

2024年05月09日

证券研究报告·2023年年报及2024年一季报点评

贵州三力 (603439) 医药生物

当前价: 16.20元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

主力产品持续放量，汉方并表贡献增量

投资要点

- **事件:** 2023年实现营业总收入16.3亿元(+36.10%); 归母净利润2.9亿元(+45.42%); 扣非归母净利润2.5亿元(+26.21%)。2024年公司Q1单季度实现营业收入4.2亿元(+20.93%), 归母净利润0.6亿元(+2.03%), 扣非归母净利润0.6亿元(+4.95%)。2023年分红预案为: 每10股派发现金红利2.00元(含税)。
- **主力产品放量增长, 不断构建渠道壁垒。** 基于2023年第一季度及第四季度, 国内咽喉类疾病及流感等发病量出现大幅增加, 公司核心产品开喉剑喷雾剂及开喉剑喷雾剂(儿童型)市场需求旺盛, 销售大幅增加, 2023年公司呼吸系统用药收入13亿元, 同比增长19.5%。截至2023年末, 公司产品开喉剑喷雾剂(儿童型)已经覆盖334个城市、2355个县, 覆盖各类终端共计175000余个, 其中等级医院5500余家, 基层医疗终端13000余家, 诊所34000余家, 药店等零售终端123000余家。开喉剑喷雾剂(成人型)已经覆盖242个城市、1539个县, 覆盖各类终端共计84600余个, 其中等级医院3300余家, 基层医疗终端8400家, 诊所35000余家, 药店等零售终端62000余家, 已覆盖国内超过67%以上的专科医院。
- **成本总体可控, 毛利率有所提升。** 2023年公司实现毛利率73.71%(+1.57pp), 从细分产品来看呼吸系统用药毛利率73.52%(+1.84pp), 血液用药毛利率87.23%, 妇科用药毛利率81.51%(-1.02pp), 补益用药毛利率48.86%(-2.22pp), 心脑血管用药毛利率69.03%(+0.87pp)。公司毛利率提升主要源于公司高毛利产品开喉剑喷雾剂占比提升毛利率水平。公司2023年销售费用/管理费用/财务费用/研发费用率分别同比+1.68/+0.68/+0.05/+0.38pp。
- **汉方并表, 产品不断扩充。** 公司于2022年控股的德昌祥, 2023年间接控股的无敌制药, 以及在四季度纳入公司合并范围的汉方药业均实现盈利, 均对公司的营收和利润带来了积极的影响。2023年德昌祥实现收入1.30亿元、利润0.15亿元, 汉方药业实现收入5.72亿元、利润0.63亿元。除此之外, 还完善了公司中药制造产业链的布局, 实现产品线扩张, 公司将形成以三力拳头产品开喉剑喷雾剂(儿童型)和开喉剑喷雾剂为基石, 汉方药业重点产品芪胶升白胶囊、黄芪颗粒、儿童回春颗粒、妇科再造胶囊等为拓展, 德昌祥特色产品妇科再造丸、止咳化痰丸等为延伸, 打造多科室产品矩阵, 覆盖呼吸系统类、血液类、妇科类、补益类等科室产品。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年公司归母净利润为3.7亿元、4.7亿元、5.9亿元, 对应PE分别为18、14、11倍, 建议保持关注。
- **风险提示:** 费用管控或不及预期、核心品种销售或不及预期、成本上涨风险、商誉减值风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1634.98	2369.56	2934.81	3683.62
增长率	36.10%	44.93%	23.85%	25.51%
归属母公司净利润(百万元)	292.70	372.52	470.76	587.28
增长率	45.42%	27.27%	26.37%	24.75%
每股收益EPS(元)	0.71	0.91	1.15	1.43
净资产收益率ROE	17.25%	18.42%	19.48%	20.19%
PE	23	18	14	11
PB	3.88	3.28	2.75	2.28

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 阮雯
执业证号: S1250522100004
电话: 021-68416017
邮箱: rw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.10
流通A股(亿股)	4.08
52周内股价区间(元)	12.66-20.08
总市值(亿元)	67.34
总资产(亿元)	29.47
每股净资产(元)	3.76

相关研究

1. 贵州三力(603439): 苗药领军企业, 多元拓展新品 (2023-06-02)

请务必阅读正文后的重要声明部分

关键假设

根据公司各项业务板块的分析，我们对 2024-2026 年公司主营业务的预测如下：

假设 1：呼吸系统用药：开喉剑系列产品作为公司呼吸系统核心用药，开喉剑喷雾剂（儿童型）、开喉剑喷雾剂是国家专利产品及独家品种，随着销售渠道不断扩大，覆盖各类终端共计上万余个，假设开喉剑喷雾剂（儿童型）、开喉剑喷雾剂 2024-2026 年销量分别保持 20%、20%、20% 增长。此外考虑到新并表汉方药业有部分呼吸系统品种，考虑到新品种带来增量，预计呼吸系统 2024-2026 年销量分别为 30%、22% 和 22%。

假设 2：血液用药：考虑到汉方、德昌翔并表贡献新品种，填补公司血液类用药空白，血液用药销量 2024-2026 年增速分别为 20%、5% 和 5%。

假设 3：妇科用药：公司妇科用药核心品种妇科再造丸深度开发研究项目已成功结题，后续产品竞争力有望进一步提升，此外汉方药业并表也扩充妇科产品剂型和品种，假设妇科再造丸 2024-2026 年销量分别增长 100%、75%、75%。

假设 4：补益用药：公司通过控股汉方药业、德昌祥，填补了公司补益类用药等科室领域，预计芪胶升白胶囊 2024 年并表贡献增量。后续有望继续保持增长，假设公司补益类用药 2024-2026 年销量分别增长 450%、20%、20%。

假设 5：心脑血管用药：强力天麻杜仲胶囊是公司心脑血管用药核心产品，是国家医保目录品种，假设公司强力天麻杜仲胶囊 2024-2026 年销量分别增长 20%、4%、4%。

假设 6：骨科用药：公司骨科用药主要来自于子公司无敌制药。无敌制药是国内专业从事研究、生产治疗骨病药品的重点骨干生产型企业，同时也是中华老字号企业，主要产品有“无敌丹胶囊、无敌止痛搽剂、外用无敌膏、无敌药酒”等产品，假设公司骨科用药 2024-2026 年销量分别增长 50%、15%、15%。

表：公司各业务板块盈利预测

单位：万元		2023A	2024E	2025E	2026E
呼吸系统用药	收入	130005	169007	206188	251549
	增速	19.52%	30.00%	22.00%	22.00%
	毛利率	73.52%	74.00%	74.00%	74.00%
血液用药	收入	11237	13484	14159	14867
	增速	0.00%	20.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	87.23%	88.00%	88.00%	88.00%
妇科用药	收入	7738	15476	27083	47395
	增速	73.57%	100.00%	75.00%	75.00%
	毛利率	81.51%	82.00%	82.00%	82.00%
补益用药	收入	4633	25482	30578	36693
	增速	294.83%	450.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	48.86%	49.00%	49.00%	49.00%
心脑血管用药	收入	4133	4960	5158	5364
	增速	2.95%	20.00%	4.00%	4.00%
	毛利率	69.03%	70.00%	70.00%	70.00%

单位：万元		2023A	2024E	2025E	2026E
骨科用药	收入	3544	5316	6113	7030
	增速	0.00%	50.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	60.35%	61.00%	61.00%	61.00%
其他	收入	2155	3233	4202	5463
	增速	28.60%	50.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	42.42%	43.00%	43.00%	43.00%
合计	收入	163498	236957	293481	368362
	增速	36.10%	44.93%	23.85%	25.51%
	毛利率	73.31%	71.83%	72.02%	72.34%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1634.98	2369.56	2934.81	3683.62	净利润	294.87	372.53	470.77	587.29
营业成本	436.31	667.45	821.04	1018.96	折旧与摊销	37.12	93.70	103.01	117.44
营业税金及附加	16.60	18.96	29.35	36.84	财务费用	-0.81	2.37	0.00	0.00
销售费用	792.68	1137.39	1408.71	1768.14	资产减值损失	-1.68	0.00	0.00	0.00
管理费用	86.53	118.48	146.74	184.18	经营营运资本变动	-143.01	-42.10	-77.67	-132.54
财务费用	-0.81	2.37	0.00	0.00	其他	90.20	6.83	0.21	3.31
资产减值损失	-1.68	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	276.70	433.33	496.32	575.51
投资收益	55.16	5.00	10.00	10.00	资本支出	-862.94	-300.00	-150.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	249.16	5.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-613.78	-295.00	-140.00	-190.00
营业利润	335.83	429.92	538.97	685.50	短期借款	50.32	30.12	50.34	80.57
其他非经营损益	-1.81	-3.00	-2.60	-2.60	长期借款	254.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	334.02	426.92	536.37	682.90	股权融资	-5.57	0.00	0.00	0.00
所得税	39.15	54.39	65.60	95.61	支付股利	-40.99	-59.60	-75.85	-95.86
净利润	294.87	372.53	470.77	587.29	其他	79.71	52.26	100.00	100.00
少数股东损益	2.17	0.01	0.01	0.01	筹资活动现金流净额	337.63	-262.67	24.15	4.14
归属母公司股东净利润	292.70	372.52	470.76	587.28	现金流量净额	0.55	-124.34	380.46	389.65
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	571.37	447.04	827.50	1217.15	成长能力				
应收和预付款项	586.35	822.41	1020.36	1286.90	销售收入增长率	36.10%	44.93%	23.85%	25.51%
存货	175.72	268.80	330.67	410.38	营业利润增长率	48.89%	28.02%	25.36%	27.19%
其他流动资产	160.02	55.88	56.93	58.32	净利润增长率	53.63%	26.34%	26.37%	24.75%
长期股权投资	0.08	0.08	0.08	0.08	EBITDA 增长率	53.90%	41.34%	22.05%	25.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	614.81	626.55	678.99	766.99	毛利率	73.31%	71.83%	72.02%	72.34%
无形资产和开发支出	789.83	984.48	979.12	973.76	三费率	53.73%	53.10%	53.00%	53.00%
其他非流动资产	22.26	22.17	22.08	22.00	净利率	18.04%	15.72%	16.04%	15.94%
资产总计	2920.45	3227.41	3915.72	4735.56	ROE	17.25%	18.42%	19.48%	20.19%
短期借款	255.32	300.12	350.34	380.57	ROA	10.10%	11.54%	12.02%	12.40%
应付和预收款项	353.31	462.53	593.68	741.88	ROIC	22.93%	19.46%	21.71%	24.53%
长期借款	254.15	254.15	254.15	254.15	EBITDA/销售收入	22.76%	22.20%	21.87%	21.80%
其他负债	348.31	488.44	650.69	830.91	营运能力				
负债合计	1211.10	1205.12	1498.53	1826.93	总资产周转率	0.69	0.77	0.82	0.85
股本	409.86	409.86	409.86	409.86	固定资产周转率	4.07	3.91	4.81	5.60
资本公积	225.12	225.12	225.12	225.12	应收账款周转率	3.41	3.49	3.32	3.31
留存收益	876.75	1189.68	1584.58	2076.00	存货周转率	3.19	3.00	2.74	2.75
归属母公司股东权益	1470.31	1783.23	2178.13	2669.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.10%	—	—	—
少数股东权益	239.04	239.05	239.06	239.07	资本结构				
股东权益合计	1709.35	2022.28	2417.20	2908.63	资产负债率	41.47%	37.34%	38.27%	38.58%
负债和股东权益合计	2920.45	3227.41	3915.72	4735.56	带息债务/总负债	42.07%	29.39%	30.31%	30.33%
					流动比率	1.78	1.91	1.98	2.04
					速动比率	1.57	1.59	1.69	1.76
					股利支付率	14.00%	16.00%	16.11%	16.32%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	372.14	525.99	641.98	802.94	每股收益	0.71	0.91	1.15	1.43
PE	22.68	17.82	14.10	11.31	每股净资产	4.17	4.93	5.90	7.10
PB	3.88	3.28	2.75	2.28	每股经营现金	0.68	1.06	1.21	1.40
PS	4.06	2.80	2.26	1.80	每股股利	0.10	0.15	0.19	0.23
EV/EBITDA	17.60	12.31	9.65	7.35					
股息率	0.62%	0.90%	1.14%	1.44%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
