

核心业务较快增长，关注新业务进展

——百洋医药(301015.SZ)三季度报点评

核心观点:

- **事件:** 公司 2022 年前三季度实现收入 55.2 亿，同比增长 5.43%，归母净利润 3.44 亿，同比增长 11.45%，扣非净利润 3.67 亿，同比增长 22.22%。第三季度单季实现营业收入 17.89 亿，同比下降 5.33%，归母净利润 1.29 亿，同比增长 6.59%，扣非净利润 1.45 亿，同比增长 23.55%。
- **核心业务较快增长，高毛利增厚利润。** 公司核心业务品牌运营业务实现营业收入 26.45 亿元，同比增长 24.25%，若还原两票制后，实现收入 34.16 亿元，同比增长 30.93%。批发配送业务实现营业收入 25.82 亿元，同比下降 8.95%。零售业务实现营业收入 2.77 亿元，同比增长 7.70%。品牌运营业务的收入占比较同期增加 7.26 个百分点，毛利率为 45.42%，实现毛利额 12.01 亿元，同比增加 1.95 亿元，毛利额占比达 81.15%，是公司的主要利润来源。公司核心品牌运营业务毛利率远高于批发和零售业务，尽管公司收入增速受剥离批发业务拖累，但公司核心品牌运营业务较快增长推动公司整体利润保持快速增长。
- **业务结构改善带动毛利率提升，盈利能力有所改善。** 2022 年前三季度公司毛利率 26.82%，提升 2.23 个百分点。期间费用率 17.38%，提升 0.9 个百分点，其中销售费用率 14.23%，提升 1.01 个百分点，管理费用率 2.53%，提升 0.10 个百分点，研发费用率 0.03%，提升 0.03 个百分点，财务费用率 0.59%，下降 0.25 个百分点。公司毛利率提升主要是因为公司业务结构改善，高毛利的核心业务品牌运营业务收入占比提升。公司扣非净利润同比增长 23.55%，远高于收入增速，盈利能力增强。
- **投资建议:** 公司发展思路清晰，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。我们预测 2022-2024 年营业收入为 75.09/81.61/89.61 亿元，归母净利润为 5.05/6.28/7.70 亿元，对应 EPS 为 0.96/1.20/1.47 元，对应 PE 为 29/24/19 倍，给予“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

| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 7051.57 | 7508.65 | 8160.93 | 8960.75 |
| 收入增长率% | 19.94 | 6.48 | 8.69 | 9.80 |
| 净利润(百万元) | 422.81 | 505.20 | 627.89 | 769.94 |
| 利润增速% | 55.04 | 19.49 | 24.29 | 22.62 |
| 毛利率% | 25.13 | 26.42 | 27.77 | 29.00 |
| 摊薄 EPS(元) | 0.81 | 0.96 | 1.20 | 1.47 |
| PE | 35.08 | 29.36 | 23.63 | 19.27 |
| PB | 6.88 | 6.42 | 5.05 | 4.00 |
| PS | 2.10 | 1.98 | 1.82 | 1.66 |

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

百洋医药(301015.SZ)

推荐 首次评级

合理估值区间: 30.00-36.00 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

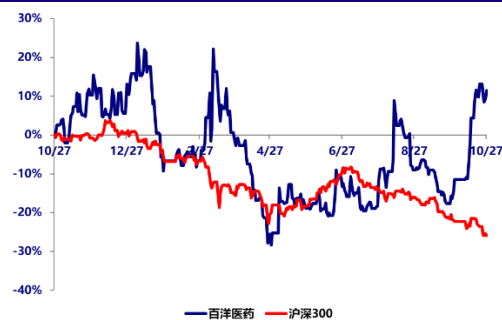
分析师登记编码: S0130520080003

市场数据

2022-10-27

| | |
|--------------|----------|
| A 股收盘价(元) | 28.25 |
| A 股一年内最高价(元) | 34.57 |
| A 股一年内最低价(元) | 17.81 |
| 沪深 300 | 3631.14 |
| 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

报表预测

| 资产负债表 (百万元) | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | |
| 流动资产 | 4089.51 | 4351.76 | 5115.74 | 6143.17 | 营业收入 | 7051.57 | 7508.65 | 8160.93 | 8960.75 |
| 现金 | 1274.68 | 1614.00 | 1882.93 | 2860.09 | 营业成本 | 5279.72 | 5525.23 | 5894.83 | 6362.33 |
| 应收账款 | 1857.40 | 1778.93 | 2173.28 | 2166.28 | 营业税金及附加 | 31.80 | 33.87 | 36.81 | 40.42 |
| 其它应收款 | 41.31 | 48.44 | 49.10 | 58.00 | 营业费用 | 987.60 | 1066.23 | 1158.85 | 1272.43 |
| 预付账款 | 159.69 | 167.11 | 178.29 | 192.43 | 管理费用 | 139.65 | 180.21 | 195.86 | 215.06 |
| 存货 | 623.85 | 667.74 | 710.25 | 777.02 | 财务费用 | 61.33 | 40.47 | 47.97 | 55.47 |
| 其他 | 132.59 | 75.54 | 121.89 | 89.35 | 资产减值损失 | 2.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产 | 508.51 | 634.07 | 707.26 | 727.98 | 公允价值变动收益 | 5.87 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 144.54 | 164.54 | 184.54 | 204.54 | 投资净收益 | 3.90 | 7.51 | 8.16 | 8.96 |
| 固定资产 | 177.73 | 181.04 | 184.54 | 187.70 | 营业利润 | 563.93 | 672.42 | 837.21 | 1026.71 |
| 无形资产 | 28.65 | 39.65 | 50.15 | 60.15 | 营业外收入 | 12.16 | 11.98 | 12.22 | 12.13 |
| 其他 | 157.60 | 248.84 | 288.04 | 275.59 | 营业外支出 | 8.22 | 9.65 | 9.26 | 9.22 |
| 资产总计 | 4598.03 | 4985.83 | 5823.01 | 6871.15 | 利润总额 | 567.86 | 674.75 | 840.17 | 1029.62 |
| 流动负债 | 2397.23 | 2486.46 | 2553.69 | 2691.62 | 所得税 | 150.40 | 175.94 | 220.23 | 269.41 |
| 短期借款 | 1188.67 | 1188.67 | 1188.67 | 1188.67 | 净利润 | 417.46 | 498.81 | 619.95 | 760.21 |
| 应付账款 | 618.41 | 771.82 | 711.41 | 889.45 | 少数股东损益 | -5.35 | -6.39 | -7.94 | -9.74 |
| 其他 | 590.14 | 525.97 | 653.60 | 613.50 | 归属母公司净利润 | 422.81 | 505.20 | 627.89 | 769.94 |
| 非流动负债 | 26.98 | 176.98 | 326.98 | 476.98 | EBITDA | 668.48 | 822.82 | 1046.83 | 1295.50 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EPS (元) | 0.81 | 0.96 | 1.20 | 1.47 |
| 其他 | 26.98 | 176.98 | 326.98 | 476.98 | | | | | |
| 负债合计 | 2424.21 | 2663.44 | 2880.67 | 3168.60 | 主要财务比率 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 少数股东权益 | 17.48 | 11.09 | 3.15 | -6.59 | 营业收入 | 19.94% | 6.48% | 8.69% | 9.80% |
| 归属母公司股东权益 | 2156.34 | 2311.30 | 2939.19 | 3709.14 | 营业利润 | 53.24% | 19.24% | 24.51% | 22.63% |
| 负债和股东权益 | 4598.03 | 4985.83 | 5823.01 | 6871.15 | 归属母公司净利润 | 55.04% | 19.49% | 24.29% | 22.62% |
| | | | | | 毛利率 | 25.13% | 26.42% | 27.77% | 29.00% |
| | | | | | 净利率 | 6.00% | 6.73% | 7.69% | 8.59% |
| | | | | | ROE | 19.61% | 21.86% | 21.36% | 20.76% |
| | | | | | ROIC | 13.31% | 14.10% | 14.49% | 14.73% |
| | | | | | 资产负债率 | 52.72% | 53.42% | 49.47% | 46.11% |
| | | | | | 净负债比率 | 111.52% | 114.69% | 97.90% | 85.58% |
| | | | | | 流动比率 | 1.71 | 1.75 | 2.00 | 2.28 |
| | | | | | 速动比率 | 1.38 | 1.41 | 1.65 | 1.92 |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.53 | 1.51 | 1.40 | 1.30 |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 3.80 | 4.22 | 3.76 | 4.14 |
| | | | | | 应付帐款周转率 | 11.40 | 9.73 | 11.47 | 10.07 |
| | | | | | 每股收益 | 0.81 | 0.96 | 1.20 | 1.47 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.35 | 1.51 | 0.76 | 2.12 |
| | | | | | 每股净资产 | 4.11 | 4.40 | 5.60 | 7.06 |
| | | | | | P/E | 35.08 | 29.36 | 23.63 | 19.27 |
| | | | | | P/B | 6.88 | 6.42 | 5.05 | 4.00 |
| | | | | | EV/EBITDA | 23.73 | 17.74 | 13.83 | 10.54 |
| | | | | | P/S | 2.10 | 1.98 | 1.82 | 1.66 |

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，对医疗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2021年新财富最佳分析师医药行业第5名、上海证券报最佳分析师第2名，2020年新财富最佳分析师医药行业入围，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，并不构成对客户的具体投资建议，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

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@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