

产品结构优化，创新转型提速

——百洋医药 2025 年中报点评

核心观点

- 事件：**25H1 公司实现收入 37.5 亿元，同比-6.0%，归母净利润 1.6 亿元，同比-59.5%，经营性净现金流 3.9 亿元，同比-16.9%，利润承压主要系公司进一步聚焦创新药和高值器械的商业化，在肿瘤、放疗领域持续增加资源投入。
- 产品结构优化，毛利润率改善。**分板块看，品牌运营实现营收 27.2 亿元，同比+1.4%。具体来看，核心品牌迪巧有所承压，实现营收 9.1 亿元，同比-14.2%。但与此同时，海露、扶正化瘀和纽特舒码等成长期新品快速放量，营收分别为 3.8、3.7 和 0.8 亿元，同比增速分别为 14.9%、37.4%和 34.8%，贡献收入同时带动公司整体毛利润率改善，25H1 达 36.5%，同比+5.0pct。除品牌运营外，批发配送业务实现营收 8.3 亿元，同比-24.7%，零售业务基本稳定。受市场需求疲软及政策调控影响，公司主动压缩低毛利批发配送业务规模，聚焦区域品牌业务，经营质量有所提升。
- 加大肿瘤放疗资源投入，加速创新药械临床导入。**目前优替德隆已覆盖全国超 500 家医院，开展研究者发起研究 30 余项，并已在顶级学术期刊（如 JAMA Oncology）和国内外学术会议（ASCO、ESMO、CSCO 等）发表多项研究成果；Zap-X 火星舟产品已获全球 24 个国家及地区的上市许可，现已参与“中国颅内转移瘤协作组”，推进我国转移瘤规范化治疗。我们认为，公司聚焦肿瘤、放疗领域，有望凭借差异化临床优势和专业学术推广能力，加速新品临床导入，为后续市场开拓奠定基础。
- “投资孵化+商业化”双轮驱动，坚定向创新药企转型。**8 月初，代理产品全磁悬浮人工心脏 BrioVAD 获 FDA 批准进入确证性阶段研究；9 月中，公司战略投资济坤医药 24%股权，获得用于治疗特发性肺纤维化（IPF）的 1 类小分子创新药 JK1033 的所有权益，目前国内处于 1 期临床，即将向 FDA 提交 IND 申请，此外还享有济坤医药所有产品全球权益同等条件下的优先购买权。我们认为，尽管面临新品导入和创新投入的短期压力，但随着创新成果逐渐进入临床应用，未来新增长曲线可期。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年中报，我们下调 25-27 年收入预测，并上调同期毛利率和费用预测，调整 2025-2027 年每股收益预测为 0.91/1.53/1.96（原预测 25-27 年为 1.45/1.65/1.89）元，根据可比公司给予 26 年 20 倍 PE，对应目标价 30.60 元，维持“买入”评级。

风险提示

创新药械商业化不及预期对估值造成影响的风险；品牌运营业务集中的风险；政策风险；市场竞争加剧风险等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,256	8,094	8,625	9,909	11,147
同比增长(%)	9.9%	-2.0%	6.6%	14.9%	12.5%
营业利润(百万元)	1,044	978	714	1,171	1,493
同比增长(%)	54.8%	-6.3%	-26.9%	63.9%	27.5%
归属母公司净利润(百万元)	712	692	477	802	1,028
同比增长(%)	40.6%	-2.9%	-31.0%	68.0%	28.1%
每股收益(元)	1.35	1.32	0.91	1.53	1.96
毛利率(%)	33.3%	35.5%	36.3%	38.1%	38.7%
净利率(%)	8.6%	8.5%	5.5%	8.1%	9.2%
净资产收益率(%)	27.4%	26.3%	19.8%	28.9%	29.3%
市盈率	21.7	22.3	32.4	19.3	15.0
市净率	5.3	6.5	6.3	5.0	4.0

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09月18日）	29.4 元
目标价格	30.60 元
52 周最高价/最低价	34.42/16.65 元
总股本/流通 A 股（万股）	52,562/52,555
A 股市值（百万元）	15,453
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 09 月 19 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-6.22	12.47	42.03	45
相对表现%	-5.12	6.37	25.95	3.15
沪深 300%	-1.1	6.1	16.08	41.85



证券分析师

伍云飞 执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199
wuyunfei1@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人

袁润璞 执业证书编号：S0860124100008
yuanrunpu@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

核心业务稳健增长，盈利能力提升：—— 2025-04-25
百洋医药 2024 年报及 2025 年一季报点评
聚焦品牌运营业务，升级产业化平台：—— 2024-08-30
一百洋医药 2024 中报点评
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 年 9 月 18 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
益丰药房	603939	25.46	1.26	1.44	1.66	20.19	17.70	15.32
国药一致	000028	26.39	1.15	2.31	2.46	22.86	11.40	10.74
阳光诺和	688621	79.58	1.58	1.94	2.45	50.24	41.40	32.55
百诚医药	301096	61.18	-0.48	0.46	0.71	-126.69	133.32	85.78
一心堂	002727	14.67	0.19	0.97	1.14	75.27	15.05	12.88
	最大值					75.27	133.32	85.78
	最小值					-126.69	11.40	10.74
	平均数					8.37	43.71	31.45
	调整后平均					31	25	20

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,344	1,467	1,294	1,486	1,672	营业收入	8,256	8,094	8,625	9,909	11,147
应收票据、账款及款项融资	2,464	2,216	2,350	2,711	3,076	营业成本	5,507	5,221	5,493	6,138	6,832
预付账款	182	211	216	248	279	销售费用	1,314	1,517	1,896	2,081	2,283
存货	862	928	659	737	820	管理费用	281	281	302	324	349
其他	266	289	76	83	89	研发费用	42	36	34	40	45
流动资产合计	5,118	5,111	4,595	5,265	5,935	财务费用	66	71	93	94	77
长期股权投资	239	728	900	900	900	资产、信用减值损失	31	28	46	36	35
固定资产	421	536	528	501	460	公允价值变动收益	1	2	(26)	0	0
在建工程	143	152	123	103	89	投资净收益	45	59	20	20	20
无形资产	140	228	306	297	289	其他	(16)	(24)	(40)	(47)	(53)
其他	356	358	359	342	335	营业利润	1,044	978	714	1,171	1,493
非流动资产合计	1,299	2,002	2,217	2,143	2,073	营业外收入	2	2	2	2	2
资产总计	6,417	7,113	6,811	7,407	8,008	营业外支出	18	14	1	1	1
短期借款	513	1,099	1,467	1,183	725	利润总额	1,028	967	715	1,172	1,494
应付票据及应付账款	1,072	1,163	934	1,043	1,161	所得税	257	200	178	290	365
其他	807	997	425	456	508	净利润	771	767	538	882	1,129
流动负债合计	2,392	3,258	2,825	2,683	2,394	少数股东损益	59	75	60	79	102
长期借款	46	358	358	358	358	归属于母公司净利润	712	692	477	802	1,028
应付债券	726	755	768	768	768	每股收益（元）	1.35	1.32	0.91	1.53	1.96
其他	135	137	120	120	120	主要财务比率					
非流动负债合计	906	1,250	1,246	1,246	1,246		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	3,298	4,508	4,071	3,929	3,641	成长能力					
少数股东权益	228	230	290	369	471	营业收入	9.9%	-2.0%	6.6%	14.9%	12.5%
实收资本（或股本）	526	526	526	526	526	营业利润	54.8%	-6.3%	-26.9%	63.9%	27.5%
资本公积	653	(3)	(3)	(3)	(3)	归属于母公司净利润	40.6%	-2.9%	-31.0%	68.0%	28.1%
留存收益	1,609	1,750	1,827	2,486	3,274	获利能力					
其他	103	101	100	100	100	毛利率	33.3%	35.5%	36.3%	38.1%	38.7%
股东权益合计	3,119	2,605	2,740	3,478	4,367	净利率	8.6%	8.5%	5.5%	8.1%	9.2%
负债和股东权益总计	6,417	7,113	6,811	7,407	8,008	ROE	27.4%	26.3%	19.8%	28.9%	29.3%
现金流量表						ROIC	20.9%	17.8%	11.8%	17.0%	19.7%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	771	767	538	882	1,129	资产负债率	51.4%	63.4%	59.8%	53.0%	45.5%
折旧摊销	56	283	113	129	140	净负债率	0.7%	31.3%	48.2%	24.2%	4.6%
财务费用	66	71	93	94	77	流动比率	2.14	1.57	1.63	1.96	2.48
投资损失	(45)	(59)	(20)	(20)	(20)	速动比率	1.78	1.28	1.38	1.66	2.09
营运资金变动	(174)	446	(470)	(372)	(350)	营运能力					
其它	126	(694)	46	48	35	应收账款周转率	3.9	4.0	4.3	4.3	4.2
经营活动现金流	799	814	300	760	1,012	存货周转率	7.2	5.8	6.7	8.1	7.9
资本支出	(247)	(687)	(149)	(66)	(71)	总资产周转率	1.4	1.2	1.2	1.4	1.4
长期投资	(4)	(488)	(172)	0	0	每股指标（元）					
其他	(45)	442	11	20	20	每股收益	1.35	1.32	0.91	1.53	1.96
投资活动现金流	(296)	(732)	(310)	(46)	(51)	每股经营现金流	1.52	1.55	0.57	1.45	1.92
债权融资	827	330	(38)	0	0	每股净资产	5.50	4.52	4.66	5.92	7.41
股权融资	242	(656)	0	0	0	估值比率					
其他	(1,402)	331	(125)	(521)	(775)	市盈率	21.7	22.3	32.4	19.3	15.0
筹资活动现金流	(333)	5	(163)	(521)	(775)	市净率	5.3	6.5	6.3	5.0	4.0
汇率变动影响	1	2	-0	-0	-0	EV/EBITDA	14.2	12.4	18.0	11.9	9.7
现金净增加额	171	88	(174)	193	186	EV/EBIT	14.9	15.8	20.5	13.1	10.6

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。