

2024 年 11 月 10 日

贵州三力 (603439. SH)

投资评级：买入（维持）

——24Q3 业绩高增长，股权激励彰显发展信心

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2024 年 11 月 08 日

收盘价 (元)	14.35
一年内最高/最低 (元)	20.34/10.69
总市值 (百万元)	5,880.66
流通市值 (百万元)	5,870.16
总股本 (百万股)	409.80
资产负债率 (%)	39.26
每股净资产 (元/股)	3.91

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 事件：公司发布 2024 年三季报，2024 年前三季度实现营业收入 14.47 亿元，同比增长 49.26%，归母净利润 1.94 亿元，同比增长 22.89%，扣非归母净利润 1.87 亿元，同比增长 22.16%。单三季度实现收入 5.27 亿元，同比增长 55.50%，归母净利润 7707 万元，同比增长 35.17%，扣非归母净利润 7437 万元，同比增长 31.68%。
- 汉方并表，24Q1-3 业绩高增长。24Q1-3 公司实现收入 14.47 亿元（同比+49%），主要得益于公司核心产品销售增长及汉方药业自 23M11 并表；24Q1-3 归母净利润同比+23%，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 1147 万元。
- 开喉剑系列快速增长，OTC 终端覆盖率持续提升。核心产品开喉剑喷雾剂（含儿童型）市场需求旺盛，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，我们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，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，德昌祥优势产品止咳化痰丸、妇科再造丸等产品放量可期。
- 股权激励彰显信心，积极分红回馈股东。24M10，公司发布 2024 年限制性股票激励计划，向 54 名激励对象授予 523 万股股份，有望充分激发核心团队积极性。25-27 年公司层面业绩考核指标包括：1) 中成药营业收入(含税)(目标值)分别为 28/32/36 亿元；2) 过亿品种数量分别为 5/6/7 个；3) 营业收入增长率不低于对标企业均值。此外，24M9 公司公告，1) 控股股东及实控人张海先生承诺未来 18 个月内不减持公司股份；2) 公司发布 24-26 年三年股东分红回报规划，每年以现金分红不少于当年可供分配利润的 50%，以积极提高股东投资回报。
- 盈利预测与评级：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.28 亿元、4.07 亿元、4.86 亿元，同比增长 12%、24%、19%，当前股价对应 PE 分别为 18X、14X、12X，考虑到公司开喉剑系列稳步增长，并购整合推进顺利，维持“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风险，商誉减值的风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,201	1,635	2,405	2,818	3,295
同比增长率 (%)	27.94%	36.10%	47.08%	17.19%	16.92%
归母净利润 (百万元)	201	293	328	407	486
同比增长率 (%)	32.18%	45.42%	12.09%	24.20%	19.19%
每股收益 (元/股)	0.49	0.71	0.80	0.99	1.19
ROE (%)	16.25%	19.91%	18.79%	19.52%	19.47%
市盈率 (P/E)	29.22	20.09	17.92	14.43	12.11

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	571	378	609	904
应收票据及账款	683	891	1,044	1,220
预付账款	6	11	13	15
其他应收款	3	47	55	64
存货	176	261	300	347
其他流动资产	54	54	54	55
流动资产总计	1,493	1,642	2,075	2,605
长期股权投资	0	8	15	22
固定资产	615	604	584	558
在建工程	0	0	0	0
无形资产	235	199	169	136
长期待摊费用	1	0	0	0
其他非流动资产	576	586	586	586
非流动资产合计	1,427	1,396	1,354	1,302
资产总计	2,920	3,038	3,430	3,908
短期借款	255	0	0	0
应付票据及账款	295	403	463	535
其他流动负债	289	339	391	453
流动负债合计	839	742	853	988
长期借款	254	201	148	94
其他非流动负债	118	118	118	118
非流动负债合计	372	319	266	212
负债合计	1,211	1,061	1,119	1,200
股本	410	410	410	410
资本公积	225	225	225	225
留存收益	835	1,111	1,453	1,860
归属母公司权益	1,470	1,746	2,088	2,495
少数股东权益	239	232	223	213
股东权益合计	1,709	1,978	2,311	2,708
负债和股东权益合计	2,920	3,038	3,430	3,908

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	295	307	384	461
折旧与摊销	38	138	149	160
财务费用	-1	15	7	3
投资损失	-55	-9	-9	-9
营运资金变动	-12	-184	-90	-101
其他经营现金流	12	17	17	17
经营性现金净流量	277	283	457	530
投资性现金净流量	-614	-100	-100	-100
筹资性现金净流量	338	-376	-126	-135
现金流量净额	1	-193	231	295

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,635	2,405	2,818	3,295
营业成本	436	775	890	1,028
税金及附加	17	23	27	31
销售费用	793	1,003	1,170	1,364
管理费用	87	171	206	247
研发费用	31	48	56	66
财务费用	-1	15	7	3
资产减值损失	-2	-1	-1	-1
信用减值损失	-1	-9	-10	-12
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	55	9	9	9
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
其他收益	10	10	10	10
营业利润	336	380	471	562
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	334	378	469	559
所得税	39	57	70	84
净利润	295	321	399	475
少数股东损益	2	-7	-9	-10
归属母公司股东净利润	293	328	407	486
EPS(元)	1	1	1	1

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	36.10%	47.08%	17.19%	16.92%
营业利润增长率	48.89%	13.18%	24.05%	19.09%
归母净利润增长率	45.42%	12.09%	24.20%	19.19%
经营现金流增长率	-5.65%	2.38%	61.36%	15.92%
盈利能力				
毛利率	73.31%	67.77%	68.43%	68.80%
净利率	18.04%	13.35%	14.15%	14.42%
ROE	19.91%	18.79%	19.52%	19.47%
ROA	10.02%	10.80%	11.88%	12.43%
ROIC	31.54%	19.21%	20.55%	23.20%
估值倍数				
P/E	20.09	17.92	14.43	12.11
P/S	3.60	2.45	2.09	1.78
P/B	4.00	3.37	2.82	2.36
股息率	1.39%	0.90%	1.11%	1.33%
EV/EBITDA	22	12	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。