

三力制药(832708)
依托核心产品打造儿科全产业链
基本数据

2016年8月31日	
收盘价(元)	16.0
总股本(亿股)	1.28
流通股本(万股)	6986
总市值(亿元)	20.51
每股净资产(元)	3.59
PB(倍)	4.46

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	266.88	359.04	484.70	630.12	787.64
净利润(百万元)	28.99	52.61	65.93	86.16	108.08
毛利率	62.0%	62.2%	62.2%	61.2%	61.2%
净利率	10.9%	14.7%	13.6%	13.7%	13.7%
ROE	34.3%	32.3%	26.4%	26.5%	25.6%
EPS(元)	0.23	0.41	0.51	0.67	0.84

投资评级：中性（首次）

中成药制造企业。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。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，其中开喉剑喷雾剂（含儿童型）为独家品种。

儿童大健康行业迎来发展契机。目前儿童人数及在人口中的占比处于低谷向上爬的起步阶段，二孩政策将促使我国迎来第四次婴儿潮，儿童人数在未来几年将持续增长。

儿童诊疗是国内医疗行业痛点，近年儿童门诊增长迅速，但我国儿科医师缺口巨大，儿童诊疗行业供给矛盾突出，亟待系统性服务供给，民营资本进入儿童诊疗与护理领域的时机已经到来。

布局儿童大健康。公司规划深度发展儿童药品、儿童诊疗和儿童护理三个领域的业务。通过研发与并购建立针对基本常见儿童病的产品群，未来五年在全国建立 50 家中高端儿童诊疗及健康管理中心。

核心产品市场占有率提升。近几年，开喉剑喷雾剂（含儿童型）市场占有率增长迅速，市场份额排名不断上升。2014 年，开喉剑喷雾剂在咽喉疾病中成药市场份额的排名第 7 位；在喷雾剂细分市场市场份额排名第 2 位，医院终端市场份额排名第 1 位。

盈利预测

预测公司 2016、2017、2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 6593 万元、8616 万元、10808 万元，每股收益分别为 0.51 元、0.67 元、0.84 元。2016 年 8 月 31 日收盘价对应于公司 2016、2017、2018 年动态市盈率分别为 31.1 倍、23.8 倍、19.0 倍。

风险提示

药品价格变动风险，产品结构单一风险。

研究员 王静

wangjing@wtneeq.com

010-85715117



目 录

风险分析	1
中成药制造企业	2
儿童大健康行业迎来良好契机	3
核心产品市场占有率提升	4
规模较快扩张，布局儿童大健康	6
盈利预测	8

图表目录

图表 1 公司高管人员变动情况.....	1
图表 2 公司主要产品及功能.....	2
图表 3 前十大股东持股情况.....	3
图表 4 儿科用药市场规模.....	3
图表 5 我国 0-14 岁人口占比	4
图表 6 开喉剑喷雾剂市场份额排名.....	5
图表 7 三力制药收入、利润及增长情况.....	6
图表 8 三力制药费用率和利润率指标.....	6
图表 9 公司经营计划.....	7
图表 10 三力制药盈利预测.....	8

■ 风险分析

● 控制人与管理层

公司挂牌后，控股股东未减持公司股份，未发生过股权质押行为，发生三次高级管理人员变更。

图表 1 公司高管人员变动情况

日期	原任	新任
2015 年 10 月 15 日	监事熊鑫辞职，辞职后继续担任公司其它职务。	何元吉
2016 年 1 月 21 日	饶永平已达退休年龄，不再担任公司副总经理职务。	谢镇
2016 年 8 月 12 日		任命张千帆为公司董事会秘书

资料来源：choice

● 行业与公司经营

药品价格变动风险。2015 年 5 月，发改委等七部门联合发出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，规定除麻醉药品和第一类精神药品外，其他药品价格通过不同的方式由市场形成。目前新的定价机制尚未形成，其对药品价格的影响存在不确定性。但总体而言，药品价格将更大程度由市场竞争决定，若公司产品不能持续保持较强的竞争力，则可能存在价格下降的风险。

产品结构单一风险。2016 年上半年，开喉剑喷雾剂收入占公司营收收入比重为 94.24%，公司除开喉剑喷雾剂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。

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。

● 财务

根据公开信息，未发现潜在财务风险。

■ 中成药制造企业

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。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，其中开喉剑喷雾剂（含儿童型）为独家品种，上述3种产品2013年和2014年营业收入分别占当期主营业务收入的95.94%、97.69%。

图表 2 公司主要产品及功能

产品	外观	用药类别	功能主治
开喉剑喷雾剂（儿童型）		儿科呼吸系统和口腔用药	中医：清热解毒，消肿止痛。用于急、慢性咽喉炎，扁桃体炎，咽喉肿痛，口腔炎，牙龈肿痛。 苗医：旭噶凯沓痂，决安挡孟。
开喉剑喷雾剂		呼吸系统用药	中医：清热解毒，消肿止痛。用于肺胃蕴热所致的咽喉肿痛，口干口苦，牙龈肿痛以及口腔溃疡，复发性口疮见以上正后者。 苗医：抬蒙蒙宋宫症。蒙噶宫昂，来罗拉米。
强力天麻杜仲胶囊		心脑血管用药	散风活血，舒筋止痛。用于中风引起的筋脉掣痛，肢体麻木，行走不便，腰腿酸痛，头痛头昏等。

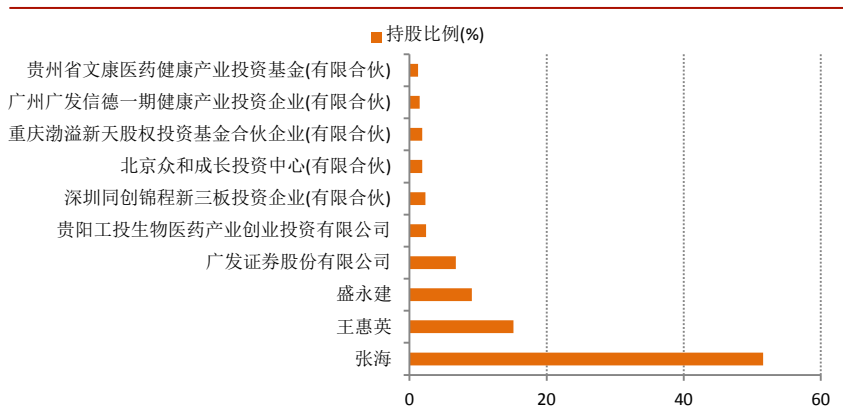
资料来源：公开转让说明书

公司已成为行业领军的儿童中成药企业，同时聚焦儿童大健康，深度发展儿童药品、儿童诊疗、儿童护理三个板块的业务。

公司控股股东、实际控制人为张海。

张海，1985年生，研究生学历。曾就职于澳洲 Optus 电信网络公司，任市场调研员；2008年至今，就职于贵州三力制药有限责任公司，历任贵州地区销售经理、销售总监、董事长兼总经理，现任公司董事长兼总经理。

图表 3 前十大股东持股情况



数据来源: choice

■ 儿童大健康行业迎来良好契机

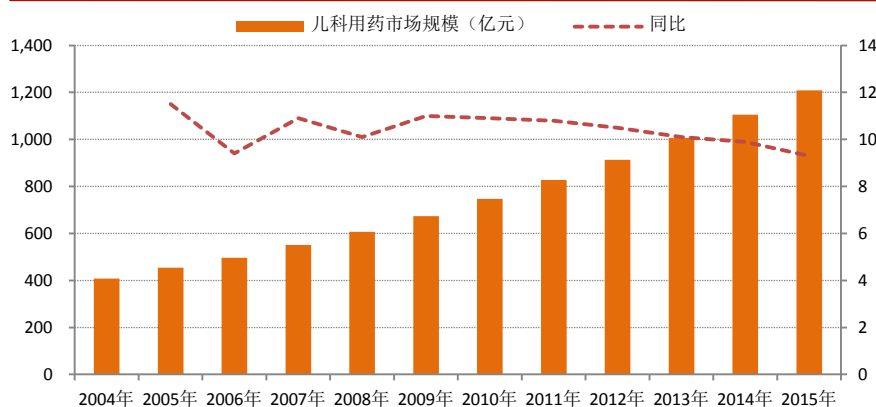
● 医药行业将继续保持较高增速

我国医药行业大致经历了 2004-2010 年依靠政策红利的高速增长期, 以及 2011-2013 年政策变局加剧行业分化的多空交织期, 直至从 2014 年开始, 随着医改进入深水区, 产业并购风起云涌, 医药行业正式进入挑战与机遇并存的新时期。

医药市场增速出现回落, 但由于人口老龄化、疾病负担能力增强、健康意识提高等多个利好因素, 未来医药市场仍将维持较高增速。

● 儿童大健康行业迎来良好契机

图表 4 儿科用药市场规模

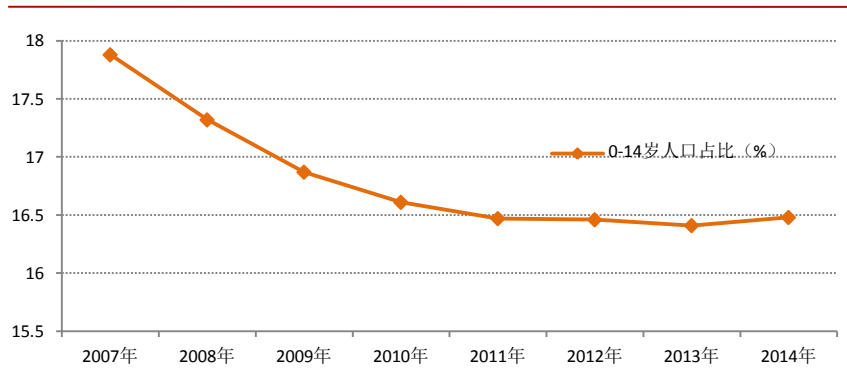


数据来源: CHOICE

我国儿科用药市场规模持续较快增长, 2015 年已超 1200 亿, 2006-2015 年复合增长率接近 10%。

我国儿童人口基数庞大, 占人口总量近 2 成, 截止 2014 年, 0-14 岁儿童共有 2.21 亿人。

图表 5 我国 0-14 岁人口占比



数据来源：CHOICE

目前儿童人口数及在人口中的占比处于低谷向上爬的起步阶段，二孩政策将促使我国迎来第四次婴儿潮，儿童人口数在未来几年将持续增长。到 2024 年，儿童人口有望达到约 2.65 亿。

儿童诊疗是国内医疗行业痛点，亟待系统性服务供给。2002-2014 年间，儿童门诊增长迅速，但我国儿科医师缺口巨大，儿童诊疗行业供给矛盾突出。目前，民营资本进入儿童诊疗与护理领域的时机已经到来。

● 发病率上升带动咽喉疾病中成药市场规模增长

咽喉疾病是咽部疾病和喉部疾病的统称，是公司主打产品——开喉剑喷雾剂最主要的适用疾病。近年来，我国城市空气质量下降明显，在体检人群中咽喉疾病发病率在 25% 左右。

根据南方医药经济研究所数据，2011-2014 年，我国咽喉疾病中成药总体市场销售额从 70.39 亿元增长到 109.41 亿元，复合增长率为 15.84%，市场成长性较好。我国咽喉疾病中成药的剂型较多，主要是口服剂型，包括片剂、口服液、喷雾剂等，其中口服液和喷雾剂增速较快。喷雾剂近几年销售额从 5.17 亿元增至 9.95 亿元。

■ 核心产品市场占有率提升

● 核心产品市场占有率不断提升

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、3 项列入地方增补基本药物目录。公司在保持现有产品稳定增长的前提下，将继续在产品储备中探索具有竞争力和市场潜力的产品。

公司核心产品开喉剑喷雾剂（含儿童型）是独家品种，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。

图表 6 开喉剑喷雾剂市场份额排名

	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

资料来源：南方医药经济研究所

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，市场份额排名不断上升，在同类产品中拥有较强的市场竞争力。

● 贵州药材资源提供原料保障

公司地处的贵州省，与云南、四川、广西并称为我国四大道地药材基地，素有“夜郎无闲草，黔地多灵药”之说。在全国统一普查的 363 个重点品种中，贵州有 326 种，其中有道地药材如天麻、杜仲、吴茱萸、三七、银杏、茯苓、石斛、半夏、何首乌等数十种，总蕴藏量为 6500 万吨。

贵州丰富的中药材资源为公司提供了可靠的原材料保障，确保了中药材的稳定供应。

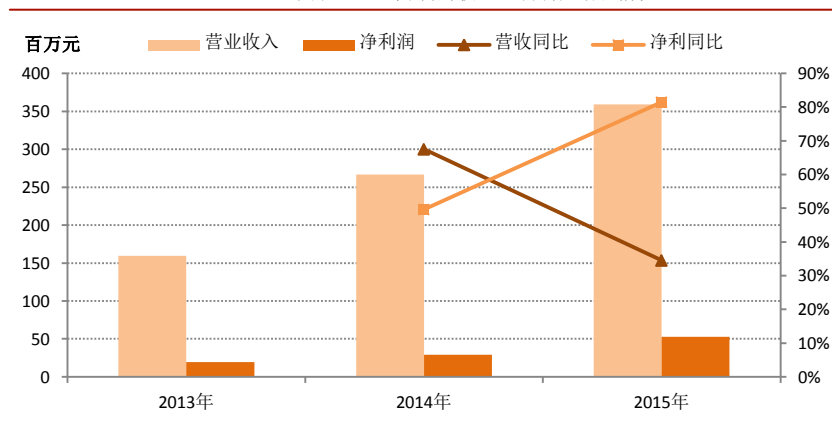
● 产品已覆盖 3000 家二甲以上医院

公司产品获得了市场深度认可，覆盖国内 3000 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。2014 年、2015 年公司销售的医药商业公司分别有 676 家和 692 家，分布于全国 30 个省市。

■ 规模较快扩张，布局儿童大健康

● 收入、利润较快增长

图表 7 三力制药收入、利润及增长情况

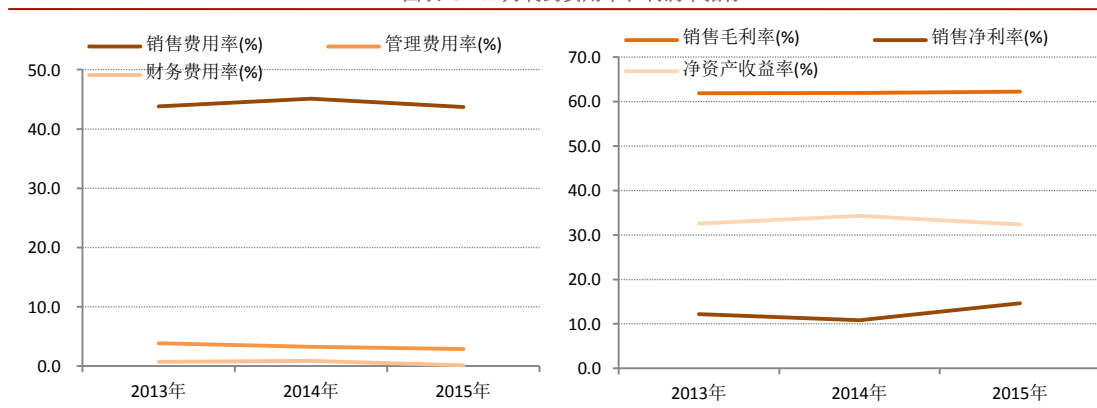


数据来源: choice

公司收入规模持续扩张,2015年,实现营业收入3.59亿元,同比增长34.53%;实现净利润5261.0万元,同比增长81.45%。

收入增长主要因为公司加强了推广力度,面向医院和市场销售规模增加,客户群体增加,2015年公司销售的医药商业公司由2014年的676家增长至692家。同时,公司优化内部流程,降低管理成本,使净利润实现大幅增长。

图表 8 三力制药费用率和利润率指标



数据来源: choice

毛利率和 ROE 较高。公司三项费用率和各项利润率均比较稳定,销售毛利率较高,保持在60%以上,但由于销售费用率也比较高,导致净利润率并不高。

公司净资产收益率保持在30%以上,2015年由于增发使净资产规模短期扩张较大,净资产收益率有所下降。

● 布局儿童大健康

公司发展战略为：深度发展**儿童药品**、**儿童诊疗**和**儿童护理**三个领域的业务，实现儿童大健康企业的定位和品牌建设。

图表 9 公司经营计划

类别		经营计划
销售渠道扩张	二甲以上医院	预计两年内，开喉剑喷雾剂（含儿童型）将覆盖 5000 家二甲以上医院 （目前 3000 家）。
	二甲以下医院	将民营医院、县级医院和社区医院等终端列入销售目标，预计两年内至少覆盖 2000 家二甲以下医院 。
	药品申报	致力于使开喉剑喷雾剂成为 OTC，计划向国家药监局申报其成为 OTC 产品。
儿童大健康	儿童药品	2016 年，将着重于并购与研发，打造儿童药品产品群，覆盖咽喉、感冒、退热、消食、止泻等治疗领域。已与两家儿科药企达成初步意向，并购完成后将 建立针对基本常见儿童病的产品群 。 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 。
	儿童诊疗	未来五年在全国建立 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。
	儿童护理	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。 已与澳洲两家企业达成初步意向，产品将覆盖护肤品、清洁用品和营养品。

资料来源：公司年报

■ 盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析, 对公司进行盈利预测, 预测公司 2016、2017、2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 6593 万元、8616 万元、10808 万元, 每股收益分别为 0.51 元、0.67 元、0.84 元。2016 年 8 月 31 日收盘价对应于公司 2016、2017、2018 年动态市盈率分别为 31.1 倍、23.8 倍、19.0 倍。

图表 10 三力制药盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	266.88	359.04	484.70	630.12	787.64
净利润(百万元)	28.99	52.61	65.93	86.16	108.08
毛利率	62.0%	62.2%	62.2%	61.2%	61.2%
净利率	10.9%	14.7%	13.6%	13.7%	13.7%
ROE	34.3%	32.3%	26.4%	26.5%	25.6%
EPS(元)	0.23	0.41	0.51	0.67	0.84

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

