

2023年11月07日

证券研究报告·公司研究报告

百洋医药(301015) 医药生物

当前价: 35.02 元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

品牌运营从 1 到 N，CSO 龙头步入兑现期

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 政策催化 CSO 行业高速发展, 2023 年 CSO 行业规模有望达到 1390.3 亿元, 2019-2023 年行业复合增速有望达到 26.8%。2) 品牌孵化从 1 到 N, 从初期孵化到成熟兑现期, 有望持续贡献业绩增量。3) 优化业务结构, 聚焦品牌运营业务, 品牌运营业务毛利额占比未来有望超过 90%, 盈利能力持续提升。
- CSO 下游需求旺盛, 行业规模高速扩张。**在药品加成取消、医药分开、两票制、带量采购等一系列医改政策催化下, CSO 下游需求旺盛, 国内 CSO 需求主要来源于跨国药企、国内 Biotech、国内传统药企三个方向, 随着我国进口药品数量及规模持续增长, 创新药获批进入高速发展期, CSO 行业规模高速扩张。医药品牌运营行业的整体市场规模由 2014 年的 106.8 亿元增长至 2018 年的 424.1 亿元人民币, 年均复合增长率高达 41.2%, 2023 年有望达到 1390.3 亿元, 2019-2023 年行业复合增速有望达到 26.8%。
- 公司作为医药 CSO 龙头, 打造成熟可复制化的品牌运营模式, 品牌孵化从 1 到 N, 从初期孵化到成熟兑现期, 有望持续贡献业绩增量。**公司拥有近 20 年品牌运营史, 成功孵化“迪巧(OTC 药品)”“泌特(处方药)”两大品牌, 均已成为国内知名品牌, 在各自细分领域处于领先地位。目前公司已具有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, 整合资源集中赋能。形成 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, 覆盖骨健康、消化、肝病、泌尿系统、肿瘤、代谢性疾病、心脏器械、呼吸/抗感染、认知/精神、眼科、医学营养、功效护肤, 共 12 个细分领域。公司各系列稳健持续放量, 我们认为未来随着公司 CSO 能力稳步提升, 通过以细分品类打造差异化品牌定位, 产品矩阵持续丰富, 未来增长速度稳、动力足、空间潜力大。
- 优化业务结构, 持续聚焦高毛利主业, 盈利能力显著提升。**公司于 22 年 7 月出售北京万维、22 年 10 月出售百洋汇康, 逐步退出北京批发零售市场, 以青岛为中心辐射周边, 压缩批零市场份额, 品牌运营主业成为核心利润增长点。2023Q1-3 公司品牌运营业务板块实现营收 30.9 亿元(+16.8%), 占总营收的 56.2%, 2018-2022 年品牌产品销售推广业务收入 CAGR 为 18.6%。2023Q1-3 品牌运营业务板块毛利率为 43.5%, 毛利额贡献占比提升至 83.4%。
- 盈利预测与投资建议:** 考虑到公司属于医药品牌运营龙头, 优化业务结构, 盈利能力显著提升, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 6.4 亿元、8.4 亿元、11.1 亿元, 对应同比增速为 28%/30.9%/31.4%。首次覆盖, 建议积极关注。
- 风险提示:** 品牌拓展或不及预期; 核心产品集中度高的风险; 市场竞争加剧风险; 行业政策风险。

| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元) | 7509.62 | 7648.63 | 8873.73 | 10419.21 |
| 增长率 | 6.50% | 1.85% | 16.02% | 17.42% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 502.09 | 642.89 | 841.32 | 1105.30 |
| 增长率 | 19.08% | 28.04% | 30.87% | 31.38% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.96 | 1.22 | 1.60 | 2.10 |
| 净资产收益率 ROE | 21.29% | 21.89% | 22.27% | 22.60% |
| PE | 37 | 29 | 22 | 17 |
| PB | 7.99 | 6.25 | 4.86 | 3.76 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

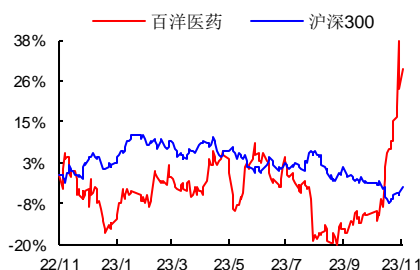
分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股) | 5.25 |
| 流通 A 股(亿股) | 1.18 |
| 52 周内股价区间(元) | 21.68-37.2 |
| 总市值(亿元) | 183.89 |
| 总资产(亿元) | 53.64 |
| 每股净资产(元) | 4.59 |

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

| | |
|--|-----------|
| 1 公司概况：CSO 龙头，打造成成熟可复制化的品牌运营模式 | 1 |
| 1.1 品牌孵化从 1 到 N，公司步入品牌运营成熟期 | 1 |
| 1.2 股权结构稳定，管理团队专业化水平高 | 2 |
| 1.3 持续优化业务结构，盈利能力显著提升 | 3 |
| 2 立足“迪巧、泌特”两大品牌运营成功史，品牌运营矩阵持续丰富 | 5 |
| 2.1 CSO 下游需求旺盛，行业规模高速扩张 | 5 |
| 2.2 聚焦品牌运营业务，培育全周期、多品类、多渠道的服务能力 | 7 |
| 2.3 OTC 品牌运营复盘——迪巧 | 11 |
| 2.4 处方药品牌运营复盘——泌特 | 13 |
| 3 上下游产业链延伸，批零一体化赋能主业 | 15 |
| 3.1 医药批发：以青岛为中心辐射周边，调整批发配送规模 | 15 |
| 3.2 医药零售：线上线下一体化运营，持续发力 DTP 业务 | 16 |
| 4 盈利预测与估值 | 17 |
| 4.1 盈利预测 | 17 |
| 4.2 相对估值 | 18 |
| 5 风险提示 | 18 |

图 目 录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司历史复盘..... | 1 |
| 图 2: 公司运营模式图解..... | 2 |
| 图 3: 百洋医药股权结构图 (截至 2023Q3) | 2 |
| 图 4: 2015-2023Q3 营业收入及增速..... | 4 |
| 图 5: 2015-2023Q3 扣非归母净利润及增速 | 4 |
| 图 6: 公司各板块收入及增速..... | 4 |
| 图 7: 公司各板块收入贡献占比 | 4 |
| 图 8: 公司各板块毛利率变化..... | 5 |
| 图 9: 公司各板块毛利额贡献占比 | 5 |
| 图 10: 公司费率变化 | 5 |
| 图 11: 公司毛利率、净利率变化 | 5 |
| 图 12: 2014-2023E 中国医药 CSO 行业市场规模 | 6 |
| 图 13: 2013-2022 年中国进口药品金额..... | 6 |
| 图 14: 公司品牌运营业务收入及增速 | 7 |
| 图 15: 2022 年各品牌收入情况及占比 | 7 |
| 图 16: 公司品牌运营流程..... | 8 |
| 图 17: 迪巧系列细分品类差异化定制 | 11 |
| 图 18: 公司对迪巧的品牌定位及推广工作图解..... | 12 |
| 图 19: 2015-2022 年迪巧系列收入及增速 | 13 |
| 图 20: 2015-2022 年迪巧系列毛利率 | 13 |
| 图 21: 泌特 (通用名称:复方阿嗟米特肠溶片) | 13 |
| 图 22: 2015-2022 年公司泌特系列收入及增速 | 14 |
| 图 23: 公司泌特系列毛利率 (注: 公司披露至 2020 年) | 14 |
| 图 24: 中国医药流通行业市场规模..... | 15 |
| 图 25: 医药批发企业数量及增速 | 15 |
| 图 26: 公司医药批发配送业务流程图 | 16 |
| 图 27: 公司医药批发配送收入及增速 | 16 |
| 图 28: 公司医药零售业务收入及增速 | 16 |
| 图 29: 公司医药零售业务毛利率 | 16 |
| 图 30: 公司医药零售业务布局..... | 17 |

表 目 录

| | |
|--------------------------------|----|
| 表 1：百洋医药高管团队..... | 3 |
| 表 2：百洋医药合作品牌梳理..... | 8 |
| 表 3：公司核心品牌系列收入及增速（亿元）..... | 10 |
| 表 4：迪巧竞品对比分析..... | 11 |
| 表 5：分业务收入及毛利率..... | 17 |
| 表 6：可比公司估值（截至 2023.11.07）..... | 18 |
| 附表：财务预测与估值..... | 19 |

1 公司概况：CSO 龙头，打造成成熟可复制化的品牌运营模式

1.1 品牌孵化从 1 到 N，公司步入品牌运营成熟期

百洋医药 2005 年成立，2021 年上市。百洋医药为国内医药 CSO 行业龙头，主营业务是为医药产品生产企业提供商业化整体解决方案，涵盖品牌运营、批发配送及零售三个板块，其中品牌运营是公司的核心业务。初期公司以运营迪巧、泌特两个初创品牌起家，十余年深耕孵化成为国内知名品牌，目前公司已具有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，形成了成熟的可复制化的品牌运营模式。公司作为医药产品商业化平台，上下游产业链延伸，整合资源集中赋能，吸引大量上下游优质客户合作。

图 1：公司历史复盘



数据来源：公司官网，西南证券整理

1) 品牌运营板块：深化 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。服务涉及运营迪巧、泌特、海露、安斯泰来系列、罗氏系列及新品类功效型护肤品：克奥妮斯、艾思诺娜、传哲诺等及自有品牌纽特舒玛等品牌。通过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，公司可全面塑造消费者对医药品牌及产品的认知，最终将优质的医药产品推送给目标人群。

2) 批发配送板块：以青岛为中心，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。

3) 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。公司一方面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 DTP 药房，打通线下零售渠道；另一方面通过建立 B2C 电商平台和在天猫、京东等知名第三方电商平台上开设的电商旗舰店进行线上零售，为大健康产品提供线上销售平台，为消费者提供便捷的购买渠道。

图 2：公司运营模式图解

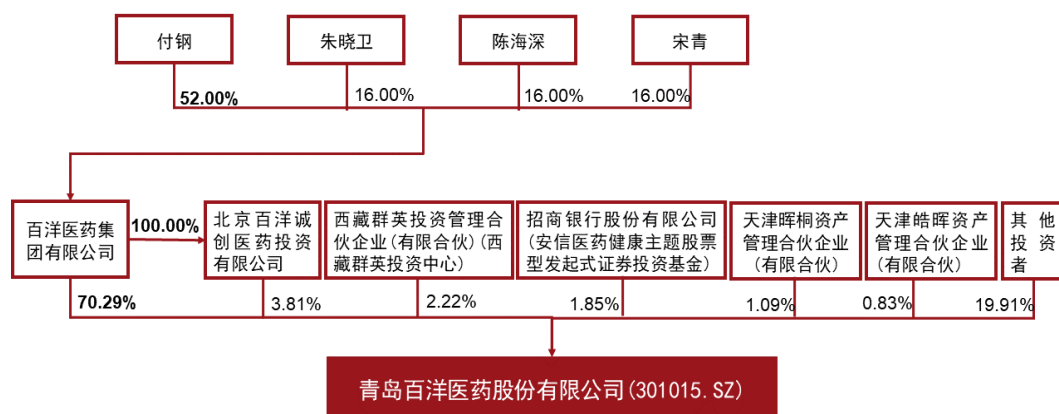


数据来源：公司2023年中报，西南证券整理

1.2 股权结构稳定，管理团队专业化水平高

股权结构持续稳定，百洋集团为第一大股东。2021年6月，公司在深圳证券交易所挂牌上市，2012年百洋医药集团有限公司成为百洋医药第一大股东，截至2023Q3，百洋集团共持有百洋医药70.29%的股份。付钢持有百洋集团52%的股份，为百洋集团实际控制人。百洋医药旗下共拥有41家控股、参股子公司。截至2023Q3，公司股权结构如下图所示：

图 3：百洋医药股权结构图（截至2023Q3）



数据来源：WIND，公司公告，西南证券整理

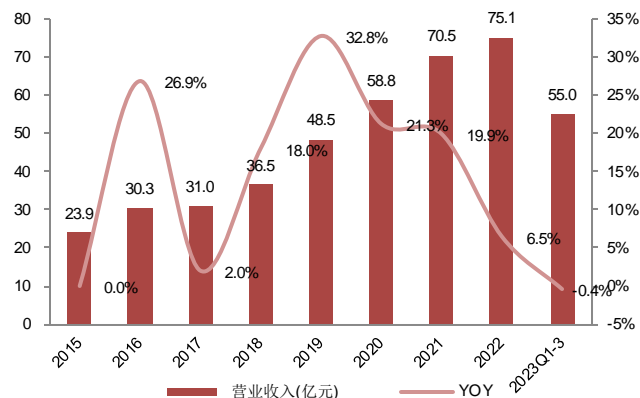
表 1：百洋医药高管团队

| 姓名 | 职务 | 年龄 | 起任时间 | 个人简介 |
|-----|--------------------|----|----------|--|
| 付钢 | 董事长、董事、总经理 | 53 | 2016年7月 | 毕业于北京医科大学临床医学系。1994年8月至2005年4月就职于丽珠医药集团股份有限公司，历任青岛办事处经理、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。2005年12月起担任百洋有限董事，2006年12月至2016年7月担任百洋有限董事长，2016年1月至2016年7月，担任百洋有限总经理。2016年7月公司股改完成后至今，任百洋医药董事长、总经理。现主要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。 |
| 王国强 | 董事、副总经理、财务总监、董事会秘书 | 52 | 2016年7月 | 毕业于西南财经大学审计学专业，获学士学位。1994年7月至2007年3月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。自2007年至2016年先后担任百洋有限数据中心经理、助理总裁、百洋集团投资副总裁。2016年7月公司股改完成后至今，任百洋医药董事，2016年11月至今任百洋医药副总经理，2020年5月26日至今兼任百洋医药财务总监、董事会秘书。现兼任百洋集团董事、天津清正执行事务合伙人等职务。 |
| 张圆 | 董事、副总经理 | 48 | 2017年8月 | 毕业于西安医科大学药学专业，获学士学位。曾任丽珠医药集团股份有限公司市场部产品专员、产品经理、OTC市场经理，青岛百洋医药科技有限公司非处方药市场部经理、非处方药市场部总监，百洋医药集团有限公司公共关系管理部总监。2017年8月至今任青岛百洋医药股份有限公司副总经理，2022年8月至今任青岛百洋医药股份有限公司董事。 |
| 朱晓卫 | 董事、副总经理 | 60 | 2016年7月 | 毕业于兰州医学院药理学专业，获硕士学位。1996年4月至2001年5月任丽珠医药集团股份有限公司策划部经理，2001年6月至2002年3月任海南轻骑海药制药股份有限公司销售副总经理兼市场总监，2002年4月至2005年5月任北京润安达医药有限公司总经理及董事长。2005年12月至2016年7月历任百洋有限副总经理、董事。2016年7月公司股改完成后至今，任百洋医药董事、副总经理。现兼任百洋集团董事、百洋制药董事长等职务。 |
| 李丽华 | 副总经理 | 56 | 2022年8月 | 先后获北京师范大学生物学学士、北京农业大学（现中国农业大学）食品微生物学硕士。曾任丽珠医药集团股份有限公司技术经理、质量经理、医学部经理、新产品策划部经理及市场总监，青岛百洋医药科技有限公司医学市场部总监，百洋医药集团有限公司市场部总监，青岛百洋医药科技有限公司监事。2016年7月公司股改完成后至2022年8月任监事会主席。2022年8月至今任青岛百洋医药股份有限公司副总经理。 |
| 王必全 | 副总经理 | 61 | 2021年8月 | 1962年11月出生，毕业于上海第二军医大学医学本科，中欧国际工商学院 EMBA。曾任中美上海施贵宝制药有限公司事业部总经理，青岛百洋医药科技有限公司事业部总经理，北京百洋大成医药技术有限公司总经理。2021年8月至今任公司副总经理。 |
| 王廷伟 | 副总经理 | 45 | 2021年12月 | 1978年2月出生。毕业于北京大学工商管理专业，获硕士研究生学位。曾任北京康比特体育科技股份有限公司科研部助理，海虹企业（控股）股份有限公司（现更名为国新健康保障服务集团股份有限公司）项目经理，中国药学会科技开发中心商务部经理，汤森路透集团生命科学事业部大区业务经理，北京国药诚信资讯发展有限公司副总经理，上海集博投资管理咨询有限公司（GBI）中国区商业总监，青岛百洋智能科技股份有限公司商业拓展部总监，百洋医药集团有限公司商业拓展部总监、副总裁。2021年12月至今任公司副总经理。 |

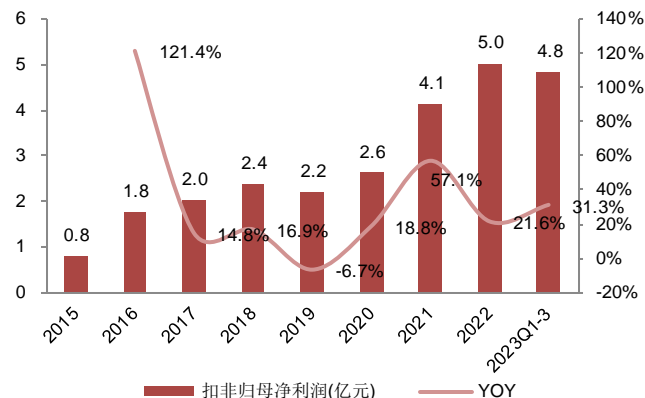
数据来源：Wind，公司年报，西南证券整理

1.3 持续优化业务结构，盈利能力显著提升

业绩稳健增长，2023Q1-3 利润增速亮眼。公司 2023 年前三季度实现营收 55 亿元，同比下降 0.4%；归母净利润为 4.9 亿元，同比增长 43.3%；扣非归母净利润为 4.8 亿元，同比增长 31.1%。近五年公司规模稳健扩张，2018-2022 年收入 CAGR 为 19.4%，2018-2022 年扣非归母净利润 CAGR 为 19.9%。2017 年受“两票制”、带量采购、药品加成取消等医改政策影响下，公司的收入和利润端增速承压，近年来政策影响边际减弱。随着公司不断丰富运营的品牌种类与数量，高毛利的品牌运营业务高速增长，成为新的利润增长点。

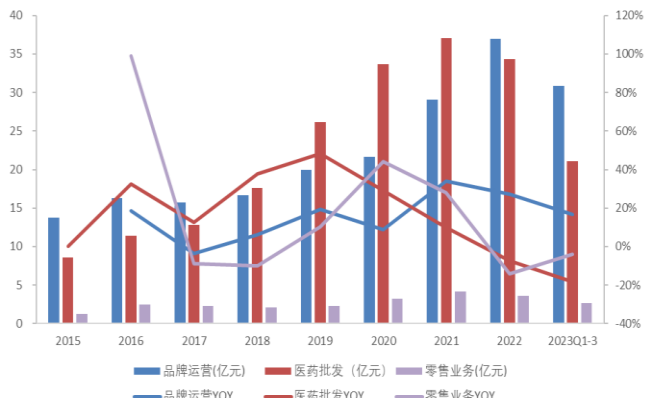
图 4：2015-2023Q3 营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

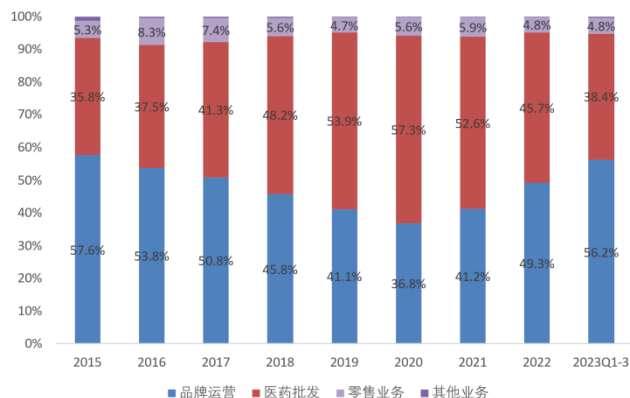
图 5：2015-2023Q3 扣非归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

分板块看，公司持续优化业务结构，品牌运营板块业绩贡献占比持续提升。1) 品牌运营业务：持续聚焦高毛利品牌运营，成为核心利润增长点。2023Q1-3 公司品牌运营业务板块实现营收 30.9 亿元 (+16.8%)，占总营收的 56.2%，2018-2022 年品牌产品销售推广业务收入 CAGR 为 18.6%。2023Q1-3 品牌运营业务板块毛利率为 43.5%，毛利额贡献占比 83.4%。2) 批发配送业务：2022 年 7 月，公司剥离北京万维，退出北京批发医药市场，未来有望持续压缩低毛利的批发配送业务规模。2023Q1-3 公司医药批发配送业务板块营收为 21.1 亿元 (-18.2%)，占总营收的 38.4%，2018-2022 年医药批发配送业务收入 CAGR 为 21.9%。2022 年公司医药批发板块毛利率为 9.9%，毛利额贡献占比 16.4%。3) 零售业务：2022 年 10 月，公司剥离北京百洋汇康智慧药房。2023Q1-3 公司零售业务营收为 2.7 亿元 (-4%)，占总营收的 4.8%。2018-2022 年公司零售业务收入 CAGR 为 9.5%。2022 年公司零售业务毛利率为 8.26%，毛利额贡献占比 1.4%。

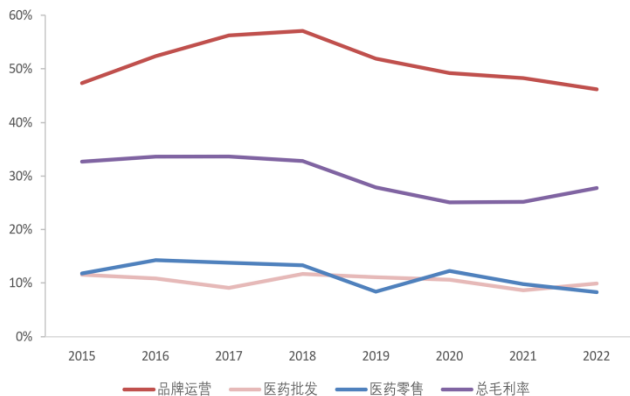
图 6：公司各板块收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司各板块收入贡献占比


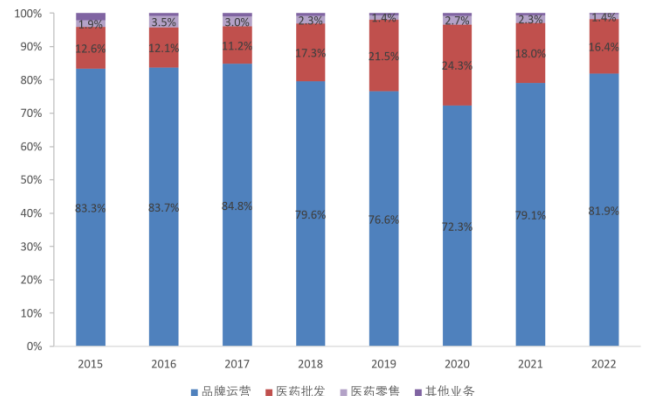
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司各板块毛利率变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

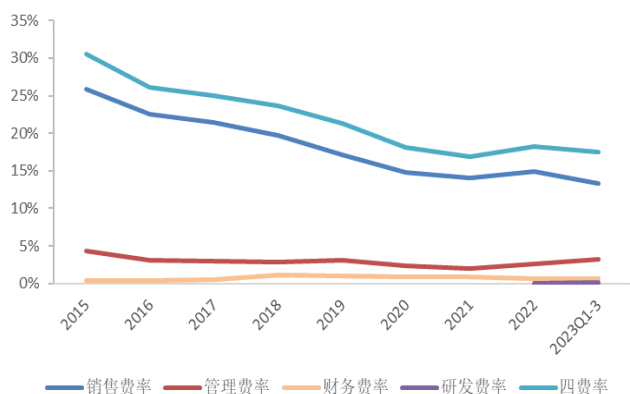
图 9：公司各板块毛利额占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

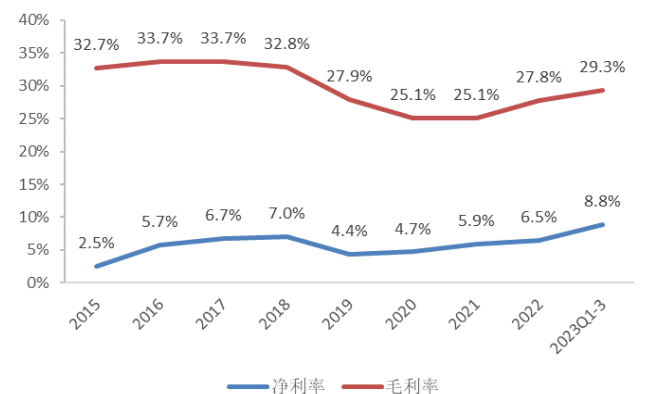
公司四费率持续下降，盈利能力持续提升。2023Q1-3 公司整体毛利率为 29.3%(+2.5pp)，净利率为 8.8% (+2.7pp)，受业务结构优化以及规模效应影响，盈利能力提升趋势显著。从费用端看，2023Q1-3 公司四费率为 17.5% (+0.1pp)；销售费率为 13.3% (-0.9%)；管理费率为 3.3% (+0.7pp)；财务费率为 0.7% (+0.1pp)；研发费率为 0.2% (+0.2pp)。

图 10：公司费率变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司毛利率、净利率变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 立足“迪巧、泌特”两大品牌运营成功史，品牌运营矩阵持续丰富

2.1 CSO 下游需求旺盛，行业规模高速扩张

在药品加成取消、医药分开、两票制、带量采购等一系列医改政策催化下，随着医药产业链分工的细化，医药行业逐步从研发、生产及销售一体化的传统经营方式根据服务阶段的不同，拆分为医药 CRO（合同研发组织）、医药 CMO（合同生产组织）与医药 CSO（合同销售组织）三个环节。医药 CSO 成为越来越多医药生产企业在产品市场推广与销售时的重要选择，专业的品牌运营服务可以有效衔接医药生产厂商和下游终端。通过和医药生产企业签署推广协议、代理协议或通过参股、控股、品牌收购等方式直接持有品牌，品牌运营公司

可以为医药产品的流通提供专业的消费者教育、产品学术推广、营销策划、产品分销、商务接洽、流向跟踪等服务，最终实现医药产品的市场推广，加速药品的终端销售。

CSO 下游需求旺盛，行业规模高速扩张。根据头豹研究院数据，医药品牌运营行业的整体市场规模由 2014 年的 106.8 亿元增长至 2018 年的 424.1 亿元人民币，年均复合增长率高达 41.2%，2023 年有望达到 1390.3 亿元，2019-2023 年行业复合增速有望达到 26.8%。

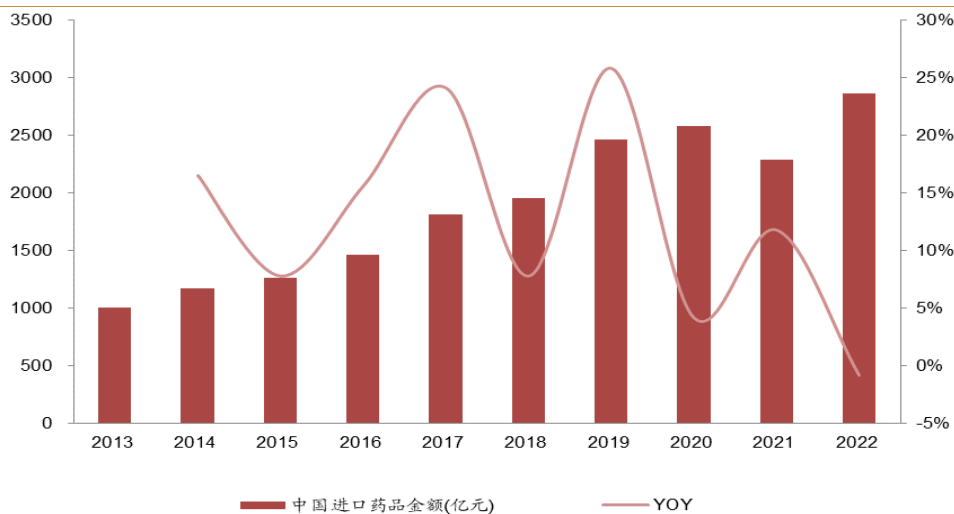
图 12：2014-2023E 中国医药 CSO 行业市场规模



数据来源：头豹研究院，西南证券整理

国内 CSO 需求主要来源于跨国药企、国内 Biotech、国内传统药企三个方向，其中为进口药品提供品牌运营服务是品牌运营行业的重要需求来源。根据海关总署统计，2022 年我国进口医药材及药品进口金额为 2862.3 亿元，2018-2022 年进口药品金额 CAGR 为 9.5%。随着医药市场的国际化，跨国药企存在对中国市场需求了解不足及产品推广销售成本过高的顾虑，因此产生寻求国内合作伙伴的需求。未来进口药品数量、规模的增长，将促进医药品牌运营行业规模的整体提升。

图 13：2013-2022 年中国进口药品金额



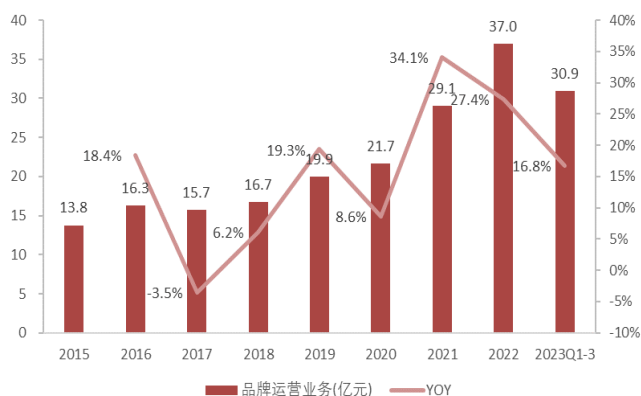
数据来源：海关总署，西南证券整理

2.2 聚焦品牌运营业务，培育全周期、多品类、多渠道的服务能力

品牌运营服务是公司利润的核心增长点。2022 年公司品牌运营业务实现收入 37 亿元 (+27.4%)，2018-2022 年公司品牌运营业务收入 CAGR 为 18.6%。2023Q3 公司品牌运营业务实现营业收入 30.9 亿元 (16.8%)，占公司总收入的 56.2%；2023 Q3 品牌运营业务实现毛利额 13.4 亿，毛利额占比达 83.4%。品牌运营服务的增长，以公司“迪巧”、“泌特”两大核心品牌的商业化模式为基石，建立可复制的商业化品牌运营模式，吸引上游品牌合作，迅速扩充公司运营的品牌矩阵。

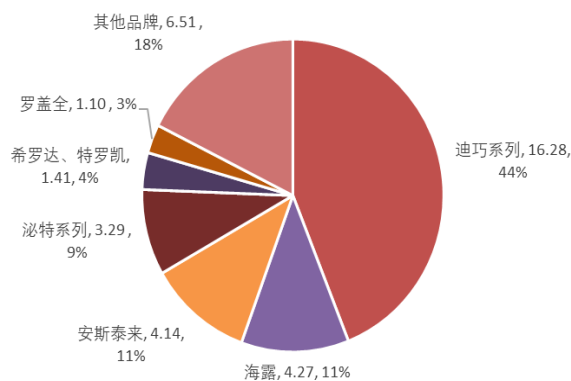
从品牌类别看，2022 年板块收入占比前三的品牌为迪巧、海露、安斯泰来。2022 年迪巧系列实现收入 16.3 亿元，占品牌运营板块收入的 44%；海露系列实现收入 4.3 亿元，占品牌运营板块收入的 11%；安斯泰来系列实现收入 4.1 亿元，占品牌运营板块收入的 11%；泌特系列实现收入 3.3 亿元，占品牌运营板块收入的 9%。

图 14：公司品牌运营业务收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2022 年各品牌收入情况及占比

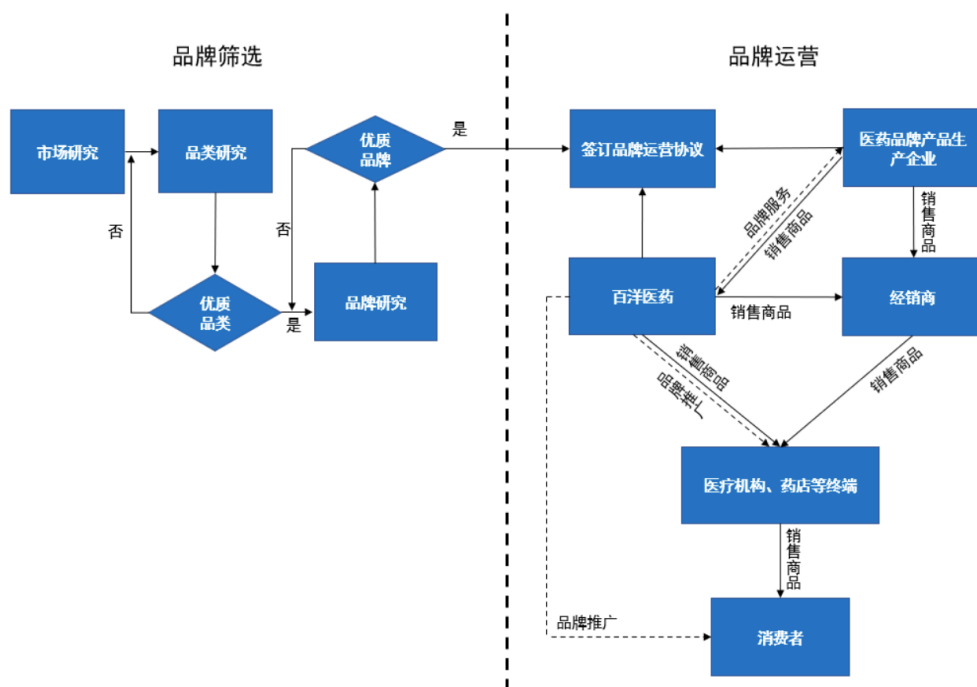


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司在品牌运营赛道深耕多年，品牌矩阵丰富且运营模式成熟具有可复制性。目前已在 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。运营品牌覆盖领域和相关产品持续增加，目前覆盖骨健康、消化、肝病、泌尿系统、肿瘤、代谢性疾病、心脏器械、呼吸/抗感染、认知/精神、眼科、医学营养、功效护肤，共 12 个领域。公司可为医药生产企业提供全方位的消费者教育、产品学术推广、营销策划、商务接洽、产品分销、流向跟踪、供应链管理等增值服务，全面塑造消费者对品牌及产品的认知，最终将相关医药生产厂商的产品销售给目标人群。

公司 CSO 运营盈利模式主要为买卖价差、服务费两种模式。1) 买卖价差：公司向上游采购相关产品后自行销售，提供服务的价值以产品的销售价格与采购价格之间的差异体现。2) 服务费：公司向上游企业提供品牌运营服务后，上游根据公司提供的运营服务及实现的销售情况，向公司支付服务费，作为公司品牌运营的报酬。

图 16：公司品牌运营流程



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 2：百洋医药合作品牌梳理

| 领域 | 产品/品牌名称 | 公司名称 | 合作年份 | 介绍 |
|------------|--------------------|------|------|---|
| 骨健康 | 迪巧 | 美国安士 | 2005 | 进口钙领先品牌，钙质细腻促吸收。20 年来，采用全球优质钙源，针对不同人群特点和补钙需求，致力于向消费者提供纯净无添加、效果有保障的安心好钙。 |
| | 罗盖全 | 罗氏制药 | 2022 | 适应症：1. 绝经后骨质疏松； 2. 慢性肾功能衰竭，尤其是接受血液透析患者之肾性骨营养不良症； 3. 术后甲状旁腺功能低下； 4. 特发性甲状旁腺功能低下； 5. 假性甲状旁腺功能低下； 6. 维生素 D 依赖性佝偻病； 7. 低血磷性维生素 D 抵抗型佝偻病等。 |
| 消化药物 | 泌特 (复方阿嗟米特肠溶片) | 扬州一洋 | 2006 | 适应症：用于因胆汁分泌不足或消化酶缺乏而引起的症状。 |
| 肝病药物 | 扶正化瘀片 | 黄海制药 | 2016 | 适应症：活血祛瘀，益精养肝。用于乙型肝炎肝纤维化属“瘀血阻络，肝肾不足”证者，症见胁下痞块，肋肋疼痛，面色晦暗，或见赤缕红斑，腰膝酸软，疲倦乏力，头晕目涩，舌质暗红或有瘀斑，苔薄或微黄，脉弦细。 |
| 泌尿系统 药物 | 贝坦利 (米拉贝隆缓释片) | 安斯泰来 | 2021 | 成年膀胱过度活动症（OAB）患者尿急、尿频和/或急迫性尿失禁的对症治疗。 |
| | 哈乐 (盐酸坦索罗辛缓释胶囊) | 安斯泰来 | 2019 | 前列腺增生症引起的排尿障碍。 |
| | 卫喜康 (琥珀酸索利那新片) | 安斯泰来 | 2021 | 用于膀胱过度活动症患者伴有的尿失禁和/或尿频、尿急症状的治疗。 |


| 领域 | 产品/品牌名称 | 公司名称 | 合作年份 | 介绍 |
|---------------|---------------------|---------------|------|---|
| 眼科药物 | 顺爽安 (盐酸坦索罗辛缓释胶囊) | 安斯泰来 | 2021 | 用于缓解良性前列腺增生症(BPH)引起的排尿障碍。 |
| | 海露(玻璃酸钠滴眼液) | 瑞霖医药 | 2021 | 用于干眼症, 缓解干眼症状。 |
| 肿瘤等 重症用药 | 紫宸 (注射用紫杉醇聚合物胶束) | 上海谊众 | 2022 | 本品联合铂类适用于表皮生长因子受体(EGFR)基因突变阴性和间变性淋巴瘤激酶(ALK)阴性、不可手术切除的局部晚期或转移性非小细胞肺癌(NSCLC)患者的一线治疗。 |
| | 适加坦 (富马酸吉瑞替尼片) | 安斯泰来 | 2020 | 本品用于治疗采用经充分验证的检测方法检测到携带 FMS 样酪氨酸激酶 3 (FLT3) 突变的复发性或难治性急性髓系白血病 (AML) 成人患者。 |
| | 希罗达® (卡培他滨片) | 罗氏制药 | 2021 | 希罗达®是结直肠癌、胃癌以及乳腺癌治疗领域的基础药物, 与多种抗肿瘤药物均有协同作用。 |
| | 特罗凯® (盐酸厄洛替尼片) | 罗氏制药 | 2021 | 特罗凯®是罗氏制药生产的治疗肺癌的第一代分子靶向药, 作为有着丰富全球使用经验的酪氨酸激酶抑制剂 (TKI) 类经典药物, 2017 年在国内获批晚期或转移性非小细胞肺癌一线适应症, 2018 年成功入围国家医保目录, 惠及数十万肺癌患者, 在国内有良好的市场表现。 |
| | 维全特® (帕唑帕尼片) | 诺华中国 | 2023 | 维全特®作为新一代酪氨酸激酶抑制剂, 主要用于晚期肾细胞癌患者的一线治疗和曾接受细胞因子治疗的晚期肾细胞癌患者的治疗, 单药客观缓解率最优。 |
| 抗衰及功效型 护肤品 | 艾思诺娜 | 日本佐藤制药 | 2020 | Excellula 艾思诺娜是日本佐藤制药研发的基底膜抗衰老品牌, 依托于百年药企的 DDS 缓释给药技术, 针对肌肤基底膜进行靶向调理, 从细胞层面研究肌肤潜在力, 唤醒肌肤原本的滋润力, 打造不惧年龄的完美素颜肌。 |
| | 克奥尼斯 | CosMed 制药株式会社 | 2016 | 源自京都的科技护肤专利, 将难以透入肌肤的玻尿酸及其他有效成分, 利用先进的可溶性微晶技术, 制成纳米级的细小微晶, 按压突破角质层, 迅速溶解被肌肤吸收, 从而深层次改善眼周皮肤皱纹问题。 |
| | 传皙诺 | 第一三共 | 2022 | TRANSINO 传皙诺是百年制药集团第一三共旗下色斑综合护理品牌。专研“传明酸”对于黑色素沉着以及色斑问题的改善作用, 并从6个维度重新解构肌肤“美白”定义。以皮肤科学的验证为基准推进研究, 多元改善色斑暗沉、干燥毛糙等肌肤问题, 重现上乘素颜美感。 |
| | 青春宝 (抗晒老口服液) | 青春宝 | - | 益气养阴, 宁心安神。用于中、老年体弱者因气阴两虚所致的神疲乏力, 心悸气短, 少气懒言, 头晕目眩, 潮热盗汗, 耳鸣健忘, 烦躁失眠。 |
| | 可复美 | 巨子生物 | 2021 | 重组胶原蛋白领导品牌“可复美”。 |
| | 奈达 (盐酸二甲双胍缓释片) | 百洋制药 | 2020 | 本品用于单纯饮食控制及体育锻炼治疗无效的成人 2 型糖尿病, 可以单药治疗, 也可以与磺脲类药物或胰岛素联合。 |
| 代谢性疾病 | 安立泽® (沙格列汀片) | 阿斯利康 | 2022 | 安立泽®进入中国市场十余年, 是经典的口服糖尿病药物。 |
| | 菲布力 (非布司他片) | 安斯泰来 | 2020 | 适用于痛风患者高尿酸血症的长期治疗, 不推荐用于无临床症状的高尿酸血症。 |
| | 奈特 (硝苯地平控释片) | 百洋制药 | 2021 | 1.高血压; 2.冠心病, 慢性稳定型心绞痛 (劳累性心绞痛)。 |

| 领域 | 产品/品牌名称 | 公司名称 | 合作年份 | 介绍 |
|----------|-----------------------|----------|------|---|
| 认知及精神药物 | 达纳康 (银杏叶片) | 益普生 | 2020 | 用于认知障碍老年患者的对症治疗，确诊为痴呆、帕金森氏症、医源性或抑郁或代谢性疾病导致的认知障碍的患者除外。 |
| 心脏领域 | AtriCure 双极射频消融隔离钳 | AtriCure | 2018 | 产品适用于慢性房颤治疗：1、“Synergy”核心技术，实现完全透壁性消融。2、平行钳夹设计，组织夹闭完全，且稳定性强。 |
| | BAHEAL®心飞碟 家用心电仪 | 五维康 | 2023 | 十二导联家用心电监测仪，不同于单导、三导的产品，除了检测心律失常，更能及时监测心肌缺血、心肌梗死等问题，为心梗患者赢得救治时间。 |
| | 慈孚®植入式左心室辅助系统（慈孚®VAD） | 同心医疗 | 2022 | 同心医疗研制的具有完备自主知识产权的新一代超小型全磁悬浮式人工心脏。慈孚®植入式左心室辅助系统，在血液相容性、植入侵入性、防感染性与可靠性等关键性能指标上全面达到国际领先水平。 |
| 呼吸及抗感染药物 | 克拉仙(克拉霉素片) | 雅培 | 2019 | 克拉霉素适用于治疗对其敏感的致病菌引起的感染。 |
| | 舒宁安 (孟鲁司特钠片) | 上海安必生制药 | 2018 | 本品适用于 15 岁及 15 岁以上成人哮喘的预防和长期治疗，包括预防白天和夜间的哮喘症状，治疗对阿司匹林敏感的哮喘患者以及预防运动诱发的支气管收缩。本品适用于减轻过敏性鼻炎引起的症状（15 岁及 15 岁以上成人的季节性过敏性鼻炎和常年性过敏性鼻炎）。 |
| 医学营养 | 纽特舒玛 | 纽特舒玛 | 2016 | 膳食营养补充剂。 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司目前主要运营品牌及产品包括迪巧系列、泌特系列、哈乐系列等。其中，迪巧和泌特两个品牌合作期限较长，迪巧系列在 2005 年开始运营，运营期限至 2068 年；泌特系列自 2006 年开始运营，运营期限最长至 2040 年。其他产品为短期合约，合作双方均会综合考虑各方面风险及合作细节的情况下，先约定较短期限的合作。随着合作的深入，双方将会考虑进一步延长合作期限。根据公司各系列披露的收入情况，各系列稳健持续放量，我们认为未来随着公司 CSO 能力稳步提升，通过以细分品类打造差异化品牌定位，产品矩阵持续丰富，未来增长速度稳、动力足、空间潜力大。

表 3：公司核心品牌系列收入及增速（亿元）

| 品牌 | 供应商 | 产品类别及功能 | 产品图片 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------|------|---------|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| 合计收入 | | | | 16.7 | 19.9 | 21.7 | 29.1 | 37.0 |
| YOY | | | | | 19.3% | 8.6% | 34.1% | 27.4% |
| 迪巧系列 | 美国安士 | 补钙产品 |  | 12.6 | 12.5 | 11.8 | 13.8 | 16.3 |
| YOY | | | | | -0.3% | -5.5% | 16.4% | 18.1% |
| 收入占比 | | | | 75.1% | 62.8% | 54.6% | 47.4% | 44.0% |
| 泌特系列 | 扬州一洋 | 治疗消化不良 |  | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 3.1 | 3.3 |
| YOY | | | | | -1.7% | 4.2% | 11.9% | 6.1% |
| 收入占比 | | | | 16.2% | 13.3% | 12.8% | 10.7% | 8.9% |
| 哈乐系列 | 安斯泰来 | 改善排尿障碍 |  | | 1.54 | 2.9 | 3.6 | 4.1 |
| YOY | | | | | | 90.8% | 22.9% | 15.0% |
| 收入占比 | | | | | 7.7% | 13.5% | 12.4% | 11.2% |

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 OTC 品牌运营复盘——迪巧

迪巧，美国安士生产的“进口钙”领导品牌，长期专注于钙剂研发，为孕、婴、童、成人等人群打造专属钙剂。2000 年进入中国市场，2005 年与百洋医药开始长期战略合作，运营期限至 2068 年。公司通过以细分品类打造差异化品牌定位，以数字化营销精准投放市场资源，聚焦“进口钙”品类，发挥百洋产品生命周期管理与数字化营销能力，保持了迪巧品牌领先的市场份额。

图 17：迪巧系列细分品类差异化定制





数据来源：迪巧公司官网，西南证券整理

迪巧树立品牌形象，多年来市占率领先。截至 2023H1，迪巧已覆盖全国 30 个省市、800 多家医院、近 2000 名产科医疗工作者。2022 年度中国非处方药产品化学药综合统计排名（按照含税出厂价统计），维生素与矿物质大类中排名前三的商品分别为朗迪、迪巧、爱乐维。2023 年 3 月，迪巧获得世界权威调查机构欧睿国际颁发的“连续七年国内进口钙补充剂市场第一”的认证。根据欧睿信息咨询统计，截止 2022 年国内进口钙片行业市场规模已达 30.5 亿，进口钙补充剂品牌数量过百个，迪巧的市场份额领先。

表 4：迪巧竞品对比分析

| 商品名 | 通用名 | 功效 | 生产厂家 | 销售方式 | 商品图标 |
|-----|--------------------|--------------|------------------|--|---|
| 迪巧 | 维 D 钙咀嚼片 | 钙制剂 | 美国安士 | 通过百洋医药全面代理 |  |
| 钙尔奇 | 碳酸钙维 D3 元素片 | 钙制剂 | 惠氏制药 | 全球领先的医药企业，具有全国范围内的销售渠道 |  |
| 朗迪 | 碳酸钙 D3 片 | 钙制剂 | 振东制药 (300158) | 以学术推广、会议营销作为主要营销手段，以经销作为主要销售模式在医院市场，康远制药拥有专业化的学术推广营销队伍。 |  |
| 伊可新 | 维生素 AD 滴剂 (胶囊型) | 维生素 / 矿物质 | 山大华特 (000915) | 建立了覆盖全国主要地区的销售网络，有一支非常优秀的销售队伍，在市场策划、学术推广、商务渠道、终端建设各环节都积累了丰富的实战经验 |  |

| 商品名 | 通用名 | 功效 | 生产厂家 | 销售方式 | 商品图标 |
|-----|-------------------|-------------|------------------|--|---|
| 悦而 | 维生素 D 滴剂 (胶囊型) | 维生素 /矿物质 | 青岛双鲸药业 股份有限公司 | 公司的销售网络由公司内部营销团队、CSO 公司、经销商和连锁药店组成，截至 2018 年 12 月 31 日，公司拥有销售人员 206 人，占员工总数比例为 36.27%。 |  |
| 星鲨 | 维生素 D 滴剂 (胶囊型) | 维生素 /矿物质 | 中国医药 (600056) | 医药流通行业龙头之一，具有全国范围内的销售渠道 |  |

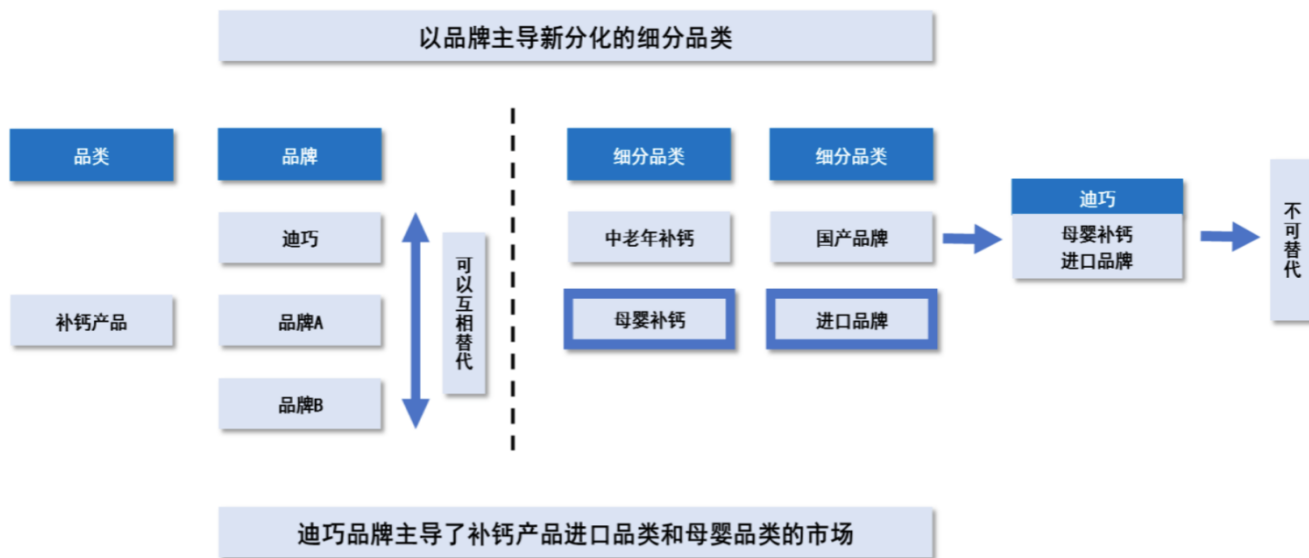
数据来源：公司招股说明书，各公司官网，西南证券整理

迪巧为非处方药产品，采取 OTC 渠道线上线下一体化营销方式。将迪巧系列定位于母婴市场，突出其进口钙的品牌特性，作为和同类竞争产品的差异化特征。

线上推广：通过对产品受众的研究，利用多种综合宣传手段如综艺节目赞助/冠名（爸爸去哪儿、妈妈是超人等综艺节目、爱奇艺视频广告、音乐之声电台广告）、电视广告、楼宇电梯广告、自媒体/新媒体（抖音、小红书等）传播方式进行消费者教育，提升品牌健康产品在产品受众心目中的认知。

线下推广：1) 零售药店：陈列及促销，通过张贴宣传海报、搭建产品柜台等方式，吸引消费者，宣传产品，在全国药店开展“百千万”活动超过 1 万场；店员培训，通过向零售药店店员讲解产品特点，促进零售药店人员对产品的认知，提高店员对产品的推介效果。2) 药店外线下渠道：在商场、社区、展览中心、酒店等允许营销推广的公众场所组织营销推广会议或促销活动，并设立展台或摆放促销展示；定位于母婴钙市场，在针对于幼儿园、妇幼保健站、孕妇培训机构等特定市场，开展专题活动。3) 院内外医生患者教育：参与第三方组织的学术研讨会，行业大型会议、中国医师协会等政府机构主办的医学研究或医学教育会议、学术会议、研讨会、座谈会、讲座、科室会等，对产品进行全方位的营销传播；迪巧系列为母婴补钙产品，因此重点开展骨科、妇产科、儿科等领域的学术会议；迪巧系列主要面向零售渠道，因此参加并赞助西普会、西鼎会等零售行业大型会议。

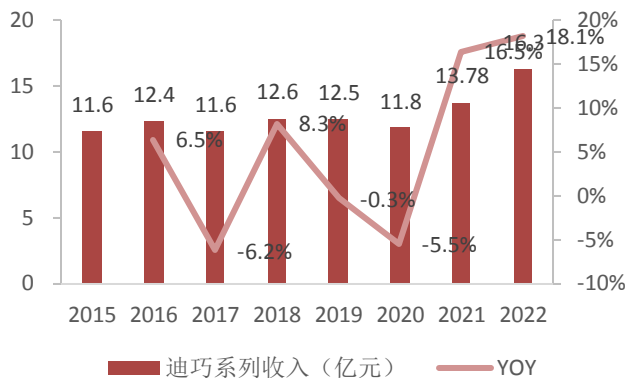
图 18：公司对迪巧的品牌定位及推广工作图解



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

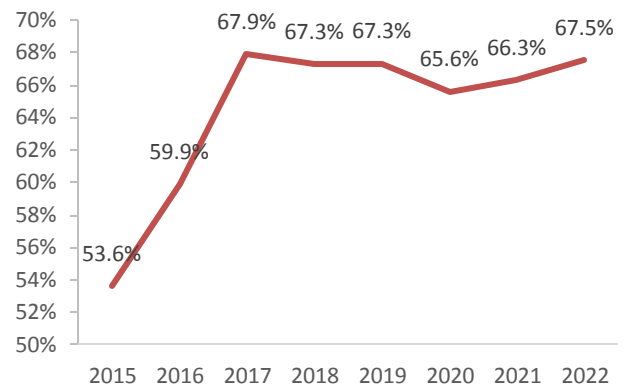
坚持“以品牌主导新分化的细分品类”的销售策略，迪巧系列收入规模稳步增长，规模效应毛利率提升趋势有望延续。2022 年公司迪巧系列实现收入 16.3 亿元（+18.1%），2018-2022 年 CAGR 为 7%；2022 年公司迪巧系列毛利率为 67.5%（+1.2pp）。公司将补钙品类细分为中老年补钙品类及母婴补钙品类，并以迪巧品牌主导母婴补钙细分品类；同时，公司将补钙品类细分为国产补钙品类及进口补钙品类，并以迪巧品牌主导进口补钙细分品类；公司根据母婴细分人群的需求特点，将迪巧品牌定义为“进口钙领先品牌”，并辅以彩色卡通大象的标识，有效突出了迪巧原产于美国并为母婴人群定制这一独特的品牌定位，与竞争对手形成了显著差异。

图 19：2015-2022 年迪巧系列收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：2015-2022 年迪巧系列毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.4 处方药品牌运营复盘——泌特

泌特系列为“化学性消化不良”治疗药物的领导品牌。由扬州一洋生产，百洋医药进行全面营销，品牌运营合作协议期为 2006-2040 年。泌特（通用名称：复方阿嗟米特肠溶片）适应症：处方药。全面补充胰酶，高效促进胆汁分泌，同时添加了二甲硅油，能快速消除腹胀；有效解决食欲不振、腹部不适、早饱、嗝气、脂肪便等消化不良症状。

图 21：泌特（通用名称：复方阿嗟米特肠溶片）

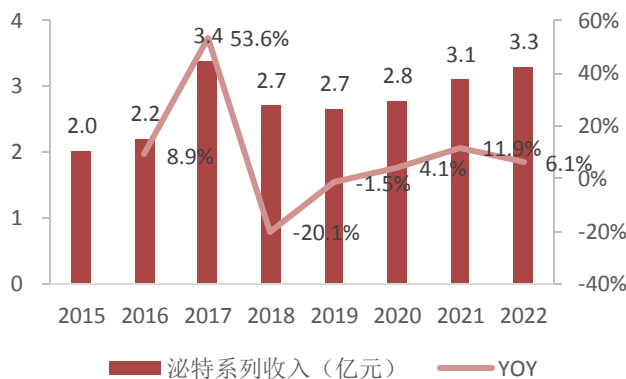


数据来源：公司官网，西南证券整理

泌特系列收入稳步增长。2022 年公司泌特系列实现收入 3.3 亿元 (+6.1%)，2019-2022 年泌特系列收入 CAGR 为 5.1%。2020 年公司泌特系列毛利率为 24.5% (+9.8pp)，2020 年泌特系列毛利率提升幅度大，主要原因为：2020 年受疫情影响，医院渠道的品牌推广受到一定限制，发行人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。

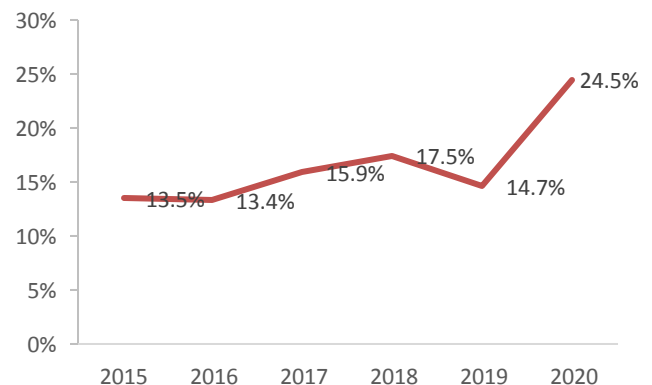
相比于迪巧系列产品，泌特系列产品的毛利率较低，主要原因为：在核算泌特产品服务成本时，发行人已将泌特系列产品的全部推广支出作为服务费成本核算；而迪巧系列的相关支出部分主要作为销售费用核算。

图 22：2015-2022 年公司泌特系列收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：公司泌特系列毛利率（注：公司披露至 2020 年）



数据来源：公司公告，西南证券整理

针对泌特等处方药品牌运营，公司采用“医院渠道”+“零售渠道”并行的学术化推广方式，打造细分领域的专业品牌形象。公司通过为泌特系列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获取收益。公司在泌特产品的销售与推广流程中起到承上启下的关键节点作用。公司负责下游经销商渠道的维护，根据下游经销商的需求向扬州一洋采购产品；此外，公司负责泌特产品在全国范围内的学术推广工作，主要从提高学术界和医生对泌特产品的关注和认知入手以提高泌特产品的销量。

院端推广：泌特主要通过医院渠道销售，公司在院内通过开展大型学术推广会议、科室研讨会等方式进行市场教育。2022 年公司在医院渠道共开展科室会超千场，各类学术沙龙活动 700 余场，同时与《中华内科杂志》联手协作，开展病例大赛，推动消化学科医生诊疗水平和诊疗思维能力的提升，覆盖全国 30 个省市。

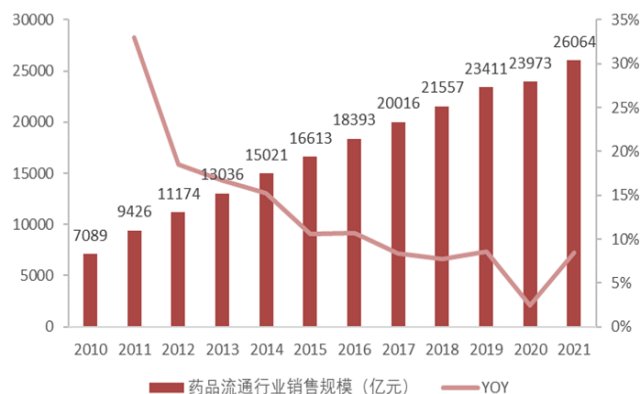
零售推广：1) 通过零售药店调研筛选，选择合适的零售药店进行产品销售，如单店采购规模较小，公司汇集多家零售药店的需求，争取有利的采购条件，成为零售药店的“虚拟库存”中心。2) 向零售渠道进行品牌及产品介绍，联合药店共同挖掘潜在的用户需求。3) 强化店员药事培训。通过向零售药店店员讲解产品特点，促进零售药店人员对产品的认知，提高零售药店对患者的服务能力，提升患者满意度。

3 上下游产业链延伸，批零一体化赋能主业

3.1 医药批发：以青岛为中心辐射周边，调整批发配送规模

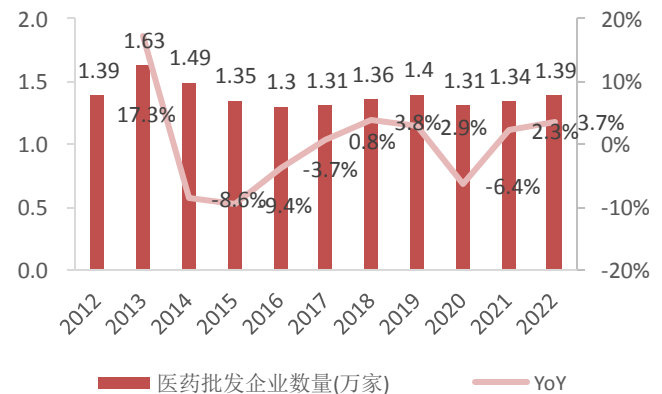
全国药品流通市场规模稳步增长。受政策性影响，批发行业集中度提升趋势不改，市场仍有向上空间。大中型配送商由于规模效应明显，成本优势突出，从而获得更多带量采购品种的配送。因此带量采购后，大中型批发企业正加速兼并淘汰小型企业，中长期内行业集中度提升趋势不变。根据商务部报告，2021 年中国医药批发行业 Top100 市场份额占市场总规模的 74.5%，同比提升 0.8pp。“十四五规划”提出到 2025 年我国培育形成 1-3 家超五千元、5-10 家超千亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，100 家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额 98% 以上。

图 24：中国医药流通行业市场规模



数据来源：商务部，西南证券整理

图 25：医药批发企业数量及增速

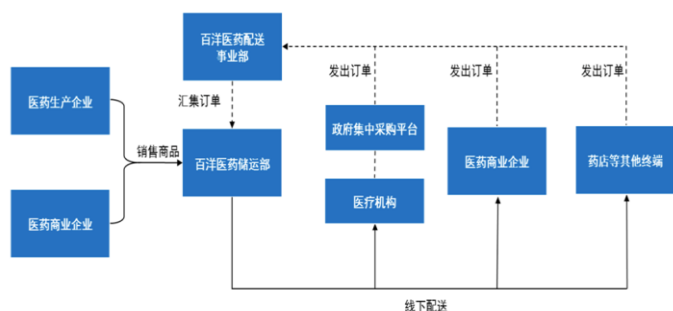


数据来源：中国医药商业协会，西南证券整理

公司医药批发配送的业务范围主要以青岛为中心，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。公司在青岛、北京及周边地区拥有完善的物流配送网络、仓储空间和分拣设备，做到了集中管控、全程追溯、管理提高、成本优化的同时，确保公司将医药产品安全、快速、准确配送至医院及零售药店。

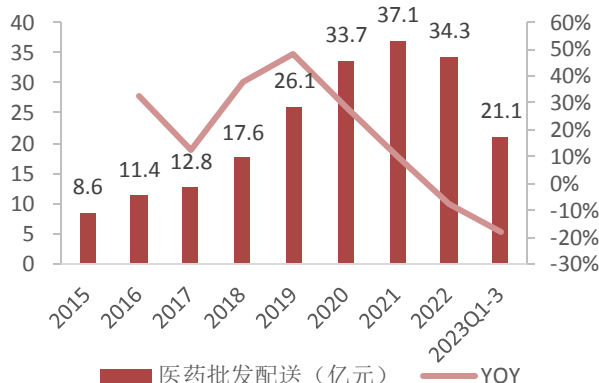
持续优化业务结构，聚焦核心品牌运营业务，退出北京医药批发零售市场，压缩批发配送规模。公司于 2022 年 7 月末出售子公司北京万维医药有限公司（现更名为重药万维（北京）医药有限公司）。2022 年公司批发配送业务实现收入 34.3 亿元（-7.3%），2023 年前三季度批发配送业务实现收入 21.1 亿元（-18.2%）。2018-2022 年公司批发配送业务收入 CAGR 为 21.9%。

图 26：公司医药批发配送业务流程图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 27：公司医药批发配送收入及增速



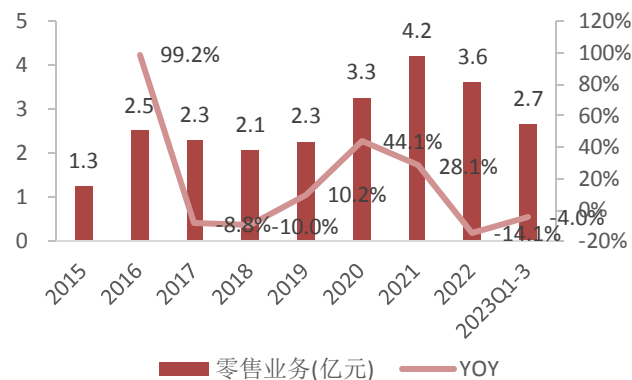
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 医药零售：线上线下一体化运营，持续发力 DTP 业务

公司通过线下自营药房与线上销售相结合的方式对消费者直接销售医药产品。公司线下自营药房为 DTP 药房，DTP 药房销售产品以处方药为主，作为医院现有门诊药房或住院药房的有益补充。公司线上销售业务主要分为以自营线上商城和在天猫、京东等知名第三方电商平台开设的医药电商旗舰店。

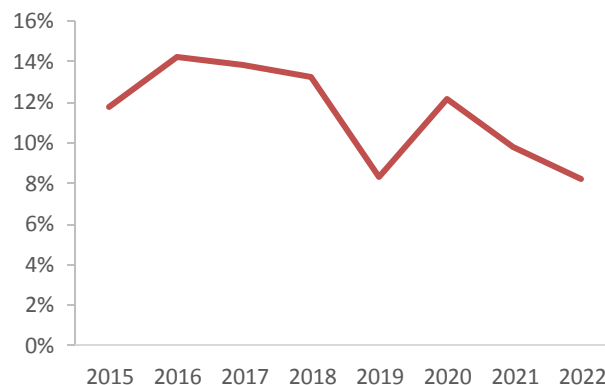
聚焦主业，退出北京零售药店市场，提升精细化管理能力。公司于 2022 年 10 月末出售子公司北京百洋汇康智慧药房有限公司。2023 年前三季度公司零售业务实现收入 2.7 亿元 (-4%)。2022 年公司零售业务毛利率为 8.26%，公司零售业务毛利率略低于同行主要系产品结构的差异，公司零售板块中毛利较低的处方药品种、DTP 品种销售占比大。

图 28：公司医药零售业务收入及增速



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 29：公司医药零售业务毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：公司医药零售业务布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：品牌运营板块。公司逐步形成可复制的商业化品牌运营模式，孵化全生命周期品牌，有望加速步入兑现期。我们预计 2023-2025 年品牌运营板块销售量有望按照 20%/20%/22% 的增速稳步增长，规模效应有望带来毛利率提升，预期 2023-2025 年品牌运营板块毛利率为 48%/49%/50%。

假设 2：医药批发板块。公司在 2022 年 7 月剥离北京医药批发市场，聚焦青岛批发业务，我们预计 2023-2025 年医药批发板块销售量有望按照 -17%/10%/10% 的增速变化。毛利率有望稳定在 10%。

假设 3：医药零售板块。公司在 2022 年 10 月剥离北京医药零售市场，随着精细化管理的提升，我们预计 2023-2025 年医药零售板块订单量有望按照 -5%/15%/15% 的增速变化，预期 2023-2025 年零售业务毛利率有望稳定在 8%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

| 单位：亿元 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|-----|-------|--------|-------|-------|
| 品牌运营 | 收入 | 37.0 | 44.4 | 53.3 | 65.0 |
| | 增速 | 27.4% | 20.0% | 20.0% | 22.0% |
| | 毛利率 | 46.1% | 48.0% | 49.0% | 50.0% |
| 医药批发 | 收入 | 34.3 | 28.5 | 31.4 | 34.5 |
| | 增速 | -7.3% | -17.0% | 10.0% | 10.0% |

| 单位：亿元 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|-----|--------|-------|-------|-------|
| 医药零售 | 毛利率 | 9.9% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| | 收入 | 3.6 | 3.4 | 3.9 | 4.5 |
| | 增速 | -14.1% | -5.0% | 15.0% | 15.0% |
| | 毛利率 | 8.3% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| 其他业务 | 收入 | 0.16 | 0.17 | 0.18 | 0.19 |
| | 增速 | -27.3% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 毛利率 | 44.0% | 44.0% | 44.0% | 44.0% |
| 合计 | 收入 | 75.1 | 76.5 | 88.7 | 104.2 |
| | 增速 | 6.5% | 1.9% | 16.0% | 17.4% |
| | 毛利率 | 27.8% | 29.3% | 30.6% | 32.1% |

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取康哲药业、上海医药、九州通、益丰药房四家公司作为可比公司，四家公司 2024 年平均 PE 为 12 倍。公司属于医药品牌运营龙头，逐步优化业务结构，批发零售的比重逐渐减弱。考虑到公司未来利润增长点为医药品牌运营，孵化初期的品牌加速步入盈利期，首次覆盖，建议积极关注。

表 6：可比公司估值（截至 2023.11.07）

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E |
| 0867.HK | 康哲药业 | 13.6 | - | 1.36 | 1.43 | 1.65 | 8.25 | 9.19 | 8.71 | 7.54 |
| 601607.SH | 上海医药 | 18.1 | 1.52 | 1.43 | 1.7 | 1.94 | 11.73 | 12.67 | 10.63 | 9.33 |
| 600998.SH | 九州通 | 7.27 | 1.11 | 0.63 | 0.73 | 0.88 | 11.72 | 11.57 | 9.92 | 8.3 |
| 603939.SH | 益丰药房 | 35.5 | 1.75 | 1.45 | 1.8 | 2.21 | 36.4 | 24.55 | 19.75 | 16.03 |
| 平均值 | | | | | | | 17 | 14 | 12 | 10 |

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

品牌拓展或不及预期；核心产品集中度过高的风险；市场竞争加剧风险；行业政策风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 7509.62 | 7648.63 | 8873.73 | 10419.21 | 净利润 | 485.40 | 638.51 | 835.88 | 1095.60 |
| 营业成本 | 5424.87 | 5403.87 | 6154.87 | 7074.59 | 折旧与摊销 | 30.00 | 22.42 | 22.42 | 22.42 |
| 营业税金及附加 | 36.91 | 36.17 | 42.19 | 49.73 | 财务费用 | 48.39 | 31.48 | 14.73 | 11.30 |
| 销售费用 | 1121.83 | 1124.35 | 1331.06 | 1562.88 | 资产减值损失 | -1.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 196.70 | 180.51 | 185.46 | 218.80 | 经营营运资本变动 | -198.74 | -9.67 | -310.42 | -378.58 |
| 财务费用 | 48.39 | 31.48 | 14.73 | 11.30 | 其他 | -58.13 | 2.11 | 0.13 | 16.87 |
| 资产减值损失 | -1.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 305.75 | 684.85 | 562.74 | 767.61 |
| 投资收益 | 1.88 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -68.37 | -40.00 | -35.00 | -35.00 |
| 公允价值变动损益 | -10.75 | -2.72 | -3.96 | -4.68 | 其他 | -48.96 | -38.72 | -39.96 | -54.68 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -117.33 | -78.72 | -74.96 | -89.68 |
| 营业利润 | 674.26 | 869.54 | 1141.46 | 1497.23 | 短期借款 | -23.65 | -888.57 | -126.45 | -50.00 |
| 其他非经营损益 | -5.71 | 1.96 | 2.21 | 2.23 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 668.55 | 871.50 | 1143.68 | 1499.46 | 股权融资 | -4.53 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 183.15 | 232.99 | 307.80 | 403.86 | 支付股利 | -350.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 485.40 | 638.51 | 835.88 | 1095.60 | 其他 | -165.17 | -0.47 | 45.27 | 38.70 |
| 少数股东损益 | -16.68 | -4.38 | -5.45 | -9.70 | 筹资活动现金流净额 | -543.58 | -889.04 | -81.18 | -11.30 |
| 归属母公司股东净利润 | 502.09 | 642.89 | 841.32 | 1105.30 | 现金流量净额 | -349.29 | -282.90 | 406.60 | 666.63 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 财务分析指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 1047.77 | 764.86 | 1171.46 | 1838.09 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 2418.69 | 2350.33 | 2747.99 | 3230.03 | 销售收入增长率 | 6.50% | 1.85% | 16.02% | 17.42% |
| 存货 | 650.10 | 661.99 | 754.84 | 865.87 | 营业利润增长率 | 19.57% | 28.96% | 31.27% | 31.17% |
| 其他流动资产 | 141.37 | 36.84 | 38.38 | 40.32 | 净利润增长率 | 16.28% | 31.54% | 30.91% | 31.07% |
| 长期股权投资 | 181.57 | 181.57 | 181.57 | 181.57 | EBITDA 增长率 | 14.19% | 22.69% | 27.63% | 29.90% |
| 投资性房地产 | 55.61 | 55.61 | 55.61 | 55.61 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 258.83 | 285.45 | 307.07 | 328.69 | 毛利率 | 27.76% | 29.35% | 30.64% | 32.10% |
| 无形资产和开发支出 | 57.46 | 49.22 | 40.98 | 32.74 | 三费率 | 18.20% | 17.47% | 17.26% | 17.21% |
| 其他非流动资产 | 218.81 | 254.01 | 289.21 | 338.41 | 净利率 | 6.46% | 8.35% | 9.42% | 10.52% |
| 资产总计 | 5030.20 | 4639.89 | 5587.11 | 6911.34 | ROE | 21.29% | 21.89% | 22.27% | 22.60% |
| 短期借款 | 1165.02 | 276.45 | 150.00 | 100.00 | ROA | 9.65% | 13.76% | 14.96% | 15.85% |
| 应付和预收款项 | 1175.36 | 1117.42 | 1274.66 | 1479.46 | ROIC | 20.23% | 24.53% | 29.36% | 33.25% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 10.02% | 12.07% | 13.28% | 14.69% |
| 其他负债 | 409.90 | 329.24 | 409.80 | 483.63 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 2750.28 | 1723.11 | 1834.46 | 2063.09 | 总资产周转率 | 1.56 | 1.58 | 1.74 | 1.67 |
| 股本 | 525.10 | 525.10 | 525.10 | 525.10 | 固定资产周转率 | 42.18 | 44.56 | 56.07 | 71.92 |
| 资本公积 | 411.61 | 411.61 | 411.61 | 411.61 | 应收账款周转率 | 3.81 | 3.70 | 3.96 | 3.98 |
| 留存收益 | 1363.68 | 2006.57 | 2847.89 | 3953.19 | 存货周转率 | 8.37 | 8.10 | 8.61 | 8.68 |
| 归属母公司股东权益 | 2302.04 | 2943.28 | 3784.60 | 4889.90 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 102.82% | — | — | — |
| 少数股东权益 | -22.11 | -26.50 | -31.94 | -41.64 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2279.93 | 2916.78 | 3752.66 | 4848.26 | 资产负债率 | 54.68% | 37.14% | 32.83% | 29.85% |
| 负债和股东权益合计 | 5030.20 | 4639.89 | 5587.11 | 6911.34 | 带息债务/总负债 | 42.36% | 16.04% | 8.18% | 4.85% |
| | | | | | 流动比率 | 1.64 | 2.51 | 3.01 | 3.42 |
| | | | | | 速动比率 | 1.39 | 2.08 | 2.52 | 2.92 |
| | | | | | 股利支付率 | 69.76% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 752.64 | 923.44 | 1178.61 | 1530.96 | 每股收益 | 0.96 | 1.22 | 1.60 | 2.10 |
| PE | 36.62 | 28.60 | 21.86 | 16.64 | 每股净资产 | 4.38 | 5.61 | 7.21 | 9.31 |
| PB | 7.99 | 6.25 | 4.86 | 3.76 | 每股经营现金 | 0.58 | 1.30 | 1.07 | 1.46 |
| PS | 2.45 | 2.40 | 2.07 | 1.76 | 每股股利 | 0.67 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| EV/EBITDA | 24.09 | 18.91 | 14.33 | 10.53 | | | | | |
| 股息率 | 1.90% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyrty@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfly@swsc.com.cn |
| | 卞黎旸 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| | 龙思宇 | 销售经理 | 18062608256 | 18062608256 | lsyu@swsc.com.cn |
| | 田靖雯 | 销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 阚钰 | 销售经理 | 17275202601 | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn |
| 北京 | 魏晓阳 | 销售经理 | 15026480118 | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn |
| | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 高级销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
| | 张鑫 | 销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtyf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| 广深 | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |