



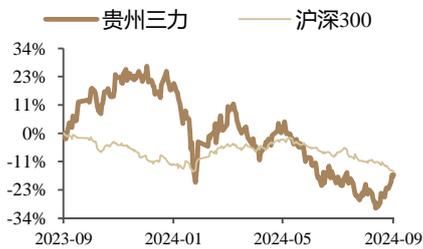
买入（维持）

所属行业：医药生物/中药 II
当前价格(元)：12.96

证券分析师

周新明
资格编号：S0120524060001
邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.15	1.65	-7.77
相对涨幅(%)	15.93	10.17	2.68

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《贵州三力 24 中报点评：收并购整合显现成效，子公司表现亮眼》，2024.8.30
- 《贵州三力（603439）：传承苗药精华，内生+外延双重发力》，2023.12.30

贵州三力事件点评：控股股东承诺不减持+三年高分红+高额回购，重视投资回报，彰显发展信心

投资要点

事件：

- 控股股东自愿承诺不减持公司股份**：公司控股股东、实际控制人张海先生自愿承诺，自 2024 年 9 月 13 日起 18 个月内（即 2024 年 9 月 13 日至 2026 年 3 月 12 日），不得以任何方式主动减持其直接持有的公司股份。
- 未来三年股东分红回报规划**：未来三年（2024 年—2026 年）每年以现金形式分配的利润不少于当年实现可供分配利润的 50%。
- 以集中竞价交易方式回购公司股份方案**：自董事会审议通过该回购股份方案之日起 12 个月内，以不超过 17.85 元的价格进行回购（该回购价格不超过董事会通过回购股份决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 150%。），预计回购金额为 0.8-1.2 亿元，占公司总股本的 1.09%-1.64%。回购用途为员工持股计划或股权激励。

- 控股股东承诺不减持+三年高分红+高额回购一齐发布，充分重视投资回报，彰显公司长期发展信心**：我们认为，公司**控股股东承诺不减持**是基于对公司未来发展前景的信心和长期价值的认可，也是为了增强广大投资者信心，切实维护投资者权益和资本市场的稳定的举措；**三年高分红计划**，则是合理平衡和处理好公司经营利润用于自身发展和回报股东的关系，体现公司充分重视对股东的投资回报；**高额回购**更是基于对公司未来发展前景的信心和对公司内在价值的基本判断，建立完善的长效激励机制，有效地将股东利益、公司利益和员工利益紧密结合在一起，助力公司健康长远发展。三项有利于股东利益的行为一齐发布，充分体现了公司对公司股东利益的维护以及对公司自身长期发展的信心。

- 公司经营得当，基本面表现较强**：24q2 单季度收入增长 77%，归母净利润增长 33%，且经过上市以来的不断并购整合，公司已基本摆脱过去单一品种依赖发展路径，成长为涵盖呼吸科，妇科，心脑血管等多个科室，院内外全渠道布局的综合型中药企业。此外，公司整合效果已初步体现，24H1 德昌祥实现收入 9703 万元（+67.1%），实现净利润 1412 万元（+216.21%），净利率达 14.56%（+6.9pct）。汉方药业由于受到院端反腐等影响，收入略微下降，实现收入 2.05 亿元（-11.4%），但纳入三力体系后，治理能力同样得到显著提升，实现净利润 2311 万元（+18.33%），净利率达 11.29%（+2.8pct）。开喉剑作为公司核心品种，在维持稳健增长的同时，仍有较大基层、药店市场空间有待开发，如药店覆盖率不足 25% 等，未来成长空间十足。

- 盈利预测与投资评级**：我们预计公司 24-26 年归母净利润为 3.5/4.3/5.2 亿元，当前市值对应 PE 为 15/12/10 倍，考虑到前期压制公司估值的因素如减持等已基本出清，且当前公司密集发布了多项有利于股东的公告叠加公司经营基本面表现较强，我们认为当前公司市值已显著低估，维持“买入”评级。

- 风险提示**：行业政策风险，成本上升风险，产品降价风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	409.80		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	409.07	营业收入(百万元)	1,201	1,635	2,593	3,140	3,684
52 周内股价区间(元):	10.87-19.79	(+/-)YOY(%)	27.9%	36.1%	58.6%	21.1%	17.3%
总市值(百万元):	5,311.04	净利润(百万元)	201	293	350	430	520
总资产(百万元):	2,997.61	(+/-)YOY(%)	32.2%	45.4%	19.5%	23.0%	20.8%
每股净资产(元):	3.72	全面摊薄 EPS(元)	0.49	0.71	0.85	1.05	1.27
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	71.7%	73.3%	72.4%	72.8%	72.8%
		净资产收益率(%)	16.2%	19.9%	19.1%	19.0%	20.6%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.71	0.85	1.05	1.27
每股净资产	3.59	4.48	5.53	6.15
每股经营现金流	0.68	0.37	0.91	1.12
每股股利	0.20	0.43	0.53	0.64
价值评估(倍)				
P/E	26.59	15.18	12.34	10.22
P/B	5.26	2.90	2.35	2.11
P/S	3.25	2.05	1.69	1.44
EV/EBITDA	24.37	10.28	8.05	6.55
股息率%	1.1%	3.3%	4.1%	4.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	73.3%	72.4%	72.8%	72.8%
净利润率	18.0%	13.5%	13.7%	14.1%
净资产收益率	19.9%	19.1%	19.0%	20.6%
资产回报率	10.0%	11.0%	11.7%	12.9%
投资回报率	10.9%	13.9%	14.7%	16.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	36.1%	58.6%	21.1%	17.3%
EBIT 增长率	30.8%	45.7%	22.1%	20.3%
净利润增长率	45.4%	19.5%	23.0%	20.8%
偿债能力指标				
资产负债率	41.5%	35.1%	31.9%	31.5%
流动比率	1.8	2.3	2.7	2.9
速动比率	1.6	2.1	2.5	2.6
现金比率	0.7	0.9	1.2	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	100.1	87.9	91.3	92.6
存货周转天数	113.0	94.1	91.9	92.7
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.0
固定资产周转率	4.1	4.5	6.4	8.9

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	293	350	430	520
少数股东损益	2	0	0	0
非现金支出	41	90	91	92
非经营收益	-51	-21	-18	-23
营运资金变动	-8	-266	-131	-128
经营活动现金流	277	153	373	461
资产	-107	-13	-13	-10
投资	-553	0	0	0
其他	46	30	27	30
投资活动现金流	-614	17	14	20
债权募资	299	-45	-38	0
股权募资	120	14	0	0
其他	-81	-2	-8	-269
融资活动现金流	338	-33	-46	-269
现金净流量	1	137	341	212

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 12 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,635	2,593	3,140	3,684
营业成本	436	717	855	1,002
毛利率%	73.3%	72.4%	72.8%	72.8%
营业税金及附加	17	23	28	33
营业税金率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	793	1,309	1,586	1,842
营业费用率%	48.5%	50.5%	50.5%	50.0%
管理费用	87	156	188	184
管理费用率%	5.3%	6.0%	6.0%	5.0%
研发费用	31	39	47	55
研发费用率%	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%
EBIT	279	407	497	598
财务费用	-1	10	8	7
财务费用率%	-0.0%	0.4%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	55	31	28	30
营业利润	336	401	492	591
营业外收支	-2	-3	-3	0
利润总额	334	398	489	591
EBITDA	317	497	588	690
所得税	39	48	59	71
有效所得税率%	11.7%	12.0%	12.0%	12.0%
少数股东损益	2	0	0	0
归属母公司所有者净利润	293	350	430	520

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	571	708	1,049	1,261
应收账款及应收票据	577	756	916	1,075
存货	176	199	237	278
其它流动资产	169	180	206	232
流动资产合计	1,493	1,843	2,408	2,846
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	615	534	453	371
在建工程	0	0	0	0
无形资产	235	235	235	235
非流动资产合计	1,427	1,349	1,269	1,187
资产总计	2,920	3,192	3,677	4,033
短期借款	255	255	255	255
应付票据及应付账款	295	299	356	417
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	289	232	268	304
流动负债合计	839	786	879	977
长期借款	254	209	171	171
其它长期负债	118	123	123	123
非流动负债合计	372	333	295	295
负债总计	1,211	1,119	1,174	1,271
实收资本	410	410	410	410
普通股股东权益	1,470	1,834	2,265	2,522
少数股东权益	239	239	239	239
负债和所有者权益合计	2,920	3,192	3,677	4,033

信息披露

分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济学专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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方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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。