

# 业绩稳健增长，品牌运营出色

## 事件

### 百洋医药发布 2021 年年报及 2022 年一季度

百洋医药 2021 年全年实现收入 70.52 亿，同比增长 19.94%，归母净利润 4.23 亿，同比增长 55.04%，扣非净利润 4.13 亿，同比增长 57.09%。经营性现金流 1.84 亿元，由负转正，同比大幅增长 257.11%。分配预案为 10 派 6.67 元（含税）。

2022 年一季度实现营业收入 18.60 亿，同比增长 14.43%，归母净利润 0.88 亿，同比增长 2.79%，扣非净利润 0.95 亿，同比增长 14.32%。经营性现金流为-1.19 亿元，同比下降 1.51%。

## 简评

### 医药 CSO 龙头，产业链专业化分工创造价值

百洋是国内领先的第三方医药商业化运营平台公司，以医药批发配送及零售为基础服务，品牌运营为定制化、深层次的服务。2021 年三大业务板块中，核心业务品牌运营收入实现高增长，实现营业收入 29.05 亿元，同比增长 34.11%，若还原两票制业务后计算，品牌运营实现营业收入 36.41 亿元，同比增长 52.21%，实现毛利额 14.02 亿元，毛利占比达 79.16%，是公司的主要利润来源。2021 年，公司新增运营品牌辉瑞制药的希舒美、安斯泰来的适加坦、卫喜康、贝坦利、CSLBehring 的安博美、罗氏制药的希罗达和特罗凯，品牌运营矩阵进一步丰富。

2022 年一季度公司营收继续稳健增长，拆分来看，批发配送业务下滑约 7%，品牌运营业务同比增长 59%，继续保持高速增长。

2022 年 2 月公司成功签约上海谊众“注射用紫杉醇聚合物胶束”产品推广服务，在创新药 CSO 领域取得重要进展。后续随着公司在 OTC 及大健康、OTX 处方药及创新药领域不断推进，签约产品的持续丰富将是公司业绩持续增长的主要动力。

### 重要财务指标

|             | 2020  | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 5,879 | 7,052 | 8,200 | 9,384 | 10,676 |
| 增长率(%)      | 21.3  | 19.9  | 16.3  | 14.4  | 13.8   |
| 净利润(百万元)    | 273   | 423   | 527   | 645   | 799    |
| 增长率(%)      | 29.9  | 55.0  | 24.8  | 22.2  | 23.9   |
| ROE(%)      | 18.5  | 19.2  | 22.2  | 22.7  | 23.3   |
| EPS(元/股，摊薄) | 0.58  | 0.81  | 1.00  | 1.23  | 1.52   |
| P/E(倍)      | 33.9  | 24.3  | 19.5  | 15.9  | 12.9   |
| P/B(倍)      | 6.3   | 4.8   | 4.4   | 3.7   | 3.0    |

数据来源：贝格数据，中信建投

## 百洋医药 (301015)

### 首次评级

### 增持

#### 贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 执证编号：S1440517050001

SFC 中央编号：ASZ591

#### 程培

chengpei@csc.com.cn

021-68821605

SAC 执证编号：S1440518110002

发布日期：2022 年 05 月 01 日

当前股价：19.57 元

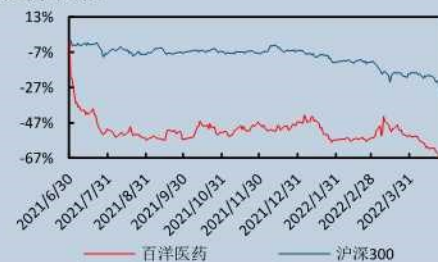
目标价格 6 个月：30 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月            | 3 个月         | 12 个月        |
|-----------------|--------------|--------------|
| -24.56/-21.37   | -19.86/-7.86 | 156.15/177.7 |
| 12 月最高/最低价 (元)  |              | 56.16/18.38  |
| 总股本 (万股)        |              | 52,510.0     |
| 流通 A 股 (万股)     |              | 4,734.0      |
| 总市值 (亿元)        |              | 102.76       |
| 流通市值 (亿元)       |              | 9.26         |
| 近 3 月日均成交量 (万股) |              | 476.21       |
| 主要股东            |              |              |
| 百洋医药集团有限公司      |              | 70.29%       |

### 股价表现



### 相关研究报告

**专业的第三方医药商业化运营平台，市场前景良好**

随着医药行业产业链的分工不断细化，品牌运营已成为医药产品从研发生产到实现销售过程的重要环节。通过为医药品牌提供全方位的消费者教育、产品学术推广、营销策划、产品分销、商务接洽、流向跟踪、供应链管理等服务，公司可全面塑造消费者对医药品牌及产品的认知，最终将优质的医药产品推送给目标人群。百洋医药从代理推广迪巧、泌特等旗帜产品开始，覆盖至全国 37 万家零售药店的零售渠道网络，在零售渠道方面形成了成熟的营销模式和领先的推广能力。2021 年，公司新增运营品牌辉瑞制药的希舒美、阿斯泰来的适加坦、卫喜康、贝坦利、CSLBehring 的安博美、罗氏制药的希罗达和特罗凯，2022 年 2 月，新增签约上海谊众“注射用紫杉醇聚合物胶束”，已形成 OTC 及大健康、OTX 等处方药和肿瘤等特效药多品牌的矩阵。2021 年三大业务块中，核心业务品牌运营收入实现高增长，实现营业收入 29.05 亿元，同比增长 34.11%，若还原两票制业务后计算，品牌运营实现营业收入 36.41 亿元，同比增长 52.21%。

**图表1：百洋品牌运营产品矩阵**



**图表2：百洋品牌运营业务收入及增速**



资料来源：公司宣传材料，中信建投

资料来源：wind，中信建投

**整体财务指标保持稳定**

2021 年全年公司毛利率 25.13%，提升 0.07 个百分点，保持稳定。期间费用率 16.86%，下降 1.32 个百分点，费用控制下降；其中销售费用率 14.01%，下降 0.84 个百分点，管理费用率 1.98%，下降 0.41 个百分点，财务费用率 0.87%，下降 0.07 个百分点。经营性现金流 1.84 亿元，同比下降 257.11%。

2022 年一季度公司毛利率 25.61%，提升 3.89 个百分点，主要是高毛利的品牌运营业务提升。期间费用率 18.10%，上升 3.16 个百分点，主要是业务结构改变、品牌运营费用提升；其中销售费用率 15.37%，上升 3.57 个百分点，管理费用率 1.97%，下降 0.32 个百分点，财务费用率 0.76%，下降 0.09 个百分点。经营性现金流为 -1.19 亿元，同比下降 1.51%。

**国内医药 CSO 龙头，首次给予增持评级**

百洋医药发展思路清晰，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。我们预计 2022-2024 年盈利分别为 5.27、6.45、7.99 亿元，同比增长 24.8%、22.2%和 23.9%，每股 EPS 为 1.00、1.23 和 1.52 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 19.5X、15.9X 和 12.9X，首次覆盖给予增持评级，6 个月目标价 30 元，对应 2022 年 30 倍 PE。

## 风险提示

- 1.新冠疫情反复使得医院诊疗量大幅下滑，药品需求减少；
- 2.新签约产品运营推广进度不达预期；
- 3.医药销售合规风险，对公司合规运营要求高；
- 4.重要品种如推广不达预期可能解约的风险。

## 分析师介绍

**贺菊颖：**中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

**程培：**上海交通大学生物化学与分子学硕士。7 年医学检验行业+5 年医药行业研究经验，对医疗行业政策和市场营销实务非常熟悉，深度追踪 IVD、血制品、医美及医药流通市场信息，见解专业有深度。

## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                         |      | 评级   | 说明            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk