

核心业务稳健增长，盈利能力提升

——百洋医药 2024 年报及 2025 年一季报点评

核心观点

- 减值计提拖累 25Q1 表观利润增速。**2024 年，公司实现营收 80.9 亿元（同比-2.0%），归母净利润 6.9 亿元（同比-2.9%）；2025Q1，公司实现营收 18.4 亿元（同比-0.4%），归母净利润 0.9 亿元（同比-54.4%）。从盈利能力来看，2024 年，公司毛利率为 35.5%（同比+5.5pct），净利率为 9.5%（同比+1.0pct）。2025Q1，公司毛利率和净利率分别为 35.8%和 6.0%，毛利率小幅提升，净利率有所波动，主要系计提存货跌价准备所致（目前已计提完毕），以及为加强市场推广带来的销售费用增长。
- 品牌运营业务持续增长，影响力不断提高。**2024 年，核心品牌运营业务实现营收 55.6 亿元（同比+9.2%），若还原两票制业务后计算，则实现营收 60.4 亿元；品牌运营业务毛利率为 48%，毛利额占比达 92.8%，为公司主要利润来源。其中，2024 年核心品牌迪巧系列营收 21.0 亿元（同比+10.7%）；海露品牌实现营收 7.4 亿元（同比+14.9%）；扶正化瘀实现营收 6.3 亿元（同比+16.6%）；安斯泰来相关产品实现营收 5.0 亿元（同比+34.5%）；纽特舒玛实现营收 1.2 亿元（同比+45.4%）。基于有效的品牌管理体系，公司品牌运营业务持续增长。
- 零售业务表现稳健，布局创新药械。**2024 年，公司批发配送业务实现营收 21.4 亿元（同比-23.0%），系公司为聚焦核心品牌运营业务，压缩批发配送业务规模所致；其次，2024 年公司零售业务实现营收 3.7 亿元（同比+3.7%），表现稳健。同时，公司积极孵化创新药械业务，在创新药领域，公司独家运营“优替帝”优替德隆注射液；在高端器械领域，公司引进全球首创完全自屏蔽放疗系统 ZAP-X 火星舟放射外科机器人等等。且公司积极参设产业基金，参与出资设立北京市门头沟区百洋医药产业投资基金等，有效融入创新生态。

盈利预测与投资建议

- 根据 24 年报及 2025 年一季报，我们上调收入、毛利率及费用率假设，预测公司 25-27 年 EPS 分别为 1.45/1.65/1.89 元（原 25-26 预测为 1.92/2.33 元），根据可比公司，给予公司 2025 年 PE 估值 16X，对应目标价 23.20 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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,256	8,094	9,074	10,381	11,407
同比增长(%)	9.9%	-2.0%	12.1%	14.4%	9.9%
营业利润(百万元)	1,044	978	1,118	1,263	1,445
同比增长(%)	54.8%	-6.3%	14.4%	13.0%	14.3%
归属母公司净利润(百万元)	712	692	762	866	995
同比增长(%)	40.6%	-2.9%	10.2%	13.5%	14.9%
每股收益(元)	1.35	1.32	1.45	1.65	1.89
毛利率(%)	33.3%	35.5%	35.6%	36.1%	36.5%
净利率(%)	8.6%	8.5%	8.4%	8.3%	8.7%
净资产收益率(%)	27.4%	26.3%	27.7%	25.1%	24.0%
市盈率	13.2	13.5	12.3	10.8	9.4
市净率	3.2	3.9	3.0	2.5	2.1

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（2025 年 04 月 24 日）	17.82 元
目标价格	23.20 元
52 周最高价/最低价	35.9/17.37 元
总股本/流通 A 股（万股）	52,562/52,555
A 股市值（百万元）	9,367
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 04 月 25 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-8.8	-17.15	-23.19	-39.2
相对表现%	-9.12	-13.33	-21.92	-46.66
沪深 300%	0.32	-3.82	-1.27	7.46



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

联系人

陆佳晶 lujiating@orientsec.com.cn

相关报告

聚焦品牌运营业务，升级产业化平台：——百洋医药 2024 中报点评 2024-08-30
CSO 行业发展迅速，公司 BD 如期落地 2024-03-31

表 1：可比公司估值表（2025/4/24 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	28.56	1.16	1.29	1.51	24.52	22.23	18.97
国药一致	000028	24.54	2.87	1.15	2.41	8.54	21.26	10.17
阳光诺和	688621	45.97	1.65	1.58	1.91	27.87	29.02	24.06
百诚医药	301096	32.47	2.49	-0.48	1.84	13.04	-67.24	17.60
一心堂	002727	13.28	0.94	0.69	1.05	14.15	19.29	12.62
	最大值					27.87	29.02	24.06
	最小值					8.54	(67.24)	10.17
	平均数					17.63	4.91	16.68
	调整后平均						21	16

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					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,344	1,467	1,361	1,557	1,971
应收票据、账款及款项融资	2,464	2,216	2,442	2,798	3,094
预付账款	182	211	227	260	285
存货	862	928	702	796	869
其他	266	289	78	85	90
流动资产合计	5,118	5,111	4,810	5,496	6,309
长期股权投资	239	728	900	900	900
固定资产	421	536	528	501	460
在建工程	143	152	123	103	89
无形资产	140	228	306	297	289
其他	356	358	344	342	335
非流动资产合计	1,299	2,002	2,201	2,143	2,073
资产总计	6,417	7,113	7,011	7,638	8,382
短期借款	513	1,099	902	640	400
应付票据及应付账款	1,072	1,163	994	1,128	1,231
其他	807	997	432	464	512
流动负债合计	2,392	3,258	2,328	2,233	2,143
长期借款	46	358	358	358	358
应付债券	726	755	762	762	762
其他	135	137	119	119	119
非流动负债合计	906	1,250	1,239	1,239	1,239
负债合计	3,298	4,508	3,567	3,472	3,382
少数股东权益	228	230	308	394	492
实收资本（或股本）	526	526	526	526	526
资本公积	653	(3)	(3)	(3)	(3)
留存收益	1,609	1,750	2,513	3,150	3,885
其他	103	101	100	100	100
股东权益合计	3,119	2,605	3,444	4,166	5,000
负债和股东权益总计	6,417	7,113	7,011	7,638	8,382

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	771	767	841	951	1,093
折旧摊销	56	283	113	129	140
财务费用	66	71	82	71	58
投资损失	(45)	(59)	(20)	(10)	(10)
营运资金变动	(174)	446	(530)	(349)	(268)
其它	126	(694)	11	21	20
经营活动现金流	799	814	498	813	1,033
资本支出	(247)	(687)	(149)	(66)	(71)
长期投资	(4)	(488)	(172)	0	0
其他	(45)	442	40	10	10
投资活动现金流	(296)	(732)	(281)	(56)	(61)
债权融资	827	330	(44)	0	0
股权融资	242	(656)	0	0	0
其他	(1,402)	331	(278)	(561)	(559)
筹资活动现金流	(333)	5	(323)	(561)	(559)
汇率变动影响	1	2	-0	-0	-0
现金净增加额	171	88	(106)	196	414

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,256	8,094	9,074	10,381	11,407
营业成本	5,507	5,221	5,846	6,635	7,242
销售费用	1,314	1,517	1,646	1,981	2,203
管理费用	281	281	302	324	349
研发费用	42	36	36	42	46
财务费用	66	71	82	71	58
资产、信用减值损失	31	28	26	25	20
公允价值变动收益	1	2	3	0	0
投资净收益	45	59	20	10	10
其他	(16)	(24)	(42)	(49)	(54)
营业利润	1,044	978	1,118	1,263	1,445
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	18	14	1	1	1
利润总额	1,028	967	1,119	1,264	1,446
所得税	257	200	278	313	353
净利润	771	767	841	951	1,093
少数股东损益	59	75	79	86	98
归属于母公司净利润	712	692	762	866	995
每股收益（元）	1.35	1.32	1.45	1.65	1.89

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	9.9%	-2.0%	12.1%	14.4%	9.9%
营业利润	54.8%	-6.3%	14.4%	13.0%	14.3%
归属于母公司净利润	40.6%	-2.9%	10.2%	13.5%	14.9%
获利能力					
毛利率	33.3%	35.5%	35.6%	36.1%	36.5%
净利率	8.6%	8.5%	8.4%	8.3%	8.7%
ROE	27.4%	26.3%	27.7%	25.1%	24.0%
ROIC	20.9%	17.8%	17.4%	17.6%	18.2%
偿债能力					
资产负债率	51.4%	63.4%	50.9%	45.5%	40.3%
净负债率	0.7%	31.3%	19.8%	5.4%	0.0%
流动比率	2.14	1.57	2.07	2.46	2.94
速动比率	1.78	1.28	1.76	2.09	2.52
营运能力					
应收账款周转率	3.9	4.0	4.4	4.2	4.1
存货周转率	7.2	5.8	7.1	8.6	8.4
总资产周转率	1.4	1.2	1.3	1.4	1.4
每股指标（元）					
每股收益	1.35	1.32	1.45	1.65	1.89
每股经营现金流	1.52	1.55	0.95	1.55	1.97
每股净资产	5.50	4.52	5.97	7.18	8.58
估值比率					
市盈率	13.2	13.5	12.3	10.8	9.4
市净率	3.2	3.9	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	8.5	7.5	7.6	6.8	6.1
EV/EBIT	9.0	9.5	8.3	7.5	6.6

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

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。