

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	5.36
总股本/流通股本(亿股)	13.98 / 12.13
总市值/流通市值(亿元)	75 / 65
52周内最高/最低价	5.87 / 3.18
资产负债率(%)	55.2%
市盈率	268.00
第一大股东	姜伟

研究所

分析师：盛丽华
SAC 登记编号：S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师：龙永茂
SAC 登记编号：S1340523110002
Email: longyongmao@cnpsec.com

贵州百灵(002424)

盈利能力显著提升，研发管线布局长远

● 盈利能力及控费能力显著提升，走高质量发展道路

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年营业收入 38.25 亿元(-10.26%)，归母净利润 0.34 亿元(+108.11%)，扣非净利润-0.82 亿元(+81.33%)，经营现金流净额 0.09 亿元(-92.83%)。2025Q1 营业收入 7.61 亿元(-42.93%)，归母净利润 0.24 亿元(-53.25%)，扣非净利润 0.02 亿元(-96.42%)。

从盈利能力来看，2024 年毛利率为 58.09% (+2.80pct)，归母净利率为 0.88% (+10.60pct)，扣非净利率为-2.15% (+8.20pct)。2025Q1 毛利率为 51.05% (-12.79pct)，归母净利率为 3.18% (-0.70pct)，扣非净利率为 0.21% (-3.14pct)。

费率方面，2024 年销售费用率为 48.46% (-5.74pct)，管理费用率为 5.99% (+0.14pct)，研发费用率为 0.60% (-0.38pct)，财务费用率为 1.60% (-0.43pct)。2025Q1 销售费用率为 36.29% (-13.36pct)，管理费用率为 6.71% (+2.74pct)，研发费用率为 1.07% (+0.84pct)，财务费用率为 2.44% (+0.86pct)。

● 优化销售模式，营销改革成效显著

公司为优化销售模式、提升销售执行力，2022 年启动了 9 省区的直营制改革试点，并取得了显著成效，改革地区销售利润实现了稳步增长。公司报告期继续深化推进了六个省份的直营制改革工作，截至 2024 年底已完成对广东、福建、江西、广西、上海、山东六省直营制改革及人员调整工作。目前，公司直营制改革已累计完成 15 个省份，有序推进营销模式改革将为公司未来提升销售效率和盈利能力起到积极作用。

● 研发管线储备充足，着眼长期成长

公司在研新药有黄连解毒丸项目、益肾化浊颗粒项目、冰莲草含片、芍苓片、1.1 类化药替芬泰项目、糖宁通络项目等，其中黄连解毒丸 3 期临床试验研究已经完成，糖宁通络项目获得进入临床 3 期试验许可。公司在研项目覆盖众多治疗领域，项目如获得批准上市后，将丰富公司的产品结构，有利于提高公司的竞争力和持续盈利能力，对公司的战略布局起到积极作用。

此外，公司参股成都贻灵生物医药科技有限公司，持股比例为 17.6926%，为第二大股东。成都贻灵 2019 年成立于成都高新区，是一家专注于创新药物研究及产业化的国家高新技术企业，由四川大学华西医院生物治疗国家重点实验室陈俐娟教授领衔，依托四川大学及华西医院多学科交叉科研优势，拥有完善的研发平台，涵盖药物发现、临床前研究、临床试验等药物研发全链条。聚焦恶性肿瘤、炎症和自身免疫性疾病等领域，布局了多条创新药研发管线，如注射用甲磺酸普依司他、马来酸氟诺替尼片等。目前已经完成 A 轮、B 轮及 B+ 轮

股权融资。

● **盈利预测及投资建议**

我们预计公司 2025~2027 年营收分别为 35.17、36.98、39.61 亿元，归母净利润分别为 1.13、1.30、1.51 亿元，当前股价对应 PE 分别为 66.5、57.8、49.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

药品研发进度不及预期风险；市场推广不及预期风险；市场竞争加剧风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3825	3517	3698	3961
增长率(%)	-10.26	-8.07	5.14	7.13
EBITDA（百万元）	225.60	321.61	364.20	420.48
归属母公司净利润（百万元）	33.62	112.60	129.69	151.39
增长率(%)	108.11	234.91	15.17	16.73
EPS(元/股)	0.02	0.08	0.09	0.11
市盈率（P/E）	222.80	66.53	57.76	49.48
市净率（P/B）	2.35	2.27	2.19	2.10
EV/EBITDA	30.06	28.38	24.36	21.04

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	3825	3517	3698	3961	营业收入	-10.3%	-8.1%	5.1%	7.1%
营业成本	1603	1468	1549	1662	营业利润	100.9%	2,999.1%	22.0%	22.8%
税金及附加	49	45	46	50	归属于母公司净利润	108.1%	234.9%	15.2%	16.7%
销售费用	1854	1611	1678	1775	获利能力				
管理费用	229	210	220	237	毛利率	58.1%	58.2%	58.1%	58.0%
研发费用	23	26	29	28	净利率	0.9%	3.2%	3.5%	3.8%
财务费用	61	44	43	43	ROE	1.1%	3.4%	3.8%	4.2%
资产减值损失	-57	-35	-22	-20	ROIC	1.1%	3.0%	3.2%	3.6%
营业利润	4	135	164	202	偿债能力				
营业外收入	76	29	36	47	资产负债率	55.2%	50.0%	50.6%	50.3%
营业外支出	14	9	11	11	流动比率	0.96	0.98	1.03	1.08
利润总额	67	154	189	237	营运能力				
所得税	30	39	55	78	应收账款周转率	2.30	2.27	2.39	2.38
净利润	37	115	134	159	存货周转率	1.41	1.47	1.70	1.71
归母净利润	34	113	130	151	总资产周转率	0.53	0.51	0.54	0.56
每股收益(元)	0.02	0.08	0.09	0.11	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.02	0.08	0.09	0.11
货币资金	396	4	255	273	每股净资产	2.28	2.36	2.45	2.56
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1613	1508	1598	1751	PE	222.80	66.53	57.76	49.48
预付款项	26	33	30	32	PB	2.35	2.27	2.19	2.10
存货	1111	882	939	1009	现金流量表				
流动资产合计	3644	3107	3464	3753	净利润	37	115	134	159
固定资产	998	996	966	928	折旧和摊销	125	124	132	140
在建工程	344	414	484	554	营运资本变动	-274	-331	123	-140
无形资产	208	202	196	189	其他	121	27	26	17
非流动资产合计	3491	3521	3515	3501	经营活动现金流净额	9	-66	416	175
资产总计	7135	6628	6978	7254	资本开支	-42	-165	-131	-121
短期借款	1432	1422	1412	1402	其他	122	32	15	11
应付票据及应付账款	783	673	734	787	投资活动现金流净额	81	-132	-117	-109
其他流动负债	1585	1072	1232	1300	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	3800	3167	3378	3490	债务融资	60	-156	-5	-5
其他	136	147	152	157	其他	-229	-37	-43	-43
非流动负债合计	136	147	152	157	筹资活动现金流净额	-169	-194	-48	-48
负债合计	3936	3314	3530	3646	现金及现金等价物净增加额	-79	-391	251	18
股本	1398	1398	1398	1398					
资本公积金	87	87	87	87					
未分配利润	1547	1643	1753	1882					
少数股东权益	18	20	25	33					
其他	149	166	185	208					
所有者权益合计	3199	3314	3449	3607					
负债和所有者权益总计	7135	6628	6978	7254					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048