

2024年07月31日

买入（首次覆盖）

## 证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 相关研究

## 百洋医药 (301015.SZ)

——大健康品牌商业化平台，集团孵化+外部合作持续注入增长动能

## 投资要点：

- **投资逻辑：**百洋医药为国内领先的医药商业化平台，能力已经得到市场验证，目前正处于快速成长期，通过院内+院外双轮驱动，不断深挖产品，推动公司持续快速增长。1) 公司院外市场推广能力突出，随着迪巧、海露、哈乐、功效护肤品等亿级及十亿级大单品的持续深耕，仍有较大提升空间；2) 公司加速布局创新药械如核药、SPECT、人工心脏等，并逐步迎来收获期，打开长期成长天花板。
- **迪巧焕发新活力，院外业务潜力可期。**公司以零售渠道为特色，深耕多渠道品牌运营。1) **迪巧：**公司深耕钙补充剂领域多年，核心产品迪巧已经在母婴人群中建立高品牌认知度，收入增长趋势良好，2023年收入为18.97亿元，2021-2023年收入CAGR达17.3%，占品牌运营收入的43.1%。随着全人群、多剂型的发展，未来市占率仍有提升空间，业绩基本盘预计将保持稳健。2) **其他OTC及大健康产品：**公司旗下包括海露、纽特舒玛、功效护肤品等产品均具备较强竞争力，目前正在快速放量中，其中海露2021-2023年收入由3亿增长至6.4亿，纽特舒玛2020-2023年收入由3255万增长至8300万，未来潜力可期。
- **集团孵化+外部合作，创新业务迎来收获期。**创新药械是公司重要的发展方向，布局产品已经陆续进入商业化阶段/上市前期，有望持续为公司业绩增添动能。
  - **高端器械产品矩阵不断拓宽：**1) **人工心脏：**晚期心衰的主要治疗手段，在我国发展较为早期，空间较为广阔，目前竞争格局良好。百洋负责的同心医疗的VAD产品长期随访数据优异，为百洋创新器械矩阵中较早进入商业化阶段的产品，截止2023年底已经在50多家医院开展手术。2) **超声用电磁定位穿刺引导系统：**全国独家经临床验证，360度无死角的实时精准无辐射的介入导航系统，穿刺成功率高，学习曲线短，契合临床需求。该产品有望帮助公司在影像设备领域建立销售体系。
  - **核医学业务发力在即，预计将成为公司重要增长点。**目前国家正在推动核医学的发展，百洋通过与瑞迪奥战略合作获得我国第一个核医学影像诊断1类新药<sup>99m</sup>Tc-3PRGD2的上市后中国大陆独家商业化权益。该产品临床数据优异，具备较强竞争力，有望成为公司在创新药领域的重磅产品。除此之外，还有其他核药产品及SPECT设备处于研发阶段，未来随着上市进程的推进，核医学相关产品预计将成为公司重要的业绩增长点。
- **收购百洋制药，再添强劲增长点。**公司以8.8亿现金通过收购百洋投资、百洋伊仁、百洋康合的股权进而直接和间接持有百洋制药60.199%的股权。百洋制药布局中成药及化药业务，资产较为优质，2023年收入和净利润分别为7.6亿元及1.4亿元，近年增速较为稳健。旗下五大核心产品合计市场规模预计超百亿，空间广阔。百洋制药同时具备丰富的在研管线，为百洋医药增添强劲增长点。
- **盈利预测与估值：**我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为8.5亿元、10.8亿元、13.5亿元，增速分别为30.2%/25.9%/25.4%，当前股价对应的PE分别为14X、11X、9X。同时选取医药流通公司九州通、上海医药、国药股份作为可比公司，鉴于百洋医药为国内领先的医药商业化平台，具备优异的品牌打造能力及全渠道运营能力，已成功打造出多个收入亿级及十亿级单品，商业化能力得到充分验证，目前正在加速布局创新药械，随着相关产品陆续进入收获期，长期成长天花板有望打开。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**核心品种收入不及预期；合作品种上市进展不及预期；市场竞争加剧风险。

## 股价数据：2024年7月31日

收盘价(元)	22.86
年内最高/最低(元)	40.23/21.53
总市值(亿元)	120

## 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	7,510	7,564	8,375	9,429	10,651
同比增长率(%)	6.5%	0.7%	10.7%	12.6%	13.0%
毛利率(%)	27.8%	30.0%	37.6%	39.5%	41.9%
归母净利润(百万元人民币)	507	656	855	1,076	1,349
同比增长率(%)	20.1%	29.6%	30.2%	25.9%	25.4%
每股收益(元人民币/股)	0.96	1.25	1.63	2.05	2.57
ROE(%)	22.0%	24.6%	27.4%	28.5%	28.8%
市盈率	24.83	28.69	14.06	11.16	8.91

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 8.5 亿元、10.8 亿元、13.5 亿元，增速分别为 30.2%/25.9%/25.4%，当前股价对应的 PE 分别为 14X、11X、9X。同时选取医药流通公司九州通、上海医药、国药股份作为可比公司，鉴于百洋医药为国内领先的医药商业化平台，具备优异的品牌打造能力及全渠道运营能力，已成功打造出多个收入亿级及十亿级单品，商业化能力得到充分验证，目前正在加速布局创新药械，随着相关产品陆续进入收获期，长期成长天花板有望打开。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

1) 品牌运营：公司最主要的收入来源，具备成熟的营销模式，目前已经打造出如迪巧、海露、哈乐等一系列收入过亿、过十亿的优势品种。未来随着空间广阔的创新药械项目的持续推进，有望为公司品牌运营业务添加新的增长点。在成熟品种稳健增长+新创新品种潜力释放的背景下，预计公司品牌运营业务 2024-2026 年增速分别为 22.2%/21.5%/20.1%；

2) 批发配送及零售业务：目前公司的批发配送业务已经压缩到山东青岛的范围，预计 2024-2026 年增速分别为-7%/-5%/-5%；预计公司的零售业务维持稳健增长，2024-2026 年增速分别为 5%/5%/5%。

### 投资逻辑要点

百洋医药为国内领先的医药商业化平台，能力已经得到市场验证，目前正处于快速成长期，通过院内+院外双轮驱动，不断深挖产品，推动公司持续快速增长。1) 公司院外市场推广能力突出，随着迪巧、海露、哈乐、功效护肤品等亿级及十亿级大单品的持续深耕，仍有较大提升空间；2) 公司加速布局创新药械如核药、SPECT、人工心脏等，并逐步迎来收获期，打开长期成长天花板。

### 核心风险提示

核心品种收入不及预期；合作品种上市进展不及预期；市场竞争加剧风险。

## 目录

---

1. 百洋医药：快速成长中的品牌运营商 .....	6
2. 迪巧焕发新活力，院外业务潜力可期 .....	9
2.1 迪巧：母婴补钙第一品牌，布局老年钙开启新成长线.....	10
2.2 零售药品产品质量高，正在快速放量.....	11
2.2.1 海露 .....	11
2.2.2 纽特舒玛.....	13
2.2.3 功效护肤品 .....	14
3. 集团孵化+外部合作，创新业务迎来收获期 .....	15
3.1 高端器械产品矩阵不断拓宽.....	15
3.2 核医学业务潜力大，公司发力在即 .....	17
3.3 收购百洋制药，再添强劲增长点 .....	17
4. 盈利预测及估值 .....	22

## 图表目录

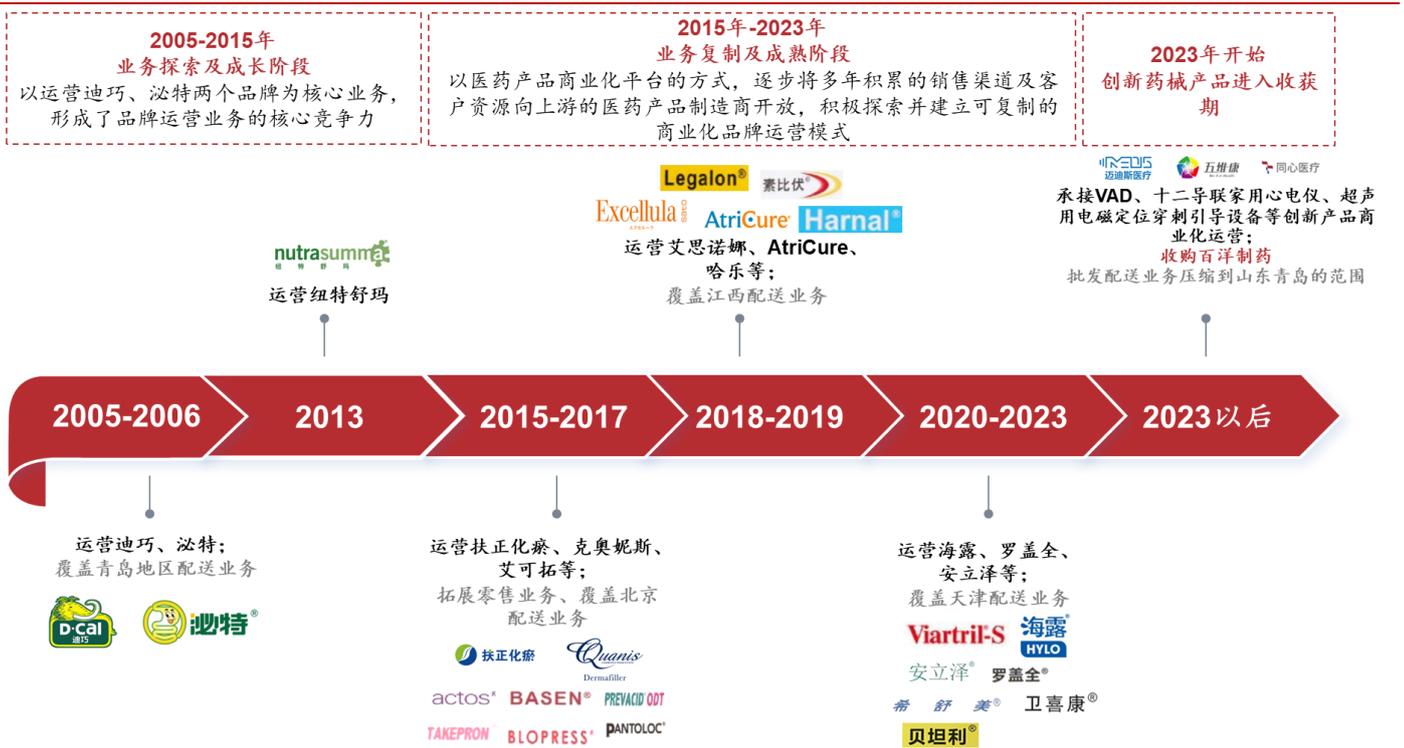
图 1: 百洋医药发展历史.....	6
图 2: 百洋医药集团的创新孵化平台 .....	7
图 3: 百洋医药股权结构 (截止 2024Q1) .....	7
图 4: 公司收入情况 (亿元, %) .....	8
图 5: 公司归母净利润情况 (亿元, %) .....	8
图 6: 公司分业务收入情况 (亿元) .....	8
图 7: 公司合作部分主流药企情况.....	9
图 8: 迪巧成长逻辑.....	10
图 9: 2023H1 城市实体药店钙制剂竞争格局 .....	10
图 10: 2023H1 公立医疗机构钙制剂竞争格局.....	10
图 11: 迪巧收入, 收入占品牌运营比例及毛利率情况 .....	11
图 12: 城市实体药房玻璃酸钠滴眼液市场规模及增速情况 .....	11
图 13: 海露收入及增速情况 .....	13
图 14: 城市实体药房玻璃酸钠滴眼液竞争格局 .....	13
图 15: 纽特舒玛收入情况 (亿元) .....	14
图 16: 纽特舒玛覆盖医院情况.....	14
图 17: 功效护肤品国内市场规模及增速情况.....	14
图 18: 克奥妮斯及艾思诺娜收入情况 (亿元) .....	14
图 19: 慈孚随访期间患者生存率 .....	15
图 20: 慈孚不同终点事件发生率 .....	15
图 21: 迈迪斯医疗 Imedis9000 磁导航系统术中影像.....	16
图 22: 99mTc-3PRGD2 的靶向诊断示意图 (左) 及同一患者的 99mTc-3PRGD2 SPECT/CT 显像和 18F-FDG PET/CT 显像图 (右) .....	17
图 23: 收购前后百洋制药股权结构图 .....	18
图 24: 百洋制药收入及利润情况 (亿元) .....	19
图 25: 分产品收入情况及主要产品收入占比 (亿元, %) .....	19
图 26: 分产品毛利率情况 (%) .....	19

图 27: 肝病进展图示.....	20
图 28: 扶正化瘀作用机制.....	20
图 29: 扶正化瘀联合恩替卡韦可以提高肝纤维化逆转率 .....	21
图 30: 扶正化瘀可以提高肝硬化患者生存率.....	21
图 31: 城市公立医院肝病用中成药竞争格局.....	21
图 32: 城市实体药房肝病用中成药竞争格局.....	21
表 1: 公司 OTC 及 OTX 主要产品.....	9
表 2: URSAPHARM 及参天制药玻璃酸钠滴眼液情况 .....	12
表 3: 纽特舒玛循证医学证据.....	13
表 4: 百洋合作主要功效性护肤品介绍.....	15
表 5: 百洋制药核心产品简介.....	19
表 6: 百洋制药在研管线情况.....	21
表 7: 2024-2026 年公司收入预测 (亿元) .....	23
表 8: 可比公司估值情况.....	23
表 9: 百洋医药利润表 (百万元) .....	25
表 10: 百洋医药资产负债表 (百万元) .....	26
表 11: 百洋医药现金流量表 (百万元) .....	27

# 1. 百洋医药：快速成长中的品牌运营商

百洋医药为医药产品商业化整体解决方案提供商。百洋医药成立于 2005 年，凭借品类洞察及品牌打造、数字化营销、生态型组织协同的商业化核心能力，公司搭建了健康品牌商业化平台，为上游工业企业提供全渠道商业化解决方案。经过十多年的积累，形成强大的营销网络，孵化出多个领导品牌，产品矩阵覆盖 OTC 及大健康、OTX 等处方药、肿瘤等重症药以及高端医疗器械四大品类。

图 1：百洋医药发展历史



资料来源：公司公告，公司招股书，公司官网等，华源证券研究

集团赋能创新孵化平台，为上市公司注入新动力。百洋医药集团聚焦创新药、高端医疗器械、基础研究平台三大价值赛道，通过资金、治理、营销推广等资源支持，孵化创新产品，并由百洋医药锁定商业化权益，持续为百洋医药发展增添动力。

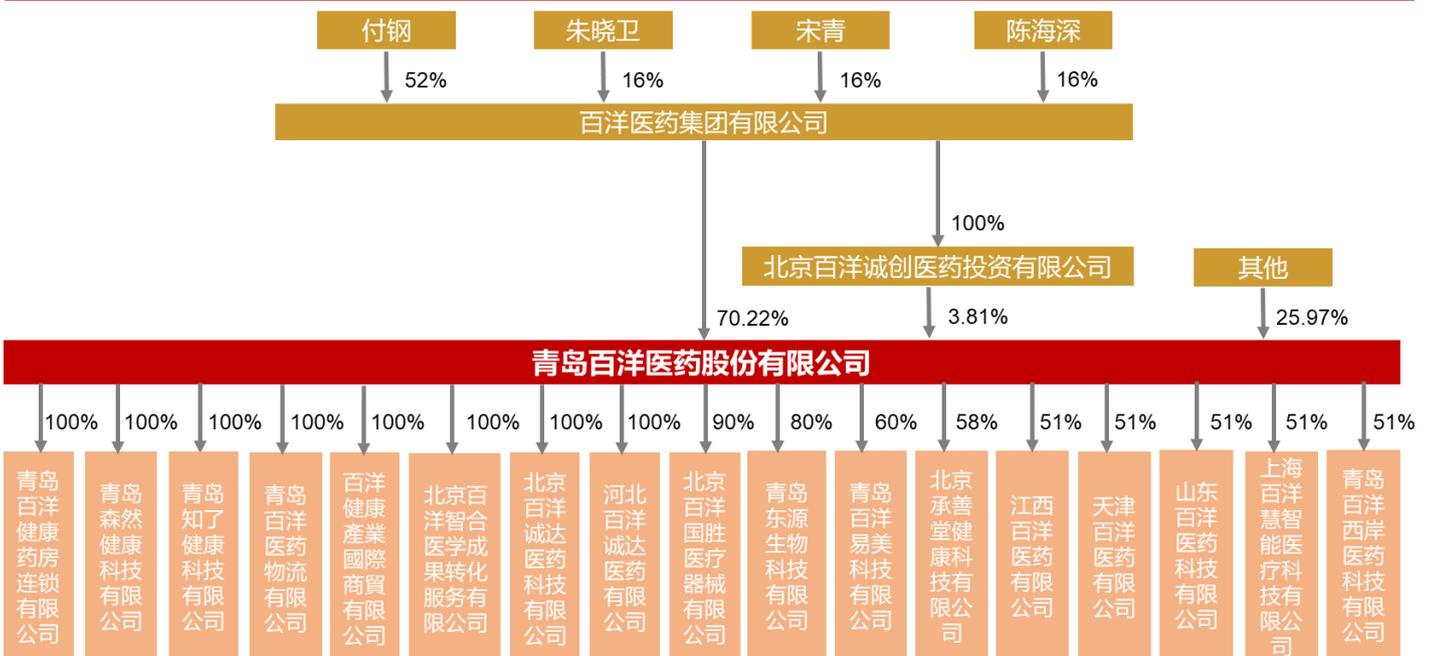
图 2：百洋医药集团的创新孵化平台



资料来源：公司官网，华源证券研究

**股权结构集中，付钢为公司实控人。**百洋医药集团为青岛百洋医药第一大股东，直接持有公司 70.22% 股份，并通过百洋诚创医药投资间接持有 3.81% 的股份。而百洋医药集团的股权则掌握在青岛百洋医药董事长、总经理、实控人付钢，董事陈海深及宋青，董事、副总经理朱晓卫手中。青岛百洋医药下属子公司众多，覆盖药店、投资及商业拓展、医疗器械经营等多个业务。

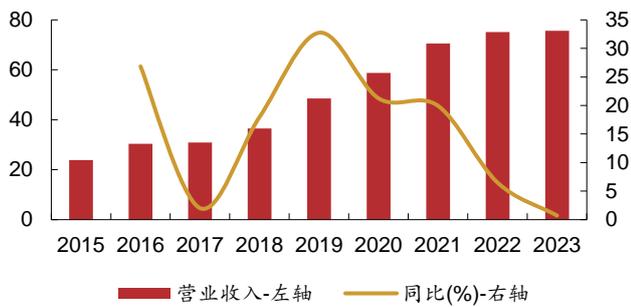
图 3：百洋医药股权结构（截止 2024Q1）



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究

**聚焦核心业务品牌运营，利润快速增长。**2023 年公司实现收入和归母净利润 75.6 亿元及 6.6 亿元，同比增长 0.7%及 29.6%，利润端实现了良好的增长。收入拆分来看，公司核心业务品牌运营实现了 18.9%的增长至 44 亿元，占收入比重为 58%，为近年最高。批发配送业务下滑较为明显，主要是由于规模压缩所致。

图 4：公司收入情况（亿元，%）



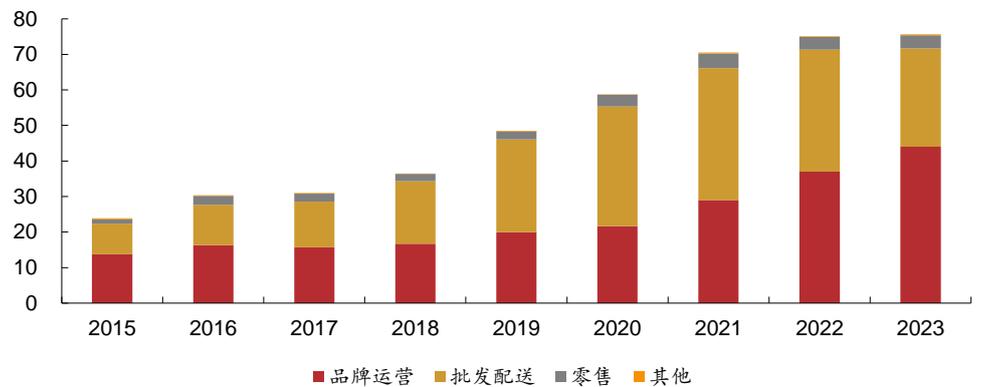
资料来源：Wind，华源证券研究

图 5：公司归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：Wind，华源证券研究

图 6：公司分业务收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，公司招股书，华源证券研究

**商业化平台能力获主流药企认可，影响力持续扩大。**公司专业的商业化平台能力获得了包括罗氏制药、阿斯泰来、阿斯利康等众多主流药企的认同，同时有越来越多初创期的创新药企业向公司寻求合作，足以印证公司强劲的商业化能力。

图 7：公司合作部分主流药企情况



资料来源：百洋医药官方微信公众号，阿斯泰来中国官方微信公众号，华源证券研究

## 2. 迪巧焕发新活力，院外业务潜力可期

公司以零售渠道为特色，深耕多渠道品牌运营。公司的品牌运营业务在深耕零售渠道的基础上，同时实现了全渠道布局，专业团队已经覆盖 14000 家医院及 400000 家药店，在零售终端和医院渠道均沉淀了专业营销推广经验，已经成功孵化了迪巧、海露、哈乐等大单品。

表 1：公司 OTC 及 OTX 主要产品

简介	2023 年收入（亿元）	增速
迪巧 进口钙领先品牌，连续八年国内进口钙补充剂市场第一，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。	18.97*	16.53%
海露 用于干眼症，缓解干眼症状。	6.4	49.88%
泌特 引领消化不良用药品类，补充胰酶促进胆汁分泌。		
纽特舒玛 美国一个专门从事开发和生产天然、有机、高效膳食营养补充剂的品牌，配方由美国加州大学洛杉矶分校的专家团队设计，产品精选全球优质天然原料，通过多达 170 项质量检测，获得多项国际权威有机认证。	0.83	44.36%
哈乐 改善排尿障碍		
安立泽 DPP-4i 经典降糖药物，在中国上市已十余年。	2.38*	

资料来源：公司官方微信公众号，公司公告，公司官网，公司招股书，华源证券研究

\*未还原两票制业务

## 2.1 迪巧：母婴补钙第一品牌，布局老年钙开启新成长线

百洋深耕钙补充剂领域多年，从“母婴”拓展至“中老年”，产品逐步覆盖全人群。从2005年开始，美国安士的补钙产品迪巧系列在国内便由百洋独家运营。百洋将迪巧品牌定义为“进口钙领先品牌”，在母婴细分人群中成功打造了高品牌认知度。而后通过不断推动产品创新升级（推出小黄条液体钙、小粉条液体钙、金迪巧等），丰富和完善产品线，为孕、婴、童、成人、中老年等不同人群均打造了专属的钙剂产品，以满足不同人群的补钙需求，迪巧也成为百洋运营最成功的品牌之一。

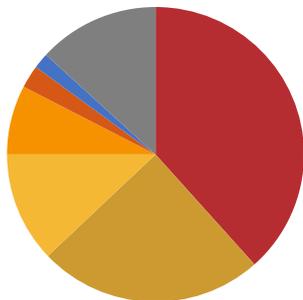
图 8：迪巧成长逻辑



资料来源：公司招股书，百洋医药官方微信公众号，华源证券研究绘制

通过百洋的运营，美国安士已成为国内份额排名靠前的钙补充剂厂商。中国钙制剂市场格局较为集中，2023H1 进口品牌美国安士在城市药店及公立医院的份额分别为 12.1% 及 6.2%，排名靠前，为国内钙制剂头部厂商。

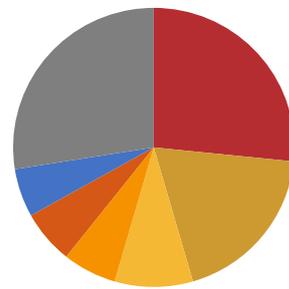
图 9：2023H1 城市实体药店钙制剂竞争格局



■ 朗迪 ■ 惠氏 ■ 安士 ■ 哈药三精 ■ 山东威高 ■ 重庆海默尼 ■ 其他

资料来源：米内网官方微信公众号，华源证券研究

图 10：2023H1 公立医疗机构钙制剂竞争格局



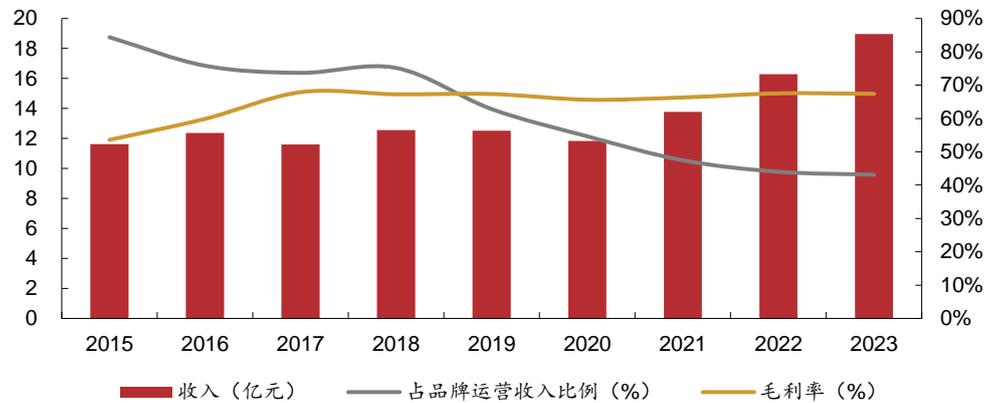
■ 朗迪 ■ 惠氏 ■ 昆明邦宇 ■ 山东威高 ■ 安士 ■ 华润双鹤 ■ 其他

资料来源：米内网官方微信公众号，华源证券研究

迪巧近年增长趋势良好，毛利率稳定。2023 年迪巧为百洋贡献收入 18.97 亿元

(YOY+16.5%)，2021 年开始增长趋势良好，21-23 年收入 CAGR 达 17.3%。随着百洋品牌运营产品矩阵的丰富，主力产品迪巧的收入占比也在逐年下滑，2023 年迪巧收入占品牌运营收入的 43.1%。从盈利能力来看，迪巧的毛利率较为稳定，基本维持在约 67%。

图 11：迪巧收入，收入占品牌运营比例及毛利率情况



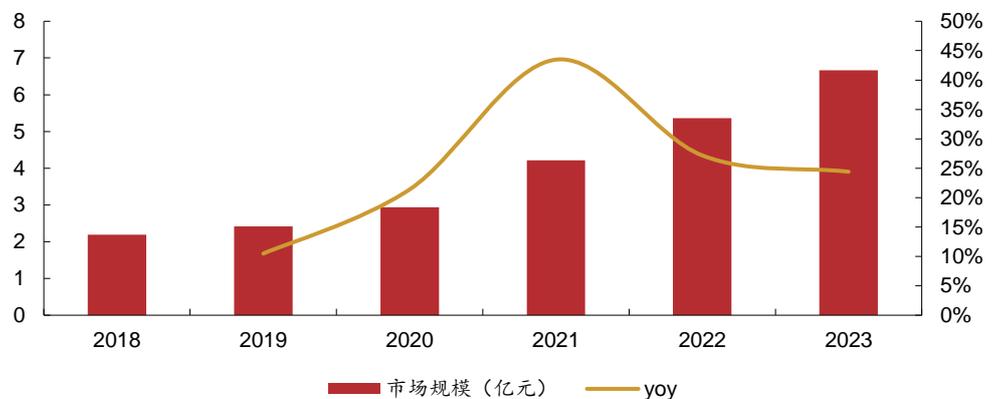
资料来源：公司公告，华源证券研究

## 2.2 零售药品产品质量高，正在快速放量

### 2.2.1 海露

我国干眼病患者群体庞大，玻璃酸钠滴眼液为主要治疗方式，院外规模快速增长。随着隐形眼镜、手机使用频次的增多，我国干眼病患者也在逐年增加，干眼临床诊疗专家共识（2013 年）表明，我国干眼症患病率在 21%~30%，患者群体庞大，因此日常对缓解眼干的需求持续存在。以玻璃酸钠滴眼液为代表的人工泪液是干眼病的主要治疗方式，近年城市实体药房的玻璃酸钠滴眼液市场规模呈高速增长态势，2023 年为 6.7 亿 (YOY+24.4%)。

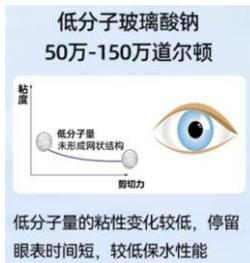
图 12：城市实体药房玻璃酸钠滴眼液市场规模及增速情况



资料来源：米内网，华源证券研究

**海露玻璃酸钠滴眼液**相较竞品具备差异特点，**竞争优势强**。目前国内玻璃酸钠滴眼液主要参与者为 URSAPHARM 的海露及参天制药的爱丽，合计市占率超过 60%。相比于爱丽，海露具备“太空舱”瓶身独家专利，分子量高、入眼更温和、补水保湿效果更好，滴量精准，开封后效期更长的优势。

**表 2: URSAPHARM 及参天制药玻璃酸钠滴眼液情况**

产品	海露		爱丽
厂家	URSAPHARM		参天制药
规格及浓度	10ml:10mg (浓度 0.1%)	0.4ml:1.2mg (浓度 0.1%)	5ml:15mg (浓度 0.3%) 5ml:5mg (浓度 0.1%)
平均分子量 (道尔顿)	200-300 万		50-120 万
	 <p>高分子量的具有<b>高黏溶性</b>，能更长时间的在眼表停留，<b>补水保湿更优</b></p>		 <p>低分子量的粘性变化较低，停留眼表时间短，<b>较低保水性能</b></p>
适应症	用于干眼症，缓解干眼症状，可用于长期治疗	伴随下述疾患的角结膜上皮损伤： •干燥综合征 (Sjogren's syndrome)、斯·约二氏综合征 (Stevens-Johnson syndrome)、干眼综合征 (dry eye syndrome) 等内因性疾患； •手术后、药物性、外伤、配戴隐形眼镜等外因性疾患。 一般使用 0.1%浓度，重症疾患以及效果不明显时使用 0.3%浓度。	
是否是处方药	否	否	是
是否含防腐剂	否	否	是
开封后效期	3 个月	开封后仅使用一次	开封后 28 天内使用
是否可以在佩戴隐形眼镜时使用	是	是	否
瓶身设计	太空舱设计，独家专利，杜绝液体回流，滴量精准，隔绝细菌		

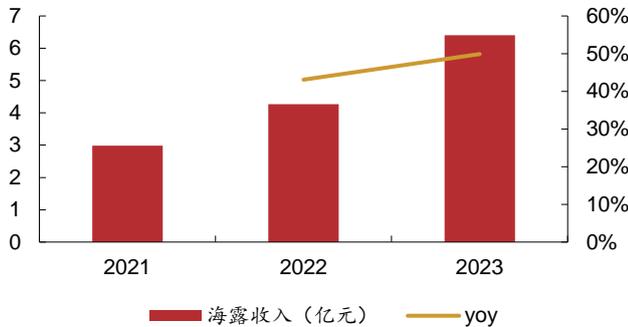


资料来源：海露淘宝官方旗舰店，药智网，阿里健康大药房等，华源证券研究

**由处方药转为非处方药+百洋营销赋能，海露收入快速增长，市占率逐年提升**。2020 年海露经药监局批准由处方药转为非处方药，购买限制更少。同年百洋与瑞霖医药达成零售市场战略合作，获得海露全国零售终端推广权益。而后百洋积极推动“温和护眼、常滴海露”的线上线下品牌宣传，并在宣传中重点突出海露“大分子、不含防腐剂、专利装置”

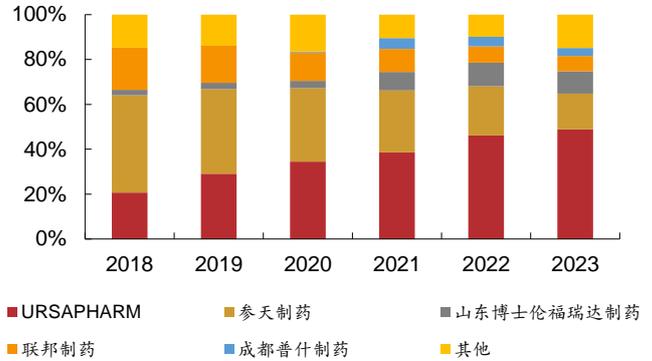
的产品优势，2021-2023 年海露为百洋贡献的收入由 3 亿元增长至 6.4 亿元，保持高速增长态势。在城市实体药房市占率逐年攀升，2023 年为 48.9%，排名第一。

图 13: 海露收入及增速情况



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 14: 城市实体药房玻璃酸钠滴眼液竞争格局



资料来源：米内网，华源证券研究

### 2.2.2 纽特舒玛

**纽特舒玛品牌定位为“医用级营养品”，临床证据充分。**纽特舒玛于 2015 年进入中国市场，为专门研发和生产天然、有机、高效的膳食营养补充剂的品牌，隶属于医学营养领域。百洋通过持续打造纽特舒玛“医用级营养品”的品牌定位，积极进行学术推广，并收获二十多篇循证医学证据，证实纽特舒玛在预防孕前超重/肥胖妇女的妊娠糖尿病、帮助超重或肥胖多囊卵巢综合征患者减重、改善老年人肌肉功能等方面均具备显著优势。

表 3: 纽特舒玛循证医学证据

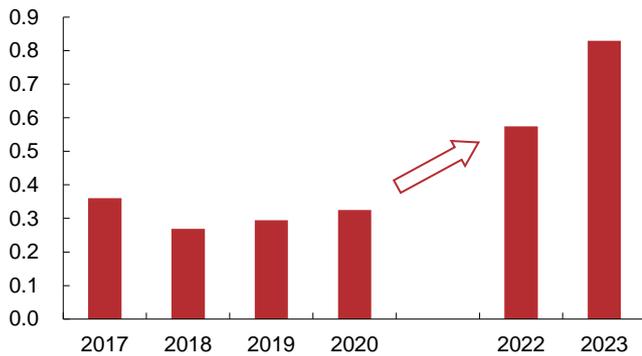
时间	论文名称	治疗领域	循证证据
2024.06	《膳食纤维对有代谢综合征风险孕妇健康的影响: 一项随机对照试验》	降低孕期便秘发生率, 可能会给 GDM(妊娠期糖尿病) 增加之间存在明显的相关性, 干预组对便秘药物的需求较低, 因此补充水溶性纤维可能会给患者带来潜在的益处	干预组 (比对照组每日额外补充纽特舒玛水溶性膳食纤维) 便秘发生率为 3%, 对便秘药物的需求较低, 而对照组便秘发生率为 12.6%。实验结果证明了膳食纤维摄入不足与妊娠糖尿病风险增加之间存在明显的相关性, 干预组对便秘药物的需求较低, 因此补充水溶性纤维可能会给患者带来潜在的益处。研究结果验证了孕期长期补充水溶性纤维的安全性。
2023.04	《三种医学营养减重法对超重或肥胖多囊卵巢综合征患者代谢参数和雄激素水平影响》	超重或肥胖多囊卵巢综合征患者减重	在能量膳食 (CRD)、高蛋白饮食 (HPD)、高蛋白高纤维饮食 (HPD+HDF) 三组中, 增加纽特舒玛水溶性膳食纤维的 HPD+HDF 组在患者体重、BMI 指数、体脂、体脂百分比、内脏脂肪面积等参数效果最显著, 很好的保留肌肉含量和基础代谢率, 依从性也好。
2022.12	《膳食纤维补充剂对于孕前超重/肥胖妇女预防妊娠期糖尿病的作用: 一项随机对照试验》	预防孕前超重/肥胖妇女的妊娠糖尿病	虽然同为孕前超重/肥胖的准妈妈, 与仅进行标准产前护理的对照组相比, 膳食纤维补充剂组的准妈妈妊娠期糖尿病发生率下降 15.7%, 同时孕期体重过度增加发生率降低 21.3%, 无胎儿早产发生, 膳食纤维预防妊娠期糖尿病的作用被证实有效。
2020.03	《乳清蛋白营养补充剂对社区衰弱老年人肌肉功能的影响: 中国多中心研究》	改善老年人肌肉功能	纽特舒玛乳清蛋白粉可以有效提升老年人的肌肉功能、行动能力和生活质量。通过一个为期 12 周的纽特舒玛乳清蛋白和抗阻运动的干预, 改善了预衰弱和衰弱老年人的肌肉功能。研究表明, 运动之外的特殊营养补充可以为老年患者提供额外的好处。从住院和社区康复的人群也可以从营养补充和锻炼中获益。
2019.09	《水溶性膳食纤维对慢性便秘近期治疗效果研究》	治疗慢传输型便秘	纽特舒玛水溶性膳食纤维对慢传输型便秘 (结肠动力减弱且传输时间出现明显延长) 的治疗总有效率高达 95%。纽特舒玛®水溶性膳食纤维在结肠内可发生酵解反应, 并且产生短链脂肪酸,

对于肠道益生菌如双歧杆菌、乳酸杆菌等的生长均有促进作用,而通过改善肠道益生菌则可促进结肠的正常蠕动,从而增加排便的频次。

资料来源: 纽特舒玛资讯微信公众号, 纽特舒玛官网, 华源证券研究

**收入快速提升, 成为数百家“医学减重中心”的首选合作品牌。**纽特舒玛持续深耕院内渠道, 目前已覆盖数百家三甲医院, 并成为数百家“医学减重中心”的首选合作品牌。2023 年实现收入约 8300 万元, 同比增长 44.36%, 近年收入提升幅度较大。

图 15: 纽特舒玛收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

图 16: 纽特舒玛覆盖医院情况

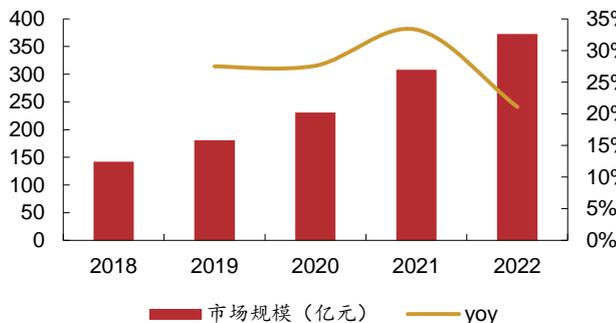


资料来源: 纽特舒玛官网, 华源证券研究

### 2.2.3 功效护肤品

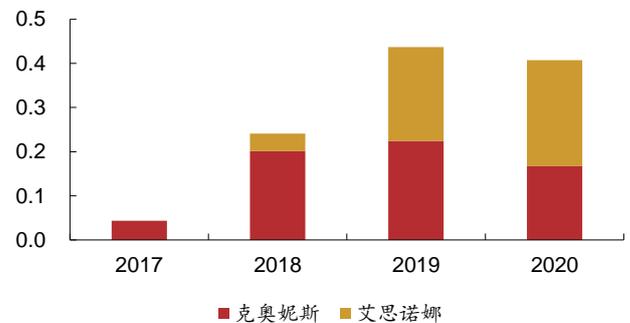
**与日系药厂合作, 聚焦黄金单品。**随着人们肌肤健康意识增强, 对精准护肤的需求随之增加, 我国功效型护肤品市场规模由 2018 年的 142 亿元快速增长至 2022 年的 373 亿元, CAGR 达 27.3%。2021 年, 百洋基于在医药领域沉淀的品牌运营核心能力和产业资源, 启动全国首个功效型化妆品商业化平台, 与超过 1 万家专业的化妆品连锁店合作, 并与克奥妮斯、艾思诺娜、传皙诺等知名功效护肤品牌建立了中国市场合作关系。2020 年前克奥妮斯、艾思诺娜收入呈快速增长趋势, 贡献千万级别收入。

图 17: 功效护肤品国内市场规模及增速情况



资料来源: 艾瑞咨询, 华源证券研究

图 18: 克奥妮斯及艾思诺娜收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

**表 4：百洋合作主要功效性护肤品介绍**

产品	简介	优势	图片
艾思诺娜	日本佐藤制药研发的基底膜抗衰品牌，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。	通过专研 DDS 缓释渗透技术，让产品保湿时间延长，并且大大降低敏感反应	
克奥妮斯（仙人掌）	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。	聚焦可溶微晶品类，开发了玻尿酸微晶贴等产品，和传统护肤品相比，它能够实现有效成分的输送，大大提升功效	
传皙诺	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。	通过独家成分传明酸，并且借纳米微脂包裹技术+浸润促渗配方，大大提升了美白效果。	

资料来源：公司官网，华源证券研究

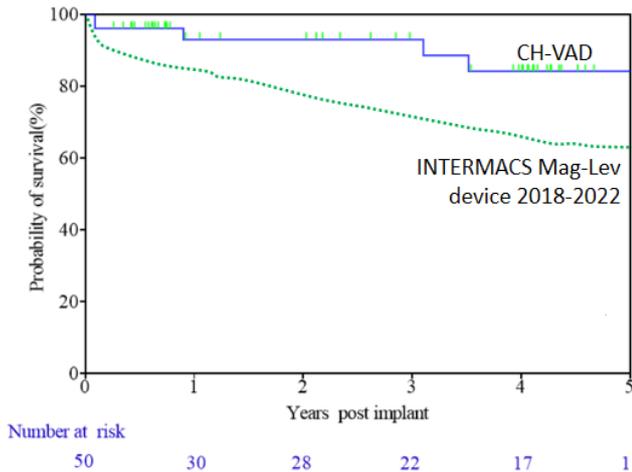
## 3. 集团孵化+外部合作，创新业务迎来收获期

### 3.1 高端器械产品矩阵不断拓宽

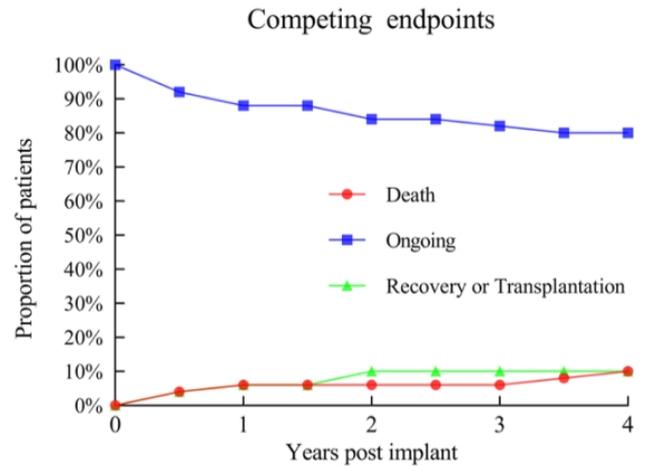
**人工心脏：VAD（心室辅助装置）为晚期心衰主要治疗手段，空间较为广阔。**根据 CHS（2012-2015）的一项统计，中国心衰患者约为 890 万人。其中晚期心衰患病率暂无流行病学数据，但根据《Development of Advanced Heart Failure: A Population-Based Study》数据，心衰患者在第 6 年发展为晚期心衰的比例为 11.5%。而心室辅助治疗为晚期心衰的主要治疗手段。

**长期随访数据显示高生存率，同心医疗 VAD 产品性能优异。**同心医疗的 VAD 产品慈孚为新一代全磁悬浮式人工心脏，由百洋负责商业化工作，截止 2023 年底已经在 50 多家医院开展手术。与全球龙头产品 HeartMate 3 相比，在同样压差的条件下，慈孚只需要一半的转速就可实现相同的流量，并且由于 HeartMate 3 的流道设计，需要使用转速的脉动去冲刷流道，因此 HeartMate 3 对于血液造成的剪切力远高于慈孚 VAD。从随访数据来看，接受慈孚 VAD 治疗的终末期心衰患者 1 年、2 年、3 年生存率分别为 93%、93%、89%，并发症率低，无一例泵血栓、致残性卒中或主要器械故障，产品性能优越。

**图 19：慈孚随访期间患者生存率**
**图 20：慈孚不同终点事件发生率**



资料来源：同心医疗官方微信公众号，华源证券研究



资料来源：同心医疗官方微信公众号，华源证券研究

**超声用电磁定位穿刺引导系统:** 2023年11月,百洋国胜与迈迪斯签署战略合作协议,获得迈迪斯超声用电磁定位穿刺引导设备在中国大陆的独家商业化权益,该产品有望帮助公司在影像设备领域逐步建立销售体系。迈迪斯的超声用电磁定位穿刺引导系统为全国独家经临床验证,360度无死角的实时精准无辐射的介入导航系统,能够实现穿刺全程的实时可视化、显著提高一次进针的穿刺成功率,有效降低患者损伤,同时,该设备还可降低高难度穿刺手术的学习难度和学习周期,进一步提升 TIPS (经颈静脉肝内门腔静脉分流术)等四级手术的普及率。

图 21: 迈迪斯医疗 Imedis9000 磁导航系统术中影像



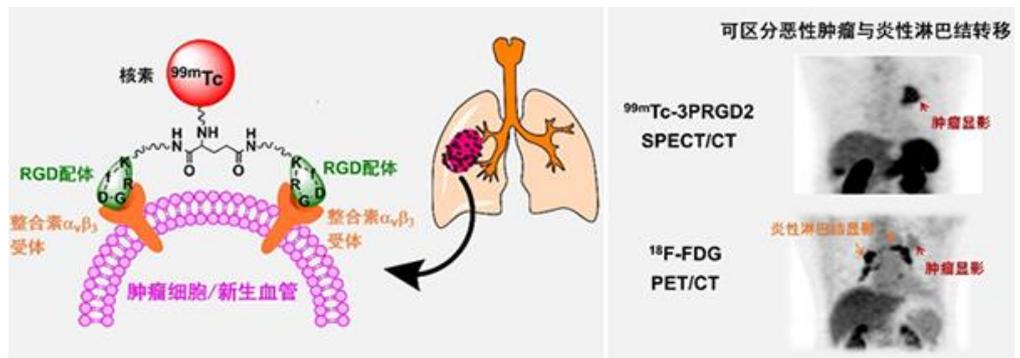
资料来源：迈迪斯官方微信公众号，华源证券研究

### 3.2 核医学业务潜力大，公司发力在即

**核医疗潜力大，我国处于起步阶段。**2019 年中国 SPECT/CT 每百万人年检查量约为 1800 次，仅为美国的 3%，欧盟的 7%。而我国癌症病人接受精准放疗比例仅为 20%，远低于发达国家。2021 年国家五部委联合三局发布《医用同位素中长期发展规划（2021-2035 年）》，提出要加强核医学科建设，实现全国范围内的“一县一科”，推动符合条件的放射性药物按程序纳入医保，预计核医学科将在我国得到快速发展。

**布局核医学诊断 1 类新药，竞争力强，预计将成为公司重要增长点。**公司通过与瑞迪奥战略合作获得我国第一个核医学显像诊断 1 类新药 99mTc-3PRGD2 上市后在中国大陆的独家商业化权益，该产品也是国际上首个广谱肿瘤核医学 SPECT 显像剂。目前 III 期临床试验已经达到主要和次要终点，III 期数据显示：99mTc-3PRGD2 具有良好的安全性，在肺部病灶的良恶性鉴别方面，99mTc-3PRGD2 SPECT/CT 与多种恶性肿瘤临床影像诊断与分期的金标准 18F-FDG PET/CT 相比无显著性差异。但在肺部肿瘤淋巴结转移判断方面，99mTc-3PRGD2 SPECT/CT 在特异性和准确性方面均优于 18F-FDG PET/CT。因此我们预计该药具备较强竞争力，随着我国核医学科的发展，有望成为公司在创新药领域的重磅产品。

图 22：99mTc-3PRGD2 的靶向诊断示意图（左）及同一患者的 99mTc-3PRGD2 SPECT/CT 显像和 18F-FDG PET/CT 显像图（右）



资料来源：迈迪斯官方微信公众号，华源证券研究

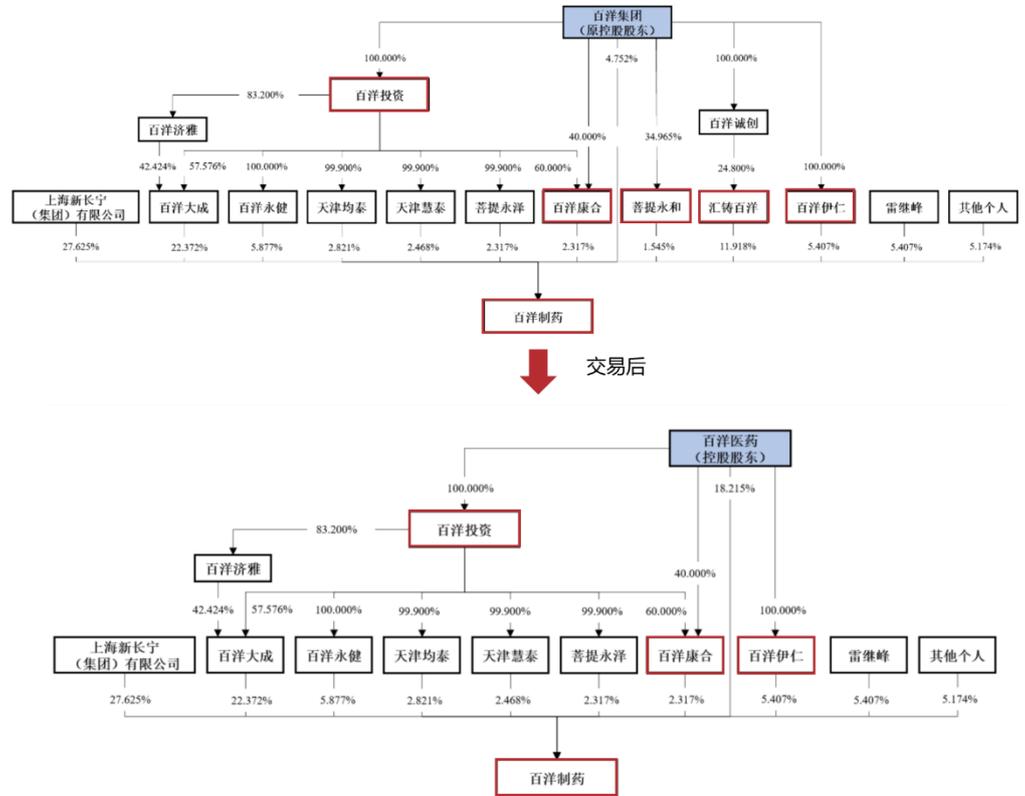
**深化“药械合一”战略布局，公司未来在核医学领域有望综合发力。**除此之外，公司与瑞迪奥的合作产品还包括用于筛选 HER2 阳性肿瘤患者并指导治疗的 99mTc-HP-Ark2、用于 SPECT 显像的广谱肿瘤显像剂 99mTc-POFAP 以及 SPECT 等影像设备产品，未来随着临床进程的推进，公司“药械合一”战略布局有望持续深化，预计将在核医学领域综合发力。

### 3.3 收购百洋制药，再添强劲增长点

**公司收购百洋制药，有望丰富产品结构，增强盈利能力。**2024 年，公司以 8.8 亿现金

通过收购百洋制药、百洋投资、百洋伊仁和百洋康合的股权进而直接和间接持有百洋制药共 60.199%的股权。百洋制药资产较为优质，收购完成后，将进一步丰富公司的产品布局，并有望为公司带来稳定的营业收入和利润，持续增强上市公司的盈利能力。

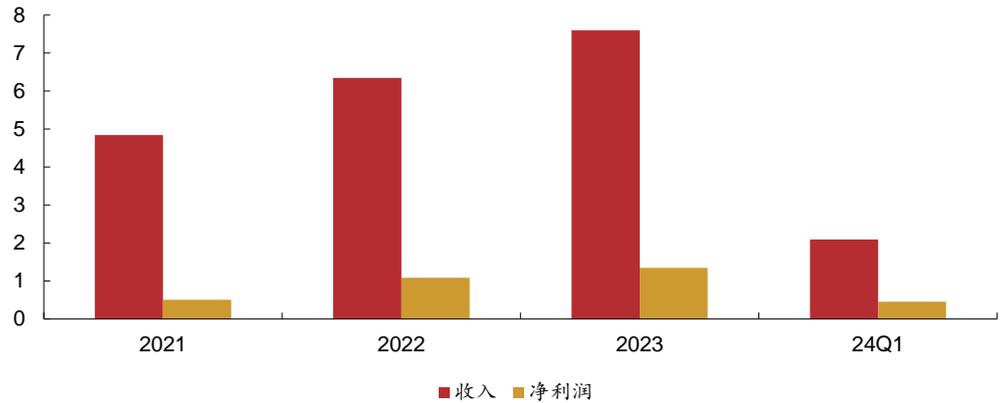
图 23：收购前后百洋制药股权结构变化图



资料来源：公司公告，华源证券研究

**同时布局中成药及化药，近年业绩稳健增长。**百洋制药以中药为经营特色，核心产品扶正化瘀系列品牌知名度高。除中成药产品外，公司同时布局化药产品，其中包括以缓控释制剂技术为核心的奈达二甲双胍、硝苯地平、塞来昔布等高端制剂。2023 年公司收入和净利润分别为 7.6 亿元及 1.4 亿元，同比增长 19.7%及 23.7%，近年增速较为稳健。

图 24：百洋制药收入及利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

**扶正化瘀系列收入占比高，盈利能力强。**百洋制药旗下五个核心品种合计市场规模预计超百亿，2023 年收入占比为 93%，且近年一直处于提升态势。其中收入体量较大的扶正化瘀系列及硝苯地平控释片 2023 年收入分别为 4.9 亿元及 1.1 亿元，且扶正化瘀系列的毛利率水平一直稳定维持在约 77%的较高位置。

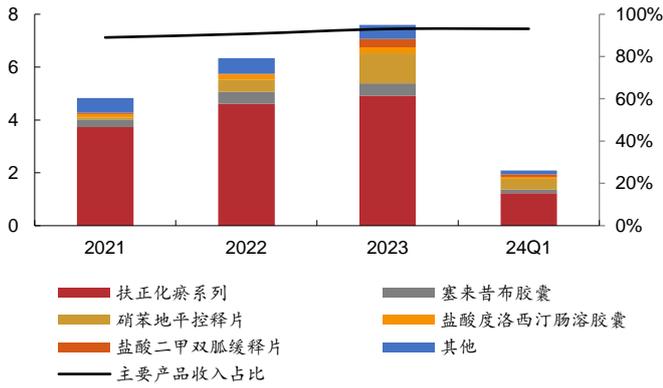
表 5：百洋制药核心产品简介

产品名称	上市时间	主要用途	是否已经集采	竞品名称及生产厂商	产品市场规模及百洋制药份额、竞争优势
扶正化瘀系列	2002 年 10 月	活血祛瘀，益精养肝。具有抗肝纤维化 / 肝硬化、改善肝功能、改善免疫功能、减轻肝脏血液循环障碍、降低门静脉高压等作用	否	安络化纤丸(森隆药业)； 复方鳖甲软肝片(福瑞医疗)	2023 年市场份额预估 13.6 亿元，扶正化瘀市场份额处于领先地位
塞来昔布胶囊	2020 年 10 月	抗炎药，用于治疗骨关节炎、类风湿关节炎及强直性脊柱炎	是	江苏正大清江制药有限公司等共 22 家	市场份额预估 15 亿元，百洋制药目前已中标江苏省和陕西省的区域集采
盐酸度洛西汀肠溶胶囊	2021 年 4 月	用于治疗抑郁症、广泛性焦虑和慢性肌肉骨骼疼痛	是	石药集团欧意药业有限公司等共 13 家	市场预估 10 亿元，百洋制药集采中标省份为天津、山西、辽宁、浙江、陕西、宁夏等 6 个
硝苯地平控释片	2021 年 6 月	用于治疗各种类型高血压	是	扬子江药业集团有限公司等共 22 家	市场预估 51 亿元，百洋制药集采中标省份为广东、辽宁、西藏、湖北 4 个
盐酸二甲双胍缓释片 (III)	2020 年 3 月	用于减少肝脏糖输出、改善胰岛素敏感性、降低糖化血红蛋白水平、改善血脂异常、减重等	否	南通联亚药业股份有限公司、福建东瑞制药有限公司	二甲双胍各种制剂市场估计 44 亿元，百洋制药产品正处于前期市场培育阶段

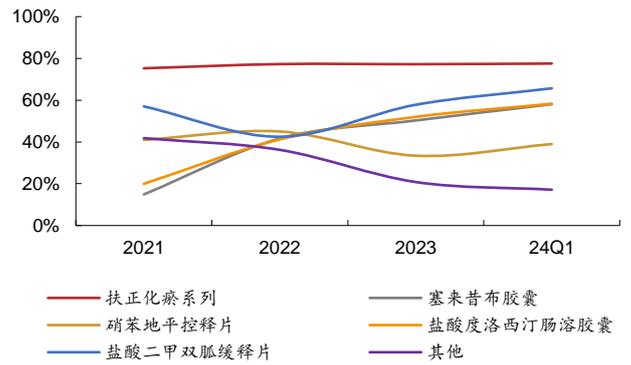
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 25：分产品收入情况及主要产品收入占比（亿元，%）

图 26：分产品毛利率情况（%）



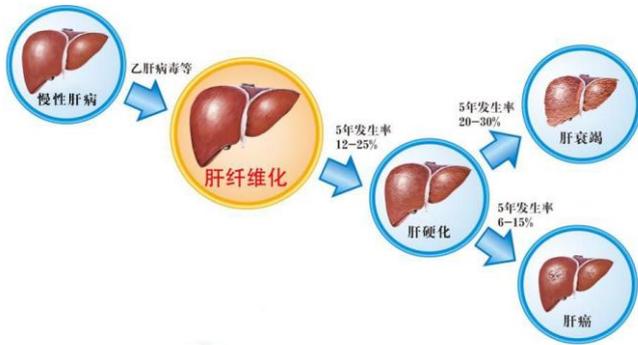
资料来源：公司公告，华源证券研究



资料来源：公司公告，华源证券研究

**我国肝纤维化人数庞大，以扶正化癥为代表的中药在抗肝纤维化治疗中发挥重要作用。**我国肝纤维化总人数大约为 7000 万人，发生肝硬化人数约为 100 万/年，因此肝纤维化防治值得重视。由于肝纤维化形成机制复杂，单一靶点很难阻断肝纤维化，而中药具备多成分、多靶点的特点，在抗肝纤维化发挥重要作用。作为抗肝纤维化的代表药物，扶正化癥拥有三大作用机制，作用于肝纤维化 10 个环节，具备减轻肝细胞的炎症损伤以及相关炎症因子释放，抑制肝纤维化细胞活化，对已经形成的胶原具备降解作用等特点。

图 27: 肝病进展图示



资料来源：王宪波《双抗治疗能给哪些慢肝患者带来临床获益》，肝胆相照平台微信公众号，华源证券研究

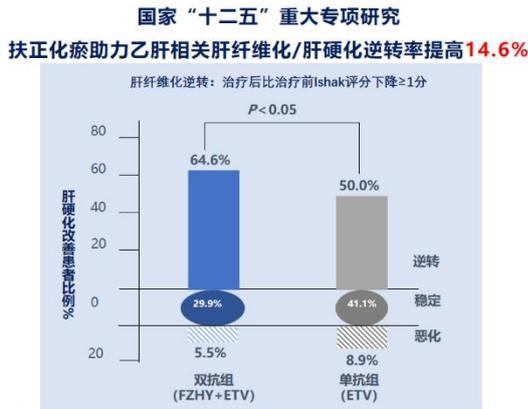
图 28: 扶正化癥作用机制



资料来源：王宪波《双抗治疗能给哪些慢肝患者带来临床获益》，肝胆相照平台微信公众号，华源证券研究

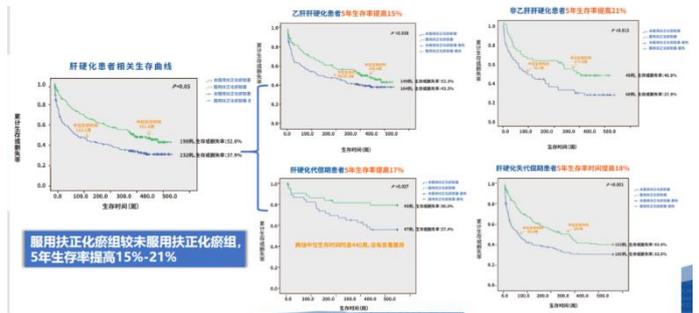
**扶正化癥为肝病领域独家中成药品种，临床疗效显著。**扶正化癥为国家医保乙类品种，国家基药，获肝病领域 11 大权威指南/共识推荐为慢性肝病肝纤维化的治疗用药。从临床数据来看，扶正化癥能有效逆转肝纤维化、肝硬化，降低肝癌发生风险，提高肝硬化患者生存率，疗效显著。

图 29: 扶正化癥联合恩替卡韦可以提高肝纤维化逆转率



资料来源: 王宪波《双抗治疗能给哪些慢肝患者带来临床获益》, 肝胆相照平台微信公众号, 华源证券研究

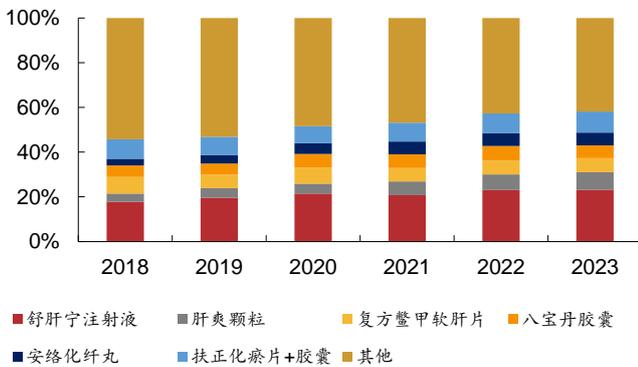
图 30: 扶正化癥可以提高肝硬化患者生存率



资料来源: 王宪波《双抗治疗能给哪些慢肝患者带来临床获益》, 肝胆相照平台微信公众号, 华源证券研究

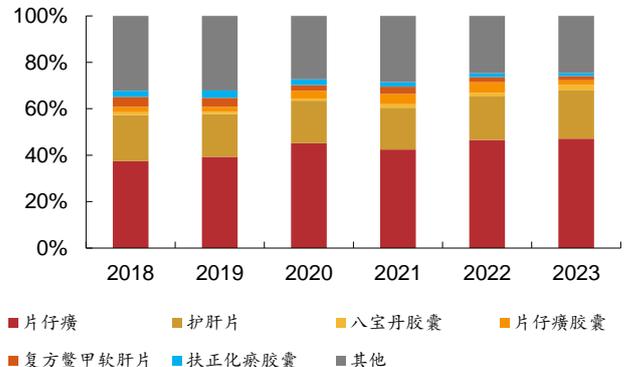
**扶正化癥市场份额排名靠前, 医院覆盖广。**在临床常用的抗肝纤维化的药物中, 扶正化癥市场份额处于行业领先地位。在肝病用中成药中, 2023 年扶正化癥在城市公立医院及实体药房的份额分别为 9.4%及 1.4%, 其中在院内的份额逐年提升且高于竞品安络化纤丸及复方鳖甲软肝片。截至 2023 年末, 扶正化癥产品的销售已覆盖全国近 6200 家医院, 未来计划进一步开拓的医院约 6000 家, 渠道拓展预计将进一步深化。

图 31: 城市公立医院肝病用中成药竞争格局



资料来源: 米内网, 华源证券研究

图 32: 城市实体药房肝病用中成药竞争格局



资料来源: 米内网, 华源证券研究

**百洋制药在研管线丰富, 有望持续为业绩增添动力。**百洋制药拥有丰富的在研管线, 预计 2024-2025 年上市的品种为 6 个, 有望持续为百洋制药以及百洋医药的收入增添动力, 其中预计 2024 年上市的两个品种将贡献千万级别收入增量。

表 6: 百洋制药在研管线情况

产品名称	研发进度	预计上市时间	主要用途	竞品生产厂商	产品市场规模
艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊	已批准	2024 年	用于治疗胃食管反流病(GERD)、幽门螺杆菌	石药集团欧意、广东东阳光、正大天晴	2019 年度, 国内销售总额 13.83 亿元

非布司他片	已批准	2024 年	用于治疗痛风尿酸血症	江苏万邦、江苏恒瑞、杭州朱养心	2021 年度，国内销售总额 12.5 亿元
硫酸氨基葡萄糖胶囊	已批准	2025 年	用于治疗全身各个部位的骨关节炎	浙江海正	2019 年度，国内销售总额 4.70 亿元
蛋白琥珀酸铁口服溶液	已申报	2025 年	用于治疗绝对和相对缺铁性贫血、隐性或显性缺铁性贫血、妊娠与哺乳期贫血的治疗	河南百年康鑫、河北仁合益康、ITALFARMACO、济川药业	2021 年度，国内销售总额 7 亿元
碳酸镧咀嚼片	已申报	2025 年	用于治疗血液透析或持续非卧床腹膜透析(CAPD)的慢性肾功能衰竭高磷血症	湖南明瑞、南京正大天晴、青神虹豪、沈阳福宁、沈阳华泰	2022 年度，国内销售总额 11.9 亿元
醋酸钙片	已申报	2025 年	用于治疗慢性肾功能衰竭所致的高磷血症	广州大光、沈阳福宁、培力药品、海南赛立克、合肥盛泰	2022 年度，样本医院醋酸钙的销售总额为 1.29 亿元，全国公立医院购药总额约 4.61 亿元
双氯芬酸二乙胺凝胶剂	中试放大	2026 年	用于缓解肌肉，软组织和关节的中度疼痛	Haleon、GSK、湖北科益	2023 年度，国内销售总额为 5.1 亿元
达格列净片	处方工艺研究	2026 年	用于治疗 2 型糖尿病、心力衰竭	石药集团欧意、成都倍特等 11 家	2023 年度，国内销售总额为 61 亿元
一贯煎颗粒	制剂工艺研究	2026 年	肝阴不足，血燥气郁证。胸脘胁痛，吞酸吐苦，咽干口燥，舌红少津，脉细弦。亦治疝气瘕聚。	神威药业	暂无销售规模数据
沙库巴区缬沙坦片	处方工艺研究	2027 年	用于治疗射血分数降低的慢性心力衰竭、降血压	有常州制药、浙江诺得等共 11 家过评	2023 年度，国内销售总额为 36 亿元
苯磺酸米诺巴林片	处方工艺研究	2028 年	用于治疗糖尿病周围神经痛、中枢神经性疼痛	国内无厂家批准	国内无苯磺酸米诺巴林片销售数据。
乌帕替尼缓释片	处方工艺研究	2030 年	用于治疗中度至重度活动性类风湿性关节炎等	原研 AbbVie 批准	2023 年度，国内销售总额为 1.3 亿元

资料来源：公司公告，华源证券研究

## 4. 盈利预测及估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 83.8/94.3/106.5 亿元，同比增长 10.7%/12.6%/13.0%，关键假设如下：

- 品牌运营：**公司最主要的收入来源，具备成熟的营销模式，目前已经打造出如迪巧、海露、哈乐等一系列收入过亿、过十亿的优势品种。未来随着空间广阔的创新药械项目的持续推进，有望为公司品牌运营业务添加新的增长点。在成熟品种稳健增长+新创新品种潜力释放的背景下，预计公司品牌运营业务 2024-2026 年增速分别为 22.2%/21.5%/20.1%；
- 批发配送及零售业务：**目前公司的批发配送业务已经压缩到山东青岛的范围，预计 2024-2026 年增速分别为 -7%/-5%/-5%；预计公司的零售业务维持稳健增长，2024-2026 年增速分别为 5%/5%/5%。

**表 7：2024-2026 年公司收入预测（亿元）**

	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	75.64	83.75	94.29	106.51
yoy	0.72%	10.73%	12.58%	12.96%
毛利率	29.98%	37.59%	39.52%	41.92%
品牌运营	44.00	53.78	65.32	78.48
yoy	18.91%	22.2%	21.5%	20.1%
毛利率	43.17%	53.13%	52.95%	53.77%
批发配送	27.74	25.80	24.51	23.28
yoy	-19.22%	-7.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	12.16%	10.00%	9.50%	9.00%
零售业务	3.60	3.78	3.97	4.17
yoy	0.09%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率		7.90%	7.80%	7.70%
其他业务	0.30	0.39	0.49	0.58
yoy	97.30%	30.00%	25.00%	20.00%

资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究预测

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 8.5 亿元、10.8 亿元、13.5 亿元，增速分别为 30.2%/25.9%/25.4%，当前股价对应的 PE 分别为 14X、11X、9X。同时选取医药流通公司九州通、上海医药、国药股份作为可比公司，鉴于百洋医药为国内领先的医药商业化平台，具备优异的品牌打造能力及全渠道运营能力，已成功打造出多个收入亿级及十亿级单品，商业化能力得到充分验证，目前正在加速布局创新药械，相关产品正在陆续进入收获期，长期成长天花板打开。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 8：可比公司估值情况**

公司代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（百万元）				归母净利润增速（%）			PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600998.SH	九州通	232	2,174.0	2,772.1	3,003.1	3,282.0	27.5%	8.3%	9.3%	8	8	7
601607.SH	上海医药	639	3,768.0	5,210.1	5,845.9	6,574.9	38.3%	12.2%	12.5%	12	11	10
600511.SH	国药股份	254	2,146.0	2,380.1	2,634.7	2,924.5	10.9%	10.7%	11.0%	11	10	9
可比公司平均估值										10	9	8
301015.SZ	百洋医药	120	656.3	854.8	1,076.4	1,349.3	30.2%	25.9%	25.4%	14	11	9

资料来源：Wind，华源证券研究

注：除国药股份、百洋医药外，可比公司均采用 wind 一致预期，估值日期 2024/7/31

**风险提示：**

**核心品种收入不及预期：**迪巧系列产品是公司运营的重要的品牌产品之一，若收入出现波动，将对公司整体收入造成影响；

**合作品种上市进展不及预期：**公司存在尚未上市的合作产品，若上市进展不及预期，有可能影响公司未来潜在的收入；

**市场竞争加剧风险：**随着医药行业分工不断细化，品牌运营业务在产业链中的作用日益明显，现有品牌运营公司都在不断加大运营投入，或存在竞争加剧风险。

**表 9：百洋医药利润表（百万元）**

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>7,564</b>	<b>8,375</b>	<b>9,429</b>	<b>10,651</b>
毛利率%	30.0%	37.6%	39.5%	41.9%
营业税金及附加	38	42	47	53
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	1,062	1,369	1,542	1,779
销售费用率%	14.0%	16.4%	16.4%	16.7%
管理费用	238	348	438	538
管理费用率%	3.1%	4.2%	4.7%	5.1%
研发费用	11	59	66	75
研发费用率%	0.1%	0.7%	0.7%	0.7%
财务费用	56	46	46	41
财务费用率%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%
资产减值损失	2	-10	-10	-10
投资收益	43	2	2	2
<b>营业利润</b>	<b>888</b>	<b>1,259</b>	<b>1,583</b>	<b>1,982</b>
营业外收支	-15	-7	-6	-5
<b>利润总额</b>	<b>874</b>	<b>1,252</b>	<b>1,577</b>	<b>1,977</b>
所得税	234	333	419	526
有效所得税率%	26.8%	26.6%	26.6%	26.6%
少数股东损益	-16	64	81	102
<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>656</b>	<b>855</b>	<b>1,076</b>	<b>1,349</b>

资料来源：Wind，华源证券研究预测

**表 10：百洋医药资产负债表（百万元）**

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>货币资金</b>	<b>1,180</b>	<b>434</b>	<b>727</b>	<b>1,211</b>
应收账款及应收票据	2,247	2,438	2,729	3,076
存货	685	716	772	829
其它流动资产	342	344	382	422
<b>流动资产合计</b>	<b>4,454</b>	<b>3,932</b>	<b>4,610</b>	<b>5,538</b>
长期股权投资	238	1,158	1,208	1,258
固定资产	213	212	220	235
在建工程	83	85	88	93
无形资产	105	120	140	165
<b>非流动资产合计</b>	<b>845</b>	<b>1,844</b>	<b>1,985</b>	<b>2,140</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,299</b>	<b>5,776</b>	<b>6,595</b>	<b>7,677</b>
短期借款	462	442	412	377
应付票据及应付账款	909	871	950	1,031
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	448	476	523	564
<b>流动负债合计</b>	<b>1,819</b>	<b>1,789</b>	<b>1,885</b>	<b>1,972</b>
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	837	825	810	795
<b>非流动负债合计</b>	<b>837</b>	<b>825</b>	<b>810</b>	<b>795</b>
<b>负债总计</b>	<b>2,656</b>	<b>2,614</b>	<b>2,696</b>	<b>2,767</b>
实收资本	526	526	526	526
普通股股东权益	2,668	3,124	3,780	4,689
少数股东权益	-26	38	119	221
<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>5,299</b>	<b>5,776</b>	<b>6,595</b>	<b>7,677</b>

资料来源：Wind，华源证券研究预测

**表 11：百洋医药现金流量表（百万元）**

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>净利润</b>	<b>656</b>	<b>855</b>	<b>1,076</b>	<b>1,349</b>
少数股东损益	-16	64	81	102
非现金支出	92	65	47	45
非经营收益	11	50	52	49
营运资金变动	-133	-283	-287	-346
<b>经营活动现金流</b>	<b>610</b>	<b>752</b>	<b>970</b>	<b>1,199</b>
资产	-123	-98	-113	-129
投资	-39	-921	-51	-51
其他	3	2	2	2
<b>投资活动现金流</b>	<b>-160</b>	<b>-1,017</b>	<b>-162</b>	<b>-177</b>
债权募资	-793	-30	-45	-50
股权募资	1	0	0	0
其他	539	-452	-470	-488
<b>融资活动现金流</b>	<b>-254</b>	<b>-481</b>	<b>-515</b>	<b>-538</b>
<b>现金净流量</b>	<b>197</b>	<b>-746</b>	<b>293</b>	<b>484</b>

资料来源：Wind，华源证券研究预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
 华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数       ： 沪深 300 指数