

2024年04月25日  
百洋医药(301015.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

医药流通

投资评级

**买入-A**  
**首次评级**

6个月目标价

35.69元

股价(2024-04-24)

30.04元

交易数据

总市值(百万元) 15,789.43

流通市值(百万元) 3,571.41

总股本(百万股) 525.61

流通股本(百万股) 118.89

12个月价格区间 21.68/40.23元

## 持续聚焦核心业务,品牌运营驱动业绩快速增长

■ 事件: 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 利润端实现快速增长。

2023 年公司实现营业收入 75.64 亿元, 同比增长 0.72%, 归母净利润 6.56 亿元, 同比增长 29.55%, 扣非净利润 6.35 亿, 同比增长 25.14%。2024 年一季度公司实现营业收入 16.61 亿元, 同比下滑 1.50%, 归母净利润 1.66 亿元, 同比增长 35.60%, 扣非净利润 1.65 亿元, 同比增长 30.71%。2024Q1 公司利润端延续良好增长的原因主要系公司通过对迪巧、纽特舒玛产品市场推广活动深入开展, 体现出全终端的规模效应, 助力费用端实现优化, 销售费用率有所降低。

■ 销售费用率持续优化, 盈利能力有所提升。

2023 年公司实现毛利率 29.98%/+2.21pct, 净利率 8.68%/+1.99pct, 费用端, 销售费用率为 14.05%/-0.89pct, 管理、研发、财务费用率分别为 3.14%/+0.52pct、0.15%/+0.11pct、0.74%/+0.09pct; 2024Q1 公司实现毛利率 29.75%/+0.83pct, 净利率 9.99%/+2.73pct, 费用端, 销售费用率为 12.65%/-1.99pct, 管理、研发、财务费用率分别为 2.80%/-0.31pct、0.00%/-0.18pct、0.66%/-0.21pct。整体来看, 公司毛利率提升叠加费用端有所优化, 助力盈利能力持续提升。

■ 优化布局, 聚焦核心业务, 品牌运营持续拉动业绩增长。

(1) **品牌运营业务:** 2023 年, 公司品牌运营业务实现营收 44.00 亿元, 同比增长 18.91%, 毛利率为 43.17%, 毛利润 18.99 亿元, 毛利润占比 83.78%, 2024Q1 实现营收 9.19 亿元, 同比基本持平, 毛利额 4.06 亿元, 毛利率约 44.18%, 毛利额占比 82.14%, 品牌运营业务毛利润贡献占比八成以上, 构成公司利润主要来源。分具体品种来看, 2023 年公司核心品牌迪巧系列收入 18.97 亿元, 同比增长 16.53%, 毛利率 67.41%, 迪巧作为核心品牌, 公司持续强化产品生命周期管理与数字化营销能力, 并推出小黄条液体钙新品规, 满足差异化需求, 迪巧系列有望保持稳健增长; 海露 2023 年实现营业收入 6.40 亿元, 同比增长 49.88%; 安立泽为 2023 年公司与阿斯利康合作的重点产品, 公司大力推进医院、药店、电商的协同销售布局, 实现收入 2.38 亿元; 纽特舒玛通过医院、电商渠道推广, 表现亮眼, 实现收入 0.83 亿元, 同比增长 44.36%。

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.5	-10.4	15.7
绝对收益	-12.1	-2.9	4.1

马帅 分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

相关报告

(2) **批发配送及零售业务**：2023 年公司持续聚焦品牌运营业务，批发配送及零售业务布局有所调整，批发配送业务收入有所下滑，全年实现收入 27.74 亿元，同比减少 19.23%，零售业务实现收入 3.60 亿元，与去年同期基本持平。2024Q1 批发配送业务实现收入 6.43 亿元；零售业务实现收入 0.92 亿元。

### 持续完善产品矩阵，创新药械有望陆兑现。

根据公司公告，目前公司持续扩展产品矩阵，已在 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已形成多品牌矩阵，运营能力持续提升，此外，母公司孵化的创新药、高端医疗器械逐渐进入商业化阶段，例如，2023 年，在创新器械方面，母公司投资孵化的高端医疗器械方面逐步迎来收获期，苏州同心医疗科技股份有限公司的全磁悬浮人工心脏率先商业化，北京迈迪斯医疗技术有限公司的电磁定位穿刺引导设备、北京五维康科技有限公司的家用心电仪等高端医疗器械产品也陆续进入商业化阶段；创新药方面，百洋集团助力广东瑞迪奥自研的放射性核素偶联药物（RDC） $^{99m}\text{Tc}$ -3PRGD2 已在中国完成三期临床试验，即将申报上市进入商业化阶段，此品种是我国核医学领域首个自主研发的 1 类创新药，未来有望成为公司在创新药领域的重磅产品。

### 投资建议：

买入-A 投资评级，6 个月目标价 35.69 元。我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 13.61%、15.50%、18.54%，净利润的增速分别为 29.94%、27.59%、28.75%，成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 35.69 元，相当于 2024 年 22 倍的动态市盈率。

**风险提示**：CSO 行业发展不及预期，国家医药政策的影响，创新药械产品开发进展不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	7,509.6	7,563.9	8,593.2	9,925.1	11,765.3
净利润	502.1	656.3	852.8	1,088.1	1,400.9
每股收益(元)	0.96	1.25	1.62	2.07	2.67
每股净资产(元)	4.38	5.08	5.63	6.77	8.56

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	31.8	24.3	18.7	14.7	11.4
市净率(倍)	6.9	6.0	5.4	4.5	3.5
净利润率	6.7%	8.7%	9.9%	11.0%	11.9%
净资产收益率	21.8%	24.6%	28.8%	30.6%	31.1%
股息收益率	2.5%	0.0%	2.9%	3.0%	2.9%
ROIC	27.3%	32.6%	35.6%	41.6%	43.5%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 1. 盈利预测

**关键假设：**考虑到公司持续聚焦品牌运营业务，迪巧、海露系列有望持续贡献增量，叠加公司持续拓宽产品矩阵，我们预计 2024 年-2026 年公司核心聚焦的品牌运营业务收入增速分别为 28.29%、24.83%、26.72%；后续公司将持续优化业务布局，批发配送业务及零售业务布局或将有所调整。综上，我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 13.61%、15.50%、18.54%，净利润的增速分别为 29.94%、27.59%、28.75%。

## 2. 估值分析与投资建议

我们选取益丰药房、上海医药、九州通作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 估值水平为 15.94 倍。考虑到百洋医药未来将持续优化业务结构，聚焦高毛利的 CSO 业务，有望持续驱动业绩快速增长，首次覆盖，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 35.69 元，相当于 2024 年 22 倍的动态市盈率。

表1：可比公司估值分析

证券简称	证券代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
益丰药房	603939.SH	444	17.91	22.14	-	24.80	20.05	-
上海医药	601607.SH	657	57.16	63.34	64.40	11.50	10.38	10.21
九州通	600998.SH	322	27.93	32.83	-	11.52	9.80	-
平均						15.94	13.41	-
百洋医药	301015.SZ	158	8.53	10.88	14.01	18.52	14.51	11.27

资料来源：Wind，国投证券研究中心，备注：归母净利润为 Wind 一致预期，市值对应 2024 年 4 月 24 日收盘价

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,509.6	7,563.9	8,593.2	9,925.1	11,765.3	成长性					
减:营业成本	5,424.9	5,296.6	5,895.3	6,731.7	7,864.0	营业收入增长率	6.5%	0.7%	13.6%	15.5%	18.5%
营业税费	36.9	38.4	43.0	49.6	58.8	营业利润增长率	19.6%	31.7%	28.8%	27.5%	28.7%
销售费用	1,121.8	1,062.4	1,203.0	1,369.7	1,600.1	净利润增长率	18.8%	30.7%	29.9%	27.6%	28.7%
管理费用	196.7	237.5	257.8	248.1	294.1	EBITDA 增长率	12.4%	32.0%	27.7%	26.9%	28.0%
研发费用	3.3	11.3	12.9	14.9	17.6	EBIT 增长率	12.4%	32.4%	27.6%	27.1%	28.3%
财务费用	48.4	55.8	43.0	49.6	58.8	NOPLAT 增长率	14.1%	31.8%	25.5%	26.8%	28.6%
资产减值损失	-14.9	-31.4	-14.8	0.2	-22.1	投资资本增长率	10.6%	14.8%	8.6%	23.1%	14.0%
加:公允价值变动收益	-10.8	0.6	4.3	-3.0	0.6	净资产增长率	4.9%	15.9%	10.2%	19.7%	25.9%
投资和汇兑收益	1.9	43.0	16.3	20.4	26.6	利润率					
营业利润	674.3	888.1	1,144.0	1,458.5	1,876.7	毛利率	27.8%	30.0%	31.4%	32.2%	33.2%
加:营业外净收支	-5.7	-14.5	-5.4	-8.6	-9.5	营业利润率	9.0%	11.7%	13.3%	14.7%	16.0%
利润总额	668.5	873.6	1,138.6	1,449.9	1,867.2	净利润率	6.7%	8.68%	9.9%	11.0%	11.9%
减:所得税	183.1	233.7	306.0	391.6	501.9	EBITDA/营业收入	9.7%	12.7%	14.3%	15.7%	16.9%
净利润	502.1	656.3	852.8	1,088.1	1,400.9	EBIT/营业收入	9.4%	12.3%	13.8%	15.2%	16.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	9	9	9	8	7
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	80	88	83	85	87
货币资金	1,047.8	1,179.9	1,718.6	1,985.0	2,353.1	流动资产周转天数	200	207	204	211	210
交易性金融资产	27.2	27.6	31.9	28.9	29.5	应收帐款周转天数	95	99	95	96	97
应收帐款	2,072.6	2,106.1	2,412.4	2,904.4	3,425.2	存货周转天数	31	32	30	30	29
应收票据	99.5	174.5	87.0	161.7	158.0	总资产周转天数	231	246	241	245	240
预付帐款	246.6	167.2	226.7	266.6	305.5	投资资本周转天数	97	109	106	107	107
存货	650.1	684.6	731.4	899.9	1,025.5	投资回报率					
其他流动资产	114.1	113.8	93.0	107.0	104.6	ROE	21.8%	24.6%	28.8%	30.6%	31.1%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	9.6%	12.1%	13.5%	14.5%	16.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	27.3%	32.6%	35.6%	41.6%	43.5%
长期股权投资	181.6	238.4	295.2	352.0	408.8	费用率					
投资性房地产	55.6	1.4	1.4	1.4	1.4	销售费用率	14.9%	14.0%	14.0%	13.8%	13.6%
固定资产	178.3	212.7	223.5	230.4	233.4	管理费用率	2.6%	3.1%	3.0%	2.5%	2.5%
在建工程	80.5	83.0	85.5	88.0	90.5	研发费用率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
无形资产	56.8	104.6	139.7	169.8	195.1	财务费用率	0.6%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
其他非流动资产	219.5	204.8	141.2	113.4	43.4	四费/营业收入	18.2%	18.1%	17.6%	16.9%	16.7%
资产总额	5,030.2	5,298.6	6,187.6	7,308.6	8,374.0	偿债能力					
短期债务	1,165.0	461.9	1,420.4	1,669.0	1,471.6	资产负债率	54.7%	50.1%	53.0%	52.3%	47.6%
应付帐款	693.2	726.4	867.8	924.2	1,181.0	负债权益比	120.6%	100.5%	112.5%	109.8%	90.8%
应付票据	389.2	283.3	323.6	447.4	455.6	流动比率	1.64	2.45	1.80	1.88	2.15
其他流动负债	356.3	347.3	327.6	343.7	339.5	速动比率	1.39	2.07	1.55	1.61	1.85
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	14.51	16.66	27.63	30.39	32.90
其他非流动负债	146.5	837.4	337.0	440.3	538.2	分红指标					
负债总额	2,750.3	2,656.3	3,276.3	3,824.6	3,986.0	DPS(元)	0.76	-	0.88	0.92	0.88
少数股东权益	-22.1	-26.2	-46.4	-76.1	-111.7	分红比率	79.7%	0.0%	54.2%	44.6%	32.9%
股本	525.1	525.6	525.6	525.6	525.6	股息收益率	2.5%	0.0%	2.9%	3.0%	2.9%
留存收益	1,775.3	2,041.2	2,432.0	3,034.6	3,974.1						
股东权益	2,279.9	2,642.3	2,911.2	3,484.0	4,388.0						

## 现金流量表

(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	业绩和估值指标					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
净利润	485.4	639.9	852.8	1,088.1	1,400.9	EPS(元)	0.96	1.25	1.62	2.07	2.67
加:折旧和摊销	30.0	35.2	39.1	47.9	56.7	BVPS(元)	4.38	5.08	5.63	6.77	8.56
资产减值准备	14.9	31.4	-	-	-	PE(X)	31.8	24.3	18.7	14.7	11.4
公允价值变动损失	10.8	-0.6	4.3	-3.0	0.6	PB(X)	6.9	6.0	5.4	4.5	3.5
财务费用	51.6	63.6	43.0	49.6	58.8	P/FCF	55.6	44.6	14.2	19.8	18.7
投资损失	-1.9	-43.0	-16.3	-20.4	-26.6	P/S	2.1	2.1	1.9	1.6	1.4
少数股东损益	-16.7	-16.4	-20.2	-29.7	-35.5	EV/EBITDA	17.0	19.4	12.8	10.1	7.6
营运资金的变动	-320.3	-128.4	-153.3	-600.8	-413.2	CAGR(%)	29.7%	28.7%	25.9%	29.7%	28.7%
经营活动产生现金流量	305.8	609.7	749.4	531.7	1,041.7	PEG	1.1	0.8	0.7	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-117.3	-159.5	-79.7	-61.2	-62.1	ROIC/WACC	2.7	3.3	3.6	4.2	4.3
融资活动产生现金流量	-543.6	-253.7	-130.9	-204.2	-611.6	REP	2.1	2.4	1.7	1.2	0.9

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034