

## 贵州三力(603439.SH)

## 汉方并表提升表观业绩，看好整合效果释放

## 推荐 (维持)

股价:11.8元

## 主要数据

行业	医药
公司网址	www.gz-sanli.com
大股东/持股	张海/46.03%
实际控制人	张海
总股本(百万股)	410
流通A股(百万股)	409
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	48
流通A股市值(亿元)	48
每股净资产(元)	3.72
资产负债率(%)	40.7

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】贵州三力(603439.SH)\*年报点评\*外延并购提升表观增速，看好整合效果持续体现\*推荐 20240428

【平安证券】贵州三力(603439.SH)\*半年报点评\*23H1核心品种快速放量，看好外延并购持续推进\*推荐 20230901

【平安证券】贵州三力(603439.SH)\*季报点评\*开喉剑快速放量，看好公司持续推进外延并购\*推荐 20230502

## 证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
BOT335  
YEYIN757@pingan.com.cn

韩盟盟 投资咨询资格编号  
S1060519060002  
hanmengmeng005@pingan.com.cn



## 事项:

公司公告2024半年报，实现收入9.20亿元(+45.91%)，归母净利润1.17亿元(+15.96%)，扣非后归母净利润1.13亿元(+16.60%)，业绩符合预期。其中2024Q2实现收入4.98亿元(+76.87%)，归母净利润0.61亿元(+32.60%)，扣非后归母净利润0.56亿元(+31.17%)。

## 平安观点:

- 汉方并表增厚当期业绩。**2024H1公司收入9.20亿元(+46%)，高增速主要原因是原有产品销量增长以及汉方药业并表。上半年汉方药业收入2.05亿元，净利润2311万元，扣除汉方并表影响，则原有业务收入增长约13%，仍保持稳健增长。2024H1公司毛利率为68.38%(-4.09 pp)，净利率为12.87%(-3.02 pp)，我们认为盈利能力下降主要受固定资产计提折旧增加以及汉方药业现阶段盈利能力低于原有业务影响。
- 持续并购摆脱单品依赖，提升中长期发展潜力。**2022-2023年公司先后投资控股了德昌祥、无敌制药、汉方药业。公司获得汉方药业芪胶升百胶囊、黄芪颗粒、儿童回春颗粒、妇科再造胶囊等，德昌祥妇科再造丸、止嗽化痰丸等，无敌制药四款独家“丹青擦酒”产品等，实现产品线扩张，降低对开喉剑单一品种的依赖。我们认为伴随着整合效果持续释放，公司中长期发展潜力将逐步体现。
- 表观业绩高增长，基药调整有望助力，维持“推荐”评级。**短期汉方药业并表带来表观高增长，伴随整合提升，业绩有望持续释放。同时后续基药政策调整，有望向中药和儿童药倾斜，公司有望充分受益。我们维持2024-2026年净利润分别为3.54亿、4.58亿、5.83亿元的预测，当前市值对应2024年PE为14倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**1) 并购整合不及预期：公司并表标的整合存在不及预期可能；2) 核心产品降价风险：公司核心产品开喉剑存在集采降价风险；3)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,201	1,635	2,333	2,930	3,667
YOY(%)	27.9	36.1	42.7	25.6	25.2
净利润(百万元)	201	293	354	458	583
YOY(%)	32.2	45.4	20.9	29.4	27.2
毛利率(%)	71.7	73.3	75.7	76.1	76.5
净利率(%)	16.8	17.9	15.2	15.6	15.9
ROE(%)	16.2	19.9	20.0	21.3	22.1
EPS(摊薄/元)	0.49	0.71	0.86	1.12	1.42
P/E(倍)	24.0	16.5	13.7	10.6	8.3
P/B(倍)	3.9	3.3	2.7	2.2	1.8

) 二线品种放量不及预期风险：芪胶升百胶囊、妇科再造丸等二线品种放量存在不及预期可能。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1,493	1,579	2,158	2,868
现金	571	414	711	1,075
应收票据及应收账款	683	864	1,085	1,358
其他应收款	3	46	57	72
预付账款	6	11	14	17
存货	176	191	236	291
其他流动资产	54	54	54	55
<b>非流动资产</b>	1,427	1,298	1,170	1,042
长期投资	0	8	15	22
固定资产	615	519	422	326
无形资产	235	196	157	118
其他非流动资产	577	576	576	576
<b>资产总计</b>	2,920	2,878	3,328	3,909
<b>流动负债</b>	839	566	701	865
短期借款	255	0	0	0
应付票据及应付账款	295	295	364	449
其他流动负债	289	271	336	416
<b>非流动负债</b>	372	313	254	195
长期借款	254	195	136	77
其他非流动负债	118	118	118	118
<b>负债合计</b>	1,211	879	955	1,060
少数股东权益	239	231	222	209
股本	410	410	410	410
资本公积	225	225	225	225
留存收益	835	1,132	1,517	2,005
<b>归属母公司股东权益</b>	1,470	1,767	2,151	2,640
<b>负债和股东权益</b>	2,920	2,878	3,328	3,909

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	276	213	420	502
净利润	295	346	448	570
折旧摊销	37	136	136	136
财务费用	-1	15	6	2
投资损失	-55	-28	-28	-28
营运资金变动	-12	-261	-146	-182
其他经营现金流	12	5	5	5
<b>投资活动现金流</b>	-614	16	16	16
资本支出	21	-0	0	0
长期投资	-553	0	0	0
其他投资现金流	-81	16	16	16
<b>筹资活动现金流</b>	338	-386	-139	-155
短期借款	50	-255	0	0
长期借款	254	-59	-59	-59
其他筹资现金流	33	-72	-80	-96
<b>现金净增加额</b>	0	-158	298	364

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1,635	2,333	2,930	3,667
营业成本	436	568	701	863
税金及附加	17	22	28	35
营业费用	793	1,143	1,436	1,797
管理费用	87	163	205	257
研发费用	31	47	59	73
财务费用	-1	15	6	2
资产减值损失	-2	-1	-1	-1
信用减值损失	-1	-8	-10	-13
其他收益	10	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	55	28	28	28
资产处置收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	336	404	522	664
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	334	402	520	661
所得税	39	55	72	91
<b>净利润</b>	295	346	448	570
少数股东损益	2	-8	-10	-13
<b>归属母公司净利润</b>	293	354	458	583
EBITDA	370	552	662	799
EPS (元)	0.71	0.86	1.12	1.42

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	36.1	42.7	25.6	25.2
营业利润(%)	48.9	20.3	29.3	27.1
归属于母公司净利润(%)	45.4	20.9	29.4	27.2
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	73.3	75.7	76.1	76.5
净利率(%)	17.9	15.2	15.6	15.9
ROE(%)	19.9	20.0	21.3	22.1
ROIC(%)	31.7	20.6	23.3	28.3
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	41.5	30.5	28.7	27.1
净负债比率(%)	-3.6	-10.9	-24.2	-35.0
流动比率	1.8	2.8	3.1	3.3
速动比率	1.6	2.4	2.7	3.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	2.5	2.8	2.8	2.8
应付账款周转率	1.5	1.9	1.9	1.9
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.86	1.12	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.52	1.03	1.23
每股净资产(最新摊薄)	3.59	4.31	5.25	6.44
<b>估值比率</b>				
P/E	16.5	13.7	10.6	8.3
P/B	3.3	2.7	2.2	1.8
EV/EBITDA	21.6	9.1	7.1	5.4

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）  
推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）  
中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）  
回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）  
中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）  
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼	北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层