

百洋医药 (301015.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

结构优化、利润率提升，运营业务全线增长

事件

2023年4月24日，公司发布2022年年报及2023年一季报。2022年营收75.1亿元，同比增加6.5%；归母净利润5.02亿元，同比增加19.08%。2023年一季度营收16.86亿元，同比减少9.35%；归母净利润1.22亿元，同比增加39.78%。业绩符合预期。

点评

品牌运营业务全线发力，业务聚焦成果显现。

- 2022全年、2023年一季度营收75、17亿元，同比增长6.5%、减少9.4%。核心品牌运营业务毛利贡献持续提升，带动整体毛利率提升。2022年整体毛利率为27.8%，同比提升2.7个百分点；2023年一季度毛利率为28.9%，提升趋势确定。2023年1季度总营收下滑，主要是非核心业务批发配送、零售业务收入下滑28%、9%所致，品牌运营业务收入同比增长11%；且利润端，在营收下滑的前提下，实现40%的归母净利润的同比增长，业务结构优化趋势明显。
- 品牌运营业务：2022年收入37亿元，同比增加27%；还原两票制后，收入48亿元，同比增加33%。2022年和2023年一季度毛利率分别为46.12%和34.74%、毛利额分别为17.07和4.10亿元，显著高于批发配送和零售业务，是公司的主要利润来源。
- 重点运营品牌中，迪巧系列/泌特系列/海露系列营收16.28/3.29/4.27亿元，同比增长18%/6%/43%。安斯泰来系列营收4.14亿元，通过哈乐（盐酸坦索罗辛缓释胶囊）联合贝坦利（米拉贝隆缓释片）、卫喜康（琥珀酸索利那新片）、顺爽安（盐酸坦索罗辛缓释胶囊）组成泌尿系统的产品组合营销方案，满足不同客户和患者需求。罗氏的肿瘤药营收1.41亿元，同比增长92.65%，罗盖全（骨化三醇胶丸）收入1.10亿元。公司在接手产品后，依托专业运营体系，全方位推动合作产品收入增长。

盈利预测、估值与评级

我们认为品牌运营业务占比会持续提升，预计2023/24/25年收入80/88/98亿元，同比增加7%/9%/11%；归母净利润6/8/11亿元，同比增加23%/31%/32%。维持“增持”评级。

风险提示

品牌运营业务过于集中风险、合作销售不及预期风险、药品销售合规的风险。

医药组

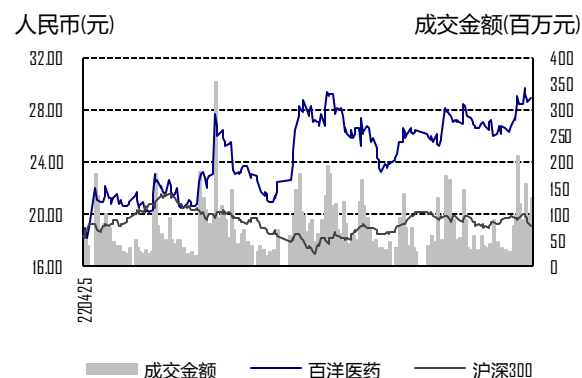
分析师：赵海春（执业编号 S1130514100001）

zhaohc@gjzq.com.cn

市价（人民币）：28.86元

相关报告：

- 《百洋医药公司点评：品牌运营发力，净利润增长约15%》，2023.1.11
- 《百洋医药深度-深耕医药品牌运营，创新药商业化新选择》，2022.12.29



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,052	7,510	8,046	8,782	9,772
营业收入增长率	19.94%	6.50%	7.14%	9.15%	11.27%
归母净利润(百万元)	423	502	617	808	1,065
归母净利润增长率	55%	19%	22.82%	30.98%	31.84%
摊薄每股收益(元)	0.805	0.956	1.174	1.538	2.028
每股经营性现金流净额	0.35	0.58	0.61	1.76	1.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.61%	21.81%	21.59%	22.47%	23.22%
P/E	37.63	24.93	24.42	18.65	14.14
P/B	2.10	5.44	5.27	4.19	3.28

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	5,879	7,052	7,510	8,046	8,782	9,772
增长率	23.5%	19.9%	6.5%	7.1%	9.1%	11.3%
主营业务成本	-4,406	-5,280	-5,425	-5,797	-6,196	-6,750
%销售收入	74.9%	74.9%	72.2%	72.1%	70.6%	69.1%
毛利	1,473	1,772	2,085	2,249	2,585	3,021
%销售收入	25.1%	25.1%	27.8%	28.0%	29.4%	30.9%
营业税金及附加	-27	-32	-37	-40	-44	-49
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-873	-988	-1,122	-1,207	-1,317	-1,466
%销售收入	14.8%	14.0%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
管理费用	-141	-140	-197	-282	-307	-342
%销售收入	2.4%	2.0%	2.6%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	0	0	-3	-16	-18	-20
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	433	613	726	704	899	1,145
%销售收入	7.4%	8.7%	9.7%	8.8%	10.2%	11.7%
财务费用	-55	-61	-48	-67	-71	-46
%销售收入	0.9%	0.9%	0.6%	0.8%	0.8%	0.5%
资产减值损失	-22	2	-15	0	0	0
公允价值变动收益	4	6	-11	0	0	0
投资收益	5	4	2	2	2	2
%税前利润	1.2%	0.7%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	368	564	674	659	850	1,121
%营业收入	6.3%	8.0%	9.0%	8.2%	9.7%	11.5%
营业外收支	3	4	-6	-10	0	0
税前利润	371	568	669	649	850	1,121
利润率	6.3%	8.1%	8.9%	8.1%	9.7%	11.5%
所得税	-94	-150	-183	-32	-43	-56
所得税率	25.3%	26.5%	27.4%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	277	417	485	617	808	1,065
少数股东损益	5	-5	-17	0	0	0
归属于母公司的净利润	273	423	502	617	808	1,065
净利率	4.6%	6.0%	6.7%	7.7%	9.2%	10.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	277	417	485	617	808	1,065
少数股东损益	5	-5	-17	0	0	0
非现金支出	45	51	76	32	36	40
非经营收益	54	60	53	99	111	91
营运资金变动	-493	-345	-309	-428	-31	-254
经营活动现金净流	-117	184	306	320	925	941
资本开支	-16	-25	-104	-152	-142	-142
投资	-31	2	-14	0	-10	-10
其他	4	3	1	2	2	2
投资活动现金净流	-43	-21	-117	-150	-150	-150
股权募资	0	418	6	0	0	0
债权募资	225	-166	29	1,146	-429	-399
其他	80	-220	-579	-159	-182	-166
筹资活动现金净流	306	32	-544	987	-611	-565
现金净流量	145	194	-349	1,157	164	226

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,107	1,275	1,048	2,205	2,369	2,595
应收款项	1,669	1,984	2,277	2,660	2,904	3,231
存货	610	624	650	1,588	1,528	1,664
其他流动资产	154	207	283	622	662	717
流动资产	3,541	4,090	4,258	7,076	7,463	8,208
%总资产	88.5%	88.9%	84.6%	88.9%	88.2%	88.1%
长期投资	199	210	237	237	247	257
固定资产	171	187	259	342	423	503
%总资产	4.3%	4.1%	5.1%	4.3%	5.0%	5.4%
无形资产	42	42	65	101	134	164
非流动资产	460	509	772	885	1,001	1,113
%总资产	11.5%	11.1%	15.4%	11.1%	11.8%	11.9%
资产总计	4,001	4,598	5,030	7,961	8,464	9,321
短期借款	1,350	1,204	1,192	2,338	1,909	1,510
应付款项	917	929	1,082	2,127	2,275	2,479
其他流动负债	231	264	329	517	562	623
流动负债	2,497	2,397	2,604	4,982	4,746	4,612
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	27	146	145	145	145
负债	2,502	2,424	2,750	5,128	4,891	4,757
普通股股东权益	1,472	2,156	2,302	2,856	3,595	4,587
其中：股本	473	525	525	525	525	525
未分配利润	697	1,081	1,220	1,773	2,513	3,504
少数股东权益	27	17	-22	-22	-22	-22
负债股东权益合计	4,001	4,598	5,030	7,961	8,464	9,321

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.577	0.805	0.956	1.174	1.538	2.028
每股净资产	3.115	4.107	4.384	5.438	6.847	8.735
每股经营现金净流	-0.247	0.350	0.582	0.610	1.761	1.793
每股股利	0.082	0.084	0.120	0.120	0.130	0.140
回报率						
净资产收益率	18.53%	19.61%	21.81%	21.59%	22.47%	23.22%
总资产收益率	6.82%	9.20%	9.98%	7.75%	9.54%	11.42%
投入资本收益率	11.34%	13.31%	15.18%	12.93%	15.58%	17.91%
增长率						
主营业务收入增长率	21.26%	19.94%	6.50%	7.14%	9.15%	11.27%
EBIT 增长率	26.62%	41.50%	18.47%	-3.03%	27.74%	27.35%
净利润增长率	29.94%	55.04%	18.75%	22.82%	30.98%	31.84%
总资产增长率	16.64%	14.93%	9.40%	58.27%	6.32%	10.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	85.0	88.4	94.4	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	45.5	42.7	42.9	100.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	53.1	45.9	41.0	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	10.6	9.2	8.7	8.2	7.6	6.8
偿债能力						
净负债/股东权益	13.87%	-5.12%	5.15%	3.72%	-13.65%	-24.38%
EBIT 利息保障倍数	7.8	10.0	15.0	10.5	12.7	24.7
资产负债率	62.54%	52.72%	54.68%	64.41%	57.79%	51.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-29	增持	23.56	26.57~26.57
2	2023-01-11	增持	26.60	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402