



2023年青岛百洋医药股份有限公司创业板 向不特定对象发行可转换公司债券2024年 跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2023年青岛百洋医药股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2024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

- 本次评级结果是考虑到：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）核心产品收入稳健增长，四大品类产品持续丰富，业务结构优化，盈利能力和获现能力继续提升。同时，中证鹏元也关注到，公司拟以 8.8 亿元收购关联方股权，需关注后续业务整合情况及相关风险，股权收购和业务扩张将进一步推高债务规模，公司仍存在品牌运营集中的风险，2023 年末公司应收账款平均账龄延长，周转率下降，对营运资金形成占用等风险因素。

评级日期

2024 年 06 月 18 日

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

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	56.48	52.99	50.30	45.98
归母所有者权益	28.34	26.68	23.02	21.56
总债务	18.81	15.73	17.27	14.54
营业收入	16.61	75.64	75.10	70.52
净利润	1.65	6.40	4.85	4.17
经营活动现金流净额	1.36	6.10	3.06	1.84
净债务/EBITDA	--	0.32	0.83	0.38
EBITDA 利息保障倍数	--	16.12	13.56	10.90
总债务/总资本	40.13%	37.32%	43.10%	40.07%
FFO/净债务	--	131.09%	42.16%	90.02%
EBITDA 利润率	--	12.93%	10.49%	9.44%
总资产回报率	--	18.09%	15.09%	14.63%
速动比率	2.07	2.07	1.39	1.45
现金短期债务比	1.77	1.90	0.80	0.97
销售毛利率	29.75%	29.98%	27.76%	25.13%
资产负债率	50.30%	50.13%	54.68%	52.72%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

优势

- **2023 年公司核心产品收入稳健增长，四大品类产品持续丰富。**公司是专业的健康品牌商业化平台，核心业务仍为医药产品的品牌运营。2023 年公司核心品牌迪巧系列营业收入同比增长 16.53%，同时百洋医药集团有限公司（以下简称“百洋集团”）投资孵化的创新药械产品逐步进入商业化阶段并交予公司推广，有望成为未来新的增长点。公司“OTC 及大健康、OTX 等处方药、肿瘤等重症药、高端医疗器械”四大品类产品持续丰富。
- **公司业务结构优化，盈利能力和获现能力继续提升。**跟踪期内，公司继续优化批发配送业务规模，聚焦核心主业品牌运营，2023 年品牌运营业务收入占比达 58.17%，毛利润占比达 83.78%。得益于收入结构的改善，2023 年公司归属于上市公司股东的净利润同比增长 29.55%，经营活动产生的现金流量净额增长 99.41%，盈利能力和现金流表现显著增强。

关注

- **公司拟以 8.8 亿元收购关联方股权，需关注后续业务整合情况及相关风险。**2024 年 5 月 20 日，公司公告拟以现金向控股股东百洋集团及其下属企业收购上海百洋制药股份有限公司（以下简称“百洋制药”）等 4 家标的公司股权，从而合计取得百洋制药 60.199% 股权，总交易价格为 8.80 亿元，本次股权收购构成关联交易。百洋制药主业为医药制造，与公司主业存在较大差异，需关注双方后续业务的整合进度和业务协同情况，以及本次收购存在评估增值率较高、业绩承诺无法实现的风险。
- **股权收购和业务扩张将推高公司债务规模。**截至 2024 年一季度末，公司资产负债率为 50.30%，除本期债券外，有息债务以银行流动贷款为主，随着公司业务规模的扩张，营运资金需求随之增加，且公司为完成关联方股权收购需新增一定规模并购贷款，将进一步增加公司的债务负担。
- **公司仍存在品牌运营集中的风险。**2023 年，迪巧系列产品营业收入占品牌运营业务总收入的 43.12%，毛利润占品牌运营业务总毛利润的 67.32%，占比依然较高，若迪巧系列市场竞争格局、消费者偏好、生产供应情况等因素出现不利变化，可能导致公司整体业绩出现大幅波动。
- **2023 年末公司应收账款平均账龄延长，对营运资金形成占用。**2023 年末，公司应收账款占总资产的 39.11%，对公司整体资金周转效率存在重要影响。公司批发配送业务下游主要为青岛及周边县市医院，受医保基金收支压力加剧等因素影响，2023 年末公司应收账款平均账龄较上年末有所延长，需关注公司应收账款管理情况及可能存在的坏账风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在医药产品品牌运营领域具有一定竞争优势，未来随着品牌运营矩阵的不断拓展，营业收入和利润规模有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	国药股份	九州通	上海医药	公司
总资产	324.53	927.89	2,119.73	52.99
营业总收入	496.96	1,501.40	2,602.95	75.64
净利润	23.34	22.90	51.67	6.40
销售毛利率	8.03%	8.07%	12.04%	29.98%
资产负债率	45.97%	68.23%	62.11%	50.13%
速动比率	1.74	0.85	0.99	2.07
应收账款周转率（次）	6.76	5.74	3.73	3.69

净营业周期（天）	21.65	71.38	78.96	101.25
----------	-------	-------	-------	---------------

注：以上各指标均为 2023 年（末）数据

资料来源：iFind，中证鹏元整理

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_2022V1.0

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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	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	6/7
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。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了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。

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	2023-06-05	2029-04-13

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年4月14日发行6年期8.6亿元可转换公司债券，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。根据公司于2024年4月发布的《青岛百洋医药股份有限公司关于2023年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，截至2023年末，“百洋转债”募集资金专项账户余额为804.71万元，此外，公司已使用不超过人民币5.50亿元闲置可转债募集资金暂时用于补充流动资金，未包含在募集资金专项账户余额中。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、主营业务、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。2023年及2024年一季度，因“百洋转债”转股累计增加公司股本51.35万元。截至2024年一季度末，公司总股本为52,561.35万元，控股股东仍为百洋集团，持股比例为70.22%，其中已质押股份占比43.19%，质押比例有所提升。公司实际控制人仍为付钢，持有百洋集团52.00%的股权，具体股权结构见附录二所示。

公司作为专业的健康品牌商业化平台，主营业务仍为医药产品生产企业提供营销综合服务，包括提供医药产品的品牌运营、批发配送及零售。2023年百洋医药对创新药械板块布局进行调整，将处于研发投入阶段、未实现盈利的北京百洋智心医学研究有限公司等子公司剥离出上市公司体系，公司将相关子公司股权转让给百洋集团，不再纳入合并范围，当年公司因处置子公司资产确认投资收益1,917.99万元。2023年公司合并范围变化如下表所示。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	直接持股	间接持股	注册资本	主营业务	合并方式
北京百洋东源生物科技有限公司	--	92.00%	1,000.00	医疗器械销售	投资成立
河北百洋诚达医药有限公司	100.00%	--	10,000.00	医疗器械销售	投资成立
河北百洋国盛医疗器械有限公司	--	100.00%	10,000.00	医疗器械销售	投资成立

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	直接持股	间接持股	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
北京百洋智心医学研究有限公司	--	100.00%	1,000.00	医学研发和技术服务	出售
青岛普泰科生物医药科技有限公司	--	51.00%	1,000.00	医学技术研发及服务	出售

青岛百年康健医疗科技有限公司	--	57.00%	1,000.00	医疗器械研发、生产、销售	出售
青岛百洋大骋医用设备有限公司	--	57.00%	1,000.00	医疗器械经营	出售
青岛承善堂健康科技有限公司	--	100.00%	500.00	健康营养品销售	注销
北京百洋汇众健康科技有限公司	100.00%	--	1,000.00	策划推广服务	注销

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

2024 年 5 月 20 日，公司发布《青岛百洋医药股份有限公司关于收购上海百洋制药股份有限公司、青岛百洋投资集团有限公司、青岛百洋伊仁投资管理有限公司及北京百洋康合科技有限公司股权暨关联交易的公告》，公司拟以现金向百洋集团及其所控制的企业收购百洋制药、青岛百洋投资集团有限公司（以下简称“百洋投资”）、青岛百洋伊仁投资管理有限公司（以下简称“百洋伊仁”）和北京百洋康合科技有限公司（以下简称“百洋康合”）的股权，总交易价格为 8.80 亿元，本次交易构成关联交易。交易完成后，公司将控制百洋制药 61.794% 股权，直接或间接持有百洋制药共 60.199% 的股权，成为百洋制药的控股股东。百洋制药的主要业务为中成药、化学仿制药产品的研发、生产和销售，主要产品包括中成药产品扶正化瘀、化药产品硝苯地平、二甲双胍等。中证鹏元已就该股权收购事项出具关注公告。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步

推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

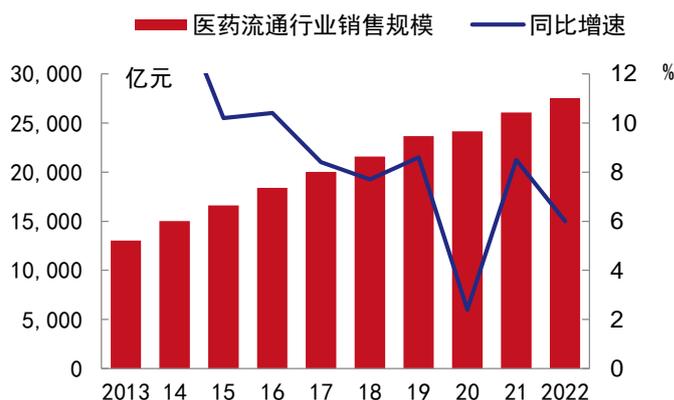
当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

医药流通市场规模稳步增长，医药批发行业“4+N”竞争格局逐渐清晰，预计大型医药批发企业的规模优势将持续体现，但产业链弱势地位致使行业垫资属性仍将维持；医药零售行业连锁化率和行业集中度持续提升，线上销售占比快速提升，各大零售药店积极推进数字化转型

医药流通行业连接上游医药制造企业和下游医疗机构及销售终端，传统意义上的医药流通行业分为医药批发和医药零售。在居民收入增长、人口老龄化趋势加剧和新药持续上市的背景下，我国医药流通行业销售额稳步增长。根据商务部《2022年药品流通行业运行统计分析报告》，2022年全国药品流通市场销售规模稳中有升，全国七大类医药商品销售总额27,516亿元，其中药品批发市场销售额为21,516亿元，扣除不可比因素同比增长5.4%。

图1 全国医药流通行业销售规模稳步增长



数据来源：商务部，中证鹏元整理

从产业链位置来看，医药批发行业主要通过从上游医药生产企业采购货物并批发给下游经销商或直接出售给销售终端客户来赚取交易差价，因此进院资质是批发企业的重要竞争力因素。由于大中型医院相对中游批发企业处于较强势地位，在取消药品加成等政策对终端医院盈利状况造成负面影响的情况下，

医药批发作为资本密集型产业，为满足供销链上的长期资金缺口，在一定程度上承担了下游盈利和现金流向中游转移的压力。中证鹏元认为由于药品生产企业依赖流通批发企业回款和医保基金收支压力持续加大，预计医药批发行业的垫资属性仍将维系，且短期内难以替代。

近年国内执行的一系列医改政策对医药流通行业的影响深远：“两票制”政策通过压缩药品流通环节对批发企业的商业调拨业务产生较大冲击，工业-流通-医院成为行业主流模式，纯销业务的占比将提升，批发企业的资金周转压力加大，对成本控制和经营能力均提出更高要求；药品零加成政策下终端医院药房成为成本中心，盈利能力受到负面冲击，但产业中的强势地位使该压力将向中游批发企业转移，同时处方外流趋势得到强化，批发行业的下游客户结构将逐渐发生变化；集中带量采购政策使终端采购价格大幅下降，医药批发依靠价差换取利润的空间面临较大压缩压力，行业竞争亦进一步加剧。中证鹏元认为一系列医改政策对医药批发行业经营冲击的高峰期已过，边际影响预计将有所减缓，但行业整体仍面临盈利能力等方面的挑战，行业内竞争压力仍然较大。

在集采常态化、两票制深入实施等政策背景下，医药批发行业内部分化加大，全国性及区域性商业龙头企业凭借仓储网络、数字化管理、资金等优势，将有效承接中小型流通商的市场份额，持续推动行业集中度提升。目前医药批发行业已基本形成“4+N”的竞争格局，其中“4”为国药集团、上海医药、华润医药和九州通4大全国性企业，“N”为广州医药、南京医药、海王生物、华东医药、浙江英特等区域性代表企业。2022年我国药品批发企业主营业务收入前100位占同期全国医药市场总规模的75.2%，同比提高0.7个百分点，其中前四大全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的45.5%，同比提高1.3个百分点。

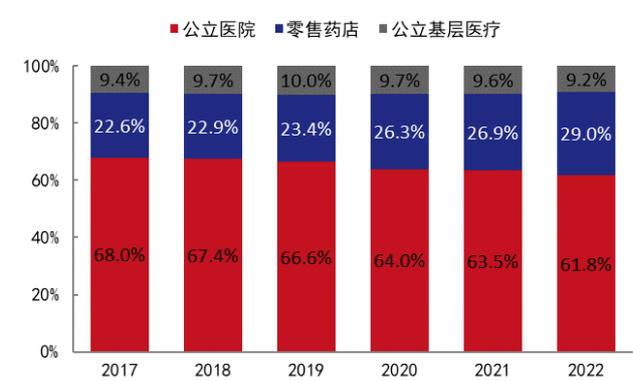
根据商务部数据，2022年我国药品零售市场销售额为5,990亿元，扣除不可比因素同比增长10.7%。从终端销售结构来看，尽管公立医院仍占据主要市场，但销售占比仍在逐年下降，而零售药店在终端销售的占比从2017年的22.6%逐渐提升至2022年的29.0%，第二大销售终端的地位稳固，且占比有逐年递增趋势。

图2 全国药品零售销售额保持增长



资料来源：商务部，中证鹏元整理

图3 零售药店的销售占比逐年提升

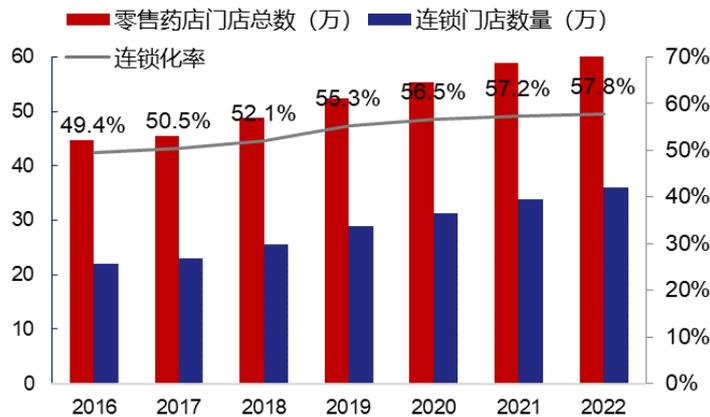


资料来源：米内网，中证鹏元整理

随着全国性和区域龙头企业借助资本力量加速整合，连锁药店逐渐成为行业发展的主流，同时零售

连锁化率的提升亦有利于行业集中度的提升以及政府监管成本的降低。2016-2022 年全国零售药店门店总数从 44.7 万家增长至 62.3 万家，其中零售连锁门店数量从 22.1 万家增长至 36.0 万家，零售药店行业连锁化率从 49.4% 持续提升至 57.8%，预计未来仍有一定提升空间。

图 4 全国零售药店连锁化率持续提升



资料来源：商务部，中证鹏元整理

随着“互联网+医保服务”等相关政策出台，将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围，鼓励定点医药机构提供“不见面”购药服务及线上医药支付等政策红利的释放，医药零售行业迎来新的发展机遇。传统药品零售企业正积极布局线上业务，米内网数据显示，2023年中国网上药店（药品+非药品）零售规模已达3,064亿元，较上年增长17.5%，占零售终端市场的33%，线上销售已成为医药零售终端的重要组成部分。

医药行业专业化、精细化、数智化工催生专业品牌推广及运营服务需求，带量采购等医改政策深化实施加速医药品牌运营行业发展；目前国内专职从事医药产品品牌运营的公司较少，但传统的医药流通企业逐渐注重品牌运营业务布局，加剧行业竞争

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。由于市场竞争的不断加剧，研发生产支出的不断提升大幅压缩了传统医药生产企业在产品推广及销售方面的支出。因此，医药行业正逐步从研发、生产及销售一体化的传统经营方式向专业化、平台化的方向发展，已初步形成了研发平台、生产加工平台、推广销售平台共生发展的行业格局。医药品牌运营需求主要来自三个方面：（1）发达国家的大型跨国药企由于对其他国家或地区的市场需求了解不足，本地渠道资源欠缺，同时研发生产支出的不断提升压缩了在产品销售方面的支出空间，因此愿意付出一定成本将药品推广销售工作委托第三方专业公司完成。（2）近年国家大力鼓励创新药发展，国内涌现出一批优秀的创新药初创企业，该类企业往往重视研发投入，而在产品商业化方面面临经验不足的挑战，以品牌运营为核心的第三方商业化平台迎来了发展机遇。（3）随着医药分开、集中采购政策的推行，大量处方药流向院外市场，倒逼传统药企寻求院外市场的发展，为满足医院渠道和零

售渠道的差异化推广需求，很多药企会选择自有销售团队和外部推广团队相结合的方式。

国内目前专门从事医药产品品牌运营的公司数量较少，除公司外，康哲药业（0867.HK）、上海先锋控股（1345.HK）等均以医药产品的品牌推广运营为主要业务，业务侧重各有不同。康哲药业（0867.HK）主要从事自主知识产权的新药及医疗器械产品的开发、生产、销售和进口药品的代理等业务，主要运营的品牌包括由阿斯利康生产的原研药波依定、由德国Dr.Falk Pharma GmbH委托生产的优思弗等。上海先锋控股（1345.HK）是一家致力于进口医药产品及医疗器械的综合性营销、推广及渠道管理服务供应商，重点布局眼科、齿科等领域，主要运营和推广的产品包括黛芬、希弗全以及匹多莫德的原研产品普利莫等。随着品牌运营业务在产业链中的作用日益凸显，全国性大型医药商业集团如中国医药集团有限公司、上海医药集团股份有限公司和九州通医药集团股份有限公司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。

五、经营与竞争

公司品牌运营业务产品矩阵持续丰富，百洋集团投资孵化的创新药械产品逐步进入商业化阶段并交予公司推广，有望成为新的增长点；2023年公司继续优化批发配送业务规模，聚焦品牌运营主业，整体盈利能力小幅提升；2024年公司拟收购百洋制药，将新增医药制造板块，需关注收购进度及业务整合情况

公司是专业的健康品牌商业化平台，主营业务是为医药生产企业提供商业化整体解决方案，包括医药产品的品牌运营、批发配送及零售服务。2023年公司营业收入规模与2022年基本持平，从收入结构看，品牌运营业务占比提升约8.9个百分点，批发配送业务规模继续压缩，零售业务收入基本稳定。得益于盈利能力较强的品牌运营业务占比的提高，2023年公司整体销售毛利率提升2.22个百分点。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
品牌运营业务	9.19	55.34%	44.15%	44.00	58.17%	43.17%	37.00	49.27%	46.12%
批发配送业务	6.43	38.69%	12.45%	27.74	36.68%	12.16%	34.34	45.73%	9.93%
零售业务	0.92	5.53%	4.54%	3.60	4.76%	5.59%	3.60	4.79%	8.26%
其他业务	0.07	0.43%	57.13%	0.30	0.40%	34.37%	0.15	0.20%	47.31%
合计	16.61	100.00%	29.75%	75.64	100.00%	29.98%	75.10	100.00%	27.76%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

（一）品牌运营业务

跟踪期内，公司运营的品牌数量继续增加，核心产品迪巧稳健增长，百洋集团投资孵化的创新药

械产品逐步进入商业化阶段，有望成为新的业绩增长点，仍需关注公司品牌运营较为集中的风险

品牌运营仍为公司的核心业务，跟踪期内业务模式未发生较大变化，公司负责为医药品牌提供全方位的消费者教育、产品学术推广、营销策划、产品分销、商务接洽、流向跟踪、供应链管理等增值服务，全面塑造消费者对医药品牌和产品的认知，最终将优质的医药产品推送给目标人群。盈利模式方面，公司仍主要通过产品买卖价差和收取服务费的方式来实现收入。经过多年运营，公司成功孵化迪巧、泌特等旗帜产品，并与罗氏制药、安斯泰来、阿斯利康等跨国药企取得合作，公司已在“OTC及大健康、OTX等处方药、肿瘤等重症药、高端医疗器械”四大品类形成多品牌矩阵，产品持续丰富。

跟踪期内，公司旗帜产品迪巧系列营业收入同比增长16.53%，为公司品牌运营收入提供稳健支撑，眼科产品海露系列营业收入同比增长49.88%，2022年新增产品安立泽实现2.38亿元营业收入，对公司品牌运营收入增幅贡献较大。随着“两票制”的深入实施，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。

表3 2022-2023年公司部分品牌运营产品系列收入情况（单位：万元）

品牌	盈利方式	2023年		2022年	
		收入	占比	收入	占比
迪巧系列	产品销售	169,184.90	38.45%	143,808.16	38.86%
	服务费	20,512.98	4.66%	18,977.84	5.13%
	小计	189,697.88	43.11%	162,786.00	43.99%
海露系列	产品销售	64,044.30	14.56%	42,695.64	11.54%
	服务费	0.00	--	0.00	--
	小计	64,044.30	14.56%	42,695.64	11.54%
安立泽	产品销售	21,145.85	4.81%	2,130.94	0.58%
	服务费	2,665.36	0.61%	0.00	--
	小计	23,811.21	5.42%	2,130.94	0.58%
其他品牌	产品销售	116,247.62	26.41%	114,004.75	30.81%
	服务费	46,177.57	10.50%	48,407.86	13.09%
	小计	162,425.19	36.91%	162,412.62	43.88%
合计	--	439,978.57	100.00%	370,025.21	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年迪巧系列营业收入占品牌运营业务总收入的43.12%，毛利润占品牌运营业务总毛利润的67.32%，整体看公司盈利对迪巧品牌的依赖程度仍较高，迪巧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，在出生率下降和人口老龄化的背景下，公司近期陆续推出“小黄条液体钙”、针对女性补钙的“小粉条”等新品规，满足不同年龄层次消费者的补钙需求，未来仍需持续关注一旦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	2023年	2022年
收入	189,697.87	162,786.00
占品牌运营业务收入比例	43.12%	43.99%
占公司营业收入比例	25.08%	21.68%
毛利额	127,880.29	109,935.90
占品牌运营业务毛利额比例	67.32%	64.41%
占公司毛利额比例	56.40%	52.73%

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

2023年起，公司控股股东百洋集团投资孵化的高端医疗器械项目逐步进入商业化阶段，并陆续由公司进行品牌商业化推广，其中苏州同心医疗器械有限公司（以下简称“苏州同心”）的全磁悬浮人工心脏、青岛五维康科技有限公司（以下简称“五维康”）的家用心电仪产品已获得上市批准并开始由公司负责商业推广。此外，2023年11月，公司公告与广东瑞迪奥科技有限公司（以下简称“瑞迪奥”）、北京迈迪斯医疗技术有限公司（以下简称“迈迪斯”）签署《商业化战略合作协议》，瑞迪奥自主研发的放射性核素偶联药物（RDC）^{99m}Tc-3PRGD2 是我国核医学领域首个自主研发的1类创新药，目前已在中国完成三期临床试验，即将申报上市进入商业化阶段，迈迪斯主要产品为超声用电磁定位穿刺引导设备，公司与瑞迪奥约定待其研发的产品获得批准上市后，由公司获得相关产品在中国大陆市场的独家推广销售，与迈迪斯约定其研发且已获批准上市的产品由公司获得商业化权益，负责合作产品在中国大陆市场的独家推广销售，未来研发并获批上市的产品优先考虑由公司获得商业化权益。百洋集团投资孵化的创新药械产品逐步步入商业化阶段，有望成为公司未来业绩的增长点。但同时需关注，相关产品未来上市后能否取得预期推广效果及收益仍存在一定不确定性。

表5 跟踪期内公司主要新增品牌运营协议情况

交易对手方	产品	授权范围	协议到期日
苏州同心医疗器械有限公司	人工心脏器械	协议约定的经销区域、经销渠道	2024年12月31日
青岛五维康科技有限公司	心电记录仪	全国范围内代理渠道	2028年7月31日

资料来源：公司公告及公司提供，中证鹏元整理

（二）批发配送及零售业务

2023年公司批发配送业务收入规模继续优化，受医保资金收支压力加剧影响，医院回款账期较长，对公司营运资金形成占用；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。基于公司发展的战略规划，公司逐步压缩优化批发配送业务。2022年8月公司将控股子公司北京万维医药有限公司（后更名为重药万维（北京）医药有限公司，以下简称“北京万维”）的51%股权出售后，不再从事北京地区的批发配送业务，2023年公司批发配送收入同比继续下降19.23%。未来公司拟继续维持青岛及周边地区的批发配送业务，增加高质量的区域品牌运营收入在整个批发配送业务收入中的占比，但不再向其他地区扩张。

公司批发配送业务下游客户以青岛及周边地区的医院为主，受医保基金收支压力加剧等因素影响，医院还款账期整体有所延长，公司一年期以上应收账款占比由2022年末的5.67%上升至2023年末的13.79%，坏账计提比例也相应提升，应收账款对公司营运资金形成一定占用，需关注后续公司应收账款管理情况及可能存在的回收风险。

表6 2022-2023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	2023年		2022年	
	收入	占比	收入	占比
医院	152,232.43	54.88%	191,243.06	55.68%
医药商业公司	85,088.67	30.67%	95,520.49	27.81%
零售药房	24,663.07	8.89%	37,851.90	11.02%
社区诊所	12,181.65	4.39%	12,410.62	3.61%
其他	3,247.24	1.17%	6,421.13	1.87%
合计	277,413.06	100.00%	343,447.19	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

零售业务方面，公司通过线下自营药房与线上销售相结合的方式销售医药产品。公司线下零售主要是通过青岛地区的院边DTP药房开展，所销售的药品以慢性病处方药为主，辅以OTC药品、医药器械等。公司零售业务规模较小，竞争力相对于全国性连锁药店较弱，因此毛利率较低。公司线上销售主要通过自营线上商城和天猫、京东等第三方电商平台进行，收入规模较小且近年有一定波动。

表7 公司零售业务分渠道收入构成情况（单位：万元）

品牌	2023年		2022年	
	收入	占比	收入	占比
线上收入	909.08	2.53%	1,268.06	3.53%
线下收入	35,093.32	97.47%	34,702.72	96.47%
合计	36,002.40	100.00%	35,970.78	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）销售区域、主要客户及供应商情况

跟踪期内公司优化批发配送业务，华北地区、华东地区（除山东）收入占比降低；主要客户及供应商基本稳定

跟踪期内，公司销售模式未发生显著变化。公司品牌运营业务分为直销和经销两种销售模式，以经销模式为主。公司经销模式均为买断式经销，主要客户为大型医药流通商，直销模式的主要客户为公司自建配送体系区域的终端客户及全国范围的零售终端。公司批发配送的主要销售客户为以青岛为中心辐射的周边地市的二级以上医院、社区诊所及药房等，部分产品对全国范围内的连锁零售药店进行直供。零售业务的销售模式为线下自营与线上销售相结合。

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区域，体现出一定区域集中性。由于公司优化批发配送业务，2023年华北地区、华东地区（除山东）

收入显著降低。

表8 公司分区域收入情况（单位：万元）

品牌	2023年		2022年	
	收入	占比	收入	占比
山东省	336,101.66	44.43%	314,015.50	41.82%
华北地区	69,109.11	9.14%	95,232.22	12.68%
华东地区（除山东）	84,483.04	11.17%	114,679.34	15.27%
华中地区	50,930.02	6.73%	44,339.33	5.90%
华南地区	66,743.28	8.82%	61,379.17	8.17%
西南地区	38,716.46	5.12%	38,066.37	5.07%
西北地区	29,981.86	3.96%	25,062.21	3.34%
东北地区	43,162.33	5.71%	39,427.50	5.25%
美国	662.30	0.09%	2,001.75	0.27%
香港	36,207.16	4.79%	16,758.42	2.23%
英国	293.05	0.04%	0.00	--
合计	756,390.26	100.00%	750,961.81	100.00%

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

公司客户主要以大型医药流通企业和医疗机构为主，其中医药流通企业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。跟踪期内，公司前五名客户及其收入占比基本保持稳定。

表9 2022-2023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
2023年	客户一	67,049.60	8.86%
	客户二	39,217.06	5.18%
	客户三	29,823.75	3.94%
	客户四	24,847.60	3.29%
	客户五	24,386.19	3.22%
	合计	185,324.19	24.49%
2022年	客户一	68,147.88	9.07%
	客户二	34,951.45	4.65%
	客户三	32,357.91	4.31%
	客户四	23,160.38	3.08%
	客户五	22,843.10	3.04%
	合计	181,460.72	24.15%

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2022-2023年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司采购模式未发生显著变化。品牌运营业务中，公司采购部门结合公司销售运营规划，编制采购计划，按时实施采购，降低采购成本，通过与品牌供应商的沟通机制掌握生产动向，稳定上游供货渠道，加强公司存货管理；批发配送和零售业务中，公司主要依据下游市场状况和终端客户需求选

定上游供应商，综合考虑各家品牌优势、市场价格、销售政策等情况，选择供货商采购商品，在采购新品和高值品种时采用少量试销的策略，以减少产品滞销、库存积压和资金被长期占用的风险。

2023年公司前五名供应商采购金额占比有一定提升，但集中度仍尚可。

表10 2022-2023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
2023年	供应商一	57,497.41	11.68%
	供应商二	44,406.86	9.02%
	供应商三	40,656.33	8.26%
	供应商四	24,428.00	4.96%
	供应商五	22,443.98	4.56%
	合计	189,432.58	38.48%
2022年	供应商一	35,486.32	7.03%
	供应商二	33,371.92	6.61%
	供应商三	20,251.94	4.01%
	供应商四	17,683.77	3.51%
	供应商五	17,354.32	3.44%
	合计	124,148.27	24.61%

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2022-2023年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

（四）在建、拟建项目及股权收购

公司在建、拟建项目资本支出压力尚可；公司拟以8.8亿元收购关联方股权，新增医药制造板块，需关注未来业务整合情况、评估增值率较高及业绩承诺无法完成的风险

截至2024年3月末，公司主要在建、拟建项目如下表所示。公司在建项目规模较小，未来资本性支出压力尚可，本期债券募投项目之一百洋品牌运营中心建设项目尚未开始建设，根据《青岛百洋医药股份有限公司关于2023年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，百洋品牌运营中心建设项目投资进度缓慢，主要原因为：公司基于市场行业动态、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，调整公司现有物流体系的城市布局，2023年度，公司陆续在北京、廊坊等地建设业务分部¹，持续推动公司多中心发展策略，在此基础上，青岛区域品牌运营中心的建设进度放缓。公司正在对青岛品牌运营中心建设的进度安排进行重新评估分析，审慎评估项目实施进度。

表11 截至2024年3月末公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目属性	项目名称	预计总投资	已投资
在建项目	百洋业务能力平台三期	0.45	0.38
	百洋业务能力平台五期	0.10	0.09
	诚达智能物流系统采购	0.70	0.44

¹ 北京、廊坊等地资产主要为租赁

拟建项目 (本期债券募投项目)	百洋品牌运营中心建设项目	6.52	0.00
合计		7.77	0.91

注：根据公司公告，本期债券募投项目之一百洋云化系统升级项目截至2023年末累计已投资0.47亿元，已投资额计入百洋业务能力平台三期、五期等数个项目，有部分已完工转固

资料来源：公司公告及公司提供，中证鹏元整理

根据公司于2024年5月20日发布的公告，公司拟以现金向百洋集团及其所控制的企业收购百洋制药等四家关联公司的股权，总交易价格为8.80亿元，交易完成后，公司将控制百洋制药61.794%股权，直接或间接持有百洋制药共60.199%的股权，成为百洋制药的控股股东，进而新增医药制造业务板块，延伸产业链布局。

百洋制药的主要业务为中成药、化学仿制药产品的研发、生产和销售，主要产品包括中成药产品扶正化癥、化药产品硝苯地平、二甲双胍等。其中核心产品中成药扶正化癥已纳入《国家医保药品目录》、《国家基本药物目录》，主要用于肝纤维化、肝硬化治疗，是首个通过美国FDA II期临床试验的肝病领域中成药，获得国家科技进步二等奖，入选国家中药保护品种。化学仿制药产品方面，百洋制药的产品以缓控释剂型为核心技术，2020年开始度洛西汀、硝苯地平及塞来昔布等产品陆续中标国家集采，二甲双胍产品通过国谈，为今后产品销售提供了一定保障。

表12 百洋制药 2022-2023 年营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
中成药	52,903.69	69.63%	50,743.03	79.96%
化药	23,002.48	30.27%	12,660.87	19.95%
其他业务	77.07	0.10%	58.14	0.09%
合计	75,983.24	100.00%	63,462.04	100.00%

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

表13 百洋制药 2022-2023 年主要财务指标情况（单位：万元）

财务指标	2023 年	2022 年
总资产	85,094.64	76,842.54
净资产	47,577.60	34,024.33
营业收入	75,983.24	63,462.04
净利润	13,480.13	10,893.62
扣除非经常性损益后归属母公司的净利润	10,416.23	8,151.85
经营活动产生的现金流量净额	19,488.61	12,988.97

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

百洋制药主业为医药制造，与公司原主业医药品牌运营之间存在较大差异，需关注交易完成后，双方业务整合进度和协同发展效果存在一定低于预期的风险。本次交易定价以资产评估报告作为参考，根据评估报告，标的公司百洋制药的评估增值率为249.68%，评估增值率较高。根据公司公告，本次收购业绩承诺期间为2024年、2025年和2026年，百洋制药及百洋集团承诺三年分别实现的经审计的扣除非经

常性损益后归属母公司股东的净利润不低于14,429万元、17,226万元和21,548万元，业绩承诺期间累计承诺净利润不低于53,203万元，公司与交易对方约定了业绩补偿机制，若触发业绩补偿条件，百洋集团应当对公司进行现金补偿，但仍存在业绩承诺无法实现的风险。

六、财务分析

财务分析基础说明

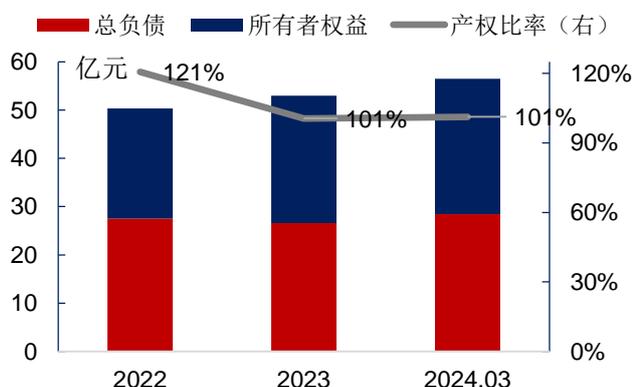
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2023年合并报表范围变化情况见表1。

资本实力与资产质量

公司资产规模随业务规模的扩张保持增长，需关注2023年末公司应收账款平均账龄增长，对营运资金形成占用，同时公司存货仍面临一定减值风险

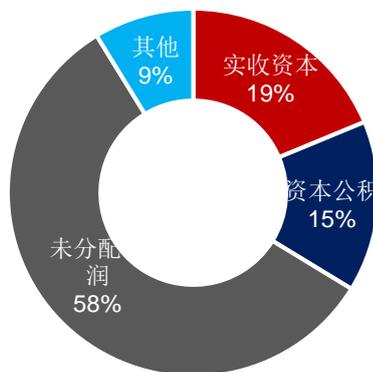
受益于良好的盈利能力，公司所有者权益随盈余积累持续增长，2024年3月末较2022年末累计增长23.14%，由于本期债券发行后公司银行贷款规模减少，同期内公司负债总额增幅小于所有者权益增幅，因此整体产权比率有所下降。截至2024年3月末，公司所有者权益中未分配利润占比较大。

图5 公司资本结构



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年一季度报告，中证鹏元整理

图6 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2024年一季度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，随着公司业务规模的扩张，公司资产总额保持增长。资产结构方面，公司主要从事医药产品的品牌运营和批发零售业务，所销售的产品主要通过采购取得，无自主生产环节，因此资产始终以流动资产为主。其中，货币资金、应收账款和存货占比较大。

截至2023年末，公司货币资金中合计1.95亿元因用作银行承兑汇票保证金、履约保函保证金等而使用受限，受限比例为16.56%。

公司应收账款主要由品牌运营业务和批发配送业务产生，其中品牌运营业务回款效率相对较高，批

发配送业务的主要应收对象为青岛地区及周边的医院、社区诊所等医疗机构，由于医院资金结算周期所限，存在一定回款周期，受医保资金收支压力紧张等因素影响，2023年医院客户回款周期延长，公司一年期以上应收账款占比由2022年末的5.67%上升至2023年末的13.79%，坏账计提比例也相应提升，2023年末公司对应收账款计提坏账准备0.65亿元，需持续关注公司后续应收账款管理情况以及可能存在的坏账风险。

公司98%以上的存货为与主营业务相关的库存商品，公司不断完善品牌矩阵，新增产品种类，同时公司为了响应下游客户的采购需求，通常需要对药品进行一定备货。若未来市场环境变化导致产品销售不及预期，或公司未能很好地进行存货库存管理，公司或将面临一定存货减值的风险。公司预付款项主要为预付供应商产品采购相关的款项，账龄基本在一年以内。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.12	26.77%	11.80	22.27%	10.48	20.83%
应收票据	2.31	4.08%	1.75	3.29%	0.99	1.98%
应收账款	19.53	34.58%	20.73	39.11%	20.28	40.32%
预付款项	2.20	3.90%	1.67	3.16%	2.47	4.90%
存货	6.61	11.71%	6.85	12.92%	6.50	12.92%
流动资产合计	47.92	84.85%	44.54	84.05%	42.58	84.65%
长期股权投资	2.48	4.39%	2.38	4.50%	1.82	3.61%
固定资产	2.08	3.68%	2.13	4.01%	1.78	3.55%
在建工程	0.93	1.65%	0.83	1.57%	0.81	1.60%
使用权资产	0.97	1.72%	1.00	1.88%	1.74	3.46%
非流动资产合计	8.56	15.15%	8.45	15.95%	7.72	15.35%
资产总计	56.48	100.00%	52.99	100.00%	50.30	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，2023 年公司长期股权投资有所增长，主要系公司追加对联营企业安士制药（中山）有限公司等的投资，以及新增对五维康的投资所致。2023 年公司权益法下确认长期股权投资收益合计 0.19 亿元。

2023 年末公司在建工程主要系对公司现有物流、运营等系统的升级项目，投资规模均不大。公司使用权资产主要为租赁的办公、仓储场所，2023 年末账面价值有所减少，主要系公司对北方物流城市布局进行调整，子公司北京百洋诚达医药科技有限公司（以下简称“百洋诚达”）提前退租部分仓库所致，因支付提前退租补偿金，2023 年公司确认营业外支出 0.10 亿元。

截至 2023 年末，公司受限资产账面价值合计 2.64 亿元，主要包括受限货币资金 1.95 亿元和用于背书、贴现的应收票据 0.68 亿元。

总体看，公司资产规模保持增长，其中 2023 年应收账款账龄整体有所延长，对公司营运资金的占用较大，存货存在一定减值风险，对应收账款及存货的管理能力对公司整体的现金流情况影响较大。

盈利能力

2023年公司营业收入规模基本与上年持平，受益于公司收入结构调整，公司2023年整体盈利能力小幅提高

2023年公司营业收入规模基本与上年持平，从收入结构来看，品牌运营业务占比提升约8.9个百分点，批发配送业务规模继续压缩，零售业务收入基本稳定。得益于盈利能力较强的品牌运营业务占比的提高，2023年公司整体销售毛利率提升2.22个百分点，EBITDA利润率和总资产回报率均有小幅提高。

期间费用方面，2023年公司期间费用率为18.07%，同比小幅下降0.18个百分点。其中销售费用同比减少5.30%，主要系得益于部分销售费用率较高的产品终止合作、部分产品前期销售推广活动产生规模效应。2023年管理费用同比增长20.75%，主要是职工薪酬、租金及物业水电等支出增长所致，财务费用增长15.39%，主要系可转债摊销的融资费用增长及汇兑损益所致。

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

本期债券发行后，公司债务期限结构有所改善，2023年公司经营性现金流同比大幅增长，现金类资产对短期债务的保障能力有显著增长，但公司拟实施较大金额股权收购，或将增加公司整体债务负担

得益于2023年本期债券成功发行，公司债务期限结构有所改善，2023年末长期债务占比达51.37%。公司收到本期债券募集资金后归还部分银行流动贷款，因此2023年末公司短期借款规模同比大幅降低，以信用借款、质押借款为主。公司应付票据主要为银行承兑汇票和信用证。2023年末公司租赁负债有所减少，主要系百洋诚达退租部分仓库所致。

经营性负债方面，公司应付账款主要为应付供应商的货款，跟踪期内规模变化不大。合同负债主要

为品牌运营业务预收经销商的货款。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.64	26.90%	4.62	17.39%	11.65	42.36%
应付票据	2.80	9.85%	2.83	10.67%	3.89	14.15%
应付账款	5.63	19.83%	6.26	23.56%	6.01	21.85%
合同负债	1.15	4.05%	0.92	3.47%	0.92	3.36%
其他应付款	0.68	2.40%	1.01	3.79%	0.92	3.35%
一年内到期的非流动负债	0.20	0.70%	0.19	0.73%	0.27	0.99%
流动负债合计	19.96	70.28%	18.19	68.47%	26.04	94.67%
应付债券	7.33	25.82%	7.26	27.34%	0.00	0.00%
租赁负债	0.84	2.96%	0.82	3.09%	1.45	5.28%
非流动负债合计	8.44	29.72%	8.37	31.53%	1.46	5.33%
负债合计	28.41	100.00%	26.56	100.00%	27.50	100.00%
总债务合计	18.81	66.22%	15.73	59.22%	17.27	62.79%
其中：短期债务	10.64	37.44%	7.65	28.78%	15.82	57.51%
长期债务	8.18	28.78%	8.08	30.43%	1.45	5.28%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

随着公司压缩批发配送业务规模、净利润增长及提高票据贴现比例，2023年公司经营活动产生的现金流量净额同比大幅增长99.41%，FFO亦有大幅增长，现金流对净债务的保障能力大幅提升。2023年EBITDA利息保障倍数增至16.12，公司盈利对债务利息偿付的保障能力较强。

截至2023年末，公司资产负债率尚可，考虑到公司医药流通行业的性质，日常经营需占用较大规模的流动资金，公司近期拟实施8.8亿元股权收购，收购金额较大，公司为完成收购可能需新增一定规模有息债务，或将进一步增加公司整体债务负担。

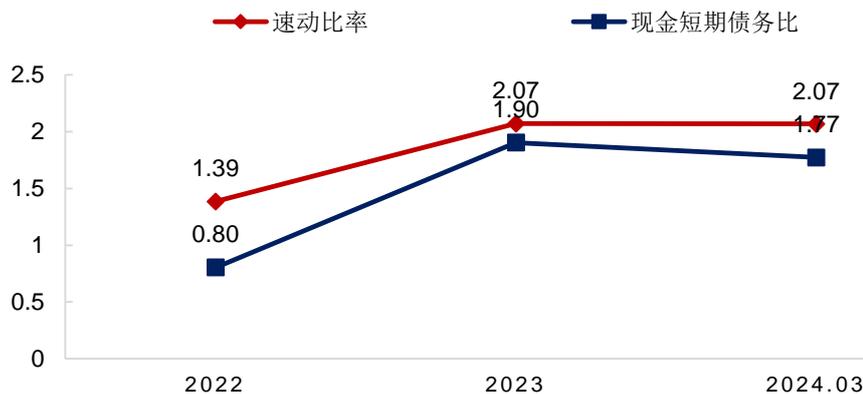
表16 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	1.36	6.10	3.06
FFO（亿元）	0.77	4.13	2.77
资产负债率	50.30%	50.13%	54.68%
净债务/EBITDA	--	0.32	0.83
EBITDA利息保障倍数	--	16.12	13.56
总债务/总资本	40.13%	37.32%	43.10%
FFO/净债务	--	131.09%	42.16%
经营活动现金流净额/净债务	359.93%	193.38%	46.54%
自由现金流/净债务	287.76%	152.39%	30.50%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

由于本期债券募集资金到账及公司盈余积累，2023年末公司货币资金增幅较大，现金短期债务比和速动比率显著提升。公司保持较为通畅的融资渠道，截至2024年3月末，公司在银行的总授信额度为22.20亿元，尚未使用额度为14.33亿元，备用流动性较为充足。

图 8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司ESG表现对其经营和信用水平未产生显著的负面影响

环境因素

根据公司于 2024 年 5 月 30 日提供的说明及公开资料查询，过去一年公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等环保原因受到政府部门的处罚。

社会因素

根据公司于 2024 年 5 月 30 日提供的说明及公开资料查询，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门重大处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情况，不存在拖欠员工工资、社保的情况。

公司治理

2023 年 11 月，公司副总经理李丽华因个人工作安排调整辞去公司副总经理职务，辞职后不再担任公司任何职务。此外，跟踪期内公司董事、监事、高级管理人员无变化。公司管理架构未发生变化，核心团队保持稳定。根据公司于 2024 年 5 月 30 日提供的说明及公开资料查询，跟踪期内公司及高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月14日），公司本部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，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月30日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

公司是专业的健康品牌商业化平台，为医药生产企业提供营销综合服务，包括品牌运营、批发配送及零售业务，跟踪期内公司核心产品收入稳健增长，四大品类医药品牌矩阵持续丰富，同时受益于调整业务结构，盈利水平和获现能力得到显著提升。公司拟以8.8亿元收购关联方股权，将延伸公司在医药产业链布局，有望提供一定业绩增量，需关注后续业务整合及协同发展情况，本次股权收购金额较大，或将增加公司债务负担，同时公司仍存在品牌运营集中的风险和面临一定应收账款管理压力。整体看，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“百洋转债”的信用等级为AA-。

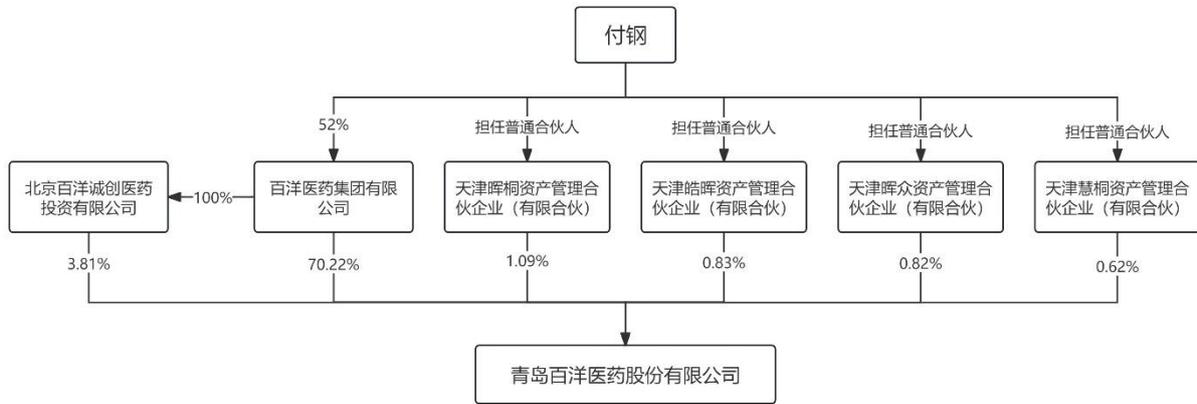
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	15.12	11.80	10.48	12.75
应收票据	2.31	1.75	0.99	0.41
应收账款	19.53	20.73	20.28	18.57
预付款项	2.20	1.67	2.47	1.60
存货	6.61	6.85	6.50	6.24
其他流动资产	0.19	0.23	0.09	0.06
流动资产合计	47.92	44.54	42.58	40.90
长期股权投资	2.48	2.38	1.82	1.45
固定资产	2.08	2.13	1.78	1.78
在建工程	0.93	0.83	0.81	0.09
非流动资产合计	8.56	8.45	7.72	5.09
资产总计	56.48	52.99	50.30	45.98
短期借款	7.64	4.62	11.65	11.89
应付票据	2.80	2.83	3.89	2.27
应付账款	5.63	6.26	6.01	6.18
合同负债	1.15	0.92	0.92	1.14
其他应付款	0.68	1.01	0.92	0.84
一年内到期的非流动负债	0.20	0.19	0.27	0.15
流动负债合计	19.96	18.19	26.04	23.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	7.33	7.26	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	8.44	8.37	1.46	0.27
负债合计	28.41	26.56	27.50	24.24
总债务合计	18.81	15.73	17.27	14.54
其中：短期债务	10.64	7.65	15.82	14.31
所有者权益	28.07	26.42	22.80	21.74
营业收入	16.61	75.64	75.10	70.52
营业利润	2.19	8.88	6.74	5.64
净利润	1.65	6.40	4.85	4.17
经营活动产生的现金流量净额	1.36	6.10	3.06	1.84
投资活动产生的现金流量净额	-0.22	-1.60	-1.17	-0.21
筹资活动产生的现金流量净额	2.04	-2.54	-5.44	0.32
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	2.30	9.78	7.88	6.66
FFO（亿元）	0.77	4.13	2.77	2.28

净债务（亿元）	0.38	3.15	6.57	2.53
销售毛利率	29.75%	29.98%	27.76%	25.13%
EBITDA 利润率	--	12.93%	10.49%	9.44%
总资产回报率	--	18.09%	15.09%	14.63%
资产负债率	50.30%	50.13%	54.68%	52.72%
净债务/EBITDA	--	0.32	0.83	0.38
EBITDA 利息保障倍数	--	16.12	13.56	10.90
总债务/总资本	40.13%	37.32%	43.10%	40.07%
FFO/净债务	--	131.09%	42.16%	90.02%
经营活动现金流/净债务	359.93%	193.38%	46.54%	72.59%
自由现金流/净债务	287.76%	152.39%	30.50%	62.46%
速动比率	2.07	2.07	1.39	1.45
现金短期债务比	1.77	1.90	0.80	0.97

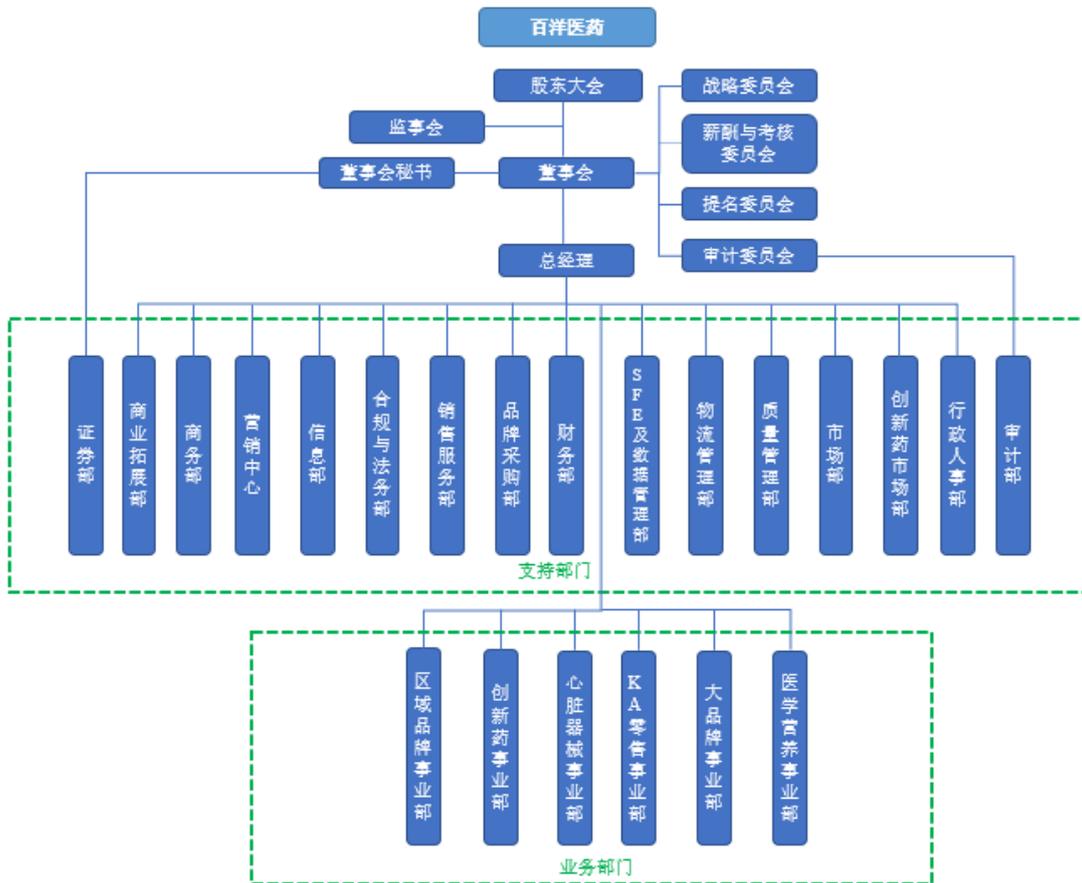
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例		主营业务
	直接	间接	
青岛百洋健康药房连锁有限公司	100.00%	--	药品销售
Nutrasumma, Inc.	--	89.50%	健康营养品研发与销售
纽特舒码国际健康有限公司	--	70.00%	投资及商业拓展
纽特舒码（香港）有限公司	--	100.00%	健康营养品销售
青岛纽特舒玛健康科技有限公司	--	100.00%	健康营养品销售
百洋集团有限公司	--	100.00%	投资及商业拓展
北京承善堂健康科技有限公司	58.00%	--	健康营养品销售
百洋健康产业国际商贸有限公司	100.00%	--	品牌服务与跨境电商
百洋科技海外商贸有限公司	--	100.00%	投资及商业拓展
青岛东源生物科技有限公司	80.00%	--	医疗器械销售
青岛百洋医药物流有限公司	100.00%	--	仓储物流
青岛百洋盛汇医疗设备有限公司	--	57.00%	器械器材销售
青岛联瀚一格商贸有限公司	100.00%	--	医疗器械、健康营养品销售
江西百洋医药有限公司	51.00%	--	药品销售
天津百洋医药有限公司	51.00%	--	药品销售
山东百洋医药科技有限公司	51.00%	--	药品、医疗器械、健康营养品销售
青岛百洋易美科技有限公司	60.00%	--	健康营养品销售
青岛百洋挑剔喵科技有限公司	--	100.00%	医疗器械销售、日用品、化妆品销售
上海百洋慧智能医疗科技有限公司	51.00%	--	医疗器械经营、食品经营
柏元医学科技（山东）有限公司	--	74.00%	医疗器械销售
青岛百洋西岸医药科技有限公司	51.00%	--	药品、医疗器械销售
青岛典众文化传播有限公司	--	100.00%	商务服务
青岛百洋网联大药房有限公司	--	100.00%	药品销售
北京百洋智合医学成果转化服务有限公司	100.00%	--	品牌服务
北京百洋诚达医药科技有限公司	100.00%	--	药品销售
北京百洋国胜医疗器械有限公司	90.00%	--	医疗器械经营
青岛森然健康科技有限公司	100.00%	--	健康营养品销售
青岛百洋挑剔喵商贸有限公司	--	100.00%	医疗器械销售、日用品、化妆品销售
青岛百洋国科医用设备有限公司	--	100.00%	医疗器械生产、经营
北京百洋东源生物科技有限公司	--	92.00%	医疗器械销售
青岛知了健康科技有限公司	100.00%	--	健康营养品销售

河北百洋国盛医疗器械有限公司	--	100.00%	器械器材销售
河北百洋诚达医药有限公司	100.00%	--	器械器材销售

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

附录五 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+租赁负债+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+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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。