

百洋医药 (301015.SZ) 增持 (首次评级)

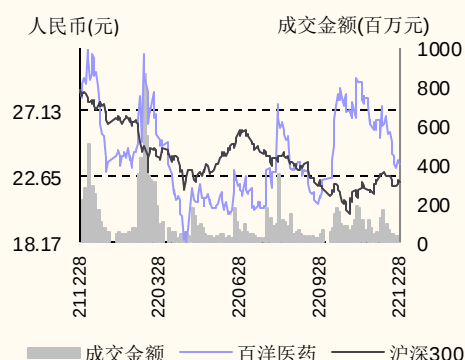
公司深度研究

市场价格 (人民币): 23.56 元

目标价格 (人民币): 26.57 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.25
已上市流通 A 股(亿股)	1.18
总市值(亿元)	123.71
年内股价最高最低(元)	31.37/18.17
沪深 300 指数	3871
创业板指	2338



深耕医药品牌运营，创新药商业化新选择

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,879	7,052	7,579	8,702	10,003
营业收入增长率	21.26%	19.94%	7.48%	14.82%	14.95%
归母净利润(百万元)	273	423	499	616	781
归母净利润增长率	29.94%	55.04%	18.14%	23.29%	26.76%
摊薄每股收益(元)	0.577	0.805	0.951	1.173	1.487
每股经营性现金流净额	-0.25	0.35	0.37	0.91	1.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.53%	19.61%	20.34%	21.79%	24.10%
P/E	n.a	37.63	24.77	20.09	15.85
P/B	n.a	7.38	5.04	4.38	3.82

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司聚焦药物品牌运营，随着新药审批加快、种类增多，品牌运营需求上升。(1) 公司业务涉及医药产品的品牌运营（向终端消费者推广销售产品）、批发配送（针对医院、诊所和药房）及零售服务（线上+线下药房），是医药产品生产企业营销综合服务商，其中品牌运营业务为公司核心。(2) 随着医药流通环节精细化分工、大量创新药企候选产品上市，尤其国内初创 Biotech 公司商业化能力较为薄弱，对品牌运营、孵化需求凸显。(3) 此外，公司切入集采后失标的原研药品运营。跨国药企对中国市场不熟悉，缺乏中国市场开拓经验，后集采时代压缩原研药利润空间；跨国药企选择与具有专业推广、营销、品牌运营公司合作可提高宣传效率，降低营销成本。
- 公司品牌运营业务孵化十余年，迪巧、泌特模式成功且可复制。(1) 2005-2015 年期间，公司处于业务探索及成长阶段，成功孵化迪巧、泌特两个初创品牌。(2) 经过数十年积累，公司通过积攒的下游优质客户渠道，加强上游知名品牌的合作，合作厂商包括武田制药、迈兰制药、安斯泰来、罗氏制药等全球知名医药企业。(3) 公司营收逐年增长，主营业务持续向好；2022 年前三季度实现营业收入 55.2 亿元，同比增长 5.43%；归母净利润 3.44 亿元，同比增长 11.45%；预计未来品牌推广业务会是业绩增长点，预计 2022/23/24 年品牌推广业务营收 35.74/42.21/49.77 亿元，增速维持 20% 左右。
- 抢创新产品市场推广先机，加强新兴领域品牌合作。(1) 公司与上海谊众合作，就“注射用紫杉醇聚合物胶束”的商业化展开合作，公司将根据销售情况收取 40%-44% 的服务费。上海谊众的紫杉醇胶束为目前国内独家的纳米剂型，通过合作加速纳米胶束的市场认可度。(2) 公司与巨子生物合作，对核心胶原蛋白品牌“可复美”的线下渠道开展商业化合作；有助于公司加强在功能性护肤领域的品牌推广力。

盈利预测与估值

- 我们预计公司 2022/23/24 年实现营收 75.79/87.02/100.03 亿元，同比增长 7.48%/14.82%/14.95%。我们采用 PEG 法对公司进行估值，参考同行业可比公司 2023 年平均 PEG，取 0.95X 作为公司 2023 年合理 PEG；我们认为，公司的合理市值为 139 亿元，对应股价 26.57 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险

- 品牌运营业务集中风险、合作销售不及预期风险、国家政策风险、限售股解禁风险。

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001
(8621)61038261
zhaohc@gjzq.com.cn

内容目录

专业医药商业化平台，打造精细化运营管理.....	4
十余年初创医药品牌运营，紧密链接上游生产企业及下游消费者	4
主营业务景气延续，营收及净利润实现高速增长.....	6
品牌运营业务先发优势，迪巧、泌特成熟模式复制新品种	7
集采、医保谈判压缩原研生命周期，品牌运营需求提升	7
“迪巧”、“泌特”成熟模式可复制，打造差异化品牌定位	9
以单品为基延伸至整条产品线，形成完整渠道，构建良性循环.....	14
拓展：以商业化平台为基加强医美布局，股权投资加速创新转化	15
现代化物流体系批发配送，线上与线下覆盖销售端	16
批发配送业务逐渐剥离，辐射周边下沉市场.....	16
线上线下双模式融合，创新经营加快数字智能化转型.....	17
盈利预测与估值.....	18
盈利预测	18
相对估值法.....	19
风险提示	20

图表目录

图表 1：公司业务分为品牌运营、批发配送及零售服务.....	4
图表 2：公司和多个品牌建立品牌运营业务.....	5
图表 3：高管团队成员拥有丰富经验	5
图表 4：2017-3Q 2022 分板块业务收入（亿元）及增速.....	6
图表 5：2018-3Q 2022 归母净利润（亿元）及增速.....	6
图表 6：公司销售费用率逐年递减且处同行业较低水平	6
图表 7：品牌运营毛利率高于其他业务.....	7
图表 8：2021 年毛利主要来自于品牌运营	7
图表 9：公司人均创收（万元）逐年提升.....	7
图表 10：公司人均创利（万元）逐年提升.....	7
图表 11：国家医疗制度改革对品牌运营管理行业影响.....	8
图表 12：2012-2021 年中国药品进口金额（亿美元）不断增长.....	8
图表 13：集采后未中选药品采购量急剧减少.....	9
图表 14：Biotech 公司商业化能力弱，销售费用率高.....	10
图表 15：公司运营品类覆盖 OTC、OTX、肿瘤及创新药.....	10
图表 16：运营品牌矩阵丰富	11
图表 17：公司主要运营品牌及产品营收（亿元）	11
图表 18：公司对于迪巧品牌进行差异化的推广定位.....	12
图表 19：百洋医药专注品牌运营	13
图表 20：迪巧系列竞品基本概括.....	13

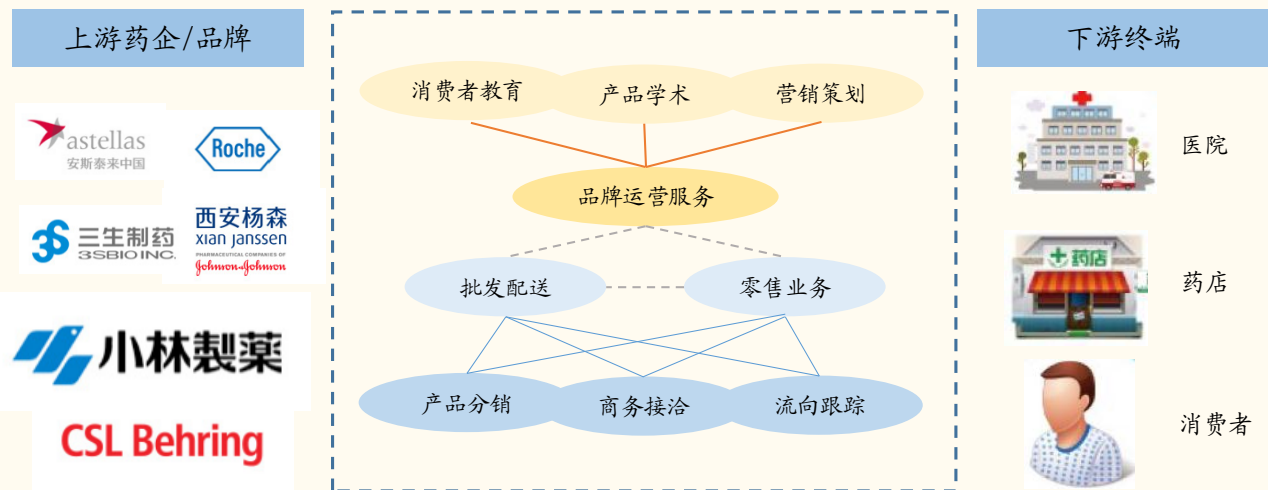
图表 21: 公司与安士合作历史沿革.....	13
图表 22: 哈乐销售额 (百万元)	14
图表 23: 公司与安斯泰来合作泌尿产品线.....	14
图表 24: 上海谊众紫杉醇销售销售额 (万元)	15
图表 25: 上海谊众独家剂型创新紫杉醇胶束产品及机制.....	15
图表 26: 2019-2021 年可复美销售收入 (百万元)	16
图表 27: 巨子生物双规销售策略.....	16
图表 28: 2020 年中国药品批发企业市场份额.....	17
图表 29: 全国药品零售百强企业销售额 (亿元)	17
图表 30: 2020 年中国药品零售市场代表企业市场份额.....	17
图表 31: 公司智慧药房提供药事咨询服务.....	18
图表 32: 公司 2022-2024 年营收预测 (百万元)	19
图表 33: PEG 估值法	20

专业医药商业化平台，打造精细化运营管理

十余年初创医药品牌运营，紧密链接上游生产企业及下游消费者

- 百洋医药（301015.SZ）的主营业务是提供医药产品生产企业营销综合服务，包括提供医药产品的品牌运营、批发配送及零售服务；为品牌医药生产企业提供产品营销的综合解决方案。

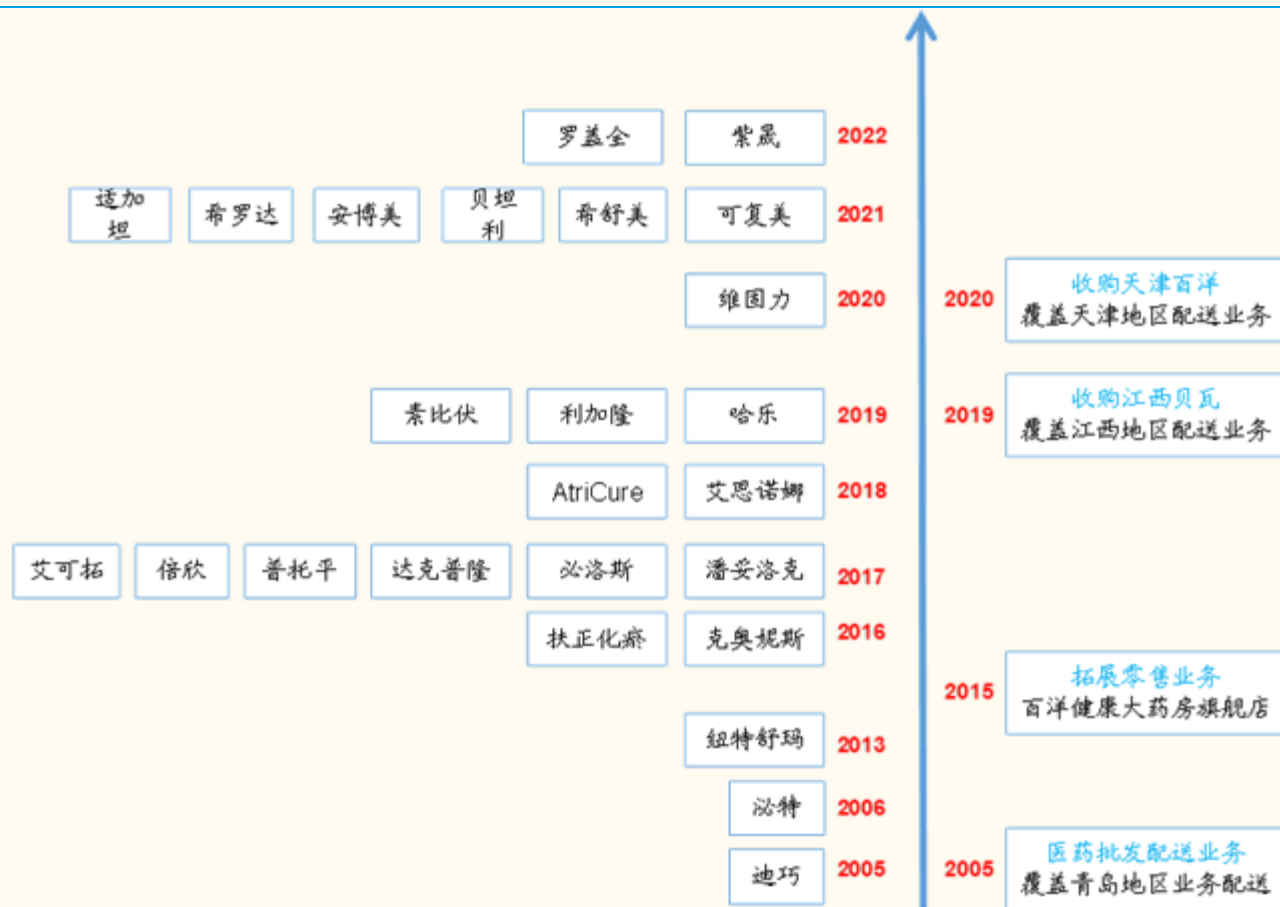
图表 1：公司业务分为品牌运营、批发配送及零售服务



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 业务探索及成长阶段积累优质下游资源，成熟后模式获知名企业认可。公司成立自 2005 年，发展可分为两个阶段：（1）2005 年至 2015 年期间，公司专注于运营迪巧、泌特两个初创品牌，经历十余年的品牌孵化，均已成为国内知名品牌，在各自细分领域处于领先地位。伴随着迪巧、泌特两个品牌运营的成功，公司在品牌运营领域逐步积累品牌运营经验，具备了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，形成成熟的品牌运营模式。（2）2015 年至今，在医药行业高速发展，医药改革不断深入下，公司已探索出较为成熟的发展模式，逐步将积累的销售渠道和客户资源引向上游的医药产品制造商开发，建立可复制的商业化品牌运营模式，吸引上游品牌合作，迅速实现品牌的商业化。公司运营的品牌数量大幅增长，合作的厂商包括武田制药、迈兰制药、阿斯泰来、罗氏制药、上海谊众、巨子生物等全球知名的医药企业。
- 公司基于品牌运营、全数据平台客户管理、长期运营三大核心能力，为优质品牌搭建高速公路，为上游企业提供全渠道解决方案，提升运营效率。经过十余年的积累，公司已形成强大的营销网络，合作大中型医院 1.4 万余家、药店 37 万余家，已孵化出多个品类领导品牌，与上百家上游企业形成稳定合作关系。

图表 2：公司和多个品牌建立品牌运营业务



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

- 核心管理层背景专业，深耕医药产品营销。核心管理层大部分均有医学背景，对医药行业市场营销、企业管理、新特药领域市场、医药商业拓展等均有过硬的专业能力。

图表 3：高管团队成员拥有丰富经验

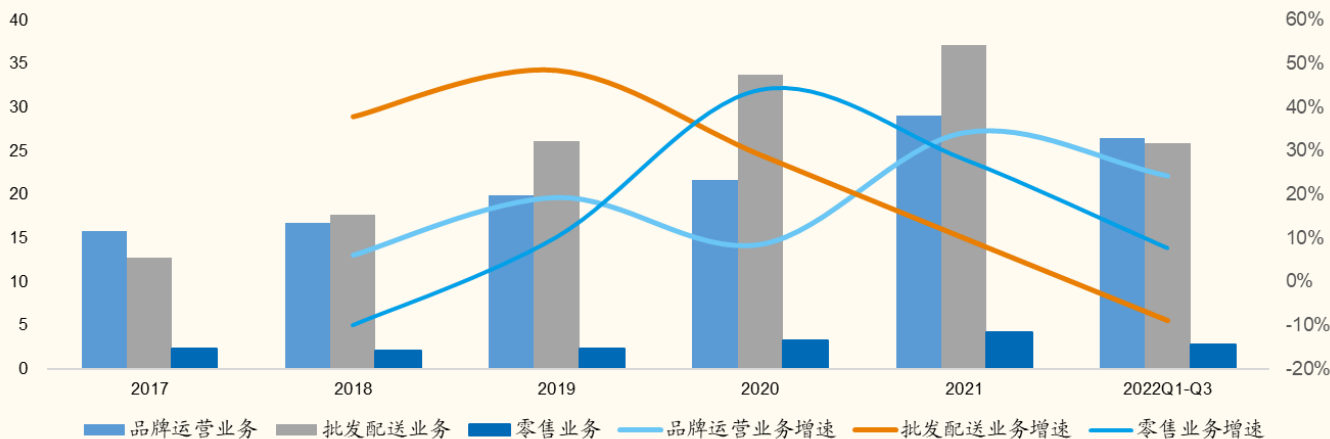
姓名	职务	学历	简介
付刚	董事长、总裁	北京医科大学临床医学系、中国人民大学 EMBA	曾任北京铁路总医院医生、丽珠集团营销副总裁等职；2005 年创建百洋医药，担任董事长至今；兼任中国医药商业协会副会长、中国医药企业管理协会副会长、百洋集团董事长等职务。
朱晓卫	董事、副总裁	兰州医学院药理学专业	负责公司采购、生产与数字化供应链业务。曾任兰州大学药学院、丽珠集团、海南海药等企事业单位；现兼任百洋医药集团董事、百洋制药董事长、上海现代中医药董事长等职务。
王国强	董事、副总裁、财务总监、董事会秘书	西南财经大学审计学专业	负责公司财务、合规及董秘业务。曾任丽珠营销财务、销售管理负责人及副总经理等职；现兼任百洋医药集团董事、天津清正执行事务合伙人等职务。
张圆	董事、副总裁	西安医科大学药学专业	负责管理公司多个品牌型事业部，包括骨健康、消化、慢病、OTX 等不同治疗领域。在百洋曾先后担任非处方药市场部总监、公共关系管理部总监、百洋美国投资董事等职务。
王必全	副总裁	上海第二军医大学医学本科、中欧国际工商学院 EMBA	负责公司创新药商业化业务。曾任施贵宝中国区处方药市场部总监、肿瘤事业部总监、肝病事业部总监等职。
王廷伟	副总裁	北京大学工商管理专业	负责公司商业拓展业务。曾任汤森路透集团大区业务经理、GBI 中国区商业负责人等。

来源：公司官网，公司招股说明书，国金证券研究所

主营业务景气延续，营收及净利润实现高速增长

- 公司营收逐年增长，主营业务持续向好。2020 年以来，医药行业受到疫情影响，公司在此背景下依旧保持正向增长。2021 年实现营业收入 70.52 亿元，同比增长 19.94%；2022Q1-Q3 实现营业收入 55.20 亿元，同比增长 5.43%。公司营业收入增长主要来源于品牌运营增长；2021 年品牌运营业务实现营收 29.05 亿元，同比增长 34.12%；2021 年批发配送业务实现营收 37.06 亿元，同比增长 9.94%；2021 年零售业务实现营收 4.19 亿元，同比增长 27.93%。随着国内经济增长及老龄化程度加深，医药健康服务和药品市场规模将进一步扩大，我们认为，公司凭借十余年里积攒的优质上下游资源将为公司带来持续、稳健的收入增长。

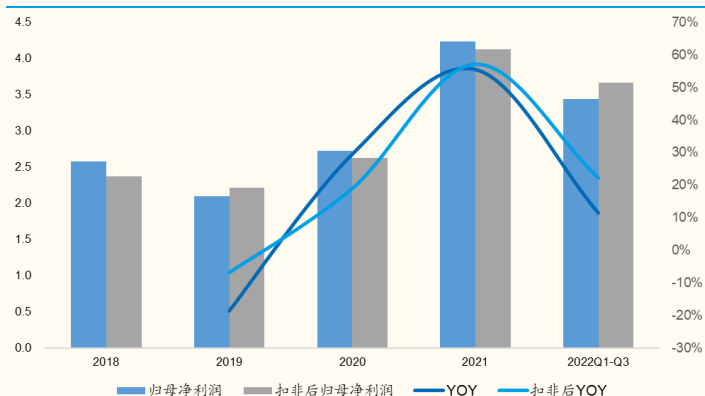
图表 4：2017-3Q 2022 分板块业务收入（亿元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

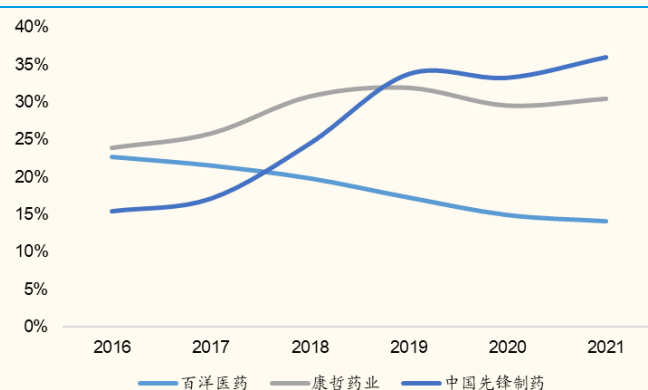
- 近三年归母净利润增长率实现由负转正，费用率持续降低。2021 年归母净利润 4.23 亿元，同比增长 55.04%；2022 年 Q1-Q3 实现归母净利润 3.44 亿元，同比增长 11.45%。公司近几年主营业务营收逐渐增加带来规模效应，品牌运营业务与国内外众多知名公司合作。费用端，公司控制销售费用，销售费用率逐年递减，2021 年销售费用率为 14.07%，与同行业公司相比，公司的销售费用率更低；归母净利润增长率逐年增长，未来有望持续延伸。

图表 5：2018-3Q 2022 归母净利润（亿元）及增速



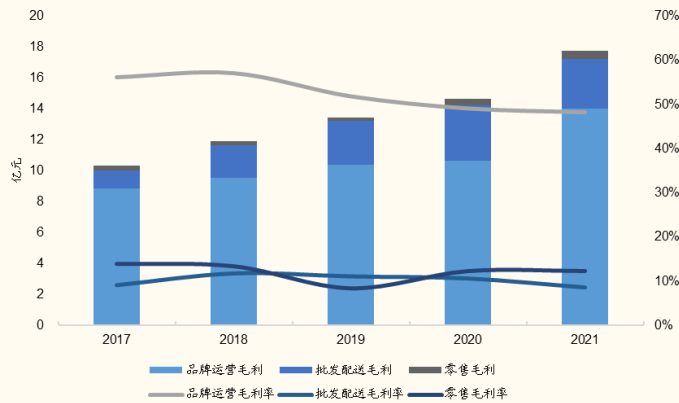
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：公司销售费用率逐年递减且处同行业较低水平



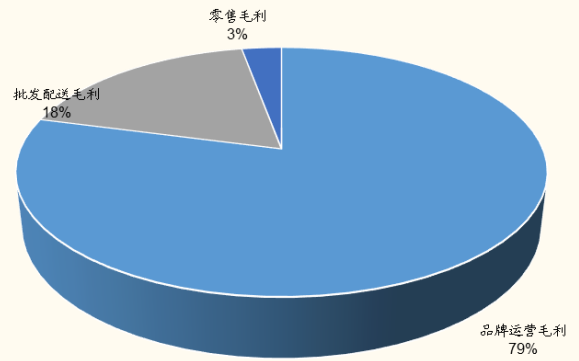
来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：品牌运营毛利率高于其他业务



来源：Wind，国金证券研究所

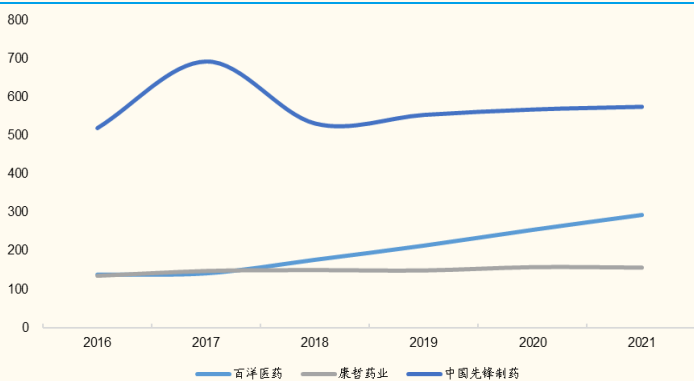
图表 8：2021 年毛利主要来自于品牌运营



来源：Wind，国金证券研究所

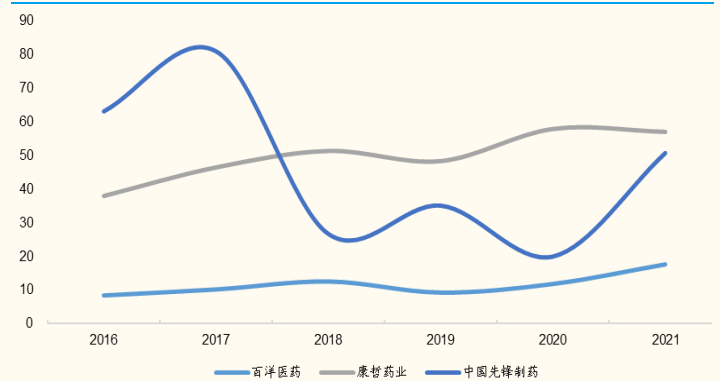
- 单人产出逐年提升，运营效率提升，人均产出近 300 万。通过公司营业收入以及员工人数，我们计算了 2016-2021 年间公司的员工产出，2016 年公司员工单人产出仅为 138 万/人，这一数字在 2021 年增长至 293 万/人。与同类公司相比，处行业中等水平。

图表 9：公司人均创收（万元）逐年提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：公司人均创利（万元）逐年提升



来源：Wind，国金证券研究所

品牌运营业务先发优势，迪巧、泌特成熟模式复制新品种

集采、医保谈判压缩原研生命周期，品牌运营需求提升

- 医疗制度改革主导行业发展。伴随着药品加成取消、医药分开、两票制、带量采购等医疗改革政策的推进，中国的医药产品流通将逐渐向市场化的竞争格局发展，医药产品市场竞争更加激烈，药品在流通环节通过简单销售已经不足以应对日益激烈的竞争，品牌运营服务的需求应运而生。

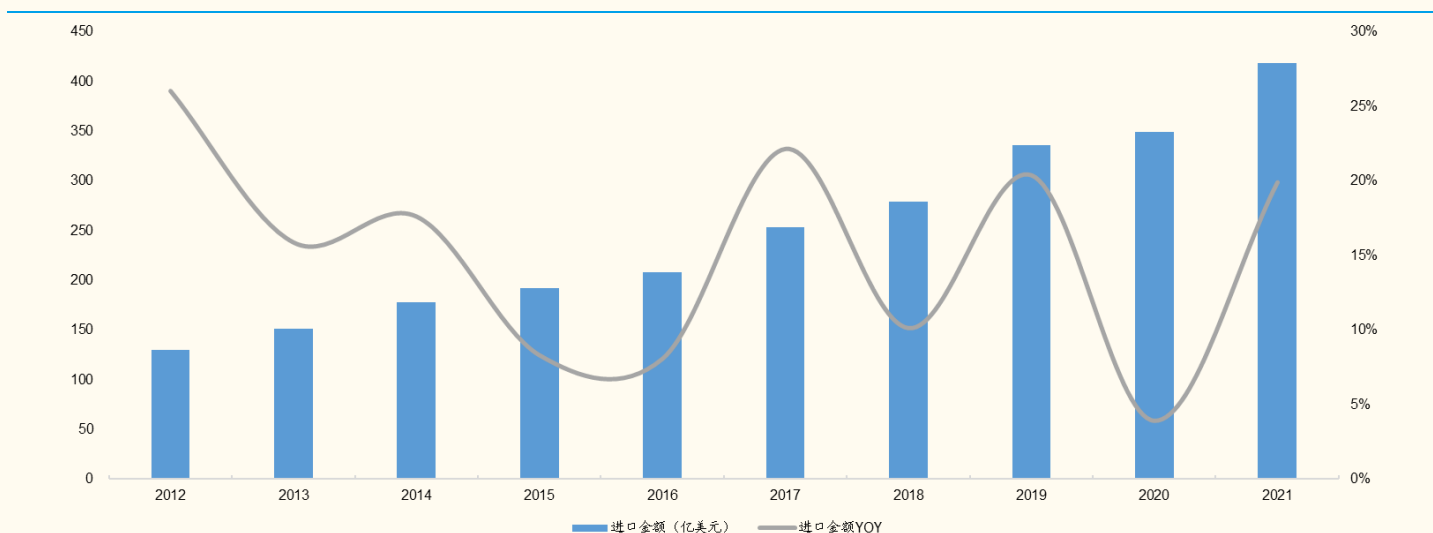
图表 11：国家医疗制度改革对品牌运营管理行业影响

政策简称	主要文件	对行业影响
带量采购	《国务院办公厅关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	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	《国务院办公厅关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	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	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	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	《药品价格谈判机制试点工作方案》	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	《药品注册管理办法（修订草案征求意见稿）》	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上升。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 进口药品是品牌运营服务的重要来源，中国进口药品仍保持高增长。中国是药品进口大国，近十年药品进口金额保持高速增长，2021 年中国药品进口金额达到 418.62 亿美元，同比增长约 20%，十年 CAGR 约 12.38%。药品进口的不断增长提升了品牌运营的需求，促进行业规模的整体提升。

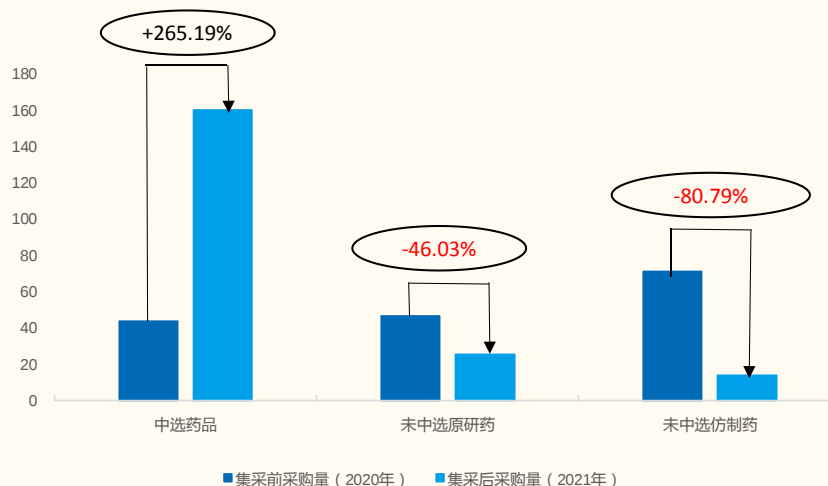
图表 12：2012-2021 年中国药品进口金额（亿美元）不断增长



来源：Choice，国金证券研究所

- 随着集采的一批批落地，可以看出集采主力军为国内头部药企，国企市场集中度不断提高，进口原研价格高，竞争力有所减弱。第七批集采中，共 60 个品种采购成功，其中外资药品仅为 6 个。前 5 批集采品种中，仿制药占比 96%，原研药竞争环境恶化，在中国市场的市场份额急剧减少，可以通过本土精细化运营可延长产品生命周期。
- 根据中国医疗保险研究会数据，集采中中标的药品采购量较集采前增加 265.19%，未中标的仿制药采购量较集采前下降 80.79%。未中标的原研药采购量较集采前下降 46.03%。从数据中可以看出，随着原研仿制药进入集采，原研药品的采购量下滑明显但少于未中标国产仿制药。

图表 13：集采后未中选药品采购量急剧减少



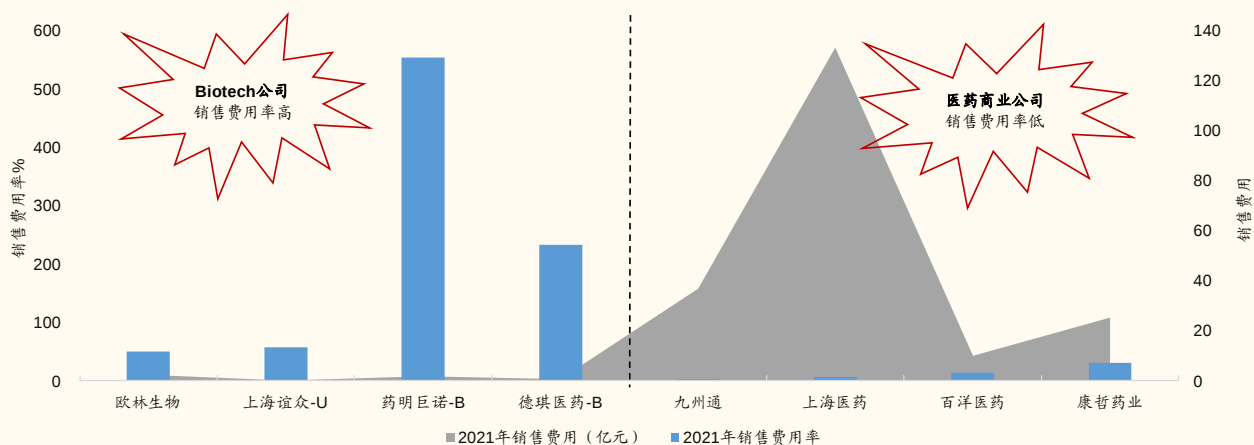
来源：中国医疗保险研究会，国金证券研究所

- 公司与有一定市场基础、受集采冲击的原研药品合作，通过店员教育、患者线下活动等，帮助他们在院外市场提升销售规模，延缓/恢复未进集采后的销售冲击。
- 合作罗氏，推动两款肿瘤药卡培他滨片（希罗达）、盐酸厄洛替尼片（特罗凯）在中国市场布局。就希罗达而言，罗氏与公司合作后，主攻院外零售市场，后集采时代销量有所回升。厄洛替尼已经入第七批集采，罗氏并未中标。我们认为，借助公司在中国的渠道，希罗达、特罗凯在中国的产品生命周期将有所延长。
- 合作雅培，延缓克拉仙集采后下跌速度。克拉霉素是第三批集采品种，通过公司的全渠道商业化平台，成功实现了集采后销售额提升。

“迪巧”、“泌特”成熟模式可复制，打造差异化品牌定位

- 传统医药商业模式朝精细化方向转型，品牌运营管理迎来发展新机遇。传统的医药流通行业包括批发和零售两个子行业，随着医药行业的精细化分工，传统的批发和零售已经难以满足现在的流通需求，催生出品牌运营服务的需求。
- 跨国药企、本土企业新品皆有品牌运营需求，与专业推广企业合作可降低运营成本。（1）创新药的研发生产支出日益增长，借助专业的销售推广平台可有效提高营销效率。（2）跨国药企看重中国市场发展机遇，与本土推广及销售能力强的企业合作有助于快速切入新市场，因此在本国的推广及销售市场应运而生。（3）随着医药分开、集中采购等一系列政策的推行，处方外流成为趋势，医药生产企业的内部销售团队会加强与外部推广团队合作。（4）传统批发及零售企业推广个性化产品难度较大，精细化品牌运营提供完整的消费者教育及学术推广等服务，实现医药产品的市场推广，加速药品的终端销售。
- 医药商业公司销售费用率显著低于制药企业，Biotech 公司销售费用率整体维持高位。Biotech 公司在研发上实力较强，但在产品推向商业化阶段，很多公司还处于探索阶段，创新药的学术推广、患者教育往往都需要专业的人员进行市场培育，销售费用上花费较大。通过对比药企以及医药商业公司的销售费用率，可以看出 Biotech 公司的销售费用率往往在 50%以上，而医药商业公司维持在 10%的水平。对于公司来说，2021 年销售费用率为 14.07%。

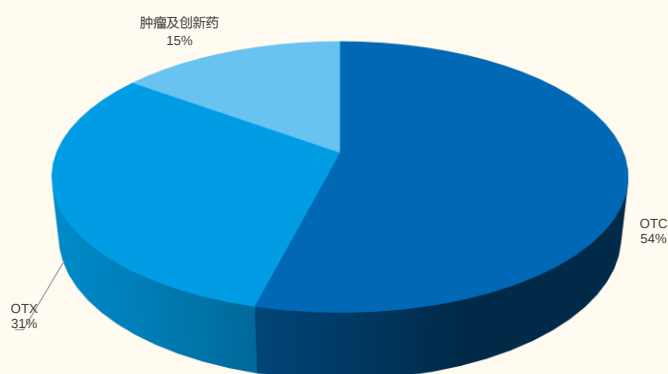
图表 14: Biotech 公司商业化能力弱, 销售费用率高



来源: Wind, 国金证券研究所

- 品牌运营业务是公司盈利的主要来源, 细分治疗领域覆盖广。公司为医药生产企业提供消费者教育、产品学术推广、营销策划、商务接洽、产品分销、流向跟踪、供应链管理等服务, 塑造消费者对品牌及产品的认知, 最终将相关产品销售给目标人群。2021 年品牌运营业务实现营业收入 29.05 亿元, 同比增长 34.11%。

图表 15: 公司运营品类覆盖 OTC、OTX、肿瘤及创新药



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表 16: 运营品牌矩阵丰富



来源：公司官网，公司财报，国金证券研究所

- 公司经过多年运营，已成功孵化迪巧、泌特等产品，品牌运营能力逐步得到众多国外知名公司的认可。2021 年，公司新增运营品牌辉瑞制药的希舒美、安斯泰来的适加坦、卫喜康、贝坦利、CSL Behring 的安博美、罗氏制药的希罗达和特罗凯。根据美国《制药经理人》2021 年公布的全球制药企业排名，罗氏排名第一、辉瑞排名第八、安斯泰来排名第十八。

图表 17: 公司主要运营品牌及产品营收 (亿元)

品牌	供应商	产品类别及功能	2019 年营收	2020 年营收	2021 年营收
迪巧系列	美国安士	补钙产品	12.52	11.83	13.78
泌特系列	扬州一洋	治疗消化不良	2.65	2.76	3.1
哈乐系列	安斯泰来	改善排尿障碍	1.53	2.92	3.6
武田系列	武田制药	慢性病治疗等	0.78	0.82	-
迈蓝系列	迈蓝制药	肝病治疗	0.71	1.57	-
海露系列	瑞霖医药	干眼症	-	-	2.98
贝坦利、卫喜康	安斯泰来	泌尿	-	-	-
希罗达、特罗凯	罗氏制药	抗肿瘤药物	-	-	-
紫晟	上海谊众	肿瘤创新药	-	-	-
可复美	巨子生物	功效护肤品	-	-	-

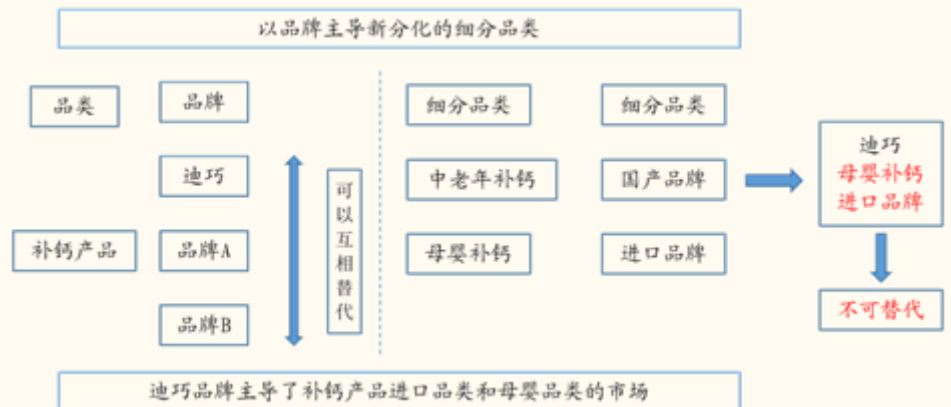
来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

- 数字化精准营销迪巧系列，已成为营收超 10 亿重磅品牌。公司核心品牌迪巧系列销售规模多年超过 10 亿，2021 年实现营业收入 13.78 亿元，同比增长 16.41%；公司目前管理超过 200 家的迪巧产品经销商，销售终端覆盖全国数十万家药店。
- 根据中国非处方药物协会发布的数据，迪巧维 D 钙咀嚼片在中国一直处于领先地位，2018-2021 年在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分一直稳定在前五名。
- 公司以数字化营销精准投放市场资源，保持迪巧品牌领先的市场份额。公司将迪巧新品规“小黄条”迅速导入市场，提升迪巧各品规精准覆盖率；公司对迪巧各品规做了深入市场调研，在全国药店开展活动进行补钙的科普推广，开展超 12 万场活动，覆盖约 180 万个家庭；通过

计免教育开展婴幼儿补钙的科普活动，影响约 12 万家庭；通过孕妇学校开展科普讲座；开展药店店员的产品科普培训，影响 40 万人次，并通过新媒体如抖音、小红书、丁香医生、京东直播等进行营销。

- 公司品牌推广团队通过大数据、趋势分析等多重手段，对运营品牌所属的品类展开研究。以迪巧品牌为例，公司将补钙品类细分为中老年及母婴补钙品类，国产及进口补钙品类；将迪巧品牌定义为母婴细分人群中“进口钙领先品牌”，并辅以彩色卡通大象的标识，突出迪巧原产于美国并为母婴人群定制独特品牌定位，与竞争对手形成显著差异。

图表 18：公司对于迪巧品牌进行差异化的推广定位



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 打造及管理 10 亿元以上规模产品能力的品牌运营商稀缺，公司具有相对不可替代性。公司在中国大陆地区推广与销售迪巧产品已超过 16 年，从合作初时的销售不足 1 亿元增加到超过 10 亿元以上规模。公司负责下游经销商渠道的维护，根据需求向安士公司采购产品；负责迪巧产品的消费者教育工作，从提高对品牌的认知程度来提高销量。
- 公司与同类医药商业公司相比侧重亦有不同。公司专注品牌运营业务，在原有迪巧、泌特、哈乐等品牌孵化基础上，不断拓展品类至创新药、医美等领域。上海医药为一家综合性药企，在药物代理方面侧重于创新药以及创新疫苗，公司自身也具备丰富的自研创新管线。九州通聚焦批零一体化，主要销售流感类、外用洗剂、高血压等药物，自身拥有成熟物流车队以及管理体系，第三方物流为药物分销业务提供支持。康哲药业以销售心血管、消化类药物为主，内部自研药物管线和投资并购平台相结合，院内市场覆盖较为全面；此外，拥有较多毛利高的创新药产品。

图表 19：百洋医药专注品牌运营

	百洋医药	九州通	上海医药	康哲药业
销售额	65.25 亿	1047.51 亿	1906.17 亿	83.37 亿
毛利率	23.81%	7.07%	6.52%	74.90%
占营收比例	92.54%	85.61%	88.32%	100%
板块增速	19.64%	10.70%	13.70%	20%
聚焦领域	维生素矿物质，消化不良等	流感类，外用洗剂、高血压等	进口药、创新药、常规药品等	心血管、消化类、眼科等
主要产品	迪巧、泌特、哈乐、武田、迈蓝系列等	可威、倍平、同仁堂系列、康王系列等	希维奥、日达仙等	波依定、新活素、黛力新等
业务亮点	品牌运营经验丰富，成功运营迪巧系列 15 年，现品牌运营业务已成公司核心	自有三方物流业务，充分发挥技术和品牌优势，营业收入同比增长 74.31%，助力分销业务	全国第二大医药流通企业，以及最大进口药品服务平台，辅以公司创新药管线，产销结合	完善的投资并购创新药研发平台，创新药管线世界范围内多地获批，国内上市申报进行中

来源：公司财报，国金证券研究所

- 迪巧系列主要为钙片产品，市场同类产品较多，市场竞争激烈。公司通过全国范围内的销售团队持续对迪巧品牌进行推广宣传，开展一系列的学术会议及推广活动，并通过广告媒体进行持续宣传，每年为迪巧系列发生的直接销售费用近 5 亿元。
- 公司于 2005 年和美国安士合作，至今已超过 16 年，历史合作悠久。2010 年开始，公司与美国安士、中山安士在迪巧系列上的业务合作保持稳定，合作内容包括美国安士进行产品的上游开发以及供货；中山安士负责产品的进口及分包装；公司及其子公司负责产品在中国境内（包括港澳台地区）营销业务的全面管理。

图表 20：迪巧系列竞品基本概况

迪巧	迪巧系列补钙产品，由美国安士制药有限公司生产，主要产品有小儿碳酸钙 D3 钙颗粒、儿童维 D 钙咀嚼片、维 D 钙咀嚼片。	
钙尔奇 D	钙尔奇 D 系列补钙产品，惠氏制药有限公司产品，预防和治疗由于钙和维生素 D 缺乏所引起的疾病。	
朗迪	朗迪系列补钙产品，北京振东康远制药有限公司产品，用于儿童、妊娠和哺乳期妇女、更年期妇女、老年人等的钙补充剂，并帮助防治骨质疏松症。	
新盖中盖	新盖中盖牌高钙片，哈药集团有限公司旗下哈药六厂产品，是以碳酸钙、维生素 D 为主要原料制成的保健食品，具有补钙的保健功能。	

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 21：公司与安士合作历史沿革

时间	参与主体	事项
1995 年 3 月	美国安士	丽珠医药在美国设立全资子公司美国安士
2003 年 9 月	中山安士	美国安士设立中山安士，持股 90%；国资机构中山市健康科技产业基地发展有限公司持股 10%
2003 年 12 月	中山安士 百洋诚创	百洋诚创参股中山安士，持股 26%
2005 年 3 月	百洋医药	百洋医药成立
2005 年-2007 年	美国安士 百洋医药	(1) 美国安士生产、包装迪巧系列，并出口至中国境内 (2) 公司负责迪巧系列在中国境内的品牌运营及销售
2007 年-2009 年	美国安士 中山安士 百洋医药	(1) 美国安士尝试将少量产品出口至中山安士 (2) 中山安士进行产品分包装 (3) 公司负责迪巧系列在中国境内的品牌运营及销售
2010 年至今	美国安士 中山安士 百洋医药	(1) 美国安士负责迪巧系列的生产，出口至中山安士 (2) 中山安士负责产品分包装 (3) 公司负责迪巧系列在中国境内的品牌运营及销售

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

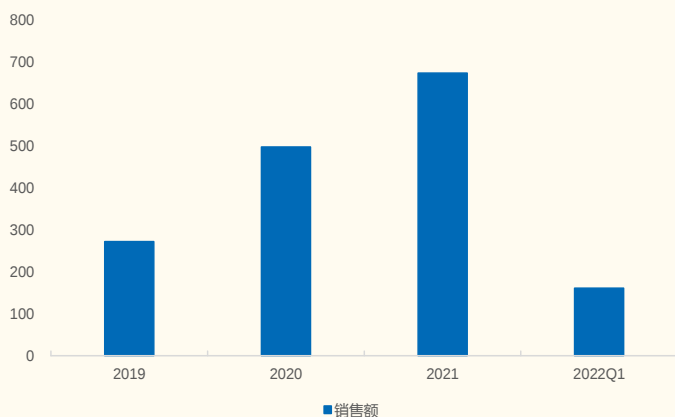
- 泌特系列营收保持稳定增长。核心品牌泌特系列 2021 年实现营业收入 3.10 亿元，同比增长 12.02%。泌特系列产品于 2006 年开始由扬州一洋生产、公司进行全面营销，至今合作已超过 16 年。合作之初，泌特品牌影响力和销量均较低，公司将泌特产品的功效进行定位，将“消化不良”进一步区分为物理性消化不良及化学性消化不良，通过学术会议、消费者教育进行推广；2019 年度，泌特系列产品在全国的年销售量已超过 1000 万盒。

- 泌特连续五年在医院消化不良品类处于领导品牌地位。公司通过专业化处方药的推广，实现零售药店销售额的增长。2021 年泌特在医院渠道共开展科室会 800 场，小型学术沙龙 950 场，参与大型学术会议 22 场，通过学术会议教育医生近 3 万人次；利用数字化传播手段通过线上直播、科普视频、公众号内容传递的方式教育消费者 9 万人次。
- 运营业务模式成熟，复制性强。公司在迪巧（非处方药）、泌特（处方药）品牌运营的成功，经历十余年的深度合作，已经形成成熟的业务模式，品牌运营的方式具有较强复制性，在未来会不断引入新产品进行品牌管理。

以单品为基延伸至整条产品线，形成完整渠道，构建良性循环

- 泌尿产品线业务拓展，与安斯泰来合作深化。2019 年 3 月，公司与安斯泰来签署零售渠道战略合作协议，将盐酸坦索罗辛缓释胶囊（哈乐）零售终端商业化权益给到公司，公司接手后，连续三年超指标完成。哈乐系列 2021 年实现营收 3.6 亿元，同比增长 22.95%；2022 年上半年实现营收 2.08 亿元，同比增长 10.63%。
- 基于哈乐在中国市场的成功推出，2021 年安斯泰来与公司深化整条泌尿产品线合作，安斯泰来解散其自身泌尿销售队伍，将整条产品线全面给到百洋运营。哈乐运营渠道从零售拓展至全渠道，新增卫喜康、贝坦利两类合作产品。

图表 22：哈乐销售额（百万元）



来源：PDB，国金证券研究所

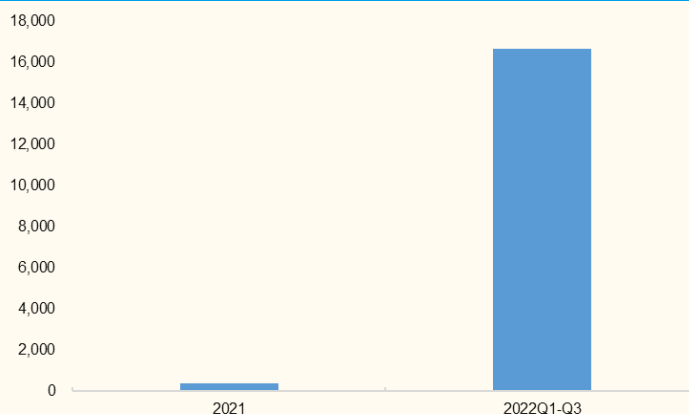
图表 23：公司与安斯泰来合作泌尿产品线

通用名	市场规模	中国上市数量	安斯泰来产品
哈乐			
盐酸坦索罗辛	1亿	2	
卫喜康			
琥珀酸索那新	0.3-1亿	7	
贝坦利			
米拉贝隆	0.3亿	4	

来源：PDB，医药魔方，国金证券研究所

- 公司在和罗氏合作商业化希罗达、特罗凯的过程中，成功打通主要医院、DTP 药房在肿瘤领域的销售渠道。基于此，公司 2022 年与上海谊众合作开发紫杉醇胶束。
- 2022 年 2 月，公司与上海谊众在青岛签署合作协议，就肿瘤创新药物“注射用紫杉醇聚合物胶束”的商业化开展合作，上海谊众将根据产品市场成熟度向公司支付 40%-44%的服务费率。上海谊众的紫杉醇胶束为目前中国独家纳米剂型，通过与公司展开合作，可快速形成覆盖全国的销售能力，加强新剂型紫杉醇纳米胶束的市场教育，加快市场放量。

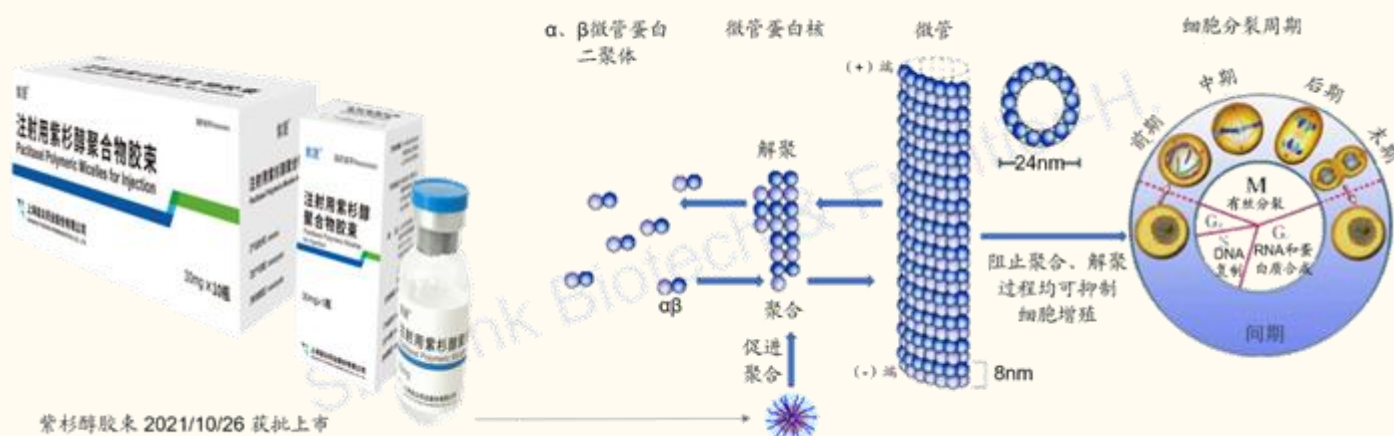
图表 24：上海谊众紫杉醇销售销售额（万元）



来源：Wind，国金证券研究所

- 上海谊众的紫杉醇胶束是于 2021 年 10 月获批的 2.2 类新药，是广谱的抗癌药物。上海谊众通过剂型改良，制备成仅 18-20nm 的纳米胶束，更容易穿透血管进入实体瘤组织，具有更好地靶向性。

图表 25：上海谊众独家剂型创新紫杉醇胶束产品及机制

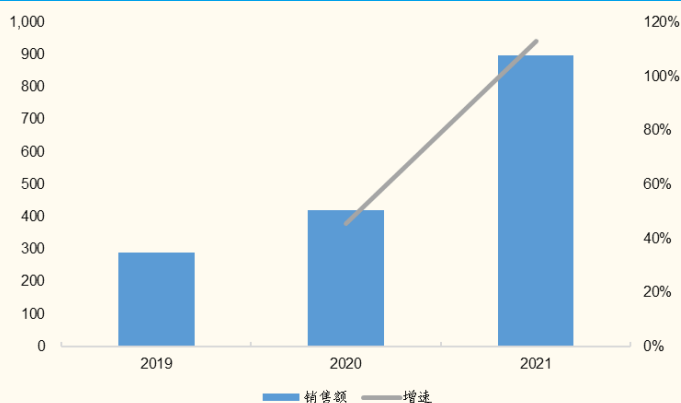


来源：上海谊众官网，《微管蛋白抑制剂的研究进展》，《靶向微管抗肿瘤药物研究进展》，国金证券研究所

拓展：以商业化平台为基加强医美布局，股权投资加速创新转化

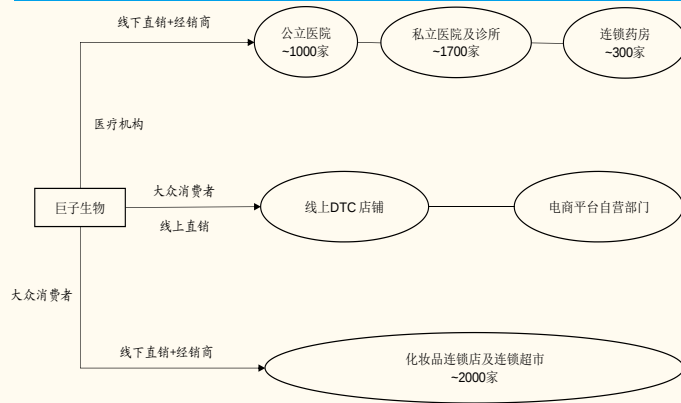
- 医美板块与日本伊藤忠合作期间积累线下宣传渠道，品牌扩展，助力巨子生物线下门店销售。公司与日本伊藤忠商事株式会社在 2018 年达成深度合作，在非处方药、功能性化妆品、功能性食品领域开展跨国合作。公司在与伊藤忠合作的过程中，逐渐完善线上+线下全渠道布局，线上包括京东、天猫、抖音在内的平台全覆盖，线下超过 40 万家药店。
- 延伸：牵手巨子生物，依靠公司线下零售网络渠道。二者的合作始于 2021 年 8 月，作为中国最大的胶原蛋白专业皮肤护理产品公司，2022 年 7 月继续深化合作，表明过往百洋对“可复美”的线下运营成果得到了巨子生物的认可。可复美是中国医用敷料市场第二畅销品牌，第四畅销的专业皮肤护理品牌。2021 年可复美实现收入 8.98 亿元，同比增长 113%，2019-2021 年 CAGR 达 76%。

图表 26：2019-2021 年可复美销售收入（百万元）



来源：巨子生物招股说明书，国金证券研究所

图表 27：巨子生物双规销售策略



来源：巨子生物招股说明书，国金证券研究所

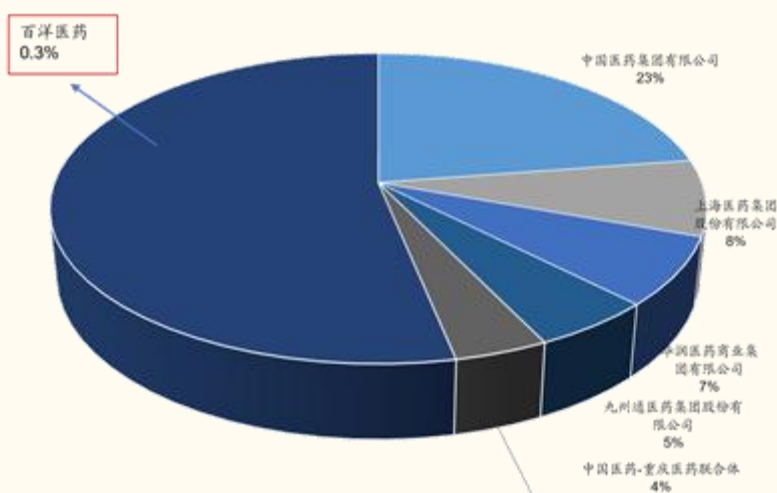
- 创新突破，股权投资与国家级科研院所成立合资公司，提前锁定产品上市后商业化权益。公司不仅发展原有业务与创新药企签署商业化协议引进创新药，并且设立多个合资公司聚焦创新药、高端医疗器械的研发。（1）华科先锋是高端医疗器械研发公司，专注为全身肿瘤患者提供放射治疗解决方案；研发中的核心项目“4 π 多模态图像引导机器人立体定向放疗系统（4 π ISRT）”是全球新一代图像引导智能机器人放疗系统。（2）青岛百年康健从事高端医用成像器械研发、生产、销售及及服务；为外科手术提供内窥镜、光源、摄像系统等核心部件，以及刨削系统、低温等离子系统等整机系统，为临床医学提供全套光学成像系统和微创手术治疗的解决方案。（3）青岛普泰科专注于靶向蛋白降解(PROTAC)药物的发现、开发及商业化，研发具有特色的蛋白降解疗法。
- 加深政府合作，推动科研成果转化。2022 年 4 月，公司与北京门头沟区政府签署战略合作协议，以“百洋医药科研成果转化基地”起始合作，推动门头沟区医药健康产业发展。董事长付钢表示，公司正处于从第三方健康品牌商业化平台向生态型 Big Pharma 发展升级，优化医疗场景，依托创新资源整合及孵化能力，培育自主知识产权的医疗健康产品和技术。百洋智合作为该基地的转化平台，聚焦创新孵化；首个落地项目百洋智心，承接国家心血管病中心的研究成果，拥有国际领先的人原代心肌细胞储备、分离、培养及冻存技术，具有技术壁垒优势。

现代化物流体系批发配送，线上与线下覆盖销售端

批发配送业务逐渐剥离，辐射周边下沉市场

- 公司批发业务市占率低，公司聚焦主业，批发业务占比逐渐减少。根据商务部 2020 年药品流通行业运行统计分析报告，2020 年中国共有药品批发企业 1.31 万家；从市场占有率看，药品批发企业集中度有所提高，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 73.7%。医药批发市场以国药集团、上海医药、华润医药及九州通四家为主，国药集团占比 23%；公司排第 29 位，市场份额仅约 0.3%。2022 年前三季度公司批发业务营收 25.82 亿元，同比减少 8.95%。

图表 28：2020 年中国药品批发企业市场份额



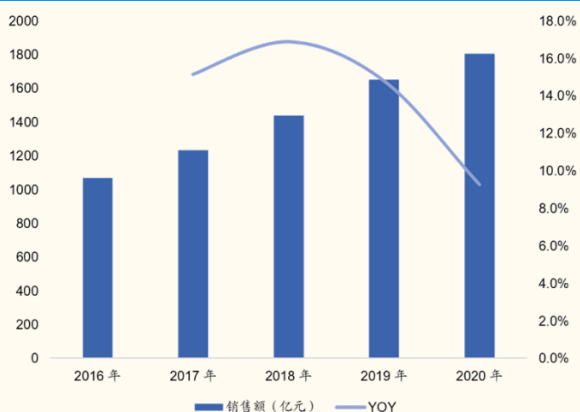
来源：商务部，国金证券研究所

- 中国医药批发市场整体呈现企业数量众多、市场集中度不高的竞争格局；随着政府鼓励与监管政策推进，未来医药批发行业的发展趋势将体现在中间流通环节减少、渠道扁平化、行业集中度进一步提升等方面。
- 公司为更加聚焦品牌运营业务，正在逐步优化批发配送业务。2022 年 8 月，公司将原控股子公司北京万维医药 51% 的股权出售，该子公司原负责北京批发配送业务。
- 行业集中度和规范程度提升，公司拥有完善现代化物流体系。公司已建立完整的现代化物流体系，所使用系统包括 ERP、WMS 及 WCS 系统，有效提高管理效率。公司通过企业内各系统的对接，实现信息流、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，有效增强快速、创新及竞争能力，降低物流配送成本，提升行业竞争力。

线上线下双模式融合，创新经营加快数字智能化转型

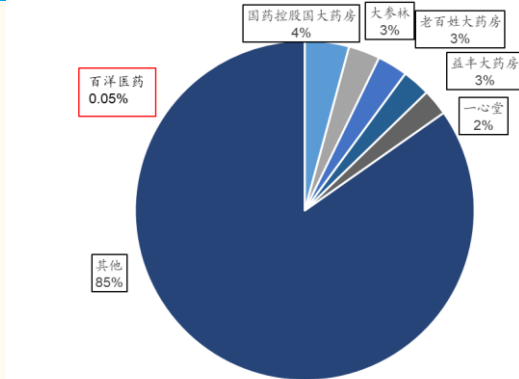
- 药品零售企业销售稳中有升，政策加码推动零售药店新机遇。根据商务部 2020 年药品流通行业运行统计分析报告，2020 年中国药品零售连锁企业 6298 家、下辖门店 31.29 万家，零售单体药店 24.10 万家，零售药店门店总数 55.39 万家。其中，销售额前 100 位的药品零售企业销售共计 1806 亿元，占全国零售市场总额的 35.3%；青岛百洋健康药房连锁有限公司排第 83 位，市占率约 0.05%。

图表 29：全国药品零售百强企业销售额（亿元）



来源：商务部，国金证券研究所

图表 30：2020 年中国药品零售市场代表企业市场份额



来源：商务部，国金证券研究所

- 中国药品终端销售主要来自医院，与发达国家有一定差异。随着医改推进，药品价格加成取消，医药分开、处方药外流的趋势明显。未来，零售药店将逐步承接医院门诊药房外流资源，成为药品销售的重要渠道；并且，互联网+医保支付、国家医保谈判药品“双通道”等政策落地，同样为零售药店发展提供新机遇。

图表 31：公司智慧药房提供药事咨询服务



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 线下自营药房与线上销售相结合。公司主要通过自营连锁药房打通线下零售渠道对顾客销售药品，销售药品以处方药为主，辅以 OTC 药品、医疗器械、计生用品等产品；通过开设 DTP 药房，作为医院现有门诊药房或住院药房的有力补充。并且，公司通过自营 B2C 医药电商网站和在天猫、京东等知名第三方电商平台开设医药电商旗舰店开展线上零售业务，为消费者提供便捷的购买渠道。
- 公司通过对不同销售渠道采取不同的销售策略、通过了解用户需求向上游供应商采购产品，再经自营药房、网上商城等多渠道将产品直接销售至终端消费者。

盈利预测与估值

盈利预测

- 公司是专业的医药产品商业化平台，公司深耕优质医药产品领域，公司主营业务是为医药产品生产企业提供营销综合服务，营业收入主要组成部分为品牌产品销售推广、医药批发配送业务和医药及健康产品零售业务。
- 品牌产品销售推广：医药产品的品牌运营是公司的核心业务。随着医药行业产业链的分工不断细化，品牌运营已成为医药产品从研发生产到实现销售过程的重要环节。公司的品牌运营业务以零售渠道的品牌运营为特色，深谙零售渠道的品牌运营策略和消费者的需求。我们认为，随着公司的营销模式逐渐成熟、越来越多的新品业务合作，该核心业务将发力，保持快速增长；但考虑到不同种类的药品毛利率有所区别，预计未来毛利率有所下降。因此，我们预计 2022/23/24 年品牌推广板块营收 35.74/42.21/49.77 亿元，同比增长 23.02%/18.11%/17.90%；预计毛利率 48.08%/47.83%/47.59%。
- 批发配送业务：该业务占营收比重由 2020 年 55%下降至 2021 年的 48%，公司已经将北京负责批发业务的万维医药进行剥离，公司该板块业务占比已经呈现出逐渐减少的趋势，我们认为此种趋势会持续。因此，我们预计批发业务今年增速有所下降、毛利率维持稳定，预计

2022/23/24 年批发配送业务营收 34.46/37.72/41.28 亿元，同比增长为 -7%/9.47%/9.42%；毛利率 10.33%/10.22%/10.12%。

- 健康产品零售业务：公司的零售业务主要通过“线上平台+线下门店”的方式，为消费者提供便捷的购买渠道。公司线下门店以专业化的 DTP 药房为主，主要集中在青岛；线上门店辐射全国。我们认为，由于公司实体药店聚焦青岛，预计公司短期无新增拓店计划，零售业务增速和毛利率将维持稳定，预计 2022/23/24 年零售业务营收 5.34/6.80/8.67 亿元，同比增长为 27.59%/27.41%/27.38%；毛利率 8.21%/7.92%/7.69%。

- 综上，我们预计公司 2022/23/24 年的收入为 75.79/87.02/100.02 亿元，同比增长 7.48%/14.82%/14.95%；总体毛利率 28.19%/28.49%/28.75%。

- 费用率方面，考虑到未来运营产品的增多，我们认为在销售费用端会有小幅的上升，预计 2022/23/24 年销售费用 11.86/13.31/14.70 亿元，销售费用率 16%/15%/15%。公司经过十多年的管理，总体管理费用保持稳定，预计 2022/23/24 年管理费用 1.74/2.00/2.30 亿元，管理费用率 2.3%/2.3%/2.3%。

图表 32：公司 2022-2024 年营收预测（百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	3,652.46	4,848.66	5,879.32	7,051.57	7,579.08	8,702.06	10,002.68
yoy(%)		32.75%	21.26%	19.94%	7.48%	14.82%	14.95%
营业成本合计	2,453.62	3,497.68	4,406.00	5,279.72	5,442.53	6,223.06	7,126.82
毛利润	1,198.84	1,350.98	1,473.32	1,771.85	2,136.56	2,479.00	2,875.87
毛利率(%)	32.82%	27.86%	25.06%	25.13%	28.19%	28.49%	28.75%
品牌产品销售推广业务							
营业收入（百万元）	1,671.26	1,994.04	2,166.34	2,905.24	3,574.03	4,221.28	4,976.89
营业成本（百万元）	716.98	959.38	1,101.46	1,502.71	1,855.63	2,202.24	2,608.39
毛利润（百万元）	954.28	1,034.66	1,064.88	1,402.53	1,718.39	2,019.04	2,368.50
毛利率(%)	57.10%	51.89%	49.16%	48.28%	48.08%	47.83%	47.59%
yoy(%)	6.15%	19.31%	8.64%	34.11%	23.02%	18.11%	17.90%
医药批发配送业务							
营业收入（百万元）	1,761.01	2,613.30	3,370.58	3,705.73	3,446.33	3,772.70	4,128.08
营业成本（百万元）	1,554.14	2,323.51	3,012.65	3,386.65	3,090.32	3,387.13	3,710.32
毛利润（百万元）	206.87	289.79	357.93	319.08	356.01	385.57	417.76
毛利率(%)	11.75%	11.09%	10.62%	10.43%	10.33%	10.22%	10.12%
yoy(%)	37.77%	48.40%	28.98%	9.94%	-7.00%	9.47%	9.42%
医药及健康产品零售业务							
营业收入（百万元）	205.72	227.45	327.21	418.60	534.09	680.49	866.80
营业成本（百万元）	178.40	208.42	287.26	384.70	490.24	626.59	800.15
毛利润（百万元）	27.32	19.03	39.95	33.90	43.85	53.89	66.66
毛利率(%)	13.28%	8.37%	12.21%	8.10%	8.21%	7.92%	7.69%
yoy(%)	-10.22%	10.56%	43.86%	27.93%	27.59%	27.41%	27.38%
其他							
营业收入（百万元）	14.47	13.87	15.19	22.00	24.64	27.59	30.90
营业成本（百万元）	4.10	6.37	4.63	5.66	6.33	7.10	7.96
毛利润（百万元）	10.37	7.50	10.56	16.34	18.31	20.50	22.95
毛利率(%)	71.67%	54.07%	69.52%	74.27%	74.32%	74.28%	74.25%
yoy(%)	4.70%	-4.15%	9.52%	44.81%	12.00%	12.00%	12.00%

来源：Wind，国金证券研究所

相对估值法

- 我们采用 PEG 法对公司进行估值。基于公司的主营业务与所在行业属性，选取老百姓、康哲药业、益丰药业、大参林，参考可比公司 2023 年 PEG，我们取 0.95X PEG，对应市值 139 亿元，目标股价 26.57 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 33: PEG 估值法

代码	名称	股价 (元)	净利润同比增长率g			PEG		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603883.SH	老百姓	37.65	18.61%	21.76%	21.42%	1.566	1.035	0.894
0867.HK	康哲药业	12.20	13.63%	7.59%	8.82%	0.589	1.054	0.723
603233.SH	大参林	37.60	31.31%	24.79%	23.30%	1.078	1.073	0.922
603939.SH	益丰药房	58.15	25.31%	25.54%	24.26%	1.541	1.188	1.001
平均值						1.194	1.088	0.885
301015.SZ	百洋医药	23.56	18.59%	23.68%	26.94%		0.758	

来源: Wind, 国金证券研究所 注: 股价为 2022/12/28 日收盘价

风险提示

- 品牌运营业务过于集中的风险。迪巧系列产品是公司核心产品，2021 年营收 13.78 亿元，占品牌运营业务比重约 47%。一旦迪巧系列产品的市场格局及消费者偏好出现重大变化、迪巧产品生产和销售端产生波动、迪巧系列选择与其他公司合作等，均会导致公司在品牌运营业务上产生重大影响。
- 品牌运营合作销售低于预期风险。公司已与众多国内外知名公司合作，签订协议进行商业化开展合作，未来会引进更多创新药的销售（权益锁定、股权投资、合作孵化），公司在销售团队搭建和推广过程是否完善，可能存在销售预期不及预期的风险。
- 国家政策导致公司经营业绩波动的风险。国家政策对医药行业相关公司有决定性影响，若公司不能根据政策作出相应的业务调整，不能适应新的行业竞争，可能影响公司正常经营。
- 限售股解禁的风险。于 2022 年 6 月 30 日，公司有 7103.5 万股首发原股东限售股份和首发战略配售股份解禁上市流通，占总股份的 13.53%；此外，公司还有 4.07 亿限售股将于 2024 年 7 月 1 日解禁。若解禁限售股在市场上集中抛售，存在股价波动的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,849	5,879	7,052	7,579	8,702	10,003
增长率		21.3%	19.9%	7.5%	14.8%	14.9%
主营业务成本	-3,498	-4,406	-5,280	-5,443	-6,223	-7,127
%销售收入	72.1%	74.9%	74.9%	71.8%	71.5%	71.2%
毛利	1,351	1,473	1,772	2,137	2,479	2,876
%销售收入	27.9%	25.1%	25.1%	28.2%	28.5%	28.8%
营业税金及附加	-25	-27	-32	-34	-38	-44
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
销售费用	-833	-873	-988	-1,186	-1,331	-1,470
%销售收入	17.2%	14.8%	14.0%	15.7%	15.3%	14.7%
管理费用	-151	-141	-140	-174	-200	-230
%销售收入	3.1%	2.4%	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%
研发费用	0	0	0	-2	-2	-2
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	342	433	613	740	907	1,129
%销售收入	7.1%	7.4%	8.7%	9.8%	10.4%	11.3%
财务费用	-49	-55	-61	-60	-67	-67
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%
资产减值损失	-8	-22	2	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	4	6	0	0	0
投资收益	9	5	4	8	8	8
%税前利润	3.2%	1.2%	0.7%	1.2%	0.9%	0.7%
营业利润	296	368	564	686	847	1,069
营业利润率	6.1%	6.3%	8.0%	9.1%	9.7%	10.7%
营业外收支	-4	3	4	5	5	6
税前利润	292	371	568	691	852	1,075
利润率	6.0%	6.3%	8.1%	9.1%	9.8%	10.7%
所得税	-82	-94	-150	-187	-230	-290
所得税率	27.9%	25.3%	26.5%	27.0%	27.0%	27.0%
净利润	211	277	417	504	622	785
少数股东损益	1	5	-5	5	6	4
归属于母公司的净利润	210	273	423	499	616	781
净利率	4.3%	4.6%	6.0%	6.6%	7.1%	7.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	211	277	417	504	622	785
少数股东损益	1	5	-5	5	6	4
非现金支出	30	45	51	26	31	35
非经营收益	56	54	60	69	78	79
营运资金变动	-254	-493	-345	-406	-254	-220
经营活动现金净流	43	-117	184	193	476	679
资本开支	-3	-16	-25	-39	-40	-39
投资	3	-31	2	-21	-15	-15
其他	4	4	3	8	8	8
投资活动现金净流	4	-43	-21	-52	-47	-46
股权募资	0	0	418	0	0	0
债权募资	385	225	-166	72	96	-24
其他	-146	80	-220	-283	-337	-461
筹资活动现金净流	239	306	32	-211	-240	-485
现金净流量	287	145	194	-70	189	149

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,163	1,107	1,275	1,197	1,375	1,461
应收款项	1,238	1,669	1,984	2,640	2,983	3,347
存货	487	610	624	746	767	840
其他流动资产	94	154	207	263	293	328
流动资产	2,981	3,541	4,090	4,846	5,419	5,976
%总资产	86.9%	88.5%	88.9%	87.3%	87.7%	87.9%
长期投资	193	199	210	224	238	252
固定资产	174	171	187	192	196	198
%总资产	5.1%	4.3%	4.1%	3.5%	3.2%	2.9%
无形资产	45	42	42	57	68	78
非流动资产	449	460	509	703	763	819
%总资产	13.1%	11.5%	11.1%	12.7%	12.3%	12.1%
资产总计	3,430	4,001	4,598	5,550	6,182	6,795
短期借款	1,163	1,350	1,204	1,276	1,372	1,348
应付款项	801	917	929	1,283	1,370	1,569
其他流动负债	157	231	264	333	388	443
流动负债	2,120	2,497	2,397	2,892	3,131	3,359
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	5	27	179	198	165
负债	2,125	2,502	2,424	3,071	3,328	3,524
普通股股东权益	1,281	1,472	2,156	2,456	2,826	3,239
其中：股本	473	473	525	525	525	525
未分配利润	537	697	1,081	1,380	1,750	2,163
少数股东权益	25	27	17	22	28	32
负债股东权益合计	3,430	4,001	4,598	5,550	6,182	6,795

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.444	0.577	0.805	0.951	1.173	1.487
每股净资产	2.711	3.115	4.107	4.677	5.381	6.167
每股经营现金净流	0.091	-0.247	0.350	0.368	0.907	1.293
每股股利	0.000	0.000	0.667	0.380	0.469	0.700
回报率						
净资产收益率	16.39%	18.53%	19.61%	20.34%	21.79%	24.10%
总资产收益率	6.12%	6.82%	9.20%	9.00%	9.96%	11.49%
投入资本收益率	9.98%	11.34%	13.31%	14.38%	15.66%	17.83%
增长率						
主营业务收入增长率	32.75%	21.26%	19.94%	7.48%	14.82%	14.95%
EBIT增长率	-2.00%	26.62%	41.50%	20.84%	22.54%	24.46%
净利润增长率	-18.69%	29.94%	55.04%	18.14%	23.29%	26.76%
总资产增长率	30.57%	16.64%	14.93%	20.70%	11.40%	9.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	77.6	85.0	88.4	110.0	108.0	105.0
存货周转天数	42.7	45.5	42.7	50.0	45.0	43.0
应付账款周转天数	53.9	53.1	45.9	50.0	48.0	48.0
固定资产周转天数	13.1	10.6	9.2	8.6	7.4	6.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.01%	13.87%	-5.12%	1.52%	-1.54%	-4.69%
EBIT利息保障倍数	6.9	7.8	10.0	12.3	13.6	16.9
资产负债率	61.94%	62.54%	52.72%	55.34%	53.84%	51.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	2	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402