

评级: 买入(维持)

市场价格: 31.52

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 孙宇瑶

执业证书编号: S0740522060002

Email: sunyy03@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,510	7,564	9,123	10,730	12,646
增长率 yoy%	6%	1%	21%	18%	18%
净利润(百万元)	502	656	876	1,076	1,304
增长率 yoy%	19%	31%	33%	23%	21%
每股收益(元)	0.96	1.25	1.67	2.05	2.48
每股现金流量	0.58	1.16	2.00	-1.19	4.39
净资产收益率	22%	25%	26%	25%	24%
P/E	33.0	25.2	18.9	15.4	12.7
P/B	7.2	6.2	4.8	3.8	3.0

备注: 2024/4/26

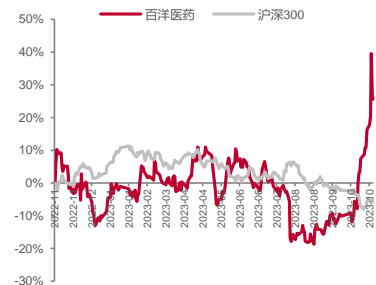
投资要点

- **事件:** 1) 公司发布 2023 年报, 报告期内实现营业收入 75.64 亿元, 同比增长 0.72%; 实现归母净利润 6.56 亿元, 同比增长 29.55%; 2) 公司发布 2024 年一季报, 报告期内实现营业收入 16.61 亿元, 同比下降 1.50%; 实现归母净利润 1.66 亿元, 同比增长 35.60%。
- **业绩符合预期, 一季度表现亮眼。** 单四季度公司实现营收 20.68 亿元, 同比增长 3.92%; 实现归母净利润 1.62 亿元, 同比增长 0.26%; 实现扣非净利润 1.51 亿元, 同比增长 11.52%。一季度业绩表现亮眼, Q1 实现营收 16.61 亿元, 同比下降 1.50%; 实现归母净利润 1.66 亿元, 同比增长 35.60%; 主要系公司核心品牌运营业务持续发力, 以及在终端规模效应下费用率有所优化。
- **品牌运营业务高景气延续, 批发配送持续收缩。** 公司核心品牌运营业务维持高景气, 2023 年品牌运营业务实现营收 44.00 亿元、同比增长 18.91%, 占收入比重 58.17%; 若还原两票制业务后计算, 品牌运营业务收入占比为 63.14%; 毛利率 43.17%, 毛利额贡献占比超 80%, 为公司首要利润贡献来源。拆分来看, 公司重点品种均在 2023 年取得不错增长: 1) 迪巧系列: 2023 年实现营收 18.97 亿元, 同比增长 16.53%, 还原两票制后营收 19.87 亿元, 同比增长 15.91%; 2) 海露: 2023 年实现营收 6.40 亿元, 同比增长 49.88%; 3) 安立泽: 实现营业收入 2.38 亿元, 还原两票制后营收 2.76 亿元; 4) 纽特舒玛: 实现营收 0.83 亿元, 同比增长 44.36%。2023 年批发配送业务实现营收 27.74 亿元, 同比减少 19.23%, 主要原因为公司聚焦核心品牌运营业务, 压缩了批发配送业务规模。
- **盈利能力持续优化, 规模效应开始凸显。** 2023 年公司实现毛利率 29.98%、净利率 8.46%, 分别同比提升 2.21pp、2.00pp, 我们预计与公司收缩批发配送业务、持续聚焦品牌运营核心业务有关。费用端来看, 2023 年销售、管理、财务费用率分别为 14.05%、3.29%、0.74%, 分别同比-0.89pp、+0.63pp、+0.09pp, 随着终端规模效应的体现, 公司费用率亦有所优化。
- **盈利预测和投资建议:** 根据公司年报及一季报情况, 我们对盈利预测略作调整, 预计 2024-2026 年公司实现营业收入 91.23、107.30、126.46 亿元, 同比增长 21%、18%、18%, 实现归母净利润 8.76、10.75、13.04 亿元(2024-2025 年预测前值为 9.04、11.82 亿元), 同比增长 33%、23%、21%。公司作为国内领先的医药品牌商业化平台, 品类拓宽带动规模效应持续强化, 有望保持快速增长趋势, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件:** 政策变化风险; BD 落地不及预期风险; 新产品销售不及预期风险; 市场竞争加剧风险; 批零业务继续剥离风险; 研报使用信息数据更新不及时的风险。

基本状况

总股本(百万股)	526
流通股本(百万股)	119
市价(元)	31.52
市值(亿元)	166
流通市值(亿元)	37

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 百洋医药-公司深度研究: 医药商业化领导者, 平台价值进入兑现期-买入--(中泰证券_祝嘉琦、孙宇瑶)

图表 1: 百洋医药财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,180	2,737	3,219	3,794	营业收入	7,564	9,123	10,730	12,646
应收票据	175	0	0	0	营业成本	5,297	6,341	7,361	8,599
应收账款	2,073	2,575	2,942	3,424	税金及附加	38	46	52	63
预付账款	167	227	277	301	销售费用	1,062	1,277	1,502	1,770
存货	685	808	2,510	1,544	管理费用	238	292	354	430
合同资产	0	0	0	0	研发费用	11	9	11	13
其他流动资产	175	232	266	306	财务费用	56	13	48	70
流动资产合计	4,454	6,578	9,214	9,369	信用减值损失	-33	-20	-10	-5
其他长期投资	1	1	1	1	资产减值损失	2	0	0	0
长期股权投资	238	238	238	238	公允价值变动收益	1	5	5	5
固定资产	213	599	1,001	1,418	投资收益	43	20	20	20
在建工程	83	183	183	83	其他收益	21	20	20	20
无形资产	105	124	151	178	营业利润	888	1,164	1,430	1,734
其他非流动资产	205	211	219	227	营业外收入	3	10	10	10
非流动资产合计	845	1,357	1,794	2,145	营业外支出	17	8	8	8
资产合计	5,299	7,935	11,008	11,513	利润总额	874	1,166	1,432	1,736
短期借款	462	1,515	3,078	1,783	所得税	234	312	383	464
应付票据	283	315	401	493	净利润	640	854	1,049	1,272
应付账款	626	1,268	1,494	1,771	少数股东损益	-16	-22	-27	-33
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	656	876	1,076	1,304
合同负债	92	128	150	177	NOPLAT	681	863	1,084	1,323
其他应付款	101	101	101	101	EPS (按最新股本摊薄)	1.25	1.67	2.05	2.48
一年内到期的非流动负债	19	19	19	19					
其他流动负债	236	263	294	332	主要财务比率				
流动负债合计	1,819	3,608	5,538	4,677	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	100	300	500	成长能力				
应付债券	726	726	726	726	营业收入增长率	0.7%	20.6%	17.6%	17.9%
其他非流动负债	111	111	111	111	EBIT增长率	29.6%	26.8%	25.6%	22.0%
非流动负债合计	837	937	1,137	1,337	归母公司净利润增长率	30.7%	33.4%	22.8%	21.3%
负债合计	2,656	4,546	6,675	6,014	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,668	3,437	4,408	5,607	毛利率	30.0%	30.5%	31.4%	32.0%
少数股东权益	-26	-48	-75	-108	净利率	8.5%	9.4%	9.8%	10.1%
所有者权益合计	2,642	3,389	4,333	5,499	ROE	24.8%	25.8%	24.8%	23.7%
负债和股东权益	5,299	7,935	11,008	11,513	ROIC	26.8%	21.7%	18.2%	22.0%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	50.1%	57.3%	60.6%	52.2%
					债务权益比	49.9%	72.9%	97.7%	57.1%
					流动比率	2.4	1.8	1.7	2.0
					速动比率	2.1	1.6	1.2	1.7
					营运能力				
					总资产周转率	1.4	1.1	1.0	1.1
					应收账款周转天数	98	92	93	91
					应付账款周转天数	42	54	68	68
					存货周转天数	45	42	81	85
					每股指标(元)				
					每股收益	1.25	1.67	2.05	2.48
					每股经营现金流	1.16	2.00	-1.19	4.39
					每股净资产	5.08	6.54	8.39	10.67
					估值比率				
					P/E	25	19	15	13
					P/B	6	5	4	3
					EV/EBITDA	97	76	59	48

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。