

2024 年 09 月 12 日

贵州三力 (603439.SH)

买入 (首次覆盖)

——内生+并购双重发力，进一步提升股东回报

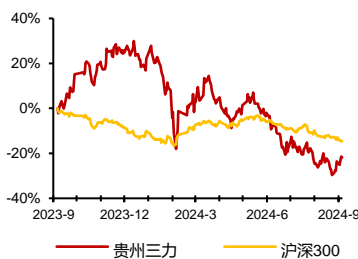
证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2024 年中报, 2024 上半年实现营业收入 9.20 亿元, 同比增长 45.91%, 归母净利润 1.17 亿元, 同比增长 15.96%, 扣非归母净利润 1.13 亿元, 同比增长 16.60%。二季度单季实现收入 4.98 亿元, 同比增长 76.87%, 归母净利润 6101 万元, 同比增长 32.60%, 扣非归母净利润 5633 万元, 同比增长 31.17%。
- **汉方并表 24H1 收入高增, 重视股东回报。** 24H1 收入同比+46%, 主因汉方药业自 23M11 并表, 增厚公司当期收入; 归母净利润同比+16%, 增速慢于收入, 主因 1) 在建工程转固导致固定资产折旧费用增加, 及 2) 支付并购贷款利息导致财务费用同比增加 922 万元。分子公司来看, 三力、汉方药业、德昌祥、好司特 24H1 收入分别为 5.73 亿、2.05 亿、0.97 亿、0.23 亿元, 净利润分别为 1.02 亿元、2311 万元、1412 万元、237 万元, 均具备较好的盈利能力。此外, 24M9, 公司发布 24-26 年三年股东分红回报规划, 每年现金分红不少于当年可供分配利润的 50%, 积极提升股东投资回报。
- **开喉剑系列 24Q2 快速增长, OTC 终端覆盖率持续提升。** 公司核心产品开喉剑喷雾剂 (含儿童型) 市场需求旺盛, 我们预计 24Q2 收入增速超过 20%。公司持续加大 OTC 市场开发力度, 已设立九家直营分公司负责 OTC 渠道的拓展, 截至 24H1, 开喉剑(儿童型)已经覆盖 335 个城市、2,376 个县, 覆盖各类终端共计 19.8 万余个, 其中等级医院 5,600 余家, 基层医疗终端 1.35 万余家, 诊所 3.7 万余家, 药店等零售终端 14.2 万余家, 已覆盖国内 98%以上的儿童专科医院。开喉剑(成人型)已经覆盖 287 个城市、1,650 个县, 覆盖各类终端共计 14.5 万余个, 其中等级医院 3,500 余家, 基层医疗终端 9,100 家, 诊所 4.3 万余家, 药店等零售终端 8.9 万余家, 已覆盖国内 69%以上的专科医院。预计随着药店及基层市场覆盖率的进一步提升及潜在基药目录催化, 开喉剑系列有望持续增长。
- **外延并购整合初见成效, 产品丰富释放增长潜力。** 公司于 2022 年控股德昌祥, 2023 年控股无敌制药和汉方药业, 打造多科室产品矩阵, 覆盖呼吸系统类、血液类、妇科类、补益类等领域产品, 为公司贡献新的增长点。随着公司加大渠道整合, 进一步挖掘现有品种增长强力, 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, 德昌祥优势产品止嗽化痰丸、妇科再造丸等产品放量可期。
- **盈利预测与估值。** 预计 24-26 年归母净利润分别为 3.27 亿元、3.93 亿元、4.82 亿元, 同比增长 12%、20%、23%, 当前股价对应 PE 分别为 16X、14X、11X。我们选取呼吸领域产品线丰富的太极集团、康恩贝、方盛制药作为可比公司, 可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 15X/12X/10X。考虑到公司核心产品开喉剑终端覆盖率持续提升且有望进入新版基药目录, 外延并购产品放量可期, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 医药行业政策风险, 主要原材料成本上升的风险, 产品降价的风险, 商誉减值的风险。

股价数据: 2024 年 09 月 12 日

收盘价 (元)	12.96
年内最高/最低 (元)	20.08/10.87
总市值 (亿元)	53

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,201	1,635	2,353	2,759	3,220
同比增长率 (%)	27.94%	36.10%	43.95%	17.25%	16.70%
毛利率 (%)	71.7%	73.3%	67.8%	68.7%	69.2%
归母净利润 (百万元)	201	293	327	393	482
同比增长率 (%)	32.2%	45.4%	11.8%	20.0%	22.7%
每股收益 (元/股)	0.49	0.71	0.80	0.96	1.18
ROE (%)	16.2%	19.9%	18.1%	17.8%	17.9%
市盈率	26	18	16	14	11

损益表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	939	1,201	1,635	2,353	2,759	3,220
%增长率	49.0%	27.9%	36.1%	43.9%	17.2%	16.7%
营业成本	277	340	436	757	865	993
%销售收入	29.5%	28.3%	26.7%	32.2%	31.3%	30.8%
毛利	662	862	1,199	1,596	1,895	2,228
%销售收入	70.5%	71.7%	73.3%	67.8%	68.7%	69.2%
税金及附加	9	11	17	24	28	32
%销售收入	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	451	563	793	977	1,142	1,327
%销售收入	48.0%	46.8%	48.5%	41.5%	41.4%	41.2%
管理费用	42	55	87	153	193	225
%销售收入	4.5%	4.6%	5.3%	6.5%	7.0%	7.0%
研发费用	8	18	31	35	41	48
%销售收入	0.8%	1.5%	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%
财务费用	0	-1	-1	10	4	-4
%销售收入	0.0%	-0.1%	0.0%	0.4%	0.1%	-0.1%
息税前利润 (EBIT)	162	214	279	418	498	603
%销售收入	17.2%	17.8%	17.1%	17.7%	18.0%	18.7%
其他收益	10	9	10	2	3	3
投资收益	18	11	55	5	6	6
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
信用减值损失	-1	-10	-1	0	0	0
资产减值损失	0	0	-2	0	0	0
资产处置收益	0	0	1	0	0	0
营业利润	179	226	336	405	495	609
%增长率	59.6%	25.9%	48.9%	20.6%	22.2%	23.0%
营业外收支	-3	-3	-2	3	-1	-1
利润总额	177	223	334	408	494	608
%增长率	60.74%	26.0%	50.1%	22.1%	21.1%	23.1%
所得税	28	31	39	65	78	96
所得税率	15.9%	13.8%	11.7%	15.9%	15.9%	15.9%
合并报表的净利润	149	192	295	343	416	511
少数股东损益	-4	-9	2	16	23	29
归属于母公司股东的净利润	152	201	293	327	393	482
净利率	16.2%	16.8%	17.9%	13.9%	14.2%	15.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	152	201	293	327	393	482
少数股东损益	-4	-9	2	16	23	29
非现金支出	12	28	41	115	116	117
非经营收益	-10	-6	-51	7	12	9
营运资金变动	4	79	-8	-163	-57	-82
经营活动现金净流	155	293	277	303	487	555
资本开支	-26	-120	-107	-12	-16	-16
投资	49	-159	-553	0	0	0
其他	-2	13	46	5	6	6
投资活动现金净流	21	-267	-614	-7	-11	-10
股权融资	29	4	120	14	0	0
债权融资	0	5	299	0	-100	-80
其他	-110	-9	-81	-11	-17	-14
筹资活动现金净流	-81	0	338	3	-117	-94
现金净流量	94	27	1	299	360	451
期初现金	450	544	571	571	870	1,230
期末现金	544	571	571	870	1,230	1,681

资产负债表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	544	571	571	870	1,230	1,681
应收票据	15	16	31	44	51	58
应收账款	257	363	546	719	805	912
其他应收款	51	2	3	5	5	6
存货	89	98	176	295	312	342
其他流动资产	144	122	166	182	204	229
流动资产	1,100	1,172	1,493	2,115	2,607	3,228
长期股权投资	119	130	0	0	0	0
固定资产	154	188	615	534	453	371
在建工程	4	49	0	0	0	1
无形资产	20	107	235	215	195	175
商誉	0	162	555	555	555	555
其他非流动资产	8	9	22	24	24	24
非流动资产	305	645	1,427	1,328	1,227	1,125
资产总计	1,405	1,817	2,920	3,443	3,835	4,354
短期借款	200	205	255	255	155	75
应付票据	0	0	0	0	0	0
应付账款	99	178	295	505	552	607
其他应付款	30	34	165	76	86	99
其他流动负债	31	131	124	163	181	201
流动负债	360	549	839	999	975	983
长期借款	0	0	254	254	254	254
应付债券	0	0	0	0	0	0
长期应付款	0	10	9	9	9	9
其他长期负债	13	20	109	115	115	115
负债	373	578	1,211	1,376	1,352	1,360
股本	411	411	410	410	410	410
资本公积	223	230	225	239	239	239
其他综合收益	0	0	0	0	0	0
归母所有者权益	1,031	1,239	1,470	1,812	2,204	2,686
少数股东权益	1	-1	239	255	278	307
所有者权益合计	1,032	1,238	1,709	2,067	2,482	2,994
负债股东权益合计	1,405	1,817	2,920	3,443	3,835	4,354

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力						
净资产收益率	14.8%	16.2%	19.9%	18.1%	17.8%	17.9%
总资产收益率	10.8%	11.1%	10.0%	9.5%	10.2%	11.1%
投入资本收益率	11.1%	12.8%	10.9%	13.4%	14.3%	15.1%
成长能力						
营业总收入增长率	49.0%	27.9%	36.1%	43.9%	17.2%	16.7%
EBIT增长率	51.6%	31.9%	30.8%	49.6%	19.1%	21.3%
归母净利润增长率	62.1%	32.2%	45.4%	11.8%	20.0%	22.7%
总资产增长率	11.6%	29.3%	60.8%	17.9%	11.4%	13.5%
资产管理能力						
应收账款周转天数	92	93	100	97	99	96
存货周转天数	88	99	113	112	126	119
应付账款周转天数	88	147	195	190	220	210
总资产周转天数	511	483	522	487	475	458
偿债能力						
资产负债率	26.5%	31.8%	41.5%	40.0%	35.3%	31.2%
流动比率	3.1	2.1	1.8	2.1	2.7	3.3
速动比率	2.8	1.9	1.6	1.8	2.3	2.9
EBIT利息保障倍数	19.4	40.7	67.6	22.8	29.6	42.7

资料来源: Wind, 华源证券研究预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
 华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数