

## 聚焦品牌运营业务，升级产业化平台

——百洋医药 2024 中报点评

### 核心观点

- 业绩稳健，核心业务品牌运营趋势向好。**2024H1 公司实现营收 35.95 亿（同比+1.1%），归母净利润 3.69 亿（同比+21.9%），扣非归母净利润 3.71 亿（同比+27.2%）。分业务来看，公司核心业务品牌运营业务实现营收 22.84 亿（同比+11.9%），Q2 品牌运营业务实现营收 13.64 亿（同比+21.3%，环比+48.4%），增长趋势良好。且公司品牌运营业务是主要利润来源，24H1 毛利率为 44.10%，实现毛利额 10.07 亿，占比为 88.9%。而公司批发配送业务在 24H1 实现营收 11.07 亿（同比-21.0%），系公司持续聚焦核心品牌运营业务，压缩批发配送业务规模所致。其次，公司零售业务 24H1 实现营收 1.90 亿（同比+7.7%），稳定增长。
- 迪巧系列效能提升，品牌矩阵增势强劲。**24H1 公司品牌运营业务中，迪巧系列实现营收 10.55 亿（同比+20.3%）。迪巧是公司的核心品牌，公司持续将其聚焦“进口钙”品类，强化产品生命周期管理与营销能力。2024 年 3-6 月，迪巧独家冠名芒果 TV 创新女性综艺《是女儿是妈妈》，有效拉高品牌势能。而海露在 24H1 实现营收 3.27 亿（同比+24.2%），针对“干眼症”市场，公司不断推动海露的品牌宣传，突出其优势——大分子、不含防腐剂 and 专利装置。其次，安斯泰来系列在 24H1 实现营收 2.86 亿（同比+64.2%），纽特舒玛实现营收 0.58 亿（同比+37.1%）。目前，公司品牌运营业务已经形成丰富的品牌矩阵，且公司持续以先进机制孵化自主品牌，增长动能持续增强。
- 并购百洋制药，产业化平台未来可期。**为进一步塑造长期竞争力，公司并购百洋制药，截至 2024 年 7 月 12 日，公司已完成对上海百洋制药股份有限公司 60.199% 股权的收购，交易总价为 8.8 亿。百洋制药主要产品包括中成药产品扶正化瘀系列、化药硝苯地平、化药二甲双胍等。此次并购使得公司升级为支持源头创新的医药产业化平台，“商业化+开发生产”将并驾齐驱。

### 盈利预测与投资建议

- 根据 24 年中报，我们下调收入和费用率假设，调整毛利率假设，预测公司 24-26 年 EPS 分别为 1.59/1.92/2.33 元（原 24-25 预测为 1.65/2.15 元），根据可比公司，给予公司 2024 年 PE 估值 17X，对应目标价 27.03 元，维持买入评级。

### 风险提示

- 新品种 BD 不及预期、品牌运营业务集中、政策风险、市场竞争加剧

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,510	7,564	7,737	8,611	9,563
同比增长(%)	6.5%	0.7%	2.3%	11.3%	11.1%
营业利润(百万元)	674	888	1,129	1,354	1,637
同比增长(%)	20.1%	31.7%	27.1%	19.9%	20.9%
归属母公司净利润(百万元)	507	656	838	1,011	1,226
同比增长(%)	20.1%	29.6%	27.6%	20.7%	21.3%
每股收益(元)	0.96	1.25	1.59	1.92	2.33
毛利率(%)	27.8%	30.0%	32.6%	32.7%	33.1%
净利率(%)	6.7%	8.7%	10.8%	11.7%	12.8%
净资产收益率(%)	22.7%	26.4%	29.0%	29.0%	28.4%
市盈率	22.0	17.0	13.3	11.0	9.1
市净率	4.8	4.2	3.6	2.9	2.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月29日）	22.98 元
目标价格	27.03 元
52 周最高价/最低价	42.44/20.78 元
总股本/流通 A 股（万股）	52,561/52,561
A 股市值（百万元）	12,079
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024 年 08 月 29 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	8.04	5.65	-26.11	2.77
相对表现%	9.11	8.98	-16.82	16.29
沪深 300%	-1.07	-3.33	-9.29	-13.52



### 证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860524020001  
香港证监会牌照：BRX199

### 相关报告

CSO 行业发展迅速，公司 BD 如期落地 2024-03-31  
顺应行业发展浪潮，商业化平台价值逐步 2023-03-31  
兑现

表 1：可比公司估值表（2024/8/29 收盘价）

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）			市盈率		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
益丰药房	603939	18.97	1.16	1.46	1.81	16.29	12.97	10.50
百普赛斯	301080	33.51	1.28	1.41	1.76	26.18	23.70	19.08
阳光诺和	688621	31.42	1.65	2.38	3.21	19.05	13.22	9.78
百诚医药	301096	36.39	2.50	3.07	3.95	14.57	11.87	9.22
泰坦科技	688133	15.73	0.44	0.56	0.74	35.64	28.27	21.30
	最大值					35.64	28.27	21.30
	最小值					14.57	11.87	9.22
	平均数					22.35	18.00	13.98
	<b>调整后平均</b>						<b>17</b>	<b>13</b>

数据来源：wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,048	1,180	1,902	2,453	3,159	营业收入	7,510	7,564	7,737	8,611	9,563
应收票据、账款及款项融资	2,232	2,338	2,066	2,299	2,553	营业成本	5,425	5,297	5,219	5,798	6,397
预付账款	247	167	193	215	239	销售费用	1,122	1,062	1,075	1,116	1,159
存货	650	685	626	696	768	管理费用	197	238	232	258	287
其他	81	84	72	76	81	研发费用	3	11	8	9	10
<b>流动资产合计</b>	<b>4,258</b>	<b>4,454</b>	<b>4,859</b>	<b>5,740</b>	<b>6,800</b>	财务费用	48	56	39	32	25
长期股权投资	182	238	170	190	210	资产、信用减值损失	15	31	23	15	13
固定资产	178	213	226	227	218	公允价值变动收益	(11)	1	3	0	0
在建工程	81	83	59	42	30	投资净收益	2	43	20	10	10
无形资产	57	105	95	85	75	其他	(16)	(24)	(36)	(40)	(45)
其他	275	206	204	198	195	<b>营业利润</b>	<b>674</b>	<b>888</b>	<b>1,129</b>	<b>1,354</b>	<b>1,637</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>772</b>	<b>845</b>	<b>753</b>	<b>742</b>	<b>728</b>	营业外收入	1	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>5,030</b>	<b>5,299</b>	<b>5,613</b>	<b>6,482</b>	<b>7,528</b>	营业外支出	7	17	1	1	1
短期借款	1,165	462	400	400	400	<b>利润总额</b>	<b>669</b>	<b>874</b>	<b>1,130</b>	<b>1,355</b>	<b>1,638</b>
应付票据及应付账款	990	909	887	986	1,087	所得税	179	234	301	358	436
其他	448	448	410	434	481	<b>净利润</b>	<b>490</b>	<b>640</b>	<b>829</b>	<b>997</b>	<b>1,202</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,604</b>	<b>1,819</b>	<b>1,697</b>	<b>1,820</b>	<b>1,968</b>	少数股东损益	(17)	(16)	(9)	(14)	(24)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>507</b>	<b>656</b>	<b>838</b>	<b>1,011</b>	<b>1,226</b>
应付债券	0	726	741	741	741	每股收益(元)	0.96	1.25	1.59	1.92	2.33
其他	147	111	107	107	107						
<b>非流动负债合计</b>	<b>147</b>	<b>837</b>	<b>847</b>	<b>847</b>	<b>847</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,751</b>	<b>2,656</b>	<b>2,544</b>	<b>2,667</b>	<b>2,815</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	(22)	(26)	(35)	(49)	(73)	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	525	526	526	526	526	营业收入	6.5%	0.7%	2.3%	11.3%	11.1%
资本公积	412	422	422	422	422	营业利润	20.1%	31.7%	27.1%	19.9%	20.9%
留存收益	1,363	1,620	2,057	2,816	3,739	归属于母公司净利润	20.1%	29.6%	27.6%	20.7%	21.3%
其他	2	102	100	100	100	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,279</b>	<b>2,642</b>	<b>3,069</b>	<b>3,814</b>	<b>4,713</b>	毛利率	27.8%	30.0%	32.6%	32.7%	33.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,030</b>	<b>5,299</b>	<b>5,613</b>	<b>6,482</b>	<b>7,528</b>	净利率	6.7%	8.7%	10.8%	11.7%	12.8%
						ROE	22.7%	26.4%	29.0%	29.0%	28.4%
						ROIC	15.5%	18.9%	21.2%	22.2%	22.5%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	54.7%	50.1%	45.3%	41.2%	37.4%
净利润	490	640	829	997	1,202	净负债率	6.3%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	23	53	45	50	54	流动比率	1.64	2.45	2.86	3.15	3.46
财务费用	48	56	39	32	25	速动比率	1.38	2.07	2.48	2.75	3.04
投资损失	(2)	(43)	(20)	(10)	(10)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(193)	(132)	233	(221)	(220)	应收账款周转率	3.9	3.7	3.9	4.2	4.2
其它	(60)	36	11	16	13	存货周转率	8.4	7.8	7.8	8.3	8.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>306</b>	<b>610</b>	<b>1,136</b>	<b>864</b>	<b>1,065</b>	总资产周转率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
资本支出	(113)	(151)	(19)	(20)	(20)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(35)	(3)	69	(20)	(20)	每股收益	0.96	1.25	1.59	1.92	2.33
其他	30	(6)	23	10	10	每股经营现金流	0.58	1.16	2.16	1.64	2.03
<b>投资活动现金流</b>	<b>(117)</b>	<b>(160)</b>	<b>72</b>	<b>(30)</b>	<b>(30)</b>	每股净资产	4.38	5.08	5.90	7.35	9.11
债权融资	12	718	15	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(7)	11	0	0	0	市盈率	22.0	17.0	13.3	11.0	9.1
其他	(549)	(983)	(501)	(283)	(329)	市净率	4.8	4.2	3.6	2.9	2.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(544)</b>	<b>(254)</b>	<b>(486)</b>	<b>(283)</b>	<b>(329)</b>	EV/EBITDA	15.2	11.3	9.3	7.9	6.6
汇率变动影响	6	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	15.6	12.0	9.7	8.2	6.8
<b>现金净增加额</b>	<b>(349)</b>	<b>197</b>	<b>722</b>	<b>551</b>	<b>706</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。