

公司研究 | 点评报告 | 贵州三力 (603439.SH)

利润承压，OTC 渠道全力开发

报告要点

2025 年 4 月 22 日，公司发布 2024 年报及 2025 年一季报。2024 年实现营业收入 21.44 亿元，同比增长 31.16%；实现归母净利润 2.74 亿元，同比下滑 6.38%；实现扣非归母净利润 2.68 亿元，同比增长 9.08%。2025 年第一季度，公司实现营业收入 4.09 亿元，同比下滑 3.18%；实现归母净利润 0.42 亿元，同比下滑 25.16%；实现扣非归母净利润 0.39 亿元，同比下滑 31.56%。

分析师及联系人



彭英骐

SAC: S0490524030005

SFC: BUZ392



张楠

SAC: S0490524070006

贵州三力 (603439.SH)

2025-04-25

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

利润承压，OTC 渠道全力开发

事件描述

2025 年 4 月 22 日，公司发布 2024 年报及 2025 年一季报。2024 年实现营业收入 21.44 亿元，同比增长 31.16%；实现归母净利润 2.74 亿元，同比下滑 6.38%；实现扣非归母净利润 2.68 亿元，同比增长 9.08%。2025 年第一季度，公司实现营业收入 4.09 亿元，同比下滑 3.18%；实现归母净利润 0.42 亿元，同比下滑 25.16%；实现扣非归母净利润 0.39 亿元，同比下滑 31.56%。

事件评论

- **收入实现高增，利润承压。**2023 年 11 月公司将子公司汉方药业纳入并表范围，使得收入实现高速增长。由于 2024 年中药材价格依然处在高位，造成成本大幅增长、毛利率下滑，叠加公司的分支机构增加造成管理费率提升，以及投资净收益大幅减少，造成公司利润有所承压。2025 年 Q1 利润增速慢于收入增速，主要在于中药材价格处于高位造成成本增加明显、毛利率有所下滑。
- **管理费率提升，研发投入持续增加。**2024 年公司销售费用 9.42 亿元 (+18.83%)，销售费率 43.93% (-4.56pp)；管理费用 1.47 亿元 (+70.36%)，管理费率 6.87% (+1.58pp)，2024 年新设 13 家省级分公司，公司管理范围快速扩大，人员及日常费用均增幅较大；研发费用 0.47 亿元 (+51.91%)，研发费率 2.17% (+0.30pp)。
- **OTC 渠道为抓手，重点拓展县域及下沉市场。**截至 2024 年末，公司产品开喉剑喷雾剂（儿童型）已覆盖国内超过 99% 以上的儿童专科医院，开喉剑喷雾剂（成人型）已覆盖国内超过 71% 以上的专科医院。2024 年公司完成覆盖全国的 OTC 直营网络布局，组建 1700 余人的专业化 OTC 营销团队，建立从“处方渠道主导”向“OTC 渠道为主、处方渠道协同”的战略目标，目前 OTC 渠道营收占比大幅上升，已超过处方渠道。2025 年公司 OTC 渠道营销团队新增 300 人，营销队伍总规模突破 2000 人，强化对二级以上医院（计划新增开发 450 家）及连锁店的深度开发。2025 年公司拟实现开喉剑喷雾剂、开喉剑喷雾剂（儿童型）、芪胶升白胶囊、黄芪颗粒、止嗽化痰丸、妇科再造丸 6 个核心产品突破亿元销售规模。
- **盈利预测：**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.14 亿元、3.56 亿元及 4.14 亿元，对应 EPS 分别为 0.77 元、0.87 元及 1.01 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、产品销售不及预期风险。
- 2、研发失败或进度不及预期风险。

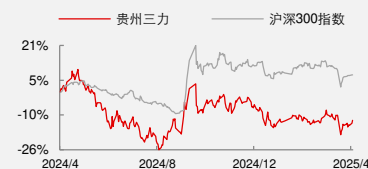
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	12.86
总股本(万股)	40,980
流通A股/B股(万股)	40,384/0
每股净资产(元)	3.84
近12月最高/最低价(元)	16.79/10.69

注：股价为 2025 年 4 月 22 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《立足独家苗药开喉剑，内生外延持续成长》

2025-03-24



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、**产品销售不及预期风险。**核心品种开喉剑喷雾剂营收占比大，若销售团队尤其是OTC团队推广效果不及预期导致销售没有达到预期目标，将对公司业绩产生较大影响。
- 2、**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。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2144	2513	2928	3420	货币资金	475	255	107	22
营业成本	650	768	884	1020	交易性金融资产	23	13	13	12
毛利	1494	1745	2044	2400	应收账款	729	786	927	1083
%营业收入	70%	69%	70%	70%	存货	321	263	319	368
营业税金及附加	25	28	32	38	预付账款	34	13	14	16
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	217	201	250	292
销售费用	942	1131	1332	1573	流动资产合计	1798	1532	1630	1794
%营业收入	44%	45%	46%	46%	长期股权投资	13	13	13	13
管理费用	147	176	211	239	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	7%	7%	7%	7%	固定资产合计	564	801	971	1112
研发费用	47	55	64	75	无形资产	216	300	335	366
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	555	739	870	1001
财务费用	11	0	0	0	递延所得税资产	15	15	15	15
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	32	72	114	161
加: 资产减值损失	-3	0	0	0	资产总计	3192	3473	3949	4461
信用减值损失	-10	0	0	0	短期贷款	352	502	652	802
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	361	440	521	602
投资收益	2	2	2	2	预收账款	0	0	0	0
营业利润	326	373	422	491	应付职工薪酬	23	11	14	16
%营业收入	15%	15%	14%	14%	应交税费	73	76	87	102
营业外收支	-1	0	0	0	其他流动负债	427	326	373	423
利润总额	325	373	422	491	流动负债合计	1234	1355	1646	1944
%营业收入	15%	15%	14%	14%	长期借款	209	209	209	209
所得税费用	45	52	59	69	应付债券	0	0	0	0
净利润	280	320	363	423	递延所得税负债	25	25	25	25
归属于母公司所有者的净利润	274	314	356	414	其他非流动负债	128	127	127	127
少数股东损益	6	6	7	8	负债合计	1597	1716	2007	2305
EPS (元)	0.67	0.77	0.87	1.01	归属于母公司所有者权益	1527	1684	1861	2067
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	67	74	81	89
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	1595	1757	1942	2156
经营活动现金流净额	107	471	435	528	负债及股东权益	3192	3473	3949	4461
取得投资收益收回现金	2	2	2	2	基本指标				
长期股权投资	-12	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-45	-689	-551	-551	每股收益	0.67	0.77	0.87	1.01
其他	-47	5	-6	-6	每股经营现金流	0.26	1.15	1.06	1.29
投资活动现金流净额	-103	-682	-554	-555	市盈率	19.40	16.78	14.81	12.73
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.49	3.13	2.83	2.55
股权融资	63	0	0	0	EV/EBITDA	13.28	11.10	10.08	9.01
银行贷款增加 (减少)	351	150	150	150	总资产收益率	9.2%	9.6%	9.8%	10.0%
筹资成本	-104	-158	-179	-208	净资产收益率	17.9%	18.7%	19.1%	20.0%
其他	-411	-2	0	0	净利率	12.8%	12.5%	12.2%	12.1%
筹资活动现金流净额	-101	-9	-29	-58	资产负债率	50.0%	49.4%	50.8%	51.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-97	-220	-148	-85	总资产周转率	0.70	0.75	0.79	0.81

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。