

贵州三力(603439.SH)

疫情影响下业绩保持韧性，控股德昌祥丰富管线

推荐（维持）

股价：12.14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)	50
流通A股市值(亿元)	20
每股净资产(元)	2.68
资产负债率(%)	28.3

行情走势图



相关研究报告

《贵州三力*开喉剑喷雾剂持续快速放量，外延并购丰富产品管线》2022-4-22

证券分析师

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

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



事项：

公司发布 2022 半年报，实现收入 4.30 亿元，同比增长 14.01%；实现归母净利润 0.64 亿元，同比下降 7.78%；实现扣非后归母净利润 0.61 亿元，同比增长 8.39%。公司业绩符合预期。

其中 2022Q2 单季度实现收入 2.71 亿元，同比增长 9.39%；实现归母净利润 0.40 亿元，同比下降 12.37%；实现扣非后归母净利润 0.40 亿元，同比增长 16.76%。

平安观点：

- **疫情影响下，上半年业绩展现韧性。**2022H1 公司实现收入 4.30 亿元 (+14.01%)，在疫情影响下仍实现可观收入增长；归母净利润 0.64 亿元 (-7.78%)，扣非后归母净利润 0.61 亿元 (+8.39%)，其中归母净利润下滑主要是由于去年同期处置绿太阳股权及收到政府补助，营业外收入较大。2022H1 公司毛利率 69.81% (-0.40 pp)，销售费用率 47.60% (-0.06 pp)，管理费用率 6.41% (+1.81 pp)，研发费用率 0.57% (+0.44 pp)，财务费用率 -0.82% (-0.88 pp)，其中管理费用率增加主要是本年度支付股权激励费用所致，财务费用下降主要是收到上年度贷款贴息。
- **控股德昌祥，扩大中药产品管线。**2022 年 5 月，公司正式将德昌祥纳入合并范围，持股 95%。德昌祥作为贵州百年老字号，拥有独家品种 9 个，医保品种 41 个，其“龙凤至宝丹传统中药制作技艺”妇科再造丸和杜仲补天素丸更是省级非物质文化遗产。2022H1 德昌祥实现收入 1804 万元，净利润 224 万元，为公司贡献新的利润增长点。
- **开喉剑喷雾剂有望保持快速增长，维持“推荐”评级。**核心品种开喉剑喷雾剂是国家专利及独家品种，已列入国家医保目录，同时具备纳入新版基药目录的可能。我们认为疫情好转背景下开喉剑仍有望保持快速增长。我们暂维持公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.93 亿、2.44 亿、3.13 亿元的预测，当前市值对应 2022 年 PE 为 26 倍，维持“推荐”评级。

	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)	53.1	32.8	25.9	20.5	15.9
P/B(倍)	5.1	4.8	4.3	3.8	3.3

- **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较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	2022E	2023E	2024E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	1,405	1,501	1,690	1,932
流动负债	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
非流动负债	13	13	13	13
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	13	13	13	13
负债合计	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
归属母公司股东权益	1,031	1,155	1,310	1,510
负债和股东权益	1,405	1,501	1,690	1,932

会计年度	单位:百万元			
	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	94	-85	40	45

会计年度	单位:百万元			
	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	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
营业利润	179	226	286	366
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	3	2	2	2
利润总额	177	225	284	365
所得税	28	34	43	55
净利润	149	191	242	310
少数股东损益	-4	-2	-2	-3
归属母公司净利润	152	193	244	313
EBITDA	188	257	321	397
EPS (元)	0.37	0.47	0.59	0.76

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
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
获利能力				
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
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标(元)				
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
估值比率				
P/E	32.8	25.9	20.5	15.9
P/B	4.8	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	32.6	18.5	14.8	11.9

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

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
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
传真：(021) 33830395

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