

百洋医药(301015)

报告日期: 2025 年 04 月 28 日

品牌运营持续突破，看好盈利能力修复趋势

——百洋医药 2024 年报&2025 年一季报点评报告

投资要点

□ 业绩表现：核心业务稳健增长，盈利能力阶段性波动

2024 年：公司实现收入 80.94 亿元，同比下降 1.96%（百洋制药并购追溯调整 2023 年收入后）；实现归母净利润 6.92 亿元，同比下降 2.87%（百洋制药并购追溯调整 2023 年利润后）；

2025Q1：公司实现收入 18.41 亿元，同比下降 0.38%；实现归母净利润 0.85 亿元，同比下滑 54.36%；实现扣非归母净利润 1.00 亿元，同比下滑 39.46%。

□ 成长性：品牌运营持续稳健增长，看好新增量释放

2024 年品牌运营业务实现营业收入 55.59 亿元，同比增长 9.17%。2025 年一季度公司品牌运营业务实现收入 12.95 亿元，同比增长 17.11%。2024 年核心产品增速来看：迪巧系列实现营业收入 21.01 亿元，同比增长 10.73%。公司持续深耕“进口钙领导者”定位，新品规“小粉条”液体钙满足细分人群需求，线上渠道及数字化营销能力持续强化。海露实现营业收入 7.36 亿元，同比增长 14.89%。扶正化瘀实现营业收入 6.31 亿元，同比增长 16.62%。安斯泰来系列实现营业收入 5.02 亿元，同比增长 34.49%。纽特舒玛实现营业收入 1.21 亿元，同比增长 45.40%。公司在迪巧线上品规“小黄条、小粉条”、海露、纽特舒玛等多个产品的线上营销端取得成功，验证了公司的线上运营能力，我们看好迪巧新品规以及其他 OTC 产品通过线上营销模式维持高增长。同时考虑到部分产品合约情况变化带来的基数影响逐步消除，以及罗氏美罗华、华昊中天优替德隆注射液、百洋制药扶正化瘀等新品种的逐步放量，我们预计公司 25 年品牌运营业务将保持高速增长。中长期看，考虑到公司品牌运营业务存量核心产品大部分具备较强“自付”属性，我们认为存量产品的稳健增长确定性较强，同时，随着百洋集团孵化的创新产品逐步落地，我们看好公司创新增量带来的中长期成长弹性。

□ 盈利能力：销售费用带来利润波动，依然看好趋势向上

2024 年公司整体毛利率约为 35.5%，同比增长幅度较大，其中品牌运营业务毛利率为 48.00%，同比提升 1.23 个百分点，我们预计随着公司核心高毛品种稳健增长、收入占比持续提升，公司高毛利率有望维持。2024 年与 2025 年一季度公司利润端呈现较大波动，一方面和减值计提一过性影响有关，另一方面和销售费用增加较多有关。公司 2024 年销售费用约 15 亿元，同比增长 15.4%，2025 年一季度销售费用约 3.5 亿元，同比增长 28%，我们认为随着公司的线上营销模式逐步成熟以及创新产品的商业化逐步释放，我们看好 2025 年公司的销售费用率稳步优化。展望来看，我们认为公司的盈利能力波动和公司拓展创新商业化服务能力阶段有关，随着存量产品逐步进入成熟期以及未来收入结构中附加值更高的创新产品占比逐步提升，我们依然看好公司的盈利能力稳步回升。

□ 经营质量分析：现金流良好，看好持续优化

2024 年公司经营性净现金流为 8.14 亿元，同比增长 1.80%，2025 年一季度公司经营性净现金流为 3 亿元，同比增长 21.23%。2024 年公司应收周转天数为 88 天，同比减少约 10 天，2025 一季度应收周转天数为 90 天，同比减少约 20 天。随着后续批发业务持续压缩，以及回款更快的线上销售模式等占比提升，我们预计公司应收周转或持续优化，经营质量有望持续提升。

□ 盈利预测与估值

考虑到公司创新商业化转型以及线上营销等带来的销售费用增长超过我们此前预期，我们下调此前盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 92.02/101.20/110.11 亿元，同比增长 13.69%/9.97%/8.80%；实现归母净利润 7.46/8.80/10.13 亿元，同比增长 7.86%/17.93%/15.20%，对应 EPS 为 1.42/1.67/1.93 元/股，2025 年 4 月 28 日收盘价对应 PE 为 13 倍，维持“增持”评级。

投资评级：增持(维持)

分析师：王帅

执业证书号：S1230523060003
wangshuai1@stocke.com.cn

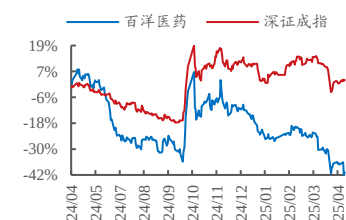
分析师：胡隽扬

执业证书号：S1230524090005
hujunyang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥18.17
总市值(百万元)	9,550.50
总股本(百万股)	525.62

股票走势图



相关报告

- 《看好品牌运营增长韧性》
2024.09.01
- 《服务能力延伸，看好新空间》
2024.05.21
- 《高增持续，看好新动能》
2024.04.27

□ 风险提示

行业加速出清下导致上下游经营短期波动风险；核心产品销售波动风险；新品牌拓展不及预期风险。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8094	9202	10120	11011
(+/-) (%)	-1.96%	13.69%	9.97%	8.80%
归母净利润	692	746	880	1013
(+/-) (%)	-2.87%	7.86%	17.93%	15.20%
每股收益(元)	1.32	1.42	1.67	1.93
P/E	13.81	12.80	10.86	9.42

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值
资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5111	5802	6662	7813
现金	1467	1841	2564	3459
交易性金融资产	45	33	35	38
应收账款	2001	2672	2255	2916
其它应收款	162	184	202	220
预付账款	211	237	257	276
存货	928	537	1051	608
其他	297	297	297	297
非流动资产	2002	2176	2387	2659
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	728	728	728	728
固定资产	536	657	807	987
无形资产	228	284	352	429
在建工程	152	160	160	170
其他	358	348	341	345
资产总计	7113	7978	9049	10472
流动负债	3258	3300	3399	3690
短期借款	1099	908	823	943
应付款项	1163	1305	1415	1515
预收账款	0	0	0	0
其他	997	1087	1161	1232
非流动负债	1250	1244	1239	1244
长期借款	358	358	358	358
其他	892	886	882	887
负债合计	4508	4545	4638	4935
少数股东权益	230	313	410	523
归属母公司股东	2375	3121	4001	5014
负债和股东权益	7113	7978	9049	10472

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	814	880	1188	1217
净利润	767	829	977	1126
折旧摊销	69	54	66	81
财务费用	71	89	94	92
投资损失	(59)	0	0	0
营运资金变动	658	(562)	524	(567)
其它	(692)	471	(473)	485
投资活动现金流	(732)	(227)	(286)	(351)
资本支出	(393)	(167)	(199)	(253)
长期投资	(489)	0	0	0
其他	149	(60)	(87)	(98)
筹资活动现金流	5	(279)	(179)	28
短期借款	637	(190)	(86)	120
长期借款	358	0	0	0
其他	(990)	(89)	(94)	(92)
现金净增加额	86	374	723	894

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8094	9202	10120	11011
营业成本	5221	5860	6354	6805
营业税金及附加	44	47	53	58
营业费用	1517	1700	1900	2100
管理费用	281	350	385	418
研发费用	36	46	61	73
财务费用	71	89	94	92
资产减值损失	28	64	40	44
公允价值变动损益	2	0	0	0
投资净收益	59	0	0	0
其他经营收益	20	10	10	10
营业利润	978	1056	1243	1430
营业外收支	(11)	(11)	(11)	(11)
利润总额	967	1045	1232	1419
所得税	200	216	254	293
净利润	767	829	977	1126
少数股东损益	75	83	98	113
归属母公司净利润	692	746	880	1013
EBITDA	1090	1187	1372	1562
EPS（最新摊薄）	1.32	1.42	1.67	1.93

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	1.01%	13.69%	9.97%	8.80%
营业利润增长率	10.09%	7.97%	17.75%	15.07%
归属母公司净利润增	29.55%	7.86%	17.93%	15.20%
获利能力				
毛利率	35.50%	36.32%	37.21%	38.20%
净利率	9.48%	9.01%	9.66%	10.23%
ROE	26.36%	24.71%	22.43%	20.38%
ROIC	20.23%	19.69%	19.36%	18.11%
偿债能力				
资产负债率	63.38%	56.96%	51.25%	47.12%
净负债比率	33.89%	29.43%	27.00%	27.81%
流动比率	1.57	1.76	1.96	2.12
速动比率	1.28	1.60	1.65	1.95
营运能力				
总资产周转率	1.30	1.22	1.19	1.13
应收账款周转率	4.09	4.10	4.20	4.30
应付账款周转率	7.51	7.22	7.10	7.06
每股指标(元)				
每股收益	1.32	1.42	1.67	1.93
每股经营现金	1.55	1.67	2.26	2.32
每股净资产	4.52	5.94	7.61	9.54
估值比率				
P/E	13.81	12.80	10.86	9.42
P/B	4.02	3.06	2.39	1.90
EV/EBITDA	11.99	7.95	6.35	5.15

资料来源：浙商证券研究所（注：以上部分 2024 年同比增速数据未考虑百洋制药并表追溯调整对 2023 年基数影响）

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>