

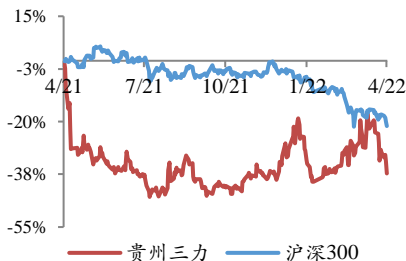
业绩符合预期，期待德昌祥并表后的业绩加速

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-21

收盘价(元)	13.96
近12个月最高/最低(元)	21.75/12.23
总股本(百万股)	411
流通股本(百万股)	162
流通股比例(%)	39.50
总市值(亿元)	57
流通市值(亿元)	23

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李昌幸

执业证书号：S0010121080070

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

1. 贵州三力 (603439.SH) 深度报告：贵州苗药传承者，品类持续丰富带来稳定增长 (2022-01-04)

主要观点：

● 事件：

2022年4月21日，公司披露2021年年度报告。报告期公司实现营收9.39亿元，同比增长48.99%；归母净利润1.52亿元，同比增长62.08%；扣非净利润1.36亿元，同比增长45.25%；基本每股收益0.37元。

同时，公司披露2022一季报，2022Q1公司主营收入1.59亿元，同比上升22.86%；归母净利润2372.96万元，同比上升1.23%；扣非净利润2114.85万元，同比下降4.54%。

● 分析点评

开喉剑恢复增长，梯队产品开始突破。分产品来看，开喉剑喷雾剂（含儿童型）收入为8.79亿元，同比增速为+46.64%；毛利率为69.96%，同比增加2.64个百分点。强力天麻杜仲胶囊收入为0.35亿元，同比增速为+21.28%；毛利率为64.49%，同比增加7.81个百分点。其他梯队产品开始突破，收入为0.25亿元，同比增速为+1283.51%。

2021年公司整体毛利率为70.50%，同比+3.66个百分点；期间费用率53.34%，同比+4.70个百分点；其中销售费用率48.01%，同比+4.10个百分点；管理费用率5.28%，同比+0.03个百分点；财务费用率0.05%，同比+0.57个百分点；经营性现金流净额为1.55亿元，同比+145.13%。

汉方药业稳健发展，德昌祥重组扩充产品线。（1）参股的公司汉方药业（持股比例25.64%）2021年收入4.22亿元，利润0.26亿元。（2）2021年底，公司参与了德昌祥破产重整投资人公开招募，并于2022年1月经贵阳市中级人民法院裁定成为德昌祥重整投资人。2022年破产重整工作结束后，公司将正式取得德昌祥95%股权。期待2022年“德昌祥”并表后为公司带来业绩增量。

市场和研发双轮驱动。市场开发上，医疗机构布局初显成效，新开发第一终端340余家，百强连锁药店20余家、基层医疗机构6000余家。并且全资子公司三力众越逐步发展，其营销策划及推广服务能力开始展现。研发上，借助苗药、儿童药特色，着手开发中药新药。公司开始进行了大量的新药研究，包括：（1）斥资共计约5000万元，将摘自《国家中医药管理局发布的古代经典名方目录》中的古代经典名方进行现代制剂新药开发；（2）来自儿科中医大家、辽宁中医药大学第一附属医院张君教授的独家专利中药处方，用于儿童紫癜疾病的紫丹颗粒（中药新药1类），进行探索性新药开发研究。

公司开始着手布局DTP药房。2021年成立了小苑医药科技公司及湖南丸小二连锁大药房，以线上诊疗+院边药房的结合，开始探索向下游零售端进行布局。其中2021年7月投资成立的小苑医药科技（成都）有限公司（持股53%），主要与医院合作，开展互联网医院、线上诊疗、慢病管理等业务。目前小苑医药科技还处于早期亏损状态，2021年亏损为720万元，预计2022年Q1扣非归母净利润受其影响较大。

业绩增强股票激励计划完成信心: 公司 2021 年发布的限制性股票激励计划 (草案) 中, 2022-2024 年的业绩考核目标水平分别是 1.8 亿元、2.15 亿元和 3.3 亿元, 复合增速约为 37%。在 2021 年良好的业绩基础上, 期待公司未来在公司战略逐步落地的情况下持续的业绩兑现。

● 投资建议

由于公司年报更新, 调整此前盈利预测。我们预计公司 2022~2024 年收入分别 12.2/15.3/18.6 亿元, 分别同比增长 29.9%/25.4%/21.6%; 考虑到新设立子公司开拓业务前期带来的潜在亏损, 预计归母净利润分别为 1.8/2.5/3.4 亿元, 分别同比增长 19.8%/38.7%/34.2%, 对应 EPS 为 0.44/0.62/0.83 元, 对应估值为 31X/23X/17X。维持“买入”投资评级。

● 风险提示

营销拓展不及预期; 大品种依赖风险; 收购战略推行不及预期风险; 新公司亏损超出预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	939	1220	1530	1860
收入同比 (%)	49.0%	29.9%	25.4%	21.6%
归属母公司净利润	152	182	253	340
净利润同比 (%)	62.1%	19.8%	38.7%	34.2%
毛利率 (%)	70.5%	71.3%	71.6%	71.8%
ROE (%)	14.8%	15.0%	17.3%	18.8%
每股收益 (元)	0.37	0.44	0.62	0.83
P/E	42.65	31.44	22.66	16.89
P/B	6.29	4.72	3.91	3.17
EV/EBITDA	0.00	24.62	19.27	15.54

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1100	1278	1609	2028	营业收入	939	1220	1530	1860
现金	544	628	764	1049	营业成本	277	350	435	524
应收账款	257	357	471	542	营业税金及附加	9	12	15	19
其他应收款	51	27	40	64	销售费用	451	580	724	874
预付账款	4	4	6	7	管理费用	42	62	78	96
存货	89	85	114	144	财务费用	0	1	0	0
其他流动资产	155	178	213	222	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	305	276	246	217	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	119	79	39	0	投资净收益	18	-1	16	46
固定资产	154	152	150	147	营业利润	179	213	294	393
无形资产	20	29	37	46	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	12	16	20	24	营业外支出	3	5	2	1
资产总计	1405	1554	1855	2245	利润总额	177	208	292	392
流动负债	360	333	385	442	所得税	28	31	44	59
短期借款	200	200	200	200	净利润	149	177	248	333
应付账款	99	77	109	145	少数股东损益	-4	-5	-5	-7
其他流动负债	61	56	76	98	归属母公司净利润	152	182	253	340
非流动负债	13	13	13	13	EBITDA	164	216	275	341
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.37	0.44	0.62	0.83
其他非流动负债	13	13	13	13					
负债合计	373	345	398	455					
少数股东权益	1	-5	-10	-16	主要财务比率				
股本	411	411	411	411	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	223	223	223	223	成长能力				
留存收益	397	580	833	1172	营业收入	49.0%	29.9%	25.4%	21.6%
归属母公司股东权	1031	1214	1467	1807	营业利润	59.6%	19.1%	37.7%	33.6%
负债和股东权益	1405	1554	1855	2245	归属于母公司净利	62.1%	19.8%	38.7%	34.2%
					获利能力				
					毛利率 (%)	70.5%	71.3%	71.6%	71.8%
					净利率 (%)	16.2%	15.0%	16.5%	18.3%
					ROE (%)	14.8%	15.0%	17.3%	18.8%
					ROIC (%)	10.4%	12.3%	13.5%	14.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	26.5%	22.2%	21.4%	20.3%
					净负债比率 (%)	36.1%	28.5%	27.3%	25.4%
					流动比率	3.05	3.84	4.18	4.58
					速动比率	2.79	3.58	3.87	4.24
					营运能力				
					总资产周转率	0.67	0.78	0.82	0.83
					应收账款周转率	3.66	3.42	3.25	3.43
					应付账款周转率	2.79	4.58	4.00	3.62
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.37	0.44	0.62	0.83
					每股经营现金流薄)	0.38	0.19	0.26	0.55
					每股净资产	2.51	2.95	3.57	4.40
					估值比率				
					P/E	42.65	31.44	22.66	16.89
					P/B	6.29	4.72	3.91	3.17
					EV/EBITDA	0.00	24.62	19.27	15.54

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李昌幸，研究助理，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。