

## 贵州三力(603439.SH)2021年报及2022一季报点评

## 开喉剑喷雾剂持续快速放量，外延并购丰富产品管线

## 推荐（维持）

现价：13.96元

## 主要数据

行业	医药
公司网址	www.gz-sanli.com
大股东/持股	张海/45.92%
实际控制人	张海
总股本(百万股)	411
流通A股(百万股)	162
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	57
流通A股市值(亿元)	23
每股净资产(元)	2.57
资产负债率(%)	26.8

## 行情走势图



## 相关研究报告

《贵州三力\*首次覆盖报告\*利剑出鞘，苗药龙头步入多元化发展新阶段\*推荐》 2022-3-28

## 证券分析师

韩盟盟 投资咨询资格编号  
S1060519060002  
hanmengmeng005@pingan.com.cn

叶寅 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
BOT335  
YEYIN757@pingan.com.cn



## 事项：

公司公布 2021 年报，实现收入 9.39 亿元，同比增长 48.99%；实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 62.08%；实现扣非后归母净利润 1.36 亿元，同比增长 45.25%；EPS 为 0.37 元/股。公司业绩符合预期。2021 年度不进行利润分配。同时公司公布 2022 一季报，实现收入 1.59 亿元，同比增长 22.86%；实现归母净利润 2373 万元，同比增长 1.23%；实现扣非后归母净利润 2115 万元，同比下降 4.54%。

## 平安观点：

- **业绩保持快速增长，盈利能力持续增强。**2021 年公司实现收入 9.39 亿元 (+49%)，归母净利润 1.52 亿 (+62%)，扣非后归母净利润 1.36 亿 (+45%)，保持快速增长。公司整体毛利率 70.50% (+3.66 pp)，净利率 15.83% (+0.92 pp)，盈利能力持续增强。费用率方面，销售费用增加明显，提升 4.1 pp 至 48.01%，主要由于公司进一步加强直营队伍建设，加大学术营销力度。2019-2021 年公司销售人员分别为 123、668、741 名。2022Q1 公司实现收入 1.59 亿元(+23%)，归母净利润 2373 万元(+1%)，预计收入端增速下滑主要受疫情影响。
- **核心品种开喉剑喷雾剂具备成为 20 亿大品种潜力。**2021 年开喉剑喷雾剂收入 8.79 亿元 (+47%)，占收入比重为 94%，为公司核心品种。当前开喉剑喷雾剂以儿童型为主，是儿童咽喉疾病中成药市场主流产品中唯一既为独家品种，有纳入国家医保的品种，且具备剂型优势。我们认为伴随全渠道开拓，以及成人型医保放量，开喉剑喷雾剂有望成长为 20 亿级别的大品种。2021 年强力天麻杜仲胶囊收入 3529 万元 (+21%)，占比 4%。
- **外延并购持续丰富管线。**2021 年公司公告拟参与德昌祥药业破产重组，此前已通过现金出资参股汉方药业 25.64% 的股权。汉方药业及德昌祥药业为贵州省内老牌药企，药品批文丰富，旗下芪胶升白胶囊、妇科再造胶囊、杜仲补天素丸、止咳化痰丸等均为潜力品种。通过外延并购公司持续丰富产品管线，摆脱单品种依赖。
- **公司是中药行业小而美标的，维持“推荐”评级：**公司在核心品种开喉剑

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	630	939	1,204	1,524	1,928
YOY(%)	-28.7	49.0	28.3	26.5	26.5
净利润(百万元)	94	152	193	244	313
YOY(%)	-29.4	62.1	26.6	26.4	28.4
毛利率(%)	66.8	70.5	69.8	69.8	69.8
净利率(%)	14.9	16.2	16.0	16.0	16.2
ROE(%)	9.6	14.8	16.7	18.6	20.7
EPS(摊薄/元)	0.23	0.37	0.47	0.59	0.76
P/E(倍)	61.0	37.7	29.7	23.5	18.3
P/B(倍)	5.8	5.6	5.0	4.4	3.8

带动下保持快速增长，同时外延并购有望补充更多潜力品种。考虑到 2022 年疫情可能对公司经营产生不利影响，我们下调 2022-2023 年净利润预测至 1.93 亿、2.44 亿元（原预测为 2.06 亿、2.60 亿元），同时预计 2024 年净利润为 3.13 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 分别为 0.47 元、0.59 元、0.76 元，当前股价对应 2022 年 PE 为 30 倍，维持“推荐”评级。

- **风险提示。**1) 新冠疫情带来持续影响的风险：目前国内外疫情蔓延，未来疫情发展形势何时得到有效控制存在一定不确定性，公司可能继续面对交通物流受限、医院常规门诊无法正常接诊等困难，将对公司业绩造成一定负面影响。2) 产品集中的风险：公司主要产品开喉剑喷雾剂（含儿童型）的销售收入占主营业务收入 95%以上，集中度高。上述产品的生产及销售状况在很大程度上决定了公司的收入和盈利水平，一旦其原料药价格、产销状况、市场竞争格局等发生重大不利变化，将对公司未来的经营业绩产生不利影响。3) 产品降价的风险：随着国家医改体制的逐步深入，医保控费不断趋严，医保支付标准落地、医保局成立以及带量采购实施，药品价格下降将成为未来无法避免的趋势。

会计年度	单位: 百万元			
	2021A	2022A	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1,100	1,222	1,438	1,706
现金	544	460	500	545
应收票据及应收账款	313	430	545	689
其他应收款	51	27	34	43
预付账款	4	4	6	7
存货	89	88	111	141
其他流动资产	98	213	244	282
<b>非流动资产</b>	305	279	252	226
长期投资	119	121	124	126
固定资产	154	130	107	83
无形资产	20	17	14	10
其他非流动资产	12	10	8	7
<b>资产总计</b>	1,405	1,501	1,690	1,932
<b>流动负债</b>	360	335	370	415
短期借款	200	200	200	200
应付票据及应付账款	99	80	101	127
其他流动负债	61	55	70	88
<b>非流动负债</b>	13	13	13	13
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	13	13	13	13
<b>负债合计</b>	373	347	383	428
少数股东权益	1	-1	-3	-6
股本	411	411	411	411
资本公积	223	223	223	223
留存收益	397	520	676	876
<b>归属母公司股东权益</b>	1,031	1,155	1,310	1,510
<b>负债和股东权益</b>	1,405	1,501	1,690	1,932

会计年度	单位: 百万元			
	2021A	2022A	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	155	-15	132	160
净利润	149	191	242	310
折旧摊销	11	29	29	28
财务费用	0	3	7	4
投资损失	-18	-7	-7	-7
营运资金变动	3	-233	-141	-178
其他经营现金流	10	2	2	2
<b>投资活动现金流</b>	21	3	3	3
资本支出	27	0	0	0
长期投资	49	0	0	0
其他投资现金流	-55	3	3	3
<b>筹资活动现金流</b>	-81	-73	-95	-117
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他筹资现金流	-81	-73	-95	-117
<b>现金净增加额</b>	94	-85	40	45

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

会计年度	单位: 百万元			
	2021A	2022A	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	939	1,204	1,524	1,928
营业成本	277	364	460	582
税金及附加	9	11	13	17
营业费用	451	554	695	877
管理费用	42	48	61	76
研发费用	8	8	11	14
财务费用	0	3	7	4
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
信用减值损失	-1	-2	-2	-2
其他收益	10	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	18	7	7	7
资产处置收益	-0	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	179	226	286	366
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	3	2	2	2
<b>利润总额</b>	177	225	284	365
所得税	28	34	43	55
<b>净利润</b>	149	191	242	310
少数股东损益	-4	-2	-2	-3
<b>归属母公司净利润</b>	152	193	244	313
EBITDA	188	257	321	397
EPS (元)	0.37	0.47	0.59	0.76

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	49.0	28.3	26.5	26.5
营业利润(%)	59.6	26.2	26.2	28.3
归属于母公司净利润(%)	62.1	26.6	26.4	28.4
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	70.5	69.8	69.8	69.8
净利率(%)	16.2	16.0	16.0	16.2
ROE(%)	14.8	16.7	18.6	20.7
ROIC(%)	19.1	28.6	27.2	29.7
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	26.5	23.1	22.6	22.1
净负债比率(%)	-33.4	-22.5	-22.9	-22.9
流动比率	3.1	3.7	3.9	4.1
速动比率	2.8	3.0	3.2	3.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	3.2	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	2.8	4.6	4.6	4.6
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.47	0.59	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	-0.04	0.32	0.39
每股净资产(最新摊薄)	2.51	2.81	3.19	3.68
<b>估值比率</b>				
P/E	37.7	29.7	23.5	18.3
P/B	5.6	5.0	4.4	3.8
EV/EBITDA	32.6	21.4	17.1	13.8

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033