

百洋医药 (301015.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

品牌运营发力，净利润增长约 15%

业绩简评

2023 年 1 月 10 日，公司公告，2022 年度公司归母净利润约为 4.7-5.1 亿元，同比增长 11.16%-20.62%；扣非后净利润 4.75-5.15 亿元，同比增长 14.94%-24.62%。业绩符合预期。

经营分析

运营品牌数量不断增加，品牌矩阵构建。(1) 业务聚焦品牌运营，多品牌加入合作。公司在品牌运营上拥有十多年的经验，成功孵化迪巧、泌特两个初创品牌；且在过程中积累了丰富的优质下游客户资源。(2) 尽管公司业务分为批发配送、零售和品牌运营三部分，但公司战略聚焦高毛利率的品牌运营业务（根据 2022 年半年报，品牌运营、批发配送和零售的毛利率分别为 47%、9%和 8%），该业务占比有望持续提升。(3) 根据 2022 年三季报显示，品牌运营业务前三季度实现营收 26.45 亿元，同比增加 24.25%，收入占比较同期增加 7.26 个百分点，毛利额 12.01 亿元，毛利额占比 81.15%，是公司主要的利润贡献点。

集采后失标原研药品+新兴创新药品运营需求凸显，差异化定位延长产品生命周期。(1) 集采中标多为国产品种，跨国原研药品在未中标的后集采时代利润空间被压缩，选择与具有专业推广、营销、品牌运营公司合作可提高宣传效率，降低营销成本。此类代表合作有与安斯泰来合作泌尿产品线在中国的推广，与罗氏合作希罗达、特罗凯在中国的商业化。(2) 创新产品，尤其是创新药企的商业化能力往往较为薄弱，可借助已有商业化渠道积累的第三方代为运营。此类代表合作有与上海谊众合作进行注射用紫杉醇聚合物胶束的商业化。(3) 差异化定位，合作产品销售额增长趋势确定。公司会对合作品牌进行差异化定位，通过数字化营销实现精准投放，提高效率。根据公司 2022 年半年报，合作品牌迪巧营收较同期增长 26.73%、泌特营收较同期增长 6.46%、安斯泰来系列产品较同期增长 10.63%、海露系列产品较同期增长 97.33%。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计 2022/23/24 年公司实现营收 75.79/87.02/100.03 亿元，同比增长 7.48%/14.82%/14.95%；预计归母净利润 5.05/6.16/7.81 亿元，同比增长 19.47%/21.95%/26.74%。当前股价对应 2022/23/24 年 28/23/18X PE，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

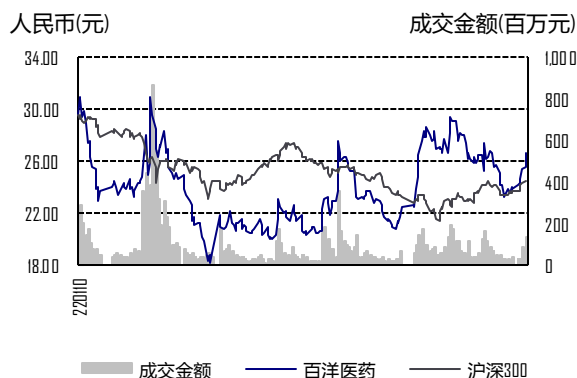
分析师：赵海春（执业编号 S1130514100001）

zhaohc@gjzq.com.cn

市价（人民币）：26.60 元

相关报告：

1.《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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,879	7,052	7,579	8,702	10,003
营业收入增长率	21.26%	19.94%	7.48%	14.82%	14.95%
归母净利润(百万元)	273	423	505	616	781
归母净利润增长率	29.94%	55.04%	19.47%	21.95%	26.74%
摊薄每股收益(元)	0.577	0.805	0.962	1.173	1.487
每股经营性现金流净额	-0.25	0.35	0.38	0.91	1.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.53%	19.61%	20.54%	21.77%	24.08%
P/E	n.a	37.63	27.65	22.67	17.89
P/B	n.a	7.38	5.68	4.94	4.31

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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,849	5,879	7,052	7,579	8,702	10,003
增长率		21.3%	19.9%	7.5%	14.8%	14.9%
主营业务成本	-3,498	-4,406	-5,280	-5,443	-6,223	-7,127
%销售收入	72.1%	74.9%	74.9%	71.8%	71.5%	71.2%
毛利	1,351	1,473	1,772	2,137	2,479	2,876
%销售收入	27.9%	25.1%	25.1%	28.2%	28.5%	28.8%
营业税金及附加	-25	-27	-32	-34	-38	-44
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
销售费用	-833	-873	-988	-1,179	-1,331	-1,470
%销售收入	17.2%	14.8%	14.0%	15.6%	15.3%	14.7%
管理费用	-151	-141	-140	-174	-200	-230
%销售收入	3.1%	2.4%	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%
研发费用	0	0	0	-2	-2	-2
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	342	433	613	748	907	1,129
%销售收入	7.1%	7.4%	8.7%	9.9%	10.4%	11.3%
财务费用	-49	-55	-61	-60	-66	-67
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%
资产减值损失	-8	-22	2	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	4	6	0	0	0
投资收益	9	5	4	8	8	8
%税前利润	3.2%	1.2%	0.7%	1.1%	0.9%	0.7%
营业利润	296	368	564	694	847	1,069
营业利润率	6.1%	6.3%	8.0%	9.2%	9.7%	10.7%
营业外收支	-4	3	4	5	5	6
税前利润	292	371	568	699	852	1,075
利润率	6.0%	6.3%	8.1%	9.2%	9.8%	10.7%
所得税	-82	-94	-150	-189	-230	-290
所得税率	27.9%	25.3%	26.5%	27.0%	27.0%	27.0%
净利润	211	277	417	510	622	785
少数股东损益	1	5	-5	5	6	4
归属于母公司的净利润	210	273	423	505	616	781
净利率	4.3%	4.6%	6.0%	6.7%	7.1%	7.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	211	277	417	510	622	785
少数股东损益	1	5	-5	5	6	4
非现金支出	30	45	51	26	31	35
非经营收益	56	54	60	69	77	79
营运资金变动	-254	-493	-345	-405	-255	-220
经营活动现金净流	43	-117	184	200	476	679
资本开支	-3	-16	-25	-39	-40	-39
投资	3	-31	2	-21	-15	-15
其他	4	4	3	8	8	8
投资活动现金净流	4	-43	-21	-52	-47	-46
股权募资	0	0	418	0	0	0
债权募资	385	225	-166	66	98	-24
其他	-146	80	-220	-285	-337	-461
筹资活动现金净流	239	306	32	-219	-239	-485
现金净流量	287	145	194	-71	190	149

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,163	1,107	1,275	1,196	1,375	1,461
应收款项	1,238	1,669	1,984	2,640	2,983	3,347
存货	487	610	624	746	767	840
其他流动资产	94	154	207	263	293	328
流动资产	2,981	3,541	4,090	4,845	5,419	5,976
%总资产	86.9%	88.5%	88.9%	87.3%	87.7%	87.9%
长期投资	193	199	210	224	238	252
固定资产	174	171	187	192	196	198
%总资产	5.1%	4.3%	4.1%	3.5%	3.2%	2.9%
无形资产	45	42	42	57	68	78
非流动资产	449	460	509	703	763	819
%总资产	13.1%	11.5%	11.1%	12.7%	12.3%	12.1%
资产总计	3,430	4,001	4,598	5,549	6,182	6,795
短期借款	1,163	1,350	1,204	1,270	1,368	1,345
应付款项	801	917	929	1,283	1,370	1,569
其他流动负债	157	231	264	334	388	443
流动负债	2,120	2,497	2,397	2,888	3,127	3,356
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	5	27	179	198	165
负债	2,125	2,502	2,424	3,067	3,325	3,520
普通股股东权益	1,281	1,472	2,156	2,459	2,829	3,242
其中：股本	473	473	525	525	525	525
未分配利润	537	697	1,081	1,384	1,753	2,166
少数股东权益	25	27	17	22	28	32
负债股东权益合计	3,430	4,001	4,598	5,549	6,182	6,795

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.444	0.577	0.805	0.962	1.173	1.487
每股净资产	2.711	3.115	4.107	4.684	5.388	6.174
每股经营现金净流	0.091	-0.247	0.350	0.380	0.906	1.293
每股股利	0.000	0.000	0.667	0.385	0.469	0.700
回报率						
净资产收益率	16.39%	18.53%	19.61%	20.54%	21.77%	24.08%
总资产收益率	6.12%	6.82%	9.20%	9.10%	9.96%	11.49%
投入资本收益率	9.98%	11.34%	13.31%	14.53%	15.66%	17.83%
增长率						
主营业务收入增长率	32.75%	21.26%	19.94%	7.48%	14.82%	14.95%
EBIT 增长率	-2.00%	26.62%	41.50%	22.07%	21.30%	24.46%
净利润增长率	-18.69%	29.94%	55.04%	19.47%	21.95%	26.74%
总资产增长率	30.57%	16.64%	14.93%	20.67%	11.42%	9.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	77.6	85.0	88.4	110.0	108.0	105.0
存货周转天数	42.7	45.5	42.7	50.0	45.0	43.0
应付账款周转天数	53.9	53.1	45.9	50.0	48.0	48.0
固定资产周转天数	13.1	10.6	9.2	8.6	7.4	6.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.01%	13.87%	-5.12%	1.34%	-1.66%	-4.79%
EBIT 利息保障倍数	6.9	7.8	10.0	12.5	13.7	17.0
资产负债率	61.94%	62.54%	52.72%	55.27%	53.78%	51.81%

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

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国门内大街 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