

百洋医药 (301015.SZ) 品牌运营领军者，创新驱动未来增长

2024年09月27日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

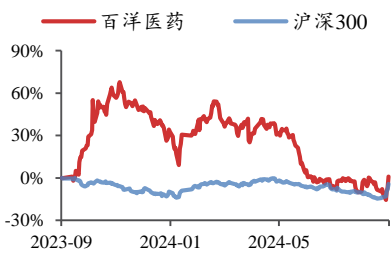
余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

日期	2024/9/26
当前股价(元)	23.62
一年最高最低(元)	43.50/19.70
总市值(亿元)	124.15
流通市值(亿元)	124.15
总股本(亿股)	5.26
流通股本(亿股)	5.26
近3个月换手率(%)	29.68

股价走势图



数据来源：聚源

● 品牌运营领军者，创新驱动未来增长

公司2005年成立，2021年在深交所挂牌上市，作为支持源头创新的医药产业化平台，核心业务聚焦医学创新成果的产品开发、生产制造和商业化运营。现已在骨健康、肝病、代谢性疾病等治疗领域孵化出多个品类领导品牌，如迪巧、扶正化癆、奈达、泌特等，并形成涵盖 OTC 及大健康、OTX 等处方药、肿瘤等重症药以及高端医疗器械的丰富产品矩阵。我们看好公司核心 CSO 业务在现有存量客户的基础上，通过“存量客户新增合作+外延 BD 拓展合作+集团孵化产品注入”的三位一体模式下带来的增长潜力，以及拓展上游制药业务带来的潜在成长空间，预计2024-2026年归母净利润为8.05/10.00/12.04亿元，EPS为1.53/1.90/2.29元/股，当前股价对应PE为15.4/12.4/10.3倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 选精品做强品牌，潜力大单品矩阵持续丰富

品牌运营业务是公司的核心营收及利润来源，在 OTC 与大健康方面，公司深挖产品优势，精准定位消费需求，经过多年运营，已成功孵化迪巧、海露、纽特舒玛、等旗帜产品，品牌运营能力已获得验证，同时布局系列功效性护肤品，把市场发展新机遇；在 OTX 处方药方面，公司与存量客户深度合作的同时，持续拓展新客户，目前已与泌特、安斯泰来、阿斯利康等企业达成商业化合作协议。

● 集团孵化注入创新药械产品，收购百洋制药布局医药工业

公司不仅作为一个开放型的商业化平台向上游客户开放、与外部优秀药企合作，同时通过母公司百洋集团与国家级科研院校的股权合作，旗下产业基金投资早期的 Biotech 项目，前瞻性入局国内前沿 First in Class 创新药械开发并锁定其商业化权益，待合作产品获批上市后，将交由百洋医药商业化平台进行运营，此类模式有助于从“投-研-产-销”一体化流程中逐步建立起自身的创新孵化平台，以创新促增长。此外，公司收购百洋制药有助于探索“医药工业生产+CSO”一体化发展机制，打开长期发展的天花板。

风险提示：市场竞争加剧、产品销售不及预期、百洋制药业绩不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,510	7,564	7,858	8,607	9,777
YOY(%)	6.5	0.7	3.9	9.5	13.6
归母净利润(百万元)	507	656	805	1,000	1,204
YOY(%)	20.1	29.6	22.7	24.1	20.5
毛利率(%)	27.8	30.0	31.9	33.6	34.5
净利率(%)	6.7	8.7	10.2	11.6	12.3
ROE(%)	21.5	24.2	26.1	26.2	25.9
EPS(摊薄/元)	0.96	1.25	1.53	1.90	2.29
P/E(倍)	24.5	18.9	15.4	12.4	10.3
P/B(倍)	5.4	4.8	4.2	3.4	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 百洋医药：品牌运营领军者，创新驱动未来增长.....	4
1.1、 股权结构清晰，实控人经验丰富	4
1.2、 核心业务稳健发展，盈利能力持续增强.....	5
2、 品牌运营：选精品做强品牌，潜力大单品矩阵持续丰富.....	7
2.1、 OTC 与大健康：深挖产品优势，精准定位消费需求.....	7
2.1.1、 迪巧：细分切割钙制剂需求人群，赋予“迪巧”全生命周期概念	7
2.1.2、 海露：独特产品力赋能品牌影响力提升，OTC 资质助力打开增长天花板	8
2.1.3、 纽特舒玛：专业化营销提升品牌知名度，成长空间待开发	10
2.1.4、 功效性护肤品：以商业化平台高效运营合作品牌，把握市场发展新机遇	10
2.2、 OTX 处方药：存量客户深度合作，外延 BD 持续拓展	11
3、 集团孵化注入创新药械产品，收购百洋制药布局医药工业.....	12
3.1、 百洋集团前瞻性布局，为公司提前锁定商业化权益.....	12
3.1.1、 创新药品：布局核药治疗领域，打开成长空间	12
3.1.2、 创新器械：多元布局创新医疗器械，精准导入医疗场景	13
3.2、 收购百洋制药，探索“医药工业生产+CSO”一体化发展机制	13
4、 盈利预测与投资建议	16
4.1、 关键假设	16
4.2、 盈利预测与估值	17
5、 风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

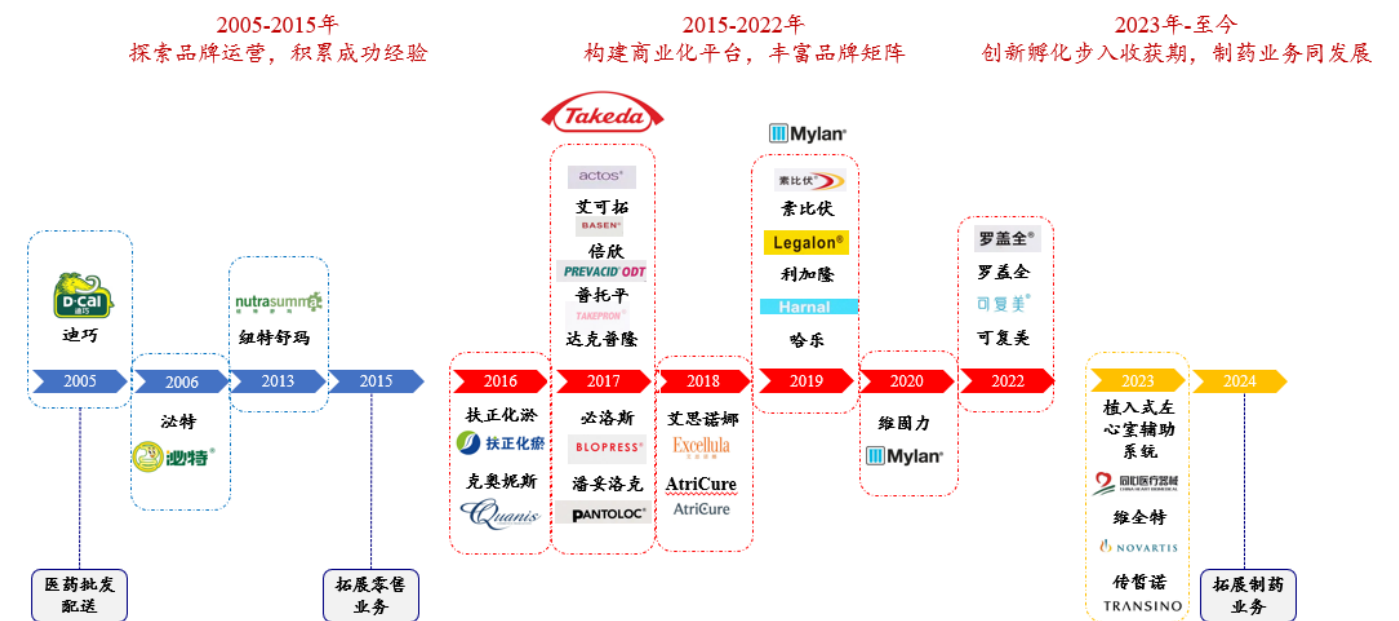
图 1： 公司持续精进自身品牌运营实力，有望逐步进入创新驱动发展新阶段.....	4
图 2： 截至 2024H1，公司实控人直接和间接合计持股 38.99%.....	5
图 3： 2019-2023 年公司营业收入稳健增长	5
图 4： 2019-2023 年公司归母净利润快速增长	5
图 5： 2023 年品牌运营业务占总营业收入的比例约 58%	6
图 6： 2019-2023 年品牌运营业务毛利率均在 40%以上.....	6
图 7： 2020-2023 年公司的毛利率和净利率平稳增长	6
图 8： 2024H1 公司的销售费用率为 14.41%	6
图 9： 2020-2023 年迪巧系列产品销售额持续增长	7
图 10： 2018-2023 年迪巧系列产品毛利率均在 65%以上	7
图 11： 2019-2022 年中国城市实体药店钙制剂销售占比逐渐提高.....	8
图 12： 2023H1 安士钙制剂城市实体药店销售排名第三.....	8
图 13： 2023H1 安士钙制剂公立医疗机构销售排名第四.....	8
图 14： 2023 年海露实现营业收入超 6 亿元.....	9
图 15： 2024 年海露外包装盒和瓶签图案焕新升级.....	9
图 16： 2023 年纽特舒玛营业收入同比增长 44.36%.....	10
图 17： 纽特舒玛产品已覆盖数百家三甲医院.....	10
图 18： 2019-2023 年泌特产品销售额基本实现稳健增长	11
图 19： ^{99m} Tc-3PRGD2 SPECT/CT 具有显著的肿瘤特异性显像.....	12
图 20： 预计到 2033 年全球核医学市场规模将超过 314 亿美元.....	13

图 21: 2022-2023 年百洋制药营收利润稳步提高	14
图 22: 2022-2023 年中成药为百洋制药的主要营收来源	14
表 1: 人工泪液已成为干眼症药物治疗的基础用药.....	9
表 2: 公司已与多家知名功效性护肤品企业达成合作.....	10
表 3: 公司与国内外多家优质企业达成 OTX 类药品商业化合作协议.....	11
表 4: 公司与多家医疗器械企业达成商业化合作协议.....	13
表 5: 百洋制药核心产品涉及中成药和化药产品.....	14
表 6: 2021 年以来百洋制药布局多款化药仿制药管线, 且开始拓展新药研发领域.....	15
表 7: 基于关键假设预计公司总营业收入增速保持稳健.....	16
表 8: 对比可比公司, 公司估值溢价存在合理性.....	17

1、百洋医药：品牌运营领军者，创新驱动未来增长

深耕品牌运营，加速创新成果转化。百洋医药 2005 年成立，2021 年在深交所挂牌上市，作为支持源头创新的医药产业化平台，核心业务聚焦医学创新成果的产品开发、生产制造和商业化运营，切实以科技创新优化医疗场景。依托成熟、专业的商业化能力和覆盖全国的营销网络，公司不断推进优质医药健康产品加速导入临床应用场景，现已在骨健康、肝病、代谢性疾病等治疗领域孵化出多个品类领导品牌，如迪巧、扶正化瘀、奈达、泌特等，并形成涵盖 OTC 及大健康、OTX 等处方药、肿瘤等重症药以及高端医疗器械的丰富产品矩阵，在证明公司具备成熟可复制的商业化能力的同时，助力更多产品实现商业化价值。

图1：公司持续精进自身品牌运营实力，有望逐步进入创新驱动发展新阶段

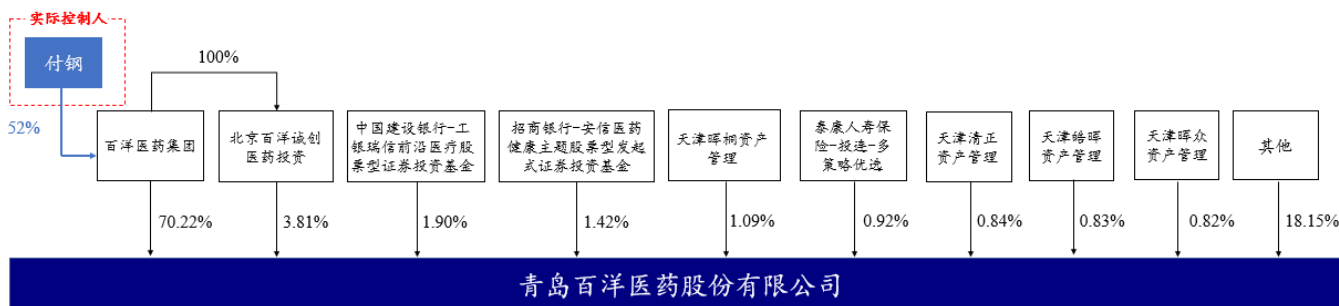


资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.1、股权结构清晰，实控人经验丰富

公司股权结构清晰，实控人经验丰富。公司董事长兼实控人付钢先生毕业于北京医科大学临床医学系，曾任丽珠集团营销副总裁等职，2005 年创建百洋医药，深耕医药行业三十余年，有丰富的管理经验。截至 2024H1，付钢先生通过百洋医药集团、百洋诚创、晖桐资产、皓晖资产和晖众资产，直接和间接共计持有公司 38.99% 的股份。

图2：截至 2024H1，公司实控人直接和间接合计持股 38.99%

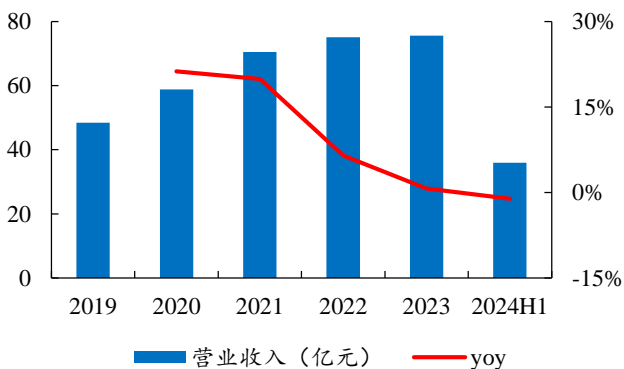


资料来源：公司公告、天眼查、开源证券研究所

1.2、核心业务稳健发展，盈利能力持续增强

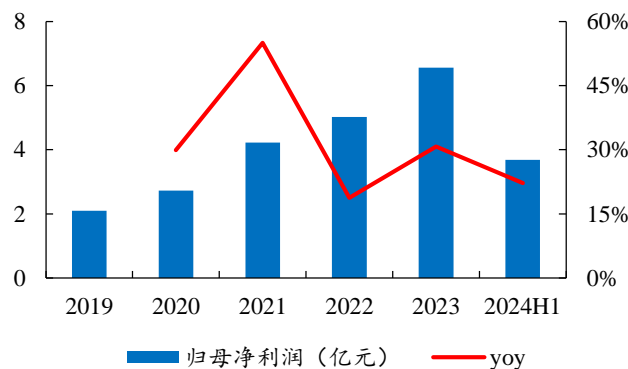
营收规模不断扩大，核心业务高速增长。2019-2023 年公司的营业收入从 48.49 亿元增长到 75.64 亿元，CAGR 为 11.76%；归母净利润从 2.1 亿元增长至 2023 年的 6.56 亿元，CAGR 为 32.98%，利润端呈现较快速增长。2022 年以后公司营收增速放缓主要是由于业务结构的调整，压缩了批发配送业务规模，更加聚焦于品牌运营业务。2024H1 公司营业收入为 35.95 亿元，同比下降 1.10%；归母净利润为 3.69 亿元，同比增长 21.89%。

图3：2019-2023 年公司营业收入稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

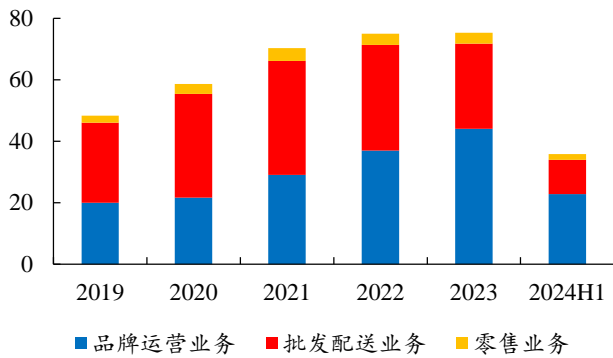
图4：2019-2023 年公司归母净利润快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

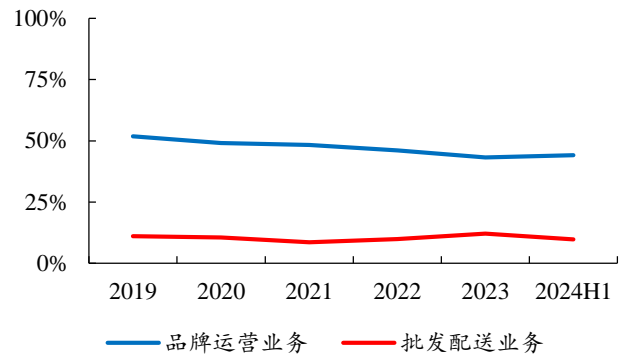
分销售模式来看，品牌运营业务为公司的主要收入及利润来源。品牌运营业务是公司的核心板块，2019-2023 年营业收入由 19.94 亿元增至 44.00 亿元，CAGR 约为 21.9%；此外，2023 年公司批发配送业务板块营业收入为 27.74 亿元，零售业务营业收入为 1.90 亿元。同时，2019-2023 年公司的品牌运营业务毛利率均稳定维持在 40% 以上，伴随着近年公司同众多药企、科研机构等签订商业化合作协议，加速医药成果创新性转化，公司品牌运营的种类有望进一步丰富，品牌服务的营收也将进一步提升，伴随利润的有效转化，进一步增厚公司业绩。

图5：2023年品牌运营业务占总营业收入的比例约58%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

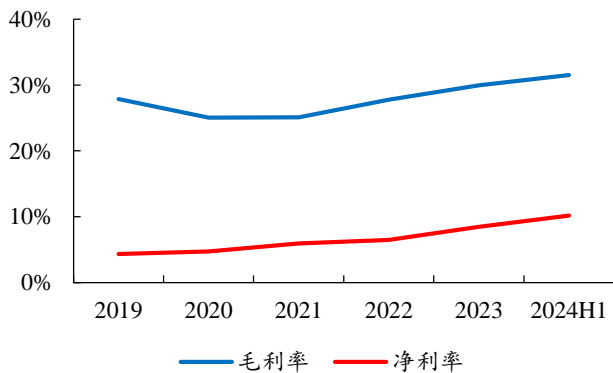
图6：2019-2023年品牌运营业务毛利率均在40%以上



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

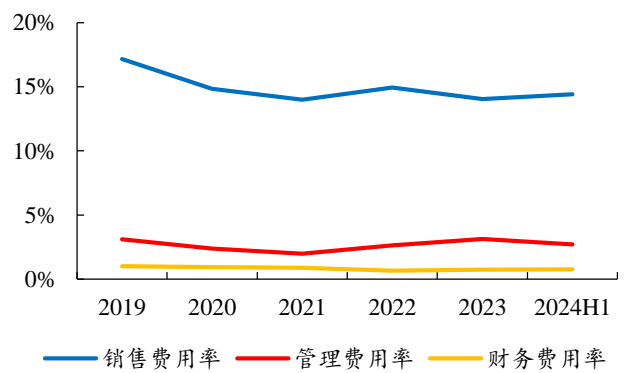
毛利率与净利率平稳增长，费用管控相对良好。盈利能力方面，2020-2023年公司毛利率、净利率基本呈现平稳提升发展态势，毛利率由25.06%提升至29.98%，净利率由4.72%提升至8.46%。费用管控方面，2021-2023年公司的销售费用率基本维持在14.5%左右上下波动，管理费用率则略有提升；2024H1销售费用率为14.41%，管理费用率为2.71%，财务费用率为0.77%。

图7：2020-2023年公司的毛利率和净利率平稳增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024H1公司的销售费用率为14.41%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、品牌运营：选精品做强品牌，潜力大单品矩阵持续丰富

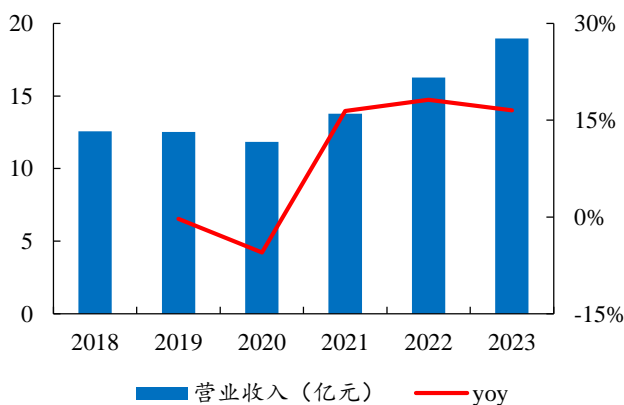
品牌运营业务是公司的核心营收及利润来源，经过多年运营，公司已成功孵化迪巧、泌特等旗帜产品，品牌运营能力已获得验证。未来有望拓展 BD 合作，持续丰富潜力大单品矩阵，在 OTC 与大健康、OTX 等领域均实现优质发展。

2.1、OTC 与大健康：深挖产品优势，精准定位消费需求

2.1.1、迪巧：细分切割钙制剂需求人群，赋予“迪巧”全生命周期概念

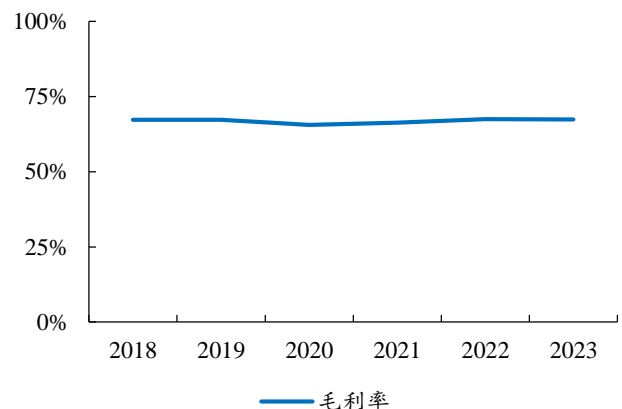
定位“进口钙领先品牌”，提升产品力，销售增长亮眼。在迪巧系列建设之初，公司践行“以品牌主导新分化的细分品类”的品牌产品销售推广理念，将迪巧定义为“进口钙领先品牌”，主导母婴补钙细分品类。同时，公司与美国安士自 2005 年开始合作，并签署长期有效的合作协议至 2068 年，合作基础稳定，给予公司较高的自由度和时间周期对迪巧品牌进一步打磨，以期实现“纵向深化覆盖消费者全生命周期+横向拓展品规增强消费属性”的发展思路，细分切割钙制剂需求市场。**在消费者覆盖方面**，迪巧系列产品针对婴幼儿、儿童、青少年、成人、中老年均有适配产品，赋予其全生命周期发展概念；**在品规拓展方面**，除咀嚼片和颗粒剂外，公司针对儿童和女性群体分别于 2023 年 10 月和 2024 年 5 月推出“小黄条”和“小粉条”液体钙产品，增强适口性并持续优化消费者补钙体验。**销售额方面**，2020 年以来迪巧系列产品销售额稳健增长，由 11.83 亿元增至 2023 年的 18.97 亿元，CAGR 约为 17.03%，同时毛利率维持在 65% 以上水平，彰显其逐渐提升的品牌影响力。

图9：2020-2023 年迪巧系列产品销售额持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

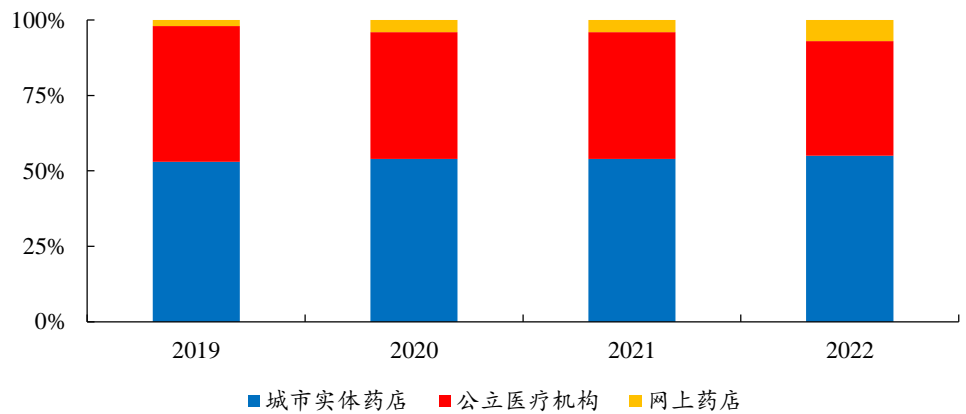
图10：2018-2023 年迪巧系列产品毛利率均在 65% 以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

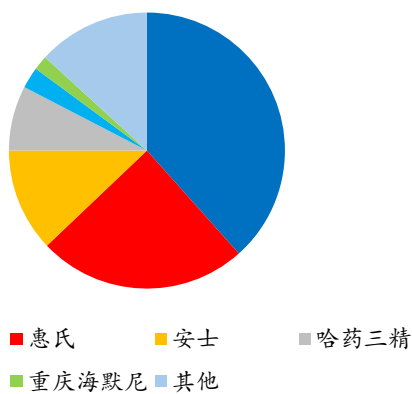
钙制剂需求扩容，市场份额待提升。据米内网统计，2019-2022 年中国三大终端钙制剂合计市场规模由 114 亿元增至 154 亿元，CAGR 为 10.54%。其中，城市实体药店终端市场份额占比最高，2022 年占据全国市场的 55%，其次是公立医疗机构终端占比 38%，网上药店终端占比 7%，且网上药店终端增幅明显，由 2019 年约 3 亿元销售额增至 2022 年超 11 亿元，具有较大的发展潜力。针对企业具体来看，2023H1 终端销售排名中，仅有安士和惠氏为两大排名靠前的外资/合资企业，其余均为国内企业，其中安士在实体药店终端钙制剂销售的市场份额占比约为 12.1%，在公立医疗机构终端销售占比约为 6.2%，我们认为在公司持续做广品牌力、做强产品力的加持下，迪巧系列产品在各终端的市场份额仍具有较大的提升空间。

图11: 2019-2022年中国城市实体药店钙制剂销售占比逐渐提高



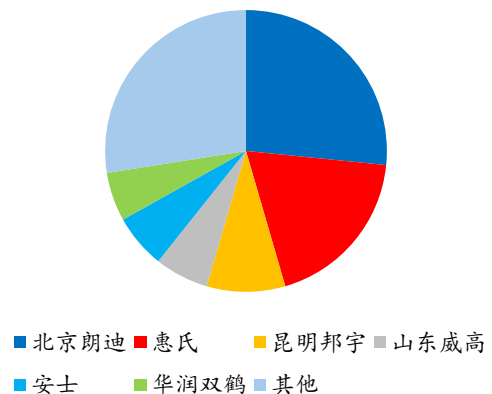
数据来源: 米内网、开源证券研究所

图12: 2023H1 安士钙制剂城市实体药店销售排名第三



数据来源: 米内网、开源证券研究所

图13: 2023H1 安士钙制剂公立医疗机构销售排名第四



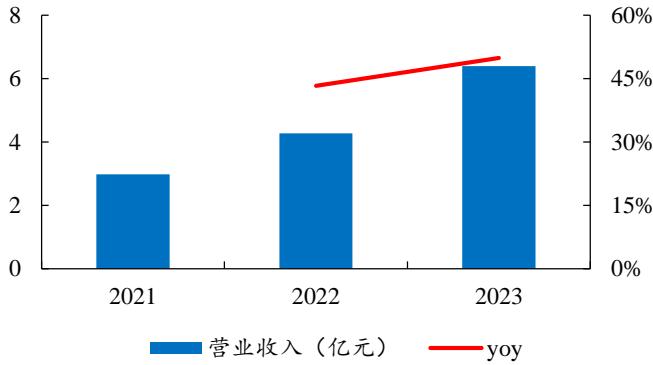
数据来源: 米内网、开源证券研究所

2.1.2、海露: 独特产品力赋能品牌影响力提升, OTC 资质助力打开增长天花板

处方转 OTC 打开增长天花板, 销售体量快速提升。海露滴眼液(玻璃酸钠滴眼液, 10ml 0.1%) 1999 年诞生于德国, 适用于干眼症, 可有效缓解眼干、眼涩、眼疲劳等各类眼部不适的现象, 并于 2009 年进入中国, 是中国人工泪液中的领先者, 主要在院内市场进行销售。2020 年经中国国家药品监督管理局批准, 海露在中国由处方药变更为非处方药, 进而更好的为消费者提供服务, 同年 1 月瑞霖医药与公司达成合作协议, 希望借由公司的商业化平台将海露滴眼液推广至全国零售终端, 至此海露系列正式新增成为公司的核心运营品牌之一。此外, 海露具有较强的产品力, 通过采用独特的 COMOD 系统包装, 能够促使药液单向流动不回流, 防止空气倒吸污染药液, 在不含防腐剂的情况下能够使用 12 周, 且不含防腐剂能够避免部分患者因对药物中防腐剂成分敏感而造成角膜上皮损伤, 能够安全有效的缓解干眼高渗的眼表状态, 叠加其医保乙类身份, 我们认为公司专业化的品牌运营有助于进一步打开海露的成长空间。2021-2023 年, 海露系列实现营收由 2.98 亿元增至 6.40 亿元, CAGR 达 46.55%, 销售体量快速提升。与此同时, 为进一步提高品牌的全球统一辨

识度，海露自 2021 年 2 月底启用与海外产品一致的全新外包装设计，2024 年再对外包装和瓶盖图案设计统一更新，新包装于 2024 年 8 月在国内上市销售。

图14：2023 年海露实现营业收入超 6 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：2024 年海露外包装盒和瓶盖图案焕新升级



资料来源：阿里健康大药房

干眼症患者人数持续升高，人工泪滴为基础用药。干眼是一种常见的眼科疾病，病因众多，发病机制复杂，病情反复是其主要特点。既往认为泪液渗透压升高及眼表炎症是导致干眼的重要因素，最新的研究提出免疫反应及神经异常也参与了干眼的发病机制。根据《干眼的药物治疗》(赵璐等，2020)，世界范围内干眼的发病率为 5.5%-33.7% 不等，我国约 21%-30%，且发病率逐年上升，《国人干眼多中心大数据报告》显示，目前中国干眼症患者约有 3.6 亿人，患者人数以每年 10% 的速度上升，干眼正在成为继近视眼之后又一国民用眼健康问题。目前治疗手段主要包括物理、药物、手术治疗，其中药物治疗占重要地位。**根据病因和发病机制将治疗干眼的药物分为两大类，(1) 增加泪液质量，改善泪膜稳定性：**包括泪液替代治疗(补充水液成分、黏蛋白成分、脂质成分的人工泪液，以及维生素类制剂、自体血清等)，促泌剂(促水液分泌剂以及促黏蛋白分泌剂)及 omega3 脂肪酸补充剂；**(2) 针对病因治疗，改善眼表微环境：**包括糖皮质激素类滴眼液、非甾体类抗炎药、免疫抑制剂、黏附因子抑制剂、其他新型抗炎模式、抗生素、重建微生态平衡、抗氧化剂、神经保护剂等。其中，人工泪液已成为干眼症治疗的基础用药，且玻璃酸钠眼用制剂是目前医院市场销售规模最大的干眼症眼药水，市场占比超 25%，且伴随患者人群增加，叠加防腐剂对人体的副作用，因此不含防腐剂的海露滴眼液在院外市场成长空间也十分广阔。

表1：人工泪液已成为干眼症药物治疗的基础用药

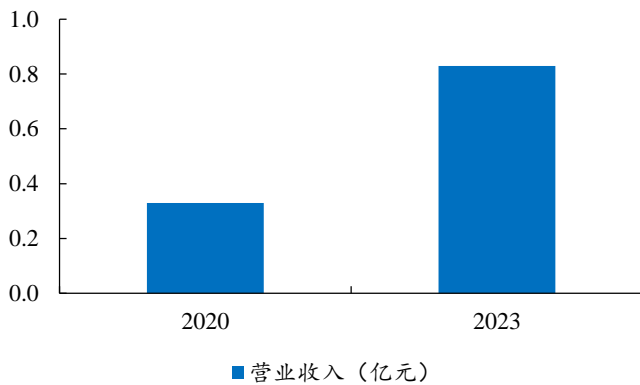
干眼类型	药物治疗	物理治疗及其他
水液缺乏型	人工泪液、局部促进泪液分泌剂、局部糖皮质激素或免疫抑制剂，严重角膜上皮病变时联合自体血清	泪道堵塞、湿房镜、手术治疗，相关全身疾病的治疗
脂质异常型	人工泪液、局部促进泪液分泌剂、局部除螨药物、抗菌药和(或)糖皮质激素或免疫抑制剂	湿房镜、眼睑非药物治疗(包括物理治疗、强脉冲光治疗和热动力治疗)
黏蛋白异常型	不含防腐剂或防腐剂毒性较小的人工泪液、局部促进泪液分泌剂、局部糖皮质激素和(或)免疫抑制剂	泪道堵塞、治疗性角膜接触镜、湿房镜
泪液动力学异常型	人工泪液、局部糖皮质激素和(或)免疫抑制剂	治疗性角膜接触镜、手术治疗，全身相关疾病的治疗
混合型	综合考虑各类型干眼的药物治疗方案	综合考虑各类型干眼的非药物治疗方案

资料来源：《中国干眼专家共识：治疗(2020年)》、碑林学术速递公众号、开源证券研究所

2.1.3、纽特舒玛：专业化营销提升品牌知名度，成长空间待开发

聚焦医用级营养品定位，成长空间待开发。2013 年公司和专注从事开发生产膳食营养补充剂的纽特舒玛达成品牌合作，2015 年其旗下的乳清蛋白产品在中国上市。纽特舒玛的所有产品均在美国当地进行生产，并通过独立的实验室检测后销往世界各地，因此公司以高品质的产品为基础，通过有效市场洞察，聚焦于疾病营养、体重管理等场景，持续打造纽特舒玛“医用级营养品”的品牌定位。2020-2023 年纽特舒玛营收由 0.33 亿元增至 0.83 亿元，CAGR 达 36.0%，伴随着公司在医院渠道专业化的学术推广，推动了临床医生营养观念的提升和营养诊疗的普及，以及在天猫、京东等电商渠道的全面布局及品牌营销，有望推动销量的持续增长，打开成长空间。

图16：2023 年纽特舒玛营业收入同比增长 44.36%



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图17：纽特舒玛产品已覆盖数百家三甲医院



资料来源：纽特舒玛官网、开源证券研究所

2.1.4、功效性护肤品：以商业化平台高效运营合作品牌，把握市场发展新机遇

开发商业化平台，成长空间待开发。公司自 2018 年起积极布局功效型护肤品领域，并于 2021 年 11 月与里斯战略定位咨询联合推出了全国首个功效型护肤品商业化平台，成为推动功效型护肤品行业规范化的重要力量。百洋功效型护肤品商业化平台以“遵循品牌生命周期规律的品牌运营能力、以品类定位为核心的品牌营销能力、以医学标准为基础的品牌服务能力”为基础，旨在帮助功效护肤品牌快速进入相匹配的营销场景，避开流量陷阱，打造品牌硬实力。公司已与多家医用化妆品品牌达成合作，如传皙诺、艾思诺娜和仙人掌。

表2：公司已与多家知名功效性护肤品企业达成合作

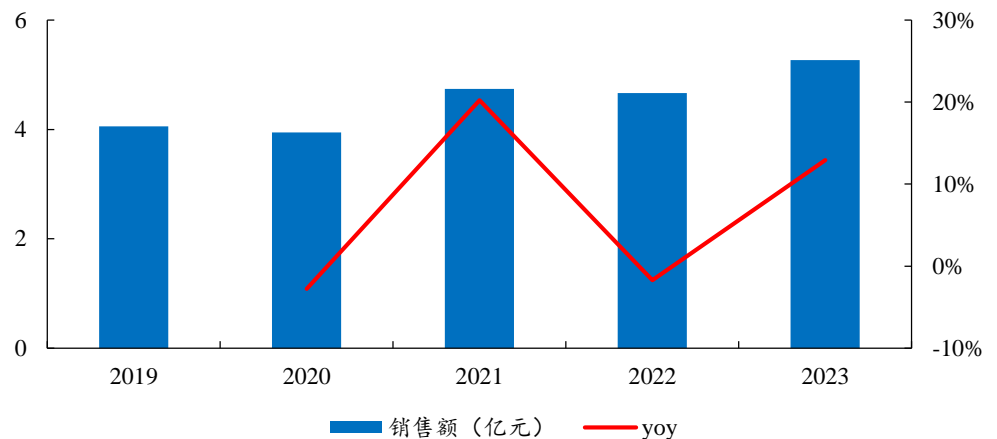
合作品牌	合作时间	合作企业	品牌简介
传皙诺	2023 年	第一三共 (中国)	传皙诺是百年制药集团第一三共旗下色斑综合护理品牌。专研“传明酸”对于黑色素沉着以及色斑问题的改善作用。以皮肤科学的验证为基准推进研究，多元改善色斑暗沉、干燥毛糙等肌肤问题。
艾思诺娜	2019 年	日本佐藤制药	医学养肤领导品牌，以其独有的基底修护组方、DDS 药物缓释渗透技术、佐藤独家软膏技术、植物精华抽取混合技术的 3 大专利技术，让养肤直达基底，发掘肌肤细胞潜在力。
仙人掌 (克奥妮斯)	2016 年	日本 COSMED 制药	利用先进的可溶性微晶技术，制成纳米级的细小微晶，按压突破角质层，迅速溶解被肌肤吸收，从而深层次改善眼周皮肤皱纹问题。

资料来源：公司官网、品牌公众号、开源证券研究所

2.2、OTX 处方药：存量客户深度合作，外延 BD 持续拓展

“泌特”成功运营验证品牌经营能力，BD 合作持续拓展。在发展之初，公司 2006 年与扬州一洋开展全面营销的业务合作模式，以泌特（复方阿嗟米特肠溶片）为重点运营的处方药产品，其主要用于治疗因胆汁分泌不足或消化酶缺乏而引起的消化不良等症状，并签署最长合作协议至 2040 年。合作初期，泌特产品的品牌影响力和销量均较低，因此公司通过对泌特产品的功效进行定位，率先将“消化不良”进一步区分为物理性消化不良及化学性消化不良，并采用“院内+零售”并行的推广思路。**医院为主要销售渠道**，公司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，提高学术界和医生对泌特产品的关注和认知，最终成功使“泌特”主导了国内化学性消化不良这一细分领域；**在零售渠道**，公司通过全国范围内专业化的推广团队，对药店药师提供专业培训，提高零售药店对患者的服务能力，从而激发零售药店采购需求，同时借由零售渠道运营优势，在全国覆盖更多的药店，从而形成采购规模优势，提高自身盈利能力。经过多年运营，泌特已经实现较为稳定的增长趋势，据 PDB 数据统计，2019-2023 年泌特销售额由 4.06 亿元增至 5.27 亿元，CAGR 为 6.7%。我们认为，泌特产品的成功运营使公司积累了丰富的处方药产品销售经验，随着与现存客户的深入合作，有望实现存量品种和新品种的 CSO 业务接续，同时持续拓展新客户和新 BD 品种，业绩确定性有望进一步明确。

图18：2019-2023 年泌特产品销售额基本实现稳健增长



数据来源：PDB、开源证券研究所

表3：公司与国内外多家优质企业达成 OTX 类药品商业化合作协议

合作时间	合作企业	代表性药品	治疗领域
2006 年	扬州一洋	泌特（复方阿嗟米特肠溶片）	消化领域
2019 年	安斯泰来	哈乐（盐酸坦索罗辛缓释胶囊）	泌尿领域
2021 年		贝坦利（米拉贝隆缓释片）、卫喜康（琥珀酸索利那新片）	泌尿领域
2022 年	阿斯利康	安立泽（沙格列汀片）	代谢领域
2022 年	上海谊众	紫晟（注射用紫杉醇聚合物胶束）	肿瘤领域
2022 年	罗氏制药	罗盖全（骨化三醇胶丸）	骨骼肌肉
2023 年	诺华中国	维全特（帕唑帕尼片）	晚期肾癌
2023 年	莱博瑞辰	RAB001 注射液	骨坏死领域

资料来源：公司公告、公司官网、药品通、开源证券研究所

3、集团孵化注入创新药械产品，收购百洋制药布局医药工业

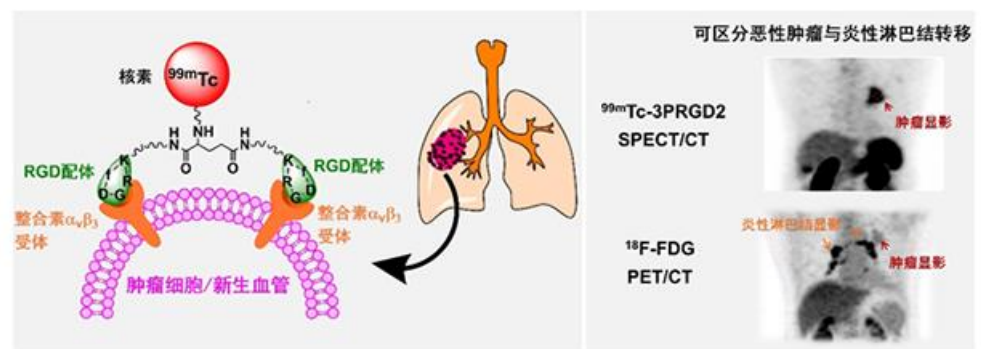
3.1、百洋集团前瞻性布局，为公司提前锁定商业化权益

公司不仅作为一个开放型的商业化平台向上游客户开放、与外部优秀药企合作，同时通过母公司百洋集团与国家级科研院校的股权合作，旗下产业基金投资早期的 Biotech 项目，前瞻性入局国内前沿 First in Class 创新药械开发并锁定其商业化权益，待合作产品获批上市后，将交由百洋医药商业化平台进行运营，此类模式有助于从“投-研-产-销”一体化流程中逐步建立起自身的创新孵化平台，以创新促增长。

3.1.1、创新药品：布局核药治疗领域，打开成长空间

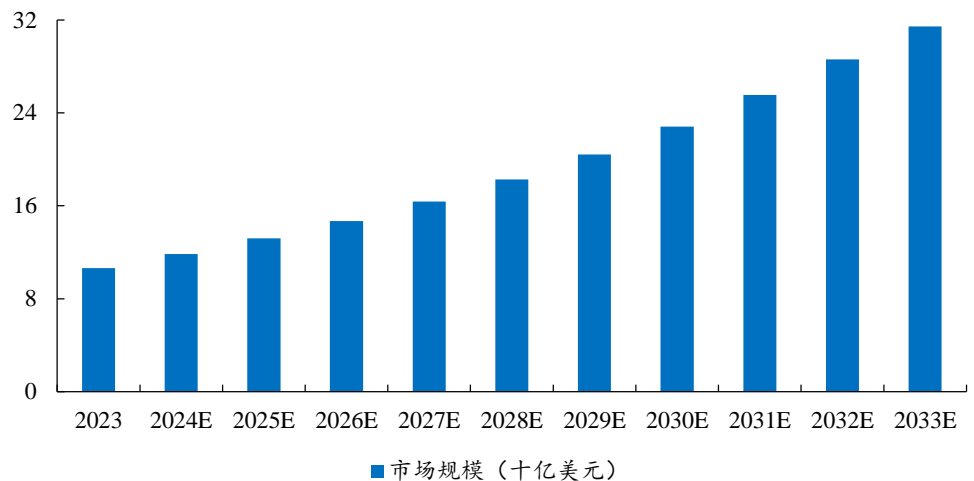
锁定先发优势，布局核药。百洋集团助力广东瑞迪奥科技有限公司自主研发的放射性核素偶联药物（RDC） ^{99m}Tc -3PRGD2 是我国核医学领域首个自主研发的 1 类创新药，也是国际上第一个用于 SPECT 显像诊断的广谱肿瘤显像剂，改变了核医学 SPECT/CT 影像技术不能用于肿瘤诊断、分期和疗效评价的技术现状。目前已在中国完成 III 期临床试验，与 ^{18}F -FDG PET/CT 的“头对头”研究结果显示， ^{99m}Tc -3PRGD2 在肺部病灶的良恶性鉴别方面与 ^{18}F -FDG PET/CT 无显著性差异，在肺部肿瘤淋巴结转移诊断的特异性和准确性方面显著高于 ^{18}F -FDG PET/CT，即将申报上市进入商业化阶段。同时据 CDE 官网公告，2024 年 8 月 23 日瑞迪奥申报的 ^{99m}Tc -3PRGD2 拟纳入优先审评程序。除了研发具备自主知识产权的国际水平放射性药物外，瑞迪奥还基于自身在高端医疗影像设备领域内的领先专利技术，自主研发高灵敏核医学 SPECT/CT，致力于以药物创新带动设备创新，形成“药械合一”的核医学诊疗新格局。2023 年 11 月，公司与瑞迪奥签署商业化协议，收获 ^{99m}Tc -3PRGD2 等系列放射性药品及 SPECT 等影像设备产品独家代理运营权益，未来有望成为公司的重磅产品。

图19： ^{99m}Tc -3PRGD2 SPECT/CT 具有显著的肿瘤特异性显像



资料来源：国家自然科学基金委员会官网

发展前景广阔，市场有待开发。根据 precedence research 预测，2023 年全球核医学市场规模为 106.5 亿美元，预计到 2033 年将超过 314.4 亿美元，且 2024-2033 年 CAGR 为 11.45%，核药市场展现勃勃生机。Vantage Market Research 预测，到 2030 年，放射性药物中的核医学诊断将占总销售额的 40% 以上。此外，根据沙利文数据，中国放射性显像诊断和治疗用药物市场规模已从 2017 年的 22 亿元增至 2021 年的 30 亿元，预计 2030 年市场规模将达到 260 亿元，同时 2025 年到 2030 年的复合年增长率将达 22.7%，整体来看海内外均呈现较为广阔的发展空间。

图20：预计到2033年全球核医学市场规模将超过314亿美元


数据来源：precedence research、开源证券研究所

3.1.2、创新器械：多元布局创新医疗器械，精准导入医疗场景

多元布局创新医疗器械，精准导入医疗场景。2023年起，公司在母公司投资孵化的高端医疗器械方面逐步迎来收获期，同心医疗的全磁悬浮人工心脏率先落地实现商业化，截至2023年底已在50多家医院开展植入手术，超过220例患者受益。此外，还有迈迪斯医疗的电磁定位穿刺引导设备、五维康的家用心电仪等高端医疗器械产品也将陆续进入商业化阶段；2024年7月公司与全球顶尖的放射外科手术机器人企业ZAP Surgical签署重磅战略合作协议，此次双方合作涵盖股权投资、ZAP核心产品ZAP-X火星舟放射外科手术机器人的规模化生产及商业化运营等内容，此前百洋集团曾在医用直线加速器领域深度布局，投资孵化了国内首台X波段4π智能机器人放疗系统，此次联手ZAP后将有望使公司在精准放疗领域形成国际竞争力。

表4：公司与多家医疗器械企业达成商业化合作协议

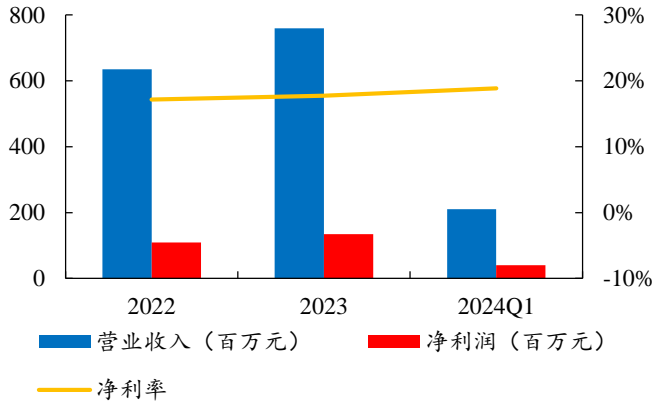
上市/合作时间	合作企业	代表性器械	治疗领域
2021年	同心医疗	全磁悬浮式人工心脏 CH-VAD	心脏移植
2023年（合作）	迈迪斯医疗	超声用电磁定位穿刺引导设备	实质脏器、血管、神经穿刺等介入手术
2024年	五维康	BAHEAL心飞碟家用心电仪	院外心电监测
2024年（合作）	ZAP Surgical	ZAP-X火星舟放射外科手术机器人	放射治疗

资料来源：公司官网、开源证券研究所

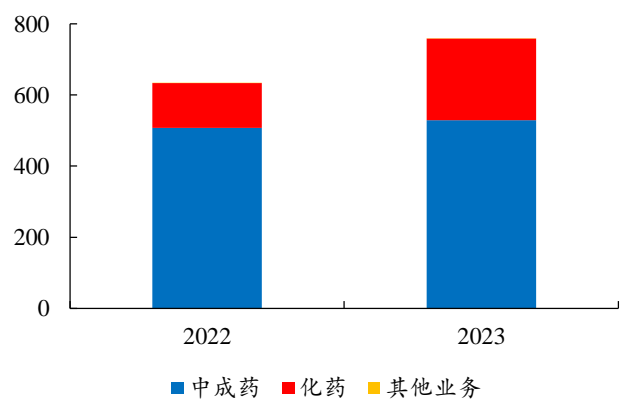
3.2、收购百洋制药，探索“医药工业生产+CSO”一体化发展机制

收购集团子公司，布局上游工业生产。百洋制药是集中成药、化学仿制药产品“研产销”能力为一体的医药企业，主要产品包括：子公司黄海制药用于治疗肝纤维化的中成药产品扶正化癥系列；青岛百洋用于治疗高血压的化药产品硝苯地平、用于治疗高血糖的化药产品二甲双胍等。据公司公告披露，2022-2023年百洋制药营业收入由6.35亿元增至7.60亿元，同比增长19.73%，净利率由17.2%提升至17.7%。此外，中成药为百洋制药的核心业务板块，2022-2023年营业收入占比均在65%以上，

同时化药板块伴随集采、国谈进行也呈现较快速增长。2024年5月20日，公司公告拟以约8.8亿元收购百洋制药、百洋投资、百洋伊仁和百洋康合的股权进而持有百洋制药共60.199%的股权，截至2024年7月12日，此项交易已完成交割。本次交易前，百洋集团控制百洋制药61.794%股权，直接或间接方式持有百洋制药共60.199%的股权，是百洋制药的控股股东；本次交易完成后，百洋医药成为百洋制药的控股股东。

图21：2022-2023年百洋制药营收利润稳步提高


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：2022-2023年中成药为百洋制药的主要营收来源


数据来源：公司公告、开源证券研究所

表5：百洋制药核心产品涉及中成药和化药产品

产品名称	适应症	是否纳入 医保目录	是否纳入 基药目录	是否中标 集采	生产企业
扶正化瘀系列	活血祛瘀，益精养肝。用于乙型肝炎肝纤维化属“瘀血阻络，肝胃不足”证者	是	是	否	黄海制药
盐酸度洛西汀肠溶胶囊	抑郁、广泛性焦虑障碍、慢性肌肉骨骼疼痛	是	否	是	百洋制药、礼来制药、恩华药业等
硝苯地平控释片	高血压、冠心病慢性稳定型心绞痛	是	否	是	百洋制药、亚宝药业、石药集团等
塞来昔布胶囊	适用于治疗骨关节炎、类风湿关节炎、强直性脊柱炎、急性疼痛、原发性痛经和口腔手术后疼痛	是	否	是	百洋制药、石药集团、扬子江药业等
盐酸二甲双胍缓释片(III)	用于治疗2型糖尿病	是	是	否	百洋制药、联亚药业、东瑞制药

资料来源：公司公告、PDB、Insight、开源证券研究所

上市及在研管线丰富，未来成长可期。据Insight统计，2021年以来百洋制药已申报并上市多款化学仿制药，伴随着陆续投产销售，有望为公司带来良好的业绩增量。与此同时，百洋制药积极布局新药研发，已有一款与中国医学科学院药物研究所合作开发的新型苯并硫代吡喃酮类抗耐药结核新药于2024年8月进行临床试验申请，未来有望实现“仿创结合”的发展思路，打开长期发展的天花板。

表6：2021年以来百洋制药布局多款化药仿制药管线，且开始拓展新药研发领域

药品名称	注册分类	任务类型	适应症	审批状态	进入/离开新报任务时间
NTB-3119M片	化药1类	IND	肺结核	-	2024-08-15
蛋白琥珀酸铁口服溶液	化药4类	ANDA	缺铁性贫血	-	2024-01-18
醋酸钙片	化药3类	ANDA	成人短期内因膳食中钙摄入不足时的补充	-	2024-07-23
碳酸镧咀嚼片	化药4类	ANDA	慢性肾病高磷血症	-	2023-10-30
硫酸氨基葡萄糖胶囊	化药4类	ANDA	原发性及继发性骨关节炎	已发药品批件通知	2023-05-08
艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊	化药3类	ANDA	胃食管反流性疾病等	已发药品批件通知	2022-12-08
铝碳酸镁咀嚼片	化药4类	ANDA	慢性胃炎等	已发药品批件通知	2022-09-21
艾司奥美拉唑镁肠溶干混悬剂	化药3类	ANDA	胃食管反流性疾病等	已发药品批件通知	2022-05-05
格列吡嗪控释片	化药4类	ANDA	轻、中度2型糖尿病患者	已发药品批件通知	2022-01-30
非布司他片	化药4类	ANDA	具有痛风症状的高尿酸血症的长期治疗	已发药品批件通知	2021-11-15

资料来源：Insight、药品通、中国医学科学院抗耐药结核创新药物研究重点实验室官网、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

随着公司 CSO 业务的稳步发展，母公司注入的创新药械产品商业化项目赋能，以及百洋制药丰富的仿创管线布局，有望促进公司进入新一轮科技驱动的发展阶段，带来经营业绩的向好提升，我们假设：

(1) 品牌运营业务：以迪巧、海露、泌特等品牌为主，基于公司优秀的品牌运营能力，我们预计 2024-2026 年公司品牌运营业务收入增速为 12.57%/17.27%/17.76%，毛利率分别为 44.91%/45.05%/45.14%。

(2) 批发配送业务：公司批发配送业务板块持续压缩，未来将聚焦核心区域，有望实现稳健发展。我们预计 2024-2026 年公司批发配送业务收入增速为 -10.00%/-5.00%/5.00%，毛利率分别为 10.00%/10.00%/10.00%。

(3) 零售业务：公司零售业务有望稳健发展，我们预计 2024-2026 年公司零售业务收入增速为 5.00%/5.00%/5.00%，毛利率分别为 8.00%/8.00%/8.00%。

表7：基于关键假设预计公司总营业收入增速保持稳健

百洋医药 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,564	7,858	8,607	9,777
yoy	0.7%	3.9%	9.5%	13.6%
毛利率 (%)	30.0%	31.9%	33.6%	34.5%
归属母公司股东的净利润	656	805	1,000	1,204
yoy	29.6%	22.7%	24.1%	20.5%
主营业务收入拆分				
1. 品牌运营业务				
收入	4399.79	4952.85	5808.33	6839.71
yoy	18.91%	12.57%	17.27%	17.76%
毛利率 (%)	43.17%	44.91%	45.05%	45.14%
业务收入比例 (%)	58.17%	63.03%	67.48%	69.96%
2. 批发配送业务				
收入	2774.13	2496.72	2371.88	2490.48
yoy	-19.23%	-10.00%	-5.00%	5.00%
毛利率 (%)	12.16%	10.00%	10.00%	10.00%
业务收入比例 (%)	36.68%	31.77%	27.56%	25.47%
3. 零售业务				
收入	360.02	378.03	396.93	416.77
yoy	0.09%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	-	8.00%	8.00%	8.00%
业务收入比例 (%)	4.76%	4.81%	4.61%	4.26%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.05/10.00/12.04 亿元，同比增长 22.7%/24.1%/20.5%，EPS 为 1.53/1.90/2.29 元/股，当前股价对应 PE 为 15.4/12.4/10.3 倍。基于公司医药流通及 CSO 等业务属性，选取九州通、国药股份和上海医药作为可比公司。与可比公司的平均估值相比，百洋医药估值略高于可比公司，我们认为公司未来 CSO 和制药板块成长空间大，同时有助于协同批发、零售业务齐发展，因此百洋医药相对可比公司的估值溢价存在合理性，首次覆盖给予“买入”评级。

表8：对比可比公司，公司估值溢价存在合理性

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS（元）			PE(倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600998.SH	九州通	5.15	0.48	0.55	0.63	10.7	9.4	8.2
600511.SH	国药股份	31.00	3.13	3.46	3.83	9.9	9.0	8.1
601607.SH	上海医药	19.94	1.41	1.57	1.76	14.1	12.7	11.3
	平均值		1.67	1.86	2.07	11.6	10.3	9.2
301015.SZ	百洋医药	23.62	1.53	1.90	2.29	15.4	12.4	10.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024.9.26，百洋医药、九州通为开源证券研究所预测数据，其他使用 Wind 一致预期预测数据）

5、风险提示

市场竞争加剧：公司处于医药流通行业，可能会面临市场上较多流通企业的竞争，可能面临市场竞争加剧的风险。

产品销售不及预期：公司重点 CSO 业务品牌如迪巧、海露、泌特等面临销售不及预期的风险。

百洋制药业绩不及预期：公司收购的百洋制药业务涵盖中成药和化药，若销售承压则会造成业绩不及预期的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4258	4454	4847	5364	6162
现金	1048	1180	1435	1515	1824
应收票据及应收账款	2128	2247	2297	2681	2974
其他应收款	44	34	47	41	60
预付账款	247	167	263	208	327
存货	650	685	664	777	836
其他流动资产	141	141	141	141	141
非流动资产	772	845	920	1003	1108
长期投资	182	238	311	384	458
固定资产	178	213	223	241	267
无形资产	57	105	107	111	116
其他非流动资产	356	289	279	267	268
资产总计	5030	5299	5767	6366	7271
流动负债	2604	1819	2039	2091	2313
短期借款	1165	462	462	462	462
应付票据及应付账款	990	909	1010	1041	1255
其他流动负债	448	448	567	588	596
非流动负债	147	837	693	551	417
长期借款	0	726	582	439	305
其他非流动负债	147	111	111	111	111
负债合计	2751	2656	2732	2642	2730
少数股东权益	-22	-26	-38	-60	-89
股本	525	526	526	526	526
资本公积	412	422	422	422	422
留存收益	1363	1620	1970	2267	2662
归属母公司股东权益	2302	2668	3073	3785	4629
负债和股东权益	5030	5299	5767	6366	7271

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	306	610	814	655	955
净利润	490	640	793	977	1176
折旧摊销	30	35	48	55	48
财务费用	48	56	29	20	14
投资损失	-2	-43	-13	-16	-18
营运资金变动	-309	-133	-60	-403	-290
其他经营现金流	48	55	17	21	25
投资活动现金流	-117	-160	-110	-126	-140
资本支出	105	129	50	65	80
长期投资	-18	-56	-72	-74	-74
其他投资现金流	6	26	12	13	13
筹资活动现金流	-544	-254	-449	-450	-505
短期借款	-24	-703	0	0	0
长期借款	0	726	-145	-142	-134
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	-7	10	0	0	0
其他筹资现金流	-513	-287	-304	-307	-371
现金净增加额	-349	197	255	80	310

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7510	7564	7858	8607	9777
营业成本	5425	5297	5350	5719	6404
营业税金及附加	37	38	38	41	48
营业费用	1122	1062	1139	1248	1427
管理费用	197	238	228	250	284
研发费用	3	11	0	0	0
财务费用	48	56	29	20	14
资产减值损失	-1	2	0	0	0
其他收益	20	21	11	13	16
公允价值变动收益	-11	1	-0	-1	-3
投资净收益	2	43	13	16	18
资产处置收益	1	-7	-1	-2	-2
营业利润	674	888	1080	1337	1609
营业外收入	1	2	7	6	4
营业外支出	7	17	11	11	11
利润总额	669	874	1077	1332	1602
所得税	179	234	284	354	426
净利润	490	640	793	977	1176
少数股东损益	-17	-16	-12	-22	-29
归属母公司净利润	507	656	805	1000	1204
EBITDA	738	949	1137	1389	1642
EPS(元)	0.96	1.25	1.53	1.90	2.29

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	6.5	0.7	3.9	9.5	13.6
营业利润(%)	20.1	31.7	21.7	23.7	20.4
归属于母公司净利润(%)	20.1	29.6	22.7	24.1	20.5
获利能力					
毛利率(%)	27.8	30.0	31.9	33.6	34.5
净利率(%)	6.7	8.7	10.2	11.6	12.3
ROE(%)	21.5	24.2	26.1	26.2	25.9
ROIC(%)	14.8	17.3	18.8	20.3	21.1
偿债能力					
资产负债率(%)	54.7	50.1	47.4	41.5	37.5
净负债比率(%)	6.3	1.0	-8.1	-12.5	-20.0
流动比率	1.6	2.4	2.4	2.6	2.7
速动比率	1.3	2.0	1.9	2.1	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	3.9	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	8.9	8.6	8.6	8.6	8.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.25	1.53	1.90	2.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	1.16	1.55	1.25	1.82
每股净资产(最新摊薄)	4.38	4.89	5.66	7.01	8.62
估值比率					
P/E	24.5	18.9	15.4	12.4	10.3
P/B	5.4	4.8	4.2	3.4	2.7
EV/EBITDA	17.0	13.1	10.6	8.5	6.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn