

# 百洋医药 (301015.SZ)

买入 (维持评级)

## 公司点评

### 品牌运营增长稳健，业务结构持续优化

#### 事件

2023年10月26日，公司公告，2023年前三季度营收54.96亿元，同比下降0.43%，归母/扣非净利润4.94/4.84亿元，同比增长43.29%/31.29%。2023年三季度营收18.61亿元，同比增长4.03%；归母/扣非净利润1.92/1.92亿元，同比增长49.24%/32.47%。业绩符合预期。

#### 点评

**核心品牌运营业务持续增长，业务结构化趋势明显。**(1)3Q23年，公司核心业务品牌运营业务营收30.90亿元，同比+16.80%。品牌运营业务毛利额13.44亿，毛利额占比达83.35%，是公司的主要利润来源。(2)3Q23年，批发配送业务营收21.12亿元，同比-18.19%，主要原因为公司聚焦核心品牌运营业务，压缩了批发配送业务规模，于2022年7月末出售了子公司北京万维医药有限公司(现更名为重药万维(北京)医药有限公司)。(3)3Q23年，零售业务营收2.66亿元，同比-3.98%，主要原因为公司于2022年10月末出售了子公司北京百洋汇康智慧药房有限公司。

**品牌矩阵进一步丰富，核心品种放量可期。**(1)公司目前具有进口钙领先品牌迪巧、消化不良品牌漱特、人工泪液品牌海露、膳食营养补充剂品牌纽特舒玛、功效型护肤品等多款知名产品，形成了OTC及大健康、OTX等处方药、肿瘤等重症药、高端医疗器械四大赛道丰富的品类矩阵。(2)公司核心品牌迪巧、海露、安立泽等稳步成长。迪巧：公司聚焦“进口钙”这一细分品类，以数字化营销精准投放市场资源，持续宣传“进口钙领先品牌—钙质细腻促吸收”的产品特点，保持了迪巧品牌领先的市场份额。同时，公司已与漱玉平民、叮当快药等连锁及O2O医药平台展开合作，共同推进新产品的快速布局。海露：公司聚焦干眼症人群，利用数字化能力，配合上游企业积极推动海露在零售市场的品牌打造。安立泽：该产品是阿斯利康经营多年的糖尿病治疗药物，自2022年11月将大陆市场的营销权交给百洋负责。公司针对安立泽的产品特点，聚焦“餐后血糖控制不佳人群”，推动产品销售。

#### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023/24/25年收入77/88/98亿元，同比增长2%/15%/11%；归母净利润7/9/11亿元，同比增长31%/33%/24%。维持“买入”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、药品销售合规等风险。

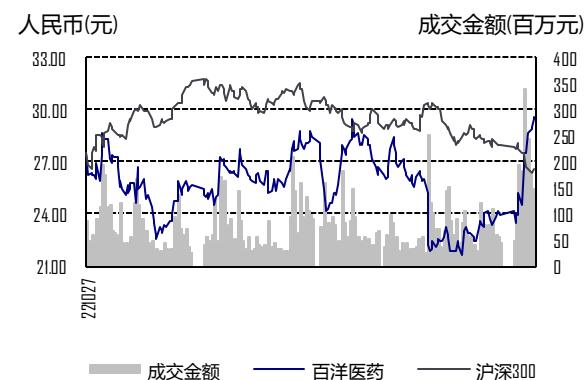
#### 医药组

分析师：赵海春 (执业S1130514100001)  
zhaohc@gjzq.com.cn

市价(人民币)：29.55元

#### 相关报告：

- 《百洋医药公司点评：归母高增四成，品牌策略驱动结构优化持续》，2023.8.29
- 《百洋医药公司点评：结构优化、利润率提升，运营业务全线增长》，2023.4.26
- 《百洋医药公司点评：品牌运营发力，净利润增长约15%》，2023.1.11



#### 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	7,664	8,782	9,772
营业收入增长率	19.94%	6.50%	2.06%	14.58%	11.27%
归母净利润(百万元)	423	502	658	872	1,077
归母净利润增长率	55.04%	18.75%	31.05%	32.59%	23.51%
摊薄每股收益(元)	0.805	0.956	1.253	1.661	2.052
每股经营性现金流净额	0.35	0.58	1.50	1.42	1.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.61%	21.81%	25.85%	29.10%	29.52%
P/E	37.63	24.93	23.58	17.79	14.40
P/B	7.38	5.44	6.10	5.18	4.25

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	货币资金	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
	5,879	7,052	7,510	7,664	8,782	9,772	应收账款	1,107	1,275	1,048	1,383	1,564	1,723
增长率		19.9%	6.5%	2.1%	14.6%	11.3%	存货	1,669	1,984	2,277	2,279	2,611	2,905
主营业务成本	-4,406	-5,280	-5,425	-5,396	-6,059	-6,645	其他流动资产	610	624	650	629	706	774
%销售收入	74.9%	74.9%	72.2%	70.4%	69.0%	68.0%	流动资产	154	207	283	277	306	331
毛利	1,473	1,772	2,085	2,269	2,722	3,127	%总资产	3,541	4,090	4,258	4,567	5,186	5,733
%销售收入	25.1%	25.1%	27.8%	29.6%	31.0%	32.0%	长期投资	88.5%	88.5%	88.4%	84.6%	85.1%	86.7%
营业税金及附加	-27	-32	-37	-36	-41	-46	固定资产	199	210	237	300	300	300
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	%总资产	171	187	259	252	245	238
销售费用	-873	-988	-1,122	-1,039	-1,165	-1,270	无形资产	4.3%	4.1%	5.1%	4.7%	4.1%	3.6%
%销售收入	14.8%	14.0%	14.9%	13.6%	13.3%	13.0%	非流动资产	42	42	65	79	90	98
管理费用	-141	-140	-197	-231	-265	-295	%总资产	460	509	772	797	792	785
%销售收入	2.4%	2.0%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%	资产总计	11.5%	11.1%	15.4%	14.9%	13.3%	12.0%
研发费用	0	0	-3	-9	-11	-12	4,001	4,598	5,030	5,364	5,978	6,518	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	1,350	1,204	1,192	1,379	1,387	1,131
息税前利润 (EBIT)	433	613	726	953	1,240	1,504	应付款项	917	929	1,082	1,053	1,183	1,297
%销售收入	7.4%	8.7%	9.7%	12.4%	14.1%	15.4%	其他流动负债	231	264	329	303	357	407
财务费用	-55	-61	-48	-66	-65	-51	流动负债	2,497	2,397	2,604	2,736	2,926	2,835
%销售收入	0.9%	0.9%	0.6%	0.9%	0.7%	0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-22	2	-15	0	0	0	其他长期负债	5	27	146	106	77	56
公允价值变动收益	4	6	-11	-1	0	0	负债	2,502	2,424	2,750	2,841	3,003	2,891
投资收益	5	4	2	4	4	4	普通股股东权益	1,472	2,156	2,302	2,545	2,998	3,650
%税前利润	1.2%	0.7%	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	其中：股本	473	525	525	525	525	525
营业利润	368	564	674	890	1,179	1,457	未分配利润	697	1,081	1,220	1,463	1,915	2,567
营业利润率	6.3%	8.0%	9.0%	11.6%	13.4%	14.9%	少数股东权益	27	17	-22	-22	-22	-22
营业外收支	3	4	-6	0	0	0	负债股东权益合计	4,001	4,598	5,030	5,364	5,978	6,518
税前利润	371	568	669	890	1,180	1,457							
利润率	6.3%	8.1%	8.9%	11.6%	13.4%	14.9%							
所得税	-94	-150	-183	-232	-307	-379							
所得税率	25.3%	26.5%	27.4%	26.0%	26.0%	26.0%							
净利润	277	417	485	658	872	1,077							
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	658	872	1,077							
净利率	4.6%	6.0%	6.7%	8.6%	9.9%	11.0%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	277	417	485	658	872	1,077	每股指标						
少数股东损益	5	-5	-17	0	0	0	每股收益	0.577	0.805	0.956	1.253	1.661	2.052
非现金支出	45	51	76	36	39	41	每股净资产	3,115	4,107	4,384	4,847	5,709	6,951
非经营收益	54	60	53	124	91	81	每股经营现金净流	-0.247	0.350	0.582	1.502	1.424	1.859
营运资金变动	-493	-345	-309	-29	-255	-224	每股股利	0.000	0.667	0.762	0.790	0.800	0.810
经营活动现金净流	-117	184	306	789	748	976	回报率						
资本开支	-16	-25	-104	-34	-34	-34	净资产收益率	18.53%	19.61%	21.81%	25.85%	29.10%	29.52%
投资	-31	2	-14	-64	0	0	总资产收益率	6.82%	9.20%	9.98%	12.27%	14.59%	16.53%
其他	4	3	1	4	4	4	投入资本收益率	11.34%	13.31%	15.18%	18.06%	21.03%	23.38%
投资活动现金净流	-43	-21	-117	-94	-30	-30	增长率						
股权融资	0	418	6	0	0	0	主营业务收入增长率	21.26%	19.94%	6.50%	2.06%	14.58%	11.27%
债权融资	225	-166	29	187	7	-255	EBIT增长率	26.62%	41.50%	18.47%	31.26%	30.16%	21.28%
其他	80	-220	-579	-506	-515	-511	净利润增长率	29.94%	55.04%	18.75%	31.05%	32.59%	23.51%
筹资活动现金净流	306	32	-544	-319	-508	-766	总资产增长率	16.64%	14.93%	9.40%	6.64%	11.45%	9.03%
现金净流量	145	194	-349	375	209	180	资产管理能力						
							应收账款周转天数	85.0	88.4	94.4	98.4	98.4	98.4
							存货周转天数	45.5	42.7	42.9	42.5	42.5	42.5
							应付账款周转天数	53.1	45.9	41.0	41.6	41.6	41.6
							固定资产周转天数	10.6	9.2	8.7	7.6	5.9	4.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	13.87%	-5.12%	5.15%	-1.22%	-6.86%	-17.06%
							EBIT利息保障倍数	7.8	10.0	15.0	14.4	19.1	29.2
							资产负债率	62.54%	52.72%	54.68%	52.96%	50.23%	44.35%

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
3	2023-04-26	增持	28.89	N/A
4	2023-08-29	买入	21.68	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。

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**

电话：021-80234211  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 5 楼

**北京**

电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建内大街 26 号  
新闻大厦 8 层南侧

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心  
18 楼 1806

---