

# 贵州三力 (603439.SH)

买入 (首次评级)

## 立足开喉剑，内生与外延双轮驱动

### 投资要点:

#### ➤ 开喉剑喷雾剂 (含儿童型) 超十亿级别大单品，植根院内开拓院外市场

1. 儿科用药市场广阔，开喉剑喷雾 (儿童型) 销售居前。2. 新版基药目录调整重点关注儿科领域，我们认为贵州三力的开喉剑喷雾 (儿童型) 作为儿科大单品，有望冲击新版基药目录。3. 院内与零售市场共同发力，目前开喉剑喷雾剂 (含儿童型) 在处方端和 OTC 端占比约为 5: 5。我们认为，随着公司未来在 OTC 端加大销售推广力度，有望为产品带来新的增长引擎，加速公司营收打开新增长曲线。4. 开喉剑喷雾剂 (含儿童型) 线上与线下，院内和院外同规格产品，不同渠道价格差异较小，我们认为开喉剑受比价政策潜在风险影响较小。

#### ➤ 外延并购多家企业，产品管线日渐丰富

自上市以来，公司积极布局中成药制药行业、致力丰富产品线。1) **汉方药业**：2020 年 12 月，贵州三力收购汉方药业 25.64% 股权。2023 年 11 月，贵州三力再次收购汉方药业的 50.26% 股权，共持有汉方药业 75.90% 股权并纳入公司合并范围。汉方药业拥有**芪胶升白胶囊、妇科再造丸**等多个**潜力大单品**；2) **德昌祥**：2022 年 2 月，收购德昌祥 95% 股权，**德昌祥**拥有特色产品**妇科再造丸、止咳化痰丸**等；3) **无敌制药**：2023 年初通过投资控股好司特，间接控股无敌制药。三力、德昌祥、汉方药业、无敌制药四家制药主体带来的多元化产品结构通过协同效应实现放量，共同释放投资并购效能，对公司的营收和利润带来了显著的积极影响。

#### ➤ 积极扩张自营销售队伍，多渠道丰富营销体系

**线下渠道**：2023 年公司整合汉方药业销售队伍，组建处方事业部和 OTC 事业部。2023 年新增开发医院渠道 700 余家、百强连锁 15 家、中小连锁药店 600 余家、第三终端 6 万余家。

**线上渠道**：2023 年公司与阿里健康、京东大药房、美团等签署了合作协议，开始尝试线上渠道的销售，23 年公司实现电商销售渠道突破。

2022 年起，通过子公司小苕医药建设覆盖全国的公立医院互联网医院 SaaS 体系。同时与大型商业配送公司合作共享，2023 年已签约公立医院 42 余家，已与 10 余家省级大型商业公司完成签约。

#### ➤ 盈利预测与投资建议

我们预测 2024/2025/2026 年公司营收分别为 24.07/29.48/35.68 亿元，增速为 47%/22%/21%。2024/2025/2026 年公司净利润分别为 3.54/4.22/5.06 亿元，增速为 21%/19%/20%。我们看好贵州三力以开喉剑喷雾剂 (含儿童型) 大单品的发展潜力，以及外延并购汉方药业、德昌祥、无敌药业等丰富产品管线并带来业绩增厚。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ➤ 风险提示

产品销售和推广不及预期风险，重点产品受集采等政策影响降价风险，研发失败或进度不及预期风险，原材料价格波动的风险。

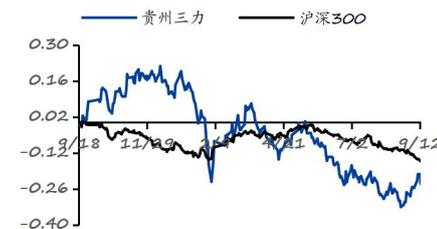
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,201	1,635	2,407	2,948	3,568
增长率	28%	36%	47%	22%	21%
净利润 (百万元)	201	293	354	422	506
增长率	32%	45%	21%	19%	20%
EPS (元/股)	0.49	0.71	0.86	1.03	1.23
市盈率 (P/E)	25.1	17.3	14.3	12.0	10.0
市净率 (P/B)	4.1	3.4	2.9	2.4	2.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

日期	2024-09-13
收盘价:	12.33 元
总股本/流通股本(百万股)	409.80/409.07
流通 A 股市值(百万元)	5,043.84
每股净资产(元)	3.72
资产负债率(%)	40.72
一年内最高/最低价(元)	20.34/10.69

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

**分析师:** 张俊(S0210524040002)  
 zj30486@hfzq.com.cn  
**联系人:** 万喆瑞(S0210123050066)  
 wzr30132@hfzq.com.cn

### 相关报告



## 正文目录

1 贵州三力：立足开喉剑，内生与外延双轮驱动	3
1.1 深耕中药三十年，产品矩阵丰富	3
1.2 收并购丰富产品管线，公司业绩表现亮眼	4
1.3 扩张自营销售队伍，多渠道丰富营销体系	6
2 三力制药：立足儿科广阔市场，开喉剑大单品优势显著	6
2.1 儿科用药市场广阔，顶层政策支持	6
2.2 开喉剑喷雾：十亿级别大单品，院内院外双重发力	8
2.3 强力天麻杜仲胶囊	9
3 外延并购多家企业，产品管线日渐丰富	9
3.1 汉方药业	10
3.2 德昌祥	11
3.3 云南无敌制药	11
4 盈利预测与投资建议	12
4.1 盈利预测	12
4.2 投资建议	13
5 风险提示	14

## 图表目录

图表 1： 贵州三力股权结构图（截至 2024.9.12）	3
图表 2： 公司主要产品	4
图表 3： 营业收入逐年增加（亿元）	5
图表 4： 归母净利润快速增长（亿元）	5
图表 5： 2018-2023 年销售净利率和销售毛利率稳步提升（%）	5
图表 6： 截至 23 年，公司销售费用率和研发费用率波动上涨（%）	6
图表 7： 2023 年上半年中国城市公立医院终端儿科中成药 TOP10	7
图表 8： 2023 年上半年中国城市实体药店终端儿科中成药 TOP10	7
图表 9： 2018 年版基药目录儿科中成药	7
图表 10： 开喉剑喷雾剂（含儿童型）收入（亿元）	8
图表 11： 开喉剑喷雾不同渠道和规格价格对比	8
图表 12： 开喉剑喷雾（儿童型）	9
图表 13： 开喉剑喷雾（成人型）	9
图表 14： 汉方制药收入与利润（亿元）	10
图表 15： 芪胶升白胶囊销售额（亿元）（PDB 放大数据）	10
图表 16： 芪胶升白胶囊	10
图表 17： 黄芪颗粒	10
图表 18： 妇科再造丸	11
图表 19： 止咳化痰丸	11
图表 20： 公司业绩拆分预测表	13
图表 21： 可比公司估值表	14
图表 22： 财务预测摘要	15



## 1 贵州三力：立足开喉剑，内生与外延双轮驱动

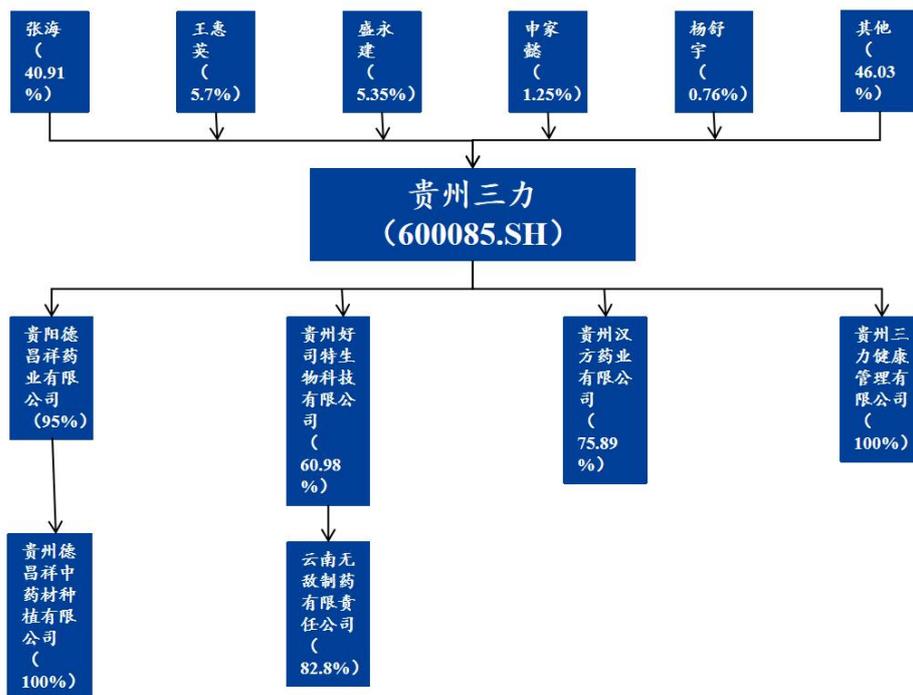
### 1.1 深耕中药三十年，产品矩阵丰富

贵州三力制药股份有限公司创立于1995年，是一家涵盖研究、开发、生产和营销全流程的现代化中药制药企业。2020年4月28日，公司在上海证券交易所主板上市。自上市以来，公司积极投身于中成药制药行业的战略布局，不断致力于拓展和丰富其产品线，其主要产品包括开喉剑喷雾剂（儿童型）、开喉剑喷雾剂、芪胶升白胶囊、妇科再造丸、强力天麻杜仲胶囊、黄芪颗粒等。

**公司股权结构清晰，实控人稳定。**截至2024年9月12日，张海与王惠英为一致行动人，二者共持股公司比例为46.61%，其中张海为公司的实际控制人。公司近年来积极通过投资并购，丰富产品结构，拥有贵州德昌祥、贵州汉方和云南无敌制药等多家子公司。

**2024.9.12，公司同时公告分红规划、回购计划、不减持承诺。**分红：未来三年（2024年~2026年）：公司无异常亏损或特殊情况，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%；回购：公司拟以0.8~1.2亿回购股份，用于员工持股计划或股权激励，回购价格上限17.85元/股，预计占公司总股本的比例为1.09%~1.64%；不减持：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，不以任何方式主动减持其直接持有的公司股份。

图表 1：贵州三力股权结构图（截至 2024.9.12）



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

公司以开喉剑喷雾剂为基石，芪胶升白胶囊、妇科再造丸等产品为拓展延伸，积极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。其中，开喉剑喷雾剂、芪胶升白胶囊、妇科再造丸是国家专利产品及独家品种。

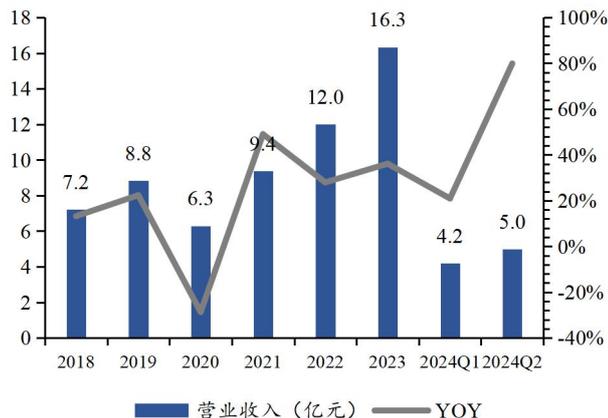
图表 2: 公司主要产品

药品名称	治疗领域	适应症或功能主治	处方药	国家基药目录	国家医保
开喉剑喷雾剂（儿童型）	儿科呼吸系统和口腔用药	清热解毒，消肿止痛。用于急、慢性咽喉炎，扁桃体炎，咽喉肿痛，口腔炎，牙龈肿痛。	是	否	是
开喉剑喷雾剂	呼吸系统和口腔用药	清热解毒，消肿止痛。用于肺胃蕴热所致的咽喉肿痛，口干口苦，牙龈肿痛以及口腔溃疡，复发性口腔溃疡见以上证候者	是	否	是
强力天麻杜仲胶囊	心脑血管用药	散风活血，舒筋止痛。用于中风引起的筋脉掣痛，肢体麻木，行走不便，腰腿酸痛，头痛头昏等。	是	否	是
妇科再造丸	妇科用药	养血调经，补益肝肾，暖宫止痛。用于月经先后不定期，带经日久，痛经，带下。	否	否	是
止咳化痰丸	呼吸系统用药	清肺止咳，化痰定喘。用于久嗽，咳血，痰喘气逆，喘息不眠。	是	否	是
芪胶升白胶囊	补气补血用药	补血益气，用于气血亏损证所引起的头晕眼花、气短乏力、自汗盗汗，以及白细胞减少症见上述证候者。	双跨	否	是
黄芪颗粒	补益用药	补气固表，利尿，托毒排脓，生肌。用于气短心悸，虚脱，自汗，体虚浮肿，慢性肾炎，久泻，脱肛，子宫脱垂，痈疽难溃，疮口久不愈合。	双跨	否	是

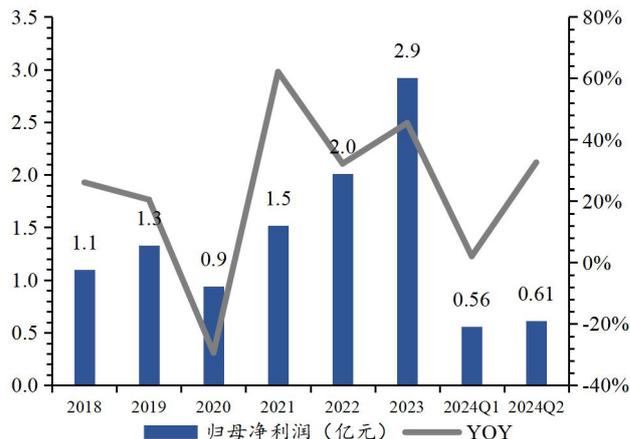
数据来源：公司年报，华福证券研究所

## 1.2 收并购丰富产品管线，公司业绩表现亮眼

2023 年，公司在投资并购、产品多元化、营销队伍建设、以及中药种植产业布局等方面均取得了显著的阶段性成果，实现高质量发展。公司营收从 2020 年 6.3 亿元提升至 2023 年的 16.3 亿元，期间复合增长率为 37%。2023 年核心产品开喉剑喷雾剂（含儿童型）市场需求旺盛，子公司德昌祥、无敌制药及汉方药业均实现盈利，营收同比增长 36.1%；

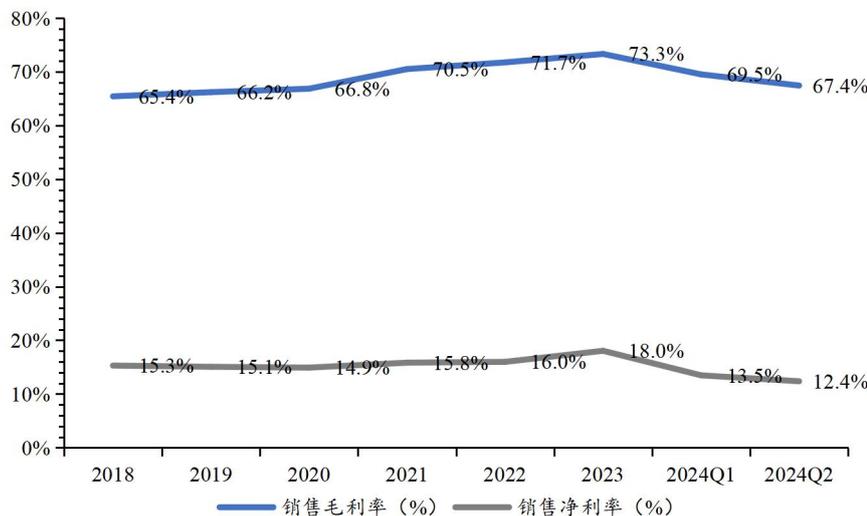

**图表 3: 营业收入逐年增加 (亿元)**


数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

**图表 4: 归母净利润快速增长 (亿元)**


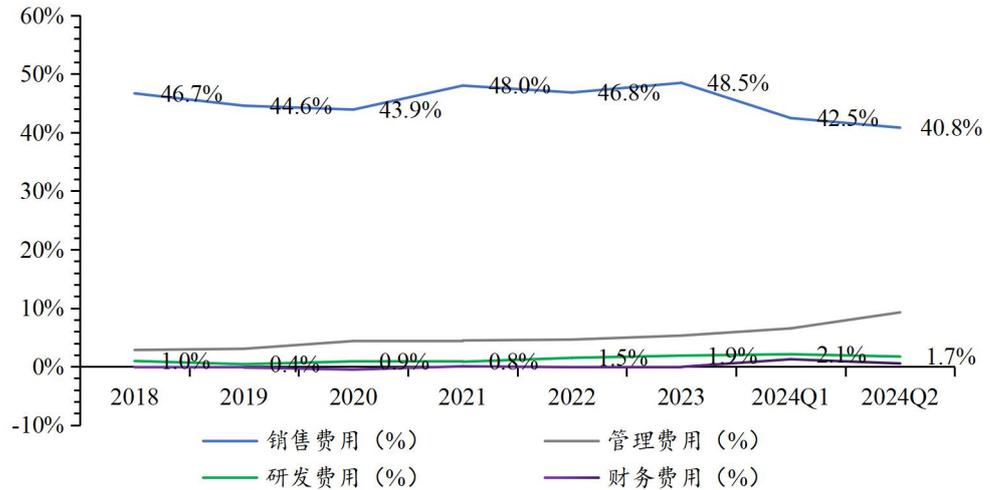
数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

公司归母净利润整体呈上升趋势, 2018-2023 年销售净利率和销售毛利率稳步提升。归母净利润从 2020 年 0.9 亿元提升至 2023 年的 2.9 亿元, 期间复合增长率为 46%, 2023 年归母净利润同比增长 45.4%。公司盈利能力持续提高, 销售毛利率和销售净利率水平稳步提升。公司销售毛利率由 2018 年的 65.4% 提升至 2023 年的 73.3%, 公司销售净利率由 2018 年的 15.3% 提升至 2023 年的 18.0%。

**图表 5: 2018-2023 年销售净利率和销售毛利率稳步提升 (%)**


数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

费用端来看, 截至 2023 年公司销售费用率因学术推广活动增加及销售人员增加波动上涨至 48.5%; 研发费用率由于新增子公司研发投入增加有所提升至 1.9%; 管理费用和财务费用较为稳定, 分别为 5.3% 和 -0.1%。


**图表 6: 截至 23 年, 公司销售费用率和研发费用率波动上涨 (%)**


数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

### 1.3 扩张自营销队伍, 多渠道丰富营销体系

**线下渠道:** 2023 年, 公司整合汉方药业销售队伍, 组建处方事业部和 OTC 事业部, 在持续开发医院渠道的同时, 进一步加大 OTC 渠道的开发力度。2023 年新增开发医院渠道 700 余家; 新增开发百强连锁 15 家; 新增开发中小连锁药店 600 余家; 新增开发第三终端 6 万余家。

**线上渠道:** 2023 年公司与阿里健康、京东大药房、美团等签署了合作协议, 开始尝试线上渠道的销售, 线上主要销售的核心产品有: 开喉剑喷雾剂(儿童型)、开喉剑喷雾剂、芪胶升白胶囊、儿童回春颗粒、妇科再造胶囊、妇科再造丸等, 23 年公司实现电商销售渠道突破。

2022 年起, 通过子公司小苑医药建设一套覆盖全国的公立医院互联网医院 SaaS 体系。同时与大型商业配送公司合作共享, 2023 年已签约公立医院 42 余家, 已与 10 余家省级大型商业公司完成签约, 覆盖贵州、陕西、黑龙江、重庆、湖南、江西、广东、四川、河南等省份。

## 2 三力制药: 立足儿科广阔市场, 开喉剑大单品优势显著

### 2.1 儿科用药市场广阔, 顶层政策支持

我国儿童用药市场广阔。根据同花顺援引国家统计局数据显示, 我国 0-14 岁儿童数量 2022 年为 2.39 亿人次, 总体规模仍较为庞大。根据米内网显示, 儿科中成药 2023 年在中国三大终端六大市场合计销售规模已突破 180 亿元。

根据米内网数据, 2023H1 中国城市实体药店终端儿科中成药中, 贵州三力的开喉剑喷雾(儿童型)终端销售额位居第七, 院端开喉剑喷雾(儿童型)位居院端儿科产品销售第二。2023 年 Q1 及 Q4 国内咽喉类疾病及流感等发病量出现大幅增加, 开喉剑喷雾剂及开喉剑喷雾剂(儿童型)市场需求旺盛, 销售额增加。

图表 7: 2023 年上半年中国城市公立医院终端儿科中成药 TOP10

排名	产品名称	治疗亚类	生产企业
1	小儿豉翘清热颗粒	儿科感冒用药	济川药业
2	开喉剑喷雾剂(儿童型)	儿科感冒用药	贵州三力
3	金振口服液	儿科止咳祛痰用药	康缘药业
4	四磨汤口服液	儿科厌食症用药	湖南汉森制药
5	小儿柴桂退热颗粒	儿科感冒用药	贵州百灵/葵花药业
6	小儿肺咳颗粒	儿科止咳祛痰用药	天圣制药/长春人民药业
7	醒脾养儿颗粒	儿科厌食症用药	健兴药业
8	神曲消食口服液	儿科厌食症用药	扬子江江苏龙凤堂中药
9	小儿消积止咳口服液	儿科止咳祛痰用药	鲁南厚普制药
10	小儿热速清颗粒	儿科感冒用药	倍肯药业/圣泰生物

数据来源: 米内网, 华福证券研究所

图表 8: 2023 年上半年中国城市实体药店终端儿科中成药 TOP10

排名	产品名称	治疗亚类	生产企业
1	龙牡壮骨颗粒	儿科健脾消食	健民集团
2	小儿豉翘清热颗粒	儿科感冒用药	济川药业
3	丁桂儿脐贴	儿科止泻药	亚宝药业
4	小儿肺热咳喘颗粒	儿科止咳祛痰用药	葫芦娃等
5	小儿感冒颗粒	儿科感冒用药	华润三九等
6	小儿肺热咳喘口服液	儿科止咳祛痰用药	葵花药业
7	开喉剑喷雾剂(儿童型)	儿科感冒用药	贵州三力
8	小儿消积止咳口服液	儿科止咳祛痰用药	鲁南厚普制药
9	小儿七星茶颗粒	儿科健脾消食	康缘药业
10	小儿柴桂退热颗粒	儿科感冒用药	贵州百灵/葵花药业

数据来源: 米内网, 华福证券研究所

新版基药目录调整重点关注儿科领域。2018 版基药目录中成药部分新增“儿科用药”章节, 儿童用药成为重点方向。其中收录儿童中成药的数量达到 13 种, 但总体数量仍然较少。新版基药目录调整中, 儿科用药仍是重点关注领域。

图表 9: 2018 年版基药目录儿科中成药

药品名称	剂型	类别	功能	是否独家
小儿柴桂退热颗粒(口服液)	颗粒剂	解表剂	辛温解表	否
小儿金翘颗粒	颗粒剂	解表剂	辛凉解表	是
小儿宝泰康颗粒	颗粒剂	解表剂	辛凉解表	否
小儿热速清口服液(颗粒)	颗粒剂、合剂	解表剂	辛凉解表	是
小儿泻速停颗粒	颗粒剂	清热剂	清脏腑热	否
小儿肺热咳喘颗粒(口服液)	颗粒剂、合剂	止咳剂	清热化痰	否
金振口服液	合剂	止咳剂	清热化痰	是
小儿消积止咳口服液	合剂	止咳剂	消积化痰	是
小儿肺咳颗粒	颗粒剂	止咳剂	健脾止咳	否
健儿消食口服液	合剂	扶正剂	健脾益气	否
醒脾养儿颗粒	颗粒剂	扶正剂	健脾益气	是
小儿黄龙颗粒	颗粒剂	安神剂	安神定志	是
小儿化食丸(口服液)	丸剂、合剂	消导剂	消食导滞	否

数据来源: 2018 年版基药目录, 国家卫生健康委员会, 华福证券研究所



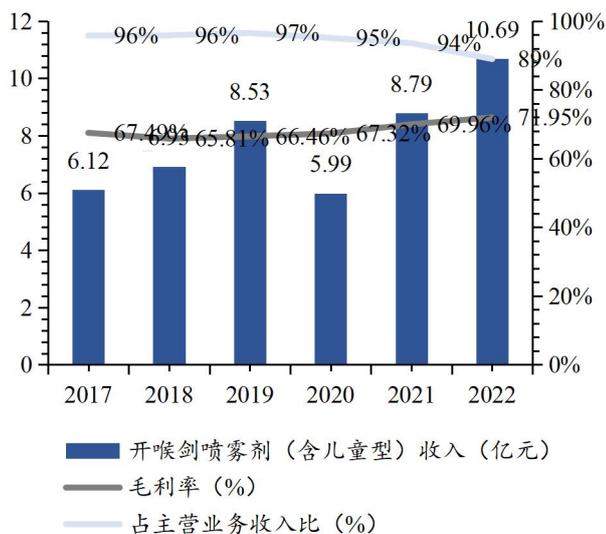
## 2.2 开喉剑喷雾：十亿级别大单品，院内院外双重发力

开喉剑喷雾用于清热解毒，消肿止痛。用于急、慢性咽喉炎，扁桃体炎，咽喉肿痛，口腔炎，牙龈肿痛。开喉剑为公司独家国家医保目录品种，多省基药增补。开喉剑喷雾剂取自经典苗医验方，其组方主要药物有四味：八爪金龙、山豆根、蝉蜕以及薄荷脑，其中八爪金龙是贵州黔东南地区的道地药材。

在需求端市场空间持续扩容与产品竞争优势的加持下，2017-2022年，公司开喉剑喷雾剂（含儿童型）实现稳步放量，营业收入由6.12亿元增长至10.69亿元，对应CAGR达11.8%。OTC端仍处在快速导入期，院外具备高潜力空间。根据公司投资者关系活动记录，目前开喉剑喷雾剂（含儿童型）在处方端和OTC端占比约为5:5。我们认为，随着公司未来在OTC端加大销售推广力度，有望为产品带来新的增长引擎，加速公司营收打开新增长曲线。

开喉剑喷雾剂（儿童型）主要规格为15ml/20ml/30ml，成人型主要规格为20ml/25ml/30ml，我们对比了线上线下，院内和院外的价格，发现开喉剑同规格不同渠道差异较小。

图表 10：开喉剑喷雾剂（含儿童型）收入（亿元）



数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

图表 11：开喉剑喷雾不同渠道和规格价格对比

规格	类型	院内挂网价最低价（元）	线下最低价（元）	线上最低价（元）
15ml	儿童	22.39	26.5	28.8
20ml	儿童	28	33.5	33
	成人		28.5	
25ml	成人	39.8	/	35
30ml	儿童	33.97	45	39
	成人		35	

数据来源：院内挂网价来自药融云，线下最低价来自陕西医保比价小程序，线上最低价来自三力京东自营旗舰店，华福证券研究所

### 开喉剑喷雾（儿童型）：

**覆盖范围广阔：**截至2023年末，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5,500余家，基层医疗终端13,000余家，诊所34,000余家，药店等零售终端123,000余家，已覆盖国内超过98%以上的儿童专科医院。

**多项权威指南背书：**2018年开喉剑喷雾剂（儿童型）成功入选由广东省卫生健康委和广东省中医药发布的《广东省手足口病诊疗指南（2018年版）》，并且是口



咽部局部用药中唯一的儿童专用剂型。同时，还入选了由中华中医药学会发布的《2018 年中药大品种科技竞争力排行榜》。

**口感优势：**产品口感清爽的设计，最大程度地改善了中成药口味较难被儿童接受的问题，从而提高儿童患者服药的医从性。**剂型优势：**喷雾剂型药物，携带方便，使用操作简单，用药无需辅助条件并可随时给药，药品采用 360 度旋转喷头设计，可上下旋转 360 度及水平旋转 360 度，延伸喷头可直接将药物喷到口腔及咽喉等常规剂型很难直接到达的患病部位，喷雾给药可直接作用于咽喉、扁桃体等病灶，降低儿童患者药物代谢的肝脏负担，直接吸收、起效快、疗效高、疗程短。

**开喉剑喷雾（成人型）：**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。

图表 12：开喉剑喷雾（儿童型）



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 13：开喉剑喷雾（成人型）



数据来源：公司官网，华福证券研究所

### 2.3 强力天麻杜仲胶囊

强力天麻杜仲胶囊为国家医保目录品种，低价药目录品种。功能主治为散风活血，舒筋止痛。用于中风引起的筋脉挛痛，肢体麻木，行走不便，腰腿酸痛，头痛头晕等。

## 3 外延并购多家企业，产品管线日渐丰富

自上市以来，公司积极布局中成药制药行业、致力丰富产品线。2023 年初通过投资控股好司特，间接控股无敌制药，并于 2023 年 11 月将汉方药业纳入合并范围，与 2022 年投资控股的德昌祥一起释放投资并购效能，实现产品线扩张。三力、德昌祥、汉方药业、无敌制药四家制药主体带来的多元化产品结构通过协同效应实现放



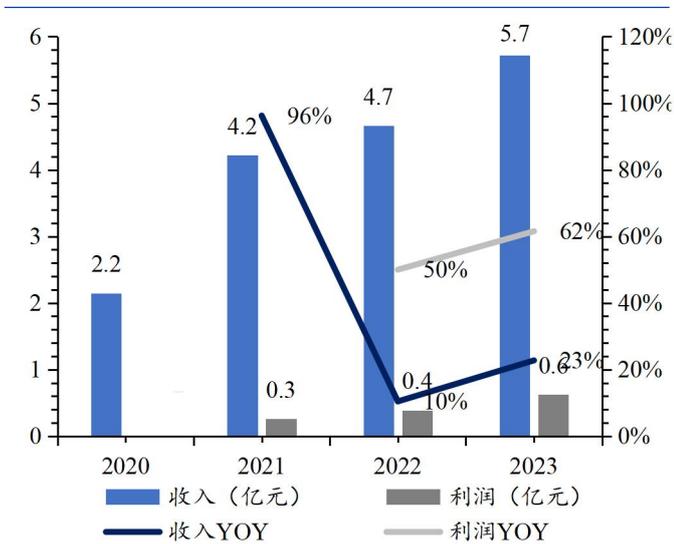
量，对公司的营收和利润带来了显著的积极影响。

### 3.1 汉方药业

2020年，贵州三力以1.12亿元取得汉方药业25.64%股权。2023年，贵州三力再次以4.99亿收购汉方药业的50.26%股权，现贵州三力持有汉方药业75.90%股权，2023年11月汉方药业纳入公司合并范围，2023年汉方药业实现利润6320万。

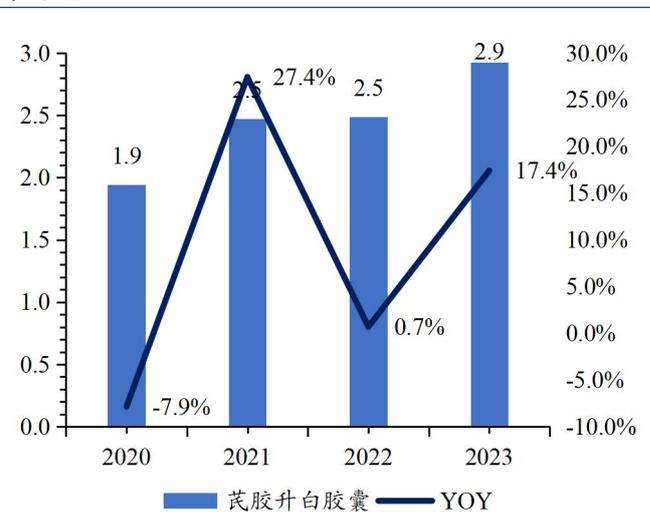
汉方药业拥有片剂、胶囊剂、颗粒剂、洗剂、合剂、气雾剂、搽剂7个剂型，80个批准文号，其中独家品种20个，专利品种6个，独家苗药8个，含芪胶升白胶囊、日舒安洗液、黄芪颗粒等重点产品。

图表 14: 汉方制药收入与利润 (亿元)



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 15: 芪胶升白胶囊销售额 (亿元) (PDB 放大数据)



数据来源：PDB，华福证券研究所

芪胶升白胶囊是国家专利产品及独家苗药品种，已列入国家医保目录，临床用于气血亏损证所引起的头晕眼花、气短乏力、自汗盗汗，以及白细胞减少症见上述证候者。芪胶升白胶囊入选《肿瘤放化疗后白细胞减少症中西医结合治疗专家共识（2022版）》、《抗肿瘤药物引起骨髓抑制的中西医结合专家诊治共识》等专家共识，获得专业背书。

黄芪颗粒为国家医保品种，补气固表、利尿、托毒排脓、生肌，临床用于气短心悸，虚脱，自汗，体虚浮肿，慢性肾炎，久泻，脱肛，子宫脱垂，痈疽难溃，疮口久不愈合。黄芪颗粒作为汉方药业重点产品，有望成为公司下一个重点大品种。

图表 16: 芪胶升白胶囊

图表 17: 黄芪颗粒



数据来源：公司官网，华福证券研究所



数据来源：公司官网，华福证券研究所

### 3.2 德昌祥

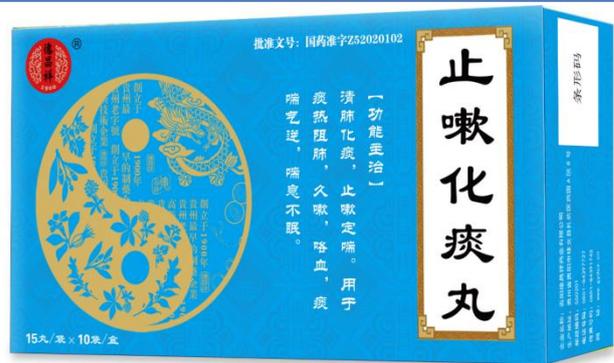
2022年2月，公司出资2.32亿元取得德昌祥95%股权，成为德昌祥控股股东，进一步强化贵州中药特色布局，发力塑造规模经济。贵阳德昌祥药业历史悠久，前身“德昌祥药号”成立于1900年，是中国医药中华老字号十大品牌之一、第一批贵州老字号。德昌祥以特色产品妇科再造丸、止嗽化痰丸等为延伸，打造多科室产品矩阵，覆盖呼吸系统类、血液类、妇科类、补益类等科室产品。

图表 18: 妇科再造丸



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 19: 止嗽化痰丸



数据来源：公司官网，华福证券研究所

### 3.3 云南无敌制药

2023年1月，公司通过收购好司特61%的股权，间接控股其子公司无敌制药。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。其拥有胶囊、膏药、药酒、搽剂四条现代化生产线，以及中药前处理车间和质检中心，拥有完善的质检体系。公司通过收购无敌制药拓展了骨科中成药领域，助力丰富产品种类，提升业务竞争力，贡献了新的产品和利润增长点。



## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

变量 1:

呼吸系统用药：公司呼吸系统用药第一大单品为开喉剑喷雾剂（含儿童型），我们认为公司开喉剑喷雾剂（儿童型）有望冲击新版基药目录，同时 OTC 端加大销售推广力度，有望为产品带来新的增长引擎。同时公司并表汉方感冒灵颗粒等亦会增厚板块业绩，我们假设 2024/2025/2026 年公司呼吸系统收入增速分别为 28%/24%/21%，假设毛利率分别为 73.60%/73.70%/73.80%。

血液用药：公司血液用药主要产品为并购汉方的芪胶升白胶囊，根据 PDB 数据库 23 年芪胶升白胶囊销售额超 2 亿。我们假设 2024 年公司血液用药收入将快速增长，假设增速为 150%，25/26 年收入增速为 20%，假设毛利率分别为 87.20%/87.30%/87.40%。

妇科用药：公司妇科用药主要产品为并购德昌祥的妇科再造丸，同时并购汉方亦补充妇科再造胶囊、日舒安系列。我们假设 2024/2025/2026 年公司妇科用药收入增速分别为 100%/20%/20%，假设毛利率分别为 81.50%/81.60%/81.70%。

补益用药：公司补益用药主要产品为并购汉方的黄芪颗粒、并购德昌祥的安宫牛黄丸、参茸鞭丸、杜仲补天素丸等。我们假设 2024/2025/2026 年公司补益用药收入增速分别为 300%/20%/20%，假设毛利率分别为 45.00%/45.50%/46.00%。

心脑血管用药：公司心脑血管的战略大品种强力天麻杜仲胶囊增势强劲，在人口老龄化驱动心脑血管疾病市场扩容的背景下，将持续为公司带来业绩增厚。我们假设 2024/2025/2026 年公司心脑血管用药收入增速分别为 10%/8%/6%，假设毛利率分别为 69.10%/69.15%/69.20%。

骨科用药：公司骨科用药主要产品为并购汉方的杜仲壮骨胶囊，我们假设 2024/2025/2026 年公司骨科用药收入增速分别为 30.00%/30.00%/30.00%，假设毛利率分别为 60.40%/60.45%/60.50%。

变量 2:

费用率：公司整合 OTC 销售团队，全国设立分公司，销售费用率有望实现小幅下降，假设 2024/2025/2026 年销售费用为 48.40%/48.35%/48.30%；公司新增子公司研发投入预计增加，假设未来三年研发费用率分别为 1.95%/2.00%/2.05%；假设管理费用率稳定，分别为 5.32%/5.34%/5.36%；财务费用率受收购汉方贷款影响有所增长，假设未来三年财务费用率分别为 1.26%/1.43%/1.40%。

图表 20: 公司业绩拆分预测表

		2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)		1,634.98	2,406.84	2,948.17	3,567.85
yoy		36.10%	47.21%	22.49%	21.02%
毛利率		73.31%	72.78%	72.88%	72.98%
按业务划分					
呼吸系统用药	收入	1300.05	1665.49	2056.92	2496.74
	yoy	21.62%	28.11%	23.50%	21.38%
	毛利率	73.52%	73.60%	73.70%	73.80%
血液用药	收入	112.37	280.94	337.12	404.55
	yoy		150.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	87.23%	87.20%	87.30%	87.40%
妇科用药	收入	77.38	154.76	185.71	222.85
	yoy	73.57%	100.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	81.51%	81.50%	81.60%	81.70%
补益用药	收入	46.33	185.34	222.41	266.89
	yoy	294.83%	300.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	48.86%	45.00%	45.50%	46.00%
心脑血管用药	收入	41.33	45.47	49.11	52.05
	yoy	2.95%	10.00%	8.00%	6.00%
	毛利率	69.03%	69.10%	69.15%	69.20%
骨科用药	收入	35.44	46.07	59.89	77.85
	yoy	0.00%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	60.35%	60.40%	60.45%	60.50%
其他产品	收入	21.55	28.02	35.86	45.19
	yoy	28.60%	30.00%	28.00%	26.00%
	毛利率	42.42%	43.00%	43.00%	43.00%
其他业务	收入	0.51	0.77	1.15	1.73
	yoy	53.42%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	13.59%	14.00%	14.00%	14.00%

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

#### 4.2 投资建议

我们预测 2024/2025/2026 年公司营收分别为 24.07/29.48/35.68 亿元, 增速为 47%/22%/21%。2024/2025/2026 年公司净利润分别为 3.54/4.22/5.06 亿元, 增速为 21%/19%/20%。我们选取与贵州三力同样拥有儿科大单品的中成药企业济川药业、康缘药业、健民集团作为可比公司, 采用相对估值法, 24 年可比公司平均 PE 为 9.9X。

我们看好贵州三力以开喉剑喷雾剂 (含儿童型) 大单品的发展潜力, 以及外延并购汉方药业、德昌祥、无敌药业等丰富产品管线并带来业绩增厚。首次覆盖, 给予“买入”评级。



图表 21: 可比公司估值表

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	净利润(亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600566.SH	济川药业	223.1	29.7	33.4	37.4	7.5	6.7	6.0
600557.SH	康缘药业	69.7	6.1	7.1	8.3	11.5	9.8	8.4
600976.SH	健民集团	62.3	5.8	7.1	8.3	10.7	8.8	7.5
可比公司平均值						9.9	8.4	7.3
603439.SH	贵州三力	50.5	3.5	4.2	5.1	14.3	12.0	10.0

数据来源: iFinD, 华福证券研究所(注: 盈利预测来自 iFinD 一致预期, 数据截止 2024/9/16)

## 5 风险提示

**产品销售和推广不及预期风险:** 公司开喉剑喷雾剂(含儿童型)营收占比大, 若销售未及预期将对公司业绩产生较大影响。公司其余份额较小的品种若不能实现有效放量, 则不利于公司长期发展。

**重点产品受集采等政策影响降价风险:** 随着中成药集采进程推进, 公司产品的价格可能面临一定的降价风险, 若进集采降价幅度过大会对公司盈利能力产生影响。

**研发失败或进度不及预期风险:** 公司新产品存在研发失败或不及预期的风险, 会对公司的经营产生较大影响。

**原材料价格波动的风险:** 中药材价格波动, 原材料价格变化将影响产品的利润空间。



图表 22: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	571	841	1,030	1,247
应收票据及账款	577	842	1,033	1,253
预付账款	6	10	12	14
存货	176	201	271	321
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	163	214	250	292
流动资产合计	1,493	2,108	2,595	3,127
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	615	780	916	1,025
在建工程	0	0	10	30
无形资产	235	292	367	439
商誉	555	555	555	555
其他非流动资产	22	23	24	24
非流动资产合计	1,427	1,650	1,871	2,072
<b>资产合计</b>	<b>2,920</b>	<b>3,758</b>	<b>4,467</b>	<b>5,199</b>
短期借款	255	647	897	1,069
应付票据及账款	295	443	540	651
预收款项	0	0	0	0
合同负债	8	12	15	18
其他应付款	165	165	165	165
其他流动负债	116	127	134	141
流动负债合计	839	1,394	1,750	2,044
长期借款	254	254	254	254
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	118	118	118	118
非流动负债合计	372	372	372	372
<b>负债合计</b>	<b>1,211</b>	<b>1,766</b>	<b>2,122</b>	<b>2,416</b>
归属母公司所有者权益	1,470	1,743	2,083	2,507
少数股东权益	239	249	261	276
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,709</b>	<b>1,992</b>	<b>2,344</b>	<b>2,783</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,920</b>	<b>3,758</b>	<b>4,467</b>	<b>5,199</b>

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>277</b>	<b>219</b>	<b>309</b>	<b>416</b>
现金收益	331	453	550	659
存货影响	-78	-25	-70	-50
经营性应收影响	-197	-267	-191	-221
经营性应付影响	247	148	97	111
其他影响	-27	-90	-78	-83
<b>投资活动现金流</b>	<b>-614</b>	<b>-230</b>	<b>-245</b>	<b>-239</b>
资本支出	-543	-280	-294	-289
股权投资	130	0	0	0
其他长期资产变化	-201	50	49	50
<b>融资活动现金流</b>	<b>338</b>	<b>281</b>	<b>125</b>	<b>40</b>
借款增加	349	392	250	172
股利及利息支付	-51	-118	-131	-140
股东融资	120	0	0	0
其他影响	-80	7	6	8

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,635	2,407	2,948	3,568
营业成本	436	655	799	964
税金及附加	17	24	30	36
销售费用	793	1,165	1,424	1,720
管理费用	87	128	157	191
研发费用	31	47	59	73
财务费用	-1	30	42	50
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	55	50	50	50
其他收益	10	10	10	10
<b>营业利润</b>	<b>336</b>	<b>415</b>	<b>494</b>	<b>591</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	<b>334</b>	<b>413</b>	<b>492</b>	<b>589</b>
所得税	39	48	58	69
<b>净利润</b>	<b>295</b>	<b>365</b>	<b>434</b>	<b>520</b>
少数股东损益	2	10	12	15
<b>归属母公司净利润</b>	<b>293</b>	<b>355</b>	<b>422</b>	<b>505</b>
EPS (按最新股本摊薄)	0.71	0.86	1.03	1.23

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	36.1%	47.2%	22.5%	21.0%
EBIT 增长率	50.5%	33.0%	20.5%	19.7%
归母公司净利润增长率	45.4%	21.1%	19.1%	19.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	73.3%	72.8%	72.9%	73.0%
净利率	18.0%	15.1%	14.7%	14.6%
ROE	17.1%	17.8%	18.0%	18.2%
ROIC	19.1%	18.3%	17.7%	17.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.5%	47.0%	47.5%	46.5%
流动比率	1.8	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.6	1.4	1.3	1.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	100	101	109	110
存货周转天数	113	104	106	111
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.71	0.86	1.03	1.23
每股经营现金流	0.68	0.53	0.75	1.02
每股净资产	3.59	4.25	5.08	6.12
<b>估值比率</b>				
P/E	17	14	12	10
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	2	2	1	1

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn