



# 三力制药 ( 832708.OC )

## 业绩靓丽，崭露头角的“小而美”儿科用药好公司

2016年04月12日

**增持**

当前价： 18.4 元  
目标价： 20.4 元

**分析师：付立春**

执业编号：S0300515120001  
电话：010-84938897  
邮箱：fulichun@lxsec.com

**研究助理：李国锋**

电话：010-64408919  
邮箱：liguofeng@lxsec.com

相关研究

### 投资要点

#### ◇ 事件：

2016年4月8日，三力制药发布2015年报。公司实现营业收入3.59亿元，同比增长34.53%，实现归属母公司净利润5261.0万元，同比增长81.45%，归属母公司扣非净利润4332.8万元，同比增长57.47%。

#### ◇ 点评：

一、主力产品开喉剑喷雾剂（儿童型）营收增速35.2%，整体毛利率保持小幅上升。儿童型开喉剑喷雾剂产品贡献公司大部分营业收入和毛利。2015年，开喉剑喷雾剂（儿童型）营业收入2.75亿元，同比增长35.2%，分别贡献公司76.52%的营收和82.95%的毛利。2013-2015年，开喉剑喷雾剂（儿童型）营业收入年复合增长率达54.9%。高毛利的儿童型开喉剑喷雾剂营收占比持续提升带动公司整体毛利率保持小幅上升。

二、开喉剑喷雾剂市场份额排名飙升，产品覆盖3000多家二甲以上医院。开喉剑喷雾剂（含儿童型）目前主要用于咽喉疾病治疗，近几年其在咽喉疾病中成药市场和喷雾剂细分市场的占有率增长迅速。目前，开喉剑喷雾剂（含儿童型）在我国咽喉疾病中成药市场份额的排名第7位，在医院终端市场份额的排名第3位；在喷雾剂细分市场排名第2位，医院终端市场份额排名第1位。产品已覆盖3000多家二甲以上医院；销售公司产品的医药商业公司由2014年的676家增加到今年的692家。

三、公司致力于开喉剑喷雾剂OTC化。咽喉疾病中成药前十大品牌中除蒲地蓝消炎口服液、开喉剑喷雾剂（含儿童型）和新癢片外，其余7个都为OTC类产品。开喉剑喷雾剂（含儿童型）是公司独家品种，产品独特性好，而且副作用小，转为OTC类有利于患者购药便利和拓展药品销售范围，扩大公司药品市场份额。公司致力于使其成为OTC(非处方药)并计划向国家食品药品监督管理总局申报开喉剑喷雾剂（含儿童型）成为OTC产品。

四、布局儿童大健康，打造儿科全产业链：公司正在积极布局儿童大健康，包括在儿童药品、儿童诊疗和儿童护理等多方面打造儿科全产业链布局，与公司现有以开喉剑喷雾剂（含儿童型）为主的产品结构形成互补，减少依赖单一产品经营风险，打开成长天花板。

◇ 未来三年盈利预测及估值：关键盈利假设：南方所数据，咽喉疾病中成药喷雾剂剂型年复合增长率为24.38%。2014年和2015年，公司儿童型开喉剑喷雾剂营业收入年增速分别为77.5%和35.2%，年复合增长率54.9%。我们预测未来三年，不考虑外延并购影响，公司营业收入在开喉剑喷雾剂的带动下，保持营收35%、30%、25%的年增长速度。

咽喉疾病类中成药可比公司有主板上市公司济川药业（600566，代表产品蒲



地蓝口服液)、桂林三金(002275,代表产品西瓜霜系列),两个公司产品都位列咽喉疾病类前十大中成药行列,具有代表性。济川药业和桂林三金 PE (TTM) 分别为 27.3 倍和 33.8 倍,考虑到三力制药的开喉剑喷雾剂主要为儿科用药,剂型为喷雾剂,近三年营收增速(CAGR54.9%)显著高于济川药业(CAGR 24.1%)和桂林三金(CAGR -2.7%)。我们认为基于上述理由,给予三力制药 35-40 倍 PE 估值比较合理,2016 年目标价 20.4 元,给予增持评级。

#### ◇ 风险提示

药品降价风险,单一产品营收占比过大经营风险,儿童大健康布局进度不及预期。



## 目 录

一、事件： .....	4
二、点评： .....	4
（一）主力产品开喉剑喷雾剂（儿童型）营收增速 35.2%，整体毛利率保持小幅上升 .....	4
（二）开喉剑喷雾剂市场份额排名飙升，产品覆盖 3000 多家二甲以上医院 .....	4
（三）公司致力于开喉剑喷雾剂OTC化 .....	5
（四）布局儿童大健康，打造儿科全产业链 .....	6
三、未来三年盈利预测及估值 .....	6
四、风险提示 .....	7

## 图表目录

图表 1： 儿童型开喉剑喷雾剂贡献公司主要营收 .....	4
图表 2： 2013-2015 年公司整体毛利率保持小幅上升 .....	4
图表 3： 2011-2014 年开喉剑喷雾剂市场排名 .....	5
图表 4： 2011-2014 年开喉剑喷雾剂市场排名 .....	5
图表 5： 未来三年盈利预测表 .....	6



## 一、事件：

2016年4月8日，三力制药发布2015年报。2015年，公司实现营业收入3.59亿元，同比增长34.53%；实现归属母公司净利润5261.0万元，同比增长81.45%，归属母公司扣非净利润4332.8万元，同比增长57.47%。

## 二、点评：

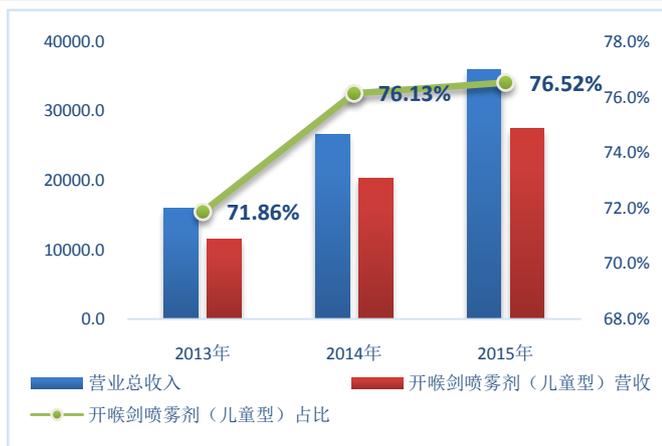
### （一）主力产品开喉剑喷雾剂（儿童型）营收增速35.2%，整体毛利率保持小幅上升

开喉剑喷雾剂（儿童型、成人型）和强力天麻杜仲胶囊是公司主要品种，其中儿童型开喉剑喷雾剂产品贡献公司大部分营业收入和毛利。

2015年，公司实现营业收入3.59亿元，同比增长34.53%，其中开喉剑喷雾剂（儿童型）营业收入2.75亿元，占公司营收总额的76.52%，同比增长35.2%；贡献毛利率的82.95%。2013-2015年，开喉剑喷雾剂（儿童型）营业收入年复合增长率达54.9%。

2013-2015年公司整体毛利率保持小幅上升趋势，主要由于高毛利的儿童型开喉剑喷雾剂营收占比持续上升。

图表1： 儿童型开喉剑喷雾剂贡献公司主要营收



资料来源：公司公告，联讯证券

图表2： 2013-2015年公司整体毛利率保持小幅上升



资料来源：公司公告，联讯证券

### （二）开喉剑喷雾剂市场份额排名飙升，产品覆盖3000多家二甲以上医院

开喉剑喷雾剂（含儿童型）属呼吸内科和五官科用药，拥有广泛的适用症患者人群。其中，开喉剑喷雾剂（儿童型）是SFDA唯一批准的儿童口腔咽喉类疾病喷雾剂型。开喉剑喷雾剂（含儿童型）目前主要用于咽喉疾病治疗，近几年其在咽喉疾病中成药市场和咽喉疾病中成药喷雾剂市场的占有率增长迅速。

据南方医药经济研究所数据，开喉剑喷雾剂（含儿童型）在我国咽喉疾病中成药市场份额的排名从2011年的第32位一直上升至2014年的第7位，同期在医院终端市场份额的排名从第17位上升至第3位；而开喉剑喷雾剂（含儿童型）在我国咽喉疾病中成药喷雾剂市场份额排名2014年已达第2位，其中医院终端市场份额排名第1位。由此可见，开喉剑喷雾剂（含儿童型）在同类产品中拥有较强的市场竞争力。



公司产品营销方面，主力产品开喉剑喷雾剂采用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。公司产品医院终端覆盖数量不断攀升，由年初 2500 家覆盖医院规模上升到年底的 3000 多家二甲以上医院；销售公司产品的医药商业公司由 2014 年的 676 家增加到今年的 692 家，分布在广东、广西、重庆、四川、湖南、湖北等全国 30 个省市。

图表3： 2011-2014 年开喉剑喷雾剂市场排名

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

资料来源：南方医药经济研究所

### （三）公司致力于开喉剑喷雾剂 OTC 化

我国咽喉疾病中成药前十大品牌中，独家品种有 7 个，另有 3 个品牌注册企业数少于 3 家，咽喉疾病中成药产品整体独特性较好，前十大品牌中 OTC 类的占大多数，除蒲地蓝消炎口服液、开喉剑喷雾剂（含儿童型）和新癍片外，其余 7 个都为 OTC 类产品。

开喉剑喷雾剂投入市场以来，以其疗效显著、使用方便和副作用小，获得广大专科医生与患者家属的好评，销量也迅速增加。公司致力于使其成为 OTC(非处方药)并计划向国家食品药品监督管理总局申报开喉剑喷雾剂（含儿童型）成为 OTC 产品。

开喉剑喷雾剂（含儿童型）由于是公司独家品种，产品独特性好，而且副作用小，转为 OTC 类有利于患者购药便利和拓展药品销售范围，扩大公司药品市场份额。

图表4： 2011-2014 年开喉剑喷雾剂市场排名

品种	厂家	品种注册企业数	是否进基药目录	是否进国家医保目录	OTC
蒲地蓝消炎口服液	江苏济川制药	1	否	否	否
蓝芩口服液	江苏扬子江药业	1	否	乙类	乙类
金嗓子喉片	广西金嗓子药业	1	否	否	甲类
清喉利咽颗粒	桂龙药业(安徽)有限公司	2	否	否	甲类
西瓜霜喷剂	广西桂林三金药业	2	否	乙类	甲类
西瓜霜润喉片	广西桂林三金药业	1	否	否	甲类
开喉剑喷雾剂	贵州三力制药	1	否	乙类(限儿童)	否
口炎清颗粒	广州白云山和记黄埔中药	2	是	乙类	甲类
复方草珊瑚含片	江西江中制药	1	否	否	乙类



新癬片	福建厦门中药	1	否	乙类	否
-----	--------	---	---	----	---

资料来源：南方医药经济研究所

#### （四）布局儿童大健康，打造儿科全产业链

公司正在积极布局儿童大健康，包括在儿童药品、儿童诊疗和儿童护理等多方面打造儿科全产业链布局，与公司现有以开喉剑喷雾剂（含儿童型）为主的产品结构形成互补，减少依赖单一产品经营风险，打开成长天花板。

儿童药品方面通过外延并购与研发儿童用药，丰富公司产品线。目前公司已与国内两家儿科药制药企业达成初步购买意向，并购完成后将建立针对基本常见型儿童病的产品群。公司未来将加大植物提取物单体的研发投入，适时进入生物制药领域。

在儿童诊疗方面，建立中高端儿童诊疗及健康管理中心。计划在未来五年在全国范围内建立 50 家中高端儿童诊疗及健康管理中心。目前河北、江苏、福建的项目已经完成立项，杭州的诊疗中心已经装修完成，预计 2016 年上半年开始营业。

在儿童护理板块，从国外引进儿童护理产品或对其进行收购。公司准备从澳洲和欧洲引进一些儿童护理企业的产品或者对其企业进行收购，利用现有的本土渠道进行销售和推广。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。产品将覆盖护肤品、清洁用品和营养品。

### 三、未来三年盈利预测及估值

公司现在主要产品为开喉剑喷雾剂（含儿童型）、强力天麻杜仲胶囊，其中开喉剑喷雾剂（含儿童型）贡献绝大部分营收和毛利，其他产品贡献较小，因此开喉剑喷雾剂的销售增长情况对现在公司整体增长影响最大。

开喉剑喷雾剂是咽喉疾病中成药类，据南方医药经济研究所数据，2011-2014 年，咽喉疾病中成药总体市场年复合增长率为 15.84%，而喷雾剂剂型年复合增长率显著高于咽喉疾病中成药整体，为 24.38%。2014 年和 2015 年，公司儿童型开喉剑喷雾剂营业收入年增速分别为 77.5%和 35.2%，我们预测未来三年，不考虑外延并购影响，公司内生营业收入在开喉剑喷雾剂的带动下，保持营收 35%、30%、25%的年增长速度。

图表5： 未来三年盈利预测表

单位：万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	26,687.8	35,904.2	48,470.7	63,011.9	78,764.8
增长率 YoY	67.50%	34.53%	35.00%	30.00%	25.00%
营业成本	10,149.3	13,564.7	18,418.8	23,944.5	29,930.6
毛利率	61.97%	62.22%	62.00%	62.00%	62.00%
营业税金及附加	367.4	516.9	678.6	888.5	1,110.6
销售费用	12,035.7	15,696.2	21,230.1	27,725.2	34,656.5
管理费用	874.7	1,034.2	1,454.1	2,016.4	2,678.0
财务费用	228.8	51.4	0.0	0.0	0.0
利润总额	3,398.5	6,126.5	6,689.0	8,437.3	10,389.1
所得税	499.1	865.5	969.9	1,223.4	1,506.4
归属母公司净利润	2,899.4	5,261.0	5,719.1	7,213.9	8,882.7



净利润增长率 YoY	49.66%	81.45%	8.71%	26.14%	23.13%
完全摊薄 EPS (元)	0.58	0.47	0.51	0.65	0.80
参考股本(万股)	5015.0	11144.5	11144.5	11144.5	11144.5
市盈率 (以 4 月 11 日收盘价 18.4 元基准)	31.8	39.0	35.9	28.4	23.1

资料来源: Wind, 联讯证券

注: 2015 年公司获得来自政府补助和技术转让合计约 910 万元的营业外收入, 扣除此项影响后, 2016 年预测净利润同比 2015 年扣非后的净利润增长约 32.0%。

我们预测 2016-2018 年每股 EPS 0.51/0.65/0.80 元, 以 4 月 11 日收盘价 18.4 元为基准, 对应市盈率为 35.9/28.4/23.1 倍。

咽喉疾病类中成药可比公司有主板上市公司济川药业 (600566, 代表产品蒲地蓝口服液)、桂林三金 (002275, 代表产品西瓜霜系列), 两个公司产品都位列咽喉疾病类前十大中成药行列, 具有代表性。济川药业和桂林三金 PE (TTM) 分别为 27.3 倍和 33.8 倍, 考虑到三力制药的开喉剑喷雾剂主要为儿科用药, 剂型为喷雾剂, 近三年营收增速 (CAGR54.9%) 显著高于济川药业 (CAGR 24.1%) 和桂林三金 (CAGR -2.7%)。我们认为基于上述理由, 给予三力制药 35-40 倍 PE 估值比较合理, 2016 年目标价 20.4 元, 给予增持评级。

#### 四、风险提示

药品降价风险, 单一产品营收占比过大经营风险, 儿童大健康布局进度不及预期。



## 分析师承诺

本人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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。