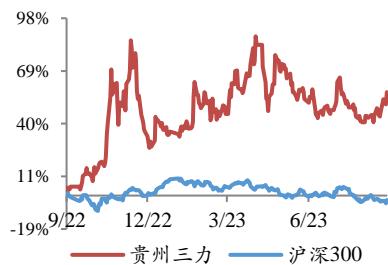


前三季度业绩亮眼，并表汉方未来业绩增厚可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-24

收盘价（元）	16.90
近 12 个月最高/最低（元）	20.22/10.74
总股本（百万股）	410
流通股本（百万股）	408
流通股比例（%）	99.63
总市值（亿元）	69
流通市值（亿元）	69

公司价格与沪深 300 走势比较

分析师：谭国超

执业证书号: S0010521120002

邮箱: tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号: S0010522070002

邮箱: licx@hazq.com

主要观点：
● 事件：

贵州三力 2023 年 9 月 21 日晚间发布业绩预报，前三季度预计收入 9.32~10.51 亿元，同比增长 31.23%~47.99%。净利润约 1.5 亿元~1.7 亿元，同比增长 44.54%~62.97%。扣非净利润约 1.4 亿元~1.6 亿元，同比增长 48.27%~67.17%。

9 月 22 日，公司公告拟以现金出资 4.176 亿元方式收购贵安新区顺祺商业运营管理中心（有限合伙）持有的汉方药业 38.80% 股权，以现金出资 8197 万元收购公司董事、持股 5% 以上股东盛永建持有的汉方药业 11.46% 股权。公司已于 2020 年 12 月参股汉方药业，持有其 25.64% 股权，本次收购完成后，公司将持有汉方药业 75.90% 股权，汉方药业将纳入公司合并范围。

● 分析点评
三季度业绩优秀，核心产品+并购品种放量

三季度高增长，扣非端单 Q3 同比增长中值超 50%。经初步计算，单 Q3 公司收入为 3.01~4.20 亿元，同比 7.45%~49.90%，中值为 28.7%。归母净利润为 0.49~0.68 亿元，同比增长 23.22%~71.39%，中值为 47.31%。扣非归母净利润为 0.45~0.63 亿元，同比增长 30.41%~83.12%，中值为 56.77%。

开喉剑 OTC 品牌提升，并购公司带来增量。2023 年第三季度，公司 OTC 渠道的建设开始逐步上量，使得公司营收保持稳定增长。对外投资影响方面，公司于 2022 年控股的德昌祥以及 2023 年间接控股的云南无敌均实现盈利，对上市公司的营业和利润带来了积极的影响。

汉方制药并表增厚未来收入利润，公司产品矩阵进一步丰富

汉方药业拥有 8 种剂型，80 个批准文号，其中独家品种 20 个，专利品种 9 个，独家苗药 8 个；医保品种 38 个，其中国家医保品种 12 个，独家国家医保品种 2 个，非独家国家医保品种 10 个，区域和省医保 26 个。目前主要销售产品是芪胶升白胶囊、黄芪颗粒、日舒安洗液（湿巾）、儿童回春颗粒、妇科再造胶囊。

贵州三力自 2020 年 12 月参股汉方药业以来，协助汉方药业梳理管理架构、销售体系。2 年多以来，汉方药业在管理和销售方面，都取得了巨大的提升。在公司完成增资扩股引入贵州三力成为新股东后，公司改善了资金问题，进行了部门整合，销售渠道也得到进一步提升，加之中医药行业市场得到扩展，在诸多利好情况下，公司集中优势力量发展大品种，公司 2021 年及 2022 年的收入增长率分别 7.14% 和 10.49%，2023 年预计增长率为 14.81%。

根据公司评估，预计 2024-2028 年，汉方药业营业收入为 6.0、6.8、

7.4、8.0、8.4亿元，收入增长率分别为12.90%、12.00%、10.00%、7.00%、5.00%；净利润为5,926.36、7,073.13、8,527.29、9,344.40、9,695.19万元，25-28年分别同比增长19%、21%、10%、4%。收购汉方药业股权将有助于扩大上市公司总体营业收入，有利于增厚上市公司利润；同时，公司可以委派管理人员全面接管汉方药业，将更利于汉方药业的规范管理及高质量发展。

● 投资建议

由于公司发生资产重组，汉方药业并表影响利润表，因此我们更新公司盈利预测。我们预计，公司2023~2025年收入分别16.7/25.6/30.6亿元（原值为15.4/19.6/23.8亿元），分别同比增长39.3%/52.8%/19.7%，归母净利润分别为2.7/3.7/4.5亿元（原值为2.6/3.3/4.1亿元），分别同比增长34.3%/37.0%/20.6%，对应估值为26X/19X/16X。我们看好公司核心产品开喉剑后续空间+并购品种后续放量，维持“买入”投资评级。

● 风险提示

营销拓展不及预期；大品种依赖风险；收购战略推行不及预期风险；新公司亏损超出预期等。

● 重要财务指标

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1201	1673	2556	3059
收入同比（%）	27.9%	39.3%	52.8%	19.7%
归属母公司净利润	201	270	370	447
净利润同比（%）	32.2%	34.3%	37.0%	20.6%
毛利率（%）	71.7%	71.7%	71.7%	71.7%
ROE（%）	16.2%	17.9%	19.7%	19.2%
每股收益（元）	0.49	0.66	0.90	1.09
P/E	28.00	25.69	18.75	15.55
P/B	4.55	4.60	3.69	2.98
EV/EBITDA	0.00	21.10	15.10	12.70

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1172	1111	1646	2185	营业收入	1201	1673	2556	3059
现金	571	236	375	687	营业成本	340	473	724	866
应收账款	363	520	755	926	营业税金及附加	11	17	26	31
其他应收款	2	32	65	47	销售费用	563	786	1209	1447
预付账款	7	8	12	15	管理费用	55	80	123	147
存货	98	132	214	249	财务费用	-1	1	3	2
其他流动资产	132	183	224	260	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	645	936	1021	1096	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	130	90	50	0	投资净收益	11	10	1	1
固定资产	188	388	381	375	营业利润	226	318	460	552
无形资产	107	194	281	368	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	219	264	309	353	营业外支出	4	3	4	4
资产总计	1817	2047	2667	3281	利润总额	223	315	456	550
流动负债	549	511	743	890	所得税	31	47	68	83
短期借款	205	205	205	205	净利润	192	268	388	468
应付账款	178	167	299	373	少数股东损益	-9	-3	17	21
其他流动负债	165	140	240	313	归属母公司净利润	201	270	370	447
非流动负债	30	30	30	30	EBITDA	231	328	458	545
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.49	0.66	0.90	1.09
其他非流动负债	30	30	30	30					
负债合计	578	541	773	920					
少数股东权益	-1	-3	14	35					
股本	411	410	410	410					
资本公积	230	230	230	230					
留存收益	598	869	1239	1686					
归属母公司股东权	1239	1509	1880	2326					
负债和股东权益	1817	2047	2667	3281					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	293	-11	253	413	成长能力				
净利润	201	270	370	447	营业收入	27.9%	39.3%	52.8%	19.7%
折旧摊销	18	36	22	22	营业利润	25.9%	40.9%	44.8%	20.0%
财务费用	5	4	4	4	归属母公司净利	32.2%	34.3%	37.0%	20.6%
投资损失	-11	-10	-1	-1	盈利能力				
营运资金变动	79	-311	-163	-81	毛利率 (%)	71.7%	71.7%	71.7%	71.7%
其他经营现金流	124	582	555	551	净利率 (%)	16.8%	16.2%	14.5%	14.6%
投资活动现金流	-267	-320	-110	-98	ROE (%)	16.2%	17.9%	19.7%	19.2%
资本支出	-120	-370	-151	-149	ROIC (%)	12.8%	14.5%	17.7%	17.3%
长期投资	-159	40	40	50	偿债能力				
其他投资现金流	13	10	1	1	资产负债率 (%)	31.8%	26.4%	29.0%	28.0%
筹资活动现金流	0	-4	-4	-4	净负债比率 (%)	46.7%	35.9%	40.8%	39.0%
短期借款	5	0	0	0	流动比率	2.14	2.17	2.21	2.45
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.95	1.90	1.91	2.16
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	6	0	0	0	总资产周转率	0.66	0.82	0.96	0.93
其他筹资现金流	-11	-4	-4	-4	应收账款周转率	3.31	3.22	3.39	3.30
现金净增加额	27	-335	139	311	应付账款周转率	1.90	2.84	2.43	2.33

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师: 李昌幸, 医药分析师, 主要负责消费医疗(药店+品牌中药+OTC)、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士, 曾任职于华西证券研究所。

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或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阅。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

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。