

公司深度

百洋医药(301015.SZ)

医药生物 | 医药商业

国内领先的医药产品商业化平台，业绩增长良好

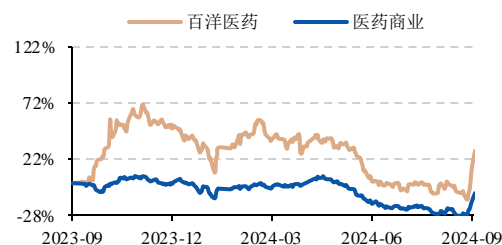
2024年10月05日

评级 **买入**
评级变动 首次

交易数据

当前价格(元)	29.92
52周价格区间(元)	19.77-40.23
总市值(百万)	15726.36
流通市值(百万)	15726.36
总股本(万股)	52561.40
流通股(万股)	52561.40

涨跌幅比较



预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(亿元)	75.10	75.64	79.60	93.31	105.06
归母净利润(亿元)	5.02	6.56	8.48	10.87	13.32
每股收益(元)	0.96	1.25	1.61	2.07	2.53
每股净资产(元)	4.38	5.08	6.36	8.01	10.03
P/E	31.32	23.96	18.55	14.46	11.81
P/B	6.83	5.89	4.70	3.74	2.98

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- 公司简介:国内领先的医药产品商业化平台。**公司主营业务是为医药产品生产企业提供营销综合服务,包括提供医药产品的品牌运营、批发配送及零售。其中,品牌运营业务是公司的核心业务;2023年,品牌运营业务贡献了58.17%的营业收入,贡献了超80.00%的毛利额。近5年,公司营收复合增速为15.67%,利润复合增速为20.52%。
- 品牌运营:“旧品”持续发力,“新品”未来可期。**2019-2023年,公司依托优秀的品牌运营能力、强大的营销网络及优质的上游资源,品牌运营业务收入由19.94亿元增长至44.00亿元,复合增速为21.37%,收入占比由41.24%提升至58.17%,并成功孵化出迪巧、泌特、海露等知名品牌。其中,由于品牌定位精准、产品形式持续创新、营销方式多样化,迪巧成功打造为母婴补钙第一品牌,2023年收入已接近19.00亿元,仍呈现较快增长;海露、纽特舒玛等产品收入增长良好,有望复制“迪巧模式”。此外,2024年7月,公司成功并购百洋制药,丰富自有产品,延伸上游产业链布局;控股股东百洋医药集团注入的多款创新药械陆续进入商业化阶段,公司品牌运营业务有望保持快速增长。
- 批发零售:聚焦优势地区,持续优化业务结构。**公司批发配送业务主要以青岛为中心,辐射周边地市的二级以上医院等。2022年以来,公司逐步压缩优化批发配送业务,批发配送业务收入呈现下降趋势。
- 盈利预测与投资建议:**2024-2026年,预计公司实现归母净利润8.48/10.87/13.32亿元,EPS分别为1.61/2.07/2.53元,当前股价对应的PE分别为18.55/14.46/11.81倍。考虑到:(1)公司高毛利率的品牌运营、医药工业收入占比提高,业务结构持续优化;(2)根据Wind一致预期,可比公司上海医药、华东医药2025年业绩对应的PE分别为13.50、15.84倍,平均值为14.67倍;(3)未来3年,公司利润增速有望超20.00%;给予公司2025年15-20倍PE,对应的合理目标价为31.05-41.40元/股,首次覆盖,给予公司“买入”评级。
- 风险提示:行业政策风险;行业竞争加剧风险;产品销售不及预期风险;药品质量风险等。**

%	1M	3M	12M
百洋医药	29.47	27.16	29.03
医药商业	20.44	11.27	-8.69

吴号 分析师

执业证书编号:S0530522050003
wuhao58@hncasing.com

相关报告

内容目录

1 公司简介：国内领先的医药产品商业化平台	4
1.1 深耕品牌运营赛道，团队营销经验丰富	4
1.2 经营业绩表现亮眼，业务结构持续优化	7
2 品牌运营：“旧品”持续发力，“新品”未来可期	9
2.1 品牌运营业务增长强劲，迪巧、海露等贡献主要收入	9
2.2 竞争优势：优秀的品牌运营能力+强大的营销网络+优质的上游资源	11
2.3 存量产品：“迪巧模式”有望复制，海露、纽特舒玛等增长空间大	12
2.3.1 迪巧：精准定位+产品创新+多样营销，打造母婴补钙第一品牌	12
2.3.2 海露：收入增长强劲，差异化优势明显，有望成为“下一个迪巧”	15
2.3.3 纽特舒玛：定位为“医用级营养品”，临床证据充分，增长潜力大	16
2.4 并购百洋制药，丰富自有产品，延伸上游产业链布局	17
2.5 百洋医药集团注入多款创新药械，助力院内销售市场拓展	20
3 批发零售：聚焦优势地区，持续优化业务结构	22
4 盈利预测与投资建议	24
5 风险提示	24

图表目录

图 1：公司股权结构图（截止 2024 年 6 月底）	7
图 2：公司营收规模及同比增速	7
图 3：公司营收结构	7
图 4：公司归母净利润规模及同比增速	8
图 5：公司毛利率增长情况	8
图 6：公司期间费用率水平	8
图 7：公司净资产收益率水平	8
图 8：公司品牌运营业务简介	9
图 9：公司品牌运营流程	9
图 10：品牌运营业务营收规模及同比增速	11
图 11：品牌运营业务毛利率水平	11
图 12：公司品牌运营业务的合作伙伴	12
图 13：迪巧系列产品收入规模及同比增速	13
图 14：迪巧系列产品收入占比及毛利率水平	13
图 15：2023H1 城市实体药店终端钙制剂竞争格局	13
图 16：2023H1 公立医疗机构终端钙制剂竞争格局	13
图 17：专为儿童设计的“迪巧小黄条”液体钙	14
图 18：专为女性群体设计的“迪巧小粉条”液体钙	14
图 19：迪巧连续八年国内进口钙补充剂市场第一	14
图 20：迪巧历年公益历程图	14
图 21：零售药店玻璃酸钠滴眼液销售情况（万元）	16
图 22：公立医疗机构玻璃酸钠滴眼液销售情况（万元）	16
图 23：海露的营收规模、增速、占比	16
图 24：纽特舒玛的营收规模及同比增速	16
图 25：纽特舒玛覆盖的重点医院	17

图 26: 纽特舒玛积累的医学证据.....	17
图 27: 百洋制药营收规模及同比增速.....	19
图 28: 百洋制药净利润规模及同比增速.....	19
图 29: 百洋制药主要产品收入情况 (亿元)	19
图 30: 百洋制药各产品收入占比情况.....	19
图 31: 百洋制药盈利水平.....	19
图 32: 公司各产品毛利率情况.....	19
图 33: 慈孚®VAD 的长期生存率.....	22
图 34: 国际上应用 LVAD 的长期生存率.....	22
图 35: 公司批发配送业务.....	23
图 36: 公司零售业务.....	23
图 37: 公司批发配送业务营收规模及同比增速.....	23
图 38: 公司零售业务营收规模及同比增速.....	23
图 39: 公司批发与零售业务收入占比.....	23
图 40: 公司批发与零售业务毛利率情况.....	23
表 1: 公司业务简介.....	4
表 2: 公司发展历程梳理.....	5
表 3: 公司管理层简介.....	6
表 4: 公司部分品牌运营产品.....	10
表 5: 迪巧市场地位.....	12
表 6: 百洋制药主要产品情况.....	18
表 7: 百洋医药集团的科研成果转化平台.....	21

1 公司简介：国内领先的医药产品商业化平台

1.1 深耕品牌运营赛道，团队营销经验丰富

公司是国内领先的医药产品商业化平台。公司主营业务是为医药产品生产企业提供营销综合服务，包括提供医药产品的品牌运营、批发配送及零售。其中，品牌运营业务是公司的核心业务；2023年，品牌运营业务贡献了58.17%的营业收入，贡献了超80.00%的毛利额。公司成立于2005年，于2021年在深交所创业板成功上市。自成立以来，公司主营业务发展可分为两个阶段：第一阶段（2005-2015年，业务探索及成长阶段），公司以运营迪巧、泌特两个品牌为核心业务。在此阶段，公司积累了丰富的零售渠道品牌运营经验，为后续专注于零售渠道的发展奠定了基础。第二阶段（2015年至今，业务复制及成熟阶段），公司继续深耕品牌运营赛道，品牌运营的产品种类、合作客户、渠道网络不断丰富。

表 1：公司业务简介

业务类别	主要服务内容	主要产品或业务	2023 年收入规模及占比
品牌运营业务	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	运营迪巧、泌特、海露、安斯泰来系列、罗氏系列、全磁悬浮人工心脏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	44.00 亿元 (58.17%)
批发配送业务	提供医药产品的批发、配送	配送药品、中药饮片、医疗器械、诊断试剂、医用耗材等	27.74 亿元 (36.68%)
零售业务	通过自有药房、网上药店进行零售	销售医药、医疗器械、保健食品、化妆品等	3.60 亿元 (4.76%)

资料来源：公司公告，财信证券

表 2：公司发展历程梳理

时间	事件
2005 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 青岛百洋医药股份有限公司成立； ● 开始代理美国安士生产的“迪巧系列”产品（母婴钙片）；
2006 年	与扬州一洋合作运营“泌特系列”产品（用以治疗消化不良）；
2013 年	运营公司第一个自有产品“纽特舒玛”，为纽特舒玛打造“医用级营养品”的品牌定位，主要销售包括乳清蛋白粉、豌豆蛋白粉、维生素 D3 喷剂等多种产品；
2015 年	成立百洋健康药房，拓展零售业务；
2016 年	新增治疗肝纤维化产品“扶正化瘀”和美容类产品“克奥妮斯”的品牌运营；
2017 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 与武田制药签署合作协议，公司负责潘妥洛克、达克普隆、倍欣、艾可拓、必洛斯、普托平（合称“武田系列产品”）的全国零售渠道运营，武田系列产品主要用于慢性病治疗； ● 收购乐葆健康，拓展医美产品的品牌运营业务； ● 收购北京万维，覆盖北京地区配送业务；
2018 年	新增运营功效型化妆品品牌“艾斯诺娜”，包括艾斯诺娜焕润健肤水、乳液、乳霜、精华液等； <ul style="list-style-type: none"> ● 与全球第二大仿制药巨头迈蓝制药达成战略合作，公司负责两大肝病产品“素比伏”和“利加隆”零售终端的拓展和推广；
2019 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 收购江西贝瓦，覆盖江西地区配送业务； ● 与安斯泰来达成合作，公司获得“哈乐系列产品”（用于治疗前列腺增生症引起的排尿障碍）在中国大陆地区的零售渠道运营权；
2020 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 与瑞霖医药合作推广“海露滴眼液”； ● 收购天津百洋，覆盖天津地区配送业务； ● 与罗氏制药达成合作，负责两大肿瘤药产品“希罗达®”（卡培他滨片）和“特罗凯®”（盐酸厄洛替尼片）在中国大陆地区的市场推广；
2021 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 6 月，在深交所创业板成功上市，以 7.64 元/股价格发行股票 5260 万股，募集资金净额（扣除发行费用）34262.05 万元，拟将 5000 万元用于现代物流配送中心建设项目、2000 万元用于电子商务运营中心建设项目、27262.05 万元用于补充流动资金； ● 11 月，与安斯泰来深化合作，公司获得安斯泰来旗下原研药“贝坦利®”（米拉贝隆缓释片）、“卫喜康®”（琥珀酸索利那新片）和“哈乐®”（盐酸坦索罗辛缓释胶囊）在中国大陆地区的推广运营；
2022 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 与上海谊众签订合作协议，合作推广肿瘤创新药物“注射用紫杉醇聚合物胶束”； ● 出售公司持有北京万维 51.00% 股权，逐步压缩优化批发配送业务，聚焦品牌运营主业； ● 与阿斯利康中国签署战略合作协议，获得降糖药“安立泽®”（沙格列汀片）的商业化运营权； ● 新增运营控股股东参股的苏州同心医疗科技股份有限公司研发的“全磁悬浮人工心脏”，该产品是中国首个获得国家药监局批准的国产全磁悬浮 VAD，正式进军高端医疗器械和人工心脏领域； ● 2 月，与诺华制药签署战略合作协议，取得在指定区域内的医疗机构和零售终端对“维全特”（适用于晚期肾细胞癌患者的一线治疗或曾接受细胞因子治疗的晚期肾细胞癌患者的治疗）的推广权，拓展了公司在肿瘤领域产品的商业化合作； ● 4 月，公司向不特定发展对象发行可转债募集资金总额为 86000 万元，拟将 50000 万元用于百洋品牌运营中心建设项目，10500 万元用于百洋云化系统升级项目，25500 万元用于补充流动资金；
2023 年	<ul style="list-style-type: none"> ● 11 月，与瑞迪奥签署《商业化合作战略协议》，公司获得 99mTc-3PRGD2、99mTc-HP-Ark2、99mTc-POFAP 在内的“放射性药品及 SPECT 等影像设备产品”获批上市后在中国大陆市场的商业化权益； ● 11 月，控股子公司百洋国胜与迈迪斯签署《商业化合作战略协议》，公司获得“超声用电磁定位穿刺引导设备”及相关产品获批上市后在中国大陆市场的商业化权益； ● 11 月，与阿斯利康投资（中国）有限公司签署深化合作协议，公司获得阿斯利康旗下消化领域经典药物“洛赛克®”（奥美拉唑肠溶片）在中国大陆地区的零售渠道独家推广权； ● 12 月，公司拟向控股股东百洋医药集团出售子公司百洋智合、百洋大聘、华峰先科相关股权以降低公司经营风险，进一步提升公司盈利能力；
2024 年	5 月，公司拟以 8.80 亿元现金收购百洋制药 60.199% 股权，百洋制药的主要业务为中成药、化学仿制药产品的研发、生产及销售，主要产品包括：（1）用于治疗肝纤维化的中成药产品扶正化瘀系列；（2）用于治疗高血压的化药产品硝苯地平；（3）用于治疗高血糖的化药产品二甲双胍；

资料来源：公司官网，公司公告，百洋医药官方微信公众号，Wind，财信证券

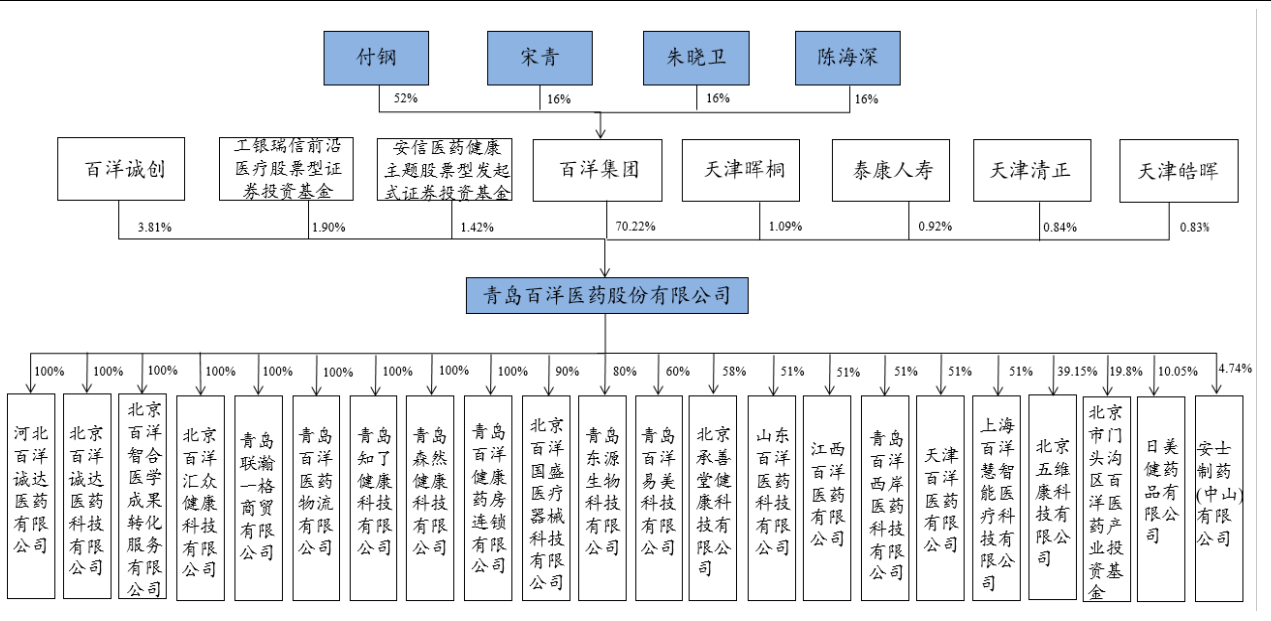
公司股权结构较为集中，管理团队营销经验丰富。公司实际控制人为付钢。在公司前十大股东中，百洋医药集团有限公司、北京百洋诚创医药投资有限公司、天津晖桐资产管理合伙企业（有限合伙）、天津皓晖资产管理合伙企业（有限合伙）、天津晖众资产管理合伙企业（有限合伙）的最终实际控制人均为公司实际控制人、董事长、总经理付钢。截止 2024 年 6 月底，付钢通过前述主体合计持有公司 38.99% 股份，合计控制公司 76.77% 股权，公司股权结构较为集中。截止 2024 年 8 月底，公司控股股东百洋医药集团有限公司及其一致行动人合计有 1.79 亿股股份处于质押状态，占其所持股份的 44.04%，占公司总股本的 34.08%。

表 3：公司管理层简介

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，曾任丽珠医药集团股份有限公司青岛办事处经理、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，青岛百洋医药科技有限公司董事长、总经理。
陈海深	董事	毕业于河北医科大学药学专业，曾任丽珠医药集团股份有限公司营销公司总经理助理，青岛百洋医药科技有限公司监事、总经理、董事。2016 年 7 月公司股改完成后至 2022 年 8 月任公司副总经理。
朱晓卫	董事、副总经理	毕业于兰州医学院药理专业，获硕士学位。曾任丽珠医药集团股份有限公司策划部经理，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，北京润安达医药有限公司总经理及董事长，青岛百洋医药科技有限公司副总经理、董事。
宋青	董事	毕业于首都医科大学临床医学专业，获学士学位。曾任丽珠医药集团股份有限公司办事处经理、营销公司副总经理，青岛百洋医药科技有限公司监事、董事，百洋医药集团有限公司副总经理，现任公司控股股东百洋医药集团有限公司董事长兼总经理。
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，获学士学位。曾任丽珠医药集团股份有限公司营销公司财务经理、销售管理部经理、副总经理，青岛百洋医药科技有限公司数据中心经理、助理总裁，百洋医药集团有限公司投资副总裁。
张圆	董事、副总经理	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。

资料来源：公司官网，公司公告，财信证券

图 1：公司股权结构图（截止 2024 年 6 月底）

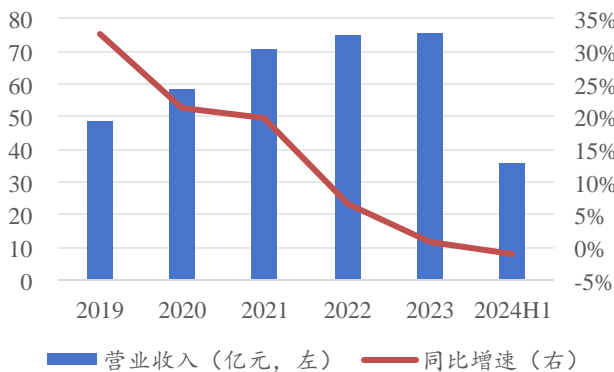


资料来源：公司公告，Wind，财信证券

1.2 经营业绩表现亮眼，业务结构持续优化

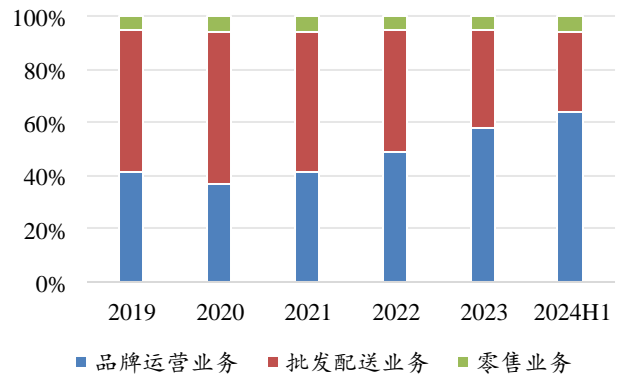
近 5 年营收复合增速为 15.67%，品牌运营收入占比提升至 63.53%。2019-2023 年，公司营业收入由 48.49 亿元增长至 75.64 亿元，复合增速为 15.67%。其中，品牌运营业务收入由 19.94 亿元增长至 44.00 亿元，复合增速为 21.37%，收入占比由 41.24% 提升至 58.17%；批发配送业务收入由 26.13 亿元增长至 27.74 亿元，收入占比由 54.05% 下降至 36.58%；零售业务收入由 2.27 亿元增长至 3.60 亿元，复合增速为 11.81%，收入占比稳定在 5.00% 水平左右。2022 年以来，由于公司逐渐剥离毛利率较低的批发配送业务，聚焦品牌运营业务，公司整体收入增速有所放缓。2024H1，公司实现营收 35.95 亿元，同比下降 1.10%。其中，品牌运营、批发配送、零售业务分别实现营收 22.84、11.07、1.90 亿元，同比变动+11.88%、-21.04%、+7.72%，收入占比为 63.53%、30.80%、5.29%。

图 2：公司营收规模及同比增速



资料来源：公司公告，财信证券

图 3：公司营收结构

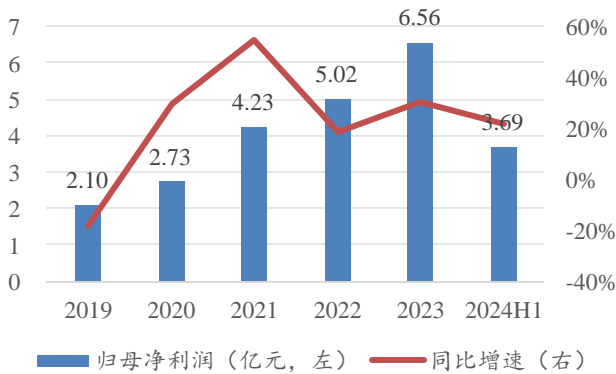


资料来源：公司公告，财信证券

近 5 年利润复合增速为 20.52%，盈利水平不断提升。2019-2023 年，公司归母净利润

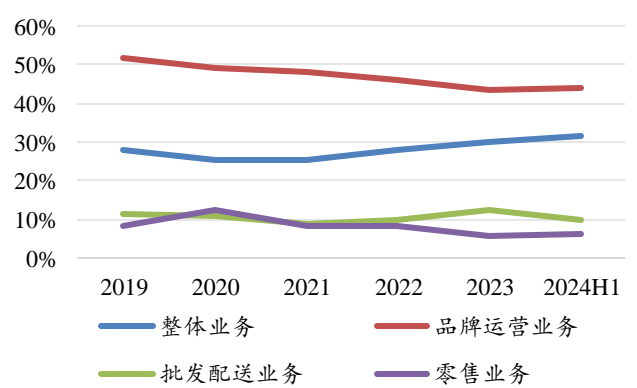
润由 2.10 亿元增长至 6.56 亿元，复合增速为 20.52%。2024H1，受益于迪巧系列、海露、安斯泰来系列、纽特舒玛等产品销量增长良好，公司实现归母净利润 3.69 亿元，同比增长 21.89%。从毛利率水平来看，2019-2023 年，受益于高毛利率的品牌业务收入占比提升，公司整体业务毛利率由 27.86% 提升至 29.98%。其中，受产品结构等影响，品牌运营业务毛利率由 51.89% 下降至 43.17%；受产品结构、渠道结构变化等影响，批发配送业务毛利率由 11.09% 提升至 12.16%。从期间费用率水平来看，2019-2023 年，受益于业务结构变化以及费用管控加强，公司期间费用率由 21.30% 下降至 18.07%。其中，销售费用率由 17.18% 下降至 14.05%，管理费用率、财务费用率保持相对稳定。从净资产收益率来看，2019-2023 年，在资产负债率下降以及总资产周转率保持相对稳定的背景下，受益于销售净利率的提升，公司净资产收益率由 17.82% 提升至 26.41%。

图 4：公司归母净利润规模及同比增速



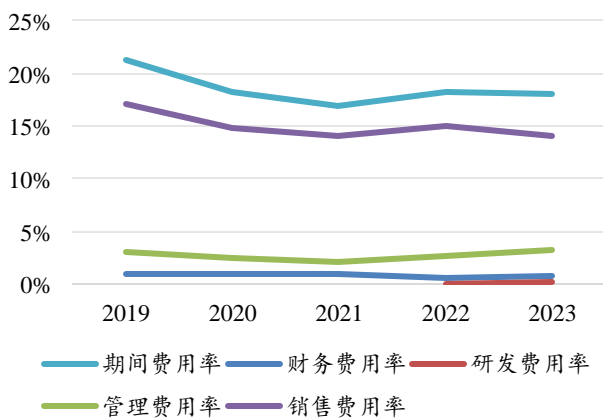
资料来源：Wind，财信证券

图 5：公司毛利率增长情况



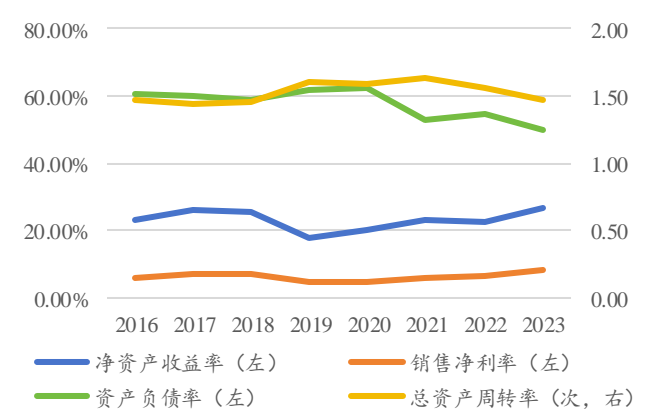
资料来源：Wind，财信证券

图 6：公司期间费用率水平



资料来源：Wind，财信证券

图 7：公司净资产收益率水平



资料来源：Wind，财信证券

2 品牌运营：“旧品”持续发力，“新品”未来可期

2.1 品牌运营业务增长强劲，迪巧、海露等贡献主要收入

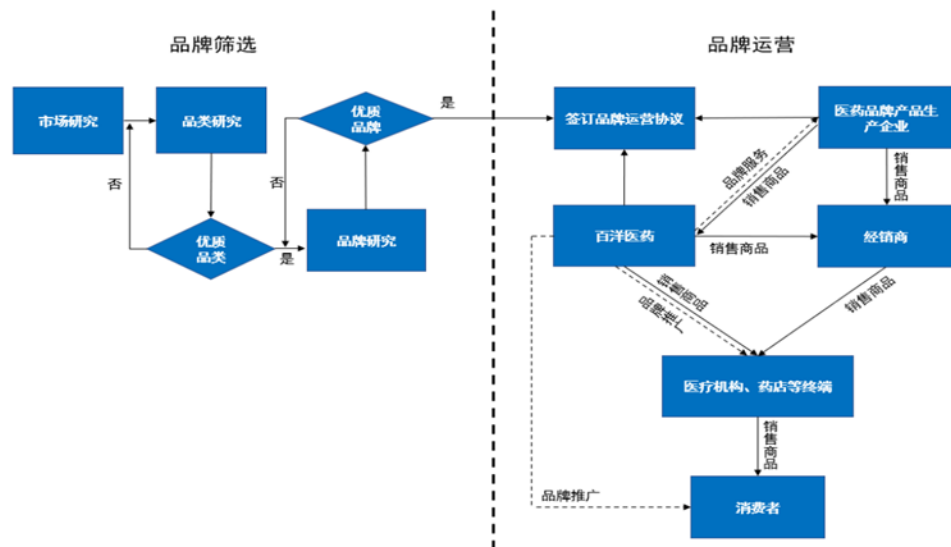
品牌运营产品日益丰富，成功孵化迪巧、泌特、海露等知名品牌。公司品牌运营业务主要为医药品牌提供全方位的消费者教育、产品学术推广、营销策划、产品分销、商务接洽、流向跟踪、供应链管理等增值服务，全面塑造消费者对医药品牌及产品的认知，最终将优质的医药产品推送给目标人群。经过多年运营，公司已在 OTC 及大健康、OTX 等处方药、肿瘤等重症药、高端医疗器械四大品类形成多品牌矩阵，成功孵化出迪巧、泌特、海露等知名品牌，客户群体涵盖罗氏制药、阿斯泰来、阿斯利康等全球知名跨国企业。

图 8：公司品牌运营业务简介



资料来源：公司公告，财信证券

图 9：公司品牌运营流程



资料来源：公司招股说明书，财信证券

表 4：公司部分品牌运营产品

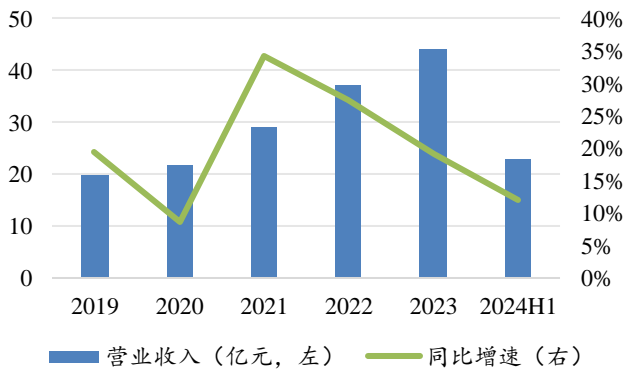
领域	名称	功效	外观
骨健康药物	迪巧	补钙	
消化药物	泌特	用于因胆汁分泌不足或消化酶缺乏而引起的症状	
肝病药物	扶正化瘀	活血祛瘀，益精养肝，用于乙型肝炎肝纤维化属“瘀血阻络，肝肾不足”症者	
泌尿系统药物	哈乐	前列腺增生症引起的排尿障碍	
代谢性疾病	奈达	用于单纯饮食控制及体育锻炼治疗无效的成人 2 型糖尿病	
心脏领域	心飞碟心电图记录仪	全面检测心肌缺血、心肌梗死等心脏问题	
眼科药物	海露	用于干眼症，缓解干眼症状	
肿瘤等重症用药	适加坦	用于治疗采用经充分验证的检测方法检测到携带 FMS 样酪氨酸激酶 3 (FLT3) 突变的复发性或难治性急性髓系白血病 (AML) 成人患者	
医学营养	纽特舒玛	恢复身材、缓解疲劳、提升免疫力	
抗衰及功效型护肤品	艾思诺娜	依托百年药企的 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	

资料来源：公司官网，财信证券

品牌运营业务收入增长强劲，迪巧、海露等产品贡献主要收入。2019-2023 年，公司品牌运营业务收入由 19.94 亿元增长至 44.00 亿元，复合增速为 21.37%，收入占比由 41.24% 提升至 58.17%。从产品结构来看，迪巧、海露、泌特、安斯泰来系列、纽特舒玛等产品贡献了主要品牌运营收入。其中，2023 年，迪巧系列产品实现营收 18.97 亿元，同比增长 16.53%，占品牌运营业务收入的比重为 43.11%；海露实现营收 6.40 亿元，同比增长

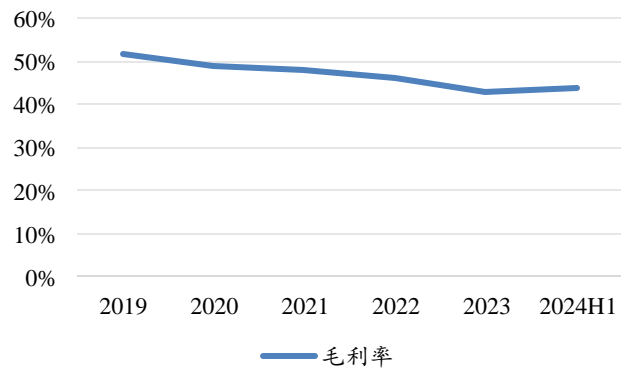
49.88%，占品牌运营业务收入的比重为 14.55%；安立泽实现营收 2.38 亿元（2022 年获得商业化运营权）；纽特舒玛实现营收 0.83 亿元，同比增长 44.36%。2022 年，泌特系列、安斯泰来系列分别实现营收 3.29、4.14 亿元，占当年品牌运营业务收入的比重为 8.89%、11.19%。从毛利率水平来看，2019-2023 年，受产品结构的变化，公司品牌运营业务毛利率由 51.89% 下降至 43.17%，始终保持在 40.00% 以上，远高于批发配送、零售业务毛利率。2023 年，公司品牌运营业务贡献了约 83.78% 的毛利额。

图 10：品牌运营业务营收规模及同比增速



资料来源：公司公告，财信证券

图 11：品牌运营业务毛利率水平



资料来源：公司公告，财信证券

2.2 竞争优势：优秀的品牌运营能力+强大的营销网络+优质的上游资源

优秀的品牌运营能力。(1) 出众的品牌筛选能力。公司拥有行业经验丰富的管理团队、能力出众的市场研究团队，可对国内外医药领域的政策、行业和市场动态进行紧密追踪并做出实时分析，同时结合销售推广情况和自身优势，寻找符合公司战略布局的新业务领域及方向。自公司成立以来，公司成功筛选到迪巧（进口母婴补钙）、泌特（化学性消化不良）、海露（干眼症）等多个销售收入超亿元的大单品。**(2) 卓越的品牌推广能力。**以迪巧系列产品为例，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。通过差异化的品牌定位及针对性强的品牌推广策略，公司将迪巧打造成为年销售收入接近 19 亿元的超级大单品，并占据领先的市场地位。根据中国非处方药物协会发布的数据，迪巧维 D 钙咀嚼片在中国非处方药产品综合统计排名——维生素与矿物质类产品排名中，一直位列前五。**(3) 丰富的品牌运营经验。**经过多年积累，公司品牌运营的产品类别已覆盖 OTC 及大健康、OTX 等处方药、肿瘤等重症药、高端医疗器械等，成功孵化出迪巧、泌特、海露、哈乐、纽特舒玛等知名品牌。

表 5：迪巧市场地位

年份	市场地位
2015	维生素与矿物质类产品销售额排名第二
2016	维生素与矿物质类产品销售额排名第二
2017	维生素与矿物质类产品销售额排名第二
2018	维生素与矿物质类产品销售额排名第一
2019	维生素与矿物质类产品销售额排名第二
2020	维生素与矿物质类产品销售额排名第三
2021	维生素与矿物质类产品销售额排名第四
2022	维生素与矿物质类产品销售额排名第二
2023	维生素与矿物质类产品销售额排名第二

资料来源：公司招股说明书，中国非处方药物协会，财信证券

强大的营销网络。营销渠道建设是品牌运营的关键因素。营销渠道的建立过程通常需要相当长时间的积累和大量人力、物力的投入，行业新入者难以在短期内完成。经过十多年的积累，公司搭建起强大的营销网络，合作大中型医院 14000 余家、药店近 40 万家。

优质的上游合作伙伴资源。国内外知名药厂将其品牌产品投入中国市场时，通常会慎重选择合作对手，对国内的品牌运营及分销能力从多维度进行考核，包括营销网络的建设情况、过往的品牌运营经验、提供服务的种类与效果、推广团队的执行力、管理层的经历与能力情况、合规风险防控措施等多个方面。能否获得医药公司认可关系着品牌运营业务的发展空间及可持续性。历经多年耕耘，公司积累了涵盖阿斯利康、罗氏制药、诺华制药、武田制药等跨国大药企在内的上游合作伙伴资源，且与上游供应商的合作关系不断深化。例如，公司先后与安斯泰来、阿斯利康等药企在多渠道、多产品上开展合作。

图 12：公司品牌运营业务的合作伙伴



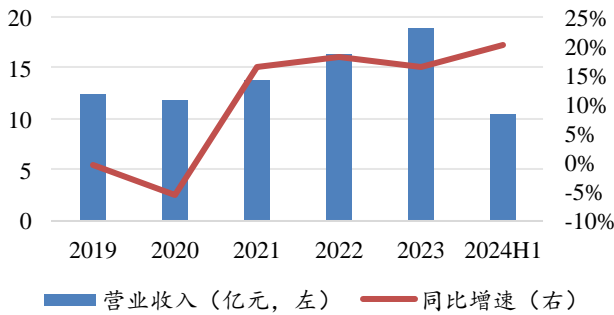
资料来源：公司公告，公司官网，财信证券

2.3 存量产品：“迪巧模式”有望复制，海露、纽特舒玛等增长空间大

2.3.1 迪巧：精准定位+产品创新+多样营销，打造母婴补钙第一品牌

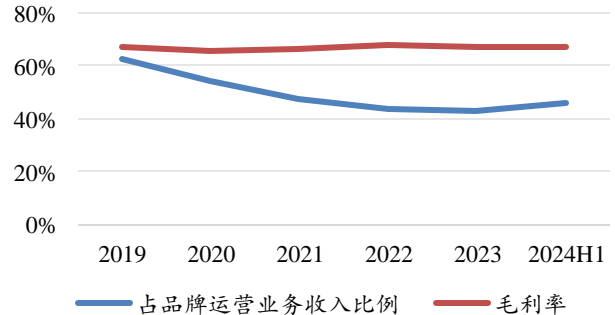
迪巧系列产品主要用于母婴补钙,为公司收入贡献最大的产品。公司于2005年开始与美国安士合作运营迪巧系列。自2005年合作推广以来,迪巧系列产品销售呈现快速增长,2023年销售额已接近19.00亿元。2021-2023年,迪巧系列产品的销售收入由13.78亿元增长至18.97亿元,复合增速为17.05%。2024H1,迪巧系列产品的销售收入为10.55亿元,同比增长20.32%。在近年销售规模较大的背景下,迪巧系列产品仍保持快速增长主要受益于“小黄条”、“小粉条”等新产品上市放量以及新兴渠道拓展。从毛利率水平来看,2018-2023年,迪巧系列产品毛利率始终保持在65.00%以上,盈利水平相对稳定。从市场地位来看,迪巧连续八年位居国内进口钙补充剂市场第一;2023H1,迪巧在城市实体药店、公立医疗机构的市场份额分别为12.10%和6.20%,市场份额排名分别为第三、第五。展望未来,受益于新产品上市放量、销售渠道持续下沉以及中老年钙制品市场拓展等,迪巧系列产品仍有望保持较快增长。

图 13: 迪巧系列产品收入规模及同比增速



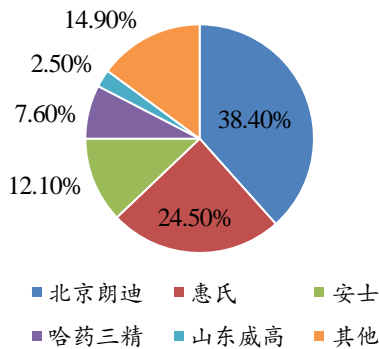
资料来源: 公司公告, 财信证券

图 14: 迪巧系列产品收入占比及毛利率水平



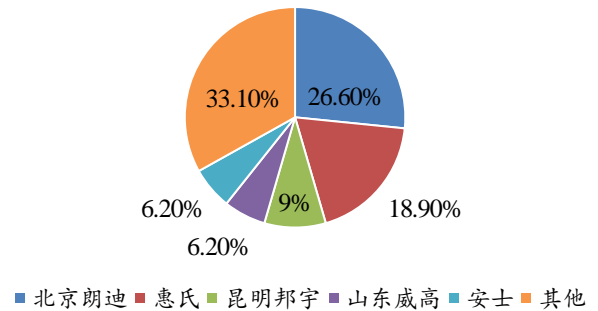
资料来源: 公司公告, 财信证券

图 15: 2023H1 城市实体药店终端钙制剂竞争格局



资料来源: 米内网, 财信证券

图 16: 2023H1 公立医疗机构终端钙制剂竞争格局



资料来源: 米内网, 财信证券

精准定位+产品创新+多样营销,成功运营“迪巧”大单品。回顾“迪巧”的销售历程,我们认为“迪巧”品牌运营成功的经验主要包括:(1)精准、差异化的品牌定位——进口母婴补钙。(2)持续创新产品形式。2023年10月,公司推出适合婴幼儿服用的

“小黄条液体钙”，包括钙锌小黄条、钙 DK 保健品、维生素 D 小黄条等多个品规；2024 年 5 月，公司推出适合女性群体的“迪巧小粉条液体钙”，该新品突破了传统补钙产品的局限，创新性地采用了独特的果味液体钙形式和独立软条包装，除了高钙高维 D 满足女性日常补钙需求外，产品还具有更好的适口性、无需吞咽、不易便秘、携带方便等特点，进一步优化提升女性的补钙体验。（3）多样化的营销方式。在公益方面，2023 年迪巧携手生命时报联合发布《2023 身高现状报告》，围绕报告打造热点话题，并登上抖音话题热榜，共计产生 1.90 亿次曝光；在医院方面，迪巧与《中华医学信息导报》联合举办了“迪启希望·巧护新生”第四届产科危急重症病例交流大赛项目，全国近千名医生参与；在零售方面，迪巧在全国开展了超万场的社区科普活动，与 30 多家连锁药店开展会员线上直播，在连锁药店落地 5 万家长高陈列及长高主题旗舰店。公司营销活动形式多样，覆盖不同销售渠道。

图 17：专为儿童设计的“迪巧小黄条”液体钙



资料来源：公司官网，财信证券

图 18：专为女性群体设计的“迪巧小粉条”液体钙



资料来源：公司官网，财信证券

图 19：迪巧连续八年国内进口钙补充剂市场第一



资料来源：公司官网，财信证券

图 20：迪巧历年公益历程图



资料来源：公司官网，财信证券

2.3.2 海露：收入增长强劲，差异化优势明显，有望成为“下一个迪巧”

海露主要用于治疗干眼症，干眼症治疗市场空间广阔。海露滴眼液是德国原装进口的高剂量不含防腐剂的人工眼泪（玻璃酸钠滴眼液），主要用于治疗干眼症。干眼症常见的临床症状是眼睛有异物感、干涩感、疼痛感以及疲劳感，有时候对风和空调比较敏感，有时会出现视力波动和模糊等。四类人群容易得干眼症：一是长期熬夜和长期用眼的人；二是长期化妆和戴隐形眼镜的人；三是高龄的人群，尤其是女性；四是患有糖尿病、高血压等疾病的人群，以及长期服用一些药物的人群，包括抗抑郁药、镇痛药等。干眼症若不及时治疗，严重的会引起角膜的溃疡、穿孔，最终导致失明。伴随着电子产品普及率提升以及使用时间加长等，干眼症的患病率呈现提升趋势。《2013年干眼临床诊疗专家共识》指出，干眼症在我国的发病率约为21%-30%，医疗机构门诊就诊的干眼症患者占眼科总就诊人数的30%以上，覆盖全年龄段人群。根据爱尔眼科2020年发布的《国人干眼多中心大数据报告》显示，我国干眼症患者约有3.6亿人，预计每年增长10%；我国每5个人中就有1人患干眼症，其中经常使用视频终端者干眼症发病率高达93%，佩戴隐形眼镜患者患病率高达90%。受益于患者人群的增长以及治疗意识的提升，用于治疗干眼症的玻璃酸钠滴眼液已成长为规模超15亿元的产品，市场空间广阔。根据米内网的统计数据，2022年，中国三大终端六大市场（城市公立医院和县级公立医院、城市社区中心和乡镇卫生院、城市实体药店和网上药店）合计销售的玻璃酸钠滴眼液规模约为17亿元，其中，零售药店、公立医疗机构销售的玻璃酸钠滴眼液规模分别约为9.00、8.00亿元，零售药店终端已成为玻璃酸钠滴眼液的销售主阵地。

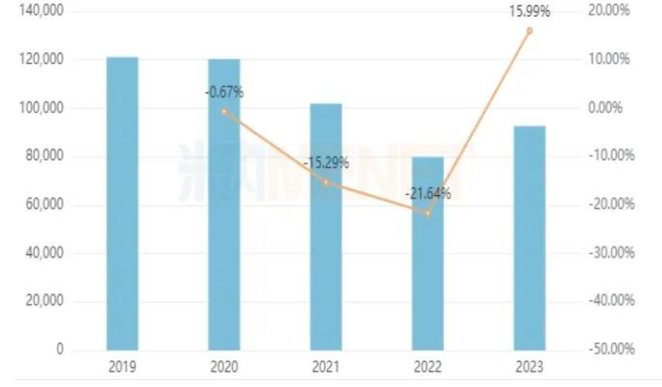
海露滴眼液收入增长迅速，差异化优势明显，有望成为“下一个迪巧”。德国海露作为国际知名品牌，畅销全球73个国家和地区，是全球销量第一的人工泪液，是国际干眼治疗指南首推用药。2020年，由于玻璃酸钠滴眼液纳入第四批国采等影响，瑞霖医药与公司达成战略合作，百洋医药负责海露的全国零售市场终端推广。同年，国家药品监督管理局基于海露滴眼液在中国上市十多年来临床使用非常安全，批准由处方药类别变更为非处方药类别。受益于干眼症患者群体不断增加、海露由处方药变更为非处方药、院外销售推广力度加大等，海露滴眼液给百洋医药贡献的收入呈现快速增长趋势。2021-2023年，海露的营业收入由2.98亿元增长至6.40亿元，复合增速为46.55%，占公司品牌业务收入的比重由10.26%提升至14.55%。2024H1，海露系列实现营业收入3.27亿元，同比增长24.22%，继续保持快速增长。目前国内玻璃酸钠滴眼液主要参与者为URSAPHARM（瑞霖制药）的海露及参天制药的爱丽，相比于竞品，海露具有两大优势：一是瓶身采用“太空舱”专利设计，可隔绝外界空气和细菌，无需防腐剂也能长期使用，开封后可在12周内使用；二是玻璃酸钠分子量更高（200-300道尔顿），高分子量的具有高黏润性，能更长时间的在眼表停留，补水保湿更优。展望未来，考虑到：（1）干眼者患病率呈现上升趋势，患者人群不断增加；（2）玻璃酸钠滴眼液集采后，零售药店已成长为其最主要的销售渠道，百洋医药在院外零售要点市场销售经验丰富；（3）相较于竞品，海露滴眼液具有差异化优势，且在零售药店市场份额领先；我们预计海露滴眼液销售额有望保持快速，具备成为“下一个迪巧”的潜力。

图 21：零售药店玻璃酸钠滴眼液销售情况（万元）



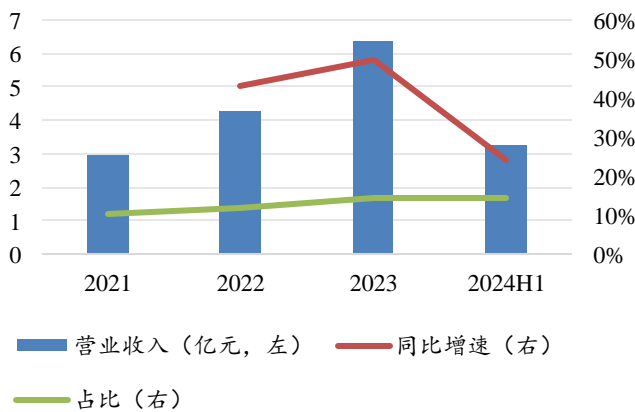
资料来源：米内网，财信证券

图 22：公立医疗机构玻璃酸钠滴眼液销售情况（万元）



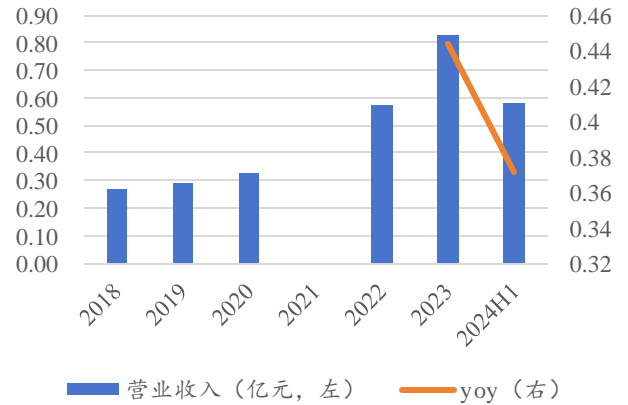
资料来源：米内网，财信证券

图 23：海露的营收规模、增速、占比



资料来源：公司公告，财信证券

图 24：纽特舒玛的营收规模及同比增速



资料来源：公司公告，财信证券

2.3.3 纽特舒玛：定位为“医用级营养品”，临床证据充分，增长潜力大

纽特舒玛是膳食营养补充剂，产品类型包括乳清蛋白粉、豌豆蛋白粉、维生素 D3 喷剂等多种产品。公司于 2013 年开始在国内运营纽特舒玛，并将其品牌定位为“医用级营养品”。经过多年的临床循证研究以及院内学术推广，纽特舒玛积累了充分的临床证据，以及覆盖了数百家三级医院。其中，近 3 年的临床证据包括：（1）2024 年 5 月，上海交通大学国际和平妇幼保健院产科开展的研究《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》显示，补充水溶性膳食纤维显著降低孕期便秘发生率 9.6%，孕期膳食纤维摄入不足与 GDM（妊娠期糖尿病）发生风险增加密切相关，额外补充水溶性膳食纤维对有代谢综合征风险的孕妇有潜在益处。该研究选用纽特舒玛水溶性膳食纤维。（2）2023 年 4 月，北京大学第一医院开展的研究《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》显示，纽特舒玛水溶性膳食纤维粉的 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。（3）2022 年 12 月，上海交通大学附属第一人民医院开展的研究《膳食纤维补充剂对于孕前超重/肥胖妇女预防妊娠糖尿病的作用：一项随机对照试验》显示，孕期补充纽特舒玛水溶性膳食纤维的准妈妈妊

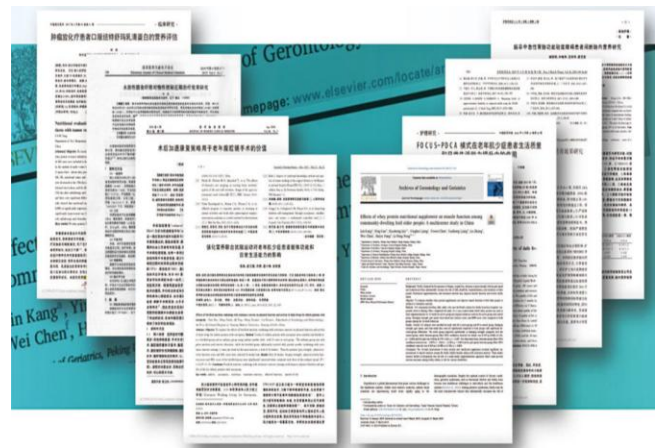
妊娠期糖尿病发生率下降 15.7%，同时孕期体重过度增加发生率降低 21.3%，无胎儿早产发生。2023 年及 2024H1，受益于临床依据的不断充实、医院渠道与电商渠道的持续发力等，纽特舒玛分别实现营业收入 0.83、0.58 亿元，同比增长 44.36%、37.11%。展望未来，考虑到：（1）人口老龄化以及健康水平提升将推动营养补充剂市场快速增长；（2）纽特舒玛的品牌定位清晰，临床依据充分，疗效确切；（3）百洋医药品牌运营经验丰富；我们认为纽特舒玛有望保持快速增长，依然具有较大的增长潜力。

图 25：纽特舒玛覆盖的重点医院



资料来源：纽特舒玛官网，财信证券

图 26：纽特舒玛积累的医学证据



资料来源：纽特舒玛官网，财信证券

2.4 并购百洋制药，丰富自有产品，延伸上游产业链布局

以 8.80 亿元收购百洋制药 60.199% 股权，并购价格较为合理。2024 年 5 月，公司拟以 8.80 亿元现金收购百洋制药 60.199% 股权。2024 年 7 月，公司收购的百洋制药股权完成交割。以百洋制药 2023 年合并归母净利润 1.32 亿元计算，本次并购价格对应的 PE 为 12.44 倍，介于同行业相似案例最高值及最低值之间，并购价格相对合理。本次交易的交易对方为百洋集团、汇铸百洋、菩提永和，百洋集团为公司控股股东，汇铸百洋、菩提永和为百洋集团控制的企业，根据《深圳证券交易所创业板股票上市规则》的相关规定，本次交易构成关联交易。

百洋制药拥有多个核心产品，其中扶正化癥为国家中药二级保护品种。百洋制药的主要业务为中成药、化学仿制药产品的研发、生产及销售，主要产品包括扶正化癥系列、塞来昔布胶囊、硝苯地平控释片、盐酸度洛西汀肠溶胶囊、盐酸二甲双胍缓释片等。其中，扶正化癥主要用于治疗肝纤维化，是独家中成药品种、国家医保乙类品种、国家基药品种，并于 2016 年荣获国家中药二级保护品种。肝病领域 11 大权威指南/共识推荐“扶正化癥”为慢性肝病肝纤维化的治疗用药。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。经过多年培育，扶正化癥在相关细分领域具有一定的品牌知名度，市场份额处于领先地位。

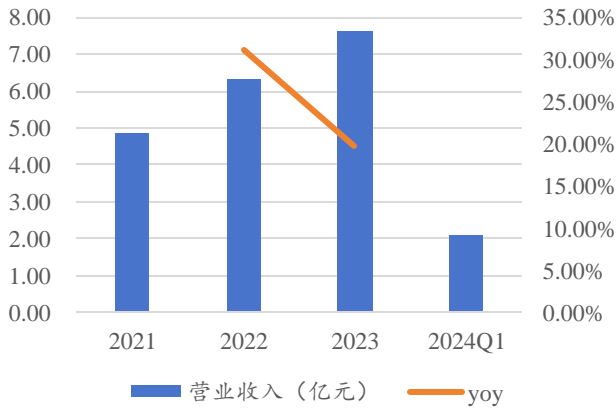
表 6：百洋制药主要产品情况

序号	产品名称	上市时间	主要用途	是否已经集采	竞品名称及生产厂家	产品市场规模及百洋制药份额、竞争优势
1	扶正化癥系列	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，扶正化癥市场份额处于领先地位
2	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
3	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
4	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
5	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，财信证券

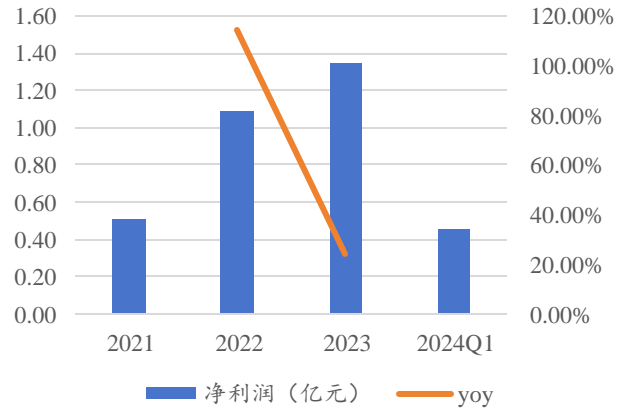
百洋制药业绩增长快速，盈利水平持续改善。2021-2023 年，百洋制药的营业收入由 4.84 亿元增长至 7.60 亿元，复合增速为 25.29%；百洋制药的净利润由 0.51 亿元增长至 1.35 亿元，复合增速为 62.69%。单看 2023 年，百洋制药营业收入、净利润的同比增速分别为 19.73%、23.74%。从收入结构来看，2023 年，扶正化癥系列、塞来昔布胶囊、硝苯地平控释片、盐酸二甲双胍缓释片、盐酸度洛西汀肠溶胶囊分别实现收入 4.92、0.47、1.13、0.31、0.24 亿元，占百洋制药的收入比重分别为 64.77%、6.17%、14.88%、4.10%、3.12%，扶正化癥系列是百洋制药收入贡献最大的产品。从盈利水平来看，2021-2023 年，百洋制药的毛利率水平由 65.62% 提升至 67.71%；其中，扶正化癥系列的毛利率水平由 75.62% 提升至 77.22%；塞来昔布胶囊的毛利率水平由 14.89% 提升至 50.28%；硝苯地平控释片的毛利率水平由 40.99% 下降至 33.41%；盐酸二甲双胍缓释片的毛利率水平由 57.01% 略微提升至 57.08%；盐酸度洛西汀肠溶胶囊的毛利率水平由 19.94% 提升至 52.01%；塞来昔布胶囊、盐酸度洛西汀肠溶胶囊的毛利率水平大幅提升主要受益于规模效应带来的单位制造费用、人工费用下降，以及引入新的供应商后，原材料采购成本下降；硝苯地平控释片毛利率下降主要受产品集采降价影响。2021-2023 年，百洋制药的销售费用率由 43.03% 下降至 33.62%，销售费用率下降主要受规模效应以及部分产品纳入集采等影响；综合影响下，百洋制药的净利率由 10.52% 提升至 17.74%。

图 27：百洋制药营收规模及同比增速



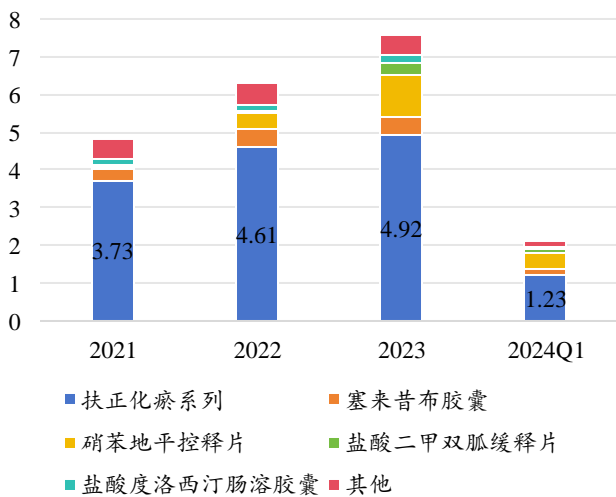
资料来源：公司公告，财信证券

图 28：百洋制药净利润规模及同比增速



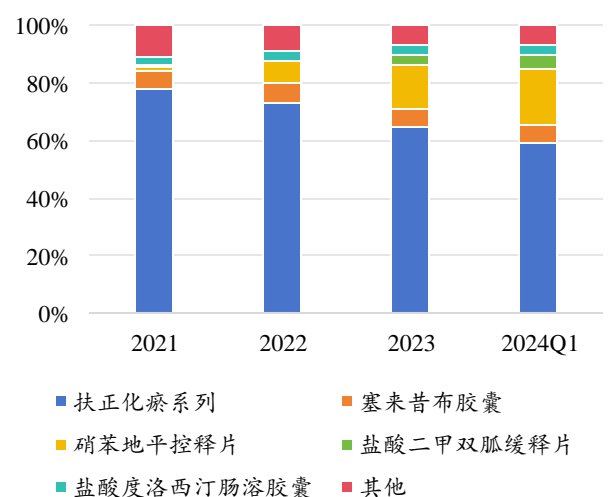
资料来源：公司公告，财信证券

图 29：百洋制药主要产品收入情况（亿元）



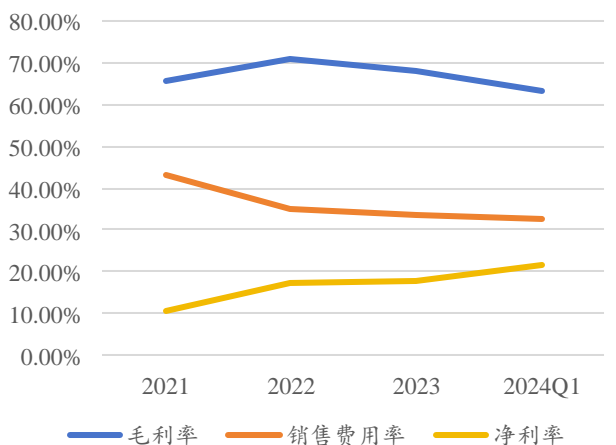
资料来源：公司公告，财信证券

图 30：百洋制药各产品收入占比情况



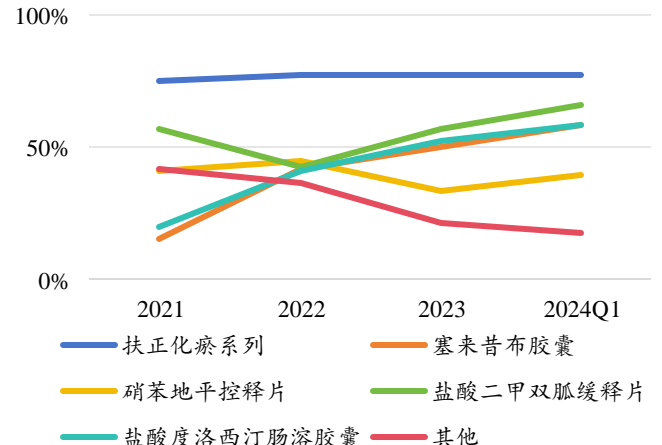
资料来源：公司公告，财信证券

图 31：百洋制药盈利水平



资料来源：公司公告，财信证券

图 32：公司各产品毛利率情况



资料来源：公司公告，财信证券

收购百洋制药将对公司业务发展产生以下积极影响:(1)丰富自有产品类别,延伸上游产业链布局。通过收购百洋制药,公司获得百洋制药在中成药领域的扶正化瘀系列、在缓控释制剂领域的奈达二甲双胍、硝苯地平、塞来昔布等多款自主知识产权的优势产品,极大丰富品牌运营自有产品类别。同时,公司借助百洋制药在肝纤维化治疗领域及缓控释制剂领域的生产研发经验,进军医药制造业。(2)提升上市公司持续盈利能力。公司收购百洋制药后,将为上市公司注入盈利能力较强的优质资产,为上市公司带来稳定的营业收入和利润,有效增强上市公司的盈利能力、抗风险能力以及可持续发展能力,充分保障上市公司股东利益。(3)充分发挥协同效应,提升行业竞争力。公司与百洋制药的业务具有显著的协同性,百洋制药能够依托公司专业的商业化能力和成熟的营销渠道及完善的物流配送网络,进一步提升其核心产品的市场占有率,更好地助力百洋制药的发展。

2.5 百洋医药集团注入多款创新药械,助力院内销售市场拓展

控股股东积极孵化创新药、高端医疗器械及基础研究平台,潜在赋能空间大。公司控股股东——百洋医药集团是以科技创新为驱动力的健康产业集群,现已构建起医学创新成果孵化、生产制造及商业化协同发展的产业格局。百洋医药集团作为产业投资人,以产业基金为抓手,聚焦创新药、高端医疗器械、基础研究平台三大价值赛道,通过为创新项目提供资金、转化支持、营销推广等资源要素配置,培育具有临床应用价值、中国原创自主知识产权的医药健康产品。在创新药领域,百洋医药集团布局了核药、骨科难治性疾病创新药以及抗肿瘤免疫治疗创新药;在高端医疗器械领域,百洋医药集团布局了放射治疗设备、心室辅助装置(VAD)、微创精准治疗设备等;在基础研究平台领域,百洋医药集团搭建了重大疾病检测服务及产品转化平台、体外诊断试剂转化及产业化平台等。

表 7：百洋医药集团的科研成果转化平台

类别	公司名称及主要产品		
创新药	 瑞迪奥	 莱博瑞辰	 恩瑞尼
	核医学分子影像诊疗整体解决方案，在研管线覆盖 SPECT 诊断药物、PET 诊断药物、靶向治疗药物、影像设备等多个领域。	专注研发用于治疗骨坏死、骨质疏松症的骨和关节再生等骨科难治性疾病创新药。	专注于抗肿瘤免疫治疗创新药物研发，核心产品 EB-01 (JS-19) 作为靶向 CD39 靶点的单抗类生物创新药，拟用于治疗晚期实体瘤和淋巴瘤。
高端医疗器械	 同心医疗 BRIOHEALTH	 华科先锋 HUAKE PIONEER	 迈迪斯医疗
	心室辅助装置 (VAD)。	全身肿瘤及房颤患者提供放射治疗解决方案，专注研发 x 波段医用直线加速器及相关软件。	微创精准治疗解决方案，现已研发出国内首台、国际领先的超声用电磁定位穿刺引导设备。
基础研究平台	 五维康 We For Health	 富通康影 PHOTON COUNTING	 ZAP
	基于移动互联网打造的心血管健康监测、预警、管理服务系统及智能硬件。	专注于单源、多源光子计数 CT 的研发与生产。	专注于放射外科治疗解决方案，开发了针对颅颈部肿瘤和病变的专用放射外科手术机器人。
基础研究平台	 百洋智心 BAHEAL WISART	 方科生物 FUNC BIOTECH	 同昕生物 TALOXINE
	拥有人原代心肌细胞储备、分离、培养及冻存技术，致力于打造心血管新型研究模式。	专注于重大疾病筛查的检测服务和产品转化。	聚焦免疫研究成果的体外诊断试剂转化及产业化平台。
基础研究平台	 CAIUSLY	 百洋唐科 BAHEAL GLYCOMTECH	
	多器官芯片微生理系统提供体外微型模拟人体 (多) 器官研发平台。	致力于发现与恶性肿瘤、心血管疾病、自身免疫性疾病、神经变性疾病等重大疾病相关的关键靶位和生物标志物。	

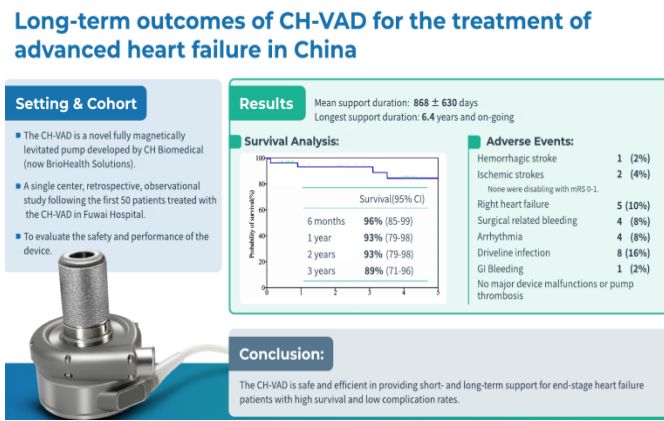
资料来源：百洋医药集团官网，财信证券

百洋医药集团注入多款创新药械产品，公司成长空间打开。百洋医药集团入局了多个国内前沿 First in Class 创新药械开发，待合作产品获批上市后上市公司将优先取得商业化权益。2023 年起，公司在控股股东投资孵化的创新药械方面逐步迎来收获期，具体包括：

(1) 2023H1，公司开始商业化运营控股股东参股的苏州同心医疗研发的全磁悬浮人工心脏（简称“慈孚@VAD”），该产品是中国首个获得国家药监局批准的国产全磁悬浮人工心脏。临床结果显示，使用慈孚@VAD 患者平均支持时间为 868 ± 630 天(33 天-6.4 年)，6 个月生存率为 96%，1 年生存率为 93%，2 年生存率为 93%，3 年生存率为 89%，显示出高于国际上应用全磁悬浮 LVAD 的长期生存率（1 年生存率：93% vs 86%，2 年生存率：93% vs 79%）。(2) 2023 年 11 月，公司与瑞迪奥签署《商业化合作战略协议》，公司获得 ^{99m}Tc -3PRGD2、 ^{99m}Tc -HP-Ark2、 ^{99m}Tc -POFAP 在内的“放射性药品及 SPECT 等

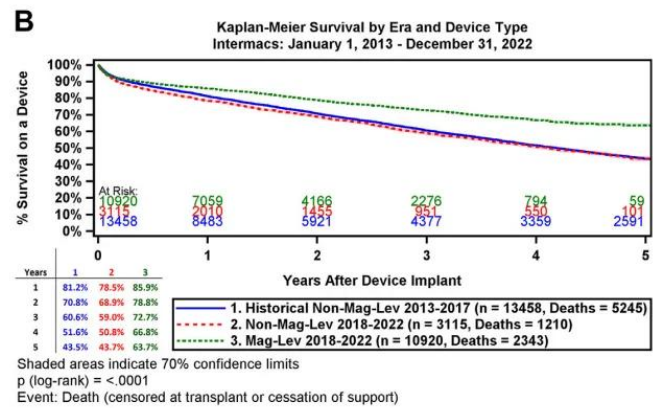
影像设备产品”获批上市后在中国大陆市场的商业化权益。目前，放射性核素偶联药物（RDC）^{99m}Tc-3PRGD2 已处于上市申报阶段，并被纳入优先审评名单。（3）2023 年 11 月，公司与迈迪斯签署《商业化合作战略协议》，公司获得“超声用电磁定位穿刺引导设备”及相关产品获批上市后在中国大陆市场的商业化权益。此外，五维康的家用心电仪即将进入商业化阶段；与百洋医药集团签署战略合作协议的 ZAP Surgical（全球顶尖放射外科手术机器人企业）的全球首创自屏蔽放疗手术机器人 ZAP-X 已于 2023 年 6 月在国内获批上市，百洋医药集团拥有其商业化运营的权利，预计前述两款创新器械后续将由上市公司（百洋医药）负责商业化运营。展望未来，考虑到公司前期与罗氏、诺华等跨国大药企在医疗机构合作推广创新药，逐渐积累了院内销售经验。伴随着百洋医药集团注入多款创新器械产品，公司有望借助前期院内销售经验，充分拓展院内销售市场，打开公司未来成长空间。

图 33：慈孚®VAD 的长期生存率



资料来源：同心医疗官方公众号，财信证券

图 34：国际上应用 LVAD 的长期生存率



资料来源：同心医疗官方公众号，财信证券

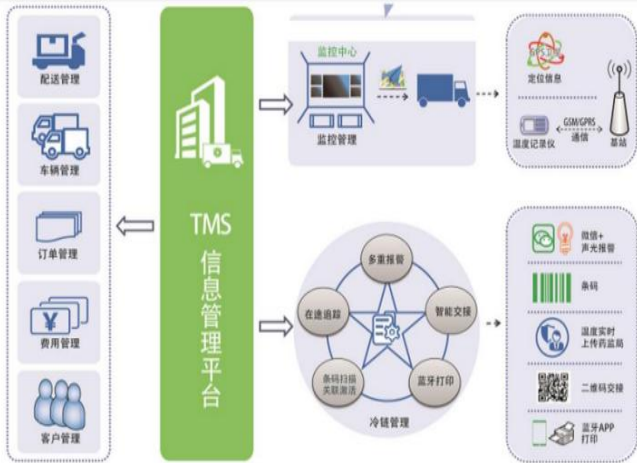
3 批发零售：聚焦优势地区，持续优化业务结构

公司批发业务主要面向医院及药店，提供包括药品、中药饮片、医疗器械、诊断试剂、医用耗材等在内的多种医疗产品的批发配送服务。公司的批发配送业务主要以青岛为中心，辐射周边地市的二级以上医院、社区诊所及药房等。2017-2020 年，公司相继收购北京万维、江西贝瓦、天津百洋等，不断扩大批发业务的全国配送范围。2022 年以来，公司出售北京万维股权，逐步压缩优化批发配送业务，聚焦品牌运营主业。2018-2021 年，公司批发业务收入由 17.61 亿元增长至 37.06 亿元，复合增速为 28.15%，营收占比由 48.41% 提升至 52.55%。2022 年、2023 年、2024H1，公司批发业务收入分别为 34.34、27.34、11.07 亿元，同比下降 7.32%、19.23%、21.04%。从毛利率水平来看，2018-2023 年，公司批发业务毛利率在 8.60%-12.16% 范围内波动，毛利率水平明显低于品牌运营业务毛利率。

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。2019-2023 年，公司零售业务收入由 2.27 亿元增长至 3.60 亿元，复合增速为 11.81%，收入占比稳定在

5.00% 水平左右。

图 35：公司批发配送业务



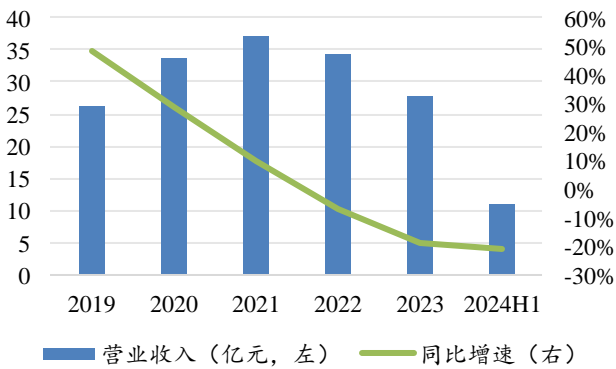
资料来源：公司招股说明书，财信证券

图 36：公司零售业务



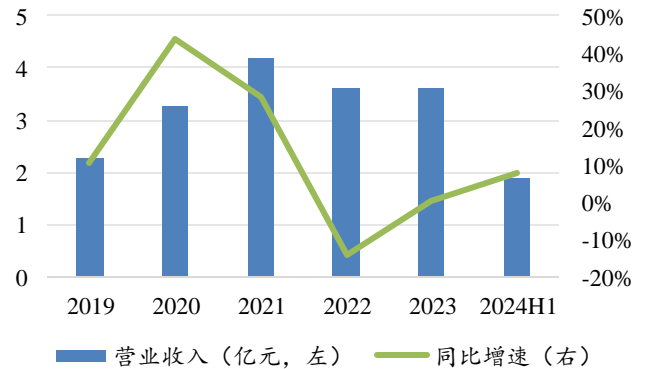
资料来源：公司公告，财信证券

图 37：公司批发配送业务营收规模及同比增速



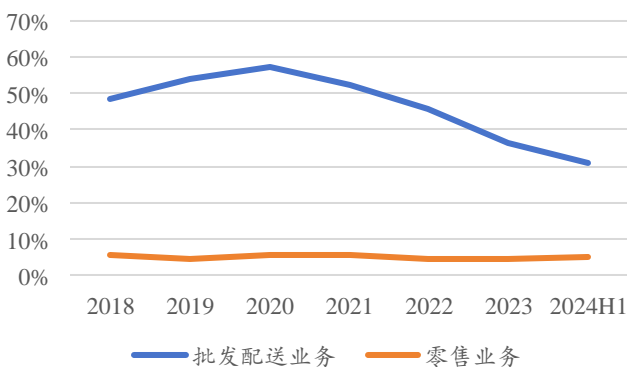
资料来源：公司公告，财信证券

图 38：公司零售业务营收规模及同比增速



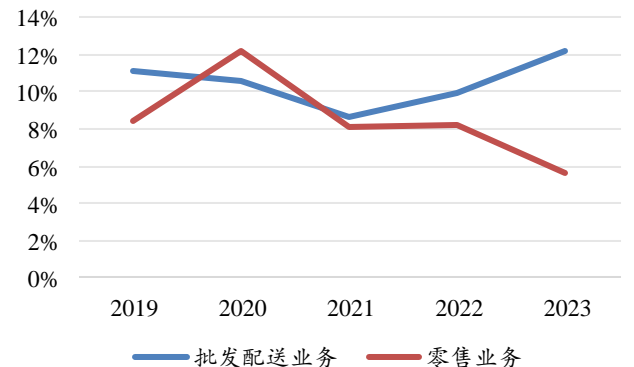
资料来源：公司公告，财信证券

图 39：公司批发与零售业务收入占比



资料来源：公司公告，财信证券

图 40：公司批发与零售业务毛利率情况



资料来源：公司公告，财信证券

4 盈利预测与投资建议

基于以下假设：

(1) 品牌运营业务：受益于迪巧、海露、纽特舒玛等存量产品持续发力，以及百洋医药集团注入的多款创新药械陆续进入商业化阶段，公司品牌运营业务有望保持较快增长。受益于产品结构不断优化，品牌运营业务的毛利率有望提升。2024-2026 年，预计公司品牌运营业务收入增速分别为 12.00%、15.00%、15.00%，毛利率分别为 44.30%、44.65%、45.00%。

(2) 批发配送业务：短期内，由于公司剥离非优势地区的批发配送业务，预计批发配送业务收入将延续下滑。未来，伴随着非优势地区的批发配送业务剥离完成，预计批发配送业务收入有望实现稳健增长。2024-2026 年，预计公司批发配送业务收入增速分别为 -20.00%、-5.00%、5.00%，毛利率分别为 10.00%、10.00%、10.00%。

(3) 零售业务：零售业务不是公司未来重点拓展的业务方向，预计保持稳健增长。2024-2026 年，预计公司零售业务收入增速分别为 5.00%、5.00%、5.00%，毛利率分别为 7.00%、7.00%、7.00%。

(4) 百洋制药：2024 年 7 月，公司收购的百洋制药股权完成交割，百洋制药纳入合并报表范围。参考本次收购中百洋制药的估值依据、业绩对赌情况等，2024-2026 年，预计百洋制药收入增速分别为 22.13%、24.89%、17.17%，毛利率分别为 62.48%、61.79%、62.47%。

2024-2026 年，预计公司实现归母净利润 8.48/10.87/13.32 亿元，EPS 分别为 1.61/2.07/2.53 元，当前股价对应的 PE 分别为 18.55/14.46/11.81 倍。考虑到：(1) 公司高毛利率的品牌运营、医药工业收入占比提高，低毛利率的批发配送业务逐渐剥离，业务结构持续优化；(2) 基于业务结构等，选取上海医药、华东医药作为可比公司。根据 Wind 一致预期，截止 2024 年 10 月 5 日，可比公司上海医药、华东医药 2025 年业绩对应的 PE 分别为 13.50、15.84 倍，平均值为 14.67 倍；(3) 未来 3 年，公司利润增速有望超 20.00%；给予公司 2025 年 15-20 倍 PE，对应的合理目标价为 31.05-41.40 元/股，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

5 风险提示

行业政策风险；行业竞争加剧风险；产品销售不及预期风险；药品质量风险等。

报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	主要指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7509.62	7563.90	7959.96	9331.34	10505.68	营业收入	7509.62	7563.90	7959.96	9331.34	10505.68
减: 营业成本	5424.87	5296.62	5256.84	5846.18	6474.02	增长率(%)	6.50%	0.72%	5.24%	17.23%	12.58%
营业税金及附加	36.91	38.35	40.36	47.31	53.27	归属母公司股东净利润	502.09	656.31	847.77	1087.29	1331.89
营业费用	1121.83	1062.39	1196.82	1543.83	1723.02	增长率(%)	18.75%	30.71%	29.17%	28.25%	22.50%
管理费用	196.70	237.51	234.83	285.90	313.37	每股收益(EPS)	0.96	1.25	1.61	2.07	2.53
研发费用	3.32	11.34	31.66	71.45	82.66	每股股利(DPS)	0.00	0.76	0.33	0.42	0.51
财务费用	48.39	55.83	67.63	86.81	98.14	每股经营现金流	0.58	1.16	1.53	2.05	2.40
减值损失	14.93	31.35	20.00	25.00	30.00	销售毛利率	27.76%	29.98%	33.96%	37.35%	38.38%
加: 投资收益	1.88	43.01	30.00	20.00	20.00	销售净利率	6.46%	8.46%	11.21%	12.27%	13.35%
公允价值变动损益	-10.75	0.62	-4.00	-4.00	-4.00	净资产收益率(ROE)	21.81%	24.59%	25.35%	25.82%	25.27%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	16.79%	19.94%	25.04%	29.33%	31.20%
营业利润	653.80	874.13	1187.83	1485.86	1797.19	市盈率(P/E)	31.32	23.96	18.55	14.46	11.81
加: 其他非经营损益	14.75	-0.55	10.00	10.00	10.00	市净率(P/B)	6.83	5.89	4.70	3.74	2.98
利润总额	668.55	873.58	1197.83	1495.86	1807.19	股息率(分红/股价)	0.000%	2.544%	1.096%	1.405%	1.721%
减: 所得税	183.15	233.69	255.44	306.34	355.20	主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	485.40	639.88	942.39	1189.51	1451.99	收益率					
减: 少数股东损益	-16.68	-16.42	44.62	57.23	70.10	毛利率	27.76%	29.98%	33.96%	37.35%	38.38%
归属母公司股东净利润	502.09	656.31	847.77	1087.29	1331.89	三费/销售收入	17.60%	17.34%	18.39%	20.38%	20.18%
资产负债表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EBIT/销售收入	9.55%	12.29%	15.27%	16.48%	17.66%
货币资金	1047.77	1179.91	1193.99	1653.70	2310.55	EBITDA/销售收入	9.95%	12.75%	16.15%	17.38%	18.70%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	6.46%	8.46%	11.21%	12.27%	13.35%
应收和预付款项	2418.69	2447.83	2600.45	2920.43	3294.82	资产获利率					
其他应收款(合计)	44.43	33.60	48.52	47.74	60.64	ROE	21.81%	24.59%	25.35%	25.82%	25.27%
存货	650.10	684.57	793.16	892.98	1026.93	ROA	14.25%	17.54%	21.81%	22.89%	22.81%
其他流动资产	9.44	23.18	23.18	23.18	23.18	ROIC	16.79%	19.94%	25.04%	29.33%	31.20%
长期股权投资	181.57	238.38	328.38	418.38	518.38	资本结构					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	54.68%	50.13%	41.36%	36.09%	31.72%
投资性房地产	55.61	1.43	1.12	0.80	0.49	投资资本/总资产	67.94%	70.92%	73.97%	70.42%	66.17%
固定资产和在建工程	258.83	295.66	379.35	569.95	735.56	带息债务/总负债	42.36%	44.73%	34.17%	29.95%	28.15%
无形资产和开发支出	231.69	205.69	203.01	199.42	194.93	流动比率	163.53%	244.86%	316.06%	347.61%	383.56%
其他非流动资产	44.58	103.71	22.87	11.44	0.00	速动比率	138.20%	205.95%	260.44%	289.90%	323.29%
资产总计	5030.20	5298.60	5667.21	6710.58	7996.92	股利支付率	0.00%	60.97%	20.32%	20.32%	20.32%
短期借款	1165.02	461.89	61.21	0.00	0.00	收益留存率	100.00%	39.03%	79.68%	79.68%	79.68%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	1360.00	1311.47	1360.84	1541.86	1696.87	总资产周转率	1.49	1.43	1.43	1.39	1.29
长期借款	0.00	726.26	726.26	726.26	726.26	固定资产周转率	42.11	35.57	31.92	29.16	21.64
其他负债	225.25	156.68	156.52	156.52	156.52	应收账款周转率	3.53	3.37	3.45	3.51	3.57
负债合计	2750.28	2656.31	2304.82	2424.64	2579.65	存货周转率	8.46	8.34	7.74	6.63	6.55
股本	525.10	525.61	525.61	525.61	525.61	估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	411.61	421.69	421.69	421.69	421.69	EBIT	716.94	929.41	1215.45	1537.66	1855.33
留存收益	1365.33	1721.17	2396.65	3262.98	4324.20	EBITDA	746.94	964.62	1285.34	1621.46	1965.04
归属母公司股东权益	2302.04	2668.47	3343.95	4210.28	5271.50	NOPLAT	521.38	681.56	940.89	1208.92	1476.15
少数股东权益	-22.11	-26.18	18.44	75.66	145.76	归母净利润	502.09	656.31	847.77	1087.29	1331.89
股东权益合计	2279.93	2642.29	3362.39	4285.94	5417.26	EPS	0.96	1.25	1.61	2.07	2.53
负债和股东权益合计	5030.20	5298.60	5667.21	6710.58	7996.92	BPS	4.38	5.08	6.36	8.01	10.03
现金流量表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	PE	31.32	23.96	18.55	14.46	11.81
经营性现金净流量	305.75	609.70	804.34	1077.47	1262.55	PEG	1.07	0.90	0.47	0.51	0.52
投资性现金净流量	-117.33	-159.52	-196.28	-326.14	-336.04	PB	6.83	5.89	4.70	3.74	2.98
筹资性现金净流量	-543.58	-253.70	-593.98	-291.64	-269.65	PS	2.09	2.08	1.98	1.69	1.50
现金流量净额	-349.29	197.21	14.09	459.70	656.86	PCF	51.43	25.79	19.55	14.60	12.46

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438