



Research and
Development Center

品牌运营 “内生增长+外延扩张” 双驱动，公司有望业绩&估值双提升
——百洋医药(301015)公司首次覆盖报告

2024年11月04日

唐爱金 医药行业首席分析师
S1500523080002
tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师
S1500524030003
zhangzhongtao@cindasc.com

证券研究报告

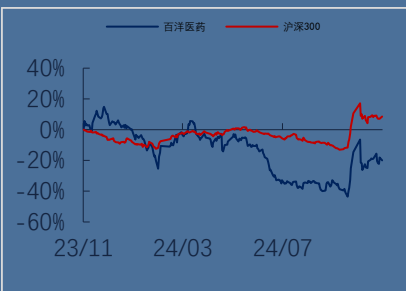
公司研究

公司首次覆盖报告

百洋医药 (301015)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	28.01
52 周内股价波动区间 (元)	40.23-19.77
最近一月涨跌幅 (%)	-21.98
总股本 (亿股)	5.26
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	147.22

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编：100031

品牌运营“内生增长+外延扩张”双驱动，公司有望业绩&估值双提升

2024 年 11 月 04 日

报告内容摘要：

◆**核心逻辑：**公司深耕品牌运营业务，现已打造迪巧系列钙片、海露滴眼液、泌特等拳头产品，2018-2023 年间公司品牌运营业务收入 CAGR 约为 21%。2024 年 7 月公司收购百洋制药 60.2% 股权，公司预计 2023-2026 年百洋制药营收 CAGR 约 21%，而其净利润 CAGR 约为 18%，我们认为未来存量品种（诸如迪巧、海露、纽特舒玛等）仍存在增长空间，同时新并入的百洋制药可提供更多产品矩阵，叠加公司后续持续推动新品引入，后续业绩仍有望保持较快增长。此外，自公司上市以来公司 PE-TTM 均值约 28 倍，我们认为当前估值仍存在提升空间。

◆**品牌运营业务“内生增长+外延扩张”双线突破：**①2018-2023 年间公司品牌运营业务收入 CAGR 约为 21%，2023 年公司品牌运营业务的收入占比约为 58%，品牌运营业务是公司的基本盘。我们认为，随着公司“内生增长+外延扩张”双线突破，公司后续品牌运营业务仍有望维持较快增长。②**在 OTC 业务方面**，公司 OTC 拳头产品主要为迪巧（2023 年迪巧收入为 18.97 亿元，同比+17%）、海露（2023 年海露收入为 6.4 亿元，同比+50%）。我们认为，迪巧系列后续增长动力一方面来自于品规扩张（诸如推出诸多小黄条液体钙新品规）&线上渠道，另一方面来自于院内市场（抢占竞争对手份额）。海露系列产品目前仍处于放量增长阶段，未来规模有望成为下一个大单品。③**在 OTX 业务方面**，公司主要品种包括泌特、安斯泰来系列以及百洋制药多个产品（诸如扶正化療、硝苯地平控释片、塞来昔布胶囊等）。2022 年泌特系列收入为 3.29 亿元，2022 年安斯泰来系列收入为 4.14 亿元。2024 年 7 月公司并入百洋制药（2023 年百洋制药收入为 7.6 亿元），获得扶正化療、硝苯地平控释片、塞来昔布胶囊等多个处方药品种，其中 2023 年扶正化療 4.92 亿元，公司预计 2023-2026 年间百洋制药收入 CAGR 约为 21%。④**布局创新药&创新器械积蓄后续增长潜力**，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）99mTc-3PRGD2 是我国核医学领域首个自主研发的 1 类创新药，目前 CDE 已受理并纳入优先审评品种名单，即将进入商业化阶段。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，迈迪斯的电磁定位穿刺引导设备等高端医疗器械产品也陆续进入商业化阶段。

◆**批发业务收缩节奏或将放缓，零售业务以 DTP 药房为主：**①在批发配送业务中，公司目前主要覆盖青岛及周边地区医院、社区诊所及药店等。2023 年医药批发业务收入为 27.74 亿元（同比-19%），2024H1 医药批发收入为 11.07 亿元（同比-21%）。我们认为，后续公司医药批发业务的规模收缩将逐步放缓，公司或将注重于提升医药批发业务的经营质量，诸如降低应收账款账期等。②零售业务主要由百洋健康药房运营，百洋健康药房成立于 2006 年，位于山东省青岛市，是以医保双通道为特色的 DTP 和慢病专业药房。从收入上看，2018-2023 年间公司医药零售收入 CAGR 约 12%，2022 年零售收入规模有所下降，2023 年基本持平。我们认为，公司后续的零售业务预计将维持现状，同时由于门店数量较少，盈利能力提升空间较为有限。

◆**盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 83.31 亿元、94.02 亿元、106.95 亿元，同比增速分别为 10%、13%、14%，实现归母净利润分别为 8.5 亿元、10.57 亿元、13.09 亿元，同比分别增长 30%、24%、24%，对应当前股价 PE 分别为 17 倍、14 倍、11 倍。首次覆盖，给予公司“买入”投资评级。

◆**风险因素：**市场竞争加剧风险，代理产品合作终止风险，药品质量风险，产品引入进展不及预期，单品种依赖风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	7,510	7,564	8,331	9,402	10,695
增长率 YoY %	6.5%	0.7%	10.1%	12.9%	13.8%
归属母公司净利润(百万元)	507	656	850	1,057	1,309
增长率 YoY%	20.1%	29.6%	29.5%	24.4%	23.8%
毛利率%	27.8%	30.0%	32.3%	33.7%	35.0%
净资产收益率 ROE%	22.0%	24.6%	33.0%	35.4%	37.4%
EPS(摊薄)(元)	0.96	1.25	1.62	2.01	2.49
市盈率 P/E(倍)	29.06	22.43	17.32	13.93	11.25
市净率 P/B(倍)	6.40	5.52	5.72	4.93	4.21

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 11 月 04 日收盘价

投资聚焦

1. 品牌运营业务“内生增长+外延扩张”双线突破，百洋制药并入或将焕发新驱动力

2018-2023 年间公司品牌运营业务收入 CAGR 约为 21%，2023 年公司品牌运营业务的收入占比约为 58%，品牌运营业务是公司的基本盘。品牌运营业务主要系提供消费者教育、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，公司品牌运营的产品矩阵涵盖 OTC 及大健康、OTX 等处方药、肿瘤等重症药、高端医疗器械。**在 OTC 业务方面**，公司 OTC 拳头产品主要为迪巧、海露。我们认为，迪巧系列后续增长动力一方面来自于品规扩张（诸如推出诸多小黄条液体钙新品规）&线上渠道，另一方面来自于院内市场（抢占竞争对手份额）。海露系列产品目前仍处于放量增长阶段，未来规模有望超 10 亿。**在 OTX 业务方面**，公司主要品种包括泌特、安斯泰来系列以及百洋制药多个产品（诸如扶正化癆、硝苯地平控释片、塞来昔布胶囊等）。2024 年 7 月公司并入百洋制药（2023 年百洋制药收入为 7.6 亿元），获得扶正化癆、硝苯地平控释片、塞来昔布胶囊等多个处方药品种，其中 2023 年扶正化癆 4.92 亿元，公司预计 2023-2026 年间百洋制药收入 CAGR 约为 21%。

2. 批发业务收缩节奏或将放缓，零售业务以 DTP 药房为主

在批发配送业务中，公司目前主要覆盖青岛、北京及周边地区医院、社区诊所及药店等。2023 年医药批发业务收入为 27.74 亿元（同比-19%），2024H1 医药批发收入为 11.07 亿元（同比-21%）。我们认为，后续公司医药批发业务的规模收缩将逐步放缓，公司或将注重于提升医药批发业务的经营质量，诸如降低应收账款账期等。零售业务主要由百洋健康药房运营，百洋健康药房成立于 2006 年，位于山东省青岛市，是以医保双通道为特色的 DTP 和慢病专业药房。从收入上看，2018-2023 年间公司医药零售收入 CAGR 约 12%，2022 年零售收入规模有所下降，2023 年基本持平。我们认为，公司后续的零售业务预计将维持现状，同时由于门店数量较少，盈利能力提升空间较为有限。

一、公司致力打造品牌高速公路，“内生+外延”并驾齐驱	5
1.1 公司深耕品牌运营多年，致力于打造品牌高速公路.....	5
1.2 公司实控人为付刚先生，公司业务板块明晰.....	5
1.3 得益于品牌运营业务的快速增长，近5年营收CAGR达16%，而扣非归母净利润CAGR达22%.....	6
二、品牌运营业务系公司基本盘，百洋制药并入或将焕发新驱动力	8
2.1 OTC品牌：迪巧系列钙片+海露滴眼液为OTC核心拳头产品.....	9
2.2 OTX品牌：百洋制药并入或将驱动OTX业务快速增长.....	10
2.3 创新药+高端器械双向布局，积蓄后续创新增长潜力.....	12
2.4 品牌运营“高速公路”较为成熟，存量品种仍有提升空间，增量品种有望贡献第二增长动力.....	12
三、批发业务收缩节奏或将放缓，零售业务以DTP药房为主	14
3.1 批发业务聚焦青岛地区，我们预计该业务后续收缩节奏将放缓.....	14
3.2 零售业务以DTP药房为主，我们预计后续该业务将平稳增长.....	14
四、业务拆分&估值	15
4.1 业务拆分.....	15
4.2 估值.....	16
五、风险因素	17

表目录

表1: 百洋制药部分品种销售额变动趋势.....	11
表2: 公司对百洋制药主要业绩指标预测情况.....	11
表3: 百洋医药业务拆分.....	15
表4: 可比公司估值.....	16

图目录

图1: 百洋医药股权结构及核心子公司分布（截至2024Q3）.....	5
图2: 近年公司营收变动趋势.....	6
图3: 近年公司营收结构变动.....	6
图4: 近年公司扣非归母净利润变动趋势.....	6
图5: 近年公司归母净利润变动趋势.....	6
图6: 近年公司盈利能力变动.....	7
图7: 近年公司费用率变动趋势.....	7
图8: 百洋医药品牌运营业务产品矩阵.....	8
图9: 百洋医药品牌运营合作伙伴.....	8
图10: 近年公司品牌运营收入变动.....	9
图11: 近年公司品牌运营毛利率变动.....	9
图12: 近年公司迪巧系列产品收入变动.....	10
图13: 近年公司海露滴眼液收入变动.....	10
图14: 近年泌特收入变动趋势.....	10
图15: 近年扶正化瘀收入变动趋势.....	10
图16: 百洋医药品牌运营业务运营模式.....	12
图17: 近年批发业务收入变动.....	14
图18: 近年批发业务毛利率变动.....	14
图19: 近年零售业务收入变动.....	14
图20: 近年零售业务毛利率变动.....	14
图21: 百洋医药自上市以来市盈率估值走势.....	16

一、公司致力打造品牌高速公路，“内生+外延”并驾齐驱

1.1 公司深耕品牌运营多年，致力于打造品牌高速公路

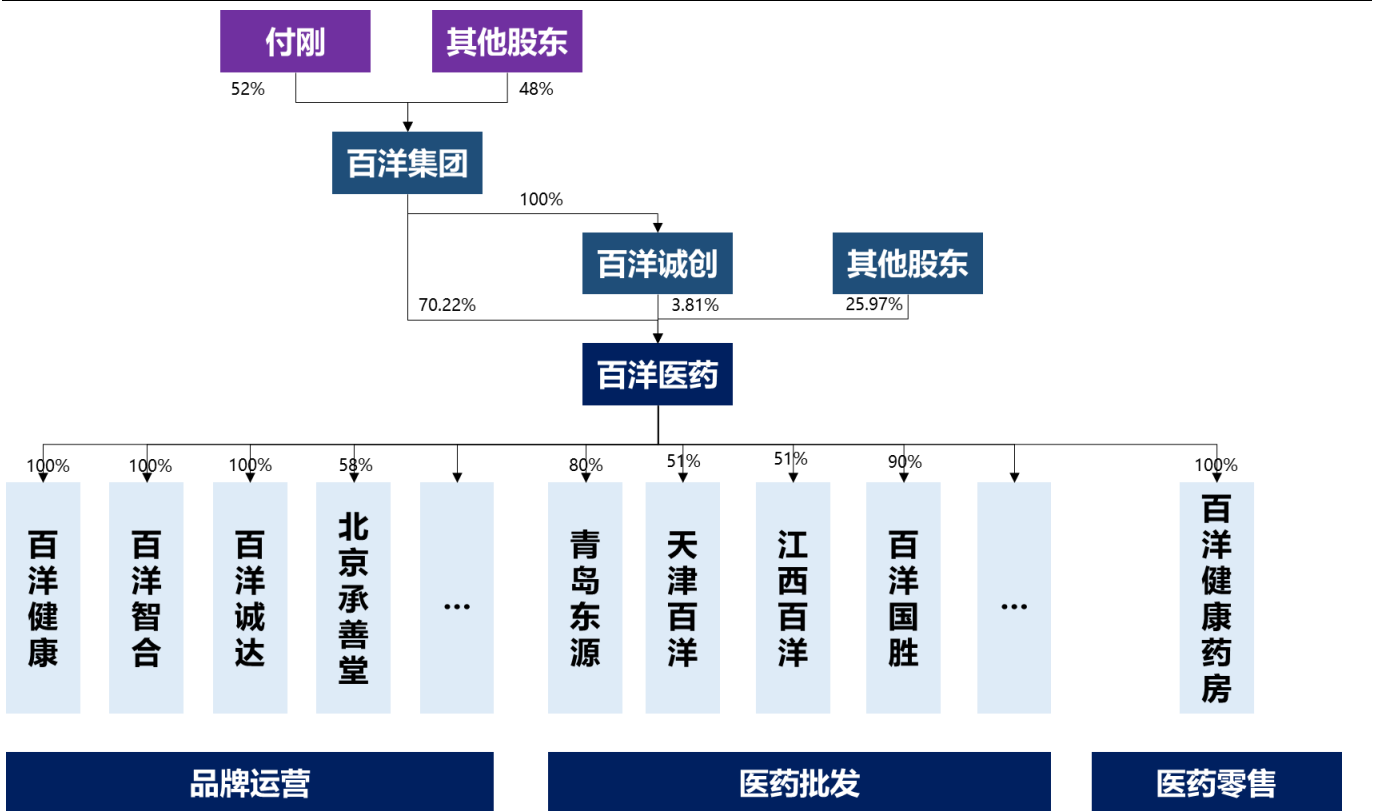
百洋医药成立于 2005 年，公司主营业务涵盖品牌运营、批发配送及零售三个板块，其中品牌运营是公司的核心业务。受益于带量采购持续推进、新药审批加快等医疗政策改革的影响，公司核心品牌运营业务维持高景气。2023 年品牌运营业务的收入占比为 58.17%，毛利额占比超过 80%，品牌运营业务系公司的主要收入利润来源。百洋医药依托成熟、专业的商业化能力和覆盖全国的营销网络，目前百洋医药营销网络覆盖大中型医院 1.4 万余家、药店 40 万家。公司现已在骨健康、肝病、代谢性疾病等治疗领域孵化出多个品类领导品牌，并形成涵盖 OTC 及大健康、OTX 等处方药、肿瘤等重症药以及高端医疗器械的丰富产品矩阵，以满足全社会多样化的健康需求。

1.2 公司实控人为付刚先生，公司业务板块明晰

从股东结构上看，公司的控股股东为百洋医药集团（持股比例为 70.22%），公司的实控人为付刚先生。付刚先生毕业于北京医科大学临床医学系，曾任北京铁路总医院医生、丽珠集团营销副总裁等职，其于 2005 年创建百洋医药。

从子公司布局上看：①品牌运营业务，此业务主要由母公司、百洋健康产业国际、北京百洋智合等运营。②批发业务，此业务主要由山东百洋、天津百洋、江西百洋、百洋国胜等子公司运营。③零售业务，此业务主要由百洋健康药房运营。

图1：百洋医药股权结构及核心子公司分布（截至 2024Q3）



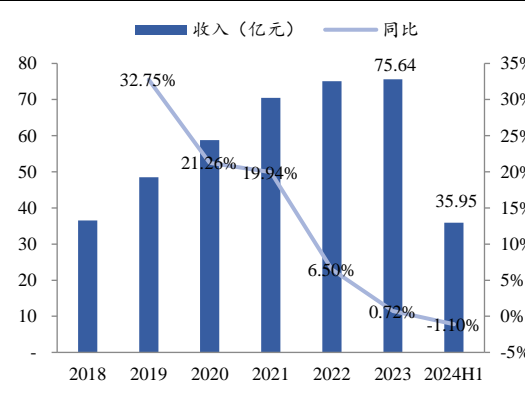
资料来源：ifind，信达证券研发中心

1.3 得益于品牌运营业务的快速增长，近5年营收CAGR达16%，而扣非归母净利润CAGR达22%

从营收的维度上看，2018-2023年间公司营收复合增速约16%。自2022年起公司逐步缩减医药批发业务的规模，因而收入增速方面有所放缓，2023年公司营收达75.64亿元（同比+0.72%）。2024H1公司营收为35.95亿元（同比-1.1%），2024H1收入有所下滑一方面系批发业务收缩，另一方面系公司部分品牌产品终止合作而产生冲击。

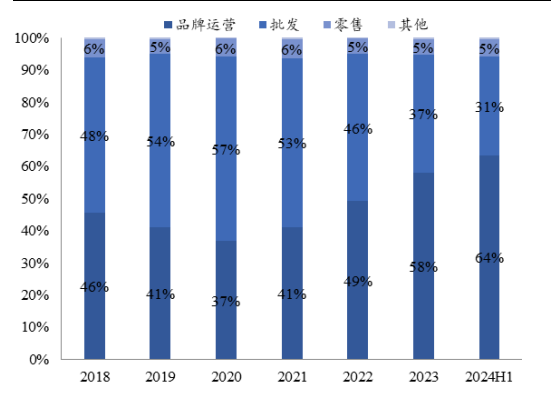
在收入构成方面，2024H1品牌运营业务的收入占比达64%，而批发业务占比达31%，零售业务收入占比约为5%。从结构变动趋势上看，自2022年起品牌运营业务占比提升明显，一方面系品牌运营业务的营收增速快于其他业务（2018-2023年间品牌运营业务营收增速为21%），另一方面系公司主动收缩医药批发业务。

图2: 近年公司营收变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

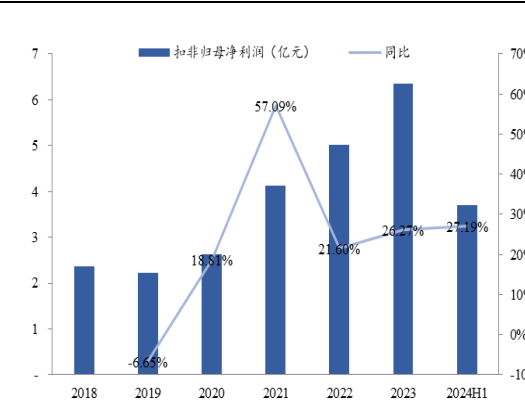
图3: 近年公司营收结构变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

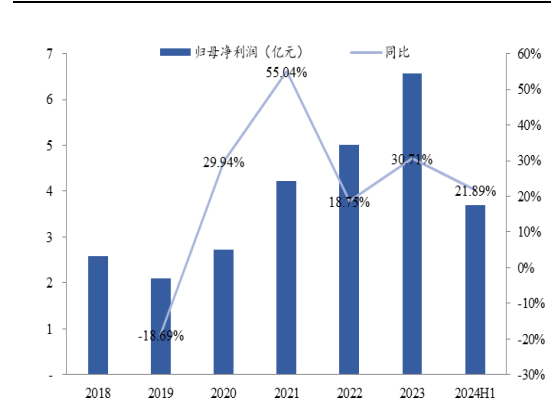
从利润维度上看，2018-2023年间公司扣非归母净利润复合增速约为22%，期间公司归母净利润复合增速约为21%。2024H1年公司扣非归母利润为3.71亿元（同比+27%），归母净利润为3.69亿元（同比+22%）。

图4: 近年公司扣非归母净利润变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

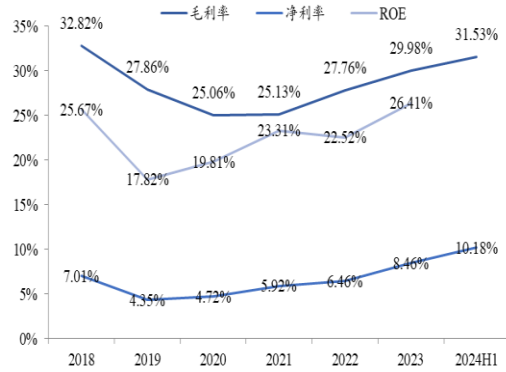
图5: 近年公司归母净利润变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

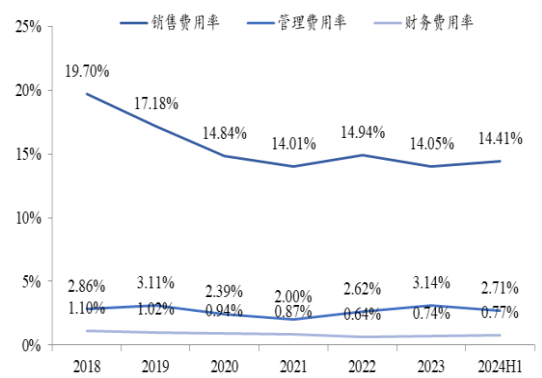
从盈利能力上看，近 3 年来公司的毛利率和净利率均呈现出提升趋势，一方面系公司品牌运营业务增速较快，另一方面系公司主动收缩低毛利率、低净利率的医药批发业务，从而间接推动高毛利率和高净利率的品牌运营业务营收占比提升，最终提升整体的毛利率和净利率。2024H1 公司综合毛利率达 31.53%，而净利率达 10.18%，同时 2023 年公司的 ROE 达 26.41%。在期间费用率方面，2021-2023 年间公司销售费用率维持在 14-15%之间，而管理费用率则在 2-3.5%间波动，财务费用率则维持在 0.6-0.9%。

图6: 近年公司盈利能力变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图7: 近年公司费用率变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、品牌运营业务系公司基本盘，百洋制药并入或将焕发新驱动力

品牌运营业务主要系提供消费者教育、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，公司品牌运营的产品矩阵涵盖 OTC 及大健康、OTX 等处方药、肿瘤等重症药、高端医疗器械。在 OTC 及大健康方面，核心代表产品包括迪巧系列、纽特舒玛、海露及仙人掌、艾斯诺娜等功效型护肤品。在 OTX 等处方药方面，核心代表产品包括泌特、扶正化痰、奈达、奈特。在肿瘤等重症药方面，核心代表产品包括特罗凯等。在高端医疗器械方面，包括同心医疗、迈迪斯等产品。

图8: 百洋医药品牌运营业务产品矩阵



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

从品牌矩阵上看，目前公司与阿斯利康、安斯泰来、雅培等国际药企保持紧密合作，同时公司与国内的 Biotech 及传统药企均保持紧密合作。

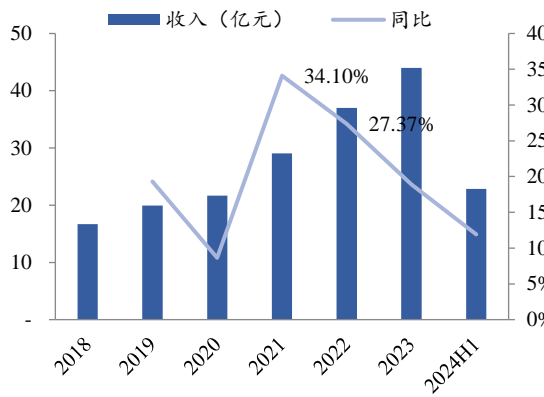
图9: 百洋医药品牌运营合作伙伴



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

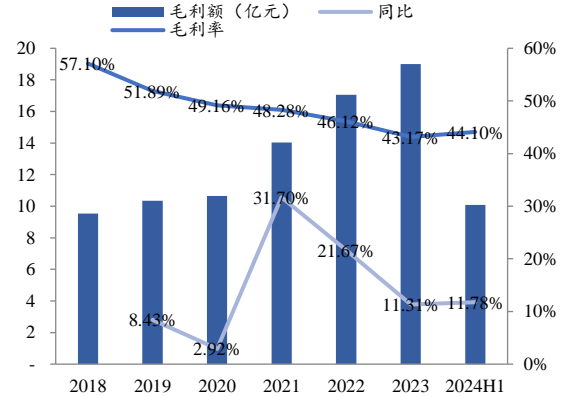
从收入上看，2018-2023 年间公司品牌运营业务的收入 CAGR 约达 21%，2023 年公司品牌运营收入达 44 亿元。2024H1 公司品牌运营收入为 22.84 亿元（同比+12%），其中单 Q2 实现营业收入 13.64 亿元（同比+21%），环比 Q1 增长 48.41%。从毛利率上看，近年来公司品牌运营业务毛利率均维持在 43% 以上，自 2018 年以来品牌运营业务毛利率呈现出走低趋势，主要系公司品牌矩阵不断扩充，引进成熟品种的毛利率不及原有品种（诸如迪巧系列）的毛利率，但公司品牌运营业务仍维持相对较高毛利率水平。

图10: 近年公司品牌运营收入变动



资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

图11: 近年公司品牌运营毛利率变动



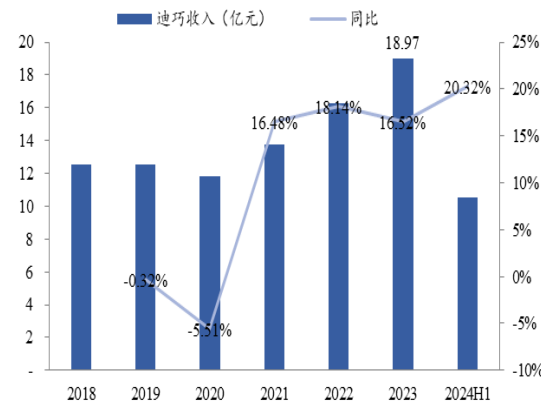
资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

2.1 OTC 品牌：迪巧系列钙片+海露滴眼液为 OTC 核心拳头产品

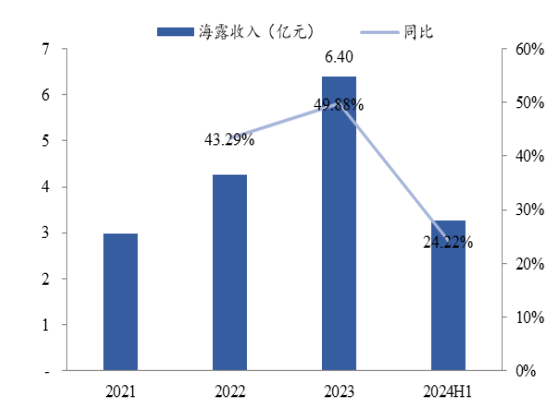
在 OTC 领域，公司运营的核心品种包括迪巧系列、海露系列、纽特舒玛等，其中 2023 年迪巧系列产品收入达 18.97 亿元（同比+17%），海露收入达 6.4 亿元（同比+50%），纽特舒玛收入为 0.83 亿元。

迪巧系列：①2018-2023 年间迪巧系列产品收入 CAGR 约为 9%，2021 年公司在深交所上市，对应的公司业绩开始发力，2021-2023 年间迪巧系列收入 CAGR 约为 17%。②迪巧是进口钙领先品牌，其由美国安士制药有限公司生产，目前迪巧主要产品有小儿碳酸钙 D3 钙颗粒、儿童维 D 钙咀嚼片、维 D 钙咀嚼片等。20 年来迪巧采用全球优质钙源，针对不同人群特点和补钙需求，人群覆盖婴幼儿、孕妇、成人等。③从增长驱动力上看，公司持续扩大迪巧品规，近年来推出小黄条液体钙新品规，包括钙锌小黄条、钙 DK 保健品、维生素 D 小黄条等多个品规。此外，当前迪巧主要聚焦于院外市场，后续院内市场或存在开拓空间；同时，近年公司逐步聚焦线上销售市场以进一步开拓市场，后续线上市场或将贡献新增量。

海露滴眼液：①2021-2023 年间海露滴眼液收入 CAGR 约为 47%，2024H1 海露滴眼液收入达 3.27 亿元（同比+24%）。②海露是德国原装进口的多剂量不含防腐剂的人工泪液，采用了独特的 COMOD® 系统包装，该包装拥有德国、欧盟、美国等多项专利，其主要适应症为干眼症。海露自 1999 年问世以来，先后获得多国药品注册证，已在全球 70 多个国家畅销。③从增长驱动力上看，公司在精准覆盖“干眼症”市场的同时，积极推动“温和护眼、常滴海露”的品牌宣传，通过药店店员、商业公司等多个渠道，推动产品覆盖更多“长期用眼，眼睛不适”人群，通过组织科普讲座等形式，突出海露“大分子、不含防腐剂、专利装置”的产品优势。结合上游品牌商在电梯媒体、电视广告、网络广告、户外广告的宣传，公司积极拓展线下药店的覆盖，保持了海露在零售滴眼液市场的领导者地位。

图12: 近年公司迪巧系列产品收入变动


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图13: 近年公司海露滴眼液收入变动


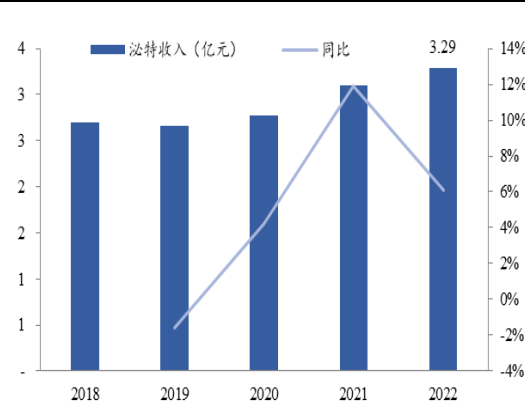
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.2 OTX 品牌: 百洋制药并入或将驱动 OTX 业务快速增长

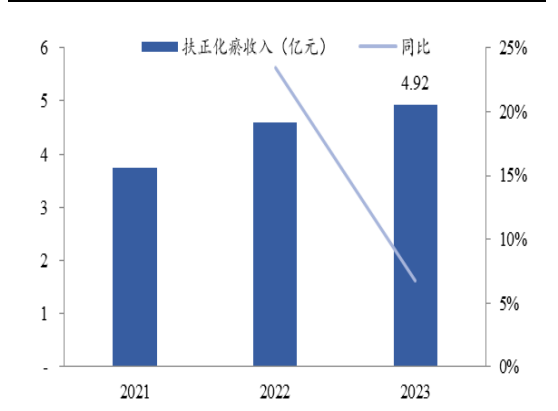
在 OTX 方面, 公司主要运营品种包括泌特系列、安斯泰来系列等产品, 2024 年 7 月公司以 8.8 亿元交易总价收购百洋制药 60.199% 股权。百洋制药主要产品系扶正化瘀系列、塞来昔布胶囊、硝苯地平控释片、盐酸度洛西汀肠溶胶囊、盐酸二甲双胍缓释片, 其中扶正化瘀系列产品为百洋制药拳头产品。

泌特(复方阿嗝米特肠溶片): ①泌特品牌为公司经营多年的治疗消化不良的产品。利用百洋品牌管理模型, 泌特持续引领“化学性消化不良”治疗药物品类, 连续多年在医院消化不良品类中处于领导品牌地位; 公司 2022 年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。在零售渠道通过专业化处方药的推广, 泌特在零售药店实现稳定增长。此外公司还利用数字化传播手段通过线上直播、科普视频、公众号内容传递的方式教育消费者 4 万人次。②2018-2022 年间泌特系列产品收入 CAGR 为 5%, 2022 年公司泌特系列的收入为 3.29 亿元。我们认为, 随着公司泌特系列产品的续签, 后续该系列产品有望维持稳健增长。

扶正化瘀系列: ①扶正化瘀产品系以丹参、桃仁、虫草菌丝、松花粉、绞股蓝、五味子等六味中药组成, 具有扶正益气、活血化瘀的作用。经临床验证, 扶正化瘀可减轻肝细胞损伤、抗肝细胞脂质过氧化损伤, 减轻肝细胞死亡; 抑制星状细胞活化; 减轻肝窦毛细血管化, 重塑肝脏基质结构, 作用于肝纤维化病理过程的十个环节, 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。目前, 在临床常用的抗肝纤维化的药物中, 扶正化瘀市场份额处于行业领先地位。②2021-2023 年扶正化瘀系列收入 CAGR 约 15%, 2023 年扶正化瘀收入为 4.92 亿元 (同比+7%)。

图14: 近年泌特收入变动趋势


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图15: 近年扶正化瘀收入变动趋势


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

除扶正化瘀外，百洋制药还拥有硝苯地平控释片、塞来昔布胶囊、盐酸度洛西汀肠溶胶囊、盐酸二甲双胍缓释片等产品。硝苯地平控释片用于治疗各种类型高血压，2023 年该品种收入达 1.13 亿元，2021-2023 年间该品种收入 CAGR 达 285%。塞来昔布胶囊系抗炎药，其主要用于治疗骨关节炎、类风湿关节炎及强直性脊柱炎，2023 年该品种收入达 0.47 亿元，2021-2023 年间该品种收入 CAGR 达 27%。盐酸度洛西汀肠溶胶囊用于治疗抑郁症、广泛性焦虑和慢性肌肉骨骼疼痛，2023 年该品种收入 0.24 亿元，2021-2023 年该品种收入 CAGR 为 38%。盐酸二甲双胍缓释片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，2023 年该品种收入 0.31 亿元，2021-2023 年间该品种收入 CAGR 为 142%。

表1: 百洋制药部分品种销售额变动趋势

项目 (亿元)	2021	2022	2023	2024Q1
硝苯地平控释片	0.08	0.46	1.13	0.41
同比		508%	144%	
毛利率	40.99%	45.02%	33.41%	38.99%
塞来昔布胶囊	0.29	0.46	0.47	0.14
同比		60%	1%	
毛利率	14.89%	41.66%	50.28%	58.05%
盐酸度洛西汀肠溶胶囊	0.12	0.19	0.24	0.07
同比		57%	22%	
毛利率	19.94%	41.22%	52.01%	58.27%
盐酸二甲双胍缓释片	0.05	0.02	0.31	0.10
同比		-57%	1268%	
毛利率	57.01%	42.49%	57.80%	65.67%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

关于百洋制药的并购，交易对方百洋集团（公司控股股东）已承诺百洋制药 2024 年度、2025 年度和 2026 年度分别实现的经审计的扣除非经常性损益后归属母公司股东的净利润（“承诺净利润”）不低于 14,429 万元、17,226 万元、21,548 万元。

若百洋制药发生以下情形之一的，百洋医药集团应当对甲方进行补偿：（1）百洋制药 2024 年度的实际净利润未达到当年度承诺净利润的 80%。（2）百洋制药业绩承诺期内 2025 年度与 2024 年度的实际净利润合计数未达到该两个年度承诺净利润合计数的 80%。（3）百洋制药 2026 年度、2025 年度与 2024 年度的实际净利润合计数未达到该三个年度承诺净利润合计数的 100%。

具体补偿数额为：百洋医药集团应补偿金额数=（截至当期期末百洋制药在业绩承诺期间的累计承诺净利润数—截至当期期末百洋制药在业绩承诺期间的累计实现净利润数）÷百洋制药在业绩承诺期间的累计承诺净利润数的总和×本次收购价款总额-百洋医药集团累计已补偿现金数。

表2: 公司对百洋制药主要业绩指标预测情况

项目 (亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6.35	7.60	9.28	11.59	13.58
同比		19.73%	22.13%	24.91%	17.12%
营业成本	2.08	2.77	3.48	4.43	5.09
毛利率	67.24%	63.50%	62.48%	61.79%	62.47%
期间费用率	48.01%	43.88%	44.05%	43.64%	43.05%
净利润	1.09	1.35	1.48	1.77	2.22
同比		23.74%	9.80%	19.79%	50.08%
净利率	17.17%	17.74%	15.95%	15.30%	16.36%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.3 创新药+高端器械双向布局，积蓄后续创新增长潜力

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，同时通过股权合作等方式入股国内前沿 First in Class 创新药械开发，待合作产品获批上市后公司将优先取得商业化权益，逐步建立起自身的创新孵化平台。

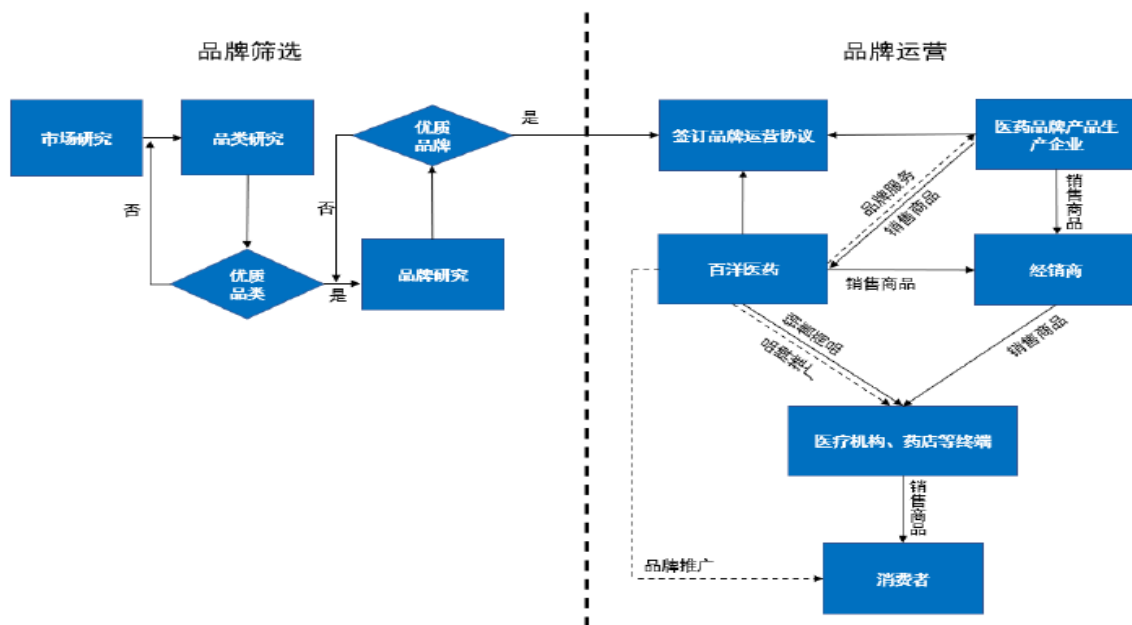
在创新药方面，百洋集团助力广东瑞迪奥科技有限公司自主研发的放射性核素偶联药物（RDC）^{99m}Tc-3PRGD2 是我国核医学领域首个自主研发的 1 类创新药，目前 CDE 已受理并纳入优先审评品种名单，即将上市进入商业化阶段，未来有望成为公司在创新药领域的重磅产品。

在高端器械方面，高端医疗器械是百洋重点关注并发展的价值赛道之一，除超声用电磁导航设备外，百洋在全磁悬浮人工心脏、医用电子直线加速器、核医学 SPECT/CT 等领域均取得了积极进展。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，苏州同心医疗科技股份有限公司的全磁悬浮人工心脏率先落地实现商业化，北京迈迪斯医疗技术有限公司的电磁定位穿刺引导设备、北京五维康科技有限公司的家用心电仪等高端医疗器械产品也陆续进入商业化阶段。

2.4 品牌运营“高速公路”较为成熟，存量品种仍有提升空间，增量品种有望贡献第二增长动力

品牌筛选：公司首先基于自身资源及各类信息渠道，对国内外特定业务领域的品牌和产品开展大范围筛选。公司市场研究团队每年会筛选多个品牌或产品，筛选标准主要包括：品牌属于品类分化过程中的上升类别，即品牌产品属于同一产品类型中有发展潜力的类别，如迪巧品牌所属的母婴钙片，是补钙产品中的上升类别；产品具有较好的竞争格局或竞争特色；产品符合公司战略布局，其品牌能融入并丰富公司的品牌矩阵；产品与公司已有产品可形成互补，或针对同一大类疾病、用户，使得公司的推广和营销更具规模效应。

图16：百洋医药品牌运营业务运营模式



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司获取品牌商资源的主要途径：①“带量采购”政策激发了零售渠道的品牌运营需求。②公司在零售市场具有成熟的品牌运营模式。为解决零售渠道推广处方药所面临的困难，公司深入探索处方药在零售渠道的品牌运营模式：一方面，通过全国范围内的专业推广团队，公司可以根据药品特点，为零售药店提供专业的药事培训，促使零售药店了解产品，激发零售药店的采购需求；另一方面，为解决零售药店在采购过程面临的不利局面，公司可以汇集多家零售药店的需求，统一和生产厂商谈判，争取有利的采购条件，成为零售药店

的虚拟库存中心。

品牌运营业务增长驱动力：①存量产品的放量增长，经过公司前期的深耕和投入，相关产品进入放量增长阶段。以海露滴眼液为例，公司前期投入较大的费用用于品牌宣传、广告推广等，消费者的认知度逐步提升，市场渗透率也逐步攀升，随之海露的销售额也有望放量增长。进入成熟期后，相关的费用投入减少，我们预计净利率也存提升空间。我们认为，当前迪巧、海露均存在相应的增长空间，迪巧系列后续增长动力一方面来自于品规扩张（诸如推出诸多小黄条液体钙新品规）&线上渠道，另一方面来自于院内市场（抢占竞争对手份额）。而海露系列产品目前仍处于放量增长阶段。②增量产品的贡献，2024年7月公司并入了百洋制药，获得扶正化瘀、硝苯地平控释片、塞来昔布胶囊等多个处方药品种。公司预计 2023-2026 年间百洋制药收入 CAGR 约为 21%，其中中成药产品 CAGR 约 16%，而化药产品 CAGR 约 32%。

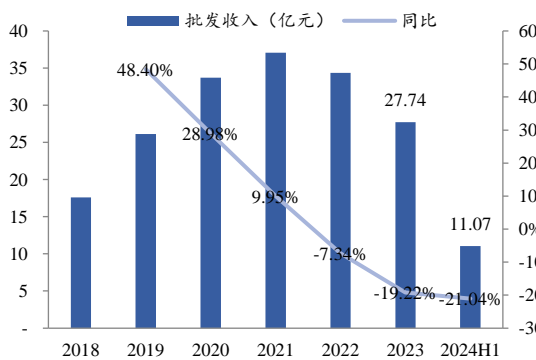
三、批发业务收缩节奏或将放缓，零售业务以 DTP 药房为主

3.1 批发业务聚焦青岛地区，我们预计该业务后续收缩节奏将放缓

在批发配送业务方面，公司主要客户为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。部分产品对全国范围内的连锁及零售药房进行直供，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。

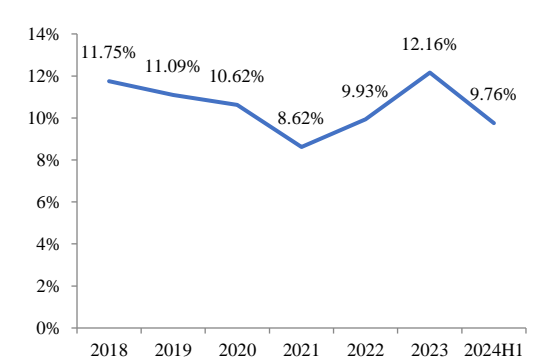
2023 年公司医药批发业务收入为 27.74 亿元（同比-19%），2024H1 医药批发收入为 11.07 亿元（同比-21%）。从毛利率上看，2021-2023 年公司批发业务毛利率呈提升趋势，毛利率从 2021 年的 8.62% 提升至 2023 年的 12.16%。我们认为，后续公司医药批发业务的规模收缩将逐步放缓，公司或将注重于提升医药批发业务的经营质量，诸如降低应收账款账期、提升盈利能力等。

图17: 近年批发业务收入变动



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图18: 近年批发业务毛利率变动



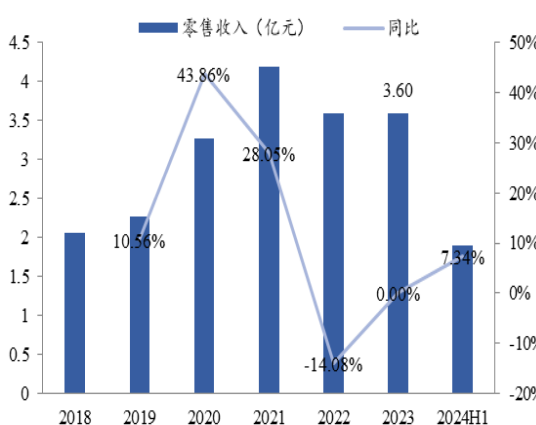
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 零售业务以 DTP 药房为主，我们预计后续该业务将平稳增长

公司的零售业务主要由百洋健康药房运营，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，为消费者提供便捷的购买渠道。

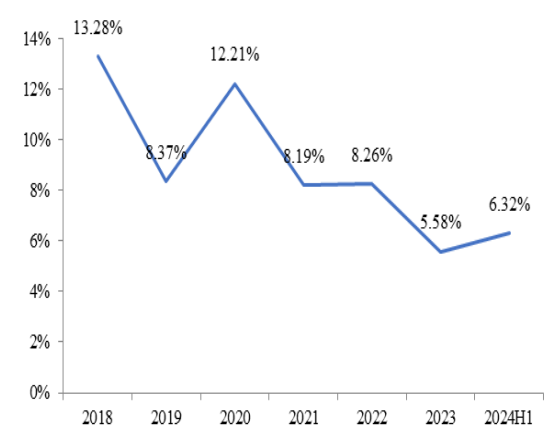
从收入上看，2018-2023 年间公司医药零售收入 CAGR 约 12%，2022 年零售收入规模有所下降，2023 年基本持平，2023 年零售收入规模为 3.6 亿元。从毛利率上看，2023 年公司零售业务毛利率为 5.58%。我们认为，公司后续的零售业务预计将维持现状，同时由于门店数量较少，盈利能力提升空间较为有限。

图19: 近年零售业务收入变动



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图20: 近年零售业务毛利率变动



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、业务拆分&估值

4.1 业务拆分

公司业务按照产品划分可分成品牌运营、零售、批发和其他共四大块业务。我们对公司四大业务做以下假设：

1) **品牌运营业务**：由于2024Q3百洋制药并表因素影响，预计2024年下半年会有新增量，因而我们预计2024-2026年收入同比增速分别为25%、20%、20%；由于百洋制药的毛利率相对较高，我们认为未来公司毛利率仍存在提升空间，我们假设2024-2026年毛利率分别为44%、44%、44%。

2) **零售业务**：考虑公司零售业务更多依靠内生增长，未来暂无扩店计划，我们预计2024-2026年收入同比增速分别为8%、5%、5%；我们假设2024-2026年零售业务毛利率均为6.3%。

3) **批发配送业务**：考虑公司批发业务收缩节奏或将逐步放缓，我们预计2024-2026年收入同比增速分别为-13%、-2%、-2%；我们假设2024-2026年批发配送业务毛利率均为9.8%。

4) **其他业务**：我们假设2024-2026年收入同比增速分别为-5%、0%、0%，同时毛利率均为33%。

表3: 百洋医药业务拆分

业务拆分 (百万)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	75.64	83.31	94.02	106.95
增速	0.72%	10.14%	12.86%	13.75%
成本	52.97	56.40	62.31	69.47
毛利率(%)	29.97%	32.30%	33.73%	35.05%
具体营收拆分:				
品牌运营	44.00	55.00	66.00	79.20
同比增长	18.91%	25.00%	20.00%	20.00%
营业成本	25.01	30.80	36.96	44.35
毛利率	43.17%	44.00%	44.00%	44.00%
零售业务	3.60	3.89	4.08	4.29
同比增长	0.08%	8.00%	5.00%	5.00%
营业成本	3.40	3.64	3.83	4.02
毛利率	5.58%	6.30%	6.30%	6.30%
批发配送业务	27.74	24.13	23.65	23.18
同比增长	-19.23%	-13.00%	-2.00%	-2.00%
营业成本	24.37	21.77	21.33	20.91
毛利率	12.16%	9.80%	9.80%	9.80%
其他	0.30	0.28	0.28	0.28
同比增长	97.55%	-5.00%	0.00%	0.00%
营业成本	0.20	0.19	0.19	0.19
毛利率	33.73%	33.00%	33.00%	33.00%

资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心

4.2 估值

我们选取壹网壹创、国药股份、九州通、上海医药作为百洋医药的可比公司，2024-2026 年百洋医药可比公司的平均估值分别 18 倍、16 倍、15 倍，我们预计 2024-2026 年百洋医药的估值分别为 17 倍、14 倍、11 倍。由于百洋医药在院外 CSO 领域具备领先优势，叠加后续随着百洋制药的并表，后续高毛利品种有望放量增长，我们认为公司品牌运营业务收入增长或将提速。**首次覆盖，我们给予公司“买入”投资评级。**

表4: 可比公司估值

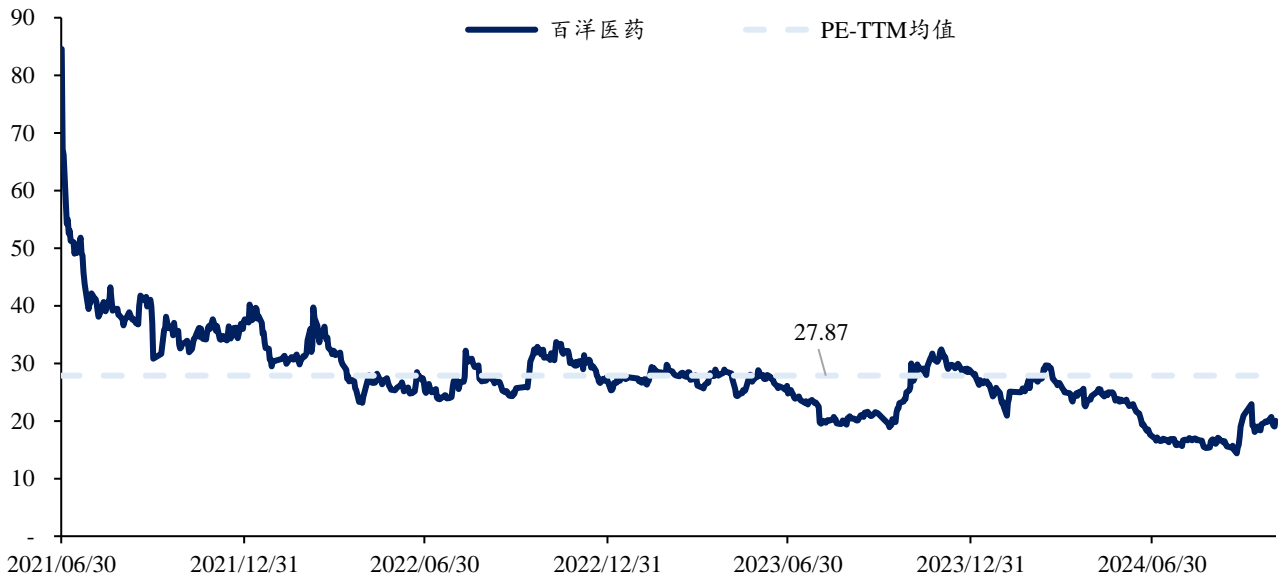
公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			估值 (PE)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
壹网壹创	48.49	1.35	1.45	1.61	35.98	33.55	30.11
国药股份	242.20	22.08	23.98	25.99	10.97	10.10	9.32
九州通	267.25	23.92	27.09	30.98	11.17	9.87	8.63
上海医药	648.59	50.91	56.71	63.29	12.74	11.44	10.25
均值	301.63	24.57	27.31	30.47	17.72	16.24	14.58
百洋医药	147.22	8.50	10.57	13.09	17.32	13.93	11.25

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 数据截至 2024/11/4)

注: 可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期。

从公司历年估值变动趋势上看，公司当前估值处于历史低位，自公司 2021 年 6 月 30 日上市以来公司的 PE-TTM 均值约 28 倍，目前公司 PE-TTM 仅 20 倍。

图21: 百洋医药自上市以来市盈率估值走势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: PE-TTM 估值截至 2024/11/4

五、风险因素

- ◆ **市场竞争加剧风险：**品牌运营业务主要聚焦院外市场，院外市场竞争相对激烈，若迪巧系列、海露系列等产品市场竞争加剧，则相应的销售目标达成或有压力，进而影响公司整体收入端表现。
- ◆ **代理产品合作终止风险：**品牌运营业务的增长动力一方面来自于存量签约品种的销售上量，另一方面来自于增量品种的贡献。若相关代理品种中途合作终止，则将影响公司业绩持续增长动力。
- ◆ **药品质量风险：**品牌运营业务主要负责品牌建设、营销、推广等工作，而药品主要来自于生产药企，若相关的药品存在质量问题，则相关的销售或将面临冲击。
- ◆ **产品引入进展不及预期：**产品的引入是公司持续增长的重要驱动力，若相关产品引入进展不及预期，则业绩增长或将受影响。
- ◆ **单品种依赖风险：**迪巧系列钙片产品的收入占比较高，若后续迪巧系列产品销售不及预期，或者公司第二成长曲线增长不及预期，公司的业绩波动或将较大。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	4,258	4,454	4,898	5,038	5,366	
货币资金	1,048	1,180	1,106	1,237	1,397	
应收票据	99	175	192	217	247	
应收账款	2,028	2,073	2,248	2,206	2,317	
预付账款	247	167	282	280	278	
存货	650	685	862	865	868	
其他	186	175	209	232	260	
非流动资产	772	845	1,554	1,684	1,812	
长期股权投资	182	238	328	378	428	
固定资产(合计)	178	213	483	488	488	
无形资产	57	105	142	179	216	
其他	356	289	601	639	680	
资产总计	5,030	5,299	6,452	6,722	7,178	
流动负债	2,604	1,819	2,703	2,582	2,555	
短期借款	1,165	462	962	762	662	
应付票据	389	283	392	398	405	
应付账款	601	626	846	865	868	
其他	448	448	503	556	620	
非流动负债	147	837	1,227	1,237	1,247	
长期借款	0	0	343	343	343	
其他	147	837	884	894	904	
负债合计	2,751	2,656	3,930	3,819	3,802	
少数股东权益	-22	-26	-51	-82	-120	
归属母公司股东权益	2,302	2,668	2,573	2,985	3,496	
负债和股东权益	5,030	5,299	6,452	6,722	7,178	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,510	7,564	8,331	9,402	10,695	
同比(%)	6.5%	0.7%	10.1%	12.9%	13.8%	
归属母公司净利润	507	656	850	1,057	1,309	
同比(%)	20.1%	29.6%	29.5%	24.4%	23.8%	
毛利率(%)	27.8%	30.0%	32.3%	33.7%	35.0%	
ROE%	22.0%	24.6%	33.0%	35.4%	37.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.96	1.25	1.62	2.01	2.49	
P/E	29.06	22.43	17.32	13.93	11.25	
P/B	6.40	5.52	5.72	4.93	4.21	
EV/EBITDA	16.16	19.60	12.75	10.23	8.19	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	7,510	7,564	8,331	9,402	10,695	
营业成本	5,425	5,297	5,640	6,231	6,947	
营业税金及附加	37	38	42	48	55	
销售费用	1,122	1,062	1,208	1,363	1,551	
管理费用	197	238	250	282	321	
研发费用	3	11	8	14	16	
财务费用	48	56	58	66	75	
减值损失合计	-1	2	0	0	0	
投资净收益	2	43	10	10	10	
其他	-4	-19	1	1	0	
营业利润	674	888	1,134	1,408	1,742	
营业外收支	-6	-15	-8	-8	-8	
利润总额	669	874	1,126	1,400	1,734	
所得税	179	234	301	374	463	
净利润	490	640	825	1,026	1,271	
少数股东损益	-17	-16	-25	-31	-38	
归属母公司净利润	507	656	850	1,057	1,309	
EBITDA	792	967	1,240	1,516	1,861	
EPS(当年)(元)	0.96	1.25	1.62	2.01	2.49	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金	306	610	759	1,220	1,312	
净利润	490	640	825	1,026	1,271	
折旧摊销	62	60	56	50	53	
财务费用	52	64	67	75	86	
投资损失	-2	-43	-10	-10	-10	
营运资金变动	-309	-133	-194	51	-114	
其它	13	22	15	28	28	
投资活动现金流	-117	-160	-745	-178	-178	
资本支出	-104	-123	-656	-133	-133	
长期投资	-14	-39	-91	-51	-51	
其他	1	3	1	5	5	
筹资活动现金流	-544	-254	-84	-910	-974	
吸收投资	6	1	-422	0	0	
借款	-24	-703	843	-200	-100	
支付利息或股息	-402	-433	-585	-720	-884	
现金流净增加额	-349	197	-74	132	160	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,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做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当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、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。