

百洋医药 (301015)

顺应时代发展，引领健康品牌商业化平台新模式

打造新型商业化平台，主营业务长期向好

百洋医药是一家以健康产业为核心的多元化企业集团，公司为上游医药制造企业提供品牌运营服务，搭建了一条优质医药及大健康产品快速实现商业化的“高速公路”，能够满足不同生产企业、不同类型产品、不同销售渠道的各种商业化需求，成为国内领先的医药及大健康产品商业化平台。公司主营业务长期向好，2021Q1 公司营收实现 16.26 亿元，同比增长 68.07%，归母净利润实现 0.85 亿元，较去年同期增加 1.31 亿。

医药商业行业结构升级，品牌运营业务备受青睐

医药商业行业处于医药行业关键的流通环节，在国家医疗制度改革的推进下，医药行业原有的格局及商业产业链被打破，在带量采购、两票制、一致性评价、集中采购等政策的叠加影响下，医药商业行业正在迎来分工更加细化的行业格局，仅提供单一产品配送服务的传统医药商业企业已经满足不了上游药品生产企业的需求，药品生产企业更需要能提供品牌管理、渠道管理、客户管理等能主动创造需求、满足需求的综合服务商，以品牌运营为核心的第三方商业化平台迎来了新的发展机遇。

龙头优势显著，细分品类理念打造优质品牌矩阵

经过 10 余年的运营，公司已经形成了成熟的品牌运营模式，“洞察品类分化机会，以品牌主导品类”的品牌运营理念帮助公司为各类产品打造差异化的品牌定位，公司已成功将迪巧、泌特打造成细分市场最具有竞争力的品牌之一，成为品牌运营业务领域的典型案例。公司已经具备为各种品牌提供全生命周期、多渠道、多终端的服务能力，建立了与上下游成熟的沟通机制，核心竞争力凸显，陆续与武田制药、阿斯泰来等全球知名医药企业及国内多家创新药企达成合作，品牌矩阵不断拓展，龙头地位稳固。

盈利预测与估值

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 79.14、102.06、127.75 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 4.13、5.34、6.57 亿元，其中品牌运营板块、医药批发配送板块、零售板块 2021 年净利润分别为 3.40/0.67/0.06 亿元，参考可比公司分别给予 60/12/32 倍 PE，百洋医药合理估值为 214.05 亿元，对应目标价 40.77 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：创新风险；品牌运营业务集中风险；经营区域集中风险；政策风险；市场竞争加剧风险；内控及合规风险；重大疫情导致公司业绩下滑风险；短期内股价波动风险；部分自有房屋存在瑕疵风险。

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	33.28 元
目标价格	40.77 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	525.10
流通 A 股股本(百万股)	44.44
A 股总市值(百万元)	17,475.33
流通 A 股市值(百万元)	1,479.04
每股净资产(元)	3.30
资产负债率(%)	60.39
一年内最高/最低(元)	56.16/31.93

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

张雪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020004
zhangxue@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,848.66	5,879.32	7,913.78	10,206.38	12,775.12
增长率(%)	32.75	21.26	34.60	28.97	25.17
EBITDA(百万元)	370.48	470.81	609.39	772.58	926.10
净利润(百万元)	209.87	272.71	413.45	534.24	656.88
增长率(%)	(18.69)	29.94	51.61	29.22	22.96
EPS(元/股)	0.40	0.52	0.79	1.02	1.25
市盈率(P/E)	84.84	65.29	43.07	33.33	27.11
市净率(P/B)	13.90	12.10	9.13	7.17	5.67
市销率(P/S)	3.67	3.03	2.25	1.74	1.39
EV/EBITDA	0.00	0.00	28.92	22.05	17.73

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 百洋医药：打造创新型健康品牌商业化平台	4
1.1. 国内领先的健康品牌商业化平台	4
1.2. 股权结构稳定	4
1.3. 核心团队专业过硬，深谙行业痛点	4
1.4. 营业收入稳健增长，主营业务长期向好	5
2. 品牌运营：顺应时代发展，引领商业化平台新模式	6
2.1. 医药商业行业结构升级，第三方商业化平台成赛道新宠	6
2.2. 首家健康品牌商业化平台，打造优质品牌矩阵	7
2.3. 迪巧系列：率先践行细分品类理念，打造国内领先补钙品牌	8
2.4. 泌特系列：拓展处方药品牌运营，合作关系稳定	9
2.5. 业务模式可复制性强，核心竞争力日益凸显	9
2.6. 存货周转率行业领先	10
3. 现代化物流体系高度融合，线上结合线下打造新零售	11
3.1. 批发配送业务：现代化物流，打造区域龙头	11
3.2. 零售业务：线上结合线下满足多样化需求	12
4. 募投项目拟建设现代物流配送+电子商务运营，助力长期发展	14
5. 盈利预测与估值	15
5.1. 盈利预测	15
5.2. 估值	15
6. 风险因素	16

图表目录

图 1：公司搭建从上游到下游的“品牌高速公路”	4
图 2：公司股权结构稳定（截止 2021 年 6 月 30 日）	4
图 3：2016-2020 年公司营收及归母净利润情况（百万元）	5
图 4：2016-2020 年公司营业收入构成（百万元）	5
图 5：2010-2019 年中国药品进口金额持续持续增长（亿美元）	7
图 6：公司细分品类理念	8
图 7：2014 年中国医药健康品牌消费者满意状况排名中迪巧获得第一名	9
图 8：2016-2020 年泌特系列产品毛利率情况	9
图 9：公司营销网络覆盖 30 余省市	10
图 10：迪巧系列收入（百万元）占比下降至 54.63%	10
图 11：迪巧系列毛利（百万元）占比下降至 72.93%	10
图 12：国内品牌运营商存货周转率情况	11
图 13：2011-2018 年医药批发行业规模持续增长（亿元）	11
图 14：医药批发企业数量众多	11

图 15: 公司批发配送业务流程	12
图 16: 公司现代化物流体系	12
图 17: 药品销售额同比减少 8.5% (2020 年, 亿元)	13
图 18: 2020 年中国零售药店终端药品销售额同比增长 3.2% (亿元)	13
图 19: 2008-2020 年零售药店总数、连锁门店 (企业) 数量、单体药店数量变化情况 ..	13
图 20: 2013-2020 年零售药店终端市场占比持续提升	13
图 21: 2020 年中国网上药店市场药品销售额增长 75.6% (亿元)	13
图 22: 公司线下零售药房	14
图 23: 公司零售业务具体流程	14
表 1: 公司高管团队专业过硬	5
表 2: 国家政策对行业的影响情况	6
表 3: 公司主要运营多个品牌及产品	7
表 4: 公司募投项目助力未来	14
表 5: 公司主营业务收入预测	15
表 6: 百洋医药估值	15
表 7: 可比公司估值情况	15

1. 百洋医药：打造创新型健康品牌商业化平台

1.1. 国内领先的健康品牌商业化平台

百洋医药成立于 2005 年，是一家以健康产业为核心的医药企业。公司以为上游生产企业提供品牌运营服务为核心，同时提供批发配送及零售服务，致力于成为上游医药及大健康产品快速抵达下游消费者的“品牌高速公路”。公司将大数据技术与营销推广相结合，助力优质的医药及大健康产品得到国内消费者快速认同，为中国老百姓的健康保驾护航。公司业务目前已经覆盖了产品销售服务的各个环节，能够满足不同生命周期的产品（新品品牌、成熟品牌）、不同类型产品（处方药、非处方药、膳食营养补充剂、医美产品）、面向不同销售渠道（医疗机构、零售终端）的不同需求，成为国内领先的健康品牌商业化平台。

图 1：公司搭建从上游到下游的“品牌高速公路”

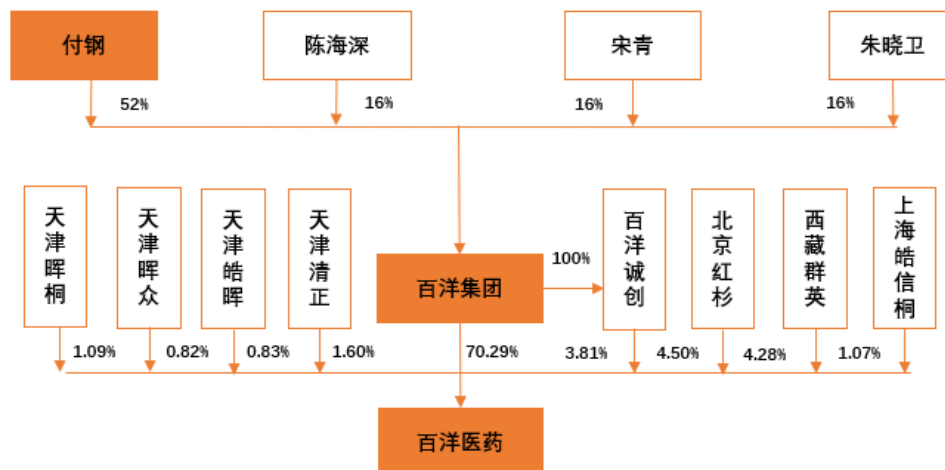


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1.2. 股权结构稳定

百洋集团为公司控股股东，直接持有 70.29% 的股份，公司实际控制人为付钢，通过间接持股的方式持有公司 38.53% 的股份。

图 2：公司股权结构稳定（截止 2021 年 6 月 30 日）



资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 核心团队专业过硬，深谙行业痛点

公司的核心管理团队多为医学背景出身，深谙医药企业营销的痛点在于品牌管理、运营效率以及精准的渠道选择，过硬的专业能力和对行业独特的思考带领公司走出一条差异化的生存之道。公司董事长、总经理付钢先生毕业于北京医科大学临床医学系，历任丽珠医药营销公司总经理、丽珠集团公司医学市场总监、营销副总裁，目前兼任中国医药商业协会

副会长、中国医药企业管理协会副会长、百洋集团董事长等职务，核心团队的其他成员也多数曾就职于国内顶尖医药企业，在医药产品的营销方面具有丰富的经验。

表 1：公司高管团队专业过硬

姓名	职务	简介
付钢	董事长、总经理	毕业于北京医科大学临床医学系，历任丽珠医药青岛办事处经理、营销公司副总经理、总经理、集团公司医学市场总监、营销副总裁。2016 年公司股改完成后至今任百洋医药董事长、总经理，兼任中国医药商业协会副会长、中国医药企业管理协会副会长、百洋集团董事长等职务。
陈海深	董事、副总经理	毕业于河北医科大学药学专业，历任丽珠医药营销公司总经理助理、百洋有限监事、总经理、董事。
朱晓卫	董事、副总经理	毕业于兰州医学院药理学专业，历任丽珠医药策划部经理、海南轻骑海药销售副总经理兼市场总监、北京润安达医药总经理及董事长。
王国强	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	毕业于西南财经大学审计学专业，历任丽珠医药营销公司财务经理、销售管理部经理、副总经理、百洋医药数据中心经理、助理总裁、百洋集团投资副总裁。
张圆	副总经理	毕业于西安医科大学药学专业，历任丽珠医药市场部产品专员、产品经理、OTC 市场经理、百洋医药非处方药市场部经理、非处方药市场部总监、百洋集团公共关系管理部总监。

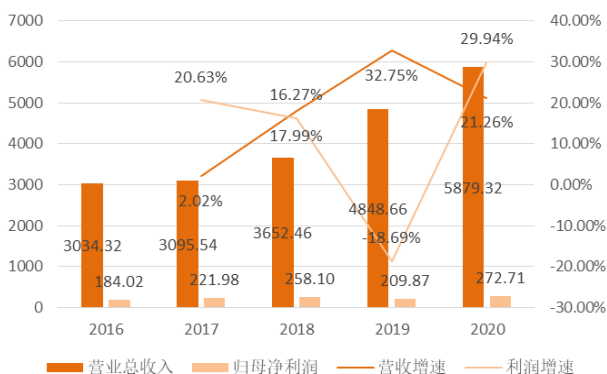
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1.4. 营业收入稳健增长，主营业务长期向好

疫情爆发以来，受防疫管控措施以及下游客户延迟复工影响，医药产品销售受到一定影响，但由于公司所处行业及主营业务与抗疫相关，2020 年相关业务指标未发生重大不利变化，实现营业收入 58.79 亿元，同比增长 21.26%，实现归母净利润 2.73 亿元，同比增长 29.94%。随着疫情控制及经营活动的正常开展，2021 年公司业绩显著好于去年同期，2021Q1 实现营收 16.26 亿元，同比增长 68.07%，归母净利润 0.85 亿元，较去年同期增加 1.31 亿；公司预计 2021H1 营收将达到 35.73~37.66 亿元，同比增长 47.16%~55.10%，归母净利润将实现 1.74~1.84 亿元，同比增长 58.23%~67.17%。

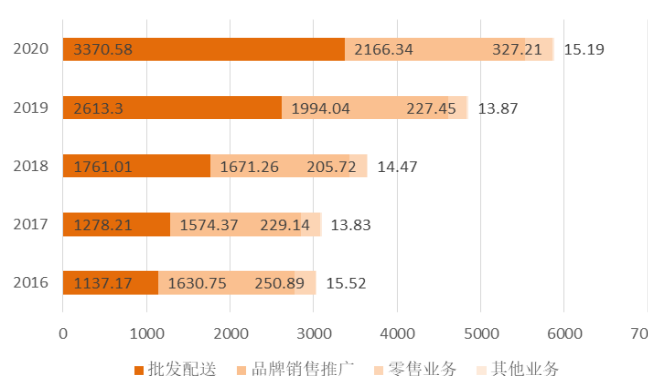
营业收入的稳健增长得益于公司主营业务的快速增长，公司主营业务为医药产品的品牌运营、批发配送及零售，主营业务收入占比始终保持在 99%以上。随着国内经济不断增长，大健康理念持续增强，全社会的医药健康服务需求将不断增长，特别是人口老龄化程度日益加深，促使药品市场规模进一步扩大。公司在将迪巧和泌特培育为相关市场的领先品牌后逐步打造出了丰富的品牌矩阵，同时与上游供应商业务合作的不断深入促使公司在配送业务上有效地增加了覆盖范围，品牌运营及配送业务的竞争力均有所增强。2020 年公司品牌推广业务实现营收 21.66 亿元，同比增长 8.64%，实现毛利 10.65 亿元，毛利占比达 72.28%；医药批发配送业务实现营收 33.71 亿元，同比增长 28.98%，实现毛利 3.58 亿元，毛利占比达 24.29%。随着医药市场规模的不断增长，以及公司品牌影响力和企业知名度的不断提升，营业收入有望持续稳健增长。

图 3：2016-2020 年公司营收及归母净利润情况（百万元）



资料来源：公司招股说明书，wind，天风证券研究所

图 4：2016-2020 年公司营业收入构成（百万元）



资料来源：公司招股说明书，wind，天风证券研究所

2. 品牌运营：顺应时代发展，引领商业化平台新模式

2.1. 医药商业行业结构升级，第三方商业化平台成赛道新宠

医药行业进入专业分工时代，商业化平台迎来新的发展机遇。医药商业行业处于医药行业的流通环节，传统的医药商业主要包括医药批发行业和医药零售行业，而在国家医疗制度改革的推进下，医药行业原有的格局及商业产业链被打破，在带量采购、两票制、一致性评价等政策的叠加影响下，医药商业行业正在迎来分工更加细化、竞争更加市场化的行业格局。国家大力鼓励创新药研发、破除以药补医机制、规范药品仿制，很多跨国药企正站在行业发展的分水岭，同时国内创新药企也面临着产品商业化经验不足的挑战，以品牌运营为核心的第三方商业化平台迎来了新的发展机遇。

表 2：国家政策对行业的影响情况

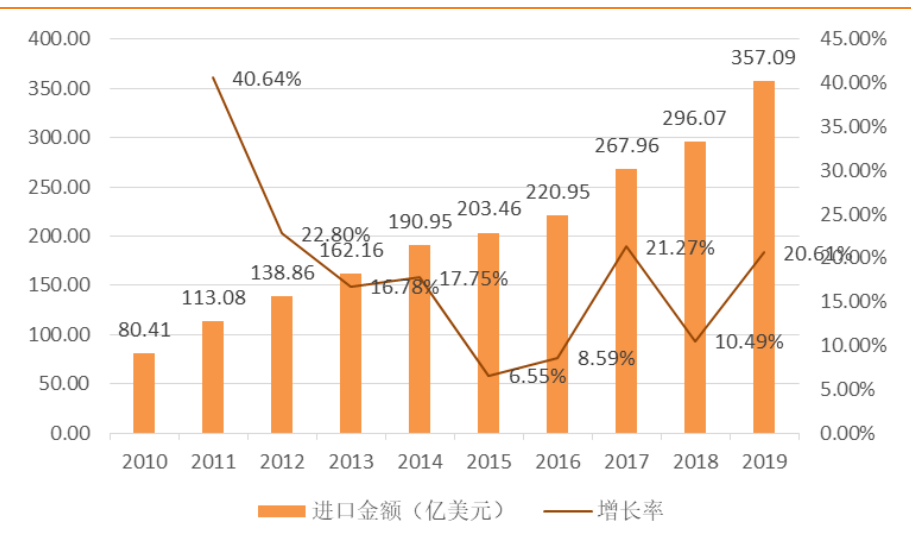
政策	对行业的影响
带量采购	未进入统一采购的药品将大幅减少在医院的销售份额，促使部分药品从医院渠道流向零售渠道，提升了零售渠道对品牌运营的需求。
两票制	压缩流通渠道层级，减少了品牌运营商作为医药流通中间环节的业务模式比重，导致了品牌运营业务模式的转变。
取消药品加成	降低医院销售药品份额，促使医药销售从医院渠道流向零售渠道，提升了零售渠道对品牌运营的需求。
创新药价格谈判	降低医药销售价格，压缩了生产厂商的盈利空间，促使医药生产厂商通过选择专业的品牌运营商降低销售渠道投入以及销售团队费用。
创新药加速审批	让企业更关注研发投入，加速行业分工细化，加速创新药品的推出，因此导致行业对品牌运营的需求因此上升。

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

品牌运营是医药产业专业化、精细化发展下的产物。有别于传统的商业化平台，第三方商业化平台最为突出的特点是“品牌商业化”能力，随着医药市场的国际化，美国、欧洲等发达国家的跨国药企由于对他国或其他地区的市场需求了解不足，同时研发生产支出的不断提升大幅压缩了在产品推广及销售方面的支出，更愿意付出一定成本把专业的产品推广及销售工作交给专业的公司去完成，而自身专注于药品的研发与生产，正因如此品牌运营商已成为越来越多医药生产厂商进行产品市场推广与销售时的重要选择。

中国是药品进口大国，药品进口金额保持高速增长，2019 年中国药品进口金额达到 357.09 亿美元，相比于 2011 年增长了 3.16 倍，年均复合增长率达 15.47%。迅速增长的药品进口需求以及国内一系列医疗改革政策促进了品牌运营行业规模的整体提升，Frost&Sullivan 数据显示 2019 年度医药品牌运营行业的整体市场规模约为 472 亿元；前瞻行业研究院预测 2018 年至 2022 年，中国医药品牌运营行业的市场规模将保持 25%-30% 的增长率，中国医药品牌运营行业具有广阔的发展前景。

图 5：2010-2019 年中国药品进口金额持续增长（亿美元）



资料来源：wind，国家统计局，天风证券研究所

此外近年来，在国家鼓励创新药研发的政策以及资本市场的支持下，国内涌现出一批特色创新药企业，丰富了国内市场创新药的种类与数量，部分创新药生产商为加快产品研发速度，需要将主要精力及资金投入在研发、生产阶段，压缩了产品销售端的投入，因此医药品牌运营企业可以满足其产品在国内市场上进行推广、销售的需求。

2.2. 运营模式日渐成熟，打造优质品牌矩阵

随着医改的深入，行业分工日趋明确，未来中国医药商业化的门槛及壁垒会越来越高，能否获得上游生产企业的认可及品牌授权是品牌运营公司竞争力的体现。国内外知名药厂将其品牌产品投入中国市场时会对国内企业的品牌运营及分销能力从多维度进行考核，因此，行业内的领先企业经过长时间积累，具备相应的品牌运营能力，可以更容易的和医药生产厂商建立合作关系。

百洋医药作为国内领先的健康品牌商业化平台，自创立以来不断对品牌运营业务进行探索，经过 10 余年的运营积累了丰富的零售渠道品牌运营经验，成功运营出迪巧、泌特两个国内知名品牌，根据中国非处方药物协会发布的数据，2019 年迪巧维 D 钙咀嚼片在中国非处方药产品综合统计排名-维生素与矿物质类产品中排行第二，2018 年排名第一。公司已经具备为品牌运营提供全周期、多品类、多渠道的服务能力，建立了与上下游成熟的沟通机制，打造了信息化的管理体系，完成了品牌运营业务的前期摸索及积累，形成了成熟的品牌运营模式。自 2015 年起，公司运营的品牌数量实现了大幅增长，合作的厂商既包括武田制药、阿斯泰来等全球知名的医药企业，也包括国内如三生国健等创新药企，逐渐打造出优势的品牌矩阵，大幅提升了公司的核心竞争力。

表 3：公司主要运营多个品牌及产品

品牌	供应商	产品类别及功能	产品图片
迪巧系列	美国安士	补钙产品	
泌特系列	扬州一洋	治疗消化不良	

哈乐系列 安斯泰来 改善排尿障碍



武田系列 武田制药 慢性病治疗



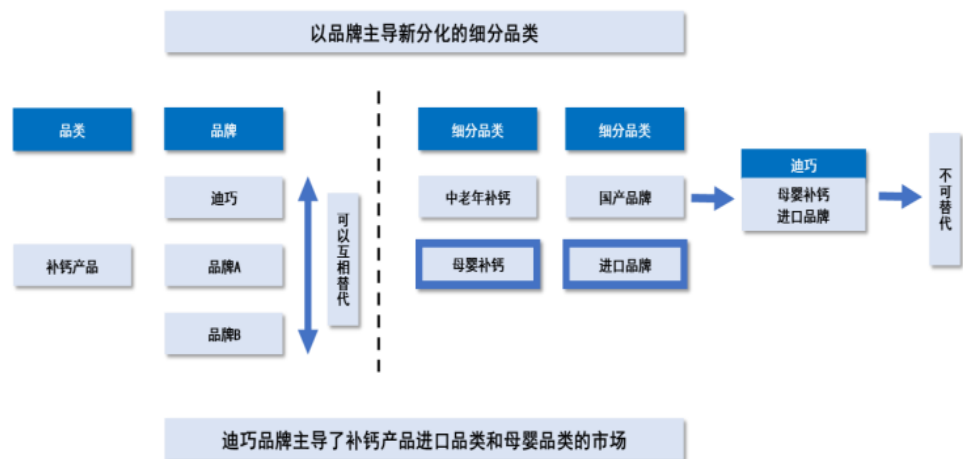
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2.3. 迪巧系列：率先践行细分品类理念，打造国内领先补钙品牌

钙是人体里含量最丰富的一种矿物质，是维持机体多种重要生理功能的关键营养素，据全国营养调查数据显示，2010-2012 年，中国居民膳食平均每日钙摄入量为每天 366.1mg，还不到成年人推荐摄入量 800mg 的一半。中国 13 亿人口中，有 40%的儿童和 60%的中老年人缺钙，2013-2017 年补钙保健品占保健品销售的比例从 2.3%上升至 10.2%，补钙保健品销售规模约 298.5 亿元，立木信息咨询预测中老年人和儿童补钙市场仍将以 15%左右的速度增长，市场空间广阔。

细分品类理念打造差异化品牌定位。迪巧系列产品是公司自创立即开始运营孵化的品牌，是品牌运营业务收入的主要来源，同时也是公司“基于品类洞察，以品牌主导品类”理念的代表品牌。公司通过大数据、趋势分析等多种手段将补钙品类细分为中老年/母婴补钙品类、国产/进口补钙品类，根据母婴细分人群的需求特点，将迪巧品牌定义为“进口钙领先品牌”，并辅以彩色卡通大象的标识，有效突出了迪巧原产于美国并为母婴人群定制这一独特的品牌定位，进而与竞争对手形成了显著差异。目前迪巧系列销售规模已超过 10 亿，公司管理了超过 200 家的迪巧产品经销商，销售终端覆盖全国数十万家药店。

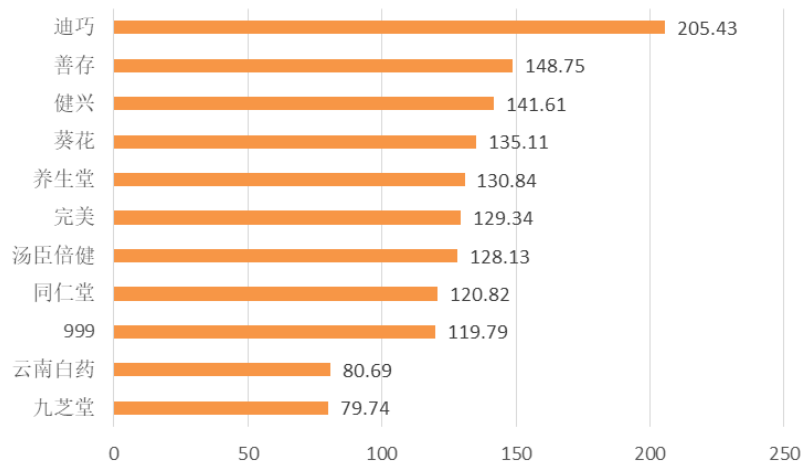
图 6：公司细分品类理念



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

数字化营销精准投放，迪巧品牌深入人心。在针对迪巧等非处方药产品的营销推广方面，公司积极探索新零售品牌运营方式，以传统零售药店推广结合地面推广、媒体推介，是国内较早采用网络视频广告精准投放进行消费者教育的医药企业之一。经过多年对于新兴媒体营销方式的学习和尝试，公司通过主流视频网站贴片广告、垂直媒体网站广告、综艺节目及电台节目、新媒体宣传等多种方式进行了品牌传递和沟通，获得了高效的转化数据，2014 年中国医药健康品牌消费者满意状况排名中迪巧获得第一名。

图 7：2014 年中国医药健康品牌消费者满意状况排名中迪巧获得第一名



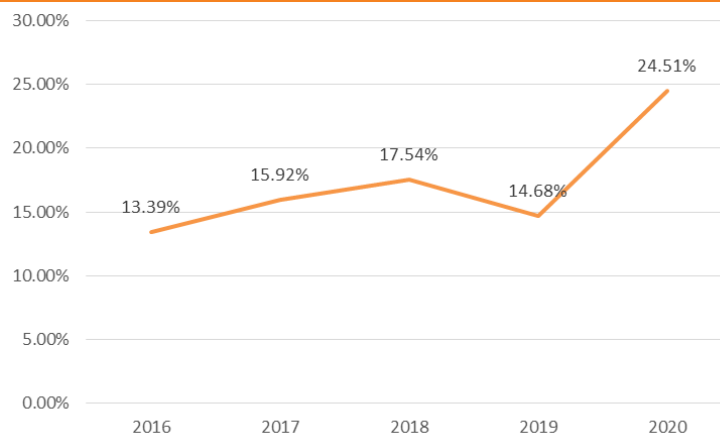
资料来源：中国统计信息服务中心，天风证券研究所

2.4. 泌特系列：拓展处方药品牌运营，合作关系稳定

泌特系列产品由扬州一洋生产，百洋医药进行全面营销，双方自 2006 年开始合作至今已 15 年之久。合作之初，泌特产品的品牌影响力和销量均较低，公司通过对泌特产品的功效进行定位，率先将“消化不良”进一步细分为物理性消化不良及化学性消化不良，并通过学术会议、消费者教育等方式对产品进行推广，成功使“泌特”主导了国内化学性消化不良这一细分领域，2019 年泌特系列产品在全国的年销售量已超过 1000 万盒。泌特系列产品的合作为双方均带来了重要的盈利收入，双方合作关系稳定坚固。

2020 年泌特系列产品的毛利率出现大幅提升，主要原因是受疫情影响，医院渠道的品牌推广受到一定限制，公司对泌特系列的推广支出下降，短期内由于消费惯性及药品刚需性，泌特系列的收入未出现明显下滑，导致了产品毛利率上升。

图 8：2016-2020 年泌特系列产品毛利率情况

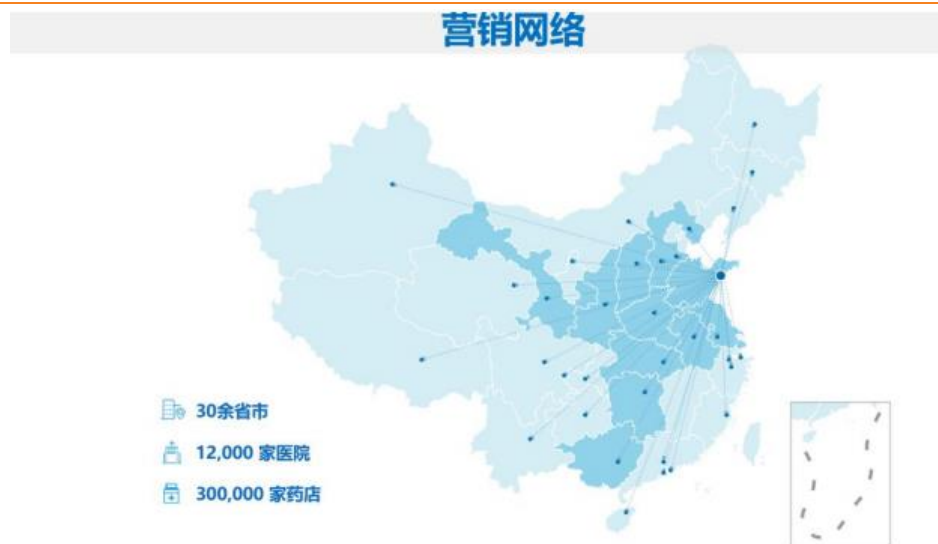


资料来源：wind，天风证券研究所

2.5. 业务模式可复制性强，核心竞争力日益凸显

迪巧、泌特品牌运营的成功，体现了公司在非处方药及处方药市场成熟的业务模式，品牌运营模式具有较强的可复制性，为公司进一步拓展品牌运营业务市场提供了成功经验，同时公司已经形成一张具有 300 余家经销商的全国性医药商业网络，直接及间接覆盖了超过 12000 家医院及 30 万家药店，能够迅速有效的保障推广营销政策的实施效果，核心竞争力日益凸显。

图 9：公司营销网络覆盖 30 余省市

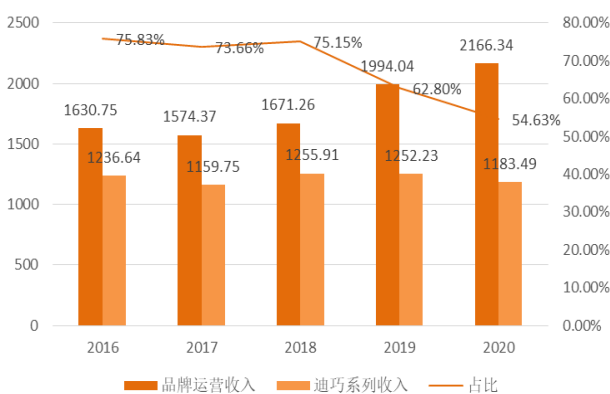


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

与公司合作的知名医药生产厂商范围不断扩大，公司具备持续、稳健发展的坚实动力。公司在品牌运营业务的开展过程中，坚持与知名医药生产企业开展合作，优质的上游厂商大幅提升了公司的核心竞争力。知名药企通常具有良好的市场口碑，产品种类繁多，能够为公司带来持续的业务机会。目前公司已和全球领先的制药公司如武田制药、阿斯泰来等建立合作关系。随着合作的不断深入，优质的上游厂商可以不断丰富公司的品牌运营矩阵，使公司具备持续、稳健发展的坚实动力。

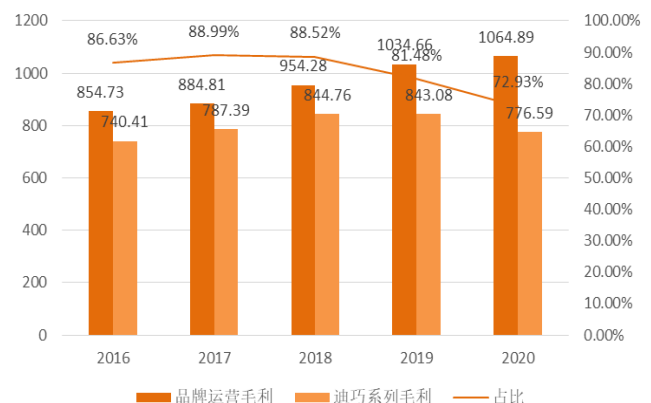
业务结构更趋平衡。在业务前期，受限于资金、人员限制，大部分的品牌运营商的业务均聚焦于少数品牌，一旦品牌运营业务获取成功，品牌运营商可以获取长期稳定的回报，该品牌也将成为品牌运营商的主要利润来源。但公司的核心竞争力和迪巧系列业务并不存在依存关系，随着公司不断拓展运营新品牌，迪巧系列收入、毛利占公司品牌运营业务收入的比例逐年下降，2020 年迪巧系列收入占品牌运营业务收入的比例已经下降至 54.63%，毛利额占品牌运营业务毛利额的比例已经降至 72.93%，随着公司运营品牌规模的不断上升，迪巧系列占公司业绩的比重也将继续下降，业务结构更趋平衡。

图 10：迪巧系列收入（百万元）占比下降至 54.63%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：迪巧系列毛利（百万元）占比下降至 72.93%

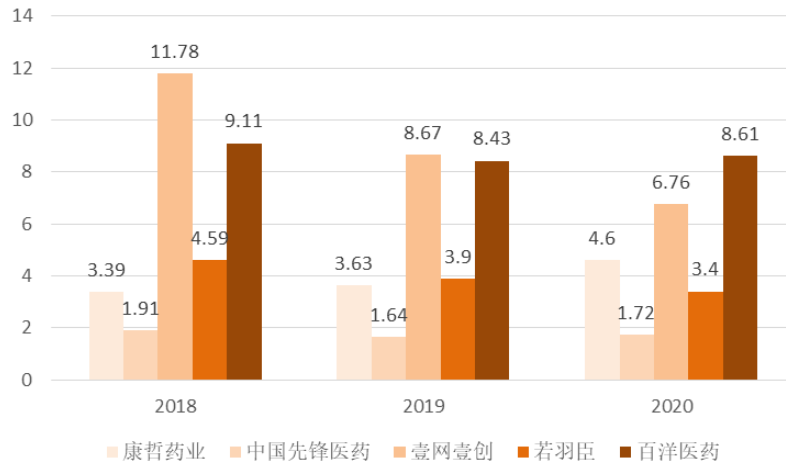


资料来源：wind，天风证券研究所

2.6. 存货周转率行业领先

公司品牌运营业务存货周转率始终维持行业较高水平，主要由于迪巧、泌特系列产品为行业知名品牌，产品销售规模较大，存货周转较快所致；随着公司其他品牌产品的规模增大，存货周转率略有下降，但仍处于行业较高水平。

图 12：国内品牌运营商存货周转率情况



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

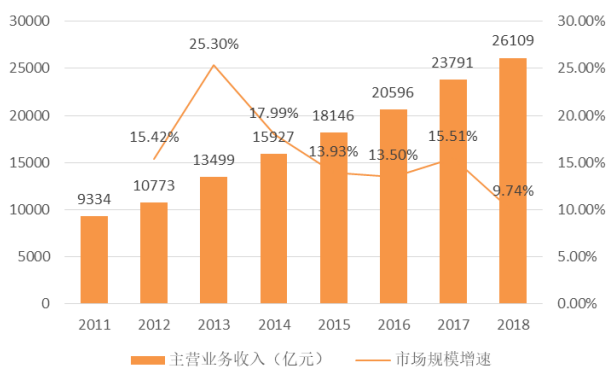
3. 现代化物流体系高度融合，线上结合线下打造新零售

3.1. 批发配送业务：现代化物流，打造区域龙头

中国药品批发行业整体规模一直处于增长态势，增速有所减缓，据国家统计局数据，2019 年中国共有医药批发企业 10893 家，常年增速维持在 9% 以上，行业整体呈现企业数量众多、市场集中度不高的竞争格局；2018 年药品批发企业主营业务收入为 2.61 万亿元，同比增长了 9.74%，增速下滑 5.77 个百分点，2011-2018 年年均复合增长率达到 15.83%。

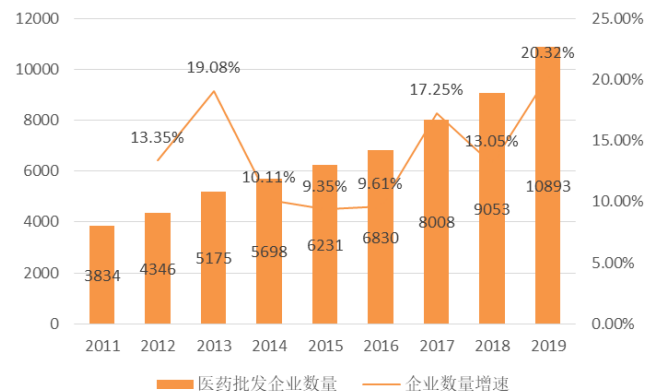
国家政策指导下行业将不断走向集中化，2016 年国务院提出将在指定的综合医改试点省份内推行从生产到流通和从流通到医疗机构各开一次发票的两票制，压缩流通渠道层级，减少中间环节层层加价，使药价更加可负担。伴随着政府鼓励与监管政策同时推进，未来医药批发行业的中间流通环节减少，行业集中度或将进一步提升，规模较大且拥有较强终端覆盖能力的全国性医药商业公司和区域性配送龙头将会更具有竞争优势。

图 13：2011-2018 年医药批发行业规模持续增长（亿元）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 14：医药批发企业数量众多（家）

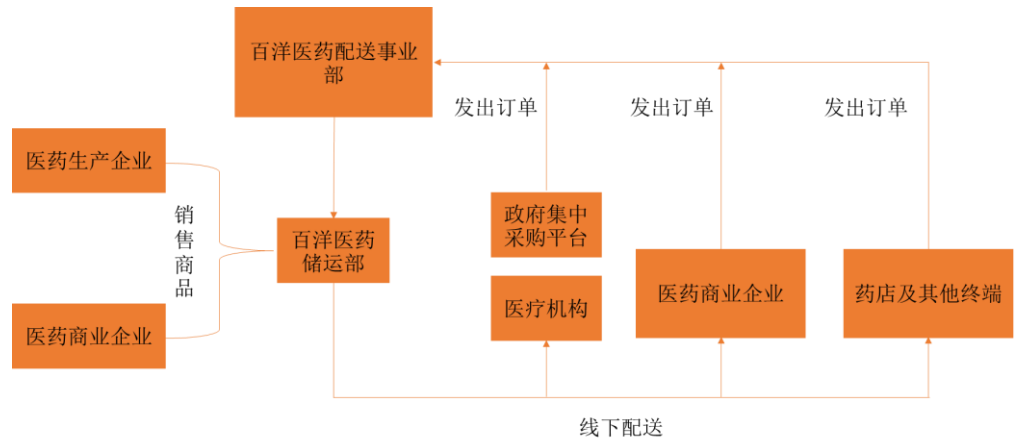


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

公司的批发配送业务主要以青岛、北京为中心，辐射周边地市的二级以上医院、社区诊所及药房等，批发配送的产品包括药品、中药饮片、医疗器械、诊断试剂、医用耗材等。依托于完善的物流配送网络、先进的物流设备和管理信息系统，公司批发配送的产品品规超过 8500 余个，直接客户包括约 270 家二级及以上医疗机构，超过 1000 家民营医院及社区诊所，超过 1100 家单体药房、连锁药房等。

根据商务部统计，2018 年公司在全国医药批发企业主营业务收入前 100 位中排名第 39 位，在山东省内名列第 2 位，区域龙头地位稳固，随着公司业务经营规模的扩大，行业排名也将稳步上升。

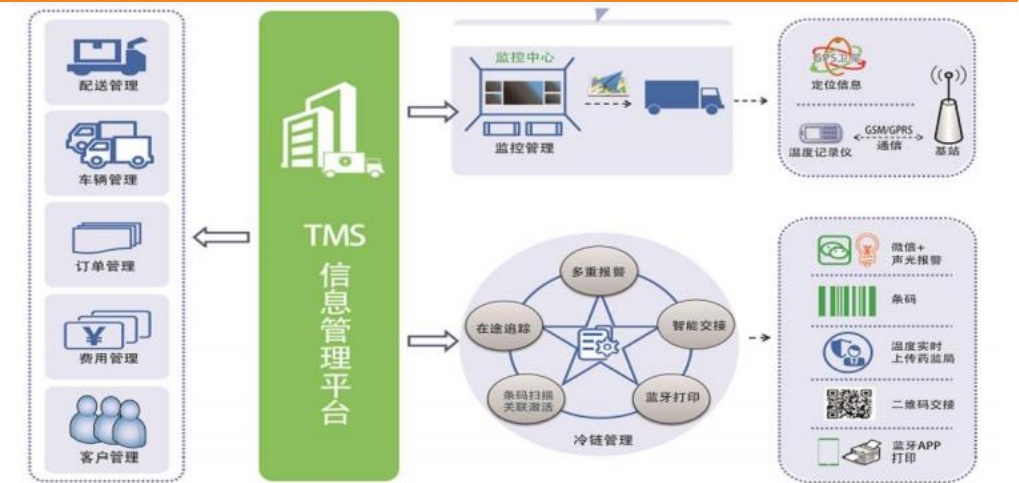
图 15：公司批发送业务流程



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

随着行业集中度和规范程度的提升，为了加强自身的竞争力、更好地为上下游企业提供增值服务，公司建立了一套完整的现代化物流体系，目前所使用的系统包括 ERP 系统、WMS 系统以及 WCS 系统，有效提高了管理的效率。通过企业内各系统的对接，公司可以实现信息、物流、商流的集中控制管理；通过配备机械化、半自动化的物流设备，可有效增强快速反应能力、创新能力和竞争能力，降低物流配送成本，提升行业竞争力。

图 16：公司现代化物流体系



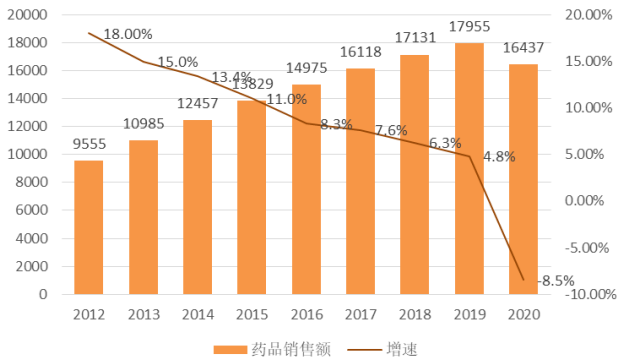
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.2. 零售业务：线上结合线下满足多样化需求

药品销售额增速放缓，零售药店终端整体受疫情影响较小。近年来，受医保控费等政策的影响，药品销售额增速整体呈下降趋势，2020 年受新冠疫情影响，药品销售额首次出现负增长，同比减少 8.5% 达 1.64 万亿元，三大终端药品销售额增速均有所下降，其中公立医院终端（-12.0%）和公立基层医疗终端（-11.8%）甚至出现负增长，零售药店终端市场整体受影响较小，增速下滑至 3.2%，销售额达 4330 亿元。

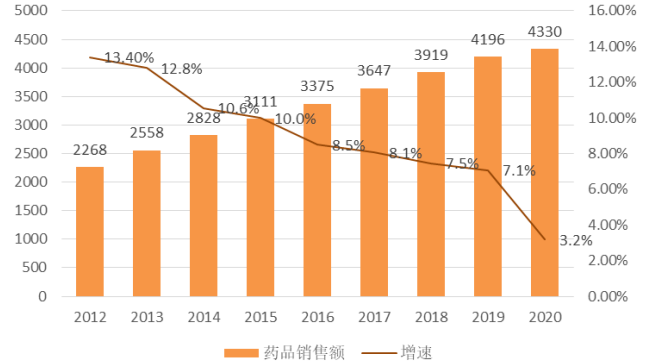
药店总数增长较慢，连锁化率持续提升。2008-2020 年，全国药店总数由 36.56 万增长至 54.60 万，CAGR 为 3.40%，整体增速较慢；其中单体药店总数由 23.62 万减少至 23.30 万，CAGR 为 -0.11%，整体增速最慢；连锁药店总数由 12.93 万增长至 31.30 万，CAGR 为 7.64%，整体增速最快，并于 2017 年首次超过单体药店总数，成为零售药店行业主体，推动行业连锁化率持续提升至 2020 年的 57.3%，相较于 2008 年的 35.4% 提升近 22 个百分点。

图 17：药品销售额同比减少 8.5%（2020 年，亿元）



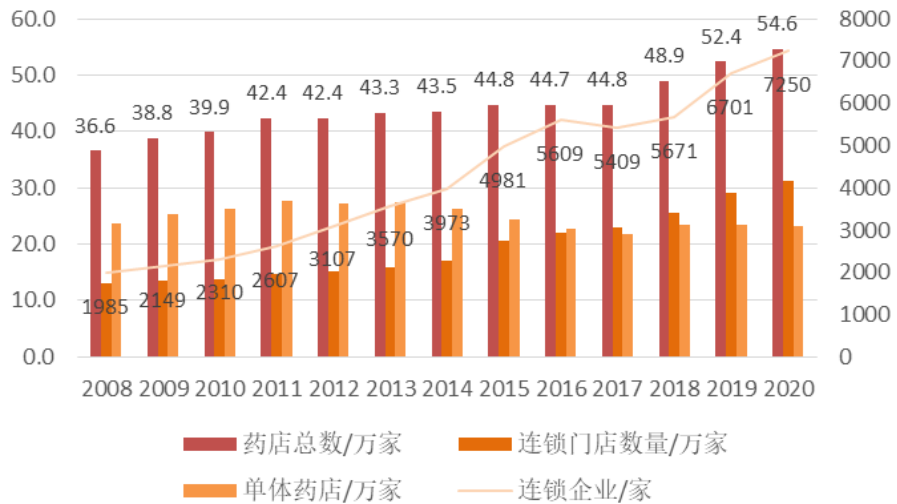
资料来源：南方所，天风证券研究所

图 18：2020 年中国零售药店终端药品销售额同比增长 3.2%（亿元）



资料来源：南方所，天风证券研究所

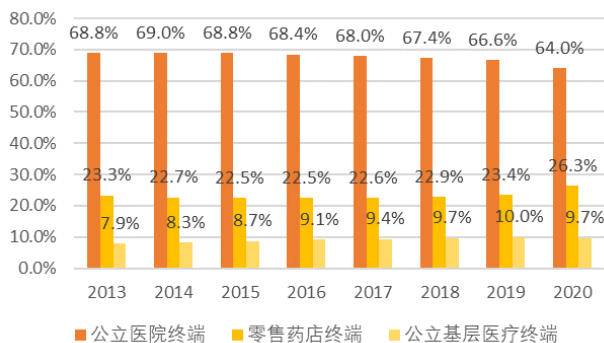
图 19：2008-2020 年零售药店总数、连锁门店（企业）数量、单体药店数量变化情况



资料来源：《中国药店》，天风证券研究所

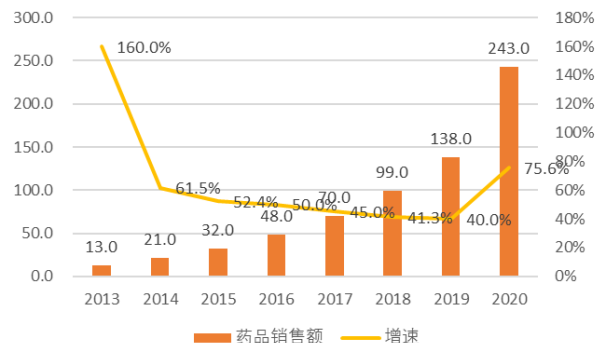
零售药店终端市场占比稳步提升，网上药店市场增长迅猛。目前中国药品终端销售主要来自公立医院终端，与发达国家存在较大差异，随着医改的推进，药品价格加成取消，医药分开、处方药外流的趋势越发明显，零售药店逐步承接医院门诊药房，成为药品销售的主要终端；尤其是 2020 年疫情期间，公立医院、基层医疗等终端市场诊疗业务开展受限，均出现负增长，零售药店终端市场则发挥了积极重要的作用，市场占比也大幅提升到 26.3%。同时随着互联网信息技术的成熟完善和移动终端应用的快速普及，互联网线上零售发展迅速，网上药店市场虽然规模仍较小，但增长迅猛，常年增速不低于 40%，尤其是 2020 年新冠疫情期间，其增速进一步提升至 75.60%，市场规模达 243 亿元。

图 20：2013-2020 年零售药店终端市场占比持续提升



资料来源：南方所，天风证券研究所

图 21：2020 年中国网上药店市场药品销售额增长 75.6%（亿元）



资料来源：南方所，天风证券研究所

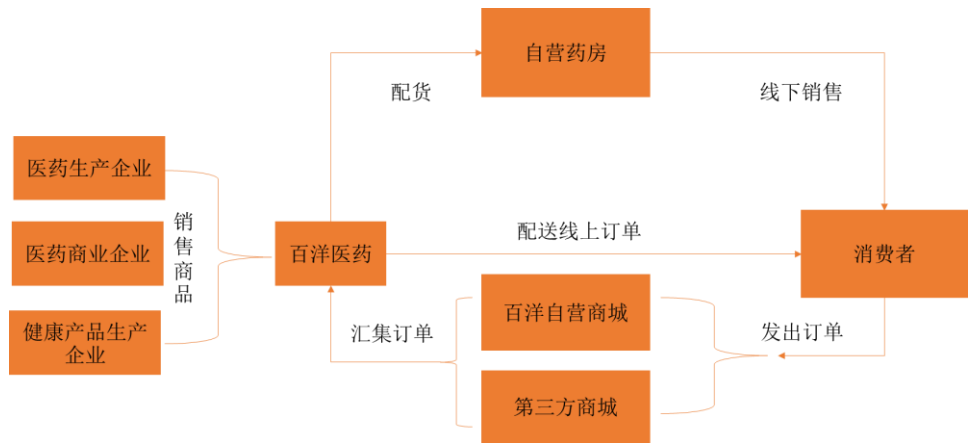
在药品零售业务方面，公司通过开设能够提供高附加值的临床药品和药事服务的自有药房，打通线下零售渠道，线下自营药房以销售处方药为主要产品的 DTP 药房为主以满足患者的多样化临床用药需求。另一方面公司通过建立 B2C 医药电商网站“百洋商城”和在天猫、京东等知名第三方电商平台上开设的医药电商旗舰店进行线上零售，为消费者提供便捷的购买渠道。

图 22：公司线下零售药房



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 23：公司零售业务具体流程



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

4. 募投项目拟建设现代物流配送+电子商务运营，助力长期发展

公司近期创业板上市公开发行 5260 万股新股，发行价格 7.64 元/股，募集资金总额为 4.02 亿元，扣除发行费用后预计募集资金净额为 3.43 亿元，拟用于现代物流配送中心和电子商务运营中心的建设，实际募集资金不足项目投资需要的资金缺口将通过公司自筹解决。现代物流配送中心的建设将有效增强公司在青岛地区的物流配送能力和配送效率，同时可利用物流配送中心的中转站功能，加深生态圈内物流领域的合作联系，提高公司业务的整体服务质量和水平，降低综合运营成本。电子商务运营中心将以多元化的互联网思维模式，深度整合药店、诊所及医药生产企业等客户资源，增强公司的产业整合能力及业务协调能力，有利于公司的业务规模扩张、业务模式创新以及行业的转型升级。

表 4：公司募投项目助力未来

项目名称	建设期	拟投入募集资金金额(万元)	项目概况
现代物流配送中心建设项目	24 个月	30320.47	响应医药物流政策改革，保障储运药品安全有效；提升物流配送能力，助力业务规模扩张；降低物流配送成本，优化业务收入结构。
电子商务运营中心建设项目	24 个月	4896.35	顺应时代发展潮流，把握产业变革机遇；开发建设虚拟库存，助力客户业

	务发展；整合医药流向数据，探索数据管理服务。
补充流动资金	35000.00
合计	70216.82

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

受国家医改政策的推动，公司主营业务品牌运营和医药产品批发配送发展空间较大，业务规模有望进一步扩大。

公司品牌矩阵不断扩大，鉴于成功的品牌运营经验，新品牌运营孵化速度将较快。

公司已经成为医药批发配送区域龙头，现代物流体系将帮助公司进一步扩大规模。

线上零售处于起步阶段，公司的线上自营商城有望迅速发展。

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 79.14、102.06、127.75 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 4.13、5.34、6.57 亿元。

表 5：公司主营业务收入预测

单位：百万	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3034.32	3095.54	3652.46	4848.66	5879.32	7913.78	10206.38	12775.11
yoy		2.02%	17.99%	32.75%	21.26%	34.60%	28.97%	25.17%
品牌运营业务收入	1630.75	1574.37	1671.26	1994.04	2166.34	3207.06	4457.76	5731.32
yoy		-3.46%	6.15%	19.31%	8.64%	48.04%	39.00%	28.57%
医药批发配送业务收入	1137.17	1278.21	1761.01	2613.30	3370.57	4213.07	5061.49	6078.14
yoy		12.40%	37.77%	48.40%	28.98%	25.00%	20.14%	20.09%
零售业务收入	250.89	229.14	205.72	227.45	327.21	478.65	672.12	950.65
yoy		-8.67%	-10.22%	10.56%	43.86%	46.28%	40.42%	41.44%

资料来源：wind，天风证券研究所

5.2. 估值

采用分部相对估值法对公司进行估值，品牌运营板块我们选取以快消品为主的品牌运营公司若羽臣、壹网壹创作为可比公司，同时考虑到健康品牌商业化平台的稀缺性以及公司迪巧品牌运营的成功经验，给予一定估值溢价；医药批发配送板块我们选取上海医药、国药股份作为可比公司；零售板块我们选取大参林、益丰药房作为可比公司；我们预计品牌运营板块、医药批发配送板块、零售板块 2021 年净利润分别为 3.40/0.67/0.06 亿元，参考可比公司分别给予 60/12/32 倍 PE，百洋医药合理估值为 214.05 亿元，对应目标价 40.77 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：百洋医药估值

	2021E 归母净利润（亿元）	可比公司平均 PE	PE	估值（亿元）
百洋医药	4.13			214.05
品牌运营板块	3.40	27	60	203.97
医药批发配送板块	0.67	12	12	8.09
零售板块	0.06	32	32	1.99

资料来源：wind，天风证券研究所，注：可比公司数据为 wind 一致预测，收盘价及总市值为 2021 年 7 月 12 日数据

表 7：可比公司估值情况

股票代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (X)		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
品牌运营业务可比公司									
003010.SZ	若羽臣	26.24	32	0.90	1.11	1.32	29	23	20
300792.SZ	壹网壹创	47.48	103	1.95	2.63	3.30	24	18	14
平均值							27	21	17
医药产品批发配送业务可比公司									
601607.SH	上海医药	19.96	567	1.92	2.14	2.49	10	9	8
600511.SH	国药股份	30.75	232	2.18	2.49	2.91	14	12	10
平均值							12	11	9
零售业务可比公司									
603233.SH	大参林	46.49	367	1.73	2.20	2.81	27	21	17
603939.SH	益丰药房	50.10	360	1.39	1.81	2.30	36	28	22
平均值							32	25	19

资料来源: wind, 天风证券研究所, 注: 可比公司数据为 wind 一致预测, 收盘价及总市值为 2021 年 7 月 12 日数据

6. 风险因素

1. 创新风险

公司通过创新的“商业化平台”方式进行医疗健康产品的品牌运营。虽然目前的推广模式深受供应商认可, 但未来随着推广模式、渠道、技术的进步, 如出现了更具突破性、创新性的推广模式, 公司的品牌运营业务可能面临被竞争对手替代的风险, 导致公司的经营业绩受到影响。

2. 品牌运营业务集中风险

迪巧系列产品是公司运营的最重要的品牌产品, 一旦出现迪巧系列产品的市场竞争格局发生重大变化、消费者的偏好发生重大变化、迪巧系列产品的生产发生波动或其他可能影响迪巧系列产品业务的不利因素, 均可能导致公司品牌运营业务的重大波动。

3. 经营区域集中风险

中国医药流通行业呈现较强的地域化特征, 多数企业业务集中在省级区域内, 公司主营业务收入主要来自于山东省, 存在区域集中的风险。

4. 政策风险

国家推进医疗事业改革对医药行业的发展具有重要影响, 若公司不能及时根据相关政策作出业务调整, 不能适应新的行业竞争状况, 将会对公司的经营业绩造成不利影响。

5. 市场竞争加剧风险

医药行业分工不断细化, 现有的品牌运营公司都在不断加大运营投入, 市场竞争不断加剧。

6. 内控及合规风险

公司无法完全避免个别员工在产品的购销活动中存在不正当的商业行为, 可能导致公司被相关监管部门认定违反相关法律法规, 从而对公司形象造成不利影响, 甚至可能会影响公司部分业务的正常开展, 进而会对公司的经营业绩产生不利影响。

7. 重大疫情导致公司业绩下滑风险

重大疫情爆发可能会对宏观经济的正常运行以及各行各业的生产经营产生重大影响, 从而影响公司的正常经营活动及整体经营业绩。

8. 短期内股价波动风险

该股为次新股，流动股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险。

9.部分自有房屋存在瑕疵风险

公司于青岛市市北区开封路 88 号拥有一处房屋，该房屋存在被主管部门处以行政处罚并责令拆除的可能，公司部分人员将不能继续在该处房屋办公，可能会对公司造成一定经济损失。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,162.85	1,107.18	1,424.48	1,837.15	2,299.52
应收票据及应收账款	1,179.82	1,557.57	1,985.65	1,699.99	2,203.52
预付账款	76.94	90.75	144.45	159.66	214.68
存货	487.13	610.35	784.24	1,028.54	1,269.09
其他	74.49	175.46	126.83	155.56	183.38
流动资产合计	2,981.23	3,541.31	4,465.64	4,880.90	6,170.18
长期股权投资	118.24	125.67	135.67	143.67	151.67
固定资产	173.58	170.71	181.98	213.49	244.18
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	32.78	31.06	27.69	24.33	20.96
其他	124.24	132.10	119.98	105.34	100.00
非流动资产合计	448.85	459.55	501.33	556.43	588.58
资产总计	3,430.07	4,000.86	4,966.97	5,437.33	6,758.76
短期借款	1,162.75	1,349.96	1,289.38	1,148.03	985.11
应付票据及应付账款	756.38	842.89	1,209.42	1,472.34	1,950.22
其他	201.30	304.35	485.71	295.67	638.67
流动负债合计	2,120.43	2,497.20	2,984.51	2,916.04	3,574.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.17	4.94	4.61	4.57	4.71
非流动负债合计	4.17	4.94	4.61	4.57	4.71
负债合计	2,124.60	2,502.14	2,989.12	2,920.62	3,578.71
少数股东权益	24.73	26.83	28.60	33.23	39.68
股本	472.50	472.50	525.10	525.10	525.10
资本公积	201.45	208.21	220.50	220.50	220.50
留存收益	808.71	998.40	1,424.14	1,958.39	2,615.27
其他	(201.92)	(207.20)	(220.50)	(220.50)	(220.50)
股东权益合计	1,305.47	1,498.72	1,977.85	2,516.72	3,180.05
负债和股东权益总计	3,430.07	4,000.86	4,966.97	5,437.33	6,758.76

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	210.97	277.22	413.45	534.24	656.88
折旧摊销	22.01	22.80	13.10	15.27	17.51
财务费用	56.78	62.24	50.50	41.20	28.52
投资损失	(9.24)	(4.63)	(7.74)	(7.20)	(6.52)
营运资金变动	(244.84)	(419.85)	(140.08)	120.41	(9.99)
其它	7.33	(54.62)	(21.49)	8.50	11.62
经营活动现金流	42.99	(116.83)	307.74	712.42	698.02
资本支出	24.48	21.68	57.33	77.04	46.86
长期投资	15.63	7.43	10.00	8.00	8.00
其他	(36.44)	(71.74)	(70.07)	(162.59)	(105.68)
投资活动现金流	3.67	(42.63)	(2.73)	(77.55)	(50.81)
债权融资	1,162.75	1,349.96	1,348.86	1,167.86	1,011.55
股权融资	(53.56)	(47.07)	13.40	(41.20)	(28.52)
其他	(869.89)	(997.07)	(1,349.96)	(1,348.86)	(1,167.86)
筹资活动现金流	239.29	305.81	12.30	(222.20)	(184.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	285.95	146.35	317.30	412.67	462.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,848.66	5,879.32	7,913.78	10,206.38	12,775.12
营业成本	3,497.68	4,406.00	5,863.75	7,542.47	9,477.86
营业税金及附加	25.41	27.11	39.57	51.03	63.88
营业费用	832.99	872.55	1,219.51	1,633.02	2,044.02
管理费用	150.56	140.59	181.23	237.81	297.66
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	49.34	55.29	50.50	41.20	28.52
资产减值损失	(1.15)	(9.31)	(2.09)	(4.18)	(5.19)
公允价值变动收益	0.00	4.21	(23.26)	3.88	5.17
投资净收益	9.24	4.63	7.74	7.20	6.52
其他	(11.46)	10.25	31.05	(22.16)	(23.39)
营业利润	296.05	368.00	545.79	716.11	880.07
营业外收入	9.27	13.08	17.00	13.11	14.40
营业外支出	12.84	10.19	9.15	10.73	10.03
利润总额	292.48	370.89	553.64	718.49	884.44
所得税	81.51	93.66	138.41	179.62	221.11
净利润	210.97	277.22	415.23	538.87	663.33
少数股东损益	1.09	4.51	1.78	4.63	6.45
归属于母公司净利润	209.87	272.71	413.45	534.24	656.88
每股收益(元)	0.40	0.52	0.79	1.02	1.25

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	32.75%	21.26%	34.60%	28.97%	25.17%
营业利润	-5.77%	24.30%	48.31%	31.21%	22.90%
归属于母公司净利润	-18.69%	29.94%	51.61%	29.22%	22.96%
获利能力					
毛利率	27.86%	25.06%	25.90%	26.10%	25.81%
净利率	4.33%	4.64%	5.22%	5.23%	5.14%
ROE	16.39%	18.53%	21.21%	21.51%	20.92%
ROIC	26.89%	26.65%	28.30%	32.15%	39.74%
偿债能力					
资产负债率	61.94%	62.54%	60.18%	53.71%	52.95%
净负债率	-0.01%	16.20%	-3.82%	-26.59%	-40.50%
流动比率	1.41	1.42	1.50	1.67	1.73
速动比率	1.18	1.17	1.23	1.32	1.37
营运能力					
应收账款周转率	4.66	4.30	4.47	5.54	6.55
存货周转率	11.84	10.71	11.35	11.26	11.12
总资产周转率	1.60	1.58	1.76	1.96	2.09
每股指标(元)					
每股收益	0.40	0.52	0.79	1.02	1.25
每股经营现金流	0.08	-0.22	0.59	1.36	1.33
每股净资产	2.44	2.80	3.71	4.73	5.98
估值比率					
市盈率	84.84	65.29	43.07	33.33	27.11
市净率	13.90	12.10	9.13	7.17	5.67
EV/EBITDA	0.00	0.00	28.92	22.05	17.73
EV/EBIT	0.00	0.00	29.56	22.50	18.07

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com