

青岛百洋医药股份有限公司相关 债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【186】号 01



让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

青岛百洋医药股份有限公司相关债券2026年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
百洋转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：青岛百洋医药股份有限公司（以下简称“百洋医药”或“公司”，股票代码：301015.SZ）主业为医药产品品牌运营，经营稳健发展，业务结构继续优化，前瞻布局创新药械，公司产业链延伸至生产端，持续推进公司战略转型，实现从医药产品的研发投资、生产制造到商业化推广的全产业链格局。同时中证鹏元也关注到，公司品牌运营业务仍相对集中，部分品牌终止合作，部分新增品牌运营协议中约定最低采购量条款，或加大公司运营资金压力；公司市场推广费用投入加大，叠加计提资产减值损失对利润形成一定压力，股权投资及业务扩张继续推高公司杠杆水平，短期债务占比高，债务压力加大等风险因素。

评级日期

2026年6月24日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	85.68	81.12	71.13	64.17
归母所有者权益	25.89	24.63	23.75	28.91
总债务	40.12	38.37	27.83	17.85
营业收入	17.84	75.07	80.94	82.56
净利润	1.55	5.72	7.67	7.71
经营活动现金流净额	0.23	9.34	8.14	7.99
净债务/EBITDA	--	1.25	1.07	0.31
EBITDA 利息保障倍数	--	8.72	13.59	16.12
总债务/总资本	58.05%	58.33%	51.65%	36.39%
FFO/净债务	--	15.02%	33.51%	136.97%
EBITDA 利润率	--	12.04%	13.45%	14.00%
总资产回报率	--	10.86%	15.47%	19.21%
速动比率	1.18	1.21	1.28	1.78
现金短期债务比	1.15	1.17	1.17	1.77
销售毛利率	39.48%	37.47%	35.50%	33.30%
资产负债率	66.17%	66.20%	63.38%	51.39%

注：2023年数据采用2024年审计报告期初数

资料来源：公司2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：王致中
 wangzhz@cspengyuan.com

项目组成员：吕凤鸣
 lvfm@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **品牌运营业务稳健发展，业务结构继续优化。**公司核心业务为医药产品的品牌运营，2025 年品牌运营业务稳健发展，收入规模进一步提升，盈利能力较弱且资金占用规模较大的批发配送业务占比继续下降。
- **前瞻布局创新药械，持续推进战略转型，产业链进一步完善。**随着公司定位由单纯的品牌运营平台转为具有创新品牌打造能力的产业化平台，公司在夯实品牌运营业务的同时，通过战略投资、产品引进、产业合作等方式拓宽业务边界。跟踪期内，公司在骨健康、抗器官纤维化、肿瘤、罕见病等创新药械领域持续布局。同时，公司依托子公司上海百洋制药股份有限公司（以下简称“百洋制药”）、ZAP 高端制造产业化基地将产业链延伸至生产端，实现从医药产品的研发投资、生产制造到商业化推广的全产业链格局。

关注

- **品牌运营业务仍相对集中，关注品牌合作的稳定性及采购垫资压力。**2025 年，公司核心品牌迪巧系列占公司整体营收及毛利的比重仍较高，钙制剂产品市场竞争激烈，若迪巧系列面对市场压力加大，对公司整体业绩产生一定不利影响。跟踪期内，公司运营的部分品牌终止合作，需关注公司品牌合作的稳定性。安博美等新增品牌运营协议中约定最低采购量条款，ZAP-X 设备采用第三方放疗中心模式推广，公司负责设备采购，投放使用后逐步收回成本，上述业务模式或产生一定资金周转压力。
- **市场推广费用投入加大、计提资产减值损失对利润形成一定压力。**为加强新运营产品推广力度，公司销售费用呈增长趋势，2025 年及 2026 年一季度，公司销售费用分别同比增长 6.82% 和 9.57%；叠加 2025 年一季度紫杉醇聚合物胶束计提存货跌价准备，公司整体利润表现承压，2025 年净利润同比下滑 25.44%。
- **杠杆水平继续攀升，短期债务占比高，债务压力加大。**为支付百洋制药并购款、对外股权投资及补充流动资金，公司对外融资规模扩大，债务规模继续增长，资产负债率水平继续抬升至超过 66%。总债务中短期债务占比已超过 60%，速动比率及现金短期债务比同比有所下滑。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为，公司保持核心品牌运营业务稳健发展的同时，持续布局创新转型，经营风险和财务风险相对稳定。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9

调整因素	ESG 因素	0
	重大特殊事项	0
	补充调整	0
个体信用状况		aa-
外部特殊支持		0
主体信用等级		AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
百洋转债	8.60	8.46	2025-6-24	2029-4-13

注：“百洋转债”自 2023 年 10 月 20 日起进入转股期，当前转股价格 24.79 元/股，截至 2026 年 6 月 18 日，公司股票收盘价 21.28 元/股。

一、债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于“百洋品牌运营中心建设项目”、“百洋云化系统升级项目”及补充流动资金。根据公司2026年4月29日发布的《关于部分募投项目重新论证并暂缓实施的公告》，基于市场变化、公司发展战略以及“百洋医药品牌商业化北方物流基地”的落地情况，公司调整现有物流体系的城市布局。近年来公司陆续在北京、廊坊等地建设业务分部，持续推动公司多中心发展策略。在此基础上，公司决定暂缓实施“百洋品牌运营中心建设项目”。根据公司2025年12月31日发布的《关于部分募投项目延期的公告》，结合项目实际情况和投资进度，公司将“百洋云化系统升级项目”达到预定可使用状态时间延期至2027年2月28日，并根据项目的实际实施进度分阶段进行投入。

截至2025年12月31日，“百洋转债”尚未使用的募集资金为5.29亿元，其中5.00亿元用于临时补充流动资金¹，通过募集资金专项账户实施，其余2,937.09万元存放于公司募集资金专户内，未来将继续用于募投项目支出。

二、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更，股权结构未发生重大改变²。2025年及2026年一季度，因“百洋转债”转股累计增加公司股本0.48万股，2026年5月22日，公司公告“百洋转债”转股价格调整至24.79元/股。截至2026年一季度末，公司总股本为5.26亿元。控股股东仍为百洋医药集团有限公司（以下简称“百洋集团”），持股比例为67.22%。截至2026年4月29日，百洋集团已质押股权占其持有的股份比例为47.17%，质押比例有所提升。公司实际控制人仍为付钢，股权结构见附录二。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变更，仍以医药产品的品牌运营为核心业务板块，批发配送业务持续压缩，同时，公司进一步聚焦创新药械的开发转化和商业化运营，加大对创新企业与创新项目的投资布局。

表1 重要子公司 2025 年主要财务指标（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润	主要业务
百洋健康产业	100.00%	13.34	9.98	11.82	3.09	品牌服务及跨境电商
百洋智合	100.00%	5.75	1.59	6.62	1.29	品牌服务及营销策略
百洋制药	60.20%	12.65	8.18	10.83	2.24	医药生产与销售

¹ 2025年8月14日，公司召开董事会审议通过使用闲置募集资金临时补充流动资金，使用期限自董事会审议通过之日起不超过12个月。

² 2025年8月，控股股东百洋集团以新设主体北京百洋汇康科技创新发展有限公司增资的方式对百洋集团股权结构进行调整，增资完成后，百洋集团穿透至自然人层面股权比例未发生变动，且付钢作为公司实际控制人的身份未发生变动。

注：（1）财务指标均为 2025 年（末）子公司合并口径数据；（2）百洋健康产业为百洋健康产业国际商贸有限公司的简称、百洋智合为北京百洋智合医学成果转化服务有限公司的简称。

资料来源：公司 2025 年年度报告，中证鹏元整理

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

行业环境

创新提速、战略升级，2026年生物医药开启高质量发展新征程；医药需求较为刚性、政策负面影响边际减弱，2026年医药行业将企稳向好

生物医药行业政策以“控费降价、提质创新”为主线，政策负面冲击2026年边际减弱，整体企业营收及利润表现有望趋稳。2026年3月“十五五”规划纲要公布，生物医药与集成电路、航空航天等并列为中期经济发展的新兴支柱产业，战略地位显著提升。在战略升级、需求刚性、政策优化的共同推动下，创新药与高端医疗器械将成为核心增长引擎，创新、国产替代、全球化、行业集中度提高成为行业主旋律，但需持续关注集采、医保支付改革、地缘政治以及增值税率上调对细分赛道的负面冲击。

近年来医药制造业企业业绩承压，行业内部“腾笼换鸟”、分化加速。受药品价格下降、推广受限

以及宏观环境影响，2025年药品终端销售总额继续呈负增长，公立医院终端占比下滑、零售终端增速放缓。随着国内经济持续发展、国内人口老龄化速度加快、人均寿命延长以及健康意识的提高，国内药品消费需求将持续增长，其中抗生素类、慢性病治疗类、肿瘤治疗及免疫调节类、保健品类需求最为突出。2026年药品价格将继续小幅下降，但政策负面冲击边际减弱，创新药上市、出海加速，医药制造业企业业绩将企稳向好发展。

详见《[信用展望2026 | 生物医药行业：创新提速、战略升级，整体企稳、结构分化](#)》。

医药流通行业短期受政策扰动，中长期价值抬升的趋势明确，行业集中度持续提升，马太效应愈发显著；医药行业专业化分工催生专业品牌推广及运营服务需求

人口老龄化进程加快、居民可支配收入持续提升与全民健康意识不断增强，为国内医疗健康支出扩容提供了坚实支撑；药品刚性需求的持续释放，将进一步带动医药流通市场规模稳步上行。细分市场维度，2024年药品批发市场、药品零售市场规模分别同比增长0.50%、1.30%，未来在刚性需求的持续托底下，两大细分赛道均有望延续稳步增长格局。

两票制、药品集中带量采购、医保控费等政策持续压缩医药批发行业的价差空间，药品零加成政策也推动医院端成本压力向批发企业传导，医药批发行业整体竞争压力有所加大；医保个人账户改革等政策，亦对医药零售行业形成阶段性扰动。但从整体医改进程来看，行业政策冲击的高峰期已过，相关负面影响已充分释放并被市场定价，医药流通行业的经营逻辑已基本完成重塑。随着处方外流政策持续深化落地、全国统一医保电子处方流转平台建成、门诊统筹定点零售药店范围持续扩容，医药零售有望迎来增量发展。

2024年“重庆医药-中国医药”联合体的组建，正式开启医药批发行业“1超4强+N”的竞争新格局。同年，TOP5、TOP10、TOP100药品批发企业占全国医药市场总规模的比重分别达51.2%、59.4%、75.7%；政策端对批发行业价差空间的持续压缩，将进一步推动行业集中度上行。医药零售行业的龙头竞争格局已初步成型，2026年1月商务部等九部委联合发文，明确鼓励零售企业开展横向并购重组，行业连锁化率与头部企业集中度有望大幅提升，逐步向发达国家成熟市场水平靠拢。

随着医学技术的发展、研发投入的不断增长和医药市场的国际化程度提高，医药行业分工不断细化，传统的医药批发、零售企业很难完成不同医药产品个性化市场推广及销售的职能，市场对医药产品专业品牌运营的需求应运而生。国内目前专门从事医药产品品牌运营的公司包括百洋医药、康哲药业（0867.HK）等，此外全国性大型医药商业集团如国药、上药、九州通等近年也在主营业务之外开拓品牌代理相关业务板块，虽然目前品牌运营占其整体营业收入的比重较小，但大型医药流通企业在渠道掌控、对不同区域市场商业运作规则理解、资金实力等方面存在一定优势，将加剧医药品牌运营行业的市场竞争。

四、经营与竞争

公司作为具有创新品牌打造能力的产业化平台，核心业务聚焦医学创新成果的产品开发、生产制造和商业化运营，收入主要体现为品牌运营、批发配送和零售三个板块。2025年，公司营业收入同比下降7.26%，销售毛利率小幅提高，主要系批发配送业务收入下滑所致。2025年，公司核心主业品牌运营业务收入占比提升至74.93%，毛利额占比达94.79%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2026年1-3月			2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
品牌运营	13.50	75.69%	48.42%	56.24	74.93%	47.40%	55.59	68.68%	48.00%
批发配送	3.07	17.21%	12.06%	14.58	19.42%	7.92%	21.36	26.39%	8.30%
零售	1.08	6.04%	5.88%	3.98	5.30%	4.07%	3.73	4.61%	4.29%
其他	0.19	1.06%	37.62%	0.27	0.36%	56.43%	0.26	0.32%	47.96%
合计	17.84	100.00%	39.48%	75.07	100.00%	37.47%	80.94	100.00%	35.50%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）品牌运营业务

2025年品牌运营业务收入稳健增长，引进安博美等新产品，产品矩阵持续丰富，但核心品牌迪巧系列收入小幅下滑，部分品牌终止合作，需关注核心品牌市场竞争风险、品牌合作稳定性及新产品推广效果不及预期的风险

品牌运营为公司的核心业务，跟踪期内业务模式未发生重大变化，公司大部分运营品种仍采用产品销售和收取服务费两种模式并存的经营方式。2025年品牌运营收入同比增长1.18%，毛利率基本稳定。

2025年公司旗舰产品迪巧系列营业收入同比小幅下降6.24%，泌特系列营业收入同比增长6.64%，甘纤乐（扶正化瘀）系列、纽特舒玛系列增速较高。但部分产品因协议到期终止合作，需关注公司后续品牌合作的稳定性。

表3 2024-2025年公司主要品牌运营产品系列收入情况（单位：万元）

品牌	盈利方式	2025		2024	
		收入	占比	收入	占比
迪巧系列	产品销售	177,775.20	31.61%	186,547.17	33.56%
	服务费	19,179.11	3.41%	23,510.60	4.23%
	小计	196,954.30	35.02%	210,057.77	37.79%
泌特系列	产品销售	7,517.58	1.34%	6,495.11	1.17%
	服务费	24,329.16	4.33%	23,368.70	4.20%
	小计	31,846.75	5.66%	29,863.81	5.37%
甘纤乐（扶正化瘀）	产品销售	74,209.51	13.19%	63,140.66	11.36%
	服务费	--	--	--	--
	小计	74,209.51	13.19%	63,140.66	11.36%
纽特舒玛	产品销售	16,949.81	3.01%	12,137.72	2.18%

服务费	--	--	--	--
小计	16,949.81	3.01%	12,137.72	2.18%

注：表中“甘纤乐（扶正化癥）”为子公司百洋制药生产的产品
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2025年迪巧系列营业收入占品牌运营业务总收入的35.02%，毛利润占品牌运营业务总毛利润的49.44%，占比小幅下降。迪巧系列现有产品品类主要分为孕产期钙营养、婴幼儿钙营养、儿童钙营养和成人钙营养等系列。2025年上半年迪巧推出“小粉条”液体钙全新品规，下半年推出针对中老年人群的“小金条”速节液体氨糖钙，产品种类进一步丰富。目前迪巧已完成咀嚼片、颗粒剂、吞服片、液体钙条等全剂型矩阵布局。通过明星跨界联动、联合中国儿童少年基金会发起“中国儿童身高促进计划”、举办产科危急重症病例交流大赛等多元化公益与学术活动等方式持续推进品牌建设。但需关注钙制剂市场品牌众多、竞争激烈，公司对迪巧系列的依赖程度仍较高，若未来迪巧系列产品的市场竞争格局、消费者偏好、生产供应情况等因素出现不利变化，均可能导致公司整体业绩出现大幅波动。

表4 迪巧系列产品收入及毛利占比情况（单位：万元）

项目	2025年	2024年
收入	196,954.30	210,057.77
占品牌运营业务收入比例	35.02%	37.79%
占公司营业收入比例	26.24%	25.95%
毛利额	131,805.12	141,610.24
占品牌运营业务毛利额比例	49.44%	53.08%
占公司毛利额比例	46.86%	49.28%

资料来源：公司提供

品牌引进方面，公司与跨国药企及国内创新药企达成新的合作。2025年初，公司与罗氏制药就美罗华（利妥昔单抗注射液）达成独家推广合作；2025年11月，公司与全球血液制品企业杰特贝林达成10年战略合作协议，锁定人血白蛋白产品安博美的独家推广权益。创新药方面，新增产品包括北京华昊中天生物医药股份有限公司（以下简称“华昊中天”）研发的优替帝（优替德隆注射液）、北海康成（上海）生物科技有限公司的罕见病产品海芮思、迈芮倍、戈芮宁等。公司运营的品牌矩阵持续丰富，但同时需关注，公司为加大新产品推广力度，销售费用持续增长，且安博美等部分新产品的推广协议中约定了最低采购量条款，若新产品推广效果不达预期，将对公司整体经营和财务情况产生一定不利影响。

表5 2025年及2026年一季度公司主要新增品牌运营产品情况

交易对手方	授权范围	协议到期日	品牌	内容
上海罗氏制药有限公司	中国大陆市场	2027年12月31日	美罗华	品牌推广服务
北京华昊中天生物医药股份有限公司	中国大陆市场	自生效之日10年	优替帝	品牌推广服务
广州市君信药业有限公司	中国大陆市场	2035年6月30日	安博美	品牌代理
北京吉伦泰医药有限公司	中国大陆市场	至2033年12月31日	锝[99mTc]佩昔瑞特加肽注射液	独家推广服务
CANbridge Care Pharma	中国大陆市	2035年12月31日	海芮思、迈芮倍、戈芮宁	独家推广和销售工作

Hongkong Limited、北海康成 场、香港、
(上海) 生物科技有限公司 澳门

资料来源：公司提供及公开资料，中证鹏元整理

(二) 医药创新投资

公司持续推进创新转型，围绕核心治疗领域，通过战略投资、产品引进、产业合作等多种方式，拓展产业生态边界，为打造未来增长的第二曲线前瞻布局；公司投资对象以创新药、医疗器械领域初创型企业为主，需关注相关投资的收益情况及风险

在夯实品牌运营主业的同时，公司持续通过投资创新药械项目、与创新药企达成战略合作并锁定相关创新项目核心权益等方式，一方面获得股权投资收益，另一方面加速具备临床高附加值的创新产品导入，打造第二增长曲线。公司与部分投资企业在产品商业化方面亦有合作，业务实现深度绑定。

2025年8月，公司战略投资港股上市公司北海康成制药有限公司（以下简称“北海康成”，1228.HK），公司获得北海康成旗下海芮思、迈芮倍、戈芮宁三款罕见病创新药产品在中国大陆、香港及澳门地区的独家推广权，2025年12月戈芮宁被纳入首版创新药商保目录。

2025年9月，公司战略投资天津济坤医药科技有限公司（以下简称“济坤医药”），锁定济坤医药旗下用于治疗肺纤维化的1类创新药JK1033的所有权益。同时，公司对济坤医药持有的所有产品的全球化化合物权益享有同等条件下优先购买权。JK1033目前在国内已开展I期临床试验，并与美国FDA完成Pre-IND沟通。

2025年10-12月，公司以ZAP-X火星舟放射机器人为核心打造的第三方放疗中心³相继在北京大学国际医院、北京天坛普华医院落地；公司与Zap Medical System Ltd，旗下子公司Zap Therapeutic Solutions Limited合资设立河北百洋萨普医疗设备科技有限公司（公司持股51%）在河北廊坊打造的ZAP-X全球生产基地⁴正式启用，加速推动ZAP-X本土化制造。

2026年3月，公司与思合基因（北京）生物科技有限公司（以下简称“思合基因”）签订投资协议，获得思合基因所有在研管线产品或技术在全球范围内同等条件下的优先受让权和商业化权益的优先谈判权，思合基因为聚焦新一代单链寡核酸（ASO）药物研发的生物技术公司，专注于肝病、心血管及中枢神经系统等治疗领域。

此外，公司陆续与地方政府平台、专业金融机构等合作成立医药产业投资基金，投资对象以创新药、医疗器械领域的初创企业为主，通过基金布局与公司主营业务具有相关性、协同性的领域，股权投资和提前锁定核心产品权益联动，形成从创新研发、产业转化到市场化落地的闭环。需关注，公司在创新投

³ 第三方放疗中心的运作模式为：公司负责 ZAP-X 设备的采购、安装及技术支持，医院负责项目运营、场地提供及管理，ZAP-X 的治疗收入由医院收取，并按一定比例与公司分成。

⁴ 该项目总投资 6,300 万元左右，负责 ZAP-X 火星舟放射外科机器人及相关配件的加工生产，设计产能为年产 100 台，所产产品向美国 Zap Medical System Ltd 出口供货。

资方面的投入力度持续增强，有望成为公司未来转型发展的增长点，但创新药研发具有高投入、长周期和高风险的特点，产品研发成果和进展、上市后能否取得预期推广效果均存在较大不确定性。

表6 截至 2026 年 3 月末公司主要权益投资情况（单位：万元）

投资对象	投资时间	持股比例	账面价值
安士制药（中山）有限公司	2017	33.12%	29,113.24
北京华昊中天生物医药股份有限公司 (Beijing Biostar Pharmaceuticals Co., Ltd.)	2024	0.85%	1,386.79
ZAP MEDICAL SYSTEM LTD	2024	17.69%	34,191.10
北海康成制药有限公司 (Canbridge Pharmaceuticals Inc)	2025	16.32%	23,760.54
天津济坤医药科技有限公司	2025	24.00%	6,453.75
思合基因（北京）生物科技有限公司	2026	10.00%	2,700.00
青岛睿森生物科技有限公司	2026	9.09%	2,486.42

资料来源：公司提供

（三）医药制造

跟踪期内百洋制药业务稳定发展，主要产品销量稳步增长，随着青岛新建厂房投入使用，化药产能显著提升

2025年，百洋制药实现营业收入10.83亿元，同比增长13.66%，实现经审计的扣除非经常性损益后的归属母公司股东的净利润2.02亿元，连续两年完成收购时的业绩承诺，其中中成药、化药占比仍约2:1。

从产品销售情况看，2025年百洋制药主要产品甘纤乐（扶正化瘀）、奈特（硝苯地平控制片）、奈达（盐酸二甲双胍缓释片）等销量均实现稳步增长，销售单价基本稳定，其中核心产品甘纤乐（扶正化瘀）销售收入同比增长17.53%。塞来昔布胶囊、艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊、盐酸度洛西汀肠溶胶囊等陆续中标国采、各地方集采，带动产品销售持续放量，化药收入同比增长21.00%。

产能方面，跟踪期内甘纤乐（扶正化瘀）产能保持稳定，在销售量增加驱动下，产能利用率同比有所提升；随着青岛百洋制药有限公司（以下简称“青岛制药”）新建厂房及产线项目（该项目新增化药产能约 10 亿片/粒）陆续完工投入使用，奈特（硝苯地平控制片）、奈达（盐酸二甲双胍缓释片）等主要化药品种产品产能显著提升，且产能利用率保持在较高水平。

（四）批发配送及零售业务

2025年公司批发配送业务规模持续收缩，需继续关注应收账款回款情况；公司零售业务仍以青岛地区的自营药房收入为主，维持平稳运营

相较于品牌运营业务，药品批发配送业务毛利率较低，且对营运资金占用较大。受市场竞争加剧及公司主动调整业务结构影响，批发配送业务规模继续大幅收缩，2025年同比降低31.75%，毛利率继续小幅下滑。公司批发配送业务客户仍以青岛及周边地区的医院、医药商业公司、零售药店等为主，随着批发配送业务的收缩，2025年末公司应收账款账面余额同比下降21.76%，其中一年期以上应收账款占比为

11.23%，较上年有所增长，受批发配送业务性质及医保资金审批手续繁杂、周期长等因素影响，近年医院普遍回款周期较长，需持续关注公司应收账款回款情况。

表7 2024-2025 年公司批发配送业务分客户类型收入构成情况（单位：万元）

类别	2025年		2024年	
	收入	占比	收入	占比
医院	75,378.12	51.70%	112,292.69	52.57%
医药商业公司	50,779.32	34.83%	66,314.16	31.04%
零售药房	12,193.91	8.36%	17,989.31	8.42%
社区诊所	4,980.32	3.42%	12,782.28	5.98%
其他	2,454.43	1.68%	4,240.91	1.99%
合计	145,786.11	100.00%	213,619.34	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司零售业务仍以青岛地区的十余家自营院边DTP药房开展，跟踪期内业务保持平稳运行，线上销售规模及占比均有所提升。

（五）销售区域、客户及供应商情况

2025年公司销售区域集中度有所下降，前五大客户及供应商构成较为稳定

从公司收入区域分布来看，品牌运营销售收入面向全国市场，而批发配送和零售业务主要集中在青岛及周边区域，体现出一定区域集中性。由于公司压降批发配送业务占比，2025年山东省、华北地区收入占比降低，区域集中度有所下降。

表8 公司分区域收入情况（单位：万元）

品牌	2025年		2024年	
	收入	占比	收入	占比
山东省	213,749.45	28.47%	266,308.14	32.90%
华东地区（除山东）	142,507.16	18.98%	135,999.93	16.80%
华北地区	74,524.03	9.93%	82,101.28	10.14%
华南地区	75,883.54	10.11%	81,308.42	10.05%
华中地区	47,563.86	6.34%	64,754.59	8.00%
中国香港	71,804.89	9.56%	53,201.12	6.57%
西南地区	52,070.76	6.94%	50,331.69	6.22%
东北地区	35,284.14	4.70%	43,430.24	5.37%
西北地区	33,082.35	4.41%	31,061.49	3.84%
美国	4,181.32	0.56%	520.35	0.06%
国外其他地区	--	--	428.56	0.05%
合计	750,651.49	100.00%	809,445.81	100.00%

资料来源：公司2025年年度报告，中证鹏元整理

公司客户主要以国内大型医药流通企业和医疗机构为主，其中医药流通企业主要为公司品牌运营业

务的客户，医疗机构主要为公司批发配送业务的客户。2025年公司前五名客户构成未发生变动，前五大客户收入占比基本保持稳定，客户集中度尚可。

表9 2024-2025 年公司前五名客户销售情况（单位：万元）

年度	客户	收入金额	占营业收入的比例
2025年	客户一	78,094.75	10.40%
	客户二	52,538.97	7.00%
	客户三	35,278.22	4.70%
	客户四	24,329.16	3.24%
	客户五	22,645.15	3.02%
	合计	212,886.25	28.36%
2024年	客户一	79,070.36	9.77%
	客户二	51,495.96	6.36%
	客户三	33,360.43	4.12%
	客户四	29,489.96	3.64%
	客户五	23,368.70	2.89%
	合计	216,785.41	26.78%

注：受同一控制人控制的客户，合并计算其销售额
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2025年公司前五名供应商基本保持稳定，前五大供应商采购金额占比小幅降低。

表10 2024-2025 年公司前五名供应商情况（单位：万元）

年度	供应商	采购金额	占采购总额的比例
2025年	供应商一	53,764.23	12.63%
	供应商二	33,669.06	7.91%
	供应商三	26,385.85	6.20%
	供应商四	26,361.08	6.19%
	供应商五	20,314.48	4.77%
	合计	160,494.70	37.70%
2024年	供应商一	70,765.66	14.80%
	供应商二	49,243.68	10.30%
	供应商三	39,764.86	8.32%
	供应商四	20,256.39	4.24%
	供应商五	12,994.40	2.72%
	合计	193,024.98	40.38%

注：受同一控制人控制的供应商，合并计算其采购额
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表。

跟踪期内公司资产结构保持稳定，需关注应收账款回款、存货跌价及股权投资风险；公司销售费用增长及资产减值损失对利润形成拖累，使得 EBITDA 利润率和总资产回报率小幅下降；公司债务规模继续攀升，且短期债务占比进一步提高，偿债压力加大

资本实力与资产质量

跟踪期内公司所有者权益随盈余积累小幅增长，而同期内公司为完成并购、对外投资及业务扩张，持续增加外部融资，负债总额大幅增长。综合影响下公司产权比率大幅提高，净资产对负债的保障程度较弱。

图1 公司资本结构

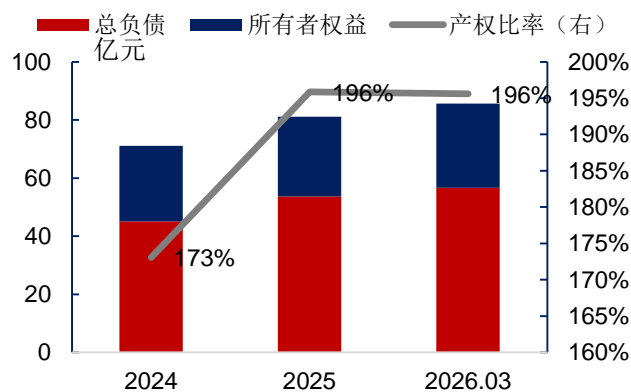
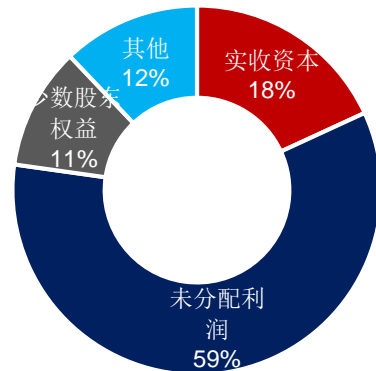


图2 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内公司资产结构未发生重大变化，仍以货币资金、应收账款和存货等流动资产为主。随着公司压降批发配送业务规模，应收账款金额及占比有所下降，2025年末，应收账款中账期在一年以上的款项占比为11.23%，较上年有所增长，应收账款主要应收对象包括青岛市及周边的医院、大型医药批发配送商及部分采取服务费业务模式的运营合作厂商，其中，医院的应收账款账龄普遍偏长，需持续关注医院回款情况及对公司的资金占用风险。

公司存货主要包括子公司百洋制药的原材料、在产、库存产品，以及公司采购的品牌运营产品等，2025年一季度，公司对库存的紫杉醇聚合物胶束产品全额计提跌价准备，对当期利润形成一定拖累。需关注，公司2025年新增的安博美等产品的合作协议中约定了最低采购量条款，公司需提前向厂商进行采购，再进行对外推广销售，若相关产品的市场环境变化导致销售情况不及预期，公司将面临一定存货减值风险。

公司长期股权投资仍以公司持有的医药企业股权、医药产业基金为主。2025年，公司将持有的北京五维康科技有限公司40.05%股权以0.57亿元转让给关联企业北京百洋家健康管理有限公司，产生投资收

益1,469.23万元。跟踪期内新增投资包括济坤医药、思合基因及廊坊临空百洋汇信股权投资基金合伙企业（有限合伙）等。2025年青岛制药新建厂房项目、ZAP-X运营项目等逐步完工转固，在建工程有所下降，固定资产账面价值增长。

表11公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	23.77	27.74%	21.37	26.35%	14.67	20.63%
应收账款	13.57	15.84%	14.56	17.95%	18.85	26.50%
预付款项	3.80	4.44%	2.14	2.64%	2.11	2.97%
存货	10.85	12.66%	8.96	11.04%	9.28	13.04%
流动资产合计	61.14	71.36%	57.18	70.48%	51.11	71.86%
长期股权投资	9.24	10.79%	8.87	10.93%	7.28	10.23%
固定资产	6.72	7.85%	6.85	8.45%	5.36	7.53%
在建工程	1.00	1.16%	0.68	0.83%	1.52	2.14%
使用权资产	1.24	1.45%	1.33	1.63%	1.22	1.72%
无形资产	2.67	3.12%	2.28	2.80%	2.28	3.20%
商誉	1.12	1.31%	1.12	1.39%	1.12	1.58%
非流动资产合计	24.53	28.64%	23.95	29.52%	20.02	28.14%
资产总计	85.68	100.00%	81.12	100.00%	71.13	100.00%

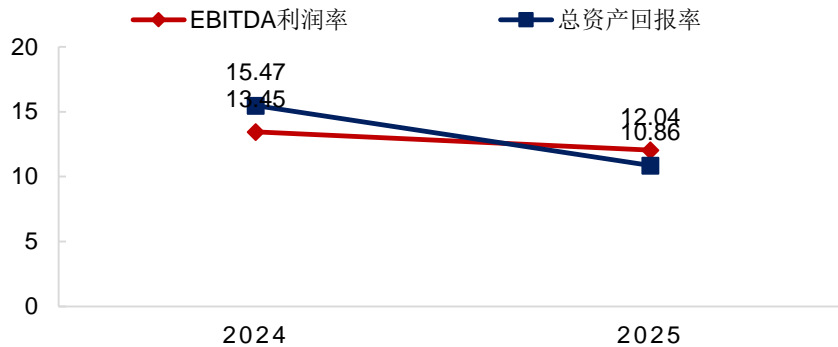
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2025年公司营业收入小幅下降，受益于收入结构调整，销售毛利率小幅提升。但为加强新产品市场推广力度，2025年，公司销售费用同比增长6.82%，销售费用占营业收入的比重增至21.59%，同时随着业务拓展及借款规模增加，2025年管理费用、财务费用分别同比增长16.26%、51.36%，期间费用对利润形成较大侵蚀。叠加计提紫杉醇产品存货跌价准备导致资产减值损失增长，2025年公司EBITDA利润率和总资产回报率均小幅下降。

2026年一季度，公司实现归属于上市公司股东净利润1.24亿元，同比增长45.79%，主要原因包括公司收入结构优化下毛利率继续提高，以及持有的股票公允价值波动增值等。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

为支付百洋制药并购款、增加股权投资及为业务扩张而增加运营费用，公司债务规模继续大幅攀升。公司为医药流通企业，日常经营需占用较大规模的流动资金，因此融资结构以短期融资为主，2025年末公司短期债务占总债务的64.49%。公司部分短期借款用于对外长期股权投资，资金使用期限存在错配。公司债务除本期债券外均为银行贷款，其中短期借款以信用借款、保证借款和质押借款为主，长期借款包括抵押借款及质押借款。截至2026年3月31日，“百洋转债”未转股余额合计8.46亿元。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	23.77	41.93%	19.32	35.98%	10.99	24.37%
应付票据	1.98	3.49%	4.57	8.52%	3.98	8.83%
应付账款	8.68	15.31%	7.61	14.17%	7.65	16.96%
合同负债	1.79	3.16%	1.47	2.73%	1.19	2.63%
其他应付款	3.89	6.86%	3.51	6.54%	5.60	12.43%
一年内到期的非流动负债	0.78	1.38%	0.85	1.58%	0.71	1.58%
流动负债合计	42.78	75.47%	39.77	74.06%	32.58	72.27%
长期借款	4.66	8.22%	4.72	8.79%	3.58	7.94%
应付债券	7.87	13.89%	7.81	14.54%	7.55	16.74%
租赁负债	1.05	1.85%	1.10	2.04%	1.03	2.28%
非流动负债合计	13.91	24.53%	13.93	25.94%	12.50	27.73%
负债合计	56.69	100.00%	53.70	100.00%	45.08	100.00%
总债务	40.12	70.76%	38.37	71.45%	27.83	61.73%
其中：短期债务	26.53	66.14%	24.75	64.49%	15.68	56.34%
长期债务	13.58	33.86%	13.63	35.51%	12.15	43.66%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司杠杆水平继续抬升，截至2026年3月末资产负债率已超过66%，整体负债水平较高。债务规模的

增长增加了利息支出规模，使得EBITDA利息保障倍数有所下滑。2025年经营活动现金流净额/净债务指标有所提升，但受支付安博美等产品预付采购款等因素影响，2026年一季度公司经营活动现金流大幅下滑，需关注后续现金流表现改善情况。

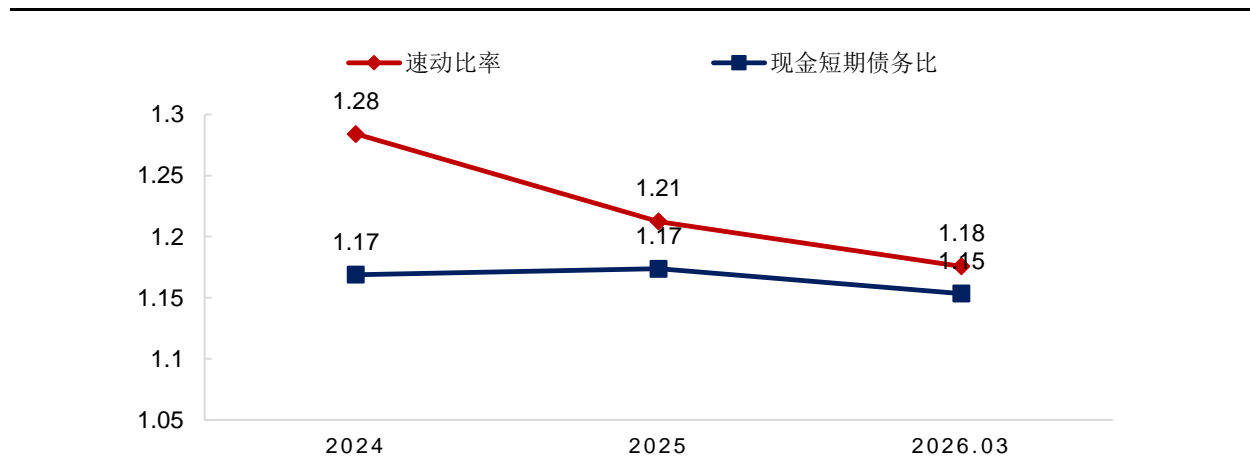
表13公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	0.23	9.34	8.14
FFO（亿元）	--	1.70	3.89
资产负债率	66.17%	66.20%	63.38%
净债务/EBITDA	--	1.25	1.07
EBITDA 利息保障倍数	--	8.72	13.59
总债务/总资本	58.05%	58.33%	51.65%
FFO/净债务	--	15.02%	33.51%
经营活动现金流净额/净债务	2.30%	82.55%	70.11%
自由现金流/净债务	-2.35%	57.03%	43.92%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着短期债务规模的增长，公司速动比率、现金短期债务比继续波动下滑。截至2026年3月末，公司银行敞口授信总额和未使用敞口授信额度分别为51.24亿元和20.71亿元，备用流动性较为充足。

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日⁵，公司本部及重要子公司百洋智合、

⁵ 公司本部及百洋智合：2026年5月21日，百洋制药：2026年5月19日

百洋制药不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2026年6月8日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

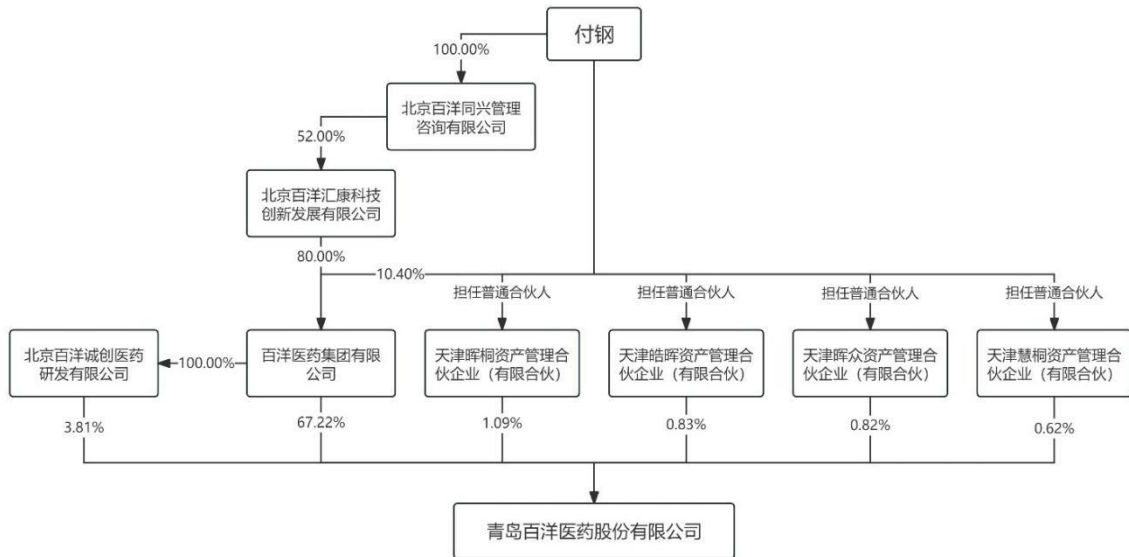
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	23.77	21.37	14.67	13.44
应收账款	13.57	14.56	18.85	21.83
存货	10.85	8.96	9.28	8.62
流动资产合计	61.14	57.18	51.11	51.18
长期股权投资	9.24	8.87	7.28	2.39
非流动资产合计	24.53	23.95	20.02	12.99
资产总计	85.68	81.12	71.13	64.17
短期借款	23.77	19.32	10.99	5.13
应付账款	8.68	7.61	7.65	7.42
一年内到期的非流动负债	0.78	0.85	0.71	0.82
流动负债合计	42.78	39.77	32.58	23.92
长期借款	4.66	4.72	3.58	0.46
应付债券	7.87	7.81	7.55	7.26
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	13.91	13.93	12.50	9.06
负债合计	56.69	53.70	45.08	32.98
总债务	40.12	38.37	27.83	17.85
其中：短期债务	26.53	24.75	15.68	9.25
长期债务	13.58	13.63	12.15	8.59
所有者权益	28.99	27.42	26.05	31.19
营业收入	17.84	75.07	80.94	82.56
营业利润	1.94	7.36	9.78	10.44
净利润	1.55	5.72	7.67	7.71
经营活动产生的现金流量净额	0.23	9.34	8.14	7.99
投资活动产生的现金流量净额	-1.88	-5.89	-7.32	-2.96
筹资活动产生的现金流量净额	5.06	3.65	0.05	-3.33
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	9.04	10.88	11.56
FFO（亿元）	--	1.70	3.89	4.96
净债务（亿元）	9.97	11.32	11.61	3.62
销售毛利率	39.48%	37.47%	35.50%	33.30%
EBITDA 利润率	--	12.04%	13.45%	14.00%
总资产回报率	--	10.86%	15.47%	19.21%
资产负债率	66.17%	66.20%	63.38%	51.39%
净债务/EBITDA	--	1.25	1.07	0.31
EBITDA 利息保障倍数	--	8.72	13.59	16.12
总债务/总资本	58.05%	58.33%	51.65%	36.39%

FFO/净债务	--	15.02%	33.51%	136.97%
经营活动现金流净额/净债务	2.30%	82.55%	70.11%	220.69%
速动比率	1.18	1.21	1.28	1.78
现金短期债务比	1.15	1.17	1.17	1.77

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+经调整所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF)-资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录四信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号