

百洋医药 (301015.SZ)

品牌运营步入发展高速，CSO 龙头价值有待重估

百洋医药是国内领先的健康商业化公司，近年来步入高速成长期。受益于带量采购持续推进、新药审批加快，公司核心品牌运营业务维持高景气：**1)**一方面，带量采购压缩了跨国药企未中标原研药的院内生存空间，跨国药企保留自身销售团队的压力增大，迫切希望降低营销成本，对第三方品牌运营服务的需求加大；**2)**另一方面，创新药审批加快后，Biotech 旗下创新药陆续上市，但其本身销售能力无法快速提升，基于对产品迅速商业化的考量，存在与品牌运营服务商的合作需求。

公司十余年孵化迪巧、泌特，品牌运营模式成熟且可复制。公司自 2005 年与美国安士合作销售迪巧产品，合作初期迪巧产品销售收入不足 1 亿元，在多年差异化定位的深耕营销下，迪巧 2021 年销售收入达到 13.78 亿元，在细分市场具备突出竞争力。泌特系列产品由扬州一洋生产，公司自 2006 年开始运营，十余年从无到有孵化，目前泌特已经主导国内“化学性消化不良”细分领域，2021 年实现收入 3.10 亿元。迪巧、泌特的成功运营体现了公司在 OTC 及处方药领域成熟的品牌运营能力。

运营实力获市场认可，多品牌矩阵有望新增大单品，CSO 龙头价值有待催化重估。

1) OTC 大健康：公司多渠道运营实力深厚，与巨子生物就核心胶原蛋白品牌“可复美”深入合作，公司在功效型护肤品领域的品牌推广力有目共睹，有望承接更多上游资源。**2) OTX 等处方药：**代表性产品哈乐运营结果超预期，公司与安斯泰来合作深化。目前安斯泰来已解散自身泌尿线销售队伍，并将所有品规交由公司运营（公司新增运营卫喜康、贝坦利等）。在品牌运营行业口碑效应与头部效应的驱使下，预计公司将拥有更多代理跨国药企产品的机会。**3) 特效药及创新药：**2021 年，公司新增运营罗氏旗下希罗达和特罗凯，有效开发了重点医院、DTP 药房的肿瘤治疗药物销售渠道。基于此，上海谊众旗下肿瘤创新药“注射用紫杉醇聚合物胶束”首选公司进行合作，为公司创新药推广开启新篇章。

盈利预测与估值。公司重点发展品牌运营业务，主动收缩低毛批发配送业务，预计核心业务收入保持 30% 高增长，有效带动公司收入、净利润提升。预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 5.02 亿元、6.28 亿元、7.93 亿元，同比增长 18.75%、25.10%、26.25%。公司商业化平台已经搭建完成，后续在 OTC 大健康、OTX 等处方药、特效药与肿瘤药多个品类具备大单品合作机会，在政策助推下上游需求旺盛，核心品牌运营业务进入高速发展期，是市场稀缺的 CSO 标的。由于公司符合成长型企业特点，在占据先发优势和龙头地位的基础上，利润增长具备加速潜能，我们认为合理的 PEG 为 1.3X，测算公司 2023 年目标市值为 205 亿元，2024 年目标市值 271 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：品牌运营业务集中风险；医药政策负向影响风险；市场竞争加剧风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5,879	7,052	7,875	8,861	10,130
增长率 yoy (%)	21.3	19.9	11.7	12.5	14.3
归母净利润 (百万元)	273	423	502	628	793
增长率 yoy (%)	29.9	55.0	18.8	25.1	26.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.52	0.81	0.96	1.20	1.51
净资产收益率 (%)	18.5	19.2	21.6	22.0	22.4
P/E (倍)	51.3	33.1	27.9	22.3	17.6
P/B (倍)	9.5	6.5	6.1	4.9	4.0

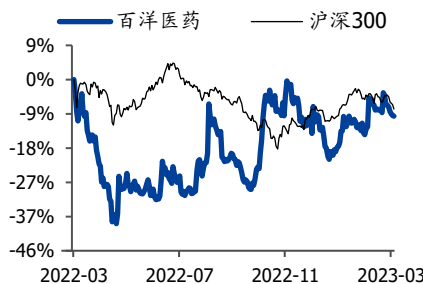
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 3 月 13 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	医药商业
3月13日收盘价(元)	26.52
总市值(百万元)	13,925.65
总股本(百万股)	525.10
其中自由流通股(%)	22.54
30日日均成交量(百万股)	2.48

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3541	4090	4846	5616	6279	营业收入	5879	7052	7875	8861	10130
现金	1107	1275	1872	2107	2408	营业成本	4406	5280	5869	6575	7496
应收票据及应收账款	1558	1898	1961	2382	2583	营业税金及附加	27	32	42	44	49
其他应收款	43	41	53	53	68	营业费用	873	988	1065	1141	1297
预付账款	91	160	120	195	165	管理费用	141	140	174	178	160
存货	610	624	748	789	963	研发费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	132	91	91	91	91	财务费用	55	61	64	80	68
非流动资产	460	509	549	589	635	资产减值损失	-9	3	0	0	0
长期投资	126	145	175	206	238	其他收益	3	1	0	0	0
固定资产	171	178	197	215	237	公允价值变动收益	4	6	3	3	4
无形资产	31	29	23	17	11	投资净收益	5	4	7	6	5
其他非流动资产	132	158	154	151	149	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	4001	4598	5395	6205	6915	营业利润	368	564	672	853	1070
流动负债	2497	2397	3041	3310	3335	营业外收入	13	12	16	13	13
短期借款	1350	1189	1655	1870	1626	营业外支出	10	8	9	10	9
应付票据及应付账款	843	846	1031	1072	1326	利润总额	371	568	678	855	1074
其他流动负债	304	363	355	369	383	所得税	94	150	176	226	280
非流动负债	5	27	28	28	28	净利润	277	417	502	629	794
长期借款	0	0	1	1	1	少数股东损益	5	-5	0	1	1
其他非流动负债	5	27	27	27	27	归属母公司净利润	273	423	502	628	793
负债合计	2502	2424	3069	3338	3362	EBITDA	442	636	739	927	1137
少数股东权益	27	17	17	19	20	EPS (元/股)	0.52	0.81	0.96	1.20	1.51
股本	473	525	525	525	525	主要财务比率					
资本公积	208	416	416	416	416	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	790	1213	1611	2078	2615	成长能力					
归属母公司股东权益	1472	2156	2308	2849	3532	营业收入 (%)	21.3	19.9	11.7	12.5	14.3
负债和股东权益	4001	4598	5395	6205	6915	营业利润 (%)	24.3	53.2	19.1	27.0	25.4
						归属母公司净利润 (%)	29.9	55.0	18.8	25.1	26.3
						获利能力					
						毛利率 (%)	25.1	25.1	25.5	25.8	26.0
						净利率 (%)	4.6	6.0	6.4	7.1	7.8
						ROE (%)	18.5	19.2	21.6	22.0	22.4
						ROIC (%)	11.1	13.1	13.3	14.0	15.9
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	62.5	52.7	56.9	53.8	48.6
						净负债比率 (%)	16.2	-2.3	-8.4	-7.5	-21.4
						流动比率	1.4	1.7	1.6	1.7	1.9
						速动比率	1.1	1.4	1.3	1.4	1.5
						营运能力					
						总资产周转率	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
						应收账款周转率	4.3	4.1	4.1	4.1	4.1
						应付账款周转率	5.5	6.3	6.3	6.3	6.3
						每股指标 (元)					
						每股收益 (最新摊薄)	0.52	0.81	0.96	1.20	1.51
						每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.22	0.35	1.17	0.46	1.49
						每股净资产 (最新摊薄)	2.80	4.11	4.40	5.43	6.73
						估值比率					
						P/E	51.3	33.1	27.9	22.3	17.6
						P/B	9.5	6.5	6.1	4.9	4.0
						EV/EBITDA	32.2	21.9	18.6	14.8	11.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 3 月 13 日收盘价

内容目录

一、百洋医药：国内领先的健康商业化平台，步入高速成长期	5
1.1 十余年扎根品牌运营，品类拓展加快	5
1.2 股权架构稳定，核心团队专业背景保证商业化实力	6
1.3 核心业务高增长，带动利润快速提升	7
二、品牌运营需求旺盛，头部 CSO 价值凸显	10
2.1 医药产业链分工细化，品牌运营维持高景气	10
2.2 先发优势明显，行业口碑促进头部效应	12
2.3 医药商业公司各有侧重，市场稀缺优质品牌运营平台	14
三、多方向拓宽能力圈，核心业务进入发展快车道	15
3.1 品牌运营业务发展加快，核心地位突出	15
3.2 迪巧、泌特成熟商业化模式可复制，多年深耕造就 CSO 品牌	16
3.3 搭建全渠道高速公路，多品类贡献利润增量	18
3.3.1 大健康板块打造眼科大单品，功效性护肤品合作深入	19
3.3.2 处方药板块已积累良好口碑，未来新增合作可期	21
3.3.3 特效药及创新药板块不断突破，市场有待放量	21
四、批发业务逐步优化，零售业务稳步发展	22
4.1 逐步优化批发业务，整体利润率有望改善	22
4.2 零售业务线上、线下同步发展，收入稳步提升	23
五、盈利预测与估值	24
六、风险提示	27

图表目录

图表 1: 百洋医药设立以来主营业务、主要产品及服务、主要经营模式的演变情况	5
图表 2: 百洋医药主营业务模式	6
图表 3: 百洋医药股权架构	6
图表 4: 百洋医药核心管理团队	7
图表 5: 百洋医药收入及增速 (亿元)	8
图表 6: 百洋医药归母净利润/扣非归母净利润及增速 (亿元)	8
图表 7: 百洋医药各板块收入及增速 (亿元)	8
图表 8: 百洋医药各板块毛利额及毛利率 (亿元)	8
图表 9: 2022H1 公司各板块收入占比	8
图表 10: 2022H1 公司各板块毛利占比	8
图表 11: 百洋医药及可比公司销售费用率 (%)	9
图表 12: 百洋医药品牌运营板块测算净利率	9
图表 13: 百洋医药人均创收 (万元)	9
图表 14: 百洋医药人均创利 (万元)	9
图表 15: 我国药品进口金额 (亿美元)	10
图表 16: 国内部分 Biotech 及百洋医药销售费用率	10
图表 17: 集采未中选产品采购量下降	11
图表 18: 未中选原研药价格随动下降	11
图表 19: 医药改革重要政策及其对品牌运营行业的影响	12
图表 20: 医药品牌运营行业市场规模 (亿元)	12
图表 21: 哈乐系列收入及毛利额 (亿元)	13

图表 22: 品牌运营行业主要壁垒.....	13
图表 23: 行业内主要企业情况.....	14
图表 24: 公司品牌运营毛利及增速 (亿元)	15
图表 25: 公司品牌运营毛利及增速 (亿元)	15
图表 26: 品牌运营毛利率 (左轴) 及毛利占比 (右轴)	15
图表 27: 迪巧系列产品销售收入 (亿元)	16
图表 28: 迪巧系列产品市场地位.....	16
图表 29: 钙制剂领域公司运营品牌及主要竞品.....	17
图表 30: 迪巧产品以细分品类打造差异化品牌定位.....	17
图表 31: 泌特 (复方阿嗟米特肠溶片) 图片.....	18
图表 32: 泌特系列产品销售收入 (亿元)	18
图表 33: 公司主要运营的产品介绍及其收入 (亿元)	18
图表 34: 海露系列产品介绍.....	20
图表 35: 巨子旗下产品医疗机构+大众消费者双轨销售策略.....	20
图表 36: 哈乐销售收入及增速 (亿元)	21
图表 37: 公司与安斯泰来合作泌尿线产品	21
图表 38: 紫杉醇胶束示意图及紫杉醇作用机制.....	22
图表 39: 公司批发配送业务收入及增速 (亿元)	23
图表 40: 大型药品批发企业及公司批发配送业务毛利率 (%)	23
图表 41: 公司零售业务收入及增速 (亿元)	24
图表 42: 公司零售板块开展业务情况.....	24
图表 43: 公司收入、利润拆分及盈利预测 (百万元)	25
图表 44: 百洋医药估值及目标市值 (亿元)	26

一、百洋医药：国内领先的健康商业化平台，步入高速成长期

1.1 十余年扎根品牌运营，品类拓展加快

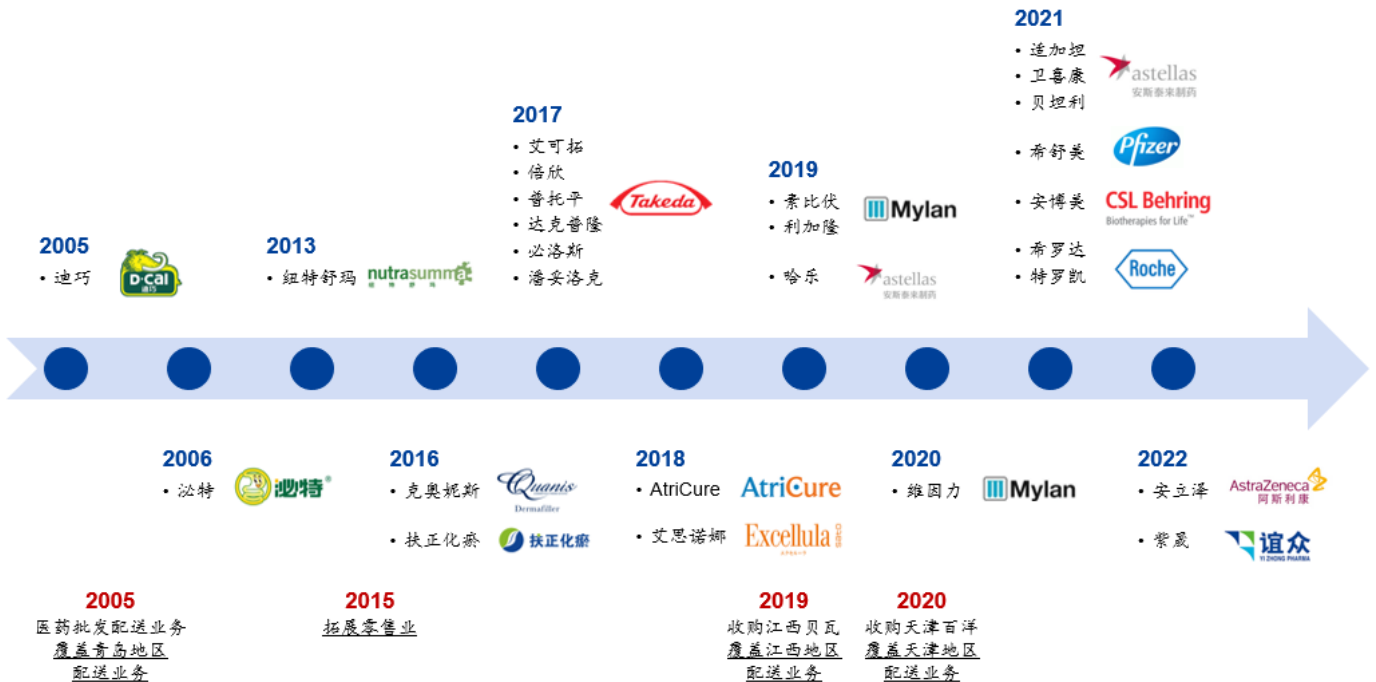
百洋医药成立于2005年，是中国领先的健康品牌商业化平台。主营业务涵盖品牌运营、批发配送和零售三个板块，其中品牌运营是公司核心业务，2022年上半年贡献八成毛利额，是公司主要利润来源。

公司发展分为两个阶段：

(1) 2005年-2015年，业务探索及成长阶段：公司主要运营迪巧、泌特两个品牌，经过10余年运营，迪巧、泌特由初创品牌发展为国内知名品牌，在各自细分领域的竞争中处于领先地位。这一阶段，公司积累了丰富的零售渠道品牌运营经验，为后续零售渠道的稳定发展奠定了基础。

(2) 2015年至今，业务复制及成熟阶段：公司顺应国家医药改革方向，不断丰富运营品牌的数量，已形成OTC及大健康、OTX等处方药和肿瘤等特效药多品牌矩阵，覆盖领域已超10个，包括：骨健康、消化、肝病、泌尿系统、糖尿病、认知障碍、眼科、疼痛、心血管、肿瘤、呼吸、抗衰等，运营渠道进一步扩面，在主流医院、零售终端、电商以及基层/深度市场实现专业覆盖。

图表1：百洋医药设立以来主营业务、主要产品及服务、主要经营模式的演变情况



资料来源：公司招股书，2021年年报，2022年半年报，公司公告，国盛证券研究所

以零售渠道为特色，深耕多渠道品牌运营。公司自设立以来即开展OTC类产品以及处方药产品的品牌运营服务，在零售终端和医院渠道均沉淀了专业营销推广经验，包含品牌场景化活动、店员教育、消费者教育以及学术活动等。近年来，伴随着互联网，尤其是移动互联网的快速发展，公司积极开展电商营销推广，积累了丰富的运营案例和方法论。与此同时，在核心渠道发展的过程中，公司不断拓展和深化渠道布局，开拓基层/深度市场的营销推广服务。

图表2: 百洋医药主营业务模式

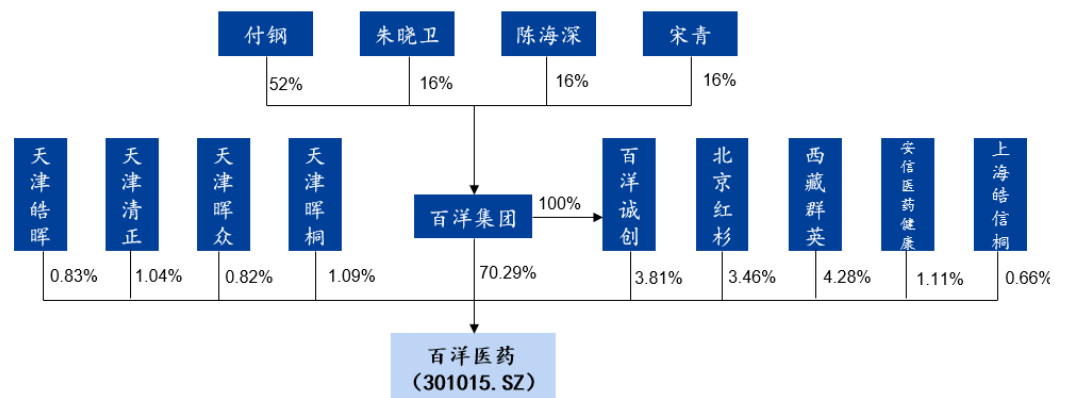


资料来源: 公司 2022 年半年报, 国盛证券研究所

1.2 股权架构稳定，核心团队专业背景保证商业化实力

公司股权架构稳定，实控人具备深厚医药商业化实力。百洋集团持有公司 70.29% 的股份，是公司控股股东，付钢先生持有百洋集团 52% 的股份，通过间接持股方式共持有公司 39.03% 的股份，是公司实际控制人。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，2005 年创建百洋医药，具备深厚的医药商业拓展实力，能有效把控关键选品环节，规划医药产品营销策略。

图表3: 百洋医药股权架构



资料来源: 企查查, 国盛证券研究所 (截至 2022/9/30)

公司管理层专业背景过硬，深耕医药品牌运营。从背景上看，公司核心管理团队大多具备医学背景以及医药产品市场营销经历，专业化程度高，能带领公司有效开发 OTC 大健康产品、OTX 处方药及新特药市场，巩固和扩宽多个销售渠道。

图表 4: 百洋医药核心管理团队

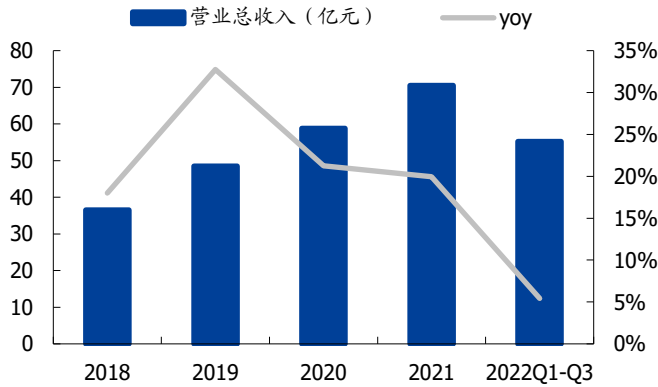
姓名	职务	学历	简介
付钢	董事长、总经理	北京医科大学临床医学系	"1994年8月至2005年4月就职于丽珠医药集团股份有限公司, 历任青岛办事处经理、营销公司副总经理、总经理、集团公司医学市场总监、营销副总裁。2005年12月起担任百洋有限董事, 2006年12月至2016年7月担任百洋有限董事长, 2016年1月至2016年7月, 担任百洋有限总经理。2016年7月公司股改完成后至今, 任百洋医药董事长、总经理。现主要兼任中国医药商业协会副会长、中国医药企业管理协会副会长、百洋集团董事长等职务。
朱晓卫	董事、副总经理	兰州医学院药理学专业	1996年4月至2001年5月任丽珠医药集团股份有限公司策划部经理, 2001年6月至2002年3月任海南轻骑海药制药股份有限公司销售副总经理兼市场总监, 2002年4月至2005年5月任北京润安达医药有限公司总经理及董事长。2005年12月至2016年7月历任百洋有限副总经理、董事。2016年7月公司股改完成后至今, 任百洋医药董事、副总经理。现兼任百洋集团董事、百洋制药董事长等职务。
王国强	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	西南财经大学审计学专业	1994年7月至2007年3月历任丽珠医药营销公司财务经理、销售管理部经理、副总经理。自2007年至2016年先后担任青岛百洋医药科技有限公司数据中心经理、助理总裁、百洋集团投资副总裁。2016年7月公司股改完成后至今, 任百洋医药董事, 2016年11月至今任百洋医药副总经理, 2020年5月26日至今兼任百洋医药财务总监、董事会秘书。现兼任百洋集团董事、天津清正资产管理合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人等职务。
张圆	董事、副总经理	西安医科大学药学专业	2004年4月就职于丽珠医药集团股份有限公司市场部, 先后担任产品专员、产品经理、OTC市场经理, 2005年8月至2013年12月先后担任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, 2014年1月至2015年12月担任百洋集团公共关系管理部总监, 2016年1月起担任百洋医药非处方药市场总监, 2017年8月至今, 任公司副总经理。现兼任百洋美国投资有限公司董事。
王必全	副总经理	上海第二军医大学医学本科, 中欧国际工商学院EMBA	1999年1月至2008年5月, 任中美上海施贵宝制药有限公司事业部总经理; 2008年11月至2010年9月, 任青岛百洋医药科技有限公司事业部总经理; 2010年10月至2021年4月, 任北京百洋大成医药技术有限公司总经理; 2021年5月至2021年8月, 在青岛百洋医药股份有限公司负责分管创新药业务; 2021年8月至今, 任公司副总经理。现兼任青岛百洋智能科技股份有限公司董事、北京百洋大成医药技术有限公司董事等职务。

资料来源: 公司招股书, 公司 2021 年年报, 国盛证券研究所

1.3 核心业务高增长, 带动利润快速提升

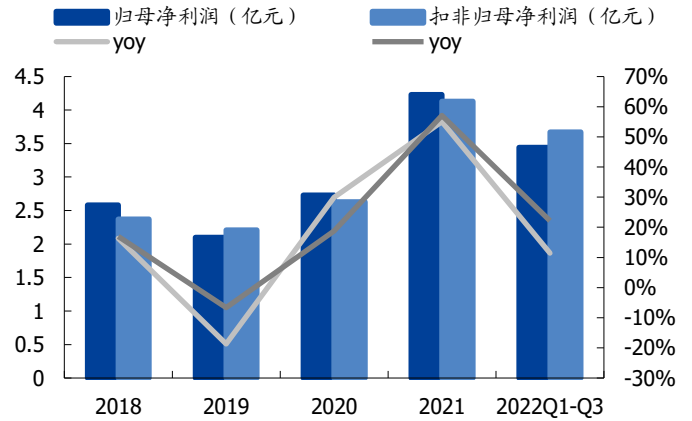
收入保持稳定增长, 核心品牌运营业务带动利润快速提升。收入端, 2018-2021 年公司收入逐年增长, 且 CAGR 达到 24.53%, 保持快速发展, 2022 年在疫情影响院内、院外医药需求的状态下, 前三季度实现营收 55.20 亿元, 同比提升 5.43%, 展现经营韧性。利润端, 2018-2021 年公司扣非归母净利润 CAGR 达到 20.34%, 2021 年实现扣非归母净利润 4.13 亿元, 同比增长 57.09%, 增长明显加快。根据公司 2022 年业绩预告, 2022 年公司实现扣非归母净利润 4.75-5.15 亿元, 同比增长 14.94%-24.62%, 主要系公司产品运营数量不断增加, 品牌矩阵优势显现, 带动整体业绩逆势提升。

图表5: 百洋医药收入及增速(亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

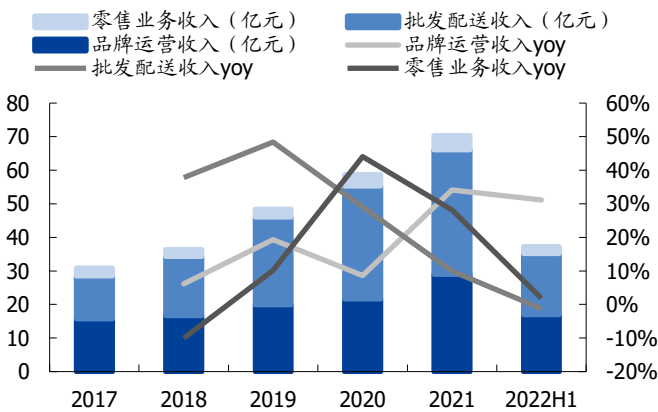
图表6: 百洋医药归母净利润/扣非归母净利润及增速(亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

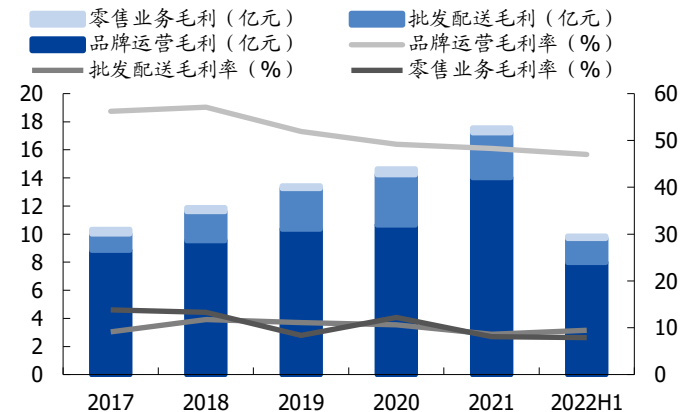
品牌运营业务进入高速发展期, 毛利率优势明显。近年来公司收入增长主要系核心品牌业务高增长带动, 公司品牌运营业务2021年实现营收29.05亿元, 同比增长34.12%, 2022H1实现营收16.98亿元, 同比增长31.12%, 超过公司整体收入增速, 进入高速发展期。从毛利上看, 2017-2022H1公司品牌运营业务保持45%以上高毛利率, 2022H1贡献7.98亿元毛利额, 占比超八成, 是公司主要利润来源。

图表7: 百洋医药各板块收入及增速(亿元)



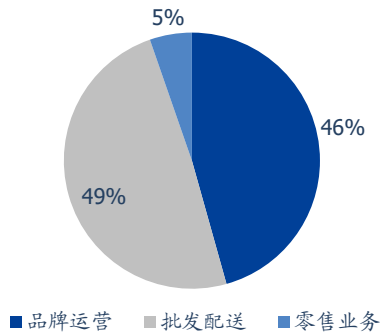
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表8: 百洋医药各板块毛利额及毛利率(亿元)



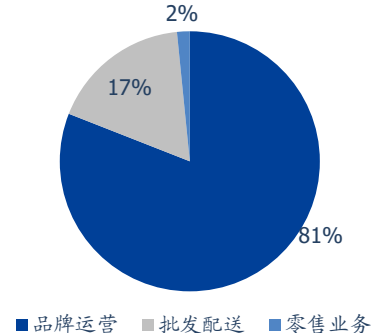
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表9: 2022H1公司各板块收入占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

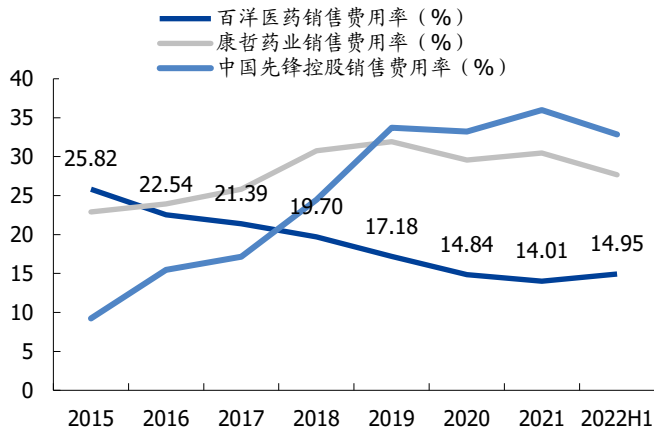
图表10: 2022H1公司各板块毛利占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

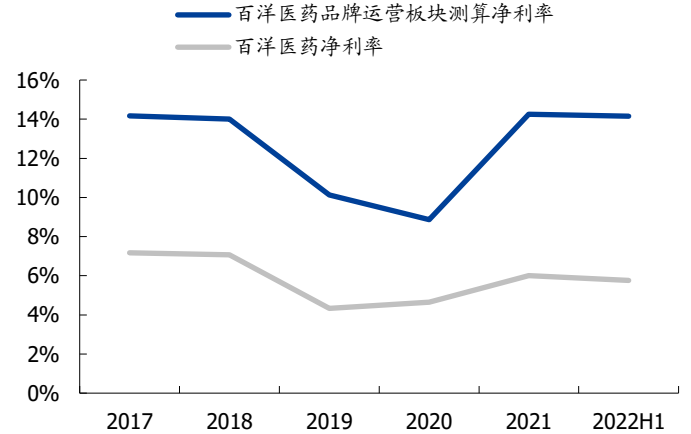
公司销售费用率逐年下降,核心业务高增长并未导致销售费用大幅提升。2015-2021年,公司销售费用率逐年下降,目前在行业中处于较低水平。相较于品牌运营收入及毛利额的快速提升,公司整体销售费用率管控良好,且有望继续保持。若将销售费用全部计入品牌运营业务,测算核心品牌运营业务的净利率,发现自2021年以来,品牌运营业务的规模提升有效带动了该业务净利率的提升。

图表 11: 百洋医药及可比公司销售费用率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

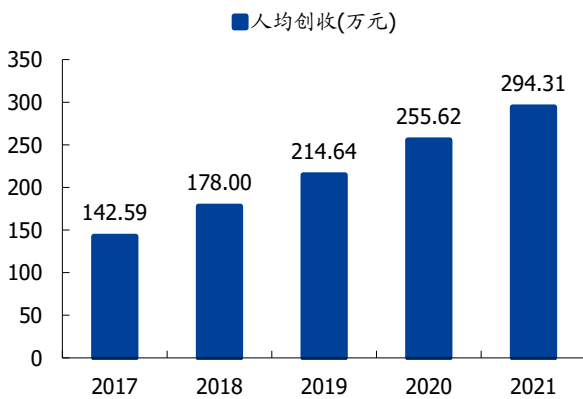
图表 12: 百洋医药品牌运营板块测算净利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

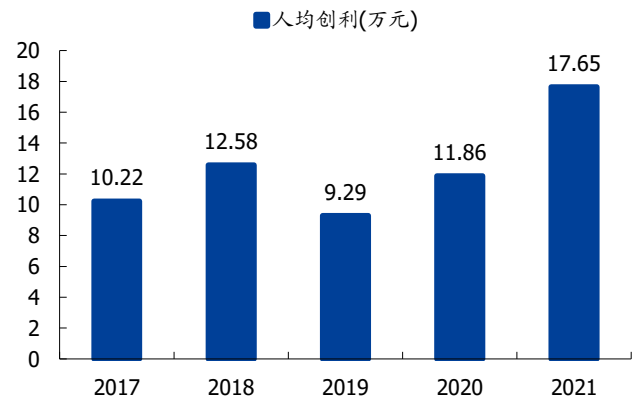
人效提升快速,商业化平台价值有效验证。2017-2021年,公司人均创收由143万元提升至294万元,人均创利由10万元提升至近18万元,人效显著提高,展现出医药商业平台的规模优势。目前公司销售人员的布局已基本完成,后续增加品牌运营产品,预计销售人员数量不会大幅提升,整体人效还有提升空间。

图表 13: 百洋医药人均创收 (万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 百洋医药人均创利 (万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、品牌运营需求旺盛，头部CSO价值凸显

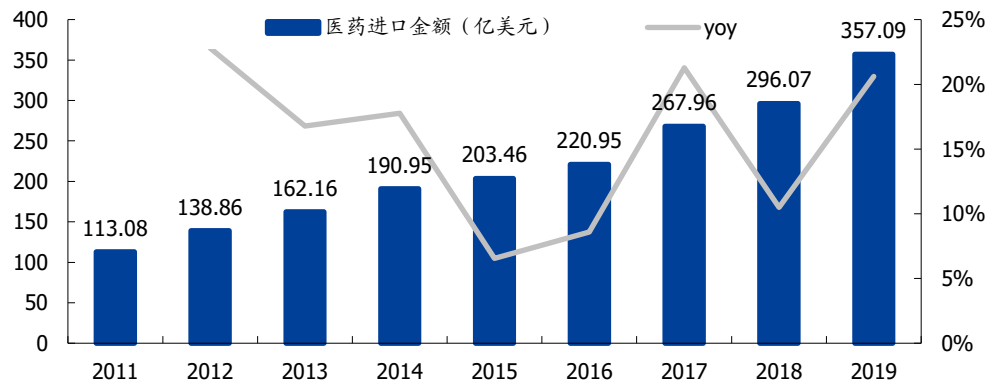
2.1 医药产业链分工细化，品牌运营维持高景气

国内医药产业链分工逐渐细化，医药品牌运营需求旺盛。随着医药研发投入加大以及市场竞争加剧，医药行业进入高效运营阶段，各环节分工不断细化，第三方医药服务陆续崛起。在成熟的医药流通市场（如美国），医药厂商会将产品推广服务外包给品牌运营公司，并支付一定销售比例的服务费，如：2016年，默沙东对其销售团队裁员1200余人，并与InVentiv Health（INCR）签约合作，由InVentiv Health为其提供品牌运营服务。

国内医药品牌运营服务的需求主要来自三个方向：

1) 跨国药企：美国、欧洲等发达国家的跨国药企，由于对中国的市场需求了解不足，出于对药品研发趋势判断风险的考虑，更愿意付出一定成本，把专业的产品推广及销售工作交给专业的公司去完成，而自身专注于药品的研发与生产。我国是药品进口大国，更是跨国药企看重的目标市场，2019年我国药品进口金额达到357.09亿美元，相比于2011年进口药品金额增长了3.16倍，具备广阔的潜在品牌运营市场空间。

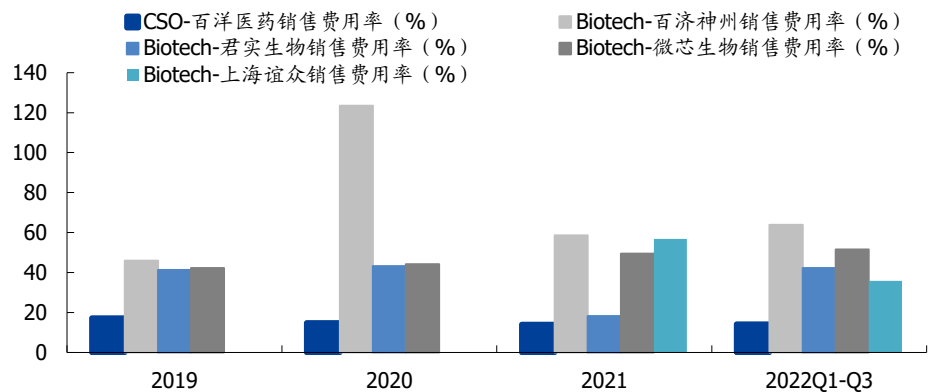
图表 15：我国药品进口金额（亿美元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

2) 国内 Biotech：从国内创新型药企的经营情况来看，公司研发实力强劲，但在产品商业化经验上有所欠缺，销售队伍的有效搭建和运行存在挑战，整体销售费用率维持高位，商业化效率低于专业品牌运营平台。随着 Biotech 研发生产支出不断提升，落地新品的快速商业化需求会愈发明显，进而为品牌运营行业贡献收入增量。

图表 16：国内部分 Biotech 及百洋医药销售费用率

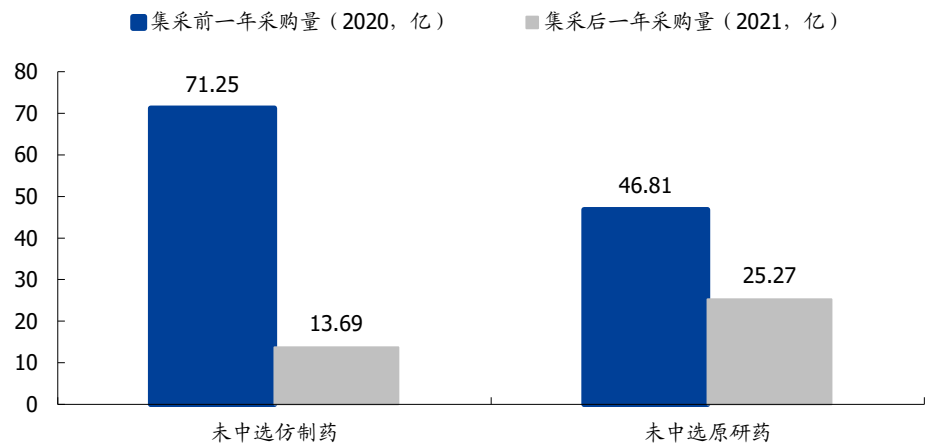


资料来源：wind，国盛证券研究所

3) **国内传统药企**: 传统医药生产企业的销售团队通常以面向大城市的大医院市场为主, 通过大客户管理方式, 建立了成熟的医院渠道推广模式, 但在面向零售渠道时, 大客户管理方式的投资回报大幅下降, 难以充分发挥作用。基于此, 传统药企会选择与品牌运营商合作, 实现不同渠道的差异化推广, 保证销售效率最大化。

医药分开、两票制、带量采购等医改政策持续推进, 催化品牌运营服务加速发展。从政策实施的直接效果来看, 进入集采名录的药品价格普遍大幅下降, 未进入集采名录的原研药不具备价格优势, 价格随动下降导致量价齐降, 整体院内销售受到较大冲击。一方面, 原研药厂商持续拓展院内市场的压力加大, 各产品销售团队的人均产出下降, 存在外包院内销售的需求, 另一方面, 原研药厂商开始关注零售渠道市场, 但积累较为薄弱, 对专业零售渠道运营的需求加大。

图表 17: 集采未中选产品采购量下降



资料来源: 中国医疗保险研究会, 国盛证券研究所

图表 18: 未中选原研药价格随动下降

未中选原研药	集采前一年 平均价格 (元)	集采后一年 平均价格 (元)	降价幅度
1 阿托伐他汀 (立普妥)	3.97	3.15	-20.65%
2 氨氯地平 (络活喜)	4.22	3.54	-16.11%
3 恩替卡韦 (博路定)	25.44	21.22	-16.59%
4 伊马替尼 (格列卫)	136.6	121.17	-11.30%
5 瑞舒伐他汀 (可定)	3.52	2.85	-19.03%
6 铝碳酸镁 (达喜)	0.92	0.86	-6.52%
7 辛伐他汀 (舒降之)	2.84	2.31	-18.66%
8 奥美拉唑 (彼司克)	2.81	2.58	-8.19%
9 缬沙坦 (代文)	4.77	3.78	-20.75%

资料来源: 中国医疗保险研究会, 国盛证券研究所

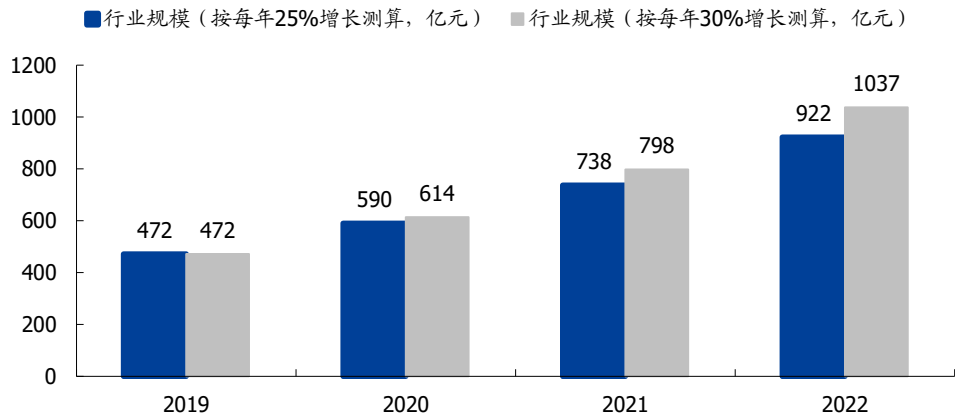
图表 19: 医药改革重要政策及其对品牌运营行业的影响

政策名称	主要文件	对行业影响
带量采购	《国务院办公厅关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	未进入统一采购的药品将大幅减少在医院的销售份额，促使部分药品从医院渠道流向零售渠道，提升了零售渠道对品牌运营的需求。
两票制	《国务院办公厅关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	压缩流通渠道层级，减少了品牌运营商作为医药流通中间环节的业务模式比重，导致了品牌运营业务模式的转变。
取消药品加成	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	降低医院销售药品份额，促使医药销售从医院渠道流向零售渠道，提升了零售渠道对品牌运营的需求。
创新药价格谈判	《药品价格谈判机制试点工作方案》	降低医药销售价格，压缩了生产厂商的盈利空间，促使医药生产厂商通过选择专业的品牌运营商降低销售渠道投入以及销售团队费用。
创新药加速审批	《药品注册管理办法（修订草案征求意见稿）》	让企业更关注研发投入，加速行业分工细化，加速创新药品的推出，因此导致行业对品牌运营的需求因此上升。

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

医药品牌运营行业发展前景广阔，预计持续快速扩容。根据 Frost&Sullivan，2019 年医药品牌运营行业的整体市场规模约为 472 亿元；根据前瞻行业研究院预测，2018 年至 2022 年，我国医药品牌运营行业的市场规模保持 25%-30% 的增长率，行业快速扩容。

图表 20: 医药品牌运营行业市场规模（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，前瞻行业研究院，国盛证券研究所

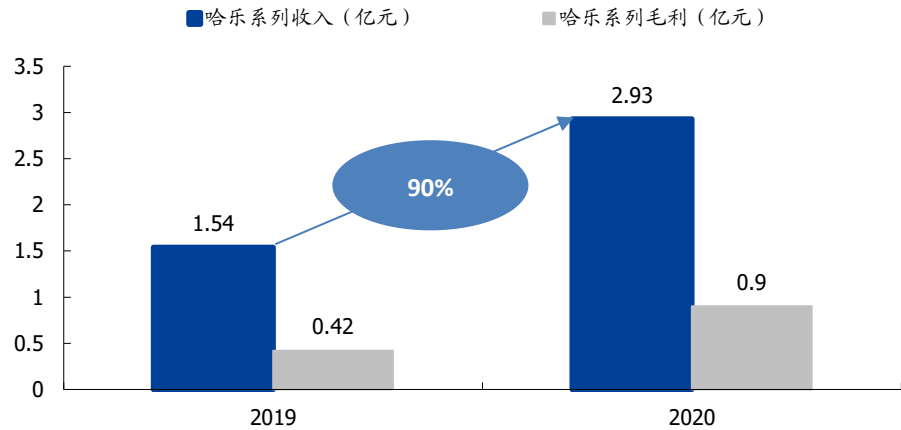
2.2 先发优势明显，行业口碑促进头部效应

品牌运营行业具备进入壁垒，先发者拥有成熟渠道优势，和生产企业建立了密切合作关系，在行业口碑的影响下，容易产生头部效应。

1) 品牌方认同壁垒：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。行业内的领先企业经过长时间积累，具备相应的品牌运营能力，更容易和医药生产厂商建立合作关系，而行业新进入者难以在短时间内达到知名药厂对品牌运营的要求，获得品牌方认可，导致难以获得业务机会。

以百洋医药与阿斯泰来的合作为例，2019 年百洋医药负责阿斯泰来旗下哈乐销售，销售收入 1.54 亿元，2020 年销售增长近 90%，达到 2.93 亿元，阿斯泰来认可与百洋医药的合作，2021 年将适加坦、卫喜康、贝坦利等重要产品的全渠道委托给百洋医药。

图表 21: 哈乐系列收入及毛利额 (亿元)



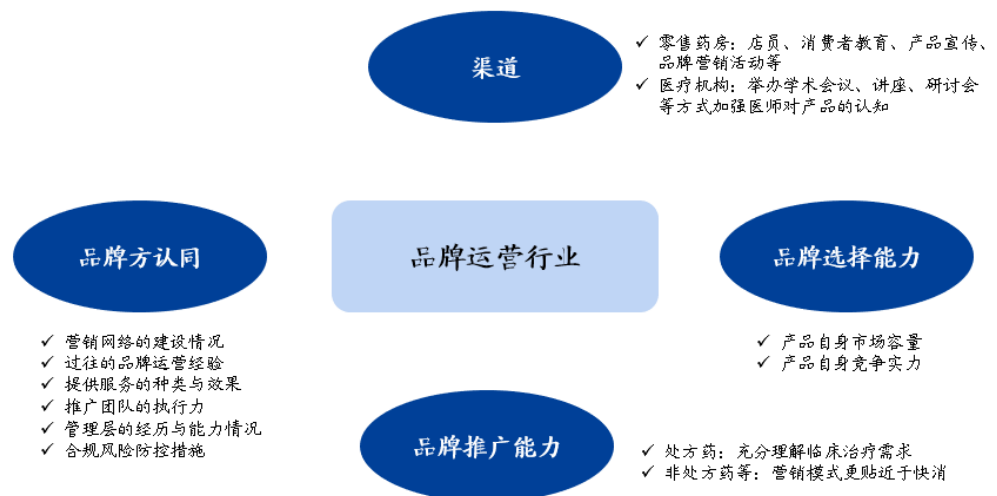
资料来源: wind, 国盛证券研究所

2) 品牌选择能力壁垒: 品牌运营服务的推广周期较长, 需要通过品牌运营商全方位的服务能力, 逐步提升品牌的知名度, 最终得到消费者及医疗机构的认可。为完成品牌推广, 品牌运营公司需要投入大量的人力、资金, 如选择的品牌竞争能力不足、或者品牌产品自身市场容量有限, 则可能导致前期品牌推广不能达到预期效果, 从而造成公司前期推广成本损失, 这对行业内公司的选品能力提出了较高要求。

3) 品牌推广能力壁垒: 处方药的推广需充分理解医生及患者临床治疗的需求, 具有较高的专业推广能力壁垒。非处方药等产品营销模式更加贴近于快速消费品模式, 随着传播模式和渠道日新月异的发展, 原先部分 OTC 产品、健康产品所采用的巨额广告花费、浓重非理性色彩的特殊营销模式目前正处于转型和改革之中, 对医药品牌运营商的推广能力提出了更高的要求。

4) 渠道壁垒: 中国药品终端市场分为零售药房终端和医疗机构终端, 对于零售药房终端, 医药品牌运营商需要搭建广泛的销售网络, 通过店员、消费者教育、产品宣传、品牌营销活动等措施, 提高产品的品牌知名度; 对于医疗机构终端, 医药品牌运营商需要建立起覆盖各级医院的推广渠道, 通过举办学术会议、讲座、研讨会等方式加强医师对产品的认知。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, 这构成了对于本行业的渠道壁垒。

图表 22: 品牌运营行业主要壁垒



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

2.3 医药商业公司各有侧重，市场稀缺优质品牌运营平台

国内医药商业化公司各有侧重，品牌运营行业的主要参与者来自两个方向：

1) 以品牌运营为主要业务的企业。

①**百洋医药 (301015.SZ)** 十余年孵化迪巧、泌特，在零售渠道具备深厚实力，OTC 大健康板块拓展医用蛋白粉、功效型护肤品等，近年来受益于带量采购、两票制等医改政策，OTX 等处方药、特效药与创新药等代理品类不断增多。

②**康哲药业 (0867.HK)** 主要从事自研新药的开发以及进口药品代理等业务，运营的品牌及产品包括：由阿斯利康生产的原研药波依定、由德国 Dr. Falk Pharma GmbH 委托生产的优思弗、由丹麦 H. Lundbeck A/S 生产的黛力新、由西藏药业 (600211.SH) 生产的新活素等，院内市场覆盖比较全面。

③**上海先锋控股 (1345.HK)** 致力于进口医药产品及医疗器械的渠道推广，主要运营及推广的主要医药品牌包括：黛芬、希弗全以及匹多莫德的原研产品普利莫等。

专业的品牌运营公司可以为医药企业的新产品制定和执行早期的上市计划、为现有产品拓展市场销售渠道、为成熟产品延长销售生命周期，即提供全方位的增值服务。品牌运营公司之间的竞争主要体现在争取上游厂商的品牌授权、拓展下游终端的销售渠道等层面。

2) **以批发、零售为主要业务的企业。** 传统的医药批发、零售企业具备一定渠道优势，了解不同区域市场的商业运作规则，能够参与到医药产品的推广及销售中。美国排名前三的医药批发企业 McKesson、Amerisource Bergen、Cardinal Health 均将推广服务作为其单独的业务板块进行管理。国内大型的医药批发公司，如国药股份 (600511.SH)、九州通 (600998.SH) 等也都在积极开展医药推广方面的增值服务。但总体而言，传统的医药批发、零售企业的核心运作机制以及组织架构均偏重其核心业务，医药产品的品牌运营业务占比相对较小。

图表 23: 行业内主要企业情况

代码	名称	2021 年 收入 (亿元)	收入 yoy	2021 年 净利润 (亿元)	净利润 yoy	主要产品	重点领域
以医药产品为主的品牌运营公司							
301015.SZ	百洋医药	70.52	19.94%	4.23	55.04%	迪巧、泌特、哈乐、武田、希罗达、特罗凯、可复美、紫宸等	骨健康、消化、肝病、泌尿系统、糖尿病、、眼科、心血管、肿瘤、抗衰等
0867.HK	康哲药业	83.39	15.23%	30.17	12.92%	波依定、优思弗、黛力新、新活素等	心血管、消化类、眼科等
1345.HK	上海先锋控股	14.38	7.69%	1.43	171.95%	戴芬、希弗全、普利莫、爱尔康系列等	抗炎、抗血栓、眼科等
以批发、零售为主要业务的企业							
600511.SH	国药股份	463.49	15.08%	17.54	26.86%	血制品、麻精药等	特殊用药、医疗器械等
600998.SH	九州通	1221.09	10.40%	24.48	-20.38%	金嗓子喉片、倍平、同仁堂系列、康王系列等	流感药物、高血压用药、眼科、中药等

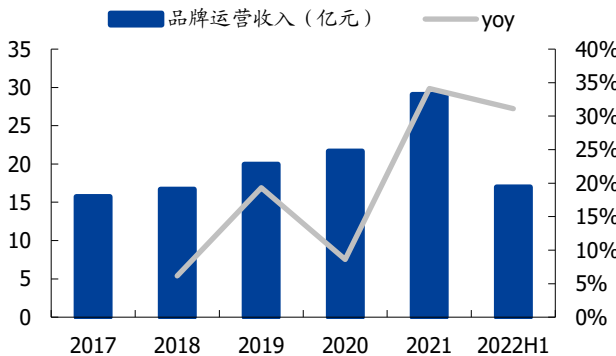
资料来源: wind, 公司招股书, 公司年报, 国盛证券研究所

三、多方向拓宽能力圈，核心业务进入发展快车道

3.1 品牌运营业务发展加快，核心地位突出

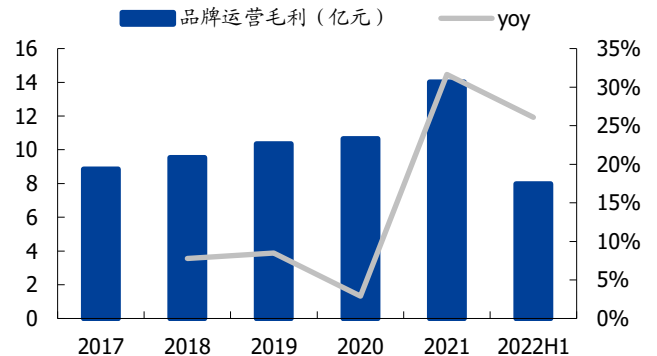
品牌运营业务收入、利润增速加快。2018-2020年公司品牌运营业务收入稳步提升，但近两年发展明显提速，2021年、2022H1公司品牌运营收入同比增长34%、31%，毛利额同比增长32%、26%，主要受益于品牌矩阵优势形成，运营品牌数量快速增加。

图表 24: 公司品牌运营毛利及增速 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

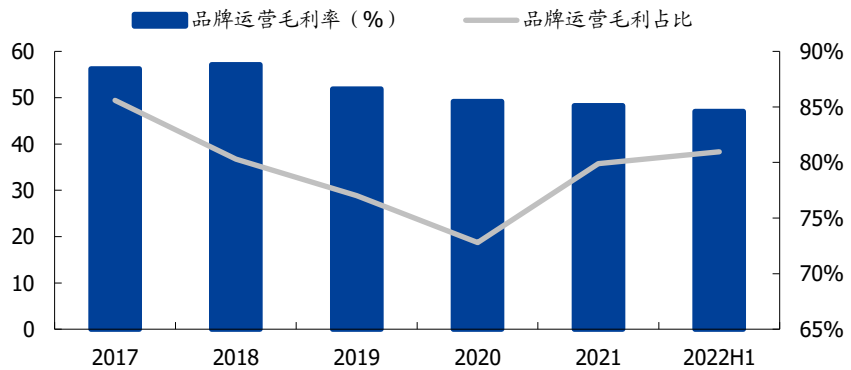
图表 25: 公司品牌运营毛利及增速 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

品牌运营毛利率维持高水平，是公司主要利润来源及重点发展业务。2017-2022H1公司品牌运营业务毛利率维持在45%以上，远高于批发配送和零售业务。2022H1品牌运营业务贡献公司80%以上毛利额，是公司主要利润来源，以及未来重点发展的核心业务。

图表 26: 品牌运营毛利率 (左轴) 及毛利占比 (右轴)



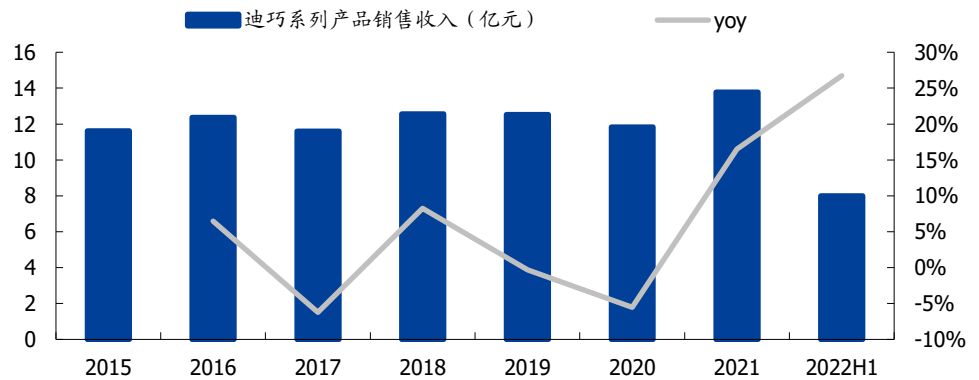
资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.2 迪巧、泌特成熟商业化模式可复制，多年深耕造就CSO品牌

十余年培育迪巧，在OTC品类销售上积累深厚功力。公司自2005年与美国安士合作在中国大陆地区销售迪巧产品，至今已合作18年。合作初期，迪巧产品销售收入不足1亿元，在公司多年的深耕营销下，迪巧品牌的价值因公司的培育和推广得到了极大的提升，作为OTC产品，迪巧产品主要在零售渠道销售，2021年销售收入达到13.78亿元，在细分市场具备突出竞争力。

迪巧作为十亿以上大单品销售稳健，钙制剂仍有开发空间。受饮食习惯等因素的影响，较多中国人无法从饮食中获取足量的钙，通过服用钙和维生素D补充剂来补充缺口已成为有效方式。近十多年来民众生活水平提高，钙制剂品类整体处于上升通道中，其市场空间仍具备巨大潜力。经过多年市场培育，迪巧品牌的价值和知名度得到了极大的提升，产品线丰富，在目标消费者的认知中，已普遍将迪巧系列产品认定为进口补钙产品中的领导产品。

图表 27: 迪巧系列产品销售收入 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 28: 迪巧系列产品市场地位

年份	品类	行业地位
2015年	迪巧维D钙咀嚼片	维生素与矿物质类产品中排名第二
2016年	迪巧维D钙咀嚼片	维生素与矿物质类产品中排名第二
2017年	迪巧维D钙咀嚼片	维生素与矿物质类产品中排名第二
2018年	迪巧维D钙咀嚼片	维生素与矿物质类产品中排名第一
2019年	迪巧维D钙咀嚼片	维生素与矿物质类产品中排名第二
2020年	迪巧维D钙咀嚼片	维生素与矿物质类产品中排名第三
2021年	迪巧维D钙咀嚼片	维生素与矿物质类产品中排名第四
2021年	迪巧儿童维D钙咀嚼片	儿童类产品中排名第二

资料来源: 公司招股书, 公司半年报, 中国处方药物协会, 国盛证券研究所

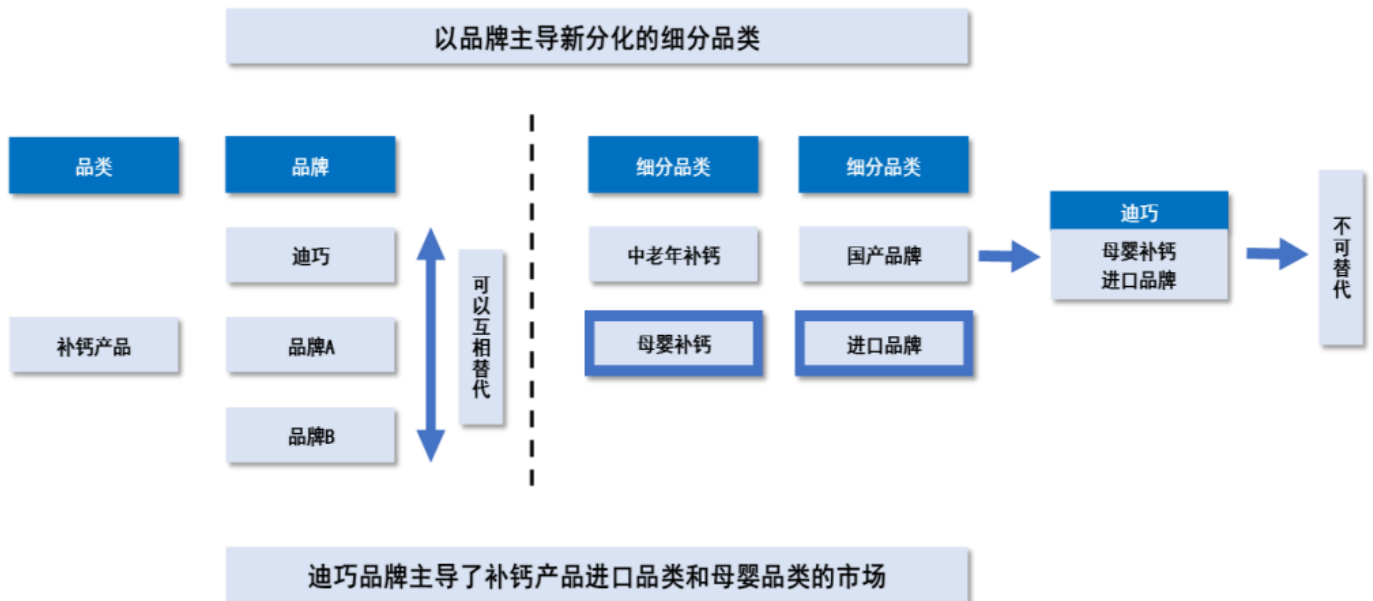
公司注重打造差异化品牌定位，营销成果显著。迪巧产品作为补钙产品，具有快消品的特性，同类产品较多，市场竞争激烈，公司通过以细分品类打造差异化品牌定位，以数字化营销精准投放市场资源，保持了迪巧品牌领先的市场份额。**具体经营中：**公司将补钙品类细分为中老年补钙品类及母婴补钙品类，并以迪巧品牌主导母婴补钙细分品类；同时，公司将补钙品类细分为国产补钙品类及进口补钙品类，并以迪巧品牌主导进口补钙细分品类；公司根据母婴细分人群的需求特点，将迪巧品牌定义为“进口钙领先品牌”，并辅以彩色卡通大象的标识，有效突出了迪巧原产于美国并为母婴人群定制这一独特的品牌定位，与竞争对手形成了显著差异。

图表 29: 钙制剂领域公司运营品牌及主要竞品

钙制剂产品	图片	基本情况
迪巧		迪巧系列产品，系美国安士生产，由百洋医药在中国大陆运营销售的产品，主导进口补钙细分品类。
朗迪		朗迪系列补钙产品，系北京振东康远制药有限公司产品，用于儿童、妊娠和哺乳期妇女、更年期妇女、老年人等的钙补充剂，并帮助防治骨质疏松症。
钙尔奇 D		钙尔奇 D 系列补钙产品，系惠氏制药有限公司产品，预防和治疗由于钙和维生素 D 缺乏所引起的疾病，如骨质疏松症、骨折、佝偻病、妊娠及哺乳期妇女缺钙。
新盖中盖		新盖中盖牌高钙片，系哈药集团有限公司旗下哈药六厂产品，是以碳酸钙、维生素 D 为主要原料制成的保健食品，具有补钙的保健功能。

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表 30: 迪巧产品以细分品类打造差异化品牌定位



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

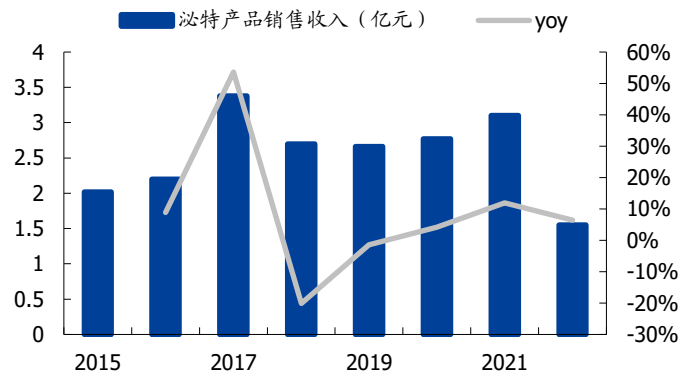
泌特从无到有发展，公司处方药运营能力可验证。泌特系列产品由扬州一洋生产，2006年开始由百洋医药进行全面营销，至今已经 17 年之久。合作之初，泌特系列产品尚未在中国大陆形成销售，品牌影响力较低，公司通过对泌特的功效进行定位，率先将“消化不良”进一步区分为物理性消化不良及化学性消化不良，并通过学术会议、消费者教育等方式对泌特产品进行推广，具体包括大型学术推广会议、科室研讨会等，最终成功使“泌特”主导了国内化学性消化不良这一细分领域。泌特系列同时在医院渠道和零售渠道销售，2021 年销量超过 1400 万盒，实现收入 3.10 亿元，成功验证了公司孵化处方药品牌的实力。

图表 31: 泌特(复方阿嗟米特肠溶片)图片



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 32: 泌特系列产品销售收入(亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.3 搭建全渠道高速公路, 多品类贡献利润增量

在成功孵化迪巧、泌特等旗帜产品后,公司品牌运营能力逐步获得上游厂商认可,自2015年起,公司运营的品牌数量实现大幅增长。目前公司已形成OTC及大健康、OTX等处方药和肿瘤等特效药多品牌矩阵,覆盖领域已超10个,包括:骨健康、消化、肝病、泌尿系统、糖尿病、认知障碍、眼科、疼痛、心血管、肿瘤、呼吸、抗衰等。

图表 33: 公司主要运营的产品介绍及其收入(亿元)

产品	合作厂商	产品类别	品牌矩阵板块	品牌介绍/适应症	2019 收入	2020 收入	2021 收入
迪巧	美国安士	骨健康药物	OTC 及大健康	进口钙领先品牌, 钙质细腻促吸收。	12.52	11.83	13.78
海露(玻璃酸钠滴眼液)	瑞霖医药	眼科药物	OTC 及大健康	用于干眼症, 缓解干眼症状。			2.98
纽特舒玛	Nutrasumma	肿瘤等重症用药	OTC 及大健康	医用蛋白粉, 针对性营养补充剂。			
克奥妮斯	Quanis	抗衰及功能性护肤品	OTC 及大健康	克奥妮斯可溶微晶贴可有效淡化眼周细纹、淡褪黑眼圈、充盈法令纹及脸部细小纹路。			
艾思诺娜	佐藤制药	抗衰及功能性护肤品	OTC 及大健康	日本佐藤制药旗下主打基底修护的护肤品牌。			
传皙诺	第一三共	抗衰及功能性护肤品	OTC 及大健康	第一三共旗下色斑综合护理品牌。			
青春宝(抗晒老口服液)	正大青春宝	抗衰及功能性护肤品	OTC 及大健康	益气养阴, 宁心安神。用于中、老年体弱者因气阴两虚所致的神疲乏力, 心悸气短, 少气懒言, 头晕目眩, 潮热盗汗, 耳鸣健忘, 烦躁失眠。			
泌特(复方阿嗟米特肠溶片)	扬州一洋	消化药物	OTX 等处方药	用于因胆汁分泌不足或消化酶缺乏而引起的症状。	2.66	2.77	3.1
哈乐(盐酸坦索罗辛缓释胶囊)	安斯泰来	泌尿系统药物	OTX 等处方药	前列腺增生症引起的排尿障碍。	1.54	2.93	3.6
卫喜康(琥珀酸索利那新片)	安斯泰来	泌尿系统药物	OTX 等处方药	用于膀胱过度活动症患者伴有的尿失禁和/或尿频、尿急症状的治疗。			
贝坦利(米拉贝隆缓释片)	安斯泰来	泌尿系统药物	OTX 等处方药	成年膀胱过度活动症(OAB)患者尿急、尿频和/或急迫性尿失禁的对症治疗。			
顺爽安(盐酸坦索罗辛缓释胶囊)	安必生	泌尿系统药物	OTX 等处方药	用于缓解良性前列腺增生症(BPH)引起的排尿障碍。			

罗盖全(骨化三醇胶丸)	罗氏制药	骨健康药物	OTX 等处方药	1.绝经后骨质疏松。2.慢性肾功能衰竭,尤其是接受血液透析患者之肾性骨营养不良症。3.术后甲状旁腺功能低下。4.特发性甲状旁腺功能低下。5.假性甲状旁腺功能低下。6.维生素D依赖性佝偻病。7.低血磷性维生素D抵抗型佝偻病等。活血祛瘀,益精养肝。用于乙型肝炎肝硬化属“瘀血阻络,肝肾不足”证者,症见胁下痞块,肋肋疼痛,面色晦暗,或见赤缕红斑,腰膝酸软,疲倦乏力,头晕目涩,舌质暗红或有瘀斑,苔薄或微黄,脉弦细。
扶正化瘀片	黄海制药	肝病药物	OTX 等处方药	用于单纯饮食控制及体育锻炼治疗无效的成人2型糖尿病,可以单药治疗,也可以与磺脲类药物或胰岛素联合。
奈达(盐酸二甲双胍缓释片(III))	百洋制药	糖尿病药物	OTX 等处方药	用于认知障碍老年患者的对症治疗,确诊为痴呆、帕金森氏症、医源性或抑郁或代谢性疾病导致的认知障碍的患者除外。
达纳康(银杏叶片)	博福-益普生	认知障碍药物	OTX 等处方药	适用于痛风患者高尿酸血症的长期治疗,不推荐用于无临床症状的高尿酸血症。
菲布力(非布司他片)	安斯泰来	疼痛药物	OTX 等处方药	1.用于缓解骨关节炎(OA)的症状和体征。2.用于缓解成人风湿性关节炎(RA)的症状和体征。3.用于治疗成人急性疼痛(AP)。4.用于缓解强直性脊柱炎的症状和体征。
奈奇(塞来昔布胶囊)	百洋制药	疼痛药物	OTX 等处方药	1.高血压。2.冠心病。3.慢性稳定型心绞痛(劳累性心绞痛)。
奈特(硝苯地平控释片)	百洋制药	心血管药物	OTX 等处方药	1.下呼吸道感染(如支气管炎、肺炎)。2.上呼吸道感染(如咽炎、鼻窦炎)。3.皮肤及软组织感染。4.局部或弥散性感染。5.混合感染。6.根除幽门螺杆菌。7.牙源性感染。
克拉仙(克拉霉素片)	雅培制药	呼吸及抗感染药物	OTX 等处方药	适用于15岁及15岁以上成人哮喘的预防和长期治疗,包括预防白天和夜间的哮喘症状,治疗对阿司匹林敏感的哮喘患者以及预防运动诱发的支气管收缩。
舒宁安(孟鲁司特钠片)	安必生	呼吸及抗感染药物	OTX 等处方药	既往接受过至少一个化疗方案失败后的局部晚期或转移的非小细胞肺癌(NSCLC)。
特罗凯(盐酸厄洛替尼片)	罗氏制药	肿瘤等重症用药	特效药及创新药	晚期或转移性胃癌、晚期或转移性结肠癌。
希罗达(卡培他滨片)	罗氏制药	肿瘤等重症用药	特效药及创新药	联合铂类适用于表皮生长因子受体(EGFR)基因突变阴性和间变性淋巴瘤激酶(ALK)阴性、不可手术切除的局部晚期或转移性非小细胞肺癌(NSCLC)患者的一线治疗。
紫晟(注射用紫杉醇聚合物胶束)	上海谊众	肿瘤等重症用药	特效药及创新药	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。
适加坦(富马酸吉瑞替尼片)	安斯泰来	肿瘤等重症用药	特效药及创新药	1.失血创伤、烧伤引起的休克。2.脑水肿及损伤引起的颅压升高。3.肝硬化及肾病引起的水肿或腹水。4.低蛋白血症的防治。5.新生儿高胆红素血症。6.用于心肺分流术、烧伤的辅助治疗、血液透析的辅助治疗和成人呼吸窘迫综合征。
贝林白蛋白(贝林白蛋白静脉输注溶液)	CSL Behring	肿瘤等重症用药	特效药及创新药	

资料来源:wind, 公司官网, 国盛证券研究所

3.3.1 大健康板块打造眼科大单品, 功效性护肤品合作深入

海露系列快速放量，有望打造十亿级眼科单品。2021年公司新增运营干眼症治疗产品海露系列（玻璃酸钠滴眼液），实现营业收入2.98亿。公司深挖品牌价值，通过微博、微信等平台，进行干眼症科普推广，在全国药店开展店员产品教育，推进渠道深度覆盖。经过公司两年的零售推广，海露已经超越竞品，成为零售滴眼液的领导品牌。2022H1海露系列创造营收2.10亿元，同比增长97.33%，实现快速放量。根据《中国干眼专家共识（2020年）》，我国干眼症的发病率约为21%-30%，干眼症患者数量约为2.9亿人至4.2亿人，市场需求巨大。作为轻中度干眼症一线用药，海露有望在公司的运营下成为十亿级眼科单品。

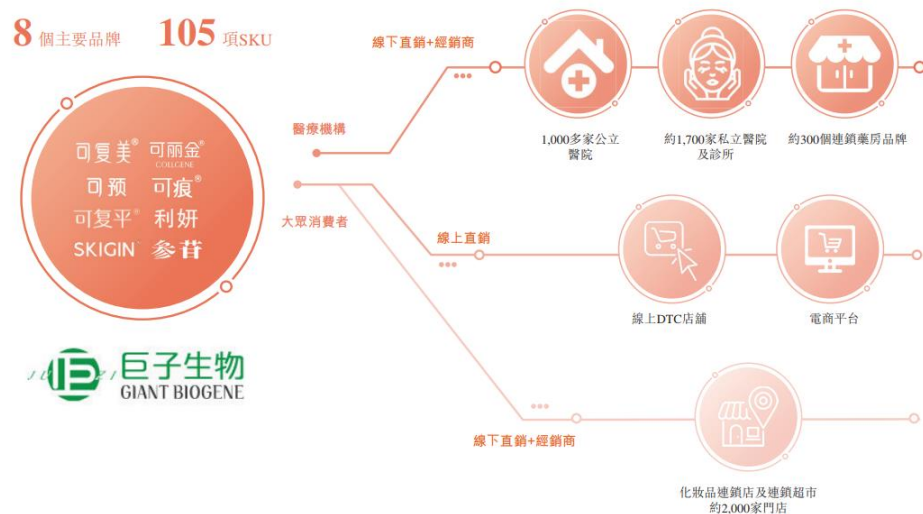
图表 34: 海露系列产品介绍



资料来源：天猫商城，国盛证券研究所

引进日本美妆一线品牌，与巨子生物深度合作。功效护肤品方面，公司积极与日本美妆一线品牌开展合作，目前已运营克奥妮斯、艾思诺娜、传皙诺等产品。此外，2021年8月，公司与中国最大的胶原蛋白专业皮肤护理产品公司巨子生物开展合作，助力“可复美”品牌在CS渠道（化妆品店）、药店渠道实现销售突破。在良好的合作基础上，2022年7月，公司与巨子生物合作升级，继续加码推进“可复美”品牌的线下全渠道商业化布局，并在2023年初推出合作定制产品。与巨子生物的深度合作有效验证了公司在功效护肤品方面的运营能力，公司有望凭借渠道优势与头部企业加强合作，进一步放大运营效率。

图表 35: 巨子旗下产品医疗机构+大众消费者双轨销售策略



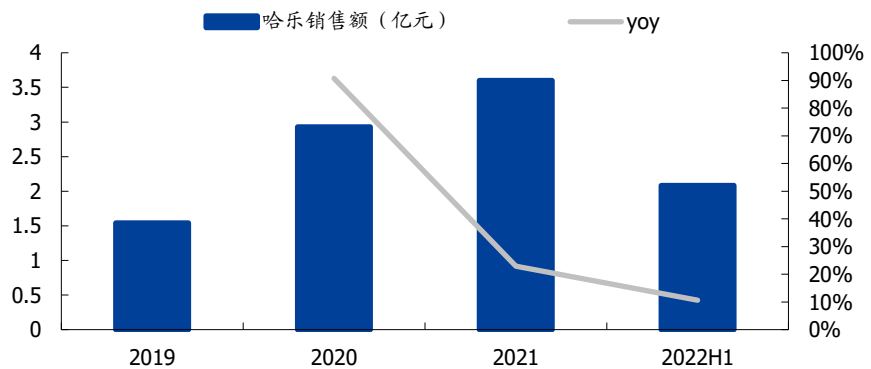
资料来源：巨子生物招股书，国盛证券研究所

3.3.2 处方药板块已积累良好口碑，未来新增合作可期

代表性产品哈乐运营结果超预期，与阿斯泰来合作深化。2019年3月，公司与阿斯泰来就泌尿线产品哈乐（盐酸坦索罗辛缓释胶囊）的零售渠道销售开展合作，在公司的运营下，哈乐系列连续三年超额完成既定指标。2021年阿斯泰来泌尿产品合作系列实现营收3.60亿元，同比增长22.95%，2022H1实现营收2.08亿元，同比增长10.63%，预计2022年哈乐销售已突破4亿量级。

得益于公司对哈乐的成功运营，阿斯泰来已解散自身泌尿线销售队伍，并将所有品规交由公司运营，目前哈乐运营渠道从零售渠道拓展至全渠道，公司新增运营卫喜康、贝坦利等产品。在品牌运营行业口碑效应与头部效应的驱使下，预计公司将拥有更多代理跨国药企产品的机会。

图表 36: 哈乐销售收入及增速 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 37: 公司与阿斯泰来合作泌尿线产品

<p>贝坦利(米拉贝隆缓释片)</p> <p>适应症: 成年膀胱过度活动症 (OAB) 患者尿急、尿频和/或急迫性尿失禁的对症治疗。</p>	<p>哈乐(盐酸坦索罗辛缓释胶囊)</p> <p>适应症: 前列腺增生症引起的排尿障碍。</p>	<p>卫喜康(琥珀酸索利那新片)</p> <p>适应症: 用于膀胱过度活动症患者伴有的尿失禁和/或尿频、尿急症状的治疗。</p>	<p>顺爽安(盐酸坦索罗辛缓释胶囊)</p> <p>适应症: 用于缓解良性前列腺增生症(BPH)引起的排尿障碍。</p>

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.3.3 特效药及创新药板块不断突破，市场有待放量

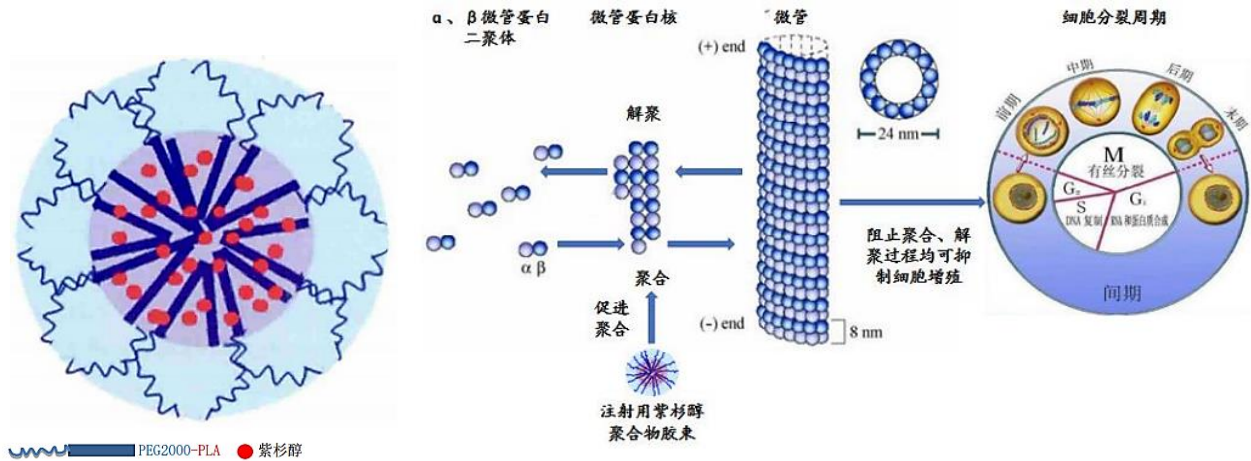
肿瘤药物运营渠道走通，创新药运营发展进入新阶段。2021年，公司新增运营罗氏制药旗下希罗达和特罗凯，有效开发了重点医院、DTP药房的肿瘤治疗药物销售渠道。基于此，上海谊众旗下肿瘤创新药“注射用紫杉醇聚合物胶束”于2021年10月获批上市后，首选公司进行合作。2022年2月，上海谊众与公司签署了推广服务合作协议，将“注射用紫杉醇聚合物胶束”的市场推广任务全权交由公司，约定合作协议第一阶段到期时间为2025年底。

肿瘤创新药市场空间可期，紫杉醇胶束有待放量。上海谊众的“注射用紫杉醇聚合物胶束”是广谱抗癌化疗药紫杉醇的新剂型，属于国家2.2类新药。紫杉醇是一种作用机理独特的广谱抗癌药，对包括肺癌、卵巢癌、乳腺癌、食道癌、胃癌和头颈部肿瘤在内的

多种恶性肿瘤均具有明显的抗癌活性，在临床上广泛应用于相关恶性肿瘤的治疗。

上海谊众研发的紫杉醇胶束，是通过独特的高分子合成技术，独创性地研发了与天然紫杉醇药物活性成分精准匹配的、具有极窄分布系数的药用辅料，并利用纳米技术形成的独家紫杉醇创新剂型。该剂型紫杉醇颗粒很小（18-20nm），可以通过被动靶向的作用进入到血管紊乱的肿瘤微环境中，这样药物更容易滞留肿瘤组织当中，导致其在肿瘤组织高浓度、正常组织低浓度，在提高疗效的同时，毒副反应发生率进一步降低。

图表 38: 紫杉醇胶束示意图及紫杉醇作用机制



资料来源: 上海谊众招股书, 国盛证券研究所

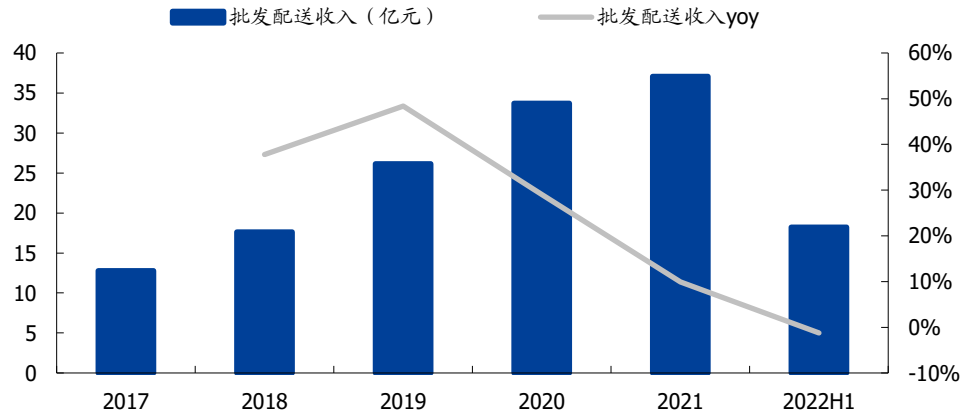
四、批发业务逐步优化，零售业务稳步发展

4.1 逐步优化批发业务，整体利润率有望改善

公司批发业务体量较小，行业集中度提升形势下主动收缩规模。根据商务部发布的《2021年药品流通行业运行统计分析报告》，药品批发企业集中度持续提高，中国医药集团依旧占据榜首位置，2021年主营业务达到5390亿元，而第2-4位的上海医药、华润医药、九州通主营业务收入均超过千亿元，“3+N”格局保持不变。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，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，2021年公司批发配送业务实现营收37亿元，规模相对较小。

随着两票制、带量采购等政策持续推进，预计医药批发行业渠道扁平化、行业集中度提高将更加明显。基于此，公司有意收缩批发配送业务的规模，于2022年8月出售了子公司北京万维医药51%的股权，剥离了北京区域的批发配送业务。2021年北京万维实现营收5.47亿元，公司整体批发板块实现营收37.06亿元，北京区域业务占比相对较小，预计2022年公司批发配送规模略有收缩。

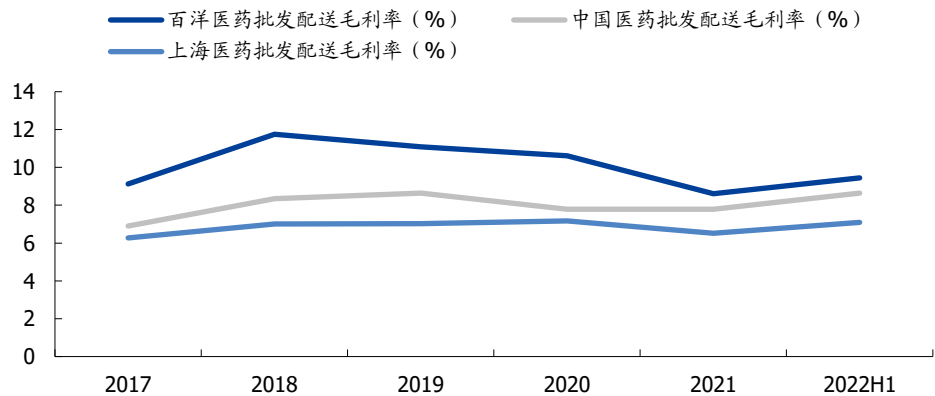
图表 39: 公司批发配送业务收入及增速 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

批发配送业务毛利较低, 聚焦核心业务有利于改善整体利润率。从公司批发配送业务的毛利率来看, 2017-2022H1 维持在 8-12%, 略高于大型药品批发企业, 但远低于公司品牌运营业务超 40% 的毛利率。考虑到品牌运营业务的高景气度, 以及公司整体发展方向, 逐步优化配送业务, 聚焦高毛核心业务有利于改善公司现金流, 提升整体利润率。

图表 40: 大型药品批发企业及公司批发配送业务毛利率 (%)



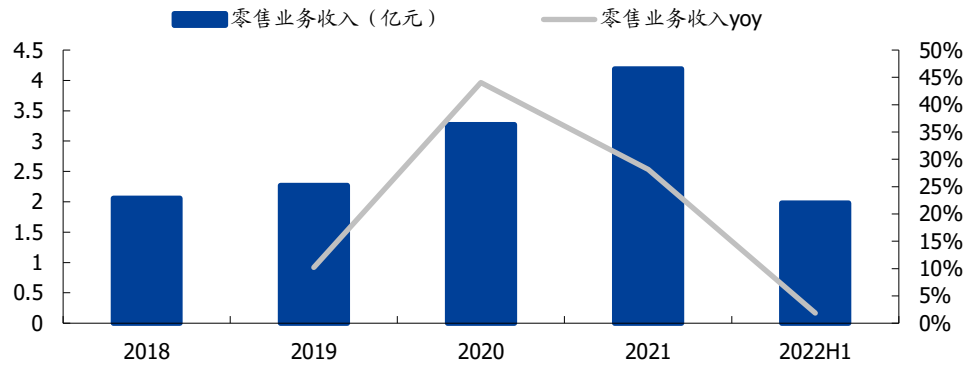
资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.2 零售业务线上、线下同步发展, 收入稳步提升

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药房, 打通线下零售渠道; 另一方面通过建立 B2C 医药电商网站和在天猫、京东等知名第三方电商平台上开设的医药电商旗舰店进行线上零售, 为医药产品提供线上销售平台、为消费者提供便捷的购买渠道。

近年来公司零售板块顶住疫情压力, 收入稳步提升。2021 年公司零售业务实现营收 4.19 亿元, 同比增长 27.93%, 2022H1 实现营业收入 1.98 亿元, 同比增长 1.86%, 其中零售特供药增长是主要来源。

图表 41: 公司零售业务收入及增速 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 42: 公司零售板块开展业务情况



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

五、盈利预测与估值

1) 盈利预测

关键假设

- 公司重点发展品牌运营业务, 随着品牌矩阵优势显现, 预计公司能与更多上游厂商形成合作关系, 运营品牌数量增加, 整体板块呈现快速增长趋势, 收入占比进一步提升。
- 公司已将北京区域的批发配送业务剥离, 主动收缩该板块业务规模, 预计该板块收入略有下滑, 收入占比相对减少。
- 公司线上、线下同步开展零售业务, 整体板块收入稳步提升, 在没有扩张计划的情况下, 预计该板块收入增长主要来自成熟门店的自然增长。
- 依据公司各板块毛利占比, 在整体归母净利润的基础上测算各板块净利润、净利润率。

图表 43: 公司收入、利润拆分及盈利预测 (百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
品牌运营收入	2166	2905	3849	5024	6470
yoy	8.64%	34.11%	32.50%	30.50%	28.80%
品牌运营收入占比	36.94%	41.33%	48.88%	56.70%	63.87%
品牌运营毛利率占比	72.80%	79.89%	80.96%	83.95%	86.08%
品牌运营净利润率	9.16%	11.63%	10.56%	10.50%	10.55%
品牌运营净利润	199	338	406	527	683
yoy	22.83%	70.15%	20.34%	29.73%	29.45%
批发配送收入	3371	3706	3570	3347	3125
yoy	28.98%	9.94%	-3.65%	-6.25%	-6.65%
批发配送收入占比	57.48%	52.72%	45.34%	37.78%	30.85%
批发配送毛利率占比	24.47%	18.18%	17.46%	14.63%	12.59%
批发配送净利润率	1.98%	2.07%	2.46%	2.75%	3.20%
批发配送净利润	67	77	88	92	100
yoy	47.36%	15.17%	14.06%	4.82%	8.65%
零售收入	327	419	455	490	535
yoy	43.86%	27.93%	8.80%	7.52%	9.20%
零售收入占比	5.58%	5.95%	5.78%	5.53%	5.28%
零售毛利率占比	2.73%	1.93%	1.58%	1.42%	1.33%
零售净利润率	2.28%	1.95%	1.75%	1.82%	1.97%
零售净利润	7	8	8	9	11
yoy	151.31%	9.52%	-2.64%	12.19%	18.25%
其他收入	15	22	0	0	0
营业总收入	5879	7052	7875	8861	10130
yoy	21.26%	19.94%	11.68%	12.51%	14.32%
归属母公司股东的净利润	273	423	502	628	793
yoy	29.94%	55.04%	18.75%	25.10%	26.25%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

基于假设测算, 预计公司 2022-2024 年实现总营收 78.75 亿元、88.61 亿元、101.30 亿元, 同比增长 11.68%、12.51%、14.32%; 实现归母净利润 5.02 亿元、6.28 亿元、7.93 亿元, 同比增长 18.75%、25.10%、26.25%。

其中, 收入分板块看: 1) 预计 2022-2024 年, 品牌运营业务实现收入 38.49 亿元、50.24 亿元、64.70 亿元, 同比增长 32.50%、30.50%、28.80%。2) 预计 2022-2024 年, 批发配送业务实现收入 35.70 亿元、33.47 亿元、31.25 亿元, 同比减少 3.65%、6.25%、6.65%。3) 预计 2022-2024 年, 零售业务实现收入 4.55 亿元、4.90 亿元、5.35 亿元, 同比增长 8.80%、7.52%、9.20%。

2) 估值

公司商业化平台已经搭建完成，后续在 OTC 大健康、OTX 等处方药、特效药与肿瘤药多个品类具备大单品合作机会，在政策助推下上游需求旺盛，核心品牌运营业务进入高速发展期，是市场稀缺的 CSO 标的。

由于公司符合成长型企业特点，在占据先发优势和龙头地位的基础上，利润增长具备加速潜能，我们认为合理的 PEG 为 1.3X，测算公司 2023 年目标市值为 205 亿元，2024 年目标市值 271 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 44: 百洋医药估值及目标市值 (亿元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东的净利润 (百万元)	273	423	502	628	793
yoy	29.94%	55.04%	18.75%	25.10%	26.25%
PEG				1.3	1.3
PE				33	34
目标市值 (亿元)				205	271

资料来源: wind, 国盛证券研究所

六、风险提示

- 1、品牌运营业务集中风险：**迪巧系列产品是公司运营的重要品牌产品，对公司品牌运营业务及整体业绩表现均有重要影响。一旦出现迪巧系列产品的市场竞争格局发生重大变化、消费者的偏好发生重大变化、迪巧系列产品的生产发生波动或其他可能影响迪巧系列产品业务的不利因素，均可能导致公司品牌运营业务的重大波动，进而导致公司整体业绩表现出现波动的情形。
- 2、医药政策负向影响风险：**医药行业发展与相关政策实施密切相关，若国家政策对公司的业务经营造成不利影响，或者公司不能及时根据相关政策作出业务调整，不能适应新的行业竞争状况，均将会对公司的经营业绩造成不利影响。
- 3、市场竞争加剧风险：**现有的品牌运营公司都在不断加大运营投入，市场竞争不断加剧。同时，公司还将面临来自于以批发、零售为主要业务的企业竞争。如未来公司不能采取有效措施拓展品牌矩阵和销售网络、增加现有销售渠道覆盖范围、提高品牌运营综合服务能力，将可能在未来的市场竞争中处于不利地位。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com