元，同比增长20.55%。2014年公司归母净利润2,899.42万元。同比增长49.66%，2015上半年公司实现2,392.04万元的归母净利润，同比增长85.07%。

图表1 三力制药近年财务数据

财务指标	2013年	2014年	2015中报
营业收入(万元)	1.59	2.67	1.41
营业收入-同 (%)		67.50	20.55
归母净利润(万元)	1,937.30	2,899.42	2,392.04
归母净利润-同比 (%)		49.66	85.07
资产负债率(%)	65.39	56.19	41.05
销售毛利率(%)	61.89	61.97	61.31
销售净利率(%)	12.16	10.86	16.92
经营活动产生的现金净额(万元)	3,008.57	56.35	1,899.52

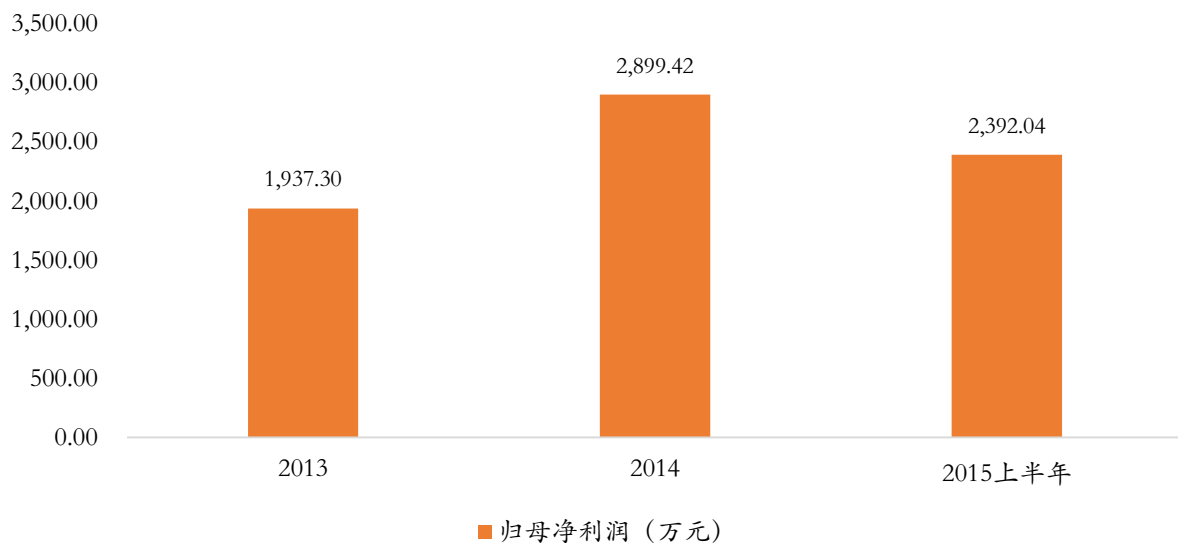
数据来源：Wind，广证恒生

图表 2 三力制药营业收入高速增长，2015 年上半年营收 1.4 亿元



数据来源：wind、广证恒生

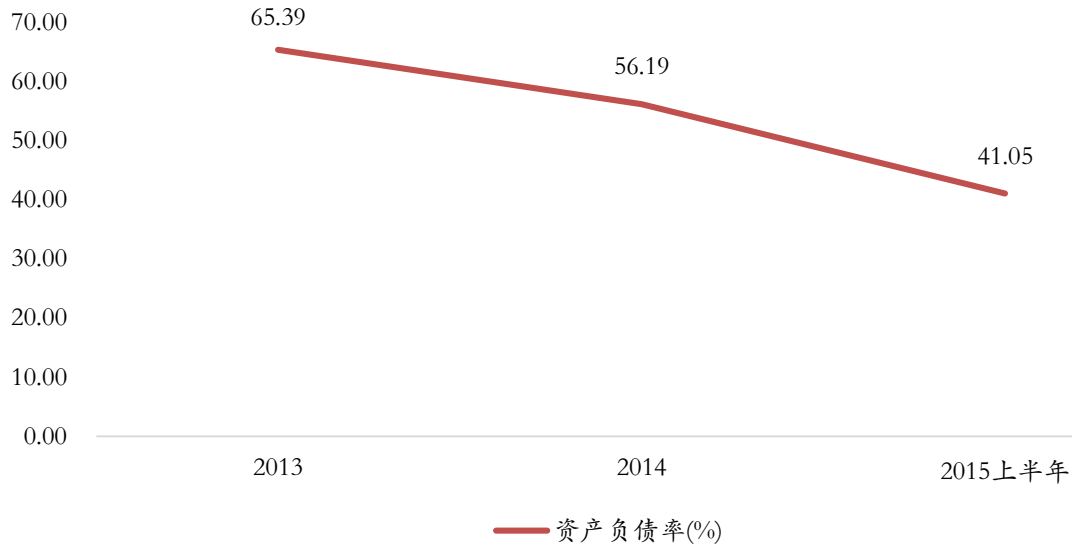
图表 3 三力制药归母净利润大幅增加，2015 年上半年净利润 2392.04 万元



数据来源：wind、广证恒生

公司截至 2013 年、2014 年和 2015 年 6 月 30 日的资产负债率为 65.39%、56.19%和 41.05%。资产负债率逐年下降，公司财务较为稳健。

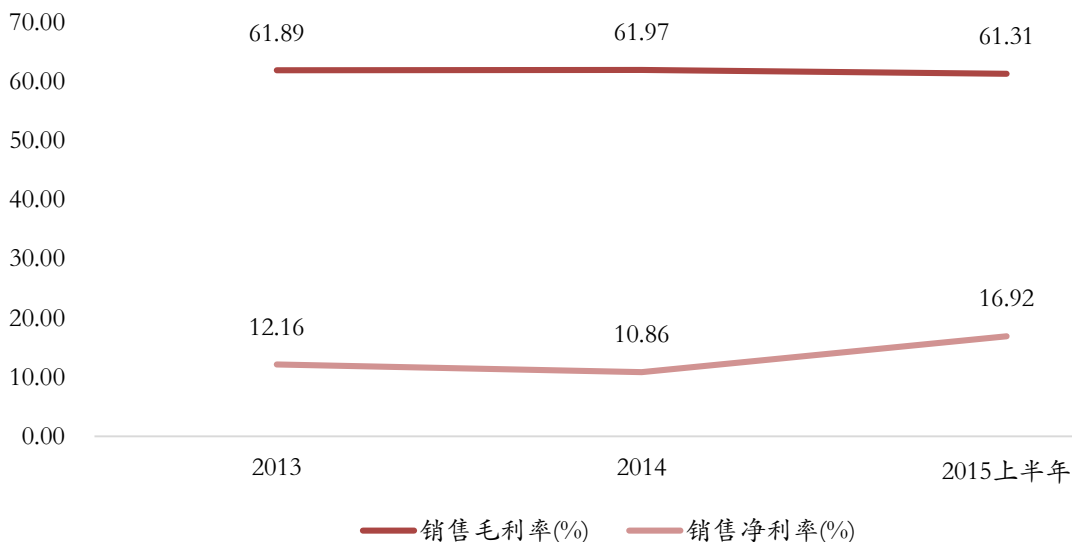
图表 4 三力制药资产负债率逐年下降



数据来源：wind、广证恒生

公司 2013 年度、2014 年度和 2015 年 1-6 月的综合毛利率分别 61.89%、61.97%、61.31%综合毛利率总体较为稳定，毛利较高，而 A 股市场上市的制药行业毛利率与净利率分别为 42.11%与 11.31%，中药企业的毛利率与净利率分别为 45.67%、13.85%。(2014 年年报数据)，而三力制药 2014 年毛利率和净利率分别为 61.97%和 10.86%，毛利率高于市场平均水平。

图表 5 公司毛利率与净利率较高

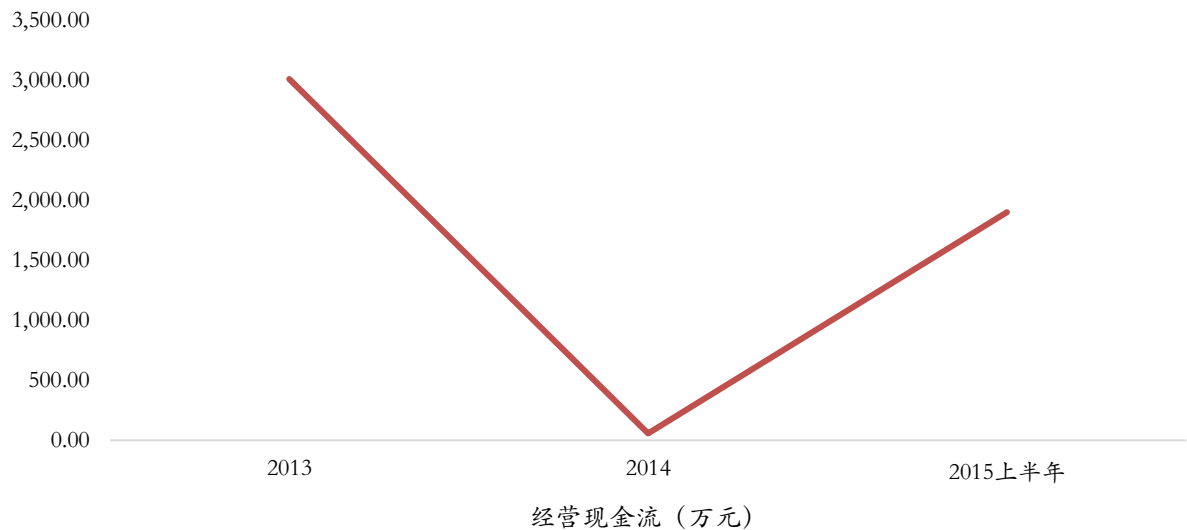


数据来源：wind、广证恒生

公司 2013 年、2014 年和 2015 上半年经营活动产生的现金流量净额分别为 3,008.57 万元、56.35 万元、1,899.52 万元。2014 年经营活动产生的现金流量净额较 2013 年大幅下降，主要原因是 2014 年公司应收账款增加较多，同时应付账款多为即期支付，引起经营活动流出的现金流量

增加。投资活动产生的现金流量净额报告期内均为负数，主要是公司 GMP 改造的设备更新、库房建设引起的投资活动现金流量流出。筹资活动产生的现金流量净额报告期内均为正数，原因是公司业务规模迅速扩大，为解决流动资产短缺的问题，向银行短期融资形成。

图表 6 公司毛利率与净利率较高

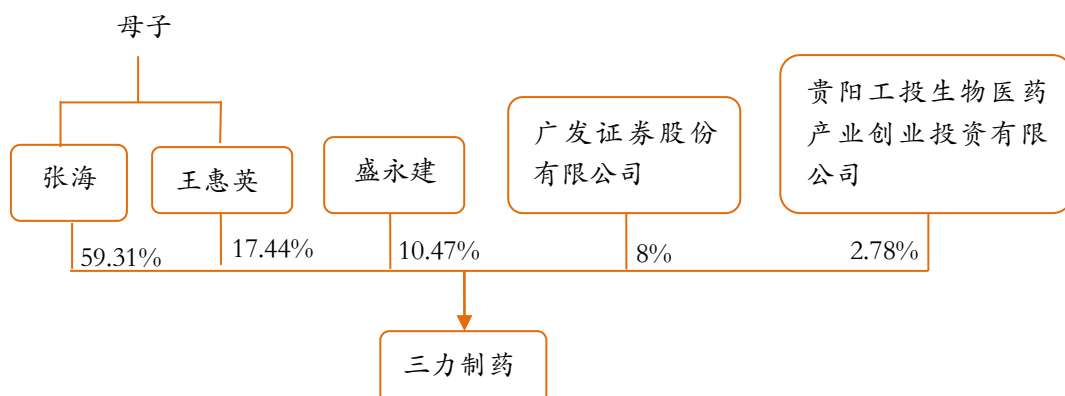


数据来源：wind、广证恒生

1.3 公司股权结构清晰，第一大股东持股比例 59.31%

公司股权结构清晰，股权相对集中，第一大股东为张海，持股比例为 59.31%，为公司的实际控制人。

图表 7 公司股权结构相对集中，第一大股东持股比例 59.31%



数据来源：wind、广证恒生

公司上述股东中，王惠英与张海系母子关系，除此以外，公司股东之间不存在关联关系。公

司股东贵阳工投生物医药产业创业投资有限公司为私募投资基金，并已取得了《私募投资基金备案证明》，基金名称为贵阳工投生物医药产业创业投资有限公司，管理人名称为贵州筑银资本管理有限公司，备案日期为 2015 年 5 月 12 日。

图表 8 公司股东持股情况

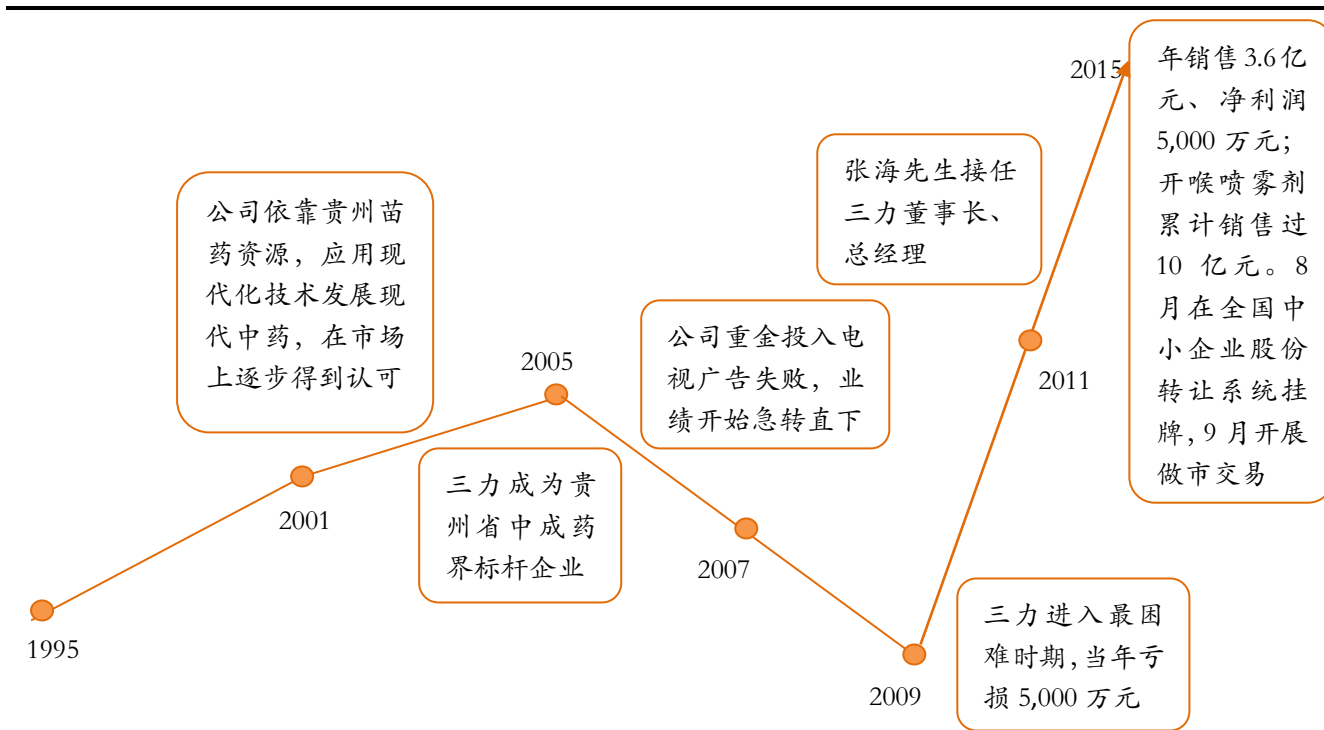
股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	股本性质
张海	3304.8	59.31	个人股
王惠英	972	17.44	个人股
盛永建	583.2	10.47	个人股
广发证券股份有限公司	445.78	8	三板流通 A 股
贵阳工投生物医药产业创业投资有限公司	155	2.78	国有法人股
广州广发信德一期健康产业投资企业(有限合伙)	104.76	1.88	三板流通 A 股
珠海康远投资企业 (有限合伙)	6.69	0.12	三板流通 A 股

数据来源：公司公告、广证恒生

1.4 20 年发展风雨兼程，现已进入高速增长期

公司 1995 年成立以来，致力成为中国医药行业最值得信赖的专业领航者。20 年的发展历程中经历过辉煌，也遭遇过低谷，如今进入平稳、有序的高速增长期，领军儿童中成药，聚焦儿童大健康。

图表 9 公司经历 20 年发展，现已进入高速增长期



数据来源：公司公告、广证恒生

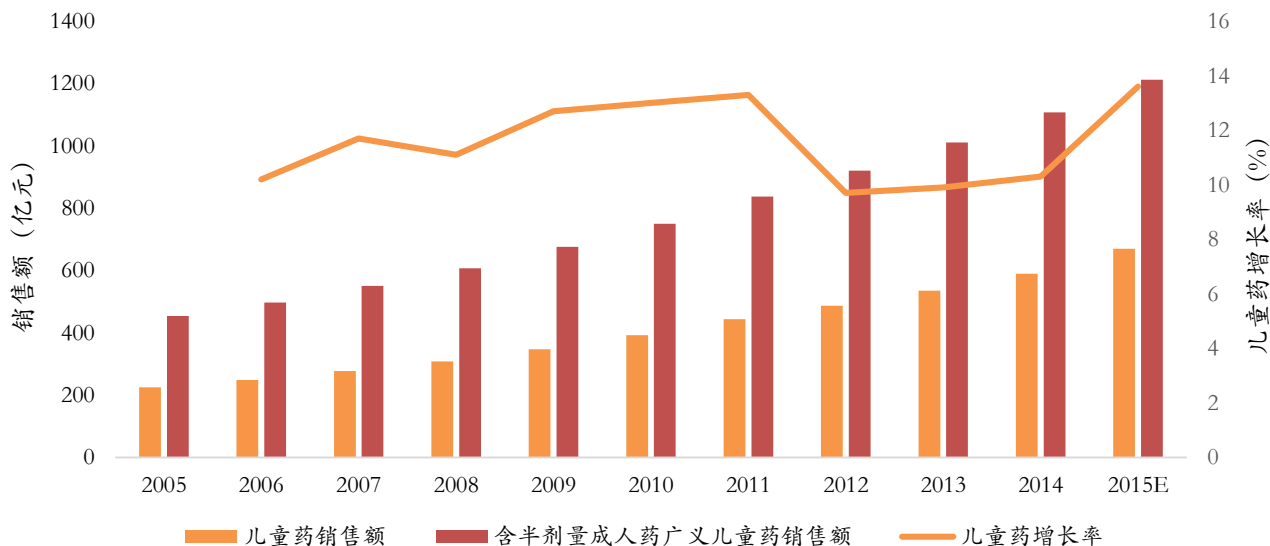
2 儿童大健康行业迎来良好契机

2.1 儿童药在“二胎+政策”下孕育千亿市场规模

2.1.1 儿童药 CAGR 约 12%，2015 年达到 670 亿元，未来千亿规模可期

从规模总量看，国内儿童用药（限药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品）市场规模已超过 487 亿元，2005-2014 年的复合增长率约为 12%。根据南方医药经济研究所的预测，未来我国儿童药销售规模还将继续保持年均两位数以上的增长速度，预计 2015 年我国儿童药销售额（限药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品）将达到 670 亿元；如果包括医生处方时将成人药品减半给儿童使用的部分，预计 2015 年国内儿童用药的销售额将高达 1,213 亿元，远超目前 500 亿元的市场容量。

图表 10 2005-2015 儿童药 CAGR 约 12%，2015 年达到 670 亿元



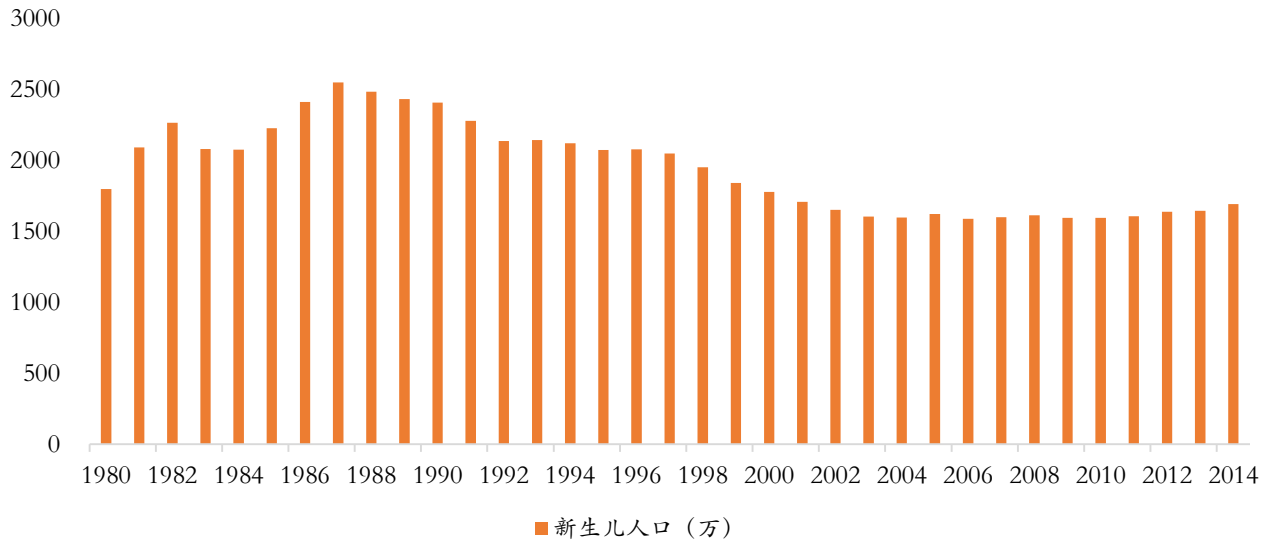
数据来源：南方医药经济研究所数据库、广证恒生

2.1.2 “二胎”全面放开促进儿童药需求旺盛

“二胎政策”全面放开将促使我国迎来第四次婴儿潮。近年来我国人口的年龄分布发生了结构性变化，人口年龄主要分布以 20-34 岁人口为主，此人群正值婚育最佳年龄。从我国新出生人口分布看，今后 5 年将迎来第四次婴儿潮，每年新生儿的数量有望提升到 1,900 万。

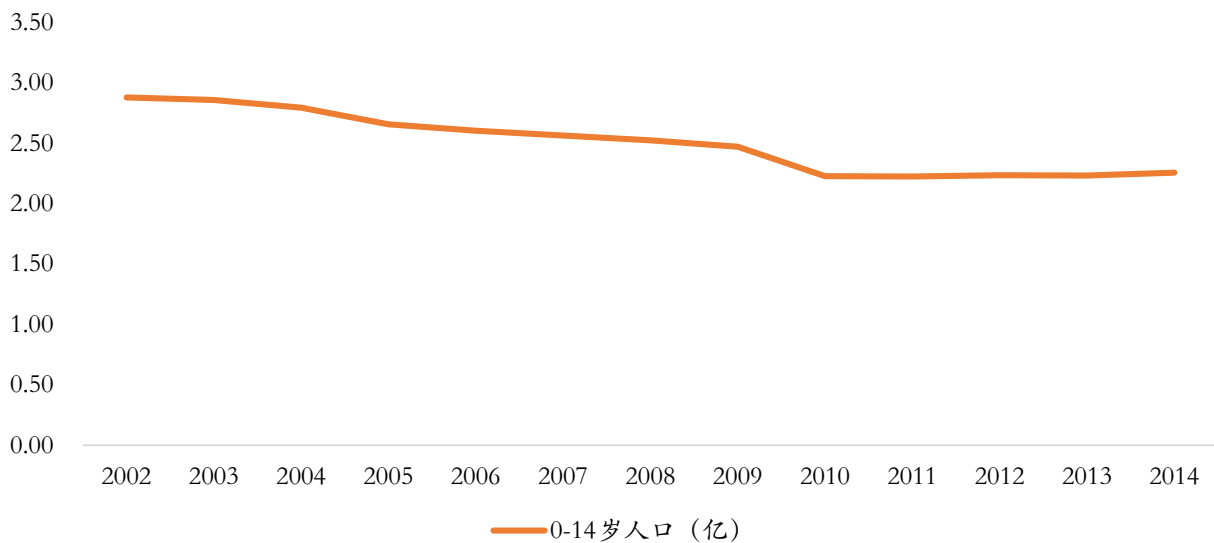
未来十年儿童人口持续增长，二胎政策全面放开添增速，2015 年 10 月 29 日十八届五中全会决定，坚持计划生育的基本国策，完善人口发展战略，全面实施一对夫妇可生育二孩子政策。目前儿童人口数处于低谷向上爬的起步阶段，未来 10 年将持续增长，到 2024 年，儿童人口占比有望达到 18.3%，约 2.65 亿。

图表 11 1980-2014 年新生儿人口数量



数据来源: Wind、广证恒生

图表 12 2002-2014 年 0-14 岁人口数量

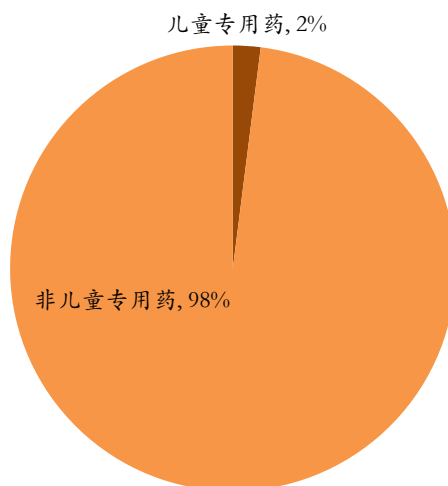


数据来源: Wind、广证恒生

2.1.3 儿童药紧缺，市场供给明显不足

总体而言我国儿童药市场已初具规模，但面临品种少、剂型及规格缺乏、不良反应多、用药信息不全等问题。数据显示，截至 2013 年 1 月，我国国产药品批文共 18 万余条，其中专用于儿童的药品批文仅 3,000 多条，近 8 成的品种为中成药。

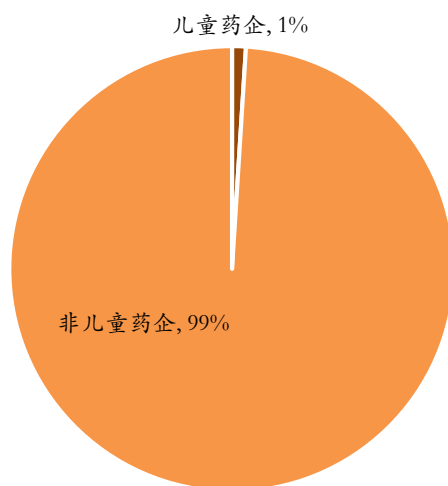
图表 13 国内 18 万条药品注册批件中，儿童专用药物只有 3,000 条



数据来源：国家统计局、南方医药经济研究所数据库、广证恒生

全国 6000 多家药厂中，专门生产儿童药的企业只有 10 多家。中国聋儿康复研究中心的专家指出，我国 7 岁以下儿童因为不合理使用抗生素造成耳聋的数量多达 30 万人，占总体聋哑儿童的比例 30%~40%，九成药品无儿童剂型，儿童服用减量成人药存隐患。

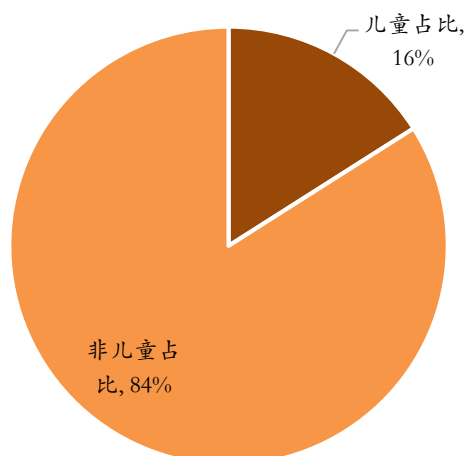
图表 14 国内 6,000 多家医药企业中，专门生产儿童药的企业只有 10 多家



数据来源：国家统计局、南方医药经济研究所数据库、广证恒生

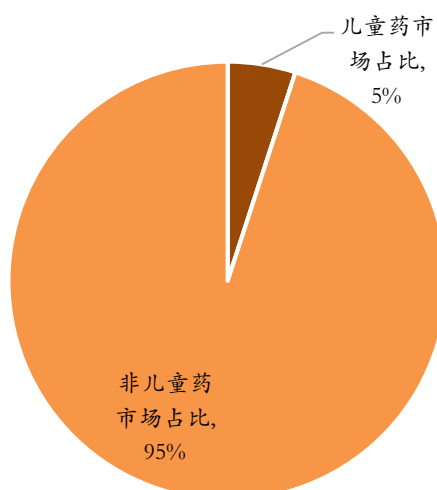
在规模占比上，目前中国总体医药市场规模约为 9,300 亿元，儿童药市场规模仅占其中的 5%，而儿童占全国人数约 16.6%，儿童用药市场远未饱和。

图表 15 我国儿童占全国总人数约 16%



数据来源：南方医药经济研究所数据库、广证恒生

图表 16 儿童药市场占比仅为 5%



数据来源：南方医药经济研究所数据库、广证恒生

2.1.4 儿童药政策有望解“需求旺盛+供给紧缺”困境

儿童用药问题已经引起国家高度重视，如今我国儿童用药迎来了政策红利时期。2012 年，国务院《国家药品安全“十二五”规划》中明确提出“鼓励罕见病用药和儿童适宜剂型研发”。2013 年国家食品药品监督管理总局发布了《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》，明确提出了鼓励研制儿童用药的相关措施。2014 年国家卫计委等六部联合印发《关于保障儿童用药的若干意见》，关于儿童用药第一个综合文件。文件中提出要加快儿童药申报审评、促进研发创制，加强政策扶持、保障生产供应等六项意见。有助于推动更多企业主导为广大儿童“量身定做”适宜剂型和规格的药品。《意见》还专门提出，要对儿童药价格给予政策扶持，按规定及时将儿童适宜剂型、规格纳入基本医疗保险支付范围。另外 WHO 有公布《世界儿童基本药物目录》而我国至今尚无儿童基本药物目录，国家相关部委正在筹划儿童基本药物目录，并即将修订国家基药目录，加强儿童用药的保障，儿童药企将迎来全面利好。

图表 17 儿童药政策红利概览

时间	儿童药政策
2011 年	- 国务院发布《中国儿童发展纲要（2011-2020）》明确提出“鼓励儿童专用药品研发和生产”。 - 卫生部出台《关于加强孕产妇及儿童临床用药管理通知》，组织制定了《中国国家处方集(儿童卷)》，并于 2013 年 1 月正式发行。
2012 年	《国家药品安全“十二五”规划》提出“鼓励罕见病用药和儿童适宜剂型研发”。 - 卫生部公布了 2012 年国家基本药物目录，扩大了可用于儿童药的药品品种，儿童专用制剂及规格。
2013 年	原国家食品药品监督管理局发布了《关于深化药品审批改革进一步鼓励药物创新的意见》的通知，明确提出了鼓励研制儿童用药的相关措施。
2014 年	5 月 30 日，六部委联合下发《关于保障儿童用药若干意见》，针对保障儿童用药提出了具体要求，对药品研发创新，申报审批，生产供应，临床应用及综合评价等方面提出了明确要求。
2015 年	2015 年 2 月 28 日国务院发布了《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》，为全国药品招投标的纲领性文件，明确提出了关注儿童药，兼顾成人和儿童药需要。

数据来源：wind，广证恒生

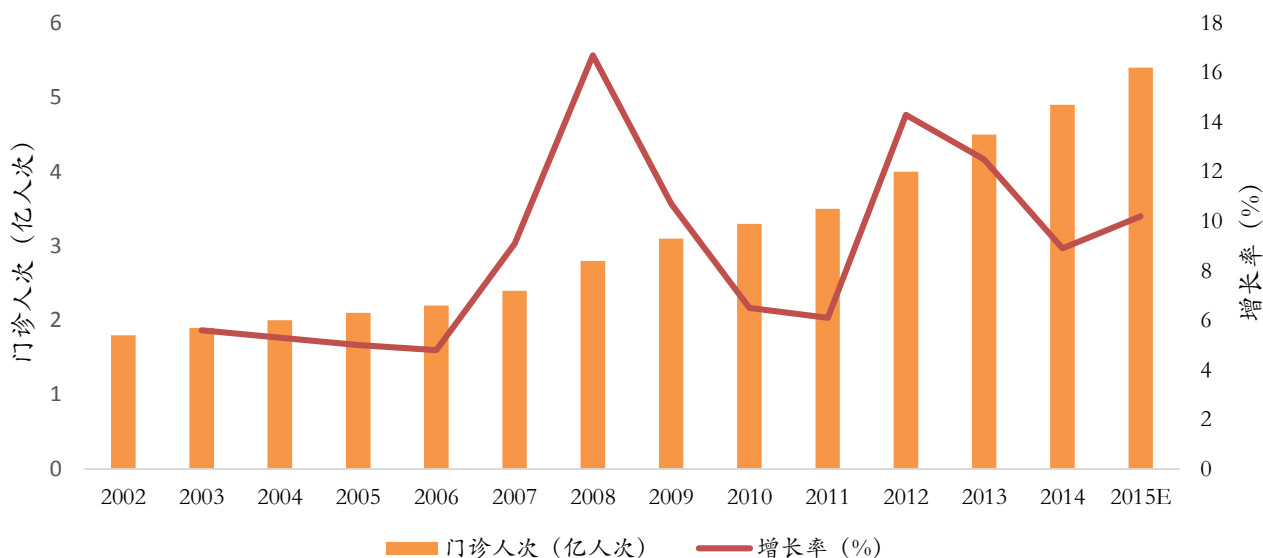
政府高度重视儿童药紧缺，有望放开儿童药审批绿色通道。针对儿童用药面临的严峻现状，在申报审评方面，2014 年六部委联合出台的《关于儿童用药若干意见》提出，对于部分临床急需的儿童适宜品种、剂型、规格，建立申报审评专门通道，加快进度，我们预计儿童药评审绿色通道近年有望放开。而在研发创新机制上，有关部门将根据我国儿童疾病防治需求，借鉴国际经验，逐步建立鼓励研发的儿童药品目录，并将其纳入国家“重大新药创制”科技重大专项、蛋白类生物药和疫苗重大创新发展工程，整合优势单位协同创新研发，提升产业自主创新能力，引导和鼓励企业优先研发生产。

2.2 儿童诊疗是国内医疗行业痛点，亟待系统性服务供给

2.2.1 儿科门急诊增长迅速，CAGR 约 6%

儿科门急诊人次持续增长，拉动儿药需求 计划生育阶段形成了“少子化”、“独子化”的现状，家庭对孩子的健康关注度日益提高。如今，育儿方式以及消费观念已经改变，家庭对婴幼儿更加爱护，更愿意给小孩花钱，过去十年儿童人口及占比呈下降趋势，但儿童门诊量一直处于增长态势。2002 年~2014 年期间，儿童门诊量年增长率均在 6%以上，2008 年增长率更是达到了 15.5%。到 2014 年，儿童门诊量接近 5.4 亿人次，占全部门急诊人数的 9.5%。

图表 18 2002-2015 年儿科门急诊量 CAGR 约 6%，2015 年预计达 5.4 亿人次



数据来源：国家卫计委、广证恒生

2.2.2 我国儿科医师缺口巨大，不少于 20 万人

我国儿科医师缺口巨大。《2013 中国卫生统计年鉴》显示,包括助理医师在内,我国共有执业医师 261.6 万,其中仅有 3.9%是儿科医师,约 10.2 万。据第六次全国人口普查,我国 14 岁以下儿童有 2.2 亿余人,平均下来每千名儿童只有 0.46 名儿科医师。据相关统计数据,我国儿科医师的缺口至少有 20 万。以北京为例,北京儿童医院平均每天要接待 4,000 名患儿,儿科门诊却只有 40~50 名医师,也就是说每位医师一天要接待 80~100 名儿童,由此可见我国儿科医生紧缺程度。

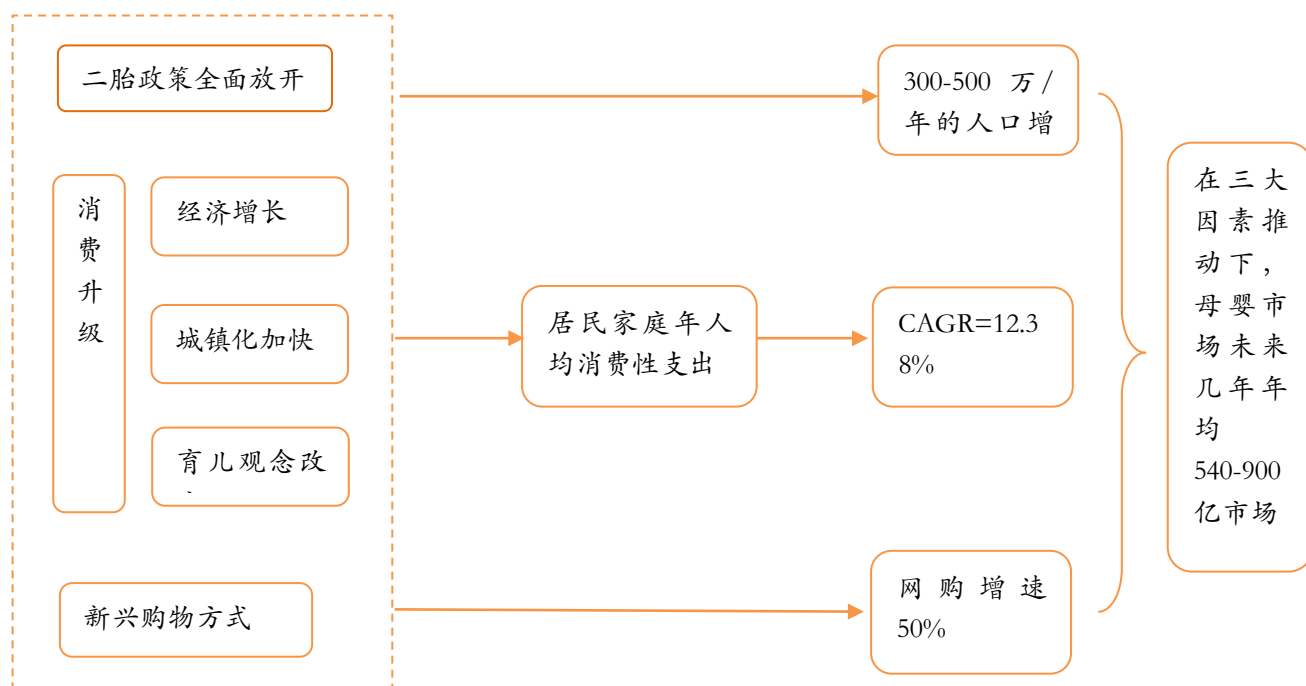
目前儿科医生存在五大困境:

- (1) 培养难: 1999 年教育部对《普通高等学校本科专业目录》调整, 取消了几科学专业, 事实上切断了几科医师的稳定来源。16 年来, 我国新型儿科医生培养机制一片空白;
- (2) 成长难: 13 年的学习、工作, 只是有机会考取中级职称, 而科研课题、学术论文等硬件要求, 也要花费医生大量的时间、精力。要成为一名儿科主任医师, 一般需要 15 年至 20 年的时间;
- (3) 工作苦: 由于儿童诊治的特殊性, 有时候称儿科为“哑科”。为了更好确诊病情, 对症下药, 儿科医生往往比其他科室医生花更多的时间, 而儿科医生长期缺乏, 导致儿童医生的工作强度大;
- (4) 压力大, 不被理解: 儿科发生医疗纠纷的几率比其他科室高出许多, 儿科是“哑科”, 医生与患儿无法直接交流, 风险就很大;
- (5) 收入低: 无论是儿童医院还是综合医院的儿科, 基本都难以“自负盈亏”, 在目前的市场经济及现有的医疗体制结构下, 儿科医生收入相比其他科室、其他行业少得多。

2.3 儿童护理行业消费支出空间万亿规模

参考社科院统计数据，中国新生代母婴群体人均年消费约为 16,000 元，假设消费升级带来人均年消费性支出增速 12.38%，300-500 万的年新增人口将带来约 540-900 亿的消费市场增量（2015 年我国孕婴童行业整体市场规模约 2 万亿）。

图表 19 在三大因素推动下，儿童护理行业市场空间万亿元



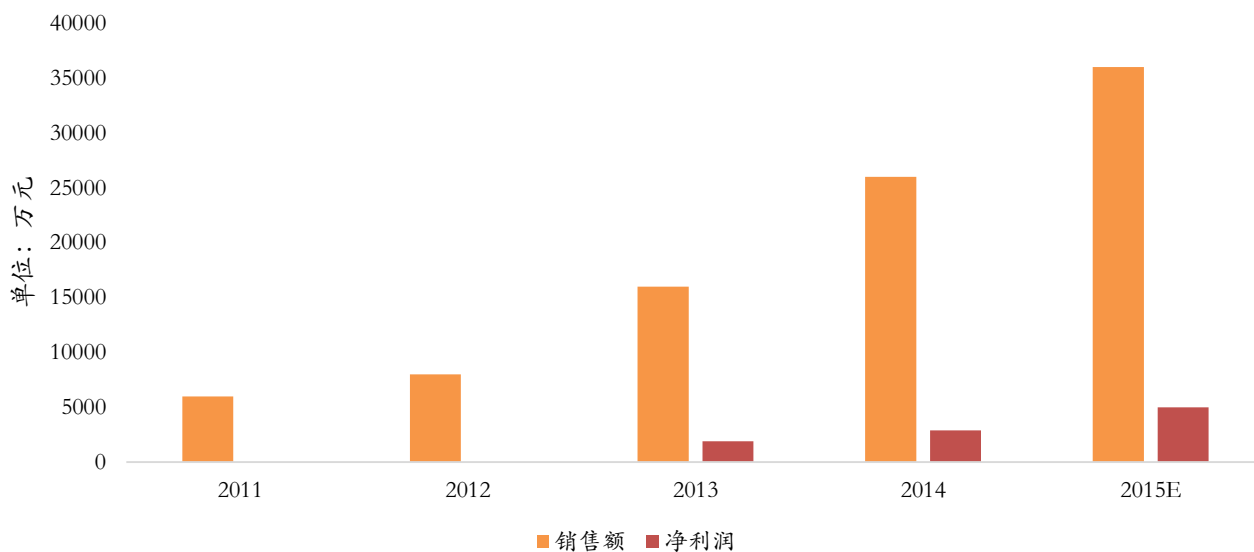
数据来源：社科院人口与劳动经济研究所、易观智库、WIND、广证恒生

3 清晰高效的成长路径奠定过去 5 年优异的业绩

3.1 产品转型战略精准，开喉剑喷雾剂（儿童型）为拳头产品

公司近 5 年销售收入年复合增速 56.5%，2015 年预计达到 3.6 亿元，2015 年净利润预计为 5,000 万元。公司近 5 年优异的业绩表现主要由于其清晰高效的成长路径，而产品战略——开喉剑喷雾剂成功成为拳头产品是成长路径最基础和最关键的一步。

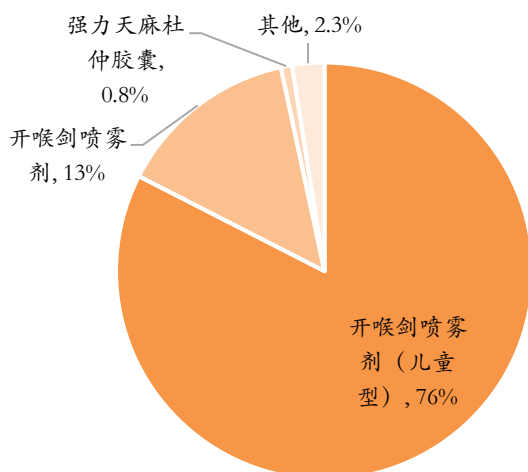
图表 20 公司近 5 年销售收入年复合增速 56.5%，实现扭亏为盈



数据来源：wind、公司资料、广证恒生

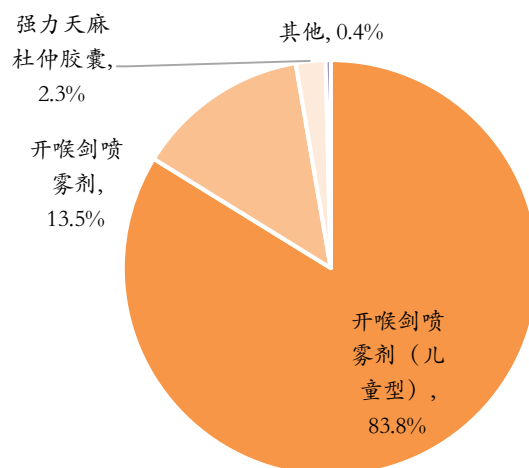
公司目前主要产品为开喉剑喷雾剂（儿童型）、开喉剑喷雾剂和强力天麻杜仲胶囊上述 3 种产品 2014 占总营业收入的 97.7%，占利润总额的 99.6%。其中开喉剑喷雾剂（含儿童型）为独家品种，2014 年的销售额占比和利润占比分别为 76%和 83.8%。

图表 21 2014 年拳头产品营收占比 76%



数据来源：WIND、广证恒生

图表 22 2014 年拳头产品利润占比 83.8%



数据来源：WIND、广证恒生

3.2 基于产品战略建设强有力的营销队伍，市场局面迅速开拓

公司产品获得了市场深度认可，覆盖国内 3,000 家二甲以上医院，良好的疗效得到专科医生的认可与信赖。公司产品均销售给通过 GSP 认证的医药商业企业，其中开喉剑喷雾剂（含儿童型）采用的销售模式为专业化学术代理模式，其他产品主要采用医药商业公司区域经销模式。2013 年、2014 年公司销售的医药商业公司分别有 653 家和 676 家，主要分布于广东、广西、云南、重庆、四川、湖南、湖北、江苏、浙江、江西、福建、上海、河南、河北、北京、天津等 30 个省市。公司营销管理中心下设 RX 事业部、商务 OTC 部和业务部，其中 RX 事业部负责开喉剑喷雾剂（儿童型）等主导产品的销售，商务 OTC 部负责 OTC 产品的销售，业务部主要负责发货申请单、开票申请单的开具、催收货款、销售流向统计、产品售后跟踪等。

3.3 丰富产品储备探索纵深定位布局

公司目前在产的药品批准文号共 10 项，其中独家品种 2 个、非处方药（OTC）品种 7 个，7 项列入国家医保目录、2 项列入国家基本药物目录、3 项列入地方增补基本药物目录。在保持现有产品，如强力天麻杜仲胶囊、脑立清胶囊、开喉剑喷雾剂稳定增长的前提下，在其丰富的产品储备中探索具有竞争力和市场发展潜力的产品，再助业绩腾飞。



图表 23 公司拥有在产药品注册批件 10 项

产品名称	剂型	批准文号	类别	是否独家
开喉剑喷雾剂 (儿童型)	喷雾剂	国药准字 Z20025142	国家医保目录品种, 湖北、贵州、广西、重庆、新疆、 浙江、广东、江苏增补基本药物目录品种	独家
开喉剑喷雾剂	喷雾剂	国药准字 Z20026493	浙江、广东、广西增补基本药物目录品种	独家
强力天麻杜仲 胶囊	胶囊剂	国药准字 Z5202007	国家医保目录品种, 低价药目录、北京、江西增补基 本 药物目录品种	非独家
脑立清胶囊	胶囊剂	国药准字 Z19993045	国家医保目录品种, OTC 品种	非独家
紫河车胶囊	胶囊剂	国药准字 Z52020390	贵州、西藏增补医保目录品种, OTC 品种	非独家
三七胶囊	胶囊剂	国药准字 Z20027694	国家医保目录, 国家基本药物目录, OTC 品种	非独家
藿香正气胶囊	胶囊剂	国药准字 Z19993046	国家医保目录品种、OTC 品种	非独家
蛇胆川贝胶囊	胶囊剂	国药准字 Z20033109	国家医保目录品种、OTC 品种	非独家
枸菊地黄胶囊	胶囊剂	国药准字 Z20033013	国家医保目录、国家基本药物目录、OTC 品	非独家
银翘伤风胶囊	胶囊剂	国药准字 Z19993044	四川、西藏增补医保目录品种、OTC 品种	非独家

数据来源: 公司公告、广证恒生

除上述 10 个药品注册批件外, 公司还有 3 项药品注册申请被贵州省食品药品监督管理局受理, 具体如下:

图表 24 公司在申请的药品注册批件有 3 项

药品名称	申请事项	申报阶段	申请编号	受理时间	受理编号	当前进程
天钧降压胶囊	新药申请: 中药 6.1.3 类	临床试验	黔新 110002	2014 年 4 月 28 日	CXZL110003 6 黔	评审中
开喉剑喷雾剂	报 CFDA 审批的补 充申请事项	-	黔补 110482	2011 年 10 月 24 日	CYZB110998 1 黔	已受理
强力天麻杜仲 胶囊	报 CFDA 审批的补 充申请事项	-	黔补 140623	2014 年 11 月 11 日	CYZB141013 6 黔	已受理

数据来源: 公司公告、广证恒生

4 开喉剑喷雾剂（儿童型）竞争优势凸显，市场空间巨大

4.1 开喉剑喷雾剂（儿童型）市场地位凸显，2016 有望成为细分领域第一品牌

开喉剑喷雾剂（儿童型）占公司整体销售额 80%，是全国为数不多的销售过 3 亿的儿童类药品。

开喉剑喷雾剂在喷雾剂医院市场，已经连续三年蝉联榜首。在咽喉疾病中成药市场和咽喉疾病中成药医院终端市场中的排名上升迅速，分别排在第 7 和 3 位，而在咽喉疾病中成药喷雾剂市场中的排名也已坐稳第二把交椅，并且与领导品牌西瓜霜喷雾剂的差距越来越小。就销售增长率而言，开喉剑喷雾剂近 4 年来销售复合增长率高达 94.48%，远高于其他咽喉疾病中成药喷雾剂。开喉剑喷雾剂拥有唯一的儿童专用药（指有专门的儿童剂型）。

图表 25 开喉剑喷雾剂 2011-2014 年的市场排名

细分市场	2011年	2012年	2013年	2014年
咽喉疾病中成药市场	32	14	10	7
咽喉疾病中成药医院终端市场	17	5	3	3
咽喉疾病中成药喷雾剂市场	4	2	2	2
咽喉疾病中成药喷雾剂医院终端市场	3	1	1	1

数据来源：公司公告、广证恒生

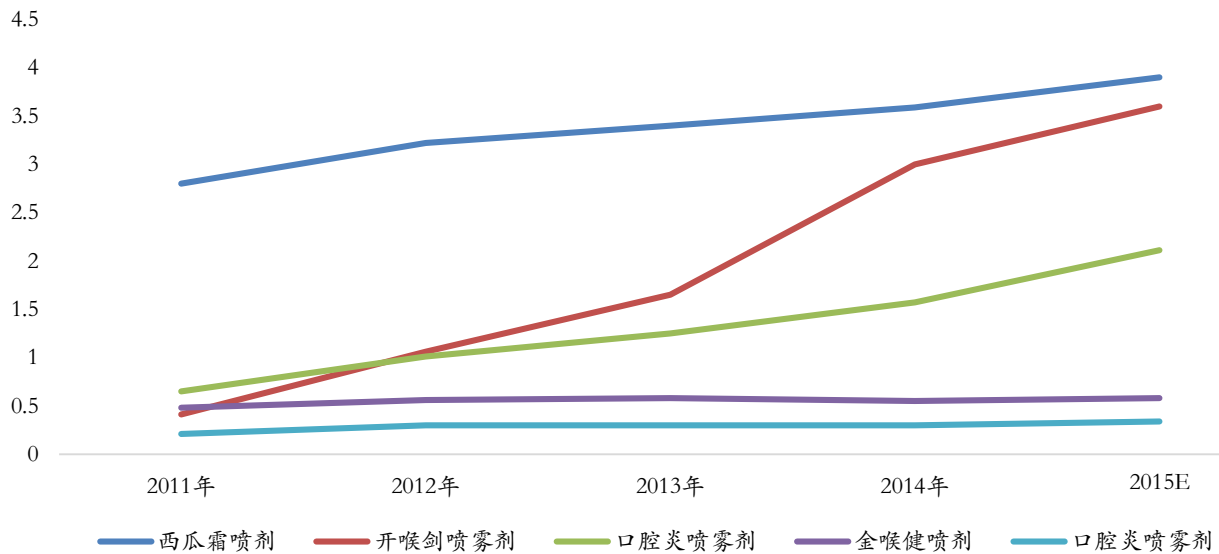
我国咽喉疾病中成药喷雾剂市场中，销售额最大的品牌是桂林三金药业的西瓜霜喷剂，2014 年的销售额为 3.59 亿元，近 4 年的复合增长率为 8.73%，低于该类别药物的平均增速 24.38%。居于第二位的品牌是贵州三力制药的开喉剑喷雾剂，2014 年销售额为 3.00 亿元，近 4 年的复合增长率高达 94.48%，远超该市场的平均水平。位于第三的品牌是黑龙江天龙药业的口腔炎喷雾剂，2014 年的销售额为 1.57 亿元，其增速为 34.61%。其余品牌 2014 年的终端销售额均低于 1 亿元，短时间内无法对领先品牌队伍造成威胁。

图表 26 我国咽喉疾病中成药喷雾剂市场销量排名前五的单品（单位：亿元）

品种	厂家	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015E	复合增速
西瓜霜喷剂	桂林三金药业	2.80	3.22	3.40	3.59	3.90	8.73%
开喉剑喷雾剂	贵州三力制药	0.41	1.06	1.65	3.00	3.60	94.48%
口腔炎喷雾剂	黑龙江天龙药业	0.65	1.01	1.25	1.57	2.11	34.61%
金喉健喷剂	贵州宏宇药业	0.48	0.56	0.58	0.55	0.58	5.17%
口腔炎喷雾剂	江西珍视明药业	0.21	0.30	0.30	0.30	0.34	12.46%

数据来源：公司公告、广证恒生

图表 27 我国咽喉疾病中成药排名前 5 的单品



数据来源: wind、广证恒生

4.2 开喉剑喷雾剂（儿童型）综合儿童药、咽喉药盒中成药特性，产品优势突出

开喉剑喷雾剂为公司独家产品，具有清热解毒，消肿止痛的作用，可作为五官科和呼吸内科用药，适用症患者人群较广。相比较同类药品，开喉剑喷雾剂（包括儿童型在内）作为运用了现代生产技术的中成药，处方借鉴了贵州苗族民族验方，质量稳定、副作用小，且剂型用药方便、口感无刺激、疗效确切，具有较强市场竞争力。尤其是开喉剑喷雾剂（儿童型）是较为罕见的儿童专用药，已进入国家医保目录，受到医生和家长的青睐。

- (1) 安全有效: 喉剑喷雾剂(儿童型)属于纯中药制剂,安全性高;独特的喷雾剂型,使产品能够直接作用于患处,迅速起效。
- (2) 依从性好: 儿童型的水果口味,能够提高儿童用药的依从性。
- (3) 适应症广泛: 开喉剑喷雾剂(儿童型)的治疗领域广泛,除了针对已有适应症外,数十家医院上千例的临床观察还论证了该产品对小儿手足口病,疱疹性咽峡炎有良好的疗效。
- (4) 专利保护: 开喉剑喷雾剂获得发明专利,开喉剑喷雾剂(儿童型)为国家食品药品监督管理局唯一批准的用于儿童咽喉类疾病喷雾剂,产品自专利申请受理之日起受国家专利保护 20 年。

开喉剑喷雾剂（儿童型）的快速增长得益于精准的细分领域定位，综合了儿童药、中成药和咽喉用药三个快速发展的医药细分领域。

- (1) 儿童用药: 目前我国迎来第四个婴儿潮,且二胎政策有望落地,儿童人口占比有望进一步提升;国内面临品种少、规格少、说明书对儿童用药不明确等问题,不合理用药



导致儿童药物不良反应率为成人的 2 倍，儿童用药安全成隐患。

- (2) 中成药喷雾剂：国家食品药品监督管理局 2013 年中国儿童用药安全调查报告显示，过 7 成的家长认为儿童服用中成药比化学药更安全。
- (3) 咽喉用药：空气和水体的污染是直接导致儿童呼吸和消化系统常见病高发的直接原因之一，污染日益严重的今天，儿童发病率有增无减。



5 公司战略执行有效，未来发展可期

三力制药确立以儿童大健康的战略布局，深度发展儿童药品、儿童诊疗、儿童护理三个板块的业务，现实以一个定位为核心，三个方向齐发展的立体构架，从而实现儿童大健康的企业定位和品牌建设。

1. 儿童药品：并购和研发两个维度的扩张

三力制药将打造儿童药产品群，涵盖咽喉到咽喉、感冒、退热、消食、止泻等治疗领域。

(1) 通过并购扩大产品群：已与国内两家儿科药制药企业达成初步购买意向，并购完成后公司基本建立儿童所有常见病症的产品群；

(2) 加大研发：加大植物提取物单体的研发投入，适时进入生物制药领域。

2. 儿童诊疗：发展中高端儿童诊疗中心

未来 5 年在全国建 50 家中高端儿童诊疗及健康管理中心：河北（已经立项），江苏（已经立项），福建（已经立项），杭州（装修完成，2016 年上半年开业）。中高端儿童诊疗及健康管理中心具有以下特色：

(1) 知名儿童主任医师作为团队核心，坚持以诊断为主，用药为辅的治疗理念；

(2) 面向中高端收入群体，保证诊疗时间（大于 20 分钟）；

(3) 以儿童生理、心理及智力三个方面打造儿童三维立体的健康管理体系。

3. 儿童护理：引入国外的儿童护理品牌

准备从澳洲和欧洲引进一些儿童护理企业的产品或者收购这些企业，利用本土渠道进行推广和销售。目前公司已与澳洲两家儿童护理产品的生产企业达成初步合作意向。覆盖产品：护肤品，营养品，清洁用品。

6 盈利预测与估值

三力制药精准的产品战略——将开喉剑喷雾剂（儿童型）成功打造成拳头产品，助其过去 5 年实现年均 56.5% 的销售增长，如今公司已进入平稳、有序的高速增长期，领军儿童中成药，聚焦儿童大健康。

2013 年、2014 年、2015H1 营业收入分别为 1.59 亿元、2.67 亿元、1.41 亿元，同比增长 100%、67.50%、20.55%；2013 年、2014 年、2015H1 净利润分别为 1,937 万元、2,899 万元、2,392 万元，同比增长 142%、49.7%、85.1%。考虑到公司市场局面已经打开和公司丰富的产品储备，我们预测：2015-2017 年公司营业收入分别为 3.6 亿元、4.9 亿元、6.8 亿元，同比增速分别为 34.8%、36.5%、38.8%；2015-2017 年公司归母净利润分别为 5,000 万元、7,585 万元、11,650 万元，同比增速分别为 72.4%、51.7%、53.6%。

图表 28 三力制药营业预测和估值

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（亿元）	1.59	2.67	3.61	4.92	6.78
增长率（%）	100	67.5	34.8	36.5	38.8
净利润（万元）	1,937	2,899	5,000	7,585	11,650
增长率（%）	142	49.7	72.4	51.7	53.6
EPS（元）	0.17	0.26	0.45	0.68	1.04
PE	135.2	88.4	51.0	33.7	22.0

数据来源：公司公告，广证恒生

我们选取中药板块 A 股上市公司康芝药业、贵州百灵为参考，兼顾新三板流动性折价来考虑目标价，新三板医药板块与主板医药板块的 2015 年静态估值折价区间为（0.86，2.02），目前折价水平为 1.54。同时参考新三板医药企业威门药业，其业务类型与三力制药相似，均属于具有苗药特色的中成药；此外，从营业收入和净利润角度看，2014 年三力制药和威门药业的营业收入规模均在 2.6 亿元左右，但是近几年威门药业的增速在 20% 以下，而三力制药近几年增速在 50% 以上。基于上述，给予公司 2016 年 33.7 倍 PE，对应目标价 23 元。

图表 29 参考公司的估值

PE(倍)	2015E	2016E	2017E
康芝药业	152.68	114.54	89.81
贵州百灵	80.7	65.2	50.8
威门药业	48.1	41.7	36.5

数据来源：公司公告，广证恒生

7 风险提示

1. 主要原材料价格变动风险

公司主要产品所需主要原材料为各类中药材，中药材的采购价格受多方因素影响，若原材料价格产生较大波动，将不利于公司控制生产成本，从而影响企业的盈利能力。

2. 产品结构单一的风险

公司除开喉剑喷雾剂（含儿童型）以外的其他产品如强力天麻杜仲胶囊、脑立清胶囊、紫河车胶囊等也有较大发展潜力，但这些药品目前在营业收入中的比重很小。



新三板团队介绍

在新三板进入历史机遇期之际，广证恒生在业内率先成立了由首席研究官领衔的新三板研究团队。新三板团队依托长期以来对资本市场和上市公司的丰富研究经验，结合新三板的特点构建了业内领先的新三板研究体系。团队已推出了日报、周报、专题以及行业公司的研究产品线，体系完善、成果丰硕。

广证恒生新三板团队致力于成为新三板研究极客，为新三板参与者提供前瞻、务实、有效的研究支持和闭环式全方位金融服务。

团队成员

袁季（首席研究官，新三板研究团队队长）：从事策略研究逾十年，在趋势判断、资产配置和组合构建方面具有丰富经验，研究突出有效性、前瞻性和及时性，曾获“世界金融实验室年度大奖——最具声望的 100 位证券分析师”称号、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得 2013 年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。

赵巧敏（新三板研究副团队长，高端装备行业负责人）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，7 年证券市场研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景。曾获 08 及 09 年证券业协会课题二等奖。

肖超（新三板研究教育行业负责人，高级分析师）：荷兰代尔夫特理工大学硕士，曾就职比利时 IMEC 研究所。2013 年中国证券报“金牛分析师”第一名团队核心成员，对 TMT、电子行业发展及公司研究有独到心得与积累。

陈晓敏（新三板医药生物研究员）：西北大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，在 SCI、EI 期刊发表多篇论文。3 年知名管理咨询公司医药行业研究经验，参与某原料药龙头企业“十三五”战略规划项目。

温朝会（新三板 TMT 研究员）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板研究员）：英国杜伦大学金融硕士，负责微信公众号“新三板研究极客”政策、市场等领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

林全（新三板环保行业研究员）：重庆大学硕士，机械工程与工商管理复合专业背景，积累了华为供应链管理 & 航天企业精益生产和流程管理项目经验，对产业发展与企业运营有独到心得。

联系我们

邮箱：huangguan@gzgzhs.com.cn

电话：020-88836112

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。