

百洋医药(301015.SZ)

推荐 维持评级

合理估值区间：36.90-43.05元

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

刘晖

☎: 010-80927650

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

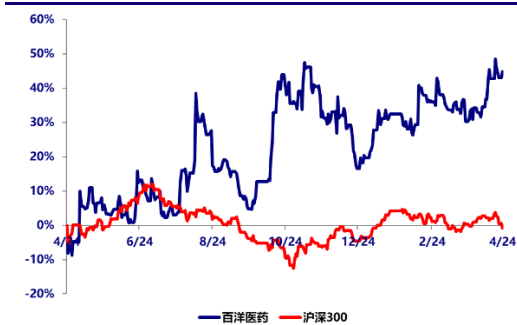
分析师登记编码: S0130520080003

市场数据

2023-04-24

A股收盘价(元)	28.86
A股一年内最高价(元)	31.53
A股一年内最低价(元)	17.81
沪深300	3982.64
总股本(万股)	52510.00

相对沪深300表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

2023-01-11 百洋医药业绩预告点评: 预告业绩稳健增长, 关注 Q4 新签大品种

2022-10-28 百洋医药三季报点评: 核心业务较快增长, 关注新业务进展

品牌运营业务稳健增长, 优化结构聚焦核心业务

——百洋医药(301015.SZ)年报及一季报点评

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2022 年及 2023Q1 业绩。2022 年公司实现营业总收入 75.10 亿元 (+6.50%), 归母净利润 5.02 亿元 (+19.08%), 扣非归母净利润 5.03 亿元 (+21.60%)。其中, 2022Q4 实现营业总收入 19.90 亿元 (+9.58%), 归母净利润 1.58 亿元 (+39.85%), 扣非归母净利润 1.35 亿元 (+19.97%)。2023Q1 公司实现营业总收入 16.86 亿元 (-9.35%), 归母净利润 1.22 亿元 (+39.78%), 扣非归母净利润 1.26 亿元 (+32.10%)。
- **核心业务稳健增长, 剥离分销优化结构。** 公司核心业务品牌运营业务 2022 年实现营业收入 37.00 亿元, 同比增长 27.36%; 2022Q4 实现业务收入约 10.55 亿元, 同比增长 35.89%; 2023Q1 实现业务收入 9.17 亿元, 同比增长 10.97%。批发配送业务 2022 年实现营业收入 34.34 亿元, 同比减少 7.32%; 2023Q1 实现营业收入 6.77 亿元, 同比下降 27.56%。公司剥离北京分销业务, 出售北京万维, 经营性现金流大幅改善。2023Q1 公司经营性现金流净额为 1.54 亿元, 同比增长 219.87%。
- **持续拓展合作品牌, 海露和安斯泰来增长亮眼。** 2022 年, 公司新增运营品牌创新药企上海谊众的紫宸、跨国药企阿斯利康的安立泽、罗氏制药的罗盖全等。公司代理品牌迪巧系列收入 16.28 亿元 (+18.16%), 泌特系列收入 3.29 亿元 (+6.00%), 海露系列收入 4.27 亿元 (+43.09%), 安斯泰来系列收入 4.14 亿元 (还原两票制+31.19%), 罗氏制药的肿瘤创新药产品收入 1.41 亿元 (+92.65%), 罗盖全收入 1.10 亿。
- **投资建议:** 公司以专业化的医药品牌运营迎接国内创新药发展浪潮, 医药 CSO 业务在国内有较好的市场前景。我们预测 2023-2025 年归母净利润为 6.43/8.10/10.12 亿元, 对应 EPS 为 1.23/1.54/1.93 元, 对应 PE 为 24/19/15 倍, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 疫情反复使得医院诊疗用药需求减少的风险、新签约产品运营推广进度不达预期的风险、医药销售合规的风险等。

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7509.62	7176.10	7771.06	8451.07
收入增长率%	6.50	-4.44	8.29	8.75
净利润(百万元)	502.09	643.32	809.68	1011.50
利润增速%	19.08	28.13	25.86	24.93
毛利率%	27.76	30.77	32.79	34.93
摊薄 EPS(元)	0.96	1.23	1.54	1.93
PE	30.18	23.56	18.72	14.98
PB	6.58	5.15	4.04	3.18
PS	2.02	2.11	1.95	1.79

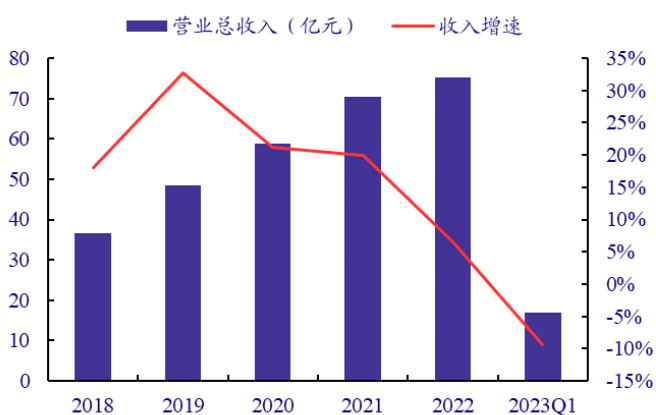
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

利润保持较快增长，业务结构调整提升盈利能力

公司扣非归母净利润 2022 年增长 21.60%，2023Q1 增长 32.10%，均保持较快增长。2023Q1 收入下滑 9.35%，主要受剥离北京商业公司影响。公司核心业务是品牌运营业务，2022 年毛利率为 46.12%，贡献毛利额占比达 81.87%，是公司的主要利润来源。公司业务结构调整后，更加聚焦高毛利的品牌运营业务，盈利能力提升显著。

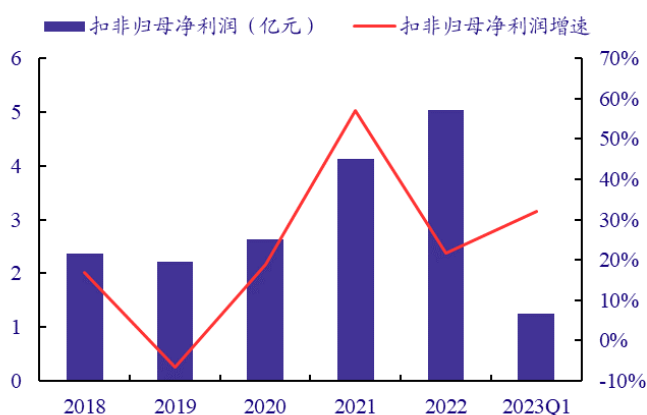
2022 年公司实现净利率 6.46%，提升 0.54 个百分点；实现毛利率 27.76%，提升 2.63 个百分点；销售费用率 14.94%，提升 0.93 个百分点；管理费用率 2.66%，提升 0.68 个百分点；财务费用率 0.64%，下降 0.23 个百分点。2023Q1 公司实现净利率 7.09%，同比提升 2.38 个百分点；毛利率 28.91%，同比提升 3.30 个百分点；销售费用率 14.64%，同比下降 0.73 个百分点；管理费用率 3.30%，同比提升 1.33 个百分点；研发费用率 0.87%，同比提升 0.11 个百分点。

图 1：公司近年来收入及增速变动



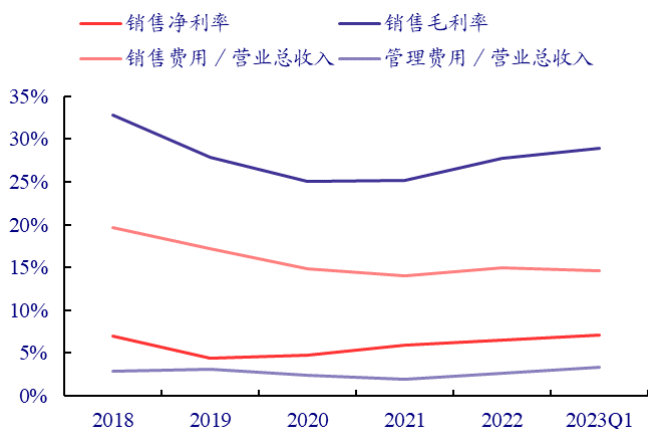
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：公司近年来扣非归母净利润及增速变动



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 3：公司盈利能力指标变动



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

报表预测

资产负债表 (百万元) 2022				2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元) 2022				2023E	2024E	2025E	
流动资产	4257.92	4592.69	5877.32	6738.93	营业收入	7509.62	7176.10	7771.06	8451.07	营业成本	5424.87	4968.04	5222.97	5498.78
现金	1047.77	2195.54	2306.73	3885.22	营业税金及附加	36.91	35.27	38.19	41.53	营业费用	1121.83	1076.42	1165.66	1267.66
应收账款	2028.16	1447.12	2316.29	1776.44	管理费用	196.70	200.93	217.59	236.63	财务费用	48.39	45.97	53.47	60.97
其它应收款	44.43	41.34	51.55	49.46	资产减值损失	-1.16	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	-10.75	0.00	0.00	0.00
预付账款	246.64	225.87	237.46	250.01	投资净收益	1.88	7.18	7.77	8.45	营业利润	674.26	872.51	1098.11	1372.61
存货	650.10	511.24	709.69	575.71	营业外收入	1.49	11.98	12.22	12.13	营业外支出	7.19	9.65	9.26	9.22
其他	240.82	171.57	255.60	202.08	利润总额	668.55	874.84	1101.07	1375.52	所得税	183.15	239.66	301.63	376.82
非流动资产	772.29	896.00	966.53	983.91	净利润	485.40	635.18	799.44	998.71	少数股东损益	-16.68	-8.14	-10.24	-12.79
长期投资	181.57	201.57	221.57	241.57	归属母公司净利润	502.09	643.32	809.68	1011.50	EBITDA	792.49	1030.59	1316.28	1650.74
固定资产	178.33	194.14	206.45	215.46	EPS (元)	0.96	1.23	1.54	1.93	主要财务比率				
无形资产	56.77	67.77	78.27	88.27	营业收入	6.50%	-4.44%	8.29%	8.75%	营业收入	6.50%	-4.44%	8.29%	8.75%
其他	355.63	432.52	460.24	438.62	营业利润	20.09%	29.40%	25.86%	25.00%	营业利润	20.09%	29.40%	25.86%	25.00%
资产总计	5030.20	5488.69	6843.84	7722.84	归属母公司净利润	19.08%	28.13%	25.86%	24.93%	毛利率	27.76%	30.77%	32.79%	34.93%
流动负债	2603.81	2277.11	2682.82	2413.12	净利率	6.69%	8.96%	10.42%	11.97%	ROE	21.81%	21.84%	21.56%	21.22%
短期借款	1165.02	1165.02	1165.02	1165.02	ROIC	14.67%	15.03%	15.52%	15.92%	资产负债率	54.68%	46.89%	45.72%	38.97%
应付账款	601.06	515.72	658.37	577.72	净负债比率	120.63%	88.28%	84.24%	63.85%	流动比率	1.64	2.02	2.19	2.79
其他	837.72	596.37	859.43	670.37	流动资产	1.29	1.69	1.83	2.45	速动比率	1.29	1.69	1.83	2.45
非流动负债	146.47	296.47	446.47	596.47	总资产周转率	1.49	1.31	1.14	1.09	应收帐款周转率	3.70	4.96	3.35	4.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	应付帐款周转率	12.49	13.91	11.80	14.63	每股收益	0.96	1.23	1.54	1.93
其他	146.47	296.47	446.47	596.47	每股经营现金	0.58	2.43	0.47	3.28	每股净资产	4.38	5.61	7.15	9.08
负债合计	2750.28	2573.58	3129.30	3009.59	P/E	30.18	23.56	18.72	14.98	P/B	6.58	5.15	4.04	3.18
少数股东权益	-22.11	-30.25	-40.49	-53.28	EV/EBITDA	16.16	14.02	11.00	7.91	P/S	2.02	2.11	1.95	1.79
归属母公司股东权益	2302.04	2945.35	3755.03	4766.53										
负债和股东权益	5030.20	5488.69	6843.84	7722.84										
现金流量表(百万元)														
经营活动现金流	305.75	1277.24	246.93	1721.09	净利润	485.40	635.18	799.44	998.71	折旧摊销	61.54	119.29	172.47	225.61
净利润	485.40	635.18	799.44	998.71	财务费用	51.65	45.97	53.47	60.97	投资损失	-1.88	-7.18	-7.77	-8.45
折旧摊销	61.54	119.29	172.47	225.61	投资损失	-1.88	-7.18	-7.77	-8.45	营运资金变动	-308.81	486.31	-767.72	447.17
财务费用	51.65	45.97	53.47	60.97	其它	17.86	-2.33	-2.96	-2.91	投资活动现金流	-117.33	-233.49	-232.27	-231.63
投资损失	-1.88	-7.18	-7.77	-8.45	资本支出	-104.41	-197.67	-197.04	-197.09	长期投资	-14.35	-40.00	-40.00	-40.00
营运资金变动	-308.81	486.31	-767.72	447.17	其他	1.43	4.18	4.77	5.45	筹资活动现金流	-543.58	104.03	96.53	89.03
其它	17.86	-2.33	-2.96	-2.91	筹资活动现金流	-543.58	104.03	96.53	89.03	短期借款	-23.65	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-117.33	-233.49	-232.27	-231.63	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-519.93	104.03	96.53	89.03
资本支出	-104.41	-197.67	-197.04	-197.09	现金净增加额	-349.29	1147.78	111.19	1578.49					
长期投资	-14.35	-40.00	-40.00	-40.00										
其他	1.43	4.18	4.77	5.45										

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

刘晖，北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018年加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn