

日期: 2016年10月10日

行业: 新三板



分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

挂牌券商

广发证券

### 主要股东 (2016-06-30)

张海	51.57%
王惠英	15.17%
盛永建	9.10%

### 收入结构 (2016年6月)

开喉剑喷雾剂 (含儿童型)	94.24%
---------------	--------

# 儿童咽喉中成药领军企业 积极布局儿童大健康领域

## ■ 投资摘要

### 主营突出 专注咽喉领域中成药

公司立足于医药制造业, 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, 主要产品有开喉剑喷雾剂 (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, 儿童型进入国家医保目录。公司拥有通过 GMP 认证的硬胶囊剂和喷雾剂生产和 6 项专利, 拥有的药品有 7 项列入国家医保目录。

### 积极布局儿童大健康领域

国家“二胎政策”的全面放开, 促使我国迎来第四次婴儿潮, 每年新生儿的数量有望提升到 1900 万, 儿童药需求将大大提高。公司目前已成为细分行业领军儿童中成药企业, 产品覆盖 3000 家以上二甲医院, 未来仍会积极拓展医院终端。同时公司聚焦儿童大健康, 深度发展儿童药品、儿童诊疗、儿童护理三个板块的业务。

### 其他

公司 2015 年 8 月份挂牌, 挂牌券商为广发证券股份有限公司, 总股本 1.28 亿股, 转让方式从 2015 年 10 月 12 日起由协议转让改为做市转让, 做市商分别为广发证券股份有限公司和国海证券股份有限公司。2016 年 6 月 24 日, 公司满足《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法 (试行)》的规定, 进入创新层。6 月 1 日公司完成首次公开发行股票并上市的辅导备案登记。截至 10 月 10 日, 公司总市值 22.43 亿元, 流通市值 12.22 亿元。

## ■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2014A	2015A	2016H1
营业收入	267	359	483
同比增长率	67.5%	34.5%	34.6%
归属于挂牌公司的净利润	29	53	70
同比增长率	49.7%	81.5%	33.7%
每股收益 (元)	0.23	0.41	0.55

注: 按最新股本摊薄

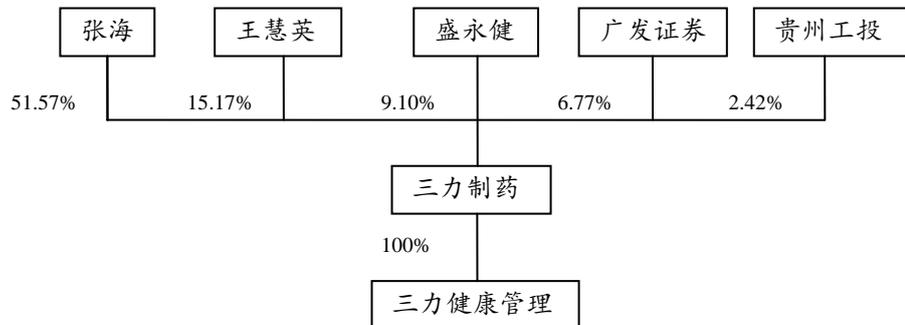
## 一、公司概况

### 1.1 公司概况

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，主要产品有开喉剑喷雾剂（儿童型、成人型）、和强力天麻杜仲胶囊等，其中开喉剑喷雾剂（含儿童型）为独家品种。公司拥有通过 GMP 认证的硬胶囊剂和喷雾剂生产和 6 项专利，拥有 7 个国家医保目录品种。

公司控股股东和实际控制人为张海，直接持有公司 51.57% 的股份。贵州三力健康管理有限公司系公司全资子公司。

图 1 公司股权关系



数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 1.2 主营收入和净利润快速增长

公司 2013 年~2016H1，公司主营业务收入分别为 15,932.61 万元、26,687.77 万元、35,904.19 万元和 19,616.02 万元，同比增长率分别为 67.50%、34.53%、37.74%。

同期公司实现归母净利润分别为 1,937.30 万元、2,899.42 万元、5,261.01 万元和 3,405.47 万元，同比增长率分别为 49.66%、81.45% 和 42.37%，公司收入和利润保持快速增长趋势。

公司主营收入按产品分为开喉剑喷雾剂（儿童型）、开喉剑喷雾剂和强力天麻杜仲胶囊。2013~2014 年，开喉剑喷雾剂（儿童型）收入分别占公司主营收入的 71.86% 和 76.13%，同期开喉剑喷雾剂（儿童型、成人型）收入分别占公司主营收入的 82.34% 和 89.42%，2015 年、2016 年上半年开喉剑喷雾剂（含儿童型）占公司营收收入比重为 76.52%、94.24%，是公司主营业务收入的主要来源。

2013~2014 年，开喉剑喷雾剂（儿童型）毛利分别占公司营业

毛利的 81.62%、83.82%，2013 年~2016H1，开喉剑喷雾剂（儿童型、成人型）毛利占营业毛利的比重为 92.40%、97.36%、82.95%、88.66%，开喉剑喷雾剂为公司利润的主要来源。

2013 年~2016H1，公司综合毛利率分别为 61.89%、61.97%、62.22%、63.50%，处于上涨趋势。其中开喉剑喷雾剂儿童型的毛利率约为 68%，成人型约为 63%。同期开喉剑喷雾剂（尤其是儿童型）销售占比提升，推动了公司整体毛利率的提高。

图 2 公司近年来收入及净利润增长

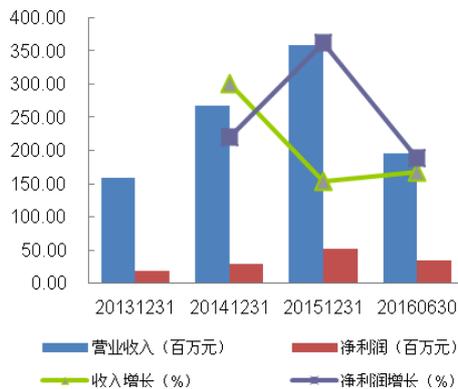
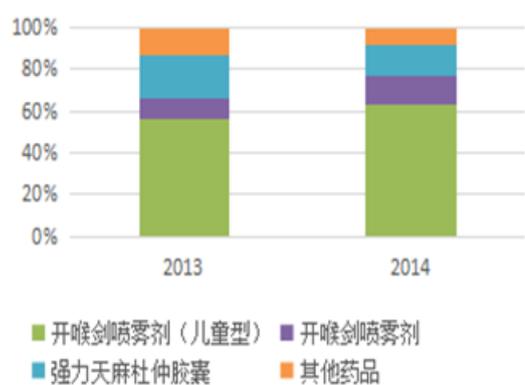


图 3 公司主营收入结构



数据来源：Wind 上海证券研究所

数据来源：股转说明书 上海证券研究所

## 二、公司产品及销售模式

### 2.1 公司主要产品概况

公司目前生产的品种 10 个，其中独家品种 2 个、OTC 品种 7 个，其中 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。

公司主要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（儿童型、成人型）为独家品种，主要用于咽喉疾病治疗，儿童型是 CFDA 唯一批准的儿童口腔咽喉类疾病喷雾剂型。开喉剑喷雾剂（儿童型）的国内多家儿童医院临床资料显示，开喉剑喷雾剂（儿童型）对咽喉炎、扁桃体炎、口腔溃疡等儿童最常见的呼吸道感染性疾病有显著疗效。此外，多篇医疗临床研究文献表明，开喉剑喷雾剂（儿童型）能有效防治小儿手足口病。

表 1 公司主要产品介绍

产品名称	用药类别	功能主治
开喉剑喷雾剂 (儿童型)	儿科呼吸系统 及口腔用药	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，泐安挡孟。徒：纳，蒙噶官昂，江杠房，水噶果西。
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。蒙噶官昂，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。

数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 4 公司目前在产品种

序号	产品名称	剂型	批准文号	类别	独家品种
1	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、广东增补基本药物目录品种	是
2	开喉剑喷雾剂	喷雾剂	国药准字 Z20026493	浙江、广东增补基本药物目录品种	是
3	强力天麻杜仲胶囊	胶囊剂	国药准字 Z52020007	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	否
4	脑立清胶囊	胶囊剂	国药准字 Z19993045	国家医保目录品种, OTC品种	否
5	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	否
6	三七胶囊	胶囊剂	国药准字 Z20027694	国家医保目录品种, 国家基本药物目录品种, OTC品种	否
7	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	否
8	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	否
9	杞菊地黄胶囊	胶囊剂	国药准字 Z20033013	国家医保目录品种、国家基本药物目录品种、OTC品种	否
10	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	否

数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 2.1.1 开喉剑喷雾剂（儿童型）

开喉剑喷雾剂（含儿童型）属独家品种，主要用于咽喉疾病治疗，其中儿童型是 CFDA 唯一批准的儿童口腔咽喉类疾病喷雾剂型。开喉剑喷雾剂（儿童型）的国内多家儿童医院临床资料显示，开喉剑喷雾剂（儿童型）对咽喉炎、扁桃体炎、口腔溃疡等儿童最常见的呼吸道感染性疾病有显著疗效。此外，多篇医疗临床研究文献表明，开喉剑喷雾剂（儿童型）能有效防治小儿手足口病。

咽喉类疾病发生在咽喉部位，口服类药物经过胃肠吸收后生物利用度低。喷雾剂可直接作用于咽喉、扁桃体等病灶，直接吸收、起效快、疗效高、疗程短，是其他剂型难以达到的。此外，作为儿童用药，喷雾剂喷用剂量小、用药方便，特别适用于服药较为困难的儿童，因此倍受医生和家长青睐。

## 2.2 销售模式

公司目前已经建立了较为完善的营销网络，产品覆盖到国内3000多家二甲以上医院。其中开喉剑喷雾剂（含儿童型）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。

## 三、行业背景及公司竞争优势

### 3.1 两孩放开将推动儿童药市场规模持续增长

我国儿童人口基数庞大，占人口总量近2成。截止2014年，我国0-14岁儿童共有2.21亿人，占全国总人口16.6%。“二胎政策”全面放开促使我国迎来第四次婴儿潮。今后5年，每年新生儿的数量有望提升到1900万。未来十年儿童人口持续增长，到2024年，儿童人口占比有望达到18.3%，约2.65亿。

从规模总量看，2012年国内儿童用药（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，2005-2012年的复合增长率约为11.7%。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668.9亿元；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1213.4亿元。

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、儿童专用药研发难度较大等问题。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3000多条，近8成的品种为中成药。全国6000多家药厂中，专门生产儿童药的企业只有10多家。九成药品无儿童剂型，儿童服用减量成人药存隐患。

国家自2012年起出台了一系列的政策支持儿童用药的发展。在儿童用药审评方面，2013年2月CFDA发布了《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励创新的意见》，鼓励生产企业积极研发仿制药的儿童专用规格和剂型，可见，未来儿童药市场潜力巨大。

### 3.2 环境恶化导致呼吸系统疾病日益严峻 中成药在呼吸用药中占有较大比重

近年来，我国城市空气质量下降明显，导致呼吸系统疾病高发。根据南方医药经济研究所数据，2011年~2014年，我国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。

从剂型上看，咽喉疾病中成药中，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，复合增长率为24.38%。

### 3.3 开喉剑喷雾剂在我国咽喉中成药市场占有一席之地

儿童是咽喉疾病的高发人群，但儿童用药一直是我国药品监管中的短板，儿童用药面临着严重的品种、剂型、规格的不足。适合儿童使用的剂型主要有口服溶液剂型（包括可在使用前制成液体的颗粒剂等）、注射剂、皮肤黏膜剂、吸入雾化/喷雾剂。

开喉剑喷雾剂是独家品种，拥有同类中成药中少见的儿童专用规格并进入国家医保目录，近4年来增长迅速。在喷雾剂医院市场，已经连续三年位居同类第一。在咽喉疾病中成药喷雾剂市场中的排名稳居第二，并且与领导品牌西瓜霜喷雾剂的差距越来越小。

图5 中成药市场前五品牌

品种	厂家	2011年	2012年	2013年	2014年	复合增长率
西瓜霜喷雾剂	桂林三金药业	2.80	3.22	3.40	3.59	8.73%
开喉剑喷雾剂	贵州三力制药	0.41	1.06	1.65	3.00	94.48%
口腔炎喷雾剂	黑龙江天龙药业	0.65	1.01	1.25	1.57	34.61%
金喉健喷雾剂	贵州宏宇药业	0.48	0.56	0.58	0.55	5.17%
口腔炎喷雾剂	江西珍视明药业	0.21	0.30	0.30	0.30	12.60%

数据来源：公司公告 上海证券研究所

图6 开喉剑喷雾剂市场地位

市场	市场排名			
	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

数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 3.4 公司竞争优势

#### 3.4.1 产品竞争优势

开喉剑喷雾剂（含儿童型）为公司独家产品，尤其是儿童型是较为罕见的儿童专用药，已进入国家医保目录。

#### 3.3.2 药材资源优势

公司地处的贵州省，贵州气候适宜中药材生长，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。丰富的中药材资源为本公司提供了可靠的原材料保障，确保了中药材的稳定供应。

#### 3.4.3 市场需求优势

儿童是咽喉疾病的高发人群，但儿童用药一直是我国药品监管中的短板，儿童用药面临着严重的品种、剂型、规格的不足。开喉剑喷雾剂是适合儿童使用的喷雾剂型，兼有成人和儿童规格和包装，针对儿童用药也进行了充分的临床验证，儿童规格还进入国家医保目录，是咽喉用药中少有的适合儿童的品种。

### 3.5 发展规划：公司聚焦儿童大健康，深度发展儿童药品、儿童诊疗、儿童护理三个板块的业务

公司拳头产品开喉剑喷雾剂在医院终端的推广中独具优势，同时通过处方带动，在零售终端市场上也取得了显著的进步。公司目前已成为细分行业领军儿童中成药企业，未来在积极拓展现有药品销售渠道的同时，将聚焦儿童大健康，深度发展儿童药品、儿童诊疗、儿童护理三个板块的业务。

#### 3.5.1 扩展现有拳头产品的销售渠道

目前公司产品已经覆盖国内 3000 家二甲以上的医院，预计未来两年内，开喉剑喷雾剂（含儿童型）将覆盖达 5000 家二甲以上的医院。

公司还将民营医院、县级医院和社区医院等终端列入销售目标。在公司现有的多种销售模式的混合驱动下，预计在两年内至少覆盖 2000 家二甲以下医院。

此外，公司正在申请将开喉剑喷雾剂（含儿童型）转为 OTC 产品，以促进其零售终端销售。

#### 3.5.2 布局儿童大健康

(1) 在儿童药品板块，2016 年，公司将通过并购与研发两个途径，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。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。

(2) 在儿童诊疗板块，公司计划未来五年，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 年开始营业。

(3) 在儿童护理板块，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。

## 四、公司财务分析

### 主营业务收入稳定增长

公司主营业务收入稳定增长，总体呈现良好的发展势头。公司 2015 年营业收入 3.59 亿元，同比增加 34.53%；净利润 0.53 亿元，同比增长 81.45%。

2016 年上半年，公司实现营业收入 1.96 亿元，实现扣非后净利润 0.34 亿元，扣非净利润同比增加 42.37%，EPS0.31 元。

2013-2015 年公司综合毛利率分别为 61.89%、61.97% 和 62.22%。

**表 2 公司近三年的收入和利润变化**

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	20160630
营业收入 (亿元)	1.59	2.67	3.59	1.96
收入增长率 (%)	-	67.50	34.53	38.74
净利润 (亿元)	0.19	0.29	0.53	0.34
净利润增长率 (%)	-	49.66	81.45	42.37
综合毛利率 (%)	61.89	61.97	62.22	63.50

数据来源：公司公告 上海证券研究所

**表 3 公司主要会计数据和财务指标**

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	20160630
资产总计 (万元)	19,961.61	24,858.49	30,266.57	59,350.27
归属于申请挂牌公司股东权益合计 (万元)	6,909.17	10,891.59	21,652.60	25,058.07
归属于申请挂牌公司的每股净资产 (元)	1.42	2.17	1.94	2.25

资产负债率	65.39%	56.19%	28.46%	57.78%
流动比率（倍）	1.35	1.39	2.18	1.39
速动比率（倍）	1.09	1.11	1.44	1.16
应收账款周转率（次）	4.24	4.33	4.37	1.88
存货周转率（次）	1.79	2.76	2.74	1.07

数据来源：公司公告 上海证券研究所

## 五、两次定增增强公司资本实力

2015年7月和2016年4月，公司分别以每股9.87元和每股12.50元的价格两次定向增发了5572300股和16731000股，募分别集资金5500万元和27000万元。筹集资金主要用于补充流动资金。增发后公司控股股东、实际控制人仍为张海。

## 六、风险因素

### 6.1 产品结构单一风险

2016年上半年开喉剑喷雾剂（含儿童型）占公司营收收入比重为94.24%，毛利占营业毛利的比重为88.66%。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。

### 6.2 原材料价格变动的风险

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。

### 6.3 产品价格变动风险

随着药品定价改革的深化，药品价格将更大程度由市场竞争决定，若未来公司产品不能持续保持较强的市场竞争力，则可能存在价格下降的风险，进而影响公司利润水平。

## 七、其他

公司2015年8月份挂牌，挂牌券商为广发证券，总股本1.28亿股，转让方式从2015年10月12日起由协议转让改为做市转让，做市商分别为广发证券和国海证券。

2016年6月24日，公司进入创新层。

6月1日在中国证券监督管理委员会贵州监管局（以下简称“贵

州证监局”）完成首次公开发行股票并上市的辅导备案登记。截至10月10日，公司总市值22.43亿元，流通市值12.22亿元。

## 分析师承诺

魏赟

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。