

# 顺应行业发展浪潮，商业化平台价值逐步兑现

## 核心观点

- **快速崛起的第三方医药品牌运营商。**公司是国内领先的医药品牌运营商，旗下运营的“迪巧”已成为十亿级大品种，在进口补钙类产品排名前列，“泌特”、“哈乐”等品牌也保持稳定成长，在过去十几年的精耕细作下，公司与罗氏、阿斯利康、安斯泰来等全球知名药企形成紧密的合作关系，并将成功的经验加以复制，在院外市场形成独特的CSO竞争优势，22H1公司CSO业务营收规模达到16.98亿元，同比增长31.12%，此外，22年公司剥离山东以外批发业务，进一步聚焦品牌运营业务。
- **政策催化下医药品牌运营市场增长提速。**根据头豹研究院，2014-2018年医药品牌运营市场规模由106.8亿元增长至424.1亿元，在2023年有望达到1390.3亿元。需求端看，集采政策与创新药IND数量爆发使得行业发展加速，原研品种集采落标后，对院外市场的重视度大幅上升，然而其销售团队往往在院外的渠道铺设并不全面，因此落标品种对医药品牌运营商的需求迫切。此外，我国18-22年创新药IND数量快速上升，部分创新药企销售团队尚未健全，也会选择外包部分区域或职能给品牌运营商，加速药品的商业化。不论是医药产业发展成熟后分工的细化，还是政策的进一步催化，医药品牌运营市场是当下的蓝海市场。
- **OTC/OTX大品种加速落地，向功效护肤品、创新药等领域延伸。**梳理公司商业化品种发展的进程，21/22年公司落地品种数量明显提速、质量也快速增长，尤其22年，公司连续落地“安立泽”、“罗盖全”两大处方药，加强公司在OTX领域的布局，并与上海谊众合作关于第三代紫杉醇胶束的商业化推广，进一步向肿瘤&创新药领域延伸。此外，公司与磨合了一年之久的功效护肤品企业巨子生物进一步加深合作，取得“可复美”品牌的线下全渠道商业化权利，并有望推出联名品牌，加强公司在功效护肤品领域的布局。我们认为，公司22年商业化品种的加速一方面受益于行业发展的趋势，另一方面印证公司在CSO领域的竞争力，随着公司产品矩阵的完善，马太效应将更加显著。

## 盈利预测与投资建议

- 百洋医药是国内领先的第三方药品商业化企业，我们预测公司2022-2024年每股收益分别为0.96/1.21/1.53元，根据可比公司，给予2023年PE估值25X，对应目标价30.25元，首次给予买入评级。

## 风险提示

- 新品种BD不及预期、品牌运营业务集中、政策风险、市场竞争加剧

## 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,879	7,052	7,288	8,318	9,772
同比增长(%)	21.3%	19.9%	3.4%	14.1%	17.5%
营业利润(百万元)	368	564	670	849	1,083
同比增长(%)	24.3%	53.2%	18.8%	26.7%	27.5%
归属母公司净利润(百万元)	273	423	507	633	802
同比增长(%)	29.9%	55.0%	19.8%	25.0%	26.7%
每股收益(元)	0.52	0.81	0.96	1.21	1.53
毛利率(%)	25.1%	25.1%	28.3%	30.0%	31.4%
净利率(%)	4.6%	6.0%	7.0%	7.6%	8.2%
净资产收益率(%)	19.8%	23.3%	22.7%	24.8%	25.9%
市盈率	51.4	33.2	27.7	22.1	17.5
市净率	9.5	6.5	6.1	5.0	4.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 投资评级 买入 (首次)

股价(2023年03月30日)	26.08元
目标价格	30.25元
52周最高价/最低价	31.53/17.81元
总股本/流通A股(万股)	52,510/11,838
A股市值(百万元)	13,695
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2023年03月31日

## 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.13	-8.44	9.39	3.86
相对表现	-4.12	-7.68	5.08	8.93
沪深300	-0.01	-0.76	4.31	-5.07



## 证券分析师

刘恩阳	01066218100*828 liuenyang@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860519040001 香港证监会牌照: BSW684
田世豪	021-63325888*6111 tianshishao@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860521080001

## 联系人

易丹阳	yidanyang@orientsec.com.cn
裴晓鹏	peixiaopeng@orientsec.com.cn

## 目录

一、乘行业发展之风，快速崛起的医药 CSO 领军者 .....	5
1.1 由大单品起家，运营品种矩阵加速丰富 .....	5
1.2 股权结构稳定，管理层从业经验丰富 .....	7
1.3 业绩持续稳定增长，平台价值已逐步得到验证 .....	8
二、多因素共同驱动，品牌运营市场需求广阔 .....	10
2.1 医药专业分工日益细化，CSO 协同平台发展向好 .....	10
2.1.1 原研药集采后外流市场，助推零售渠道的品牌运营 .....	11
2.1.2 创新药浪潮催生配套营销，医药外包中下游平台兴起 .....	12
2.2 品牌运营是新蓝海，行业有望保持快速增长 .....	13
三、商业化品种持续增长，企业发展进入快车道 .....	14
3.1 打造大单品经验丰富，OTC/OTX 品种加速落地 .....	15
3.1.1 迪巧突破规模瓶颈，未来稳健成长可期 .....	15
3.1.2 BD 能力强劲，22 年商业化大品种快速落地 .....	18
3.2 把握创新浪潮，肿瘤及创新药带来新机遇 .....	20
3.3 功效护肤品拓宽企业边界，科研转化硕果累累 .....	20
3.4 批发与零售业务保持稳定，为 CSO 业务的前端抓手 .....	22
盈利预测与投资建议 .....	24
盈利预测 .....	24
投资建议 .....	25
风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1: 公司发展历史及发展阶段梳理.....	5
图 2: 公司致力于成为连接医药产品和下游消费者的纽带 .....	6
图 3: 公司商业化平台能力逐步兑现 .....	6
图 4: 公司股权结构图（截止 2023 年三季报） .....	7
图 5: 2021 公司期末员工职能构成情况 .....	8
图 6: 2017-2021 年公司销售人员人均创收（万元/人）情况.....	8
图 7: 2016-2022Q1-Q3 公司营业收入（亿元）及增速.....	9
图 8: 2016-2022Q1-Q3 公司归母净利润（亿元）及增速 .....	9
图 9: 2016-2022Q1-Q3 公司各项业务营业收入（亿元） .....	9
图 10: 2016-2022H1 公司整体及各项业务毛利率 .....	9
图 11: 2016-2022Q1-Q3 公司期间费用率 .....	10
图 12: 2018-2022H1 公司销售费用（亿元）构成 .....	10
图 13: 2016-2021 年上市药企（排除医疗器械行业）平均销售费用（亿元）及增速 .....	10
图 14: CSO 行业发展关键点梳理 .....	10
图 15: 第一轮带量采购后药品市场医院渠道销售金额（亿元） .....	12
图 16: 第一轮带量采购后药品市场零售渠道销售金额（亿元） .....	12
图 17: 2012-2021 年中国首次 IND 创新药数量（个） .....	12
图 18: 2014-2021 年中国新药临床试验登记数量（个） .....	12
图 19: 中国医药品牌运营行业市场规模（亿元）及预测.....	13
图 20: 2016-2022H1 百洋医药与 CSO 可比公司的营业收入（亿元） .....	13
图 21: 2016-2022H1 百洋医药与 CSO 可比公司的品牌运营业务毛利率.....	13
图 22: 公司构建“一体两翼”创新服务平台 .....	14
图 23: 2016-2022Q1-Q3 公司品牌运营业务营业收入（亿元）及增速.....	14
图 24: 2016-2022Q1-Q3 公司品牌运营业务毛利（亿元）及毛利率.....	14
图 25: 2021 年品牌收入分类（还原两票制业务后计算） .....	15
图 26: 公司品牌矩阵覆盖 OTC 及大健康、OTX 等处方药和肿瘤等重症药多品类.....	15
图 27: 2016-2022H1 公司迪巧系列营业收入（亿元）及增速 .....	16
图 28: 2016-2022H1 公司迪巧系列毛利（亿元）及毛利率.....	16
图 29: 公司围绕迪巧开展的商业活动梳理.....	16
图 30: 2018-2022H1 泌特营业收入（百万元） .....	18
图 31: 2020-2022H1 安斯泰来系列营业收入（百万元） .....	18
图 32: 海露滴眼液具备四大优势 .....	19
图 33: 2021&2022H1 海露滴眼液营业收入（百万元） .....	19
图 34: 2016-2021 年样本医院紫杉醇市场规模（亿元）及增速 .....	20

图 35: 21Q4-22Q3 上海谊众营业收入 (百万元) .....	20
图 36: 2021H1-2022H1 百洋易美营业收入 (百万元) .....	21
图 37: 2019-2021 年巨子生物营业收入 (亿元) .....	22
图 38: 2016-2023 年中国功效性护肤品行业市场规模 (亿元) 及增速 .....	22
图 39: 公司及控股股东聚焦三大赛道 .....	22
图 40: 2016-2022H1 公司批发配送业务营业收入 (亿元) 及增速 .....	23
图 41: 2016-2022H1 公司批发配送业务毛利 (亿元) 及毛利率 .....	23
图 42: 2016-2022H1 公司零售业务营业收入 (亿元) 及增速 .....	23
图 43: 2016-2022H1 公司零售业务毛利 (亿元) 及毛利率 .....	23
图 44: 可比公司估值表 .....	25
表 1: 公司管理层主要成员 (截止 2022 年 9 月 30 日) .....	8
表 2: 医药产业链下游相关政策 .....	11
表 3: 公司在迪巧 CSO 过程中承担的主要工作 .....	17
表 4: 公司与美国安士、中山安士合作历史沿革 .....	18
表 5: 2022 年战略合作事件梳理 .....	20
表 6: 百洋易美发展历程梳理 .....	21

# 一、乘行业发展之风，快速崛起的医药 CSO 领军者

## 1.1 由大单品起家，运营品种矩阵加速丰富

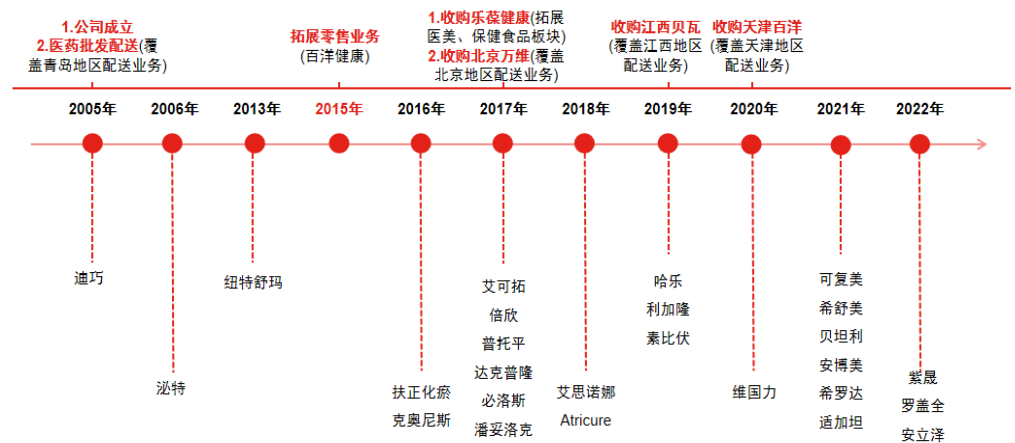
公司是国内 CSO 领域领先的健康品牌商业化平台。公司成立于 2005 年，始终坚持“以渠道建设及终端配送能力为核心，以医药健康产品商业推广为特色，以现代化物流体系建设为基础”的发展战略，为广大消费者提供质优价廉的药品及健康产品。公司专注品牌运营业务，打造迪巧、泌特等多个重磅产品，不断拓展品类至创新药、功效护肤品等领域，形成多产品线布局的协同效应。

公司通过战略收购、不断挖掘与推广新品牌，实现从产品型企业向平台型企业的转变。自设立以来，公司的业务演变可分为两个阶段：

(1) 2005 年-2015 年业务探索及成长阶段，以运营迪巧、泌特两个品牌为核心业务，积累了丰富的零售渠道品牌运营经验；

(2) 2015 年至今业务复制及成熟阶段，以下游客户需求驱动上游产品运营，合作的厂商包括武田制药、迈蓝制药、阿斯泰来等全球知名的医药企业。值得注意的是，2022 年以来，公司的业务范围在同一渠道下实现了品种进一步的多元化，与上海谊众合作进行紫杉醇胶束紫晟®的商业运营，实现在肿瘤创新品种方向上的能力拓展、与巨子生物深度合作帮助其开展线下渠道业务运营，并成立共有品牌，增强了公司在功效护肤品业务运营方向上的深度与广度，与跨国药企的合作也有所加速，与罗氏、阿斯利康、武田等企业的合作均有所突破，其中新签罗氏的罗盖全与阿斯利康的安立泽均为可在 23 年贡献营收与利润的大品种。

图 1：公司发展历史及发展阶段梳理



数据来源：公司公告，东方证券研究所整理

公司主营业务是为医药产品生产企业提供营销综合服务，涵盖全球优质医药的品牌运营、批发配送及零售三大板块，满足品牌方全方位需求。(1) 公司向上游采购相关产品后自行销售，通过产品买卖差价的方式实现盈利，主要在院外方向；(2) 公司向上游企业提供品牌运营服务后，

上游根据公司提供的运营服务及实现的销售情况，向公司支付服务费，由于两票制原因此模式主要在院内方向。

公司提供以“品牌运营”为核心的全渠道商业化服务。公司的核心业务是为上游医药制造企业提供品牌运营服务，搭建了一条优质医药及大健康产品快速实现商业化的“高速公路”，能够满足不同生产企业、不同类型产品、不同销售渠道的各种商业化需求。目前公司运营品牌的覆盖领域已超 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、抗衰等领域，基于应用场景，为消费者提供整体解决方案。

图 2：公司致力于成为连接医药产品和下游消费者的纽带



数据来源：公司官网，东方证券研究所

此外，公司控股股东百洋医药集团围绕“商业化突破，生态化创新”的集团战略，实现三大生态圈协同发力。公司以品牌、平台能力为基础，以资产增值为核心，以创新孵化为特色，核心业务包括商业化平台、健康投资和健康园区三大生态圈，为政府、医院、药企、药店、医生、患者提供全链条、多场景的整体解决方案，推进生物医药、医疗器械、人工智能、高端智造等领域重点项目的落地。简言之，由于公司所处在整个医药产业环节的中游，上可对接生产型企业、下可对接医院与患者，因此可积极在上下游进行布局，且由于公司是 CSO 类型企业，可触达终端需求，了解行业痛点，因此在投资布局方面具备相对优势。

图 3：公司商业化平台能力逐步兑现

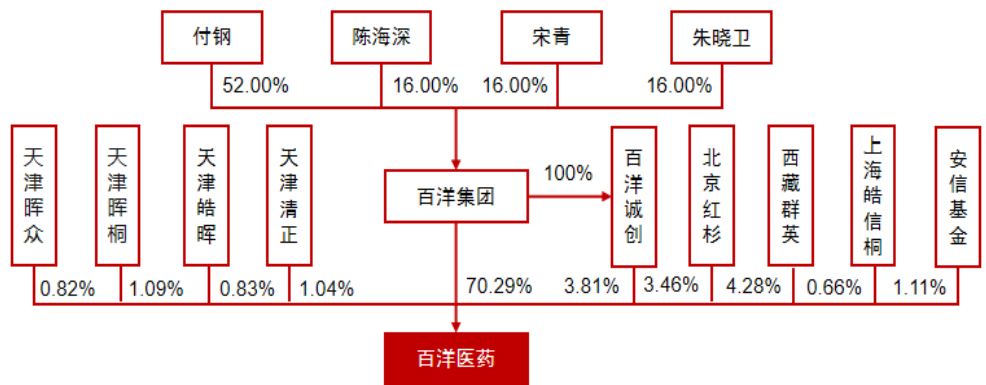


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 1.2 股权结构稳定，管理层从业经验丰富

**公司架构清晰，股权结构稳定。**截至 2022Q3，公司实际控制人，董事长、总经理付钢先生间接持股 39.42%；公司控股股东百洋集团直接持股 70.29%，目前核心管理层均通过百洋集团对公司进行持股，合计持股比例为 51.26%，高管团队与公司利益有着相当深厚的绑定。

图 4：公司股权结构图（截止 2023 年三季报）



数据来源：wind，东方证券研究所

**公司管理层经验丰富，有利于长期经营发展。**公司管理团队大多出身于专业的大型医药企业，具备多年从业经验。创始人及董事长付钢先生本科毕业于北京医科大学临床医学系，从专业的医生转型为企业的运营和管理者，为医药行业资深人士；曾获“年度十大医药产业人物”、IDC 亚太区“数字化转型领军人物”等，其他高管大多拥有多年丽珠医药系内部工作经验，同时有医学专业知识支持，有充足的能力开展医药产品的品牌运营业务，为公司打造完整的医药商业生态圈。

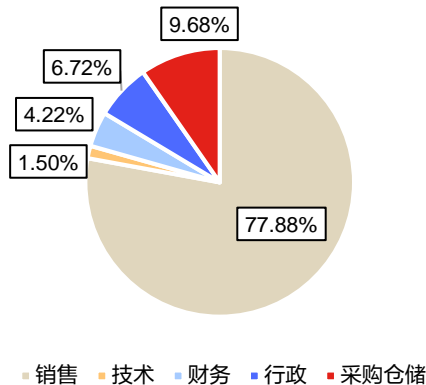
表 1: 公司管理层主要成员 (截止 2022 年 9 月 30 日)

姓名	年龄	职务	简介
付钢	52 岁	董事长 总经理	本科学历，1994 年加入丽珠医药集团股份有限公司工作，曾任丽珠医药青岛办事处经理，营销公司市场部产品主管、副总经理兼医学市场部经理等，具有丰富的医药营销及市场管理经验。2005 年创建百洋医药，并担任董事长；现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等职务。
朱晓卫	59 岁	副总经理	硕士学历，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。2016 年 7 月公司股改完成后至今，任公司董事、副总经理；现兼任公司控股股东百洋医药集团有限公司董事、青岛百洋制药有限公司董事长等职务。
王国强	51 岁	副总经理 董事会秘书	本科学历，曾任丽珠医药营销公司财务经理、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、百洋集团投资副总裁。现任百洋医药副总经理、财务总监、董事会秘书；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	47	副总经理	本科学历，曾任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，百洋医药非处方药市场部经理、非处方药市场部总监，百洋集团公共关系管理部总监，百洋医药非处方药市场总监。现任公司副总经理、董事；兼任百洋美国投资董事。
王廷伟	44 岁	副总经理	硕士学历，曾任中国药学会科技开发中心商务部经理、汤森路透集团生命科学事业部大区业务经理、北京国药诚信资讯发展有限公司副总经理、青岛百洋智能科技股份有限公司商业拓展部总监、副总裁等。2021 年 12 月至今，任公司副总经理，现兼任青岛百易康智能医疗科技有限公司董事等职务。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

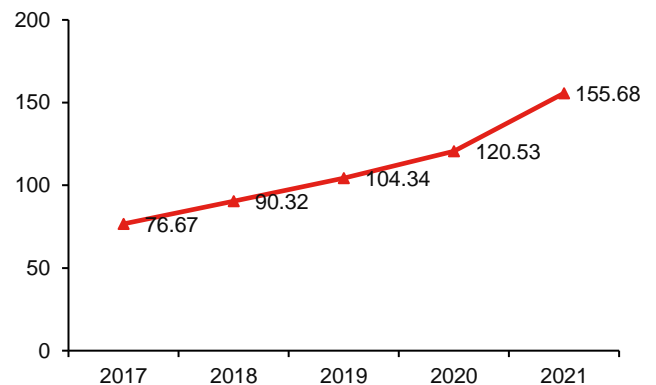
**销售业务人员占比高，2017-2021 年销售人员人效快速提升。**截至 2021 年末，公司员工总数 2396 人，其中前台业务人员与运营零售业务相关，直接面向客户，占比高达 77.88%；其次是采购仓储人员，占比 9.68%。受益于公司领先的运营水平带来的规模化效应，2021 年公司品牌运营业务收入/销售人员数量达 156 万元/人，我们认为未来公司人效将持续提升，规模优势持续体现。

图 5: 2021 公司期末员工职能构成情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6: 2017-2021 年公司销售人员人均创收 (万元/人) 情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

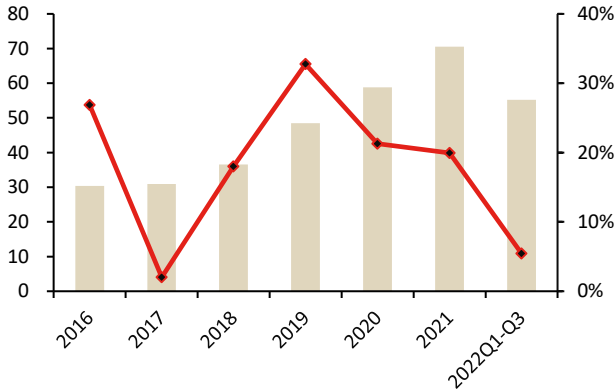
### 1.3 业绩持续稳定增长，平台价值已逐步得到验证

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



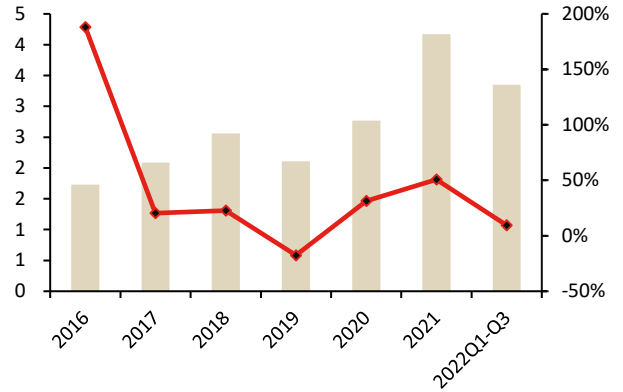
**总营收及归母净利润均持续稳定增长。**公司实现营业收入由 2016 年的 30.34 亿元增长至 2021 年的 70.52 亿元，2016-2021 年复合增长率 18.37%。2017 年受“两票制”政策影响增速有所下滑；但 2021 年已向好回升，继续保持较快增长，同比增长 19.94%。公司归母净利润由 2016 年的 1.73 亿元增长至 2022Q1-Q3 的 3.35 亿元，2016-2021 年复合增长率为 19.24%。2021 年实现归母净利润 4.17 亿元，同比增长 50.59%。

图 7：2016-2022Q1-Q3 公司营业收入（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：2016-2022Q1-Q3 公司归母净利润（亿元）及增速

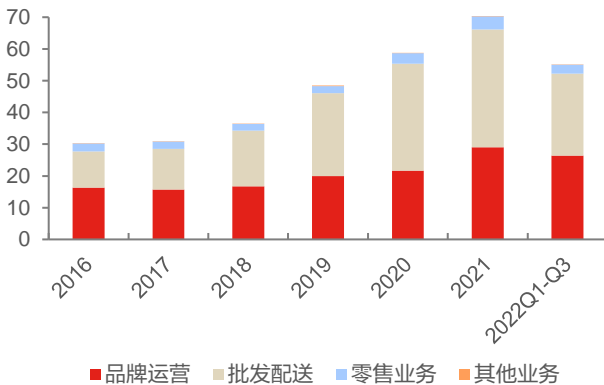


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**品牌运营与零售板块营业收入双增长。**按业务拆分来看，2022Q1-Q3 品牌运营业务实现收入 26.45 亿元，同比增长 24.25%；批发配送业务实现收入 25.82 亿元，同比下降 8.95%；零售业务实现营业收入 2.77 亿元，同比增长 7.70%。目前公司已经剥离山东地区以外的批发业务，零售业务也将保持稳定增长，公司未来将进一步聚焦 CSO 业务。

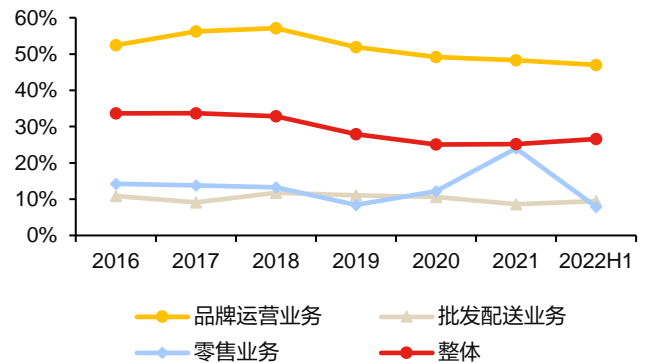
**整体毛利率保持稳定增长趋势，规模效应初显。**2022H1 公司整体毛利率为 26.61%，按业务拆分来看，2022H1 品牌运营业务毛利率为 47%，较 21 年末下降 1.28pcts，主要是毛利率较高的迪巧系列销售占比有所下降，而毛利率较低的品牌如哈乐系列等销售占比有所增长所致；批发配送业务毛利率为 9.44%，零售业务毛利率为 7.89%。

图 9：2016-2022Q1-Q3 公司各项业务营业收入（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：2016-2022H1 公司整体及各项业务毛利率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

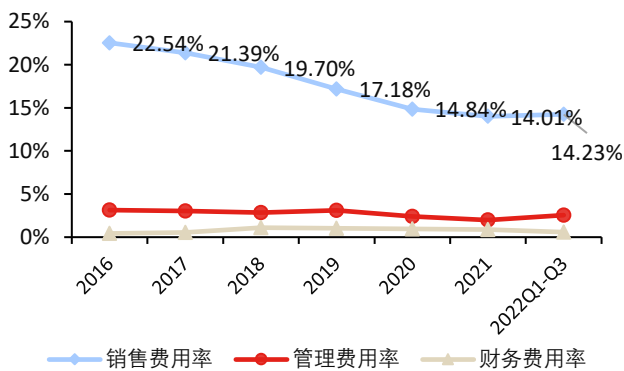
**期间费用水平稳定，公司逐渐实现规模经济。**2022Q1-Q3 公司整体费用率为 17.38%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 14.23%、2.56%、0.59%，销售费用率较 21 年末

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

提升0.22pcts，主要由于新商业化品种支出销售费用增加，销售费用系公司费用的主要组成部分。我们认为，随着公司在规模经济下运营效率的提升，期间费用率有望实现进一步降低，总体看公司费用控制能力优秀。

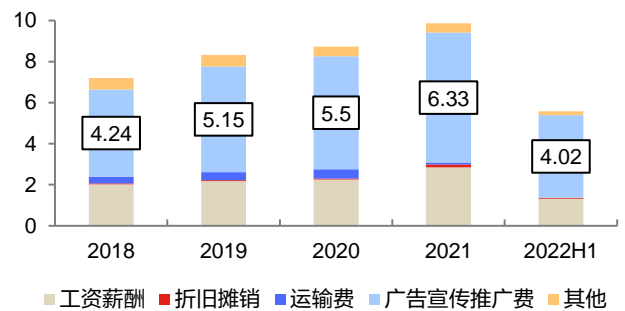
公司的销售费用主要为广告宣传推广费及工资薪酬。2022H1 公司销售费用中的广告宣传推广费与工资薪酬分别为 4.02 亿元、1.32 亿元，占销售费用的比例分别为 72.12%、23.70%，系影响销售费用的主要因素。我们认为：①公司运营品牌的数量不断增加，市场推广投入不断加大，但有望实现渠道间的协同，具备规模效应；②随着销售人员考核方法的完善以及国内用工成本的增加，销售人员的工资薪酬不断增长，但有望保持稳中下降趋势。

图 11：2016-2022Q1-Q3 公司期间费用率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：2018-2022H1 公司销售费用（亿元）构成



数据来源：公司公告，东方证券研究所

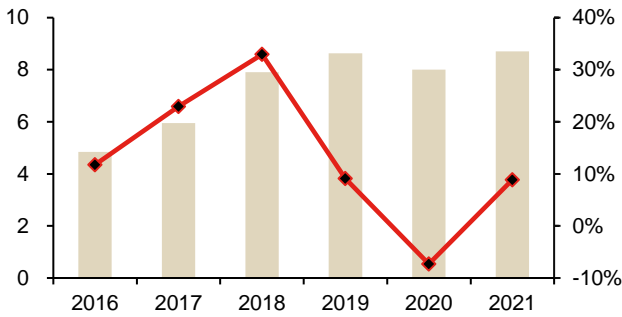
## 二、多因素共同驱动，品牌运营市场需求广阔

### 2.1 医药专业分工日益细化，CSO 协同平台发展向好

行业发展趋势阶段决定 CSO 企业登上舞台。1、随着市场竞争的不断加剧，医药生产企业正逐步从研发、生产及销售一体化的传统经营方式向专业化、平台化的方向发展，专业的销售推广平台已经成为医药行业的重要组成部分。2021 年上市药企（排除医疗器械）平均销售费用 8.71 亿元，同比增长 8.88%；出于节约成本的考量，药企倾向于把药品销售推广业务委托给 CSO 企业。2、伴随着医药市场的国际化，尤其是美国、欧洲等发达国家的医药生产企业由于对中国市场的需求了解不足，更愿意把产品推广及销售工作交给专业公司去完成。

图 13：2016-2021 年上市药企（排除医疗器械行业）平均销售费用（亿元）及增速

图 14：CSO 行业发展关键点梳理



数据来源：药智网，东方证券研究所



数据来源：东方证券研究所制作

**行业政策进一步增快了行业趋势。**在国内市场需求方面，伴随着药品加成取消、医药分开、两票制、带量采购等一系列医疗改革政策的推进，我国的医药产品流通将逐渐向市场化的竞争格局发展。更重要的是，由于带量采购政策的持续推进，导致越来越多的外资原研品种落标，倒逼原研药品企业寻求院外市场的发展，但是由于此前该部分企业对院外渠道的铺设较为薄弱，难弥补其院内销售额的大幅下滑，因此寻求 CSO 的协助逐渐成为趋势。

表 2：医药产业链下游相关政策

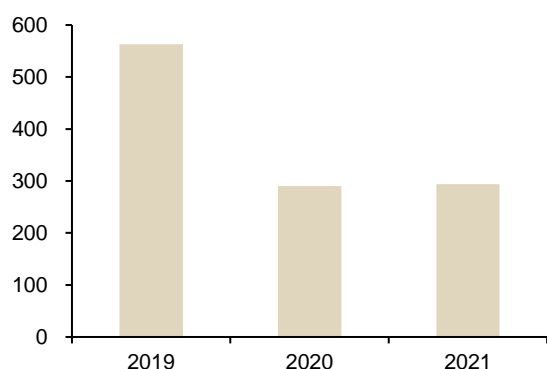
政策	内容	影响
两票制	全省范围内推行从生产到流通和从流通到医疗机构各开一次发票的两票制，压缩流通渠道层级，并且每个品种的一级经销商不得超过 2 个	减少医院通过药品销售盈利的行为，促进医药产品销售从医药渠道向零售渠道的转换，使行业厂商更加关注零售渠道的品牌运营
取消药品加成	破除以药补医机制，取消药品加成（中药饮片除外），将公立医院补偿由服务收费、药品加成收入和政府补助三个渠道改为服务收费和政府补助两个渠道	降低医院销售药品份额，促使医药销售从医院渠道流向零售渠道，提升了零售渠道对品牌运营的需求
带量采购	国家组织药品集中采购，在保障药品质量和供应的同时大幅降价，促进仿制药替代国外原研药，中选药品价格大幅下降带动同品种药品整体价格水平下调	1.原研药受仿制药价格竞争的影响，会更多关注零售渠道市场的品牌运营；2.加剧医院药品市场的竞争，拓展医药生产厂商对零售渠道的销售

数据来源：国家卫健委、卫计委等政府官网，东方证券研究所

### 2.1.1 原研药集采后外流市场，助推零售渠道的品牌运营

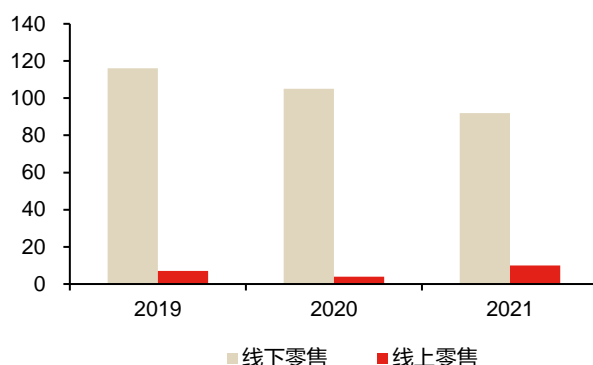
**原研药集采后受多方竞争的影响，更多关注零售渠道的品牌运营。**2019 年国家组织药品集中采购和使用试点，对原研药产品销售造成了较大的冲击。一方面，仿制药产品通过一致性评价后，在和原研药产品的竞争中具有明显的价格优势。带量采购政策的实施，迫使原研药生产商在降价和退出医药渠道中选择。另一方面，原研药外流市场增大，越来越多生产厂商开始关注零售渠道市场，与专业的品牌运营商合作成为新选择。根据 IQVIA 数据，带量采购后药品市场整体销售金额在医院市场与线下零售市场（主要是医保定点零售药房）下降，但是在线上零售市场（自费渠道）的销量和金额显著增长。

图 15：第一轮带量采购后药品市场医院渠道销售金额（亿元）



数据来源：IQVIA，东方证券研究所；备注：药品市场含中标品种和落标品种

图 16：第一轮带量采购后药品市场零售渠道销售金额（亿元）

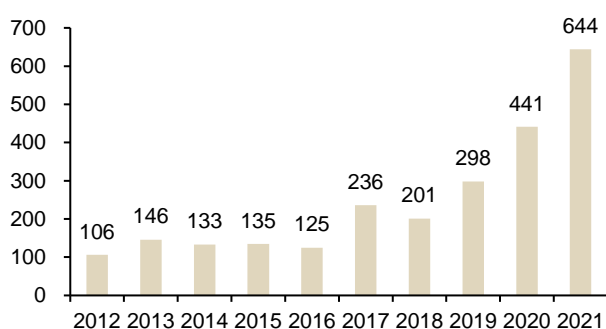


数据来源：IQVIA，东方证券研究所；备注：药品市场含中标品种和落标品种

## 2.1.2 创新药浪催生配套营销，医药外包中下游平台兴起

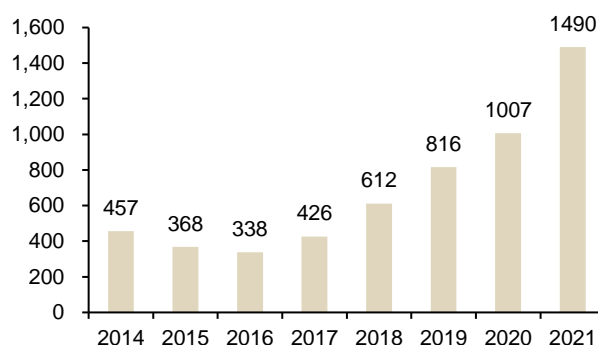
受益于医药审批制度改革的影响，近年来中国创新药出现井喷现象。①创新药市场持续增长。2017年之后，中国首次IND创新药数量逐年攀升，2019-2021年年均复合增长率达47.01%。新兴的创新药企，很难在短时间内建起成规模的商业化团队，迫切需要第三方商业化平台帮助实现商业价值回报，从而自身更聚焦研发。②创新药加速审批。国家药品监督管理局借鉴美国成熟的加速上市通道，提出“突破性治疗药物程序”、“附条件批准程序”、“优先审评审批程序”和“特别审批程序”四种加快审批的通道。2021年新药临床登记数量达1490个，同比增长近50%。

图 17：2012-2021 年中国首次 IND 创新药数量（个）



数据来源：医药魔方，东方证券研究所

图 18：2014-2021 年中国新药临床试验登记数量（个）



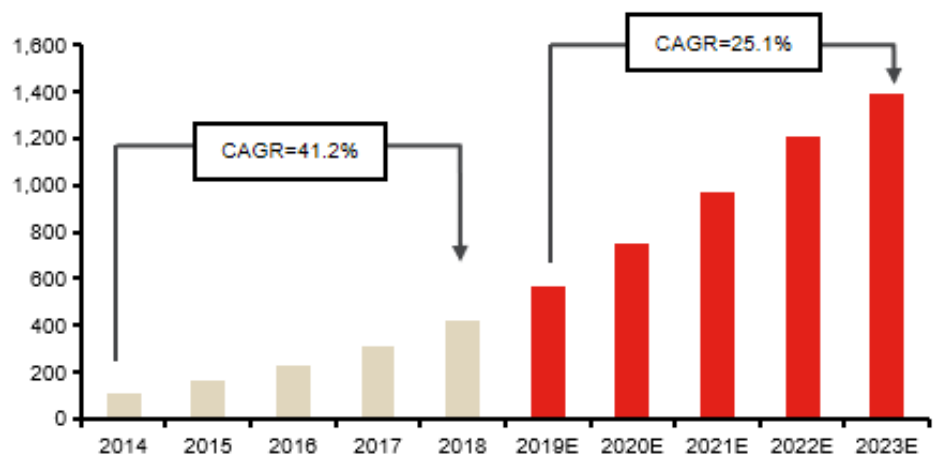
数据来源：医药魔方，东方证券研究所

除了创新药与原研落标药品作为CSO行业新增量以外，我国进口药品也长期以来靠国内CSO企业或流通企业协助销售，上药、国药、九州通等大型流通企业均在此方向有所布局，业务增速也远快于主业增速。

## 2.2 品牌运营是新蓝海，行业有望保持快速增长

**行业方兴未艾，保持快速增长。**当前我国 CSO 企业已从单一业务模式（销售代理）转型为多样化业务模式，不仅涉及到医药产品的营销、推广及销售，还拓展到产品引进、学术推广等多个相关领域，有效盘活上下游资源，具有广阔的发展前景。根据头豹研究院数据，医药品牌运营行业的整体市场规模由 2014 年的 106.8 亿元增长至 2018 年的 424.1 亿元人民币，年均复合增长率高达 41.2%；同时 2023 年有望达到 1390.3 亿元，2019–2023 年行业增速有望达到 25.1%。

图 19：中国医药品牌运营行业市场规模（亿元）及预测



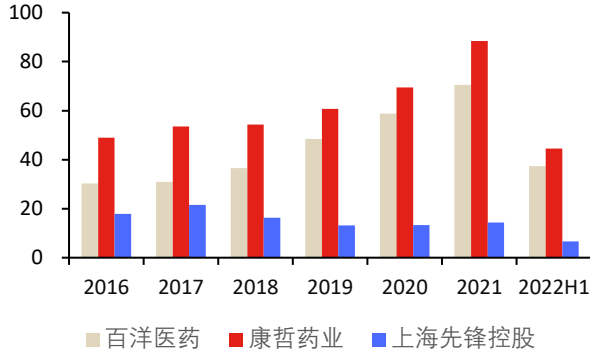
数据来源：头豹研究院，东方证券研究所

**药品品牌运营市场的供给方主要分为三大部分：**1、独立第三方 CSO 企业，此类企业主要为品牌运营业务，帮助工业企业进行推广、入院、销售、价格维护等业务，并且随着企业规模的成长，业务有望向上游延伸，实现自有品牌的药械销售；2、药品流通企业，我国大型流通企业几乎都参与了药品品牌运营业务，但是相较于第三方 CSO，流通企业更多的是借助渠道力量进行药品导入、数据追踪等，在药品推广 & 销售工作方面略有不足，因此能够看到流通企业品牌运营业务的毛利率常大幅低于独立第三方的 CSO 企业；3、医药工业企业，部分医药工业企业专注于某一科室的药品生产及销售，其销售部门在全国范围内具备相当健全的销售体系，在销售协同的基础上 BD 别的公司的品种进行商业化推广，我们在眼科、儿科等领域均发现了类似公司。

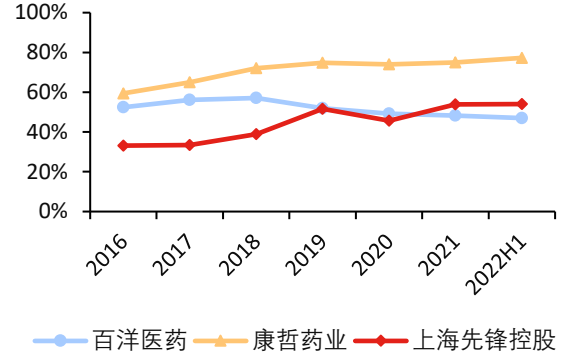
**第三方 CSO 企业利润率水平高，增速快。**2021 年百洋医药营业收入为 70.52 亿元，品牌运营业务毛利率为 48.26%，百洋医药可比公司主要包括康哲药业、上海先锋控股等。康哲药业深耕专科疾病领域，覆盖领域包括心脑血管/消化、眼科等，2021 年营业收入 88.87 亿元，毛利率 74.93%，在规模上遥遥领先；上海先锋控股主要从事进口药品代理，2021 年营业收入 14.35 亿元，毛利率 53.81%；第三方 CSO 企业相较于医药流通企业具备更强的销售、推广与品牌运营能力，相较医药工业企业具备更强的独立性与更广泛的选品能力，在行业发展的背景下，我们认为第三方 CSO 有望跑出新黑马。

图 20：2016–2022H1 百洋医药与 CSO 可比公司的营业收入（亿元）

图 21：2016–2022H1 百洋医药与 CSO 可比公司的品牌运营业务毛利率



数据来源: wind, 东方证券研究所



数据来源: wind, 东方证券研究所

### 三、商业化品种持续增长，企业发展进入快车道

公司正在形成“一体两翼”的创新平台架构。“一体两翼”即非处方药、处方药及肿瘤特药的品牌商业化平台为“一体”，院外营销平台、功效型护肤品商业化平台为“两翼”，通过协同发展助力医药工业企业和零售渠道实现效率升级。同时科研成果转化平台作为基地建设，将获取的创新资源以及合作项目持续不断地进行成果转化。

图 22：公司构建“一体两翼”创新服务平台

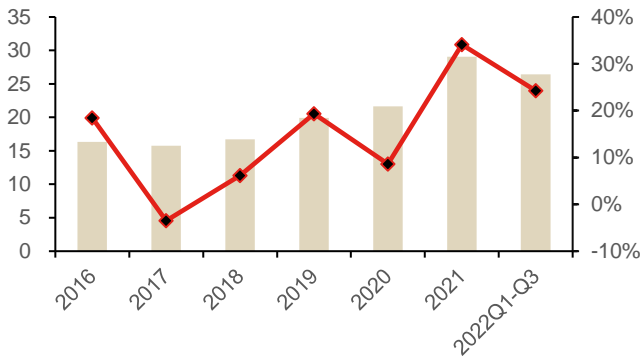


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

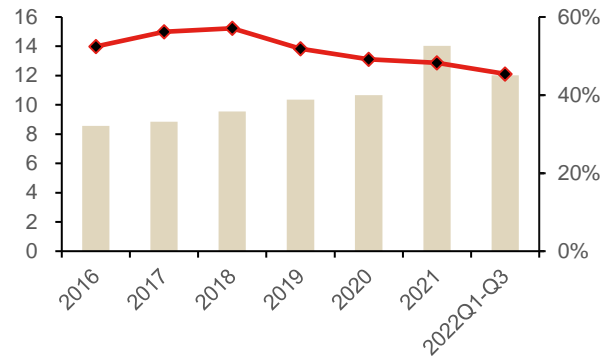
医药产品的品牌运营是公司的核心业务。自 2015 年起，公司运营的品牌数量不断增长，逐渐打造出了优势的品牌矩阵，带来整体收入规模的增长。2022Q1-Q3 品牌运营业务实现营业收入 26.45 亿元，同比增长 24.25%；若还原两票制后，实现收入 34.16 亿元，同比增长 30.93%。在毛利与毛利率方面，2022Q1-Q3 品牌运营业务实现毛利 12.01 亿元，毛利率为 45.42%，毛利占比达 81.15%，是公司的主要利润来源。

图 23：2016-2022Q1-Q3 公司品牌运营业务营业收入（亿元）及增速

图 24：2016-2022Q1-Q3 公司品牌运营业务毛利（亿元）及毛利率



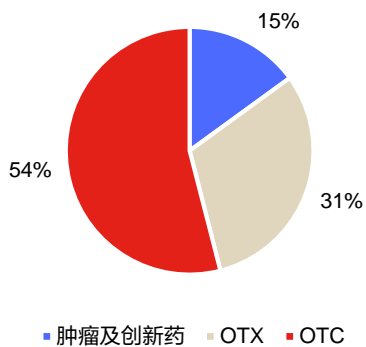
数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司早期以迪巧、泌特两个品牌的运营起家，单品牌收入占比较高。经过十余年的运营，公司已成功将迪巧、泌特品牌打造成细分市场最具有竞争力的品牌之一，为公司进一步拓展品牌运营业务市场提供了成功经验。我们认为：**①公司的品牌运营模式具有较强的复制性，未来有能力持续引入新品牌；②随着公司运营品牌规模的不断上升，单一品牌占收入比重不断下降，公司具有较强的持续盈利能力。**目前公司已经形成了 OTC、OTX 和肿瘤及创新药的多品牌矩阵，已覆盖骨健康、消化、肝病、肿瘤等十余个主要疾病领域。按品牌收入拆分来看，2021 年 OTC 实现收入 19.41 亿元，占比超 50%；OTX、肿瘤及创新药品牌分别实现收入 11.34 亿元、5.59 亿元。

图 25：2021 年品牌收入分类（还原两票制业务后计算）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 26：公司品牌矩阵覆盖 OTC 及大健康、OTX 等处方药和肿瘤等重症药多品类

品类	合作品牌
OTC 及大健康	海露 HYLO-COMOD <sup>®</sup> , nutrasummit, Quanis, 青春露, Excelhula, TRANSING
OTX 等处方药	迪特, 扶正化毒, 扶正, 康乐保, 康乐保, 康乐保, 康乐保, 克拉仙 KLACID <sup>®</sup> , 纳舒, 达纳坦 TANAKAN, 菲布打, 舒宁安, 奈舒 <sup>®</sup> , 服托平, 顺发安, 达克普隆 <sup>®</sup>
肿瘤等重症药	CSL Behring, 希罗达, XOSPATA, 紫晟

数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.1 打造大单品经验丰富，OTC/OTX 品种加速落地

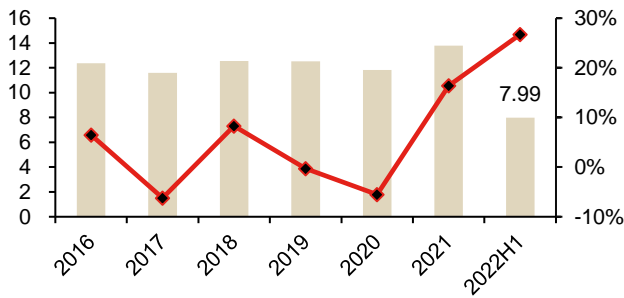
#### 3.1.1 迪巧突破规模瓶颈，未来稳健成长可期

**迪巧系列助力公司成为“10 亿”级医药品牌运营商。**公司系迪巧系列产品国内总代理商，全面负责迪巧系列产品的销售推广工作。2022H1 迪巧系列实现营业收入 7.99 亿元，同比增长 26.73%，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

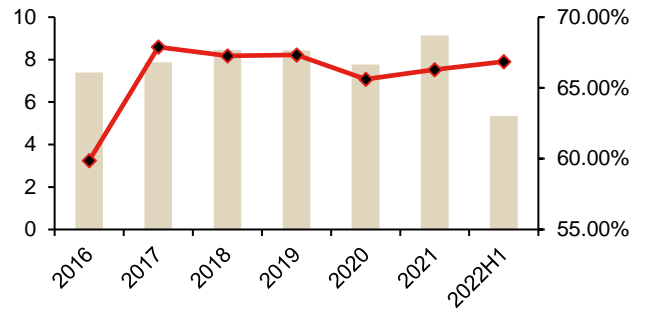
若还原两票制业务后计算，实现营业收入 8.38 亿元，同比增长 26.05%。在毛利与毛利率方面，2022H1 迪巧系列实现毛利 5.34 亿元，毛利率为 66.87%。根据中国非处方药物协会发布的数据，迪巧维 D 钙咀嚼片在中国一直处于领先地位，2018-2021 年在非处方药产品综合统计排名—维生素与矿物质类产品中排行分一直稳定在前五名。

图 27：2016-2022H1 公司迪巧系列营业收入（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 28：2016-2022H1 公司迪巧系列毛利（亿元）及毛利率

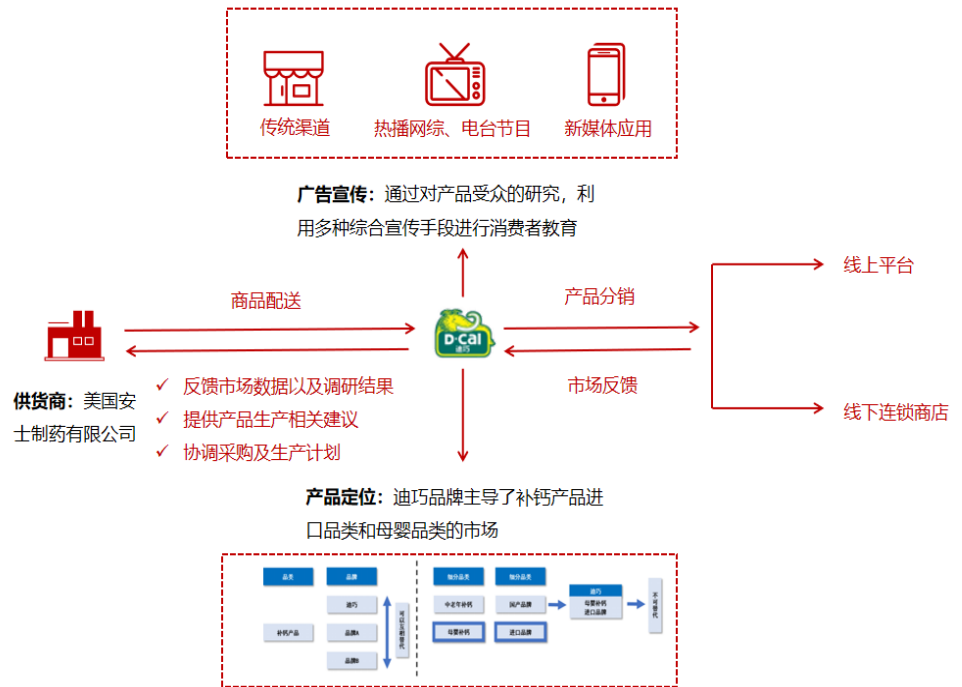


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**公司通过数字化营销打造品牌知名度。**迪巧于 2000 年进入中国市场，多年来，始终致力于为孕妇、婴幼儿、儿童个成人等不同人群特制细腻好吸收的进口好钙。①公司通过以细分品类打造差异化品牌定位，将迪巧聚焦“进口钙”品类和“母婴”品类；同时以数字化营销精准投放市场资源，如抖音、小红书、丁香医生、京东直播等进行新媒体营销，保持了迪巧品牌领先的市场份额。②公司对迪巧各品规的协同效应做了深入的市场调研及分析，在全国药店开展百千万活动，覆盖约 180 万个家庭；开展药店店员的产品科普培训，影响 33 万人次。迪巧成为公司在品牌运营业务领域的典型案例，印证了公司品牌运营的综合实力。

图 29：公司围绕迪巧开展的商业活动梳理





数据来源：公司公告，头豹研究院，东方证券研究所

表 3：公司在迪巧 CSO 过程中承担的主要工作

服务内容	主要工作
产品研发	协助生产厂家收集市场数据，撰写市场调研报告，反馈至生产厂家
产品定位及营销策略制定	建立专业的营销策略团队，对产品的宏观市场、区域市场、消费能力、产品定位、消费定位等因素进行详细分析，并为品牌供应商制定竞争策略；将迪巧系列定位于母婴市场，突出其进口钙的品牌特性，作为和同类竞争产品的差异化特征
产品采购及生产计划	预测下游市场需求，向品牌供应商提交订单，品牌供应商根据公司预测安排采购及生产计划
推广活动（店外活动）	1、在商场、社区、展览中心、酒店等允许营销推广的公众场所组织营销推广会议或促销活动，并设立展台或摆放促销展示，宣传产品特性，提高品牌知名度，最终达到提高品牌健康产品销量的目的；2、迪巧定位于母婴钙市场，因此在针对于幼儿园、妇幼保健站、孕妇培训机构等特定市场，开展专题活动；
推广活动（药店活动）	1、店员培训，通过向零售药店店员讲解产品特点，促进零售药店人员对产品的认知，提高店员对产品的推介效果；2、零售药店陈列及促销，通过张贴宣传海报、搭建产品柜台等方式，吸引消费者，宣传产品；
学术会议	参与第三方组织的学术研讨会，行业大型会议、中国医师协会等政府机构主办的医学研究或医学教育会议、学术会议、研讨会、座谈会、讲座、科室会等，对产品进行全方位的营销传播；迪巧系列为母婴补钙产品，因此重点开展骨科、妇产科、儿科等领域的学术会议；迪巧系列主要面向零售渠道，因此参加并赞助西普会、西鼎会等零售行业大型会议；
广告宣传	通过对产品受众的研究，利用多种综合宣传手段如综艺节目赞助/冠名、视频广告、电视广告、自媒体/新媒体传播等方式进行消费者教育，提升品牌健康产品在产品受众心目中的认知；报告期内，发行人通过爸爸去哪儿、妈妈是超人等综艺节目、爱奇艺视频广告、音乐之声电台广告、楼宇广告、电梯广告等方式进行迪巧品牌宣传；

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**公司与美国安士合作稳定。**公司与美国安士的合作开始于 2005 年，在公司的创业初期就是双方合作伙伴，公司在中国大陆地区推广与销售迪巧产品也超过 15 年时间，且关于迪巧的合作期限至 2068 年。我们认为迪巧作为公司最核心的大品种，不仅为公司提供了稳定、可成长的现金流，而且为公司积累了在院外运营药品的成功经验与案例，也为后来公司在功效护肤品等多个领域的商业多元化发展打下了坚实的基础。

表 4：公司与美国安士、中山安士合作历史沿革

时间	参与主体	事项
1995年3月	美国安士	丽珠医药在美国设立全资子公司美国安士
2000年5月	美国安士	丽珠医药将其持有的美国安士股权分别转让给徐孝先家族
2003年9月	中山安士	美国安士设立中山安士，持股 90%；国资机构中山市健康科技产业基地发展有限公司持股 10%
2003年12月	中山安士 百洋诚创	百洋诚创参股中山安士，持股 26%（百洋诚创当时股东为付钢、朱晓卫、宋青、陈海深四人，为目前发行人控股股东百洋集团的股东）
2005年3月	发行人	发行人设立
2005-2007年	美国安士 发行人	1、美国安士生产、包装迪巧系列，并出口至中国境内 2、发行人负责迪巧系列在中国境内的品牌运营及销售
2007-2009年	美国、中山安士 发行人	1、美国安士尝试将少量产品出口至中山安士 2、中山安士进行产品分包装 3、发行人负责迪巧系列在中国境内的品牌运营及销售
2010年至今	美国安士 中山安士 发行人	1、美国安士负责迪巧系列的生产，出口至中山安士 2、中山安士负责产品分包装 3、发行人负责迪巧系列在中国境内的品牌运营及销售

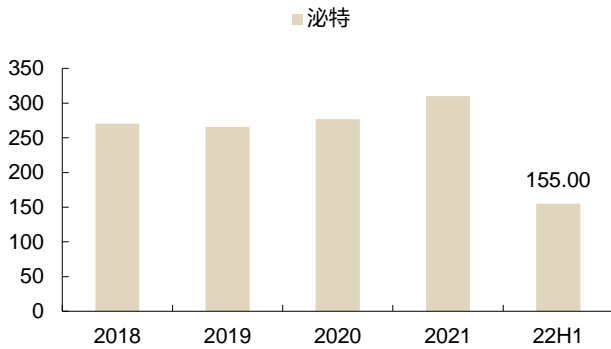
数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.1.2 BD 能力强劲，22 年商业化大品种快速落地

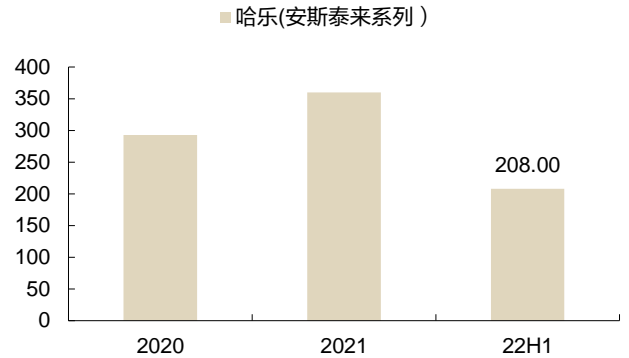
**公司早期的两大品种泌特与哈乐均保持稳定成长。**22H1 泌特系列实现营收 1.55 亿元，同比增长 6.46%，若还原两票制后实现营业收 2.07 亿元，22 年上半年在医院渠道共开展科室会 684 场，小型学术沙龙 561 场，开展线上学术活动 260 余场；同时与《中华内科杂志》联手协作，开展推动消化学科医生诊疗水平、提升消化科医生的诊疗思维能力的病例交流活动共 68 场，覆盖全国 30 个省市。22H1 阿斯泰来系列实现营业收入 2.08 亿元，同比增长 10.63%，若还原两票制业务后实现营收 3.37 亿元，同比增长 78.92%。同时联合贝坦利、卫喜康、顺爽安组成泌尿系统的产品组合营销方案，满足不同客户和患者的需求。

图 30：2018-2022H1 泌特营业收入（百万元）

图 31：2020-2022H1 阿斯泰来系列营业收入（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

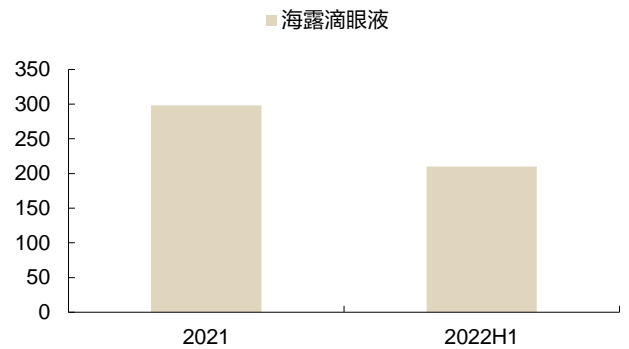
**海露滴眼液作为进口产品，产品力与品牌力支撑稳健增长。**2021 年公司新增运营品牌海露系列，当年实现营业收入 2.98 亿，通过深挖品牌价值，在微博、微信等平台，进行干眼症科普推广，在公司的零售药店渠道协同之下，开展对店员产品教育，推进渠道深度覆盖，目前海露已经成为零售滴眼液的领导品牌，2022H1 海露滴眼液实现营业收入 2.10 亿元，同比增长 98%。

图 32：海露滴眼液具备四大优势



数据来源：百度，东方证券研究所

图 33：2021&2022H1 海露滴眼液营业收入 (百万元)



数据来源：公司年报，东方证券研究所

**不断扩大与主流制药企业的合作，专业的商业化平台能力获认同，2022 年公司商业化进程明显加快：**

上半年就上海谊众旗下肿瘤创新药物“注射用紫杉醇聚合物胶束”（简称“紫杉醇胶束”）紫晟®的商业化开展合作，紫晟为国家药监局（NMPA）批准的 2.2 类第三代紫杉醇最新剂型（境内外均未上市的创新剂型），也是国内首个获批上市的紫杉醇胶束。

下半年连续落地两个成熟大品种，阿斯利康降糖药安立泽（沙格列汀片）与罗氏罗盖全（骨化三醇胶丸），其中安立泽为二肽基肽酶 4 抑制剂（DPP-4i），它是治疗 2 型糖尿病单用或联合用药的首选药物之一，并且作为 DPP-4i 经典降糖药物，安立泽在中国上市已十余年，公司负责其院内外的商业化运营；罗盖全（骨化三醇胶丸）主要适用症为骨质疏松症、肾性骨病等，已在全球多个国家批准使用，积累了 30 多年的临床经验，公司获得其中国大陆地区的零售渠道独家推广权，与公司的迪巧具备较强的渠道协同性

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

此外，公司在经过与巨子生物 2021-2022 年一年的磨合期后，双方进一步深化了关于“可复美”的商业化推广业务，并有望推出联名品牌，加强公司在功效护肤品与功效护肤品领域的布局。

表 5：2022 年战略合作事件梳理

合作公司	合作产品	药物类别
上海谊众	“注射用紫杉醇聚合物胶束”紫晟®	抗肿瘤
罗氏制药	罗盖全®（骨化三醇胶丸）	治疗骨质疏松
阿斯利康	安立泽®（沙格列汀片）	治疗 2 型糖尿病
武田中国	达克普隆®（兰索拉唑肠溶胶囊）、潘妥洛克®（泮托拉唑钠肠溶片）、普托平®（兰索拉唑口崩片）	多领域
巨子生物	重组胶原蛋白领导品牌“可复美”	功效型护肤品

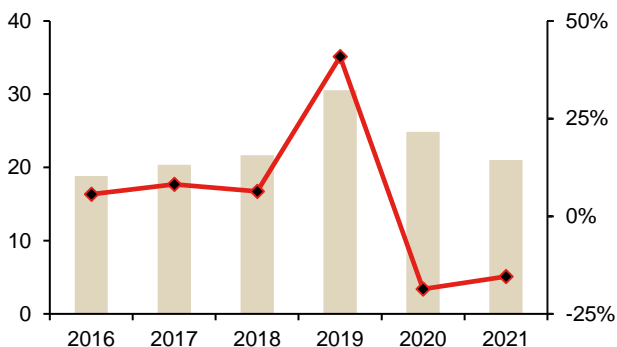
数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.2 把握创新浪潮，肿瘤及创新药带来新机遇

公司积极布局肿瘤&创新药领域，此前已经承接运营了罗氏制药的希罗达和特罗凯、阿斯泰来的专利药贝坦利等优质品种，在肿瘤与创新药领域具备了一定的商业化运营经验，随着集采的推进与我国国产创新药企的产品的推进，预计公司将在此领域持续发力。

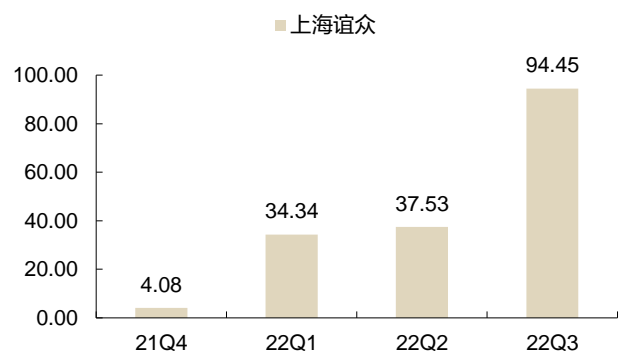
2022 年与上海谊众就肿瘤创新药物“注射用紫杉醇聚合物胶束”紫晟®的商业化达成合作协议。根据 PDB 数据，2021 年样本医院紫杉醇市场规模达 21.01 亿元，由于集采原因继续下滑；紫晟具有极强的体内稳定性和肿瘤内药物释放的高敏感度，相较于已上市其他紫杉醇剂型，紫杉醇胶束在临床使用剂量大幅提升的情况下具有相对更好的安全性，用药前无需任何抗过敏预处理，无需使用特殊输液装置，临床使用便捷；针对非小细胞肺癌（NSCLC）的临床试验结果显示，紫杉醇胶束的客观缓解率（ORR）显著提高，无进展生存期（PFS）显著延长。

图 34：2016-2021 年样本医院紫杉醇市场规模（亿元）及增速



数据来源：PDB，东方证券研究所

图 35：21Q4-22Q3 上海谊众营业收入（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.3 功效护肤品拓宽企业边界，科研转化硕果累累

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

公司抢抓功效护肤行业机遇，打造国内功效型护肤品商业化平台——百洋易美（前身青岛乐葆）。百洋易美基于“功效护肤专家+会员电商+专业 IP 打造”三位一体的结构体系，助力功效型化妆品进入市场建立品牌价值。背靠百洋医药成熟的品牌运营经验和强大的营销网络等资源优势，平台目前已运营包括可溶微针克奥妮斯、射频仪初普、类人胶原蛋白可复美、基底膜修护艾思诺娜等品牌，与日本考思美德制药株式会社、日本武田制药、小林制药、佐藤制药等知名药企达成了深度战略合作，产品涵盖头发护理、仪器美容、医学护肤、功效护肤品等。

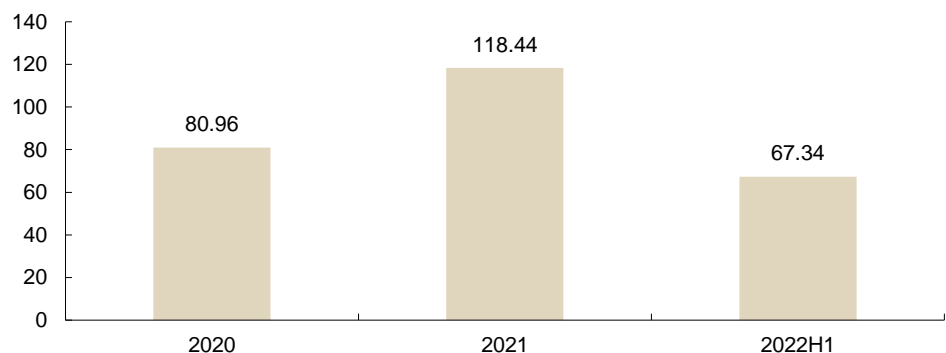
表 6：百洋易美发展历程梳理

时间	事件
2019 年 8 月	百洋易美创客平台诞生，宣布以全新社交电商模式，将家用功效护肤品的理念和尖端产品带入千家万户
2020 年 5 月	百洋易美跨境小程序上线
2020 年 9 月	百洋易美 APP 上线，产品体验升级、拓客渠道增加
2021 年 4 月	携手日本细川密克朗株式会社共同开创国内止脱生发、头皮抗衰市场；同期，与伊藤忠商事株式会社在医药、健康产业相关领域开展合作
2021 年 11 月	与全球知名战略定位咨询公司“里斯战略定位咨询”正式达成合作，进一步强化品类及品牌定位能力；在“2021 首届华夏大健康金手杖奖”评选活动中，凭借创新打造国内首个功效护肤品商业化平台，荣获“年度互联网行业典范奖”

数据来源：公司公告，东方证券研究所

百洋易美抢滩功效型化妆品“蓝海”，实现高速增长。①百洋易美通过功效护肤品品类洞察及品牌运营、全数据平台客户管理核心能力，为上游生产企业打造品牌高速公路，向下游消费者提供专业化、个性化、长效化的护肤方案。2021 年百洋易美实现营业收入 1.18 亿元，同比增长 46.29%；并凭借良好的运营成绩和良好的市场口碑，在“2021 首届华夏大健康 TM 金手杖奖”评选活动中荣获“年度互联网行业典范奖”。②随着消费者对于健康和有效护肤的需求不断增加，功效型护肤品行业迎来了高速发展阶段。

图 36：2021H1-2022H1 百洋易美营业收入（百万元）

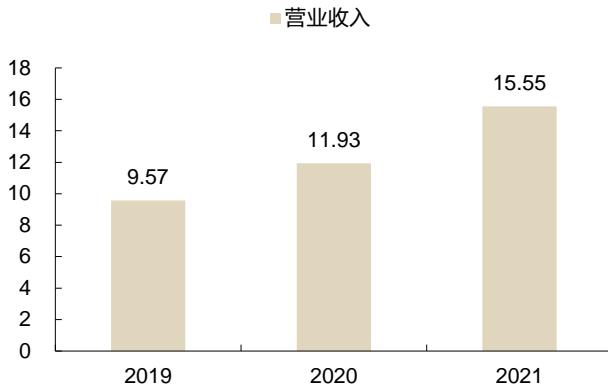


数据来源：公司公告，东方证券研究所

此外，公司与巨子生物深度合作，推动其核心产品可复美的线下渠道商业化。公司与巨子生物业于 2021 年 8 月达成合作，利用百洋医药的线下零售渠道助力“可复美”品牌在 CS 渠道（化妆

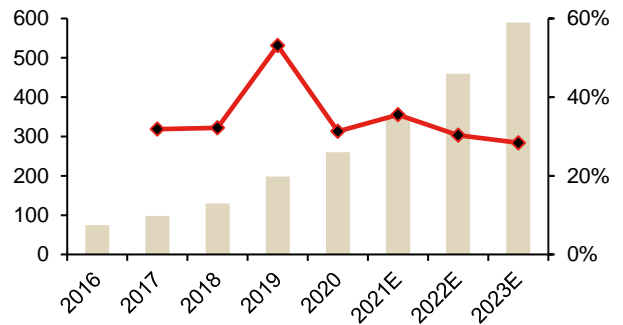
品店)、药店渠道实现销售,拓宽产品渠道,基于一整年的良好合作,双方将继续加码,于2022年7月27日公司取得“可复美”品牌的线下全渠道商业化权利,并与巨子生物计划推出合作定制产品。与此同时,双方将围绕巨子生物旗下其它优质产品的商业化合作展开深入探讨,寻求打造功效型护肤领域新的发展引擎。

图 37: 2019-2021 年巨子生物营业收入 (亿元)



数据来源:公司公告,东方证券研究所

图 38: 2016-2023 年中国功效性护肤品行业市场规模 (亿元) 及增速



数据来源:公司公告,东方证券研究所

公司及控股股东聚焦“创新药、高端医疗器械、技术转化平台”三大价值赛道。①公司深耕行业十多年,以产业投资人身份,为创新企业提供资金、资源、营销推广等要素配置,助其实现商业价值。控股股东旗下的百洋投资聚焦大健康领域成长型赛道,2021年先后投资了普泰科、莱博瑞辰、恩瑞尼等创新药企。②公司依托多年积累的健康产业资源,持续赋能创新药、高端医疗器械等科技创新型企业。2021年百洋投资板块孵化的创新企业在人工心脏、医疗人工智能、药品研发制造等方面的科研成果转化取得突破性进展。如同心医疗已开发完成了基于全磁悬浮技术的新一代人工心脏 CH-VAD®,是全球范围内首个获得 NMPA 批准的全磁悬浮式人工心脏。

图 39: 公司及控股股东聚焦三大赛道

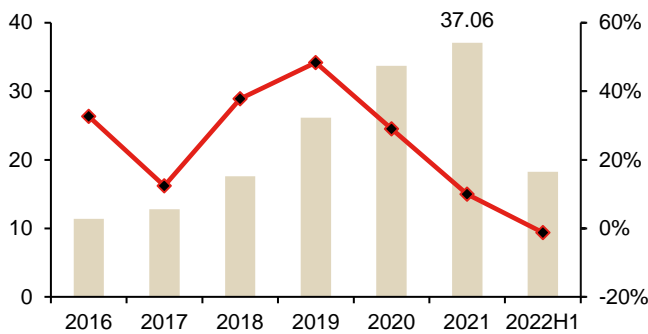


数据来源:公司公告,东方证券研究所

### 3.4 批发与零售业务保持稳定,为 CSO 业务的前端抓手

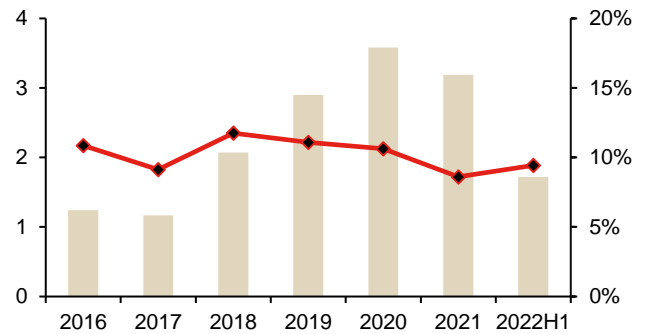
**批发配送业务营收及增速略有下滑。**2021 年公司批发业务实现营业收入 37.06 亿元，2022H1 公司批发配送业务实现营业收入 18.24 亿元，同比下降 1.25%，毛利率为 9.44%，公司已经在 22 年年中剥离非山东地区的批发业务，批发业务并非公司未来发展的主要方向。目前，公司的批发配送业务主要以青岛为中心，辐射周边地市的二级以上医院、社区诊所及药房等，由于公司总部在山东，该业务在山东地区具备一定的资源与关系维护功能。

图 40：2016-2022H1 公司批发配送业务营业收入（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

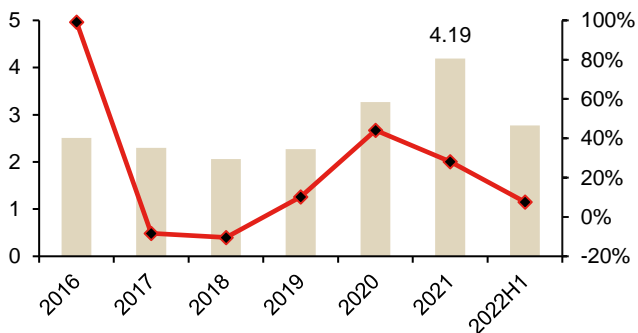
图 41：2016-2022H1 公司批发配送业务毛利（亿元）及毛利率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

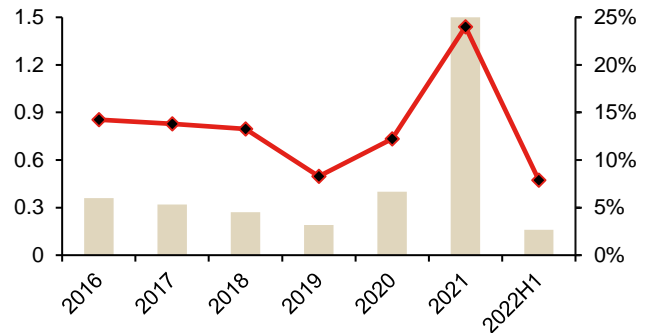
**零售业务营收及毛利稳定增长。**2021 年公司零售业务实现营业收入 4.19 亿元，2022H1 公司零售业务实现营业收入 1.98 亿，同比增长 1.86%，毛利率为 7.89%，主要原因是零售药店的特供药保持较快增长。公司通过以医药批发配送及零售为基础服务，品牌运营为定制化、深层次的服务，覆盖医药产品销售服务的各个环节，更为重要的是批发与零售业务能够成为公司 CSO 业务的前端抓手，感知零售客户的需求痛点。

图 42：2016-2022H1 公司零售业务营业收入（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 43：2016-2022H1 公司零售业务毛利（亿元）及毛利率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2022–2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 伴随着取消药品加成、两票制、带量采购等政策的推进，以及创新药审批的加速，我国的医药品牌运营行业迎来快速的增长。公司是国内快速崛起的第三方医药品牌运营商，在业内长期保持领先地位，业绩有望持续稳定增长。预测 2022–2024 年，品牌运营业务营业收入增速分别为 23.3、33.8%、29.3%，公司营业收入增速分别为 3.4%、14.1%、17.5%。
- 2) 公司 2022–2024 年毛利率分别为 28.3%、30.0% 和 31.4%，主要是公司逐渐打造出了优势的品牌矩阵，毛利率较高的 CSO 销售占比上升，新增品牌如罗盖全、安立泽、功效护肤品品类销售增长将带来整体收入规模的增长。
- 3) 公司 2022–2024 年销售费用率为 15.74%、16.71% 和 17.25%，管理费用率为 2.15%、2.21% 和 2.26%。随着公司运营品牌的数量不断增加，销售费用不断加大；未来有望实现渠道间的规模效应。

#### 盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>品牌运营</b>					
销售收入（百万元）	2,166.3	2,905.2	3,583.3	4,793.3	6,197.4
增长率	8.6%	34.1%	23.3%	33.8%	29.3%
毛利率	49.2%	48.3%	47.8%	45.2%	44.3%
<b>零售</b>					
销售收入（百万元）	327.2	418.6	480.0	500.0	550.0
增长率	43.9%	27.9%	14.7%	4.2%	10.0%
毛利率	12.2%	8.1%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>批发</b>					
销售收入（百万元）	3,370.6	3,705.7	3,200.0	3,000.0	3,000.0
增长率	29.0%	9.9%	-13.6%	-6.3%	0.0%
毛利率	10.6%	8.6%	8.8%	8.7%	8.4%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	15.2	22.0	25.0	25.0	25.0
增长率	9.5%	44.9%	13.6%	0.0%	0.0%
毛利率	69.5%	74.2%	75.0%	70.0%	72.0%
<b>合计</b>					
销售收入	5,879.3	7,051.6	7,288.3	8,318.3	9,772.4
增长率	21.3%	19.9%	3.4%	14.1%	17.5%
综合毛利率	25.1%	25.1%	28.3%	30.0%	31.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测



## 投资建议

百洋医药是国内领先的第三方药品商业化企业，打造出超十亿元大单品“迪巧”，并将成功经验加以复制，“泌特”、“哈乐”等品种保持稳健增长，21-22 年 BD 明显加速，与罗氏、阿斯利康建立了稳定的业务合作关系，此外，公司立足于 OTX/OTC 领域的商业化，积极探索肿瘤&创新药、功效护肤品领域，并且已经签下重磅商业化协议，未来成长值得期待。我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.96/1.21/1.53 元，由于上市公司中单纯的第三方商业化运营公司较少，因此我们选取医药产业链下游的销售型企业为可比公司，给予 2023 年估值 25X，对应目标价 30.25 元，首次给予买入评级。

图 44：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)					市盈率			
			2023/3/30	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
益丰药房	603939	59.18	1.23	1.53	1.92	2.39	48.10	38.69	30.86	24.81	
康哲药业	00867	11.00	1.23	1.33	1.39	1.48	8.94	8.28	7.91	7.43	
老百姓	603883	37.54	1.14	1.34	1.65	2.00	32.81	27.98	22.82	18.81	
大参林	603233	37.30	0.83	1.10	1.39	1.73	44.74	33.83	26.83	21.52	
健之佳	605266	84.81	3.03	3.38	4.14	5.16	27.98	25.08	20.49	16.42	
泰坦科技	688133	115.00	1.71	1.60	3.24	4.53	67.16	71.88	35.48	25.38	
最大值							67.16	71.88	35.48	25.38	
最小值							8.94	8.28	7.91	7.43	
平均数							38.29	34.29	24.06	19.06	
调整后平均							38.41	31.40	25.25	20.39	

数据来源：wind，东方证券研究所

## 风险提示

**BD 新品不及预期风险。**公司业绩的成长不仅依赖于老品种的内生增长，更依赖于对新品种的 BD，目前公司下游客户包括了海外药企、BIOTECH、国内传统制药企业以及功效护肤品生产企业，如果下游企业对 CSO 的需求下滑，或许会导致公司新 BD 项目的数量和质量有所下滑，从而影响到公司业绩的成长。

**品牌运营业务集中风险：**迪巧系列产品是公司运营的最重要的品牌产品，对公司品牌运营业务及整体业绩表现均有重要影响，2021 年迪巧毛利占 CSO 业务毛利总额的 65.07%，。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受影响。

**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的竞争。虽然传统的医药批发、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，但仍将会对品牌运营行业造成一定的冲击。

**政策风险：**医疗行业受监管政策影响明显，相关政策的实施对医药行业的发展具有重要影响，导致行业上下游的竞争格局及利益格局的改变。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。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,107	1,275	1,609	1,949	2,344	营业收入	5,879	7,052	7,288	8,318	9,772
应收票据、账款及款项融资	1,626	1,943	1,859	2,121	2,492	营业成本	4,406	5,280	5,227	5,825	6,704
预付账款	91	160	182	208	244	营业税金及附加	27	32	36	42	49
存货	610	624	627	699	805	销售费用	873	988	1,147	1,390	1,686
其他	107	88	81	87	94	管理费用及研发费用	141	140	157	184	221
<b>流动资产合计</b>	<b>3,541</b>	<b>4,090</b>	<b>4,359</b>	<b>5,064</b>	<b>5,979</b>	财务费用	55	61	32	31	31
长期股权投资	126	145	170	190	210	资产、信用减值损失	22	(2)	0	1	2
固定资产	171	178	166	151	135	公允价值变动收益	4	6	(23)	0	0
在建工程	0	9	9	10	10	投资净收益	5	4	1	1	1
无形资产	31	29	26	23	20	其他	3	1	3	3	3
其他	132	149	104	104	104	<b>营业利润</b>	<b>368</b>	<b>564</b>	<b>670</b>	<b>849</b>	<b>1,083</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>460</b>	<b>509</b>	<b>475</b>	<b>478</b>	<b>479</b>	营业外收入	13	12	12	12	12
<b>资产总计</b>	<b>4,001</b>	<b>4,598</b>	<b>4,833</b>	<b>5,542</b>	<b>6,458</b>	营业外支出	10	8	8	8	8
短期借款	1,350	1,189	1,200	1,300	1,400	<b>利润总额</b>	<b>371</b>	<b>568</b>	<b>674</b>	<b>853</b>	<b>1,087</b>
应付票据及应付账款	843	846	889	990	1,140	所得税	94	150	174	221	285
其他	304	363	402	429	484	<b>净利润</b>	<b>277</b>	<b>417</b>	<b>500</b>	<b>632</b>	<b>801</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,497</b>	<b>2,397</b>	<b>2,490</b>	<b>2,720</b>	<b>3,024</b>	少数股东损益	5	(5)	(6)	(2)	(1)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>273</b>	<b>423</b>	<b>507</b>	<b>633</b>	<b>802</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.52	0.81	0.96	1.21	1.53
其他	5	27	21	21	21						
<b>非流动负债合计</b>	<b>5</b>	<b>27</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,502</b>	<b>2,424</b>	<b>2,512</b>	<b>2,741</b>	<b>3,045</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	27	17	11	10	9	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	473	525	525	525	525	营业收入	21.3%	19.9%	3.4%	14.1%	17.5%
资本公积	208	416	416	416	416	营业利润	24.3%	53.2%	18.8%	26.7%	27.5%
留存收益	790	1,213	1,369	1,851	2,463	归属于母公司净利润	29.9%	55.0%	19.8%	25.0%	26.7%
其他	1	2	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,499</b>	<b>2,174</b>	<b>2,322</b>	<b>2,801</b>	<b>3,413</b>	毛利率	25.1%	25.1%	28.3%	30.0%	31.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,001</b>	<b>4,598</b>	<b>4,833</b>	<b>5,542</b>	<b>6,458</b>	净利率	4.6%	6.0%	7.0%	7.6%	8.2%
						ROE	19.8%	23.3%	22.7%	24.8%	25.9%
						ROIC	11.9%	14.8%	15.1%	17.0%	18.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	62.5%	52.7%	52.0%	49.5%	47.2%
净利润	277	417	500	632	801	净负债率	16.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	95	33	41	38	41	流动比率	1.42	1.71	1.75	1.86	1.98
财务费用	55	61	32	31	31	速动比率	1.17	1.44	1.49	1.60	1.71
投资损失	(5)	(4)	(1)	(1)	(1)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(416)	(297)	142	(237)	(318)	应收账款周转率	4.2	4.1	4.0	4.3	4.3
其它	(124)	(27)	55	1	2	存货周转率	7.9	8.4	8.2	8.6	8.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>(117)</b>	<b>184</b>	<b>770</b>	<b>463</b>	<b>557</b>	总资产周转率	1.6	1.6	1.5	1.6	1.6
资本支出	(257)	(33)	(20)	(21)	(22)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(5)	(10)	(27)	(20)	(20)	每股收益	0.52	0.81	0.96	1.21	1.53
其他	219	22	(21)	1	1	每股经营现金流	-0.25	0.35	1.47	0.88	1.06
<b>投资活动现金流</b>	<b>(43)</b>	<b>(21)</b>	<b>(69)</b>	<b>(40)</b>	<b>(41)</b>	每股净资产	2.80	4.11	4.40	5.32	6.48
债权融资	0	15	5	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	7	261	0	0	0	市盈率	51.4	33.2	27.7	22.1	17.5
其他	299	(244)	(371)	(83)	(121)	市净率	9.5	6.5	6.1	5.0	4.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>306</b>	<b>32</b>	<b>(367)</b>	<b>(83)</b>	<b>(121)</b>	EV/EBITDA	27.2	21.4	18.9	15.3	12.2
汇率变动影响	(1)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	33.3	22.5	20.1	16.0	12.6
<b>现金净增加额</b>	<b>145</b>	<b>194</b>	<b>335</b>	<b>340</b>	<b>395</b>						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。