

百洋医药 (301015.SZ)  
医药商业

证券研究报告/公司点评报告

2024年10月28日

评级: 买入(维持)

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 孙宇瑶

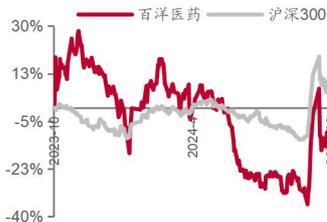
执业证书编号: S0740522060002

Email: sunyy03@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	525.61
流通股本(百万股)	525.61
市价(元)	28.63
市值(百万元)	15,048.31
流通市值(百万元)	15,048.31

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 《百洋医药-2023&2024Q1: 业绩符合预期, Q1 表现亮眼》2024-04-28
- 《百洋医药-事件点评: 重磅合作落地, BD 持续兑现》2023-11-20
- 《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)》2023-11-09

### 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	7,882	8,816	9,869
增长率 yoy%	6%	1%	4%	12%	12%
归母净利润(百万元)	502	656	813	959	1,126
增长率 yoy%	19%	31%	24%	18%	17%
每股收益(元)	0.96	1.25	1.55	1.82	2.14
每股现金流量	0.58	1.16	2.36	-0.64	3.91
净资产收益率	22%	25%	24%	23%	22%
P/E	30.0	22.9	18.5	15.7	13.4
P/B	6.5	5.6	4.5	3.6	2.9

备注: 股价截止自2024年10月27日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

### 报告摘要

- 事件: 公司发布2024年三季报, 报告期内实现营业收入61.44亿元, 同比增长2.65%; 实现归母净利润6.41亿元, 同比增长17.42%; 实现扣非净利润6.10亿元, 同比增长26.22%。**
- 业绩符合预期, 内生增长稳健。**单三季度公司实现营收21.52亿元、同比增长4.68%; 实现归母净利润2.38亿元, 同比增长17.02%; 实现扣非净利润2.40亿元, 同比增长24.76%。7月12日, 公司公告收购百洋制药60.199%股权交割均已完成, 百洋制药2022-2023年度净利润分别为1.09、1.35亿元, 剔除并表因素, 我们预计公司仍然保持了较为稳健的内生增长。
- 品牌运营业务稳步发展, 批发配送业务进一步压缩。**2024年前三季度, 品牌运营业务实现营业收入41.33亿元, 同比增长15.48%, 若还原两票制业务后计算, 品牌运营业务实现营业收入44.82亿元。品牌运营业务毛利额为20.17亿元, 毛利额同比增加3.26亿元, 同比增长19.26%, 毛利额占比达91.93%, 是公司的主要利润来源。报告期内, 公司进一步压缩非核心的批发配送业务, 前三季度批发配送业务实现营业收入17.03亿元, 同比下降19.38%, 持续聚焦核心品牌运营业务。
- 规模效应下盈利能力持续提升。**随着品牌运营业务占比提升, 公司盈利能力也稳步提升。前三季度公司整体毛利率35.72%、同比提升6.38pp; 净利率10.43%、同比提升1.44pp。前三季度公司销售/管理/财务费用率分别为16.35%、3.38%、0.93%, 分别同比+3.07pp、+0.12pp、0.22pp。
- 盈利预测和投资建议:**根据三季报我们对盈利预测略作调整, 预计2024-2026年公司实现营业收入78.82、88.16、98.69亿元(预测前值为91.23、107.30、126.46亿元), 同比增长4%、12%、12%, 实现归母净利润8.13、9.59、11.26亿元(预测前值为8.76、10.75、13.04亿元), 同比增长24%、18%、17%。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: 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。**

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,180	2,365	2,645	2,961	营业收入	7,564	7,882	8,816	9,869
应收票据	175	0	0	0	营业成本	5,297	5,366	5,935	6,545
应收账款	2,073	2,224	2,417	2,672	税金及附加	38	40	43	49
预付账款	167	192	223	229	销售费用	1,062	1,143	1,261	1,411
存货	685	684	2,024	1,175	管理费用	238	252	291	345
合同资产	0	0	0	0	研发费用	11	8	9	10
其他流动资产	175	204	224	245	财务费用	56	6	27	40
流动资产合计	4,454	5,669	7,532	7,282	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	<b>营业利润</b>	<b>888</b>	<b>1,085</b>	<b>1,279</b>	<b>1,501</b>
其他非流动资产	205	211	219	227	营业外收入	3	5	5	5
非流动资产合计	845	1,357	1,794	2,145	营业外支出	17	8	8	8
<b>资产合计</b>	<b>5,299</b>	<b>7,025</b>	<b>9,327</b>	<b>9,427</b>	<b>利润总额</b>	<b>874</b>	<b>1,082</b>	<b>1,276</b>	<b>1,498</b>
短期借款	462	948	1,999	671	所得税	234	290	341	400
应付票据	283	266	323	375	<b>净利润</b>	<b>640</b>	<b>792</b>	<b>935</b>	<b>1,098</b>
应付账款	626	1,073	1,205	1,348	少数股东损益	-16	-20	-24	-28
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>656</b>	<b>813</b>	<b>959</b>	<b>1,126</b>
合同负债	92	110	123	138	NOPLAT	681	797	955	1,127
其他应付款	101	101	101	101	EPS (摊薄)	1.25	1.55	1.82	2.14
一年内到期的非流动负债	19	19	19	19					
其他流动负债	236	242	261	287	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	1,819	2,760	4,032	2,939	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	100	300	500	<b>成长能力</b>				
应付债券	726	726	726	726	营业收入增长率	0.7%	4.2%	11.9%	11.9%
其他非流动负债	111	111	111	111	EBIT 增长率	29.6%	17.1%	19.8%	18.0%
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%	23.8%	17.9%	17.4%
<b>负债合计</b>	<b>2,656</b>	<b>3,698</b>	<b>5,169</b>	<b>4,277</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	2,668	3,374	4,228	5,248	毛利率	30.0%	31.9%	32.7%	33.7%
少数股东权益	-26	-47	-71	-99	净利率	8.5%	10.1%	10.6%	11.1%
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,642</b>	<b>3,328</b>	<b>4,157</b>	<b>5,150</b>	ROE	24.8%	24.4%	23.1%	21.9%
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,299</b>	<b>7,025</b>	<b>9,327</b>	<b>9,427</b>	ROIC	26.8%	22.8%	19.0%	22.9%
					<b>偿债能力</b>				
现金流量表	单位: 百万元				资产负债率	50.1%	52.6%	55.4%	45.4%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	债务权益比	49.9%	57.2%	75.9%	39.4%
<b>经营活动现金流</b>	<b>610</b>	<b>1,238</b>	<b>-338</b>	<b>2,053</b>	流动比率	2.4	2.1	1.9	2.5
现金收益	731	840	1,050	1,276	速动比率	2.1	1.8	1.4	2.1
存货影响	-34	1	-1,340	848	<b>营运能力</b>				
经营性应收影响	-42	-2	-224	-261	总资产周转率	1.4	1.1	0.9	1.0
经营性应付影响	-73	430	189	195	应收账款周转天数	98	98	95	93
其他影响	28	-31	-13	-6	应付账款周转天数	42	57	69	70
<b>投资活动现金流</b>	<b>-160</b>	<b>-528</b>	<b>-501</b>	<b>-464</b>	存货周转天数	45	46	82	88
资本支出	-120	-547	-518	-482	<b>每股指标 (元)</b>				
股权投资	-57	0	0	0	每股收益	1.25	1.55	1.82	2.14
其他长期资产变化	17	19	17	18	每股经营现金流	1.16	2.36	-0.64	3.91
<b>融资活动现金流</b>	<b>-254</b>	<b>475</b>	<b>1,119</b>	<b>-1,273</b>	每股净资产	5.08	6.42	8.04	9.99
借款增加	15	586	1,251	-1,128	<b>估值比率</b>				
股利及利息支付	-433	-213	-259	-309	P/E	22.9	18.5	15.7	13.4
股东融资	1	0	0	0	P/B	5.6	4.5	3.6	2.9
其他影响	163	102	127	164	EV/EBITDA	78	67	54	45

来源: WIND, 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。本报告仅供本公司的客户使用。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。