

多产品梯度增长，全渠道深度赋能

华泰研究

2025 年 1 月 24 日 | 中国内地

首次覆盖

医药商业

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

31.36

研究员

SAC No. S0570516120002
SFC No. BFI915代雯
daiwen@htsc.com
+(86) 21 2897 2078

研究员

SAC No. S0570520010001

孔垂岩, PhD
kongchuiyan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

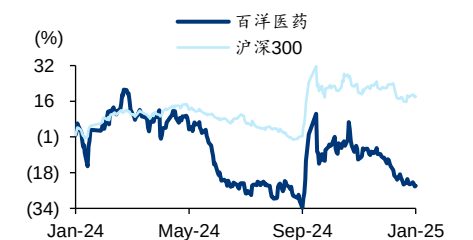
SAC No. S0570523070004

王殷杰
wangyinjie@htsc.com
+(86) 21 3847 6037

基本数据

目标价 (人民币)	31.36
收盘价 (人民币 截至 1 月 23 日)	22.82
市值 (人民币百万)	11,995
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	79.58
52 周价格范围 (人民币)	19.77-36.99
BVPS (人民币)	4.40

股价走势图



资料来源: Wind

首次覆盖百洋医药并给予“买入”评级，目标价 31.36 元。品牌运营 (CSO) 是百洋医药的核心业务。与其他竞争对手不同，公司 CSO 业务深度赋能品牌、附加值较高，23 年 CSO 毛利率达 43.2% (vs 同行同类业务 14-32%)；全渠道赋能，成长期、放量期、爬坡期、成熟期等多产品梯队贡献增长动力；同时借助百洋集团孵化创新药械项目拓展产品矩阵，打造第二增长曲线。

成长期的核心产品精准定位营销，多渠道发力

迪巧和海露是公司目前处于成长期的核心品种。迪巧从母婴钙出发，不断推出液体钙等新品规，积极拓展线上渠道；合作协议有效期至 2068 年，保障高毛利率长期稳定 (23 年迪巧毛利率 67.4%)。海露通过强调其为全球唯一不含防腐剂的人工眼泪，突出安全性差异化优势。我们预计成长期产品 24-26 年收入 CAGR 为 15-20%，24 年合计收入占 CSO 业务收入的 58%。

收购百洋制药扩展自有产品矩阵，创新药械贡献新增长驱动

公司收购百洋制药，丰富自有产品矩阵，向上游延伸。核心品种扶正化痰有望通过拓展适应症、下沉基层医院以及发展零售渠道等方式保持较快增长，奈达、纽特舒玛保持放量态势，我们预期自有产品 24-26 年收入 CAGR 为 20-25%。母公司百洋集团孵化创新药械为公司持续贡献 CSO 新品种，公司目前在人工心脏、超声用电磁定位穿刺引导设备、放疗手术机器人、核药等领域商业化进展顺利，我们预期创新药械 24/25 年收入达 3/5 亿元。

我们与市场观点不同之处

部分投资者认为公司品牌运营业务不具备壁垒，且很难保持增长的可持续性，所以估值应该对标传统医药流通公司。但我们认为市场上同行同类业务多选择成熟的企业和产品，利润空间有限，而公司品牌运营从零做起陪伴品牌成长、深度赋能，因此业务附加值高，从而形成了高毛利率这一壁垒，可以充分体现公司差异化、全渠道的运营能力。即使在红海的钙制剂市场，公司迪巧产品仍稳步提升市场份额。且公司通过母公司百洋集团孵化项目有序地将优秀的药械品种纳入品牌运营业务，保证品牌运营业务持续增长。

盈利预测与估值

我们预测公司 24-26 年归母净利润 8.5/10.3/11.8 亿元，同比 +29%/+21%/+15%，对应 EPS 1.61/1.96/2.25 元。考虑到公司品牌运营业务全渠道多品种全面赋能，相比同行盈利能力较强，同时借助百洋集团孵化项目拓展第二增长曲线，我们给予 25 年 16x PE 估值 (可比公司 25 年 Wind 一致预期均值 12x)，对应目标价 31.36 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：新产品进度不如预期；市场竞争超预期；客户终止合作的风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	7,510	7,564	7,916	8,817	9,702
+/-%	6.50	0.72	4.66	11.38	10.03
归属母公司净利润 (人民币百万)	502.09	656.31	848.20	1,030	1,184
+/-%	18.75	30.71	29.24	21.46	14.97
EPS (人民币，最新摊薄)	0.96	1.25	1.61	1.96	2.25
ROE (%)	21.29	24.22	26.98	28.19	28.29
PE (倍)	23.89	18.28	14.14	11.64	10.13
PB (倍)	5.21	4.49	3.85	3.31	2.87
EV EBITDA (倍)	16.10	12.63	9.79	8.07	6.96

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

正文目录

投资要点	5
成长期的核心产品精准定位营销，多渠道发力	5
收购百洋制药扩展自有产品矩阵	5
创新药械开始商业化贡献新增长驱动	6
我们与市场观点不同之处	6
百洋医药：聚焦品牌运营的医药商业化平台公司	7
品牌运营：构建四大产品梯队，保证长期增长驱动力	9
成长期的核心产品：精准定位营销，打造成功爆款	14
迪巧：公司品牌运营的成功案例，从红海杀出的大单品	14
海露：市场唯一不含防腐剂的人工眼泪旗舰产品	18
爬坡期的自有产品：收购百洋制药，扩展自有品牌	20
百洋制药：注入中药资产，向上游延伸	20
放量期创新产品：集团参股孵化、公司代理，打造第二增长曲线	23
同心医疗：国产人工心脏先行者	24
迈迪斯：国产唯一超声用电磁定位穿刺引导设备	29
ZAP-X 手术机器人：正式进军精准放疗领域	31
吉伦泰（瑞迪奥）：核药创新平台，提供高性价比的肿瘤诊断方案	32
成熟期处方产品：泌特奠定基础，拓展品种管线	35
批发和零售业务：聚焦优势地区与领域，业务结构持续优化	36
盈利预测和估值	37
盈利预测	37
估值分析	38
风险提示	39

图表目录

图表 1： 公司品牌运营业务产品矩阵收入预期	6
图表 2： 公司股权结构图（截至 9M24）	7
图表 3： 2015-9M24 年百洋医药营业收入及同比增速	7
图表 4： 2015-9M24 年百洋医药归母净利润及同比增速	7
图表 5： 2015-1H24 年百洋医药收入拆分（按业务）	8
图表 6： 2015-1H24 年百洋医药毛利拆分（按业务）	8
图表 7： 2015-9M24 年百洋医药毛利率和净利率	8
图表 8： 品牌运营业务内容	9
图表 9： 2011-2023 年我国医药品进口金额及同比增速	10
图表 10： 2010-2023 年我国零售药店及医院数量及同比增速	10

图表 11: 2015-1H24 年我国零售药店药品销售额及同比增速	10
图表 12: 2015-1H24 年我国三大终端合计药品销售额及同比增速	11
图表 13: 2015-1H24 年我国三大终端药品销售额占比	11
图表 14: 2020-2023 年中国药品流通整体规模及同比增速	11
图表 15: 2020-2023 年我国 CSO 行业规模在医药流通规模占比	11
图表 16: 2014-2028E 年我国 CSO 行业规模	11
图表 17: 2018-9M24 IQVIA 合同销售和医学解决方案收入及同比增速	12
图表 18: 2018-9M24 IQVIA 合同销售和医学解决方案业务毛利率	12
图表 19: 2018-2023 年百洋医药及同业公司 CSO 业务收入	13
图表 20: 2018-2023 年百洋医药及同业公司 CSO 业务毛利率	13
图表 21: 公司品牌运营业务产品矩阵（按渠道）	13
图表 22: 《中国居民膳食营养素参考摄入量（DRIs）2023 版》建议成年人钙摄入量和实际平均钙摄入量对比	14
图表 23: 2019-2022 年我国钙制剂行业市场规模与同比增速	14
图表 24: 2019-2022 年我国钙制剂行业市场各终端占比	14
图表 25: 2024 年 1-8 月我国全渠道钙品牌销售份额	15
图表 26: 2021-2024 年各年 1-8 月我国主要钙品牌销售份额变化	15
图表 27: 国内市场主要钙品牌液体钙产品每日费用对比	15
图表 28: 2015-1H24 年迪巧销售额和同比增速	16
图表 29: 迪巧系列主要推广手段及内容	16
图表 30: 迪巧系列上下游服务内容	17
图表 31: 2019 年中美主要眼科疾病的诊断率	18
图表 32: 2015-2030E 年中国人造眼泪行业市场规模及同比增速	18
图表 33: 2023 年我国样本医院用于干眼症的眼用药品销售额占比	19
图表 34: 2023 年我国样本医院用于干眼症的玻璃酸钠滴眼液品牌占比	19
图表 35: 2021-1H24 年公司海露产品收入及同比增速	19
图表 36: 百洋制药主要产品	20
图表 37: FZHY+ETV 联合治疗组患者肝纤维化改善率明显改善	21
图表 38: FZHY+ETV 联合治疗组患者肝硬化逆转率提升	21
图表 39: FZHY 组患者丙肝纤维化改善程度整体好于安慰剂组	21
图表 40: FZHY 组患者（F3/F4 基线）丙肝纤维化改善程度更明显	21
图表 41: 服用扶正化瘀和未服用扶正化瘀的肝硬化患者 5 年生存率差异	21
图表 42: 2022-2026E 年百洋制药收入、净利润、扣非净利润及增速	22
图表 43: 2022-2026E 年百洋制药各业务收入及同比增速	22
图表 44: 百洋医药集团创新孵化产品平台矩阵	23
图表 45: 全球、中国及美国心衰患者数量	24
图表 46: 全球心衰患者数量地区占比	24
图表 47: 雅培 HeartMate 3 与上一代相比患者五年总体生存率提升	25
图表 48: 雅培 HeartMate 3 无中风或再手术的五年存活率提升	25
图表 49: 雅培 HeartMate 3 与上一代相比中风、凝血和出血导致的死亡数明显减少	25
图表 50: 同心医疗“慈孚”植入式左心室辅助系统示意图	26

图表 51: 同心医疗慈孚 VAD 在中国临床推广应用中的主要结果	27
图表 52: 我国人工心脏获批产品	27
图表 53: 同心医疗股权结构	28
图表 54: 迈迪斯医疗股权结构	29
图表 55: 迈迪斯超声用电磁定位穿刺引导设备实物图	29
图表 56: 迈迪斯超声用电磁定位穿刺引导设备原理示意图	29
图表 57: 迈迪斯超声用电磁定位穿刺引导设备优势	30
图表 58: 用迈迪斯超声用电磁定位穿刺引导设备引导穿刺针精准迅速穿入目标门静脉分支	30
图表 59: ZAP-X 获批时间表	31
图表 60: 核医学科目前 2 种检测设备现状对比	32
图表 61: 99mTc-3PRGD2 SPECT/CT 可区分恶性肿瘤与炎性淋巴结转移, 对肿瘤治疗疗效进行在体更精准评价	33
图表 62: 99mTc-3PRGD2 三期临床淋巴结转移诊断数据分析结果	33
图表 63: 99mTc-3PRGD2 三期临床肺部肿瘤良恶鉴别诊断分析结果	33
图表 64: 吉伦泰 (瑞思奥) 股权结构	34
图表 65: 2015-2022 年泌特收入及同比增速	35
图表 66: 公司部分处方药合作产品	35
图表 67: 2015-1H24 年公司各业务毛利率	36
图表 68: 2015-1H24 年公司批发配送收入及增速	36
图表 69: 2015-1H24 年公司零售收入及增速	36
图表 70: 2021-2026E 年公司盈利预测	38
图表 71: 可比公司估值	38
图表 72: 百洋医药股价分析	39
图表 73: 百洋医药 PE-Bands	39
图表 74: 百洋医药 PB-Bands	39

投资要点

医药商业企业发展 CSO 业务成为业内新趋势之一，然而，目前我国 CSO 供给端较稀缺，主要由于 CSO 与传统医药流通在能力要求方面差异较大，且药品推广服务能力的搭建和验证需要较长时间，当前国内具备已验证的品牌运营经验的 CSO 公司数量极少。

公司精准定位护城河大品种营销策略、全渠道发力，如迪巧注重线上推广，海露集中拓展院外零售渠道，原研创新药和代理创新器械则聚焦院内渠道。百洋医药 CSO 业务凭借长期陪伴成长的高附加值的独家产品树立品牌护城河，业务毛利率在行业内独树一帜（23 年百洋医药 CSO 业务毛利率 43.2% vs 九州通总代总销品牌推广业务 14.2%、华人健康代理业务 32.1%），且借力百洋集团孵化高端药械产品奠定长期增长动力。存量产品盈利能力强、增量产品商业化进一步增厚业绩的逻辑下我们给予“买入”评级。

成长期的核心产品精准定位营销，多渠道发力

迪巧和海露是公司目前处于成长期的核心品种，我们预计其 24 年合计收入占公司 CSO 业务收入的 58%，是公司目前盈利的基本盘。考虑到这两个产品发展仍处于上升态势，公司持续推广营销，我们预计公司成长期产品 24-26 年收入 CAGR 为 15-20%。

迪巧为美国安士生产、百洋医药独家代理销售，是国内主要的母婴补钙产品之一，据我们计算我国目前市占率前五品牌液体钙产品的每日费用对比，迪巧小黄条液体钙每日费用与钙尔奇、Swisse 两家进口产品费用相当，凸显迪巧的高端定位。公司根据母婴细分人群的需求特点，将迪巧营销策略定位“进口母婴钙”，并不断推出儿童液体钙产品“小黄条”、孕产期妇女液体钙产品“小粉条”等新品规，还在不断拓展迪巧老年钙等新品种，完善迪巧品牌细分矩阵，并积极拓展线上渠道。迪巧的成本即约定进货价，公司及美国安士合作协议有效期至 2068 年并约定了严厉的违约责任，保障迪巧的高毛利率长期稳定（23 年迪巧毛利率 67.4%）。

百洋医药代理的“海露”产品 2023 年样本医院销售额为 5.61 亿元，在玻璃酸钠滴眼液销售额占比达 50.5%，位居国内市占率第一。公司负责海露的全国零售市场终端推广（院端仍由瑞霖医药负责）。公司在线上渠道广告营销突出海露是全球唯一“不含防腐剂”的人工眼泪产品这一优势，强调海露通过瓶身设计、利用单向阀门和真空内囊保存，不含防腐剂，适用于孕期、佩戴 OK 镜的少年儿童、防腐剂敏感等人群，强调产品安全性这一差异化优势。

收购百洋制药扩展自有产品矩阵

公司于 2024 年 5 月 20 日公告收购百洋制药，将扶正化癥、奈达等产品变为自有产品，丰富自有产品矩阵，向上游延伸。百洋制药核心产品扶正化癥已有多项文献证明其有效逆转肝纤维化、肝硬化，百洋制药 23 年收入/净利润/扣非净利润分别为 7.60/1.35/1.04 亿元，同比+19.7%/+23.7%/+27.8%，其中中成药（主要是扶正化癥）贡献 5.29 亿元收入，占比 70%。公司收购公告承诺百洋制药 24-26 年扣非净利润不低于 1.44/1.72/2.15 亿元（同比+39%/+19%/+25%）。

自有产品核心品种扶正化癥有望通过拓展适应症、下沉基层医院以及发展零售渠道等方式保持较快增长，奈达、纽特舒玛继续保持放量态势，我们预期自有产品 24-26 年收入 CAGR 为 20-25%。

创新药械开始商业化贡献新增长驱动

百洋医药母公司百洋集团在创新药械领域具有全面广泛的布局。母公司百洋集团孵化的创新药、高端医疗器械由百洋医药独家代理销售，为百洋医药持续贡献 CSO 新品种。目前人工心脏、超声定位穿刺系统、放疗机器人等创新器械已开始商业化并贡献收入，吉伦泰自主研发的用于肿瘤早筛的 I 类核药已完成三期临床、即将上市，上市后有望成为销售大品种。我们预期创新药械 24 年收入约 3 亿元，25 年收入或达 5 亿元，打造第二增长曲线。

图表1：公司品牌运营业务产品矩阵收入预期

百洋医药品牌运营（CSO）业务			
成长期产品	爬坡期自有产品	放量期创新产品	成熟期产品
迪巧、海露等	纽特舒玛、扶正化 瘀、奈达等	创新药械	泌特等
23年收入规模	23年收入规模	23年收入规模	23年收入规模
25.4亿元	8.4亿元	1亿元	16.8亿元
收入预期	收入预期	收入预期	收入预期
24-26年CAGR 15-20%	24-26年CAGR 20-25%	24/25年3/5亿元	25-26年同比+5%
24年CSO收入占比	24年CSO收入占比	24年CSO收入占比	24年CSO收入占比
58%	20%	6%	17%

注：公司 24 年收购百洋制药，24 年底时间点尚未公布追溯后的 23 年品牌运营收入，因此 23 年业务求和时不算入百洋制药，造成品牌运营收入（23 年年报数字 44.0 亿元）和各业务拆分求和之间的差值

资料来源：公司公告，华泰研究预测

我们与市场观点不同之处

部分投资者认为公司品牌运营业务不具备壁垒，且很难保持增长的可持续性，所以估值应该对标传统医药流通公司。但我们认为公司品牌运营业务构造高毛利率、高附加值这一壁垒，充分体现公司差异化、全渠道的运营能力，且品牌运营业务持续增长的胜负手在于“是否可以持续找到合适的潜力品种合作运营”：

- 高毛利率的差异化优势：**公司 CSO 业务的毛利率明显高于同行业公司，公司的 CSO 业务可以给予品牌销售较高的附加值。我们认为这是由于市场上同行同类业务多选择成熟的企业和产品，利润空间有限，而公司品牌运营从零做起陪伴品牌成长、深度赋能，因此业务附加值高，从而形成了高毛利率这一壁垒。即使是在较为红海的钙制剂领域（CR10=50%），公司也培育出收入近 20 亿（2023 年）的大品种迪巧，市占率稳步提升（据公司统计，24 年 1-8 月公司在我国钙制剂全渠道市占率 7.5%，相比 21 年同期市占率提升了 0.8pct，已由 21 年位居第四成长为市占率第二名）。这明显区别于传统医药流通业务依靠规模 and 资金的发展模式。
- 全渠道发展：**公司品牌运营没有明显短板渠道，迪巧和纽特舒玛线上发展迅猛，海露专注院外营销，创新器械在院内市场放量顺利，充分证明公司在“线上”、“院外零售”和“院内”三大渠道的营销能力。
- 增长可持续性：**“巧妇难为无米之炊”，优秀的潜力品种可以事半功倍。存量合作品牌均签订稳定合作协议，迪巧合作协议更是达到 25 年。增量品牌方面，公司通过控股母公司参股孵化、海外 BD 等形式，形成人工心脏、超声定位穿刺系统、放疗机器人、创新核药等一系列产品矩阵和品牌储备，有序地将优秀的药械品种纳入品牌运营业务。因此，我们认为公司存量品牌合作稳固，而且不断会有增量业务贡献新动力。

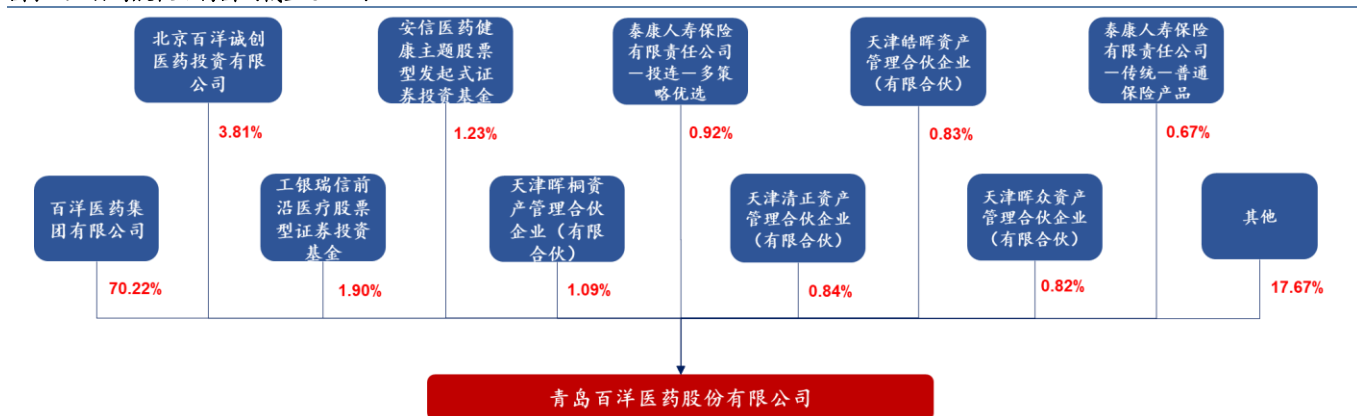
百洋医药：聚焦品牌运营的医药商业化平台公司

品牌运营业务成熟的医药商业化平台。青岛百洋医药股份有限公司（简称“百洋医药”或“公司”）成立于2005年3月。公司是专业的健康品牌商业化平台，主营业务是为医药产品生产企业提供商业化整体解决方案，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。公司于2021年6月上市。

公司主营业务的演变可分为两个阶段：第一阶段（2005-2015）公司以运营迪巧、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；第二阶段（2015-至今）公司不断丰富运营品牌的数量，为上游工业企业提供全渠道商业化解解决方案，目前在OTC及大健康、OTX等处方药、创新药、高端医疗器械四大赛道已形成多品牌矩阵，运营能力持续提升。

公司股权结构相对集中，百洋集团为公司控股股东，董事长、总经理付钢为实际控制人。据公司公告，截至9M24末百洋集团合计持有公司70.22%股权，为百洋医药的控股股东；公司董事长、总经理付钢为百洋集团与百洋医药的实控人。2023年4月公司发行可转债，实际募资总额8.6亿元，募集资金主要用于品牌运营中心建设以及百洋云化系统升级、线上运营平台项目、补充流动资金。

图表2：公司股权结构图（截至9M24）



资料来源：公司公告，华泰研究

近年来公司聚焦品牌运营核心业务，收入增速有所放缓，归母净利润仍快速增长。公司2022年以来持续聚焦主业品牌运营业务成熟的，战略剥离部分地区批发配送业务，因此22-23年收入增速有所放缓，23年收入75.6亿元，同比+0.7%；由于品牌运营业务毛利率相对较高、收入占比持续提升，利润端仍保持较快增速，23年归母净利润6.6亿元，同比+29.6%。9M24公司收入31.4亿元，同比+2.7%，归母净利润6.4亿元，同比+17.4%。

图表3：2015-9M24年百洋医药营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

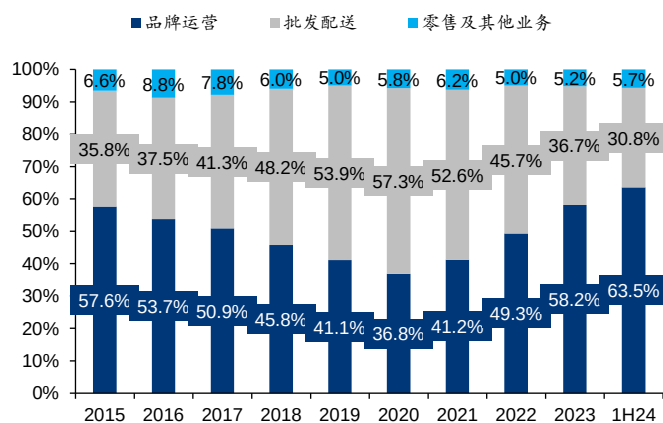
图表4：2015-9M24年百洋医药归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

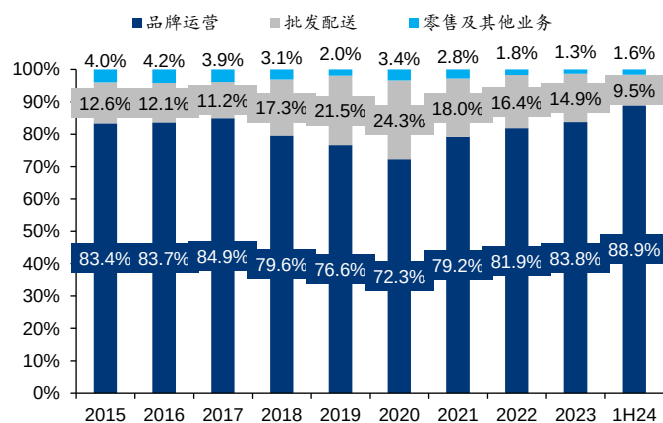
1H24 品牌运营业务贡献公司近 90%毛利润。从公司收入和毛利润结构来看，品牌运营业务贡献毛利占比明显高于其收入占比，业务盈利能力较强。随着公司业务结构优化，近年来品牌运营业务贡献收入及毛利润比重逐年上升，1H24 已贡献 63.5%的收入和 88.9%的毛利，为公司主要收入和利润来源。

图表5：2015-1H24 年百洋医药收入拆分（按业务）



资料来源：公司公告，华泰研究

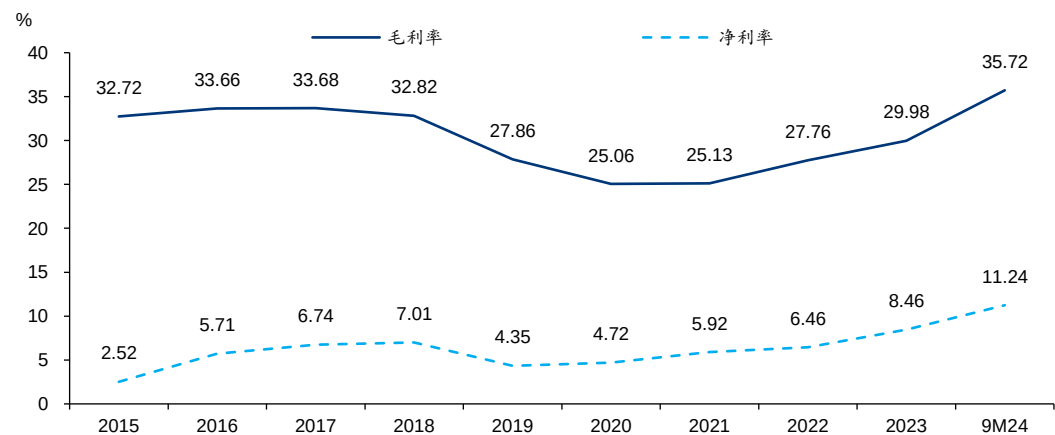
图表6：2015-1H24 年百洋医药毛利拆分（按业务）



资料来源：公司公告，华泰研究

聚焦主营业务，盈利能力持续改善。随着公司剥离部分毛利率较低的批发业务，盈利能力更好的品牌运营业务占比逐年提高，整体毛利率和净利率近年来持续增长，2023 年公司综合毛利率 29.98%，同比+2.22pct，净利率 8.46%，同比+2.00pct；9M24 毛利率 35.72%，净利率 11.24%，盈利能力持续提升。

图表7：2015-9M24 年百洋医药毛利率和净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

品牌运营：构建四大产品梯队，保证长期增长驱动力

医药行业逐步向专业化、平台化发展，专业的销售推广成为重要组成部分。由于市场竞争的不断加剧，研发生产支出的不断提升大幅压缩了传统医药生产企业在产品推广及销售方面的支出，医药行业正逐步从研发、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，已初步形成了研发平台、生产加工平台、推广销售平台共生发展的行业格局，专业的销售推广平台已成为医药行业的重要组成部分。

品牌运营已成为医药产品从研发生产到实现销售过程的重要环节。品牌运营业务（CSO）为医药品牌提供全方位的消费者教育、产品学术推广、营销策划、产品分销、商务接洽、流向跟踪、供应链管理等增值服务，公司可全面塑造消费者对医药品牌及产品的认知，最终将优质的医药产品推送给目标人群。

图表8：品牌运营业务内容



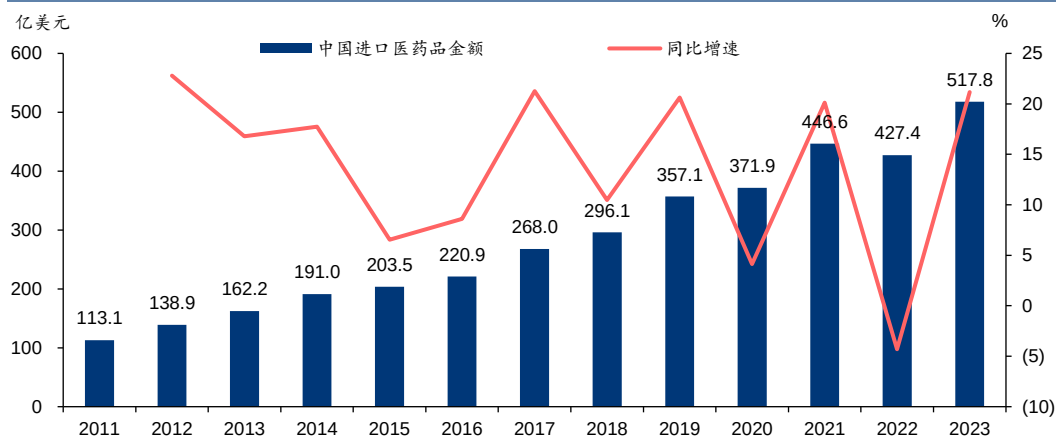
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

产业链分工细化带来品牌运营的旺盛需求。从需求端来看，集采常态化+反腐合规要求持续推进的大环境下，各类医药企业专业运营需求持续增长，带来市场边际增量：

- 1) 跨国药企：伴随着医药市场的国际化，美国、欧洲、日本等发达国家的跨国药企存在对中国市场需求了解不足及产品推广销售成本过高的顾虑，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，而自身专注于药品研发与生产。依托国内企业的渠道优势以及市场运营经验进行产品推广、分销，国外医药生产厂商可以进行药品的本土化品牌运营，促进药品的市场推广销售。

我国是药品进口大国，据海关总署统计，2023 年我国医药品进口 518 亿美元，同比增长 21.2%，2012-2023 年医药品进口金额 CAGR 为 13.5%。进口药品规模的增长驱动国内的推广及销售需求持续增长，并将促进医药品牌运营行业规模的整体提升。

图表9：2011-2023 年我国医药品进口金额及同比增速

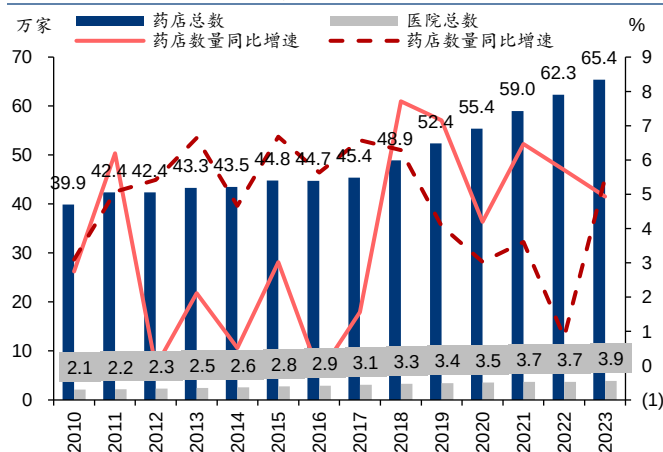


注：国家统计局数据截至 2019 年，2020 年起为海关总署公开月度数据加总

资料来源：国家统计局，海关总署，Wind，华泰研究

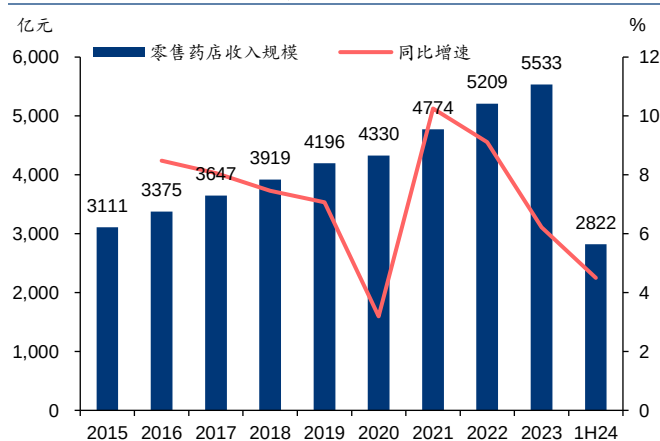
- 2) 国内 biotech：在国内市场方面，伴随着药品加成取消、医药分开、两票制、带量采购等一系列医疗政策改革的推进，医药市场竞争加剧，促使医药研发和生产企业更加注重效率，因此提出品牌运营服务的需求。我国创新药近年来进入密集获批期，在**医保控费、政策合规**等影响下，创新药商业化需求持续增长，创新药院内销售外包成为行业趋势。
- 3) 国内传统药企：线下零售渠道终端较分散，据 2024 年 4 月《中国药店》数据，截至 2023 年全国零售药店数量为 65.4 万家，同比+4.9%。随着集采范围逐步推广，部分落标产品无法在医院端销售，药企对零售终端重视程度明显提高。然而虽然零售终端在药品销售总额占比稳步提高（1H24 零售药店在三大终端合计销售占比达 29.8%，相比 2015 年提升 7.3pct），但药店数量众多且分散（2023 年我国零售药店 65.4 万家 vs 医院 3.9 万家），在零售药店营销难度高于医院，因此药企更需要 CSO 业务，借助第三方商业化平台的渠道资源优势助力销售。

图表10：2010-2023 年我国零售药店及医院数量及同比增速



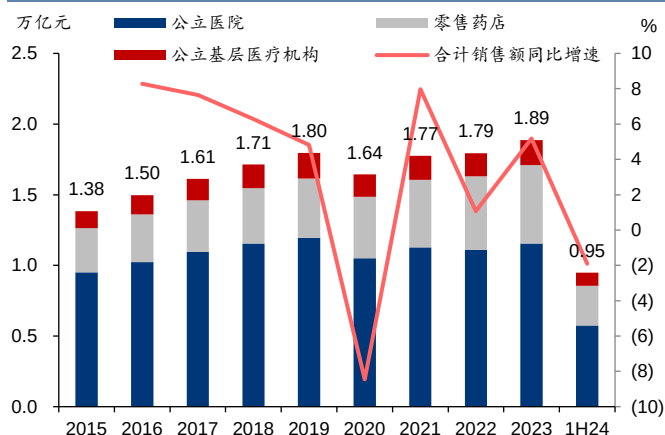
资料来源：《中国药店》，国家统计局，华泰研究

图表11：2015-1H24 年我国零售药店药品销售额及同比增速



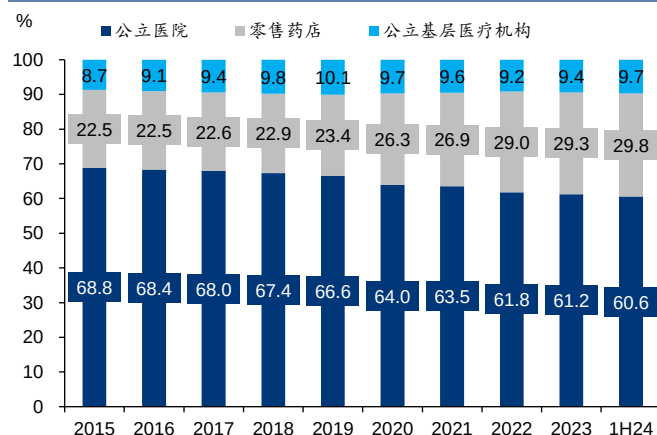
资料来源：米内网，华泰研究

图表12: 2015-1H24 年我国三大终端合计药品销售额及同比增速



资料来源: 米内网, 华泰研究

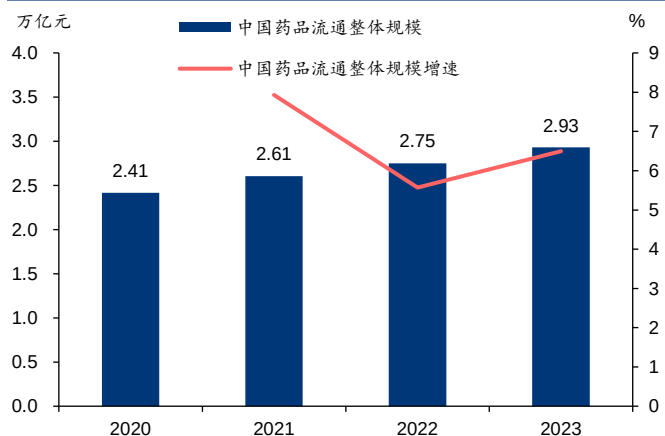
图表13: 2015-1H24 年我国三大终端药品销售额占比



资料来源: 米内网, 华泰研究

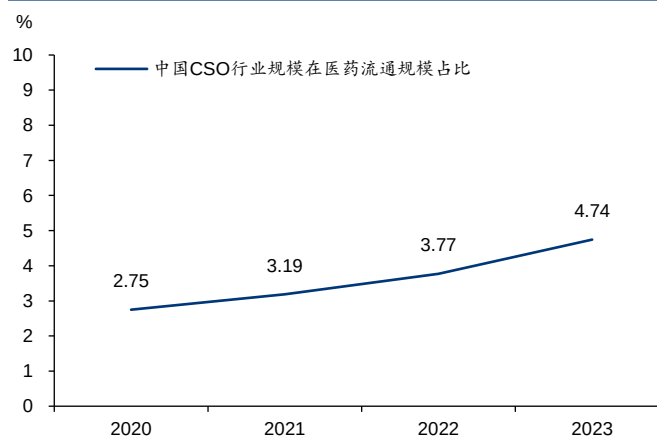
伴随产业上游需求不断增长, 我国 CSO 行业规模持续拓展。据头豹研究院数据, 中国医药 CSO 行业整体市场规模 2023 年达 1390 亿元, 19-23 年 CAGR 达 25.1%。据商务部《药品流通行业运行统计分析报告》的中国医药流通市场规模数据计算, CSO 市场占中国医药流通市场规模的比例从 20 年起逐年上升 (20 年 2.75% vs 23 年 4.74%)。参考此占比的变化, 及我国药品流通行业增速 (21-23 年分别为 7.9%/5.6%/6.5%, CAGR 为 6.7%), 我们假设占比保持增长态势且逐年略放缓, 并假设药品流通市场规模保持 6.7% 的平稳增长, 则预计到 2028 年我国 CSO 行业规模达 3323 亿元, 24-28 年 CAGR 为 19.0%。

图表14: 2020-2023 年中国药品流通整体规模及同比增速



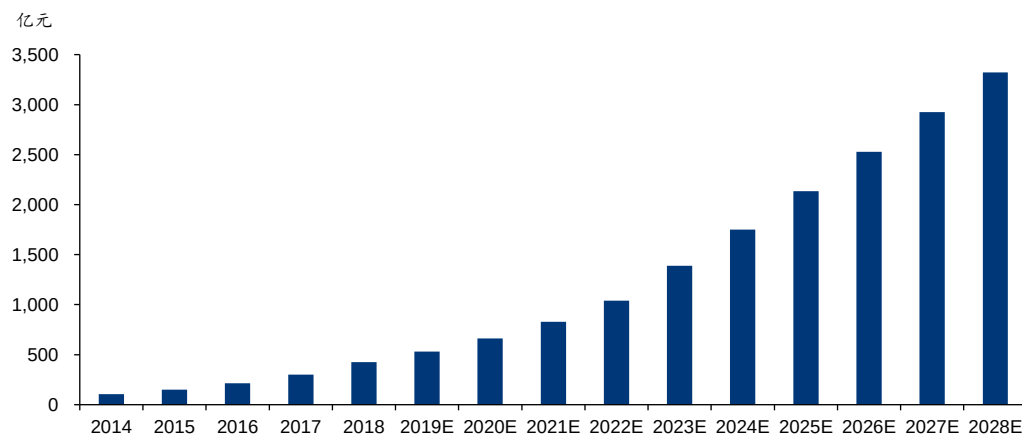
资料来源: 商务部《药品流通行业运行统计分析报告》, 华泰研究

图表15: 2020-2023 年我国 CSO 行业规模在医药流通规模占比



资料来源: 商务部《药品流通行业运行统计分析报告》, 头豹研究院, 华泰研究

图表16: 2014-2028E 年我国 CSO 行业规模



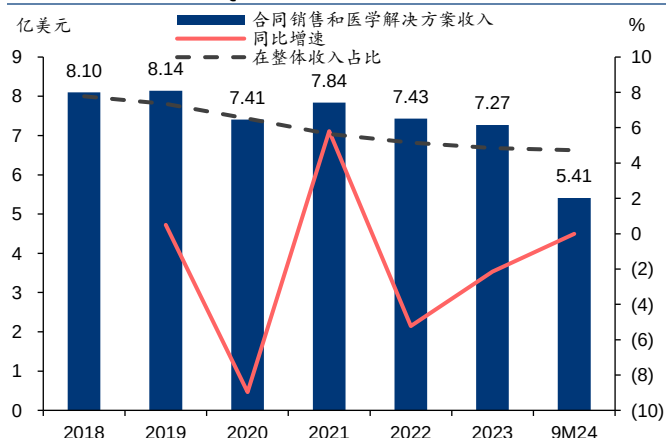
资料来源: 商务部《药品流通行业运行统计分析报告》, 头豹研究院, 华泰研究预测

品牌运营业务具有门槛较高、合作紧密的特性。因此，一旦品牌运营公司和医药生产企业达成合作，双方通常会建立紧密的合作关系。然而，目前我国 CSO 供给端较稀缺，主要由于 CSO 与传统医药流通在能力要求方面差异较大，且药品推广服务能力的搭建和验证需要较长时间，当前国内具备已验证的品牌运营经验的 CSO 公司数量较少，行业护城河较高：

- 1) 品牌运营公司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需要经过层层考核，才可能和医药生产企业达成合作关系。
- 2) 品牌运营公司在选择合作厂商时，需综合考虑相关生产厂商的综合竞争实力、产品的性能与质量、相关市场的竞争格局等多方面因素。
- 3) 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，提供全方位的增值服务。而传统的医药批发零售企业更关注货款安全、覆盖充分、流向清楚、价格可控等标准，服务同质化，难以为不同医药生产厂商提供个性化的产品市场推广服务。

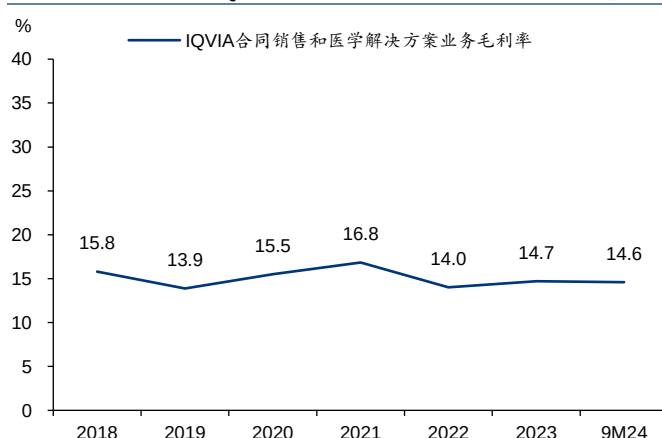
他山之石：IQVIA 合同销售和医学解决方案业务。 IQVIA (IQV.N) 的合同销售和医学解决方案 (Contract Sales & Medical Solutions) 业务范畴包括药品营销推广，即帮助药企将创新药推向市场，制定并执行本土化的营销和推广策略，使创新药能进入各级医院及相应科室，提高产品的市场覆盖率和知名度。IQVIA 业务遍布 100 多个国家，能利用全球资源和网络，为药企提供全球化的市场推广服务，使药品快速进入不同国家和地区的市场。合同销售和医学解决方案 9M24 收入 5.4 亿美元，同比持平，在整体收入占比达 4.7%，业务毛利率 14.6%。

图表17：2018-9M24 IQVIA 合同销售和医学解决方案收入及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

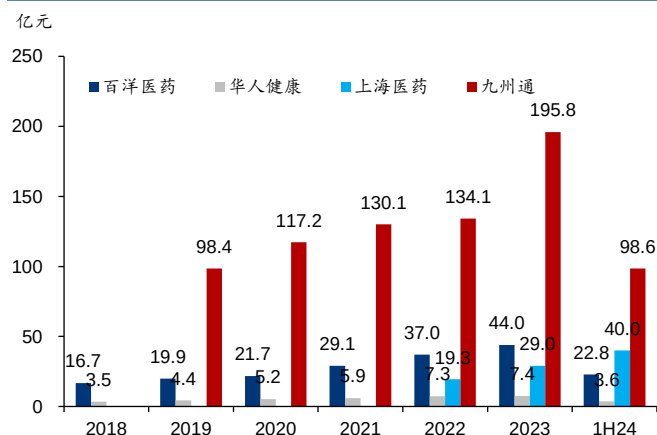
图表18：2018-9M24 IQVIA 合同销售和医学解决方案业务毛利率



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

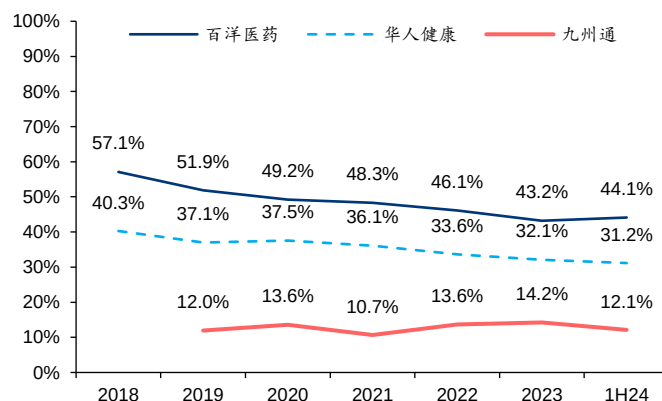
百洋医药 CSO 业务深度赋能品牌成长，高附加值属性带来较高毛利率。九州通、华人健康等公司的品牌代理类业务品牌品规较多，品牌代理业务较分散，且多为成熟产品；而百洋医药 CSO 业务与其不同之处在于，公司从品牌起步初期通过深度合作将其一步步经营成大品牌，高度捆绑，深度赋能。因此，和同行业其他公司医药代理业务相比，公司 CSO 业务附加值较高，1H24 CSO 业务收入 22.8 亿元（同比+11.9%），业务毛利率达 44.1%，高附加值、高毛利率的 CSO 核心大单品驱动公司 CSO 业务毛利率表现亮眼（以公司核心品牌迪巧为例，23 年毛利率 67.4%）。

图表19：2018-2023 年百洋医药及同业公司 CSO 业务收入



注：九州通数据来自年报-总代总销品牌推广业务（包括药品和医疗器械），华人健康数据来自年报-代理业务，上海医药数据来自 23 年年报文字描述
资料来源：各公司公告，华泰研究

图表20：2018-2023 年百洋医药及同业公司 CSO 业务毛利率



注：九州通数据来自年报-总代总销品牌推广业务（包括药品和医疗器械），华人健康数据来自年报-代理业务，上海医药无毛利率数据
资料来源：各公司公告，华泰研究

公司品牌运营以“全渠道+大品种”为特色，精确瞄准代理产品营销定位。公司自成立以来即开展 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，且近年来公司积极开展电商营销推广，并不断拓展和深化渠道布局，开拓基层市场的营销推广服务。公司精准定位护城河大品种营销策略，根据产品特点，实现“线上+线下”、“院内+院外”全渠道发力，如迪巧注重线上推广，海露集中拓展院外零售渠道，原研创新药和公司代理的创新器械则聚焦院内渠道。

图表21：公司品牌运营业务产品矩阵（按渠道）



资料来源：公司公告，华泰研究

从业务成长性来看，目前公司产品矩阵主要可分为：1) 成长期的核心产品，如迪巧和海露，我们预期 24-26 年收入 CAGR 为 15-20%；2) 爬坡期的自有产品，如纽特舒玛及百洋制药旗下的扶正化療和奈达等，我们预期 24-26 年收入 CAGR 为 20-25%；3) 放量期的创新药械产品，我们预期 2024/2025 年收入或达 3/5 亿元；4) 成熟期的处方产品，如泌特等，考虑到 24 年因公司罗氏产品停止合作收入规模有所下降，我们预计 25-26 年平稳增长，保持 5% 收入增速。

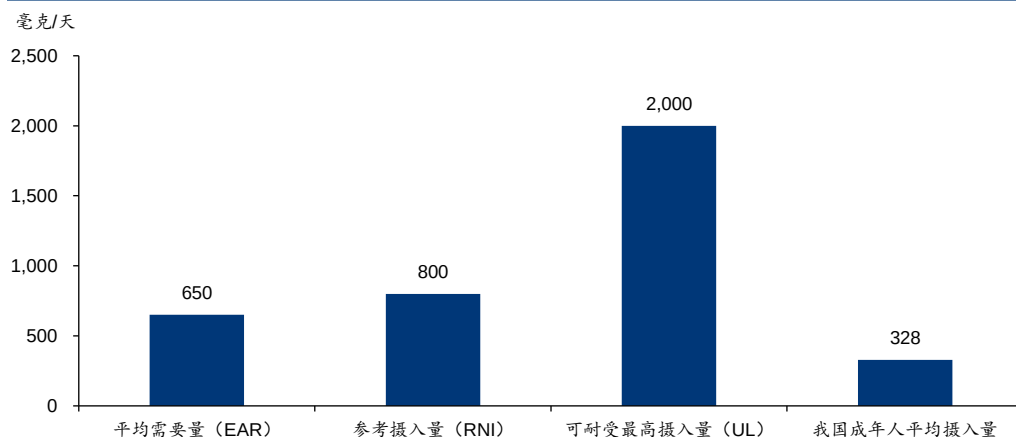
成长期的核心产品：精准定位营销，打造成功爆款

迪巧和海露是公司目前处于成长期的核心品种，我们预计其 24 年合计收入占公司 CSO 业务收入的 58%，是公司目前盈利的基本盘。考虑到这两个产品发展仍处于上升态势，公司持续推广营销，我们预计公司成长期产品 24-26 年收入 CAGR 为 15-20%。

迪巧：公司品牌运营的成功案例，从红海杀出的大单品

我国营养膳食建议钙摄入量标准远未达标，钙制品行业空间显著。据中国营养学会发布的《中国居民膳食营养素参考摄入量（DRIs）2023 版》，中国居民中老年人（含 50 岁以上中老年、妊娠中晚期及哺乳期人群）推荐每日钙摄入量为 800mg；而据《中国居民营养与慢性病状况报告（2020 年）》显示，我国成年人每日平均钙摄入量为 328mg，远低于推荐值，因此钙营养补充剂需求显著。

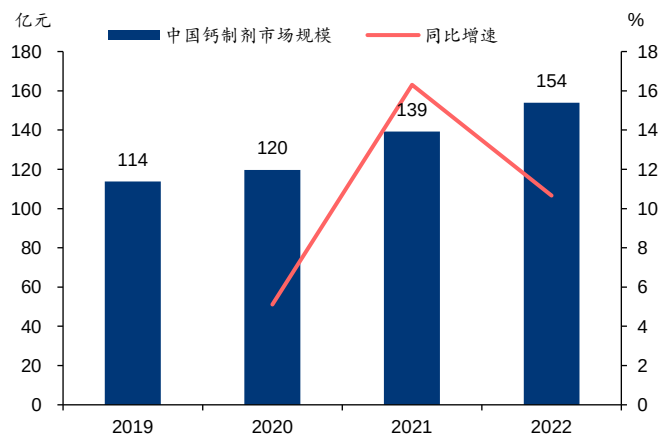
图表22：《中国居民膳食营养素参考摄入量（DRIs）2023 版》建议成年人钙摄入量和实际平均钙摄入量对比



资料来源：中国营养学会《中国居民膳食营养素参考摄入量（DRIs）2023 版》，国务院《中国居民营养与慢性病状况报告（2020 年）》，华泰研究

我国钙制剂行业规模持续增长，支撑迪巧长期增长空间。据碳酸钙研究院数据，我国钙制剂销售额从 2019 年的 114 亿元增长至 2022 年的 154 亿元，2020-2022 年 CAGR 达 10.6%；2022 年医疗机构占据我国钙制剂 38% 的销售额，实体药店和网上药店渠道分别占据 55% 和 7% 的销售额，实体零售药店仍为钙制剂的主要销售渠道。考虑到我国人口老龄化趋势持续，叠加“二孩”“三孩”政策逐步放开，婴幼儿、孕妇及哺乳期妇女、中老年人群等补钙需求持续增长，我们认为我国钙制品行业仍有长期、稳定的增长潜力，为行业发展奠定基础，也为公司“迪巧”品牌提供长期增长空间。

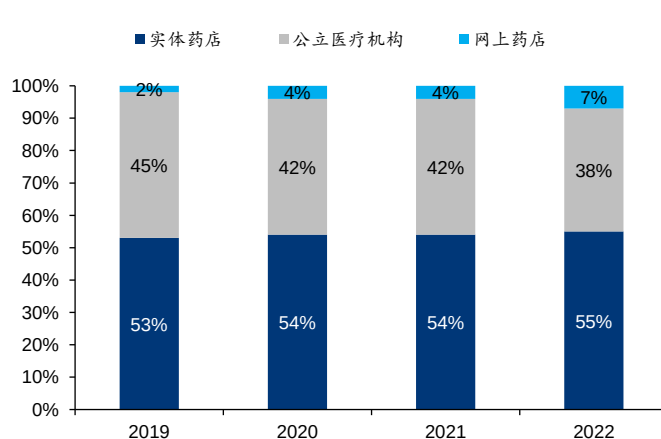
图表23：2019-2022 年我国钙制剂行业市场规模与同比增速



注：口径包括实体药店、网上药店及医疗机构

资料来源：2023 年 10 月碳酸钙研究院《中国钙制剂市场现状和前景浅析》，米内网数据库，华泰研究

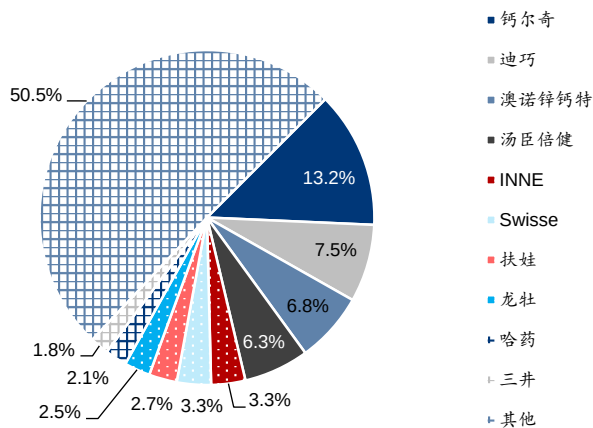
图表24：2019-2022 年我国钙制剂行业市场各终端占比



资料来源：2023 年 10 月碳酸钙研究院《中国钙制剂市场现状和前景浅析》，米内网数据库，华泰研究

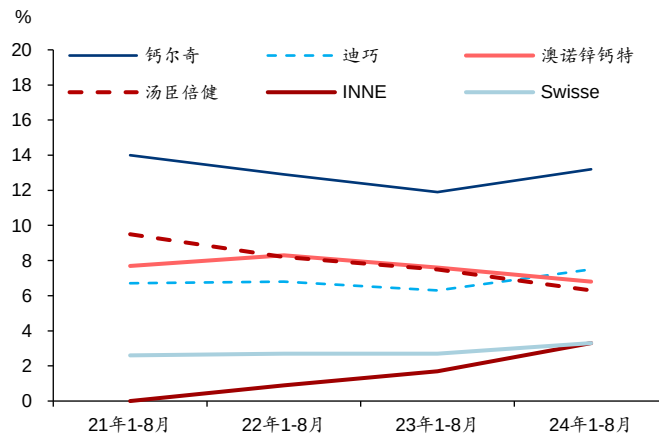
迪巧市占率逐步提升，成长空间可观。迪巧系列钙制剂由美国安士在美国进行生产，主要应用于母婴补钙领域，是国内主要的母婴补钙产品之一，公司是迪巧系列钙制剂在中国大陆及港澳台地区唯一总代理商。据公司统计，24 年 1-8 月公司在我国钙制剂全渠道市占率 7.5%，相比 21 年同期市占率提升了 0.8pct，已由 21 年位居第四成长为市占率第二名；然而迪巧市占率相比第一名钙尔奇仍有一定差距，成长空间可期。

图表25：2024 年 1-8 月我国全渠道钙品牌销售份额



资料来源：公司公告，IQVIA 百床医院，中康零售，NINT 任拓，华泰研究

图表26：2021-2024 年各年 1-8 月我国主要钙品牌销售份额变化



资料来源：公司公告，IQVIA 百床医院，中康零售，NINT 任拓，华泰研究

迪巧价格定位高端，与各家主要进口液体钙价格相当。据我们计算我国目前市占率前五品牌液体钙产品的每日费用对比，迪巧小黄条液体钙每日费用与钙尔奇、Swisse 两家进口产品费用相当，而国产的澳诺、汤臣倍健则费用相对较低，凸显迪巧的高端定位。

图表27：国内市场主要钙品牌液体钙产品每日费用对比

品牌	产品名	产品售价	推荐每日用量	每日费用（元/天）
钙尔奇	儿童液体钙	178 元/30 条	1 条	5.93
迪巧	小黄条液体钙	105 元/20 条	1 条	5.25
澳诺	葡萄糖酸钙锌口服液	250 元/360 支	2 瓶	1.39
汤臣倍健	金标液体钙 DK 软胶囊	72 元/100 粒	2 粒	1.44
Swisse	液体钙 DK 软胶囊	85 元/60 粒	4 粒	5.67

注：按 2024 年 12 月 19 日价格计算，价格采用页面宣传图价格，用量为商品详情推荐用量

资料来源：京东各品牌旗舰店，华泰研究

迪巧：近 20 年培育和推广造就钙产品领先品牌。公司在大陆地区推广与销售迪巧产品已近 20 年，迪巧产品年销售额从合作初始时的不足 1 亿元增长到 2023 年的 19 亿元，23 年收入同比增长 16.5%；1H24 迪巧收入 10.6 亿元，同比增长 20.3%，收入增长进一步提速。我们认为公司主要通过以下方面培育和推广迪巧的品牌价值：

图表28：2015-1H24 年迪巧销售额和同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

- 1) 细分品牌定位与推广：**公司分析产品适用的场景和用户群体，对用户进行画像，针对性地制定细分品类营销策略。以迪巧为例，公司运营初期将迪巧定义为“进口钙领先品牌”，根据母婴细分人群的需求特点，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；2021年起线上零售开始兴起，公司抓住机会推出儿童液体钙产品“小黄条”、孕产期妇女液体钙产品“小粉条”等新品规，不断在“迪巧”这一品牌下继续拆分细分新品、更新产品定位。公司还在不断拓展迪巧老年钙等新品种，完善迪巧品牌细分矩阵。
- 2) 多渠道、多角度产品推广：**迪巧系列主要为钙片产品，具备类似快消品的产品属性，市场同类产品较多、市场竞争激烈。为了保持产品竞争力，公司通过全国范围内的销售团队持续对迪巧品牌进行推广宣传。公司兼顾传统的院内和零售药店渠道，包括线下零售终端品牌展示、开展学术会议及推广活动、通过广告媒体持续宣传，实现全国零售端的渠道持续突破；同时重点发力线上渠道，线上渠道增速明显快于院内和线下。

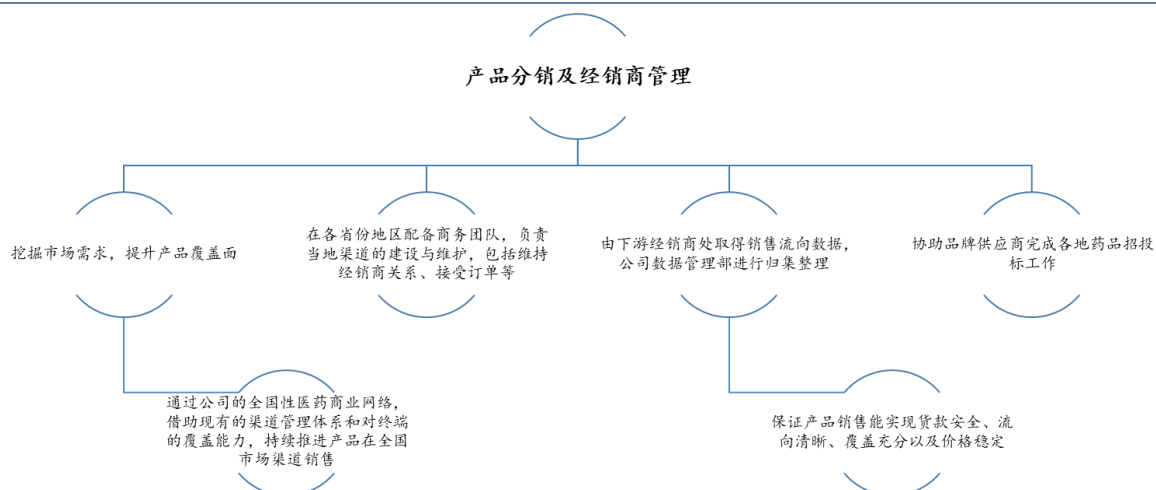
图表29：迪巧系列主要推广手段及内容

推广活动 (店外活动)	- 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 - 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)	- 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 - 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 - 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

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

- 3) 此外，公司还提供产品分销和经销商管理，通过服务产品上下游提升竞争力。**如提供渠道资源、经销商关系维护、协助招标、提供销售数据管理服务。

图表30：迪巧系列上下游服务内容



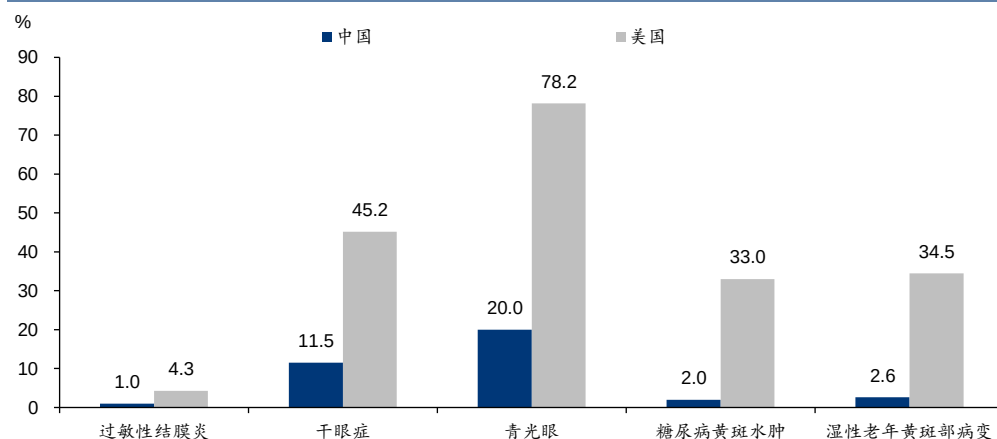
资料来源：公司招股说明书，华泰研究

公司迪巧代理权长期稳定，产品生命周期健康。公司和美国安士从 2005 年开始合作，已经合作近 20 年，实现了双方互利共赢，具备坚实的合作基础。目前，公司及美国安士（及其相关方）已签署长期有效的合作协议并约定了严厉的违约责任，合作协议有效期至 2068 年，代理权长期稳定。考虑到行业需求持续增长，公司产品生命周期健康，线上+线下渠道布局完善，我们预计 24-26 年迪巧收入保持 15-20% 增长。

海露：市场唯一不含防腐剂的人工眼泪旗舰产品

我国干眼症用药市场需求广阔。根据《2013 干眼临床诊疗规范专家共识》，国内干眼症发病率为 21%-30%。据弗若斯特沙利文，2019 年中国各类眼科疾病的患病人数远高于美国。其中，过敏性结膜炎、近视（20 岁以下）患病人数为美国的 4 倍以上，干眼症、白内障、睑缘炎、青光眼的患病人数均为美国的 7 倍以上。然而中国眼科患病人数虽然高于美国，但各类眼科疾病的诊断率较低，大量患者需求尚未被满足，以干眼症为例，据灼识咨询数据，2019 年我国干眼症诊断率仅为 11.5%，而美国同时期这一数字为 45.2%。“高患病率+低诊断率”下我国人工眼泪等干眼症用药需求潜力庞大。

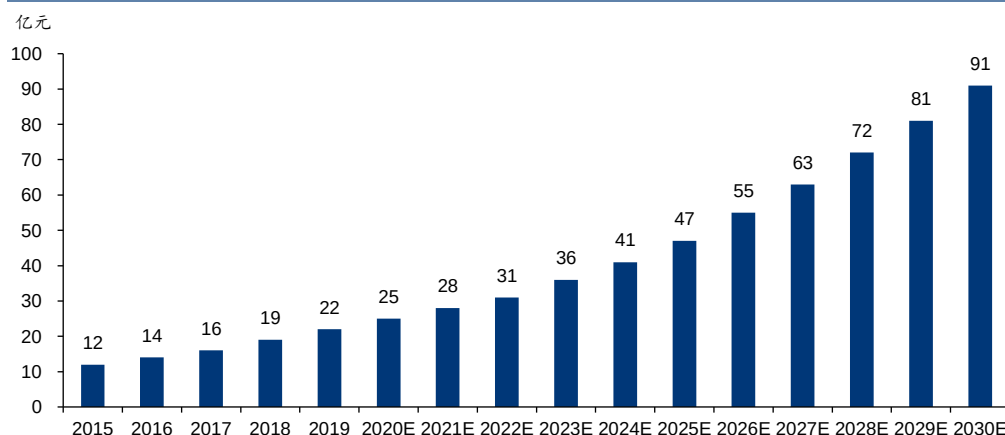
图表31：2019 年中美主要眼科疾病的诊断率



资料来源：灼识咨询，华泰研究

人工眼泪用于缓解干眼症，我国市场规模 2024 年已超 40 亿元。人工泪液是润滑性眼药水，用于缓解及初期治疗干燥性角膜结膜炎（干眼症）中与泪液产生不足相关的干燥和刺激。据弗若斯特沙利文数据，我国人工泪液市场规模 2030 年将达到 91 亿元，2025-2030 年 CAGR 达 14%。

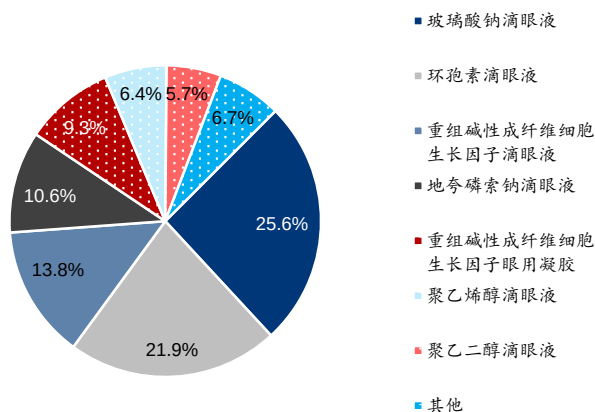
图表32：2015-2030E 年中国人造眼泪行业市场规模及同比增速



资料来源：弗若斯特沙利文，欧康维视招股说明书，华泰研究

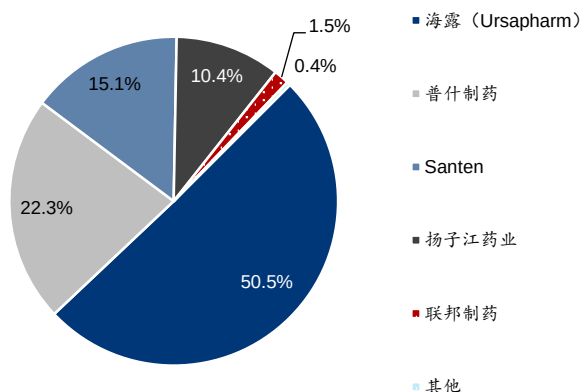
玻璃酸钠滴眼液为目前我国治疗干眼症应用最广的药品，海露占据半壁江山。据 PDB 数据库，2023 年我国样本医院销售用于干眼症治疗的眼用药品共 4.34 亿元，其中玻璃酸钠滴眼液销售额为 1.11 亿元，占比 25.6%，为各药品占比之首。百洋医药代理的“海露”产品 2023 年样本医院销售额为 5.61 亿元，在玻璃酸钠滴眼液销售额占比达 50.5%，位居市占率第一。

图表33：2023年我国样本医院用于干眼症的眼用药品销售额占比



注：统计口径为眼用、适应症含干眼症的药品
 资料来源：PDB，华泰研究

图表34：2023年我国样本医院用于干眼症的玻璃酸钠滴眼液品牌占比



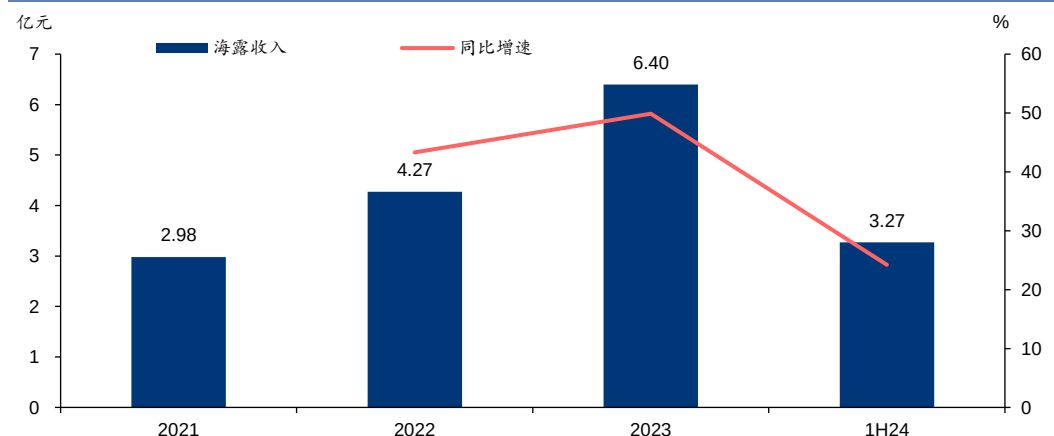
注：统计口径为眼用、适应症含干眼症的玻璃酸钠滴眼液
 资料来源：PDB，华泰研究

百洋主要负责海露的零售渠道运营，抓住日常护眼需求精准营销，突出不含防腐剂的差异化优势。由于受到第四批集采影响，2020年1月瑞霖医药（Ursapharm）与百洋医药达成合作，公司负责海露的全国零售市场终端推广（院端仍由瑞霖医药负责）。公司“海露”产品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：

- 1) 差异化优势营销：**公司在线上渠道广告营销突出海露是全球唯一“不含防腐剂”的人工眼泪产品这一优势，强调海露通过“太空舱”瓶身设计、利用单向阀门和真空内囊保存，不含苯氧乙醇、苯扎溴铵、苯扎氯铵等防腐剂，适用于孕期人群、佩戴OK镜的青少年和儿童群体、防腐剂敏感人群等，强调产品安全性这一差异化优势。
- 2) 多渠道打造品牌形象：**公司结合上游品牌商，在电梯媒体、电视广告、网络广告、户外广告等渠道，以及通过微博、微信等平台开展宣传，进行干眼症科普推广，并在全国药店开展店员产品教育，推进渠道深度覆盖。
- 3) 线上营销优势领先：**2021年海露从处方药转变为OTC产品，公司抓住机会，以2021年“双十一”为契机，并在后续各年电商大促均取得线上销售额行业领先的成绩。

行业需求+市场地位共同驱动海露收入快速增长。海露收入自2021年以来保持高速增长，2023年收入已达6.4亿元，同比+50%；1H24海露收入3.3亿元，同比+24%。考虑到我国干眼症“高患病率+低诊断率”的现状，以及随着现代生活节奏的加快，越来越多的消费者在使用电子产品的过程中产生了更高、更多的护眼需求，人工眼泪这一市场需求持续增长，我们看好海露产品凭借自身品牌知名度与行业领先地位，有望持续增长。

图表35：2021-1H24年公司海露产品收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

爬坡期的自有产品：收购百洋制药，扩展自有品牌

今年公司完成针对集团工业资产百洋制药的收购，将扶正化癍、奈达等产品变为自有产品，丰富自有产品矩阵，向上游延伸。核心品种扶正化癍有望通过拓展适应症、下沉基层医院以及发展零售渠道等方式保持较快增长，奈达、纽特舒玛继续保持放量态势，我们预期公司自有产品 24-26 年收入 CAGR 为 20-25%。

百洋制药：注入中药资产，向上游延伸

收购百洋制药，拓展产品矩阵。公司于 2024 年 5 月 20 日公告拟以现金收购上海百洋制药股份有限公司、青岛百洋投资集团有限公司、青岛百洋伊仁投资管理有限公司和北京百洋康合科技有限公司的股权，进而持有百洋制药 60.199% 股权，总交易价格为 8.80 亿元（按公告中 24 年净利润预期 1.48 亿元计算 PE 为 10x）。本次交易对手方为百洋集团（公司控股股东）、汇铸百洋和菩提永和（均为百洋集团控制的企业）。截至 2024 年 7 月 12 日，本次交易涉及标的公司股权交割均已完成，公司控制百洋制药 61.794% 股权，直接或间接持有百洋制药共 60.199% 的股权，成为百洋制药的控股股东，四家标的公司成为公司的全资/控股子公司，纳入公司合并报表范围。

延伸上游产业链布局，提升市场竞争力。百洋制药是一家专注于中药现代化和缓控释制剂研发生产的医药制造企业，主要业务为中成药、化学仿制药产品的研发、生产和销售，主要产品包括肝病领域独家中成药品种扶正化癍，以缓控释制剂技术为核心的二甲双胍、硝苯地平、塞来昔布等高端制剂。本次收购后，百洋医药产品矩阵进一步丰富，进一步扩大适应症领域覆盖范围，且能够借助百洋制药在肝纤维化治疗领域及缓控释制剂领域的生产研发经验，形成上下游联动的规模化医药产业业务体系；与此同时，百洋制药能够依托百洋医药成熟的营销渠道及完善的物流配送网络，进一步提升其核心产品的市场占有率。

图表36：百洋制药主要产品

类别	产品	备注
中成药	扶正化癍	24 年底中成药产线扩建后将新增产能 5 亿粒/年
化药	二甲双胍	国谈产品
	度洛西汀	集采中标产品
	硝苯地平	集采中标产品
	塞来昔布	集采中标产品
	艾司奥美拉唑肠溶胶囊	新产品，24 年起投产
	非布司他	新产品，24 年起投产
	硫酸氨基葡萄糖	新产品，24 年起投产
	碳酸铜咀嚼片	新产品，24 年起投产

资料来源：公司公告，华泰研究

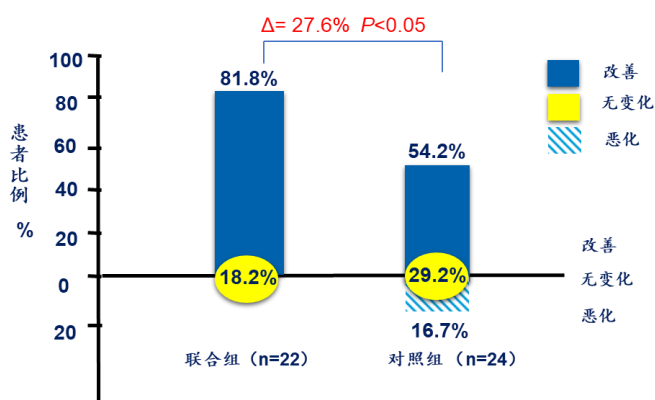
百洋制药收入主要来自中成药扶正化癍贡献，23 年收入及净利润同比快速增长。百洋制药 23 年收入/净利润/扣非净利润分别为 7.60/1.35/1.04 亿元，同比+19.7%/+23.7%/+27.8%，其中中成药（主要是扶正化癍）贡献 5.29 亿元收入，占比 70%。

百洋制药扶正化癍产品可用于治疗慢性乙肝的多个阶段，多项文献证明其疗效：

1) 基于扶正化癍的双抗治疗有效逆转乙肝肝纤维化、肝硬化：

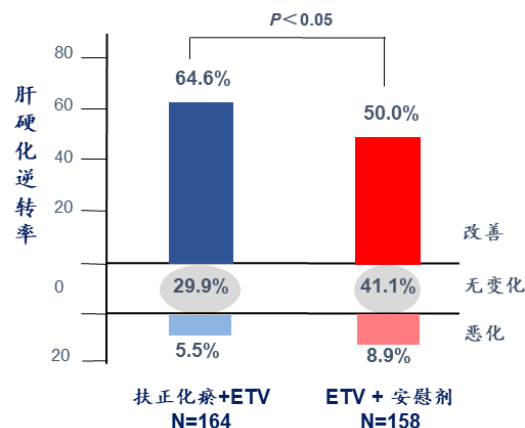
2020 年 Journal of Clinical and Translational Hepatology 上一项扶正化癍（FZHY）联合恩替卡韦（ETV）治疗乙肝肝纤维化患者的临床疗效评价显示，与 ETV 相比，FZHY+ETV 联合治疗组患者的纤维化改善率（肝纤维化改善：治疗后比治疗前 Ishak 评分下降≥1 分）显著高于对照组（82% vs 54%，P<0.05）；传染病防治科技重大专项十二五计划课题（No: 2014ZX10005001）研究显示，扶正化癍片+ETV 联用较 ETV 提高肝硬化组织逆转率 14.6%。

图表37: FZHY+ETV 联合治疗组患者肝纤维化改善率明显改善



资料来源: Journal of Clinical and Translational Hepatology. 2020;8(3):277-284, 华泰研究

图表38: FZHY+ETV 联合治疗组患者肝硬化逆转率提升

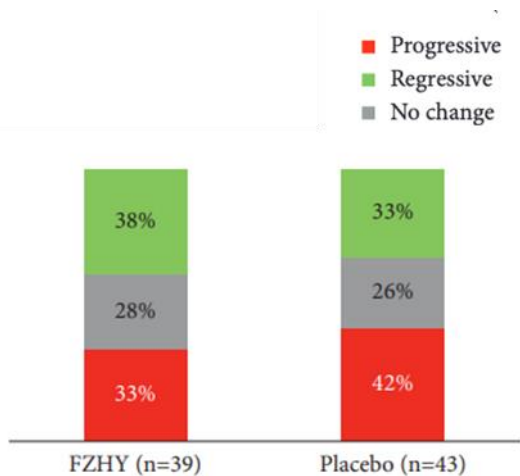


资料来源: 传染病防治科技重大专项十二五计划课题 (No: 2014ZX10005001), 华泰研究

2) 扶正化癥可以逆转丙肝肝纤维化:

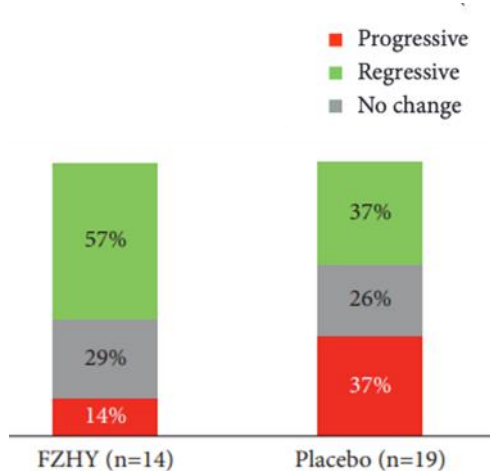
扶正化癥片是唯一一个由国际知名肝病专家牵头在美国完成 II 期临床试验的抗纤维化中成药。扶正化癥在美国的 II 期临床研究入组难治性丙肝患者 118 例, 扶正化癥组 N=59 例 (39 例完成 2 次肝穿), 安慰剂组 N=59 例 (43 例完成 2 次肝穿), 治疗 48 周, 随访 12 周, 结果显示扶正化癥 F 组患者纤维化改善程度整体好于安慰剂组, 且对于 Ishak 评分处于 F3/F4 基线的丙肝患者的肝纤维化改善更明显。

图表39: FZHY 组患者丙肝纤维化改善程度整体好于安慰剂组



资料来源: Evid Based Complement Alternat Med. 2022 Jul 15;2022:4494099., 华泰研究

图表40: FZHY 组患者 (F3/F4 基线) 丙肝纤维化改善程度更明显



资料来源: Evid Based Complement Alternat Med. 2022 Jul 15;2022:4494099., 华泰研究

3) 扶正化癥可以减少肝硬化终点事件发生:

2017 年《中华肝脏病杂志》上一项回顾性研究, 将各种病因引起的肝硬化患者 (n=430) 分成扶正化癥组 (n=198) 和未服用扶正化癥组, 从五年生存率来看, 服用扶正化癥可明显减少肝硬化终点事件发生, 提高肝硬化患者生存率。

图表41: 服用扶正化癥和未服用扶正化癥的肝硬化患者 5 年生存率差异

分组	扶正化癥组 (n=198)	未服用扶正化癥组 (n=232)	5 年生存率差异
乙肝肝硬化	59%	44%	15%
非乙肝肝硬化	53%	32%	21%
代偿期肝硬化	82%	65%	17%
失代偿肝硬化	51%	33%	18%

资料来源: 戈雪婧, 徐列明等. 扶正化癥胶囊对肝硬化患者生存率的影响. 中华肝脏病杂志, 2017, 25(11):834-840., 华泰研究

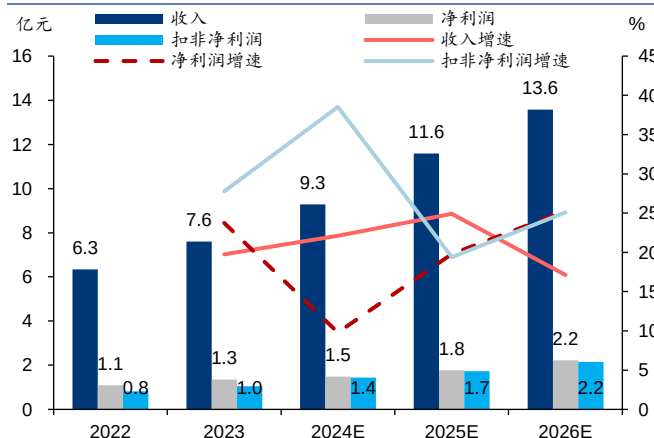
老品种，新动能。收购后，公司计划通过拓展适应症、下沉基层医院以及发展零售渠道等措施，继续为扶正化痰这个老品种进行赋能。

公司自有产品还包括降糖药盐酸二甲双胍控释片奈达以及乳清蛋白粉纽特舒玛等：

- 1) 奈达于 2018 年获得美国 FDA 批准上市，也是国内首个获批的渗透泵控释剂型二甲双胍，2023 年 1 月进入国家医保，医保支付标准为 0.66 元/片/0.5g。奈达采用渗透泵控释技术，利用渗透压原理使药物有效成分以恒定的速率释放，实现 24 小时内血药浓度维持在有效范围内，降低胃肠道刺激及毒副作用的同时也减少了糖尿病患者的服药次数，患者只需一天服用一次就能维持血糖平稳，有效提升了患者用药依从性。同时，奈达在活性成分、剂型规格、用法用量、和生物等效性上都和原研药一致。目前奈达在国内处于进院阶段，9M24 收入超 6200 万元，我们预计 24 年全年收入约 8000 万元。
- 2) 纽特舒玛乳清蛋白粉主要目标人群是术后恢复人群、减重人群和增肌人群，并可用于改善肿瘤放化疗营养状况，目前主要在医院营养科及线上销售，处于放量阶段。据纽特舒玛官网，24 年 11 月弗若斯特沙利文确认纽特舒玛获得“进口纯乳清蛋白粉中国销售额第一”的市场地位，成为进口乳清蛋白领导者，9M24 收入超 9000 亿元，我们预计 24 年全年收入约 1.2 亿元。

业绩承诺彰显百洋制药业绩增长信心，看好增厚公司收入及利润。据 5 月 20 日收购公告，公司对百洋制药 24-26 年业绩预测如下：收入 6.25/7.23/8.31 亿元（同比+18.1%/+15.8%/+14.9%），净利润 1.48/1.77/2.22 亿元（同比+9.8%/+19.8%/+25.3%）。此外，公司还公告了业绩承诺，百洋制药 24-26 年扣非净利润不低于 1.44/1.72/2.15 亿元（同比+38.5%/+19.4%/+25.1%），若低于此目标则由百洋集团对公司进行补偿，彰显百洋制药业绩增长信心。我们认为此次收购百洋制药或将显著增厚公司 24-26 年收入及净利润。

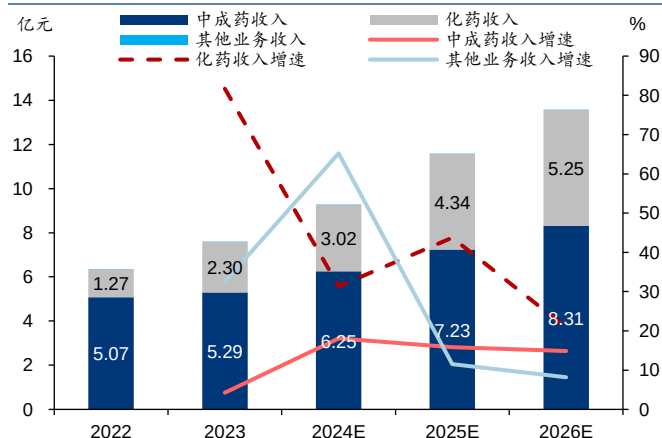
图表 42：2022-2026E 年百洋制药收入、净利润、扣非净利润及增速



注：百洋制药收入及净利润预测值为公司公告中预测值，扣非净利润预测值为业绩承诺数值

资料来源：公司公告，华泰研究

图表 43：2022-2026E 年百洋制药各业务收入及同比增速



注：百洋制药各业务收入预测值为公司公告中预测值

资料来源：公司公告，华泰研究

放量期创新产品：集团参股孵化、公司代理，打造第二增长曲线

除了外部合作的产品，百洋医药通过母公司与国家级科研院所科学家的股权合作，入局国内前沿 First in Class 新药械开发，待产品获批上市后由上市公司锁定销售权益，逐步建立起自身的创新孵化平台。2023 年起，公司在自主孵化的高端医疗器械以及肿瘤等重症药方面逐步迎来收获。公司目前在人工心脏、超声用电磁定位穿刺引导设备、放疗手术机器人、核药等领域商业化进展顺利，我们预期创新药械 24 年收入约 3 亿元、25 年收入或达 5 亿元，26 年收入仍有望保持 30% 高速增长，打造第二增长曲线。

图表44：百洋医药集团创新孵化产品平台矩阵

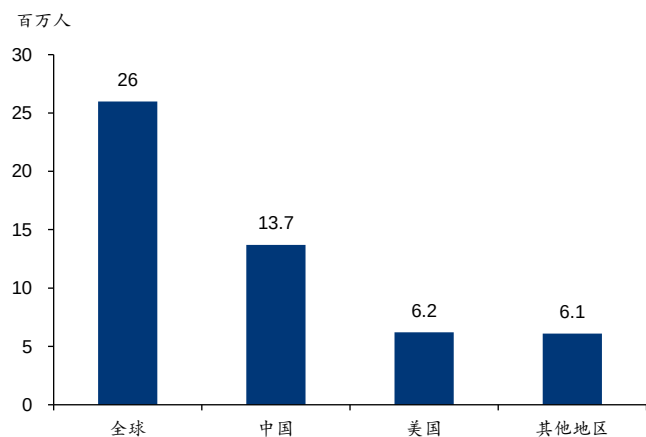


资料来源：百洋医药集团官网，华泰研究

同心医疗：国产人工心脏先行者

由于心脏供体来源有限，心衰患者临床需求缺口较大。心力衰竭是指由于心脏结构或功能异常而导致心输出量减少、静息或压力状态下的心内压升高的一种临床综合症，典型症状为呼吸困难、脚踝肿胀和疲劳等，其他可能症状包括颈静脉压力升高、肺部杂音和外周性水肿。心力衰竭患者人数众多，据文献统计，全球至少有 2600 万心衰患者，其中中国有 1370 万以上心衰患者、美国有 620 万以上心衰患者。心衰病程的恶化与不少恶性肿瘤类似，难以通过已有药物和传统医疗器械得到逆转。心脏移植是目前公认的治疗手段，但因心脏供体极其有限，临床治疗需求缺口较大。

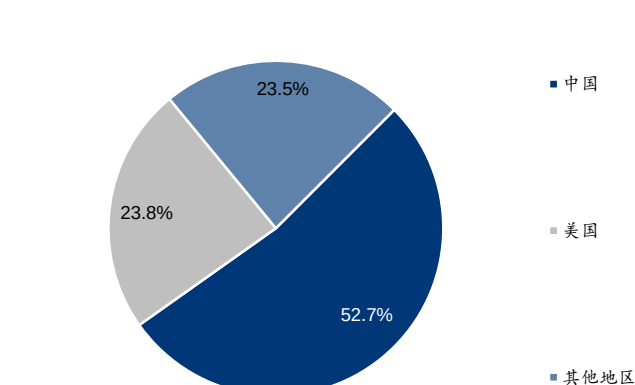
图表45：全球、中国及美国心衰患者数量



注：全球、中国、美国数据均来自不同时间点的文献，其他地区数据为方便计算采用作差法估计

资料来源：Piotr Ponikowski, Stefan D. Anker, Khalid F. AlHabib, et al. Heart failure: preventing disease and death worldwide, ESC Heart Failure 2014; 1: 4 - 25., G Hao, X Wang, Z Chen, et al. Prevalence of heart failure and left ventricular dysfunction in China: The China Hypertension Survey, 2012-2015. Eur J Heart Fail 2019, 21: 1329-1337., Virani, A Alonso, E Benjam, et al. Heart Disease and Stroke Statistics—2020 Update, Circulation, 141:e139-e596., 同心医疗官网，华泰研究

图表46：全球心衰患者数量地区占比



注：全球、中国、美国数据均来自不同时间点的文献，其他地区数据为方便计算采用作差法估计

资料来源：Piotr Ponikowski, Stefan D. Anker, Khalid F. AlHabib, et al. Heart failure: preventing disease and death worldwide, ESC Heart Failure 2014; 1: 4 - 25., G Hao, X Wang, Z Chen, et al. Prevalence of heart failure and left ventricular dysfunction in China: The China Hypertension Survey, 2012-2015. Eur J Heart Fail 2019, 21: 1329-1337., Virani, A Alonso, E Benjam, et al. Heart Disease and Stroke Statistics—2020 Update, Circulation, 141:e139-e596., 同心医疗官网，华泰研究

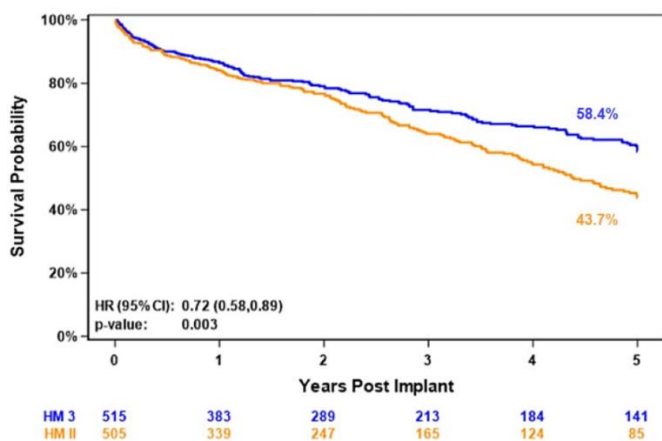
心脏辅助装置 (VAD) 已逐渐成为治疗终末期心衰的重要手段。晚期心力衰竭患者的需求量远大于可提供心脏移植供体数量，因此人工心脏作为代替手段应运而生。心室辅助装置可用于部分或全部替代心脏完成泵血功能、维持人体血液循环，其核心部件的血泵可将血液从心脏引出、提升压力后输送到主动脉，卸载天然心脏负荷、使天然心脏得到休息，同时解决天然心脏泵血能力不足的问题。人工心脏在美国等发达国家经过 50 多年研究，于本世纪初被美国 FDA 批准作为替代心脏移植的永久植入设备用于重症心衰的治疗，被写入临床指南，帮助晚期心力衰竭患者显著延长生命、提高生活质量。

人工心脏不仅可挽救患者生命，还为患者提供了能够维持正常生活的可能。目前心室辅助装置主要有三方面临床应用：

- 1) 作为等待心脏移植的过渡，为患者争取更多的时间等到合适的供体；
- 2) 为急性心衰患者提供短期替代支持，待心脏功能恢复后撤除；
- 3) 为终末期心衰患者提供长期替代，支持患者携带人工心脏长期生存。**目前长期替代治疗已成为心室辅助装置的主流临床应用。**

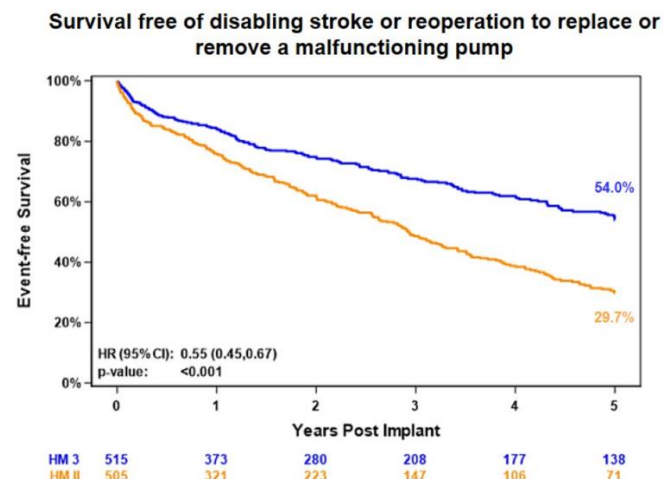
海外主要人工心脏领导者为雅培 HeartMate，临床文献表明可以显著改善心衰患者的生活质量、延长生命。HeartMate 3 于 2017 年美国 FDA 获批，并于 2024 年 7 月在中国获批。据 2022 年欧洲心脏病学会年会（ESC2022）上雅培最新一代产品 HeartMate 3 的五年研究数据，HeartMate 3 的存活率提高至 58%（上一代产品 HeartMate II 的存活率为 44%），且 HeartMate 3 的无中风或再手术的五年存活率也有明显改善（54.0% vs 29.7%），实验数据显示 HeartMate 3 患者更高的生存率在很大程度上与中风、凝血和出血导致的死亡减少有关。

图表47：雅培 HeartMate 3 与上一代相比患者五年总体生存率提升



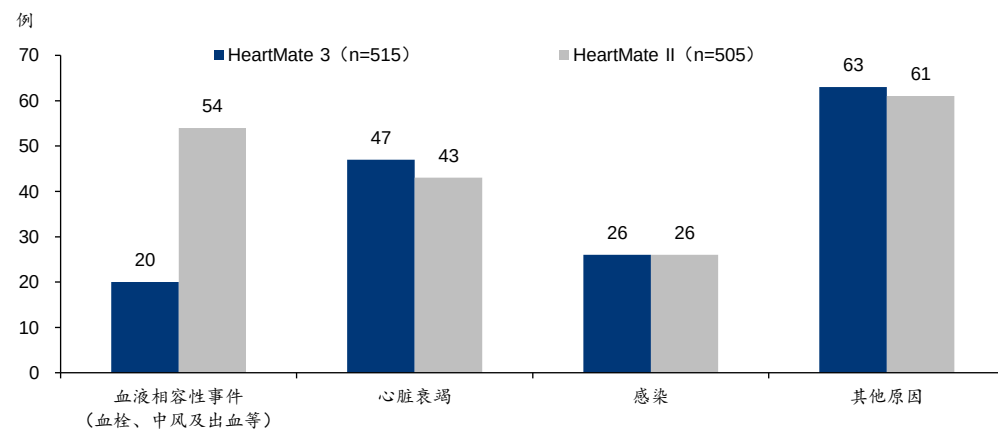
注：HeartMate 3（蓝色）n=515，HeartMate II（黄色）n=505
 资料来源：JAMA. 2022;328(12):1233-1242. doi:10.1001/jama.2022.16197，雅培官网，华泰研究

图表48：雅培 HeartMate 3 无中风或再手术的五年存活率提升



注：HeartMate 3（蓝色）n=515，HeartMate II（黄色）n=505
 资料来源：JAMA. 2022;328(12):1233-1242. doi:10.1001/jama.2022.16197，雅培官网，华泰研究

图表49：雅培 HeartMate 3 与上一代相比中风、凝血和出血导致的死亡数明显减少



资料来源：JAMA. 2022;328(12):1233-1242. doi:10.1001/jama.2022.16197，雅培官网，华泰研究

苏州同心医疗科技股份有限公司（简称“同心医疗”）成立于 2008 年，致力于研发、生产及销售具有技术突破性的心室辅助装置（又称“VAD”、“人工心脏”）。同心医疗凭借机械、电子、软件控制、流体力学、生物医学工程等领域的大量前沿技术以及国际先进的医疗器械开发管理和制造经验，以及在全磁悬浮 VAD 领域的技术积累，同心医疗自主研发的“慈孚”植入式左心室辅助系统（简称“慈孚 VAD”）成为中国首个获批上市的拥有完备自主知识产权的全磁悬浮式 VAD。

图表50：同心医疗“慈孚”植入式左心室辅助系统示意图



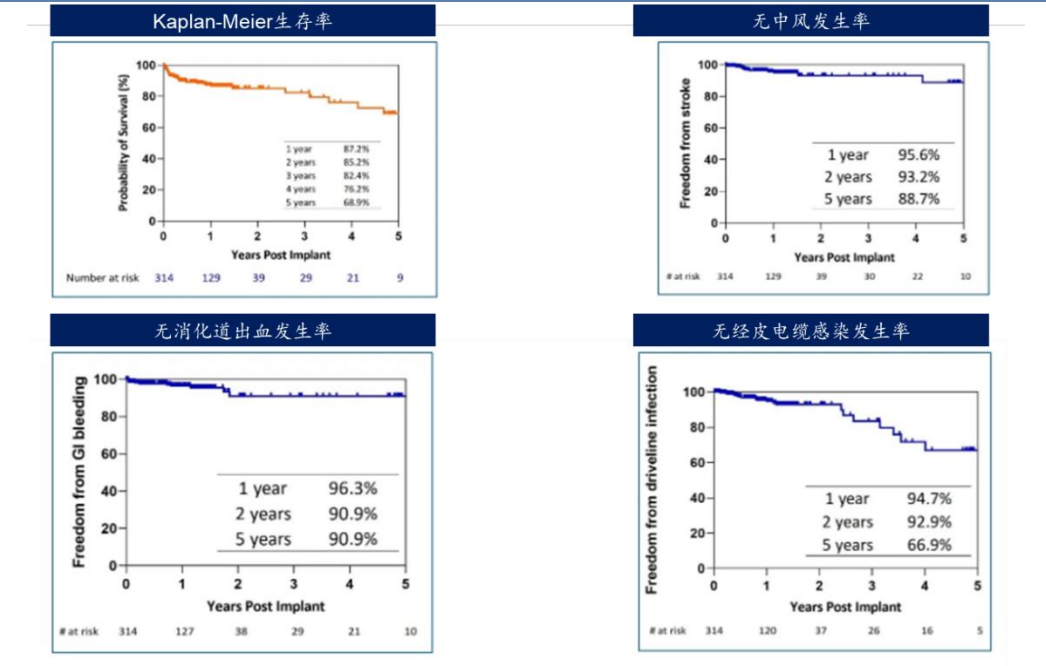
资料来源：同心医疗官网，华泰研究

同心医疗产品为最新一代全磁悬浮 VAD。心室辅助装置根据血泵的驱动方式可分为搏动式 VAD 和旋转式 VAD，后者根据转子支撑机构的不同，可以进一步分为接触（滑动）轴承式 VAD、流体动力（磁液）悬浮式 VAD 和全磁悬浮式 VAD。从搏动式 VAD 到最新一代全磁悬浮式 VAD，血泵不断向体积缩小、血液相容性提升、不良事件降低和患者长期生活质量提高的方向优化。2021 年 11 月，同心医疗全磁悬浮植入式左心室辅助系统获批上市，作为国内首款、全球第二款获批上市的最新一代全磁悬浮人工心脏，国家药监局评价指出，其与国际同类产品相比，**关键性能指标已达到同等水平，血泵尺寸更小，植入侵犯性更优。**

同心医疗全磁悬浮式 VAD 产品技术水平受到国际认可，品牌知名度不断提升。根据 24 年 9 月举办的第 18 届欧洲机械循环支持峰会（EUMS）上同心医疗创始人陈琛博士的报告，截至 24 年 9 月 1 日，慈孚 VAD 在中国累计使用 314 例；通过采用 Kaplan-Meier 生存分析，患者 1 年、2 年、3 年生存率分别为 87.2%、85.2%、82.4%，高于国际大型临床试验及 INTERMACS 数据水平；患者中风、消化道出血、经皮电缆感染等关键不良事件发生率低于国际大型临床试验及 INTERMACS 数据水平。



图表51：同心医疗慈孚 VAD 在中国临床推广应用中的主要结果



资料来源：第 18 届欧洲机械循环支持峰会（EUMS），同心医疗官网，华泰研究

同心医疗国内首发优势明显，正在进行美国临床。据 NMPA 官网，同心医疗心室辅助系统为国内首个获批，目前国内获批的同类产品仅有其他三家国产企业及雅培，且获批时间均晚于同心医疗，同心医疗产品先发优势明显。目前同心医疗人工心脏正在进行美国临床，公司预期一年内获批。

图表52：我国人工心脏获批产品

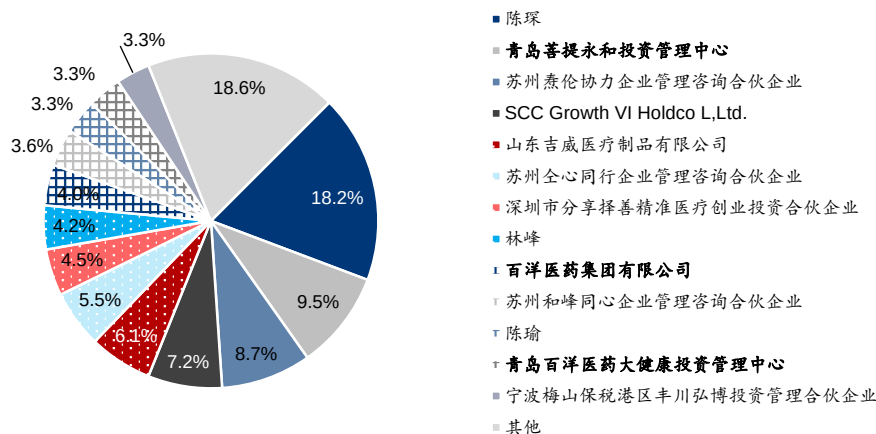
注册证编号	公司名称	获批日期
国械注准 20213120987	苏州同心医疗科技股份有限公司	2021/11/24
国械注准 20223120892	航天泰心科技有限公司	2022/7/13
国械注准 20233120716	深圳核心医疗科技股份有限公司	2023/6/6
国械注准 20193120603	重庆永仁心医疗器械有限公司	2024/5/28
国械注进 20243120384	雅培医疗器械 Abbott Medical	2024/7/23

注：截至 2024 年 12 月 30 日

资料来源：NMPA 官网，华泰研究

百洋集团孵化、百洋医药独家代理销售的王牌产品，已进入北京医保甲类报销。百洋集团是创始人外第二大股东，具有代理销售权。同心医疗人工心脏目前已在国内开始销售，且据北京市医保局通知，已于24年9月21日进入北京医保甲类报销，我们预计今年销售或达100台，确认收入约8000万元，预计有望增速达50%。我们看好同心医疗产品借助百洋医药营销渠道，发挥在医生教育、产品口碑等方面的先发优势，借助医保报销优势持续放量，增厚百洋医药业绩。

图表53：同心医疗股权结构



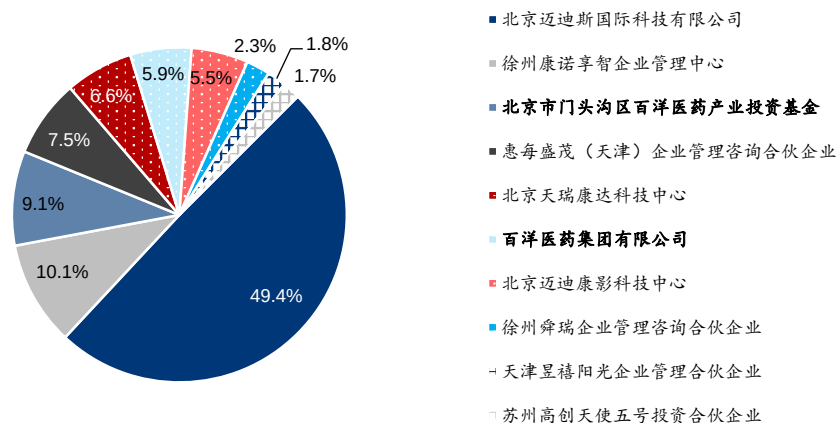
注：截至2024年11月25日

资料来源：天眼查，华泰研究

迈迪斯：国产唯一超声用电磁定位穿刺引导设备

北京迈迪斯医疗于 2015 年成立，致力于微创导航技术的临床实践，深耕精准医疗诊疗一体化解决方案。迈迪斯通过自主研发系统算法可持续迭代的电磁导航系统，实现电磁导航与超声图像的融合，研发出国内首台、国际领先的超声用电磁定位穿刺引导设备。百洋集团是公司重要参股的股东。

图表54：迈迪斯医疗股权结构



注：截至 2024 年 11 月 21 日

资料来源：天眼查，华泰研究

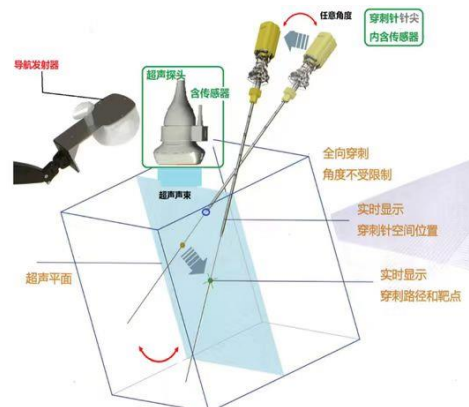
迈迪斯主要产品为超声用电磁定位穿刺引导设备，解决临床痛点，技术优势明显。迈迪斯医疗将超声医学影像与电磁导航技术的结合，通过自主研发系统算法可持续迭代的电磁导航系统，实现电磁导航与超声图像的融合，自主研发出我国首台、国际领先的“超声用电磁定位穿刺引导设备”。该设备能够实现穿刺全程的实时可视化，改善了过去医生盲穿、半盲穿的手术状态，能显著提高一次进针的穿刺成功率，提高手术安全性；且该设备将原有的穿刺针也融入进导航系统，通过 3D 导航实时显示穿刺路径和穿刺靶点，降低手术的难度和风险，目前主要适用于实质脏器、血管、胆道、神经穿刺等介入手术。

图表55：迈迪斯超声用电磁定位穿刺引导设备实物图



资料来源：迈迪斯医疗官网，华泰研究

图表56：迈迪斯超声用电磁定位穿刺引导设备原理示意图



资料来源：迈迪斯医疗官网，华泰研究

图表57：迈迪斯超声用电磁定位穿刺引导设备优势

优势	说明
直观性	与超声结合，接收并显示超声影像，实时显示穿刺路径和穿刺靶点，穿刺实时可视
精确性	实时引导临床穿刺精确度 $\leq 1.5\text{mm}$ ，能按术者穿刺路径精准到门静脉分叉处所需位置
降低手术难度	3D 导航，智能门静脉穿刺路径设计并实时跟踪，降低穿刺难度，缩短学习曲线；特别是在海绵性血栓等复杂病患使用优效更明显
减少穿刺时间	与传统的盲穿相比，基本一针到位，大幅减少穿刺到位时间
穿刺针角度覆盖全	各角度标准产品满足手术质控要求，覆盖更多患者
穿刺针锋利	满足肝脏正常质地的患者，也满足肝硬化晚期肝脏萎缩严重的患者穿刺需求
安全性	与传统的射线引导半盲穿相比，导航引导穿刺减少了穿刺针数，实时监视穿刺过程避免穿出肝外，降低了并发症的风险；电磁定位与超声影像融合导航，整个导航门静脉穿刺过程无辐射，并可以不使用造影剂，避免了手术过程二次创伤，覆盖更多人群

资料来源：迈迪斯医疗官网，华泰研究

迈迪斯穿刺引导设备已成功用于临床 TIPS 等手术辅助定位穿刺。据西安交通大学第一附属医院报告，2024 年 7 月 24 日消化内科介入团队成功为一位肝硬化反复消化道出血患者实施磁导航经颈静脉肝内门体分流术（TIPS）。术中利用迈迪斯超声用电磁定位穿刺引导设备将电磁导航与超声图像融合，实时跟踪 TIPS 穿刺针针尖位置及状态，即时显示针尖与门静脉靶点的距离及空间位置，引导穿刺针精准迅速穿入目标门静脉分支，快速建立门腔分流通道。

图表58：用迈迪斯超声用电磁定位穿刺引导设备引导穿刺针精准迅速穿入目标门静脉分支

资料来源：西安交通大学第一附属医院官网，华泰研究

百洋医药独家代理销售迈迪斯穿刺设备，国内唯一获批超声穿刺引导设备未来可期。《北京市 2024 年第一批首台（套）重大技术装备目录（医药健康等其他领域）》正式发布，北京迈迪斯医疗自主研发的我国首台、也是目前 NMPA 唯一获批的“超声用电磁定位穿刺引导设备”被纳入目录。迈迪斯超声穿刺引导设备是百洋集团孵化产品，百洋集团持有迈迪斯股权，百洋医药基于已有的渠道和运营经验等优势独家代理销售设备，合作稳固，我们看好进院销售持续增长，我们预期今年确认收入约 1.7 亿元。

ZAP-X 手术机器人：正式进军精准放疗领域

除上述进入商业化阶段的创新产品，公司还在近期获得放射外科手术机器人代理权。24 年 11 月 8 日公司公告，公司获得 ZAP Surgical 的 ZAP-X 在中国内地及港澳地区的独家商业化运营权益。ZAP-X 头颈部 X 射线放射外科治疗系统（商品名：ZAP-X 火星舟放射外科手术机器人）是一款专为优化颅内和颈部实体恶性肿瘤、病变治疗而设计的放射外科设备。ZAP-X 于 2018 年获得中国创新医疗器械特别审批程序绿色通道，于 2023 年 6 月 20 日正式在中国获批上市。

图表59：ZAP-X 获批时间表

时间	事件
2017 年 9 月	ZAP-X® 在美国注册上市
2018 年	获得中国创新医疗器械特别审批程序
2019 年	在解放军总医院装机进行临床试验研究
2020 年 4 月	获得日本认证许可
2021 年	获得欧洲 CE 认证
2023 年 6 月 20 日	ZAP-X® 火星舟放射外科手术机器人正式在中国获批上市

资料来源：思宇 MedTech，华泰研究

ZAP-X 是一款专门针对颅脑及颈部实体肿瘤、病变而研发的立体定向放射外科创新设备。长期以来，放射治疗一直是中枢神经系统肿瘤的重要治疗方式，包括原发性脑瘤（如胶质瘤）、脑膜瘤和脑转移瘤。随着精确度和照射技术的不断进步，放射治疗已经成为脑肿瘤患者除手术外的首选治疗方法之一。放射治疗通过高能辐射来杀死或损伤脑肿瘤细胞，并希望在此过程中尽量减少对正常脑组织的损伤。其中，由于立体定向放射治疗（SRS）具有精准度高、治疗效率高、副作用小等技术特点，在脑肿瘤治疗方面优势显著。

ZAP-X 可降低设备运营成本，提高放射外科技术可及性。作为全球首个无钴源的颅颈专用放射外科系统，ZAP-X 无需更换放射源，大幅降低了设备的运营成本。ZAP-X 采用了独特的自屏蔽设计，在以往不可行或成本过高的场所可直接提供现场治疗，如门诊办公室、基层医疗机构等，从安装条件和建设成本层面提升了放射外科技术的可及性，能够惠及更多患者。此外，ZAP-X 能够提供 260 多个射线照射角度，并将射线精准集中在肿瘤靶标区域，在提高靶区治疗效果的同时，减少对周围正常组织的辐射影响。

百洋医药借助此次合作进一步拓展在高端医疗器械领域的产品布局，有助于提高公司的品牌影响力和市场竞争力。我们预计 ZAP-X 从 25 年开始产生收入，预期 25 年确认收入约 1.5 亿元。

吉伦泰（瑞迪奥）：核药创新平台，提供高性价比的肿瘤诊断方案

目前我国肿瘤诊断金标准 PET/CT 配置较少、成本较高，临床需求缺口较大。18F-FDG PET/CT 已越来越广泛地被接受为肿瘤诊断、分期、疗效评价的金标准，然而由于 PET/CT 配置较少、成本较高（目前 PET/CT 属于大型医疗设备乙类目录，由省级卫健委负责配置管理），且 PET 药物制备相对复杂，基层医院不易制备，且 18F-FDG PET/CT 单次检测价格近万元，绝大多数区域不在医保支付范围等因素，临床未满足需求较大。与 PET（正电子发射断层扫描）影像技术相比，SPECT（单光子发射计算机断层成像术）设备在国内普及率高，但由于缺少相应的肿瘤显像药物，限制了 SPECT 在肿瘤诊断临床上的应用。

图表60：核医学科目前 2 种检测设备现状对比

	SPECT/CT	PET/CT
装机台数（20 年）	903	427
装机增长率（20 年较 17 年）	增长 5.4%	增长 39.1%
成像机理	SPECT 借助单光子核素标记药物（如 99m Tc-MDP）在体内代谢聚集，来反映生命代谢活动情况，实现功能和代谢显像。SPECT/CT 是 SPECT 与 CT 融合图像	PET 借助正电子核素标记药物（如 18F-FDG），在体内代谢的聚集，来反映生命代谢活动的情况，达到诊断目的。PET/CT 是 PET 与 CT 融合图像
扫描部位	全身平扫+局部脏器断层	全身全方位断层
分辨率	低	高
操作时间	40min	40min
肿瘤诊断应用	只有骨转移诊断	90%为肿瘤诊断
肿瘤诊断存在问题	目前未有产品上市	假阳性率高、对血糖要求高
肺部占位	不用	寻找原发灶及转移灶、淋巴结转移及分期评估、内科治疗评估、放疗靶区勾画
收费	500-1000（骨扫描医保乙类）	5000-7500（大部分省份自费）

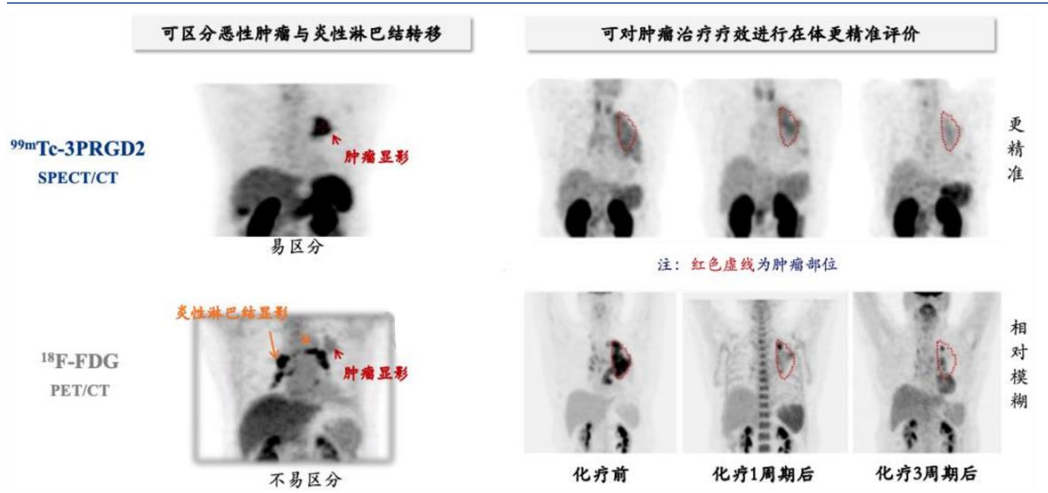
资料来源：《2020 年全国核医学现状普查结果简报》，华泰研究

北京吉伦泰医药有限公司（曾用名：广东瑞迪奥科技有限公司）致力于提供核医学分子影像诊疗整体解决方案，专注研发具备自主知识产权的国际水平放射性药物，并以药械合一为特色，以药物创新带动设备创新，研发高精度 SPECT/CT。瑞迪奥（吉伦泰）在研管线覆盖 SPECT 诊断药物、PET 诊断药物、靶向治疗药物、影像设备等多个领域。

吉伦泰创始人王凡是我国核医学领域首位“杰青”。王凡是北京大学教授、北京大学医学同位素研究中心主任、中国科学院生物物理研究所客座研究员、中国生物物理学会分子影像学分会主任委员。王凡于 1997 年在中国原子能科学研究院获同位素技术专业博士学位，1998 年 8 月至 2000 年 9 月，先后在美国橡树岭国家实验室和华盛顿大学医学院从事博士后研究。2000 年 10 月回国后组建了北京大学医学同位素研究中心，继续进行分子探针、分子显像、肿瘤放射靶向治疗、诊断和治疗放射性药物的研究。2011 年获得国家杰出青年科学基金，成为我国核医学领域首位“杰青”。

吉伦泰研发精准瞄准肿瘤诊断的临床需求，满足 SPECT 用于肿瘤显像的需求。吉伦泰主要产品为自主研制的放射性核素偶联药物（RDC）镓[99mTc]胍基烟酰胺聚乙二醇双环 RGD 肽注射液（简称 99mTc-3PRGD2）。99mTc 因其在核医学界能标记的显像剂最多、应用最广泛而被誉为“万能核素”。我们看好吉伦泰 99mTc-3PRGD2 作为中国首个原研 I 类核医学创新药、全球第一个用于 SPECT 显像的广谱肿瘤显像剂，能功能性反应肿瘤组织的代谢情况将改变核医学 SPECT/CT 影像技术不能用于肿瘤诊断、分期和疗效评价的现状。据 Jin 等人 2016 年的研究，99mTc-3PRGD2 SPECT/CT 可有效弥补 PET 对肺部肿瘤淋巴结转移灶的漏诊以及对肺部肿瘤淋巴结转移灶的误诊。

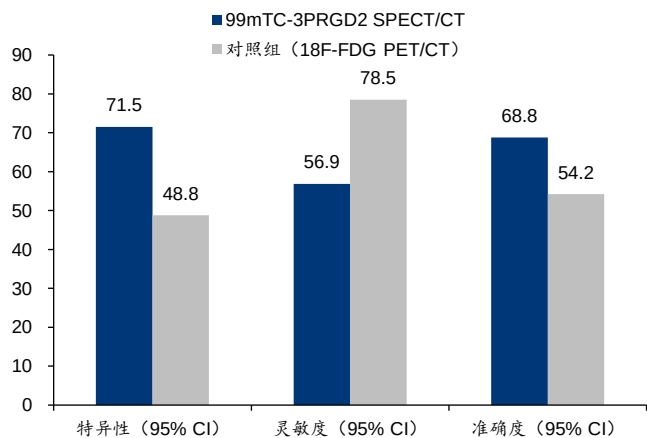
图表61： 99mTc-3PRGD2 SPECT/CT 可区分恶性肿瘤与炎性淋巴结转移，对肿瘤治疗疗效进行在体更精准评价



资料来源：Jin et al, Radiology, 2016, 281:958-966, 华泰研究

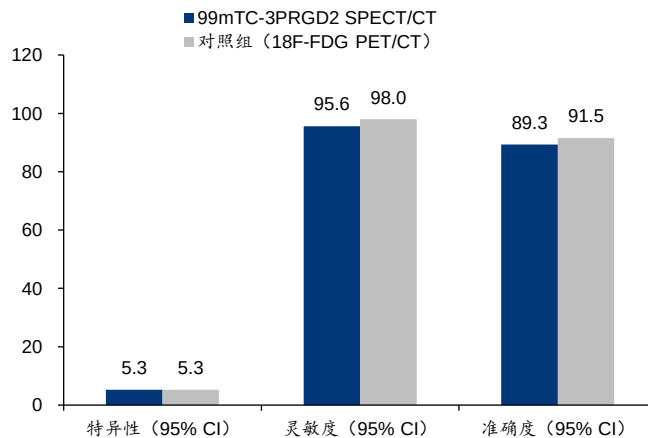
吉伦泰 99mTc-3PRGD2 已完成三期临床，诊断特异性和准确性高于对照组，且具有较强的安全性。99mTc-3PRGD2 于 2018 年在中国获批临床，并于 2021 年完成临床三期试验（入组 409 例，手术 279 例）。三期研究达到了主要终点和次要终点，结果显示其具有良好的安全性（不良反应 2.9%，均为 1-2 级），且对肺癌淋巴结转移诊断的特异性和准确性显著高于对照组，以及对肺部肿瘤良恶鉴别诊断的特异性、灵敏度、准确度与对照组无显著差异。这一结果说明 99mTc-3PRGD2 可以更早期精准诊断上腹部肿瘤、头颈部肿瘤的良恶性和淋巴结转移情况，以及更精准诊断各瘤种骨转移情况。

图表62： 99mTc-3PRGD2 三期临床淋巴结转移诊断数据分析结果



资料来源：99mTc-3PRGD2 三期临床试验报告，华泰研究

图表63： 99mTc-3PRGD2 三期临床肺部肿瘤良恶鉴别诊断分析结果

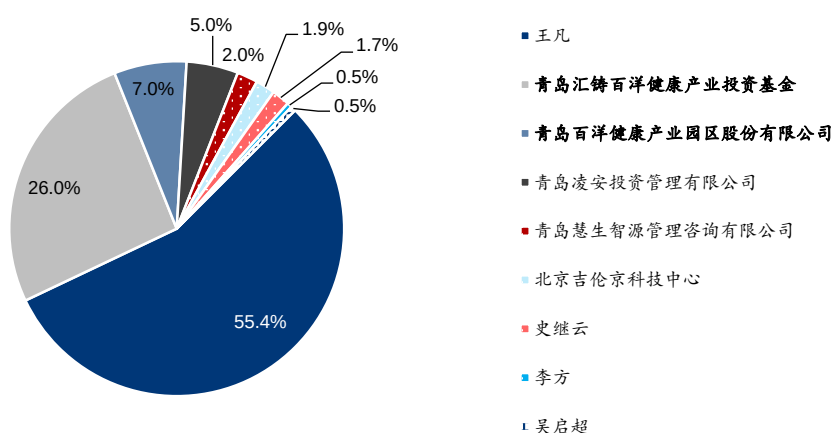


资料来源：99mTc-3PRGD2 三期临床试验报告，华泰研究

2022 年，瑞迪奥（吉伦泰）获得了百洋医药集团的战略投资。2023 年 11 月，百洋医药与瑞迪奥（吉伦泰）签署商业化协议，待瑞迪奥的系列放射性药品（包括 99mTc-3PRGD2、99mTc-HP-Ark2、99mTc-POFAP 在内）及 SPECT 等影像设备产品获得 NMPA（国家药品监督管理局）批准上市后，由百洋医药或百洋医药指定方获得产品的商业化权益，负责合作产品在国内市场的独家推广和销售工作。24 年 8 月，CDE 官网公示将 99mTc-3PRGD2 的拟纳入优先审评，公司预期 25 年四季度获批。**我们看好 99mTc-3PRGD2 助力肿瘤早筛、提高肿瘤诊疗决策的精准性，同时显著降低肿瘤临床检查费用，上市后有望成为重磅品种。**

此外，2024 年 4 月瑞迪奥第二款 I 类放射性诊断药“铟[99mTc]胍基烟酰胺双链 Ark 肽注射液”获得国家药品监督管理局药品审评中心同意开展“拟定用于 HER2 阳性乳腺癌的诊断及鉴别诊断”的临床研究。随着吉伦泰 99mTc-3PRGD2 上市后借助百洋医药的销售渠道开始放量，后续核药新产品上市有望进一步加深双方合作，为百洋医药带来持续增长驱动力。

图表64： 吉伦泰（瑞思奥）股权结构



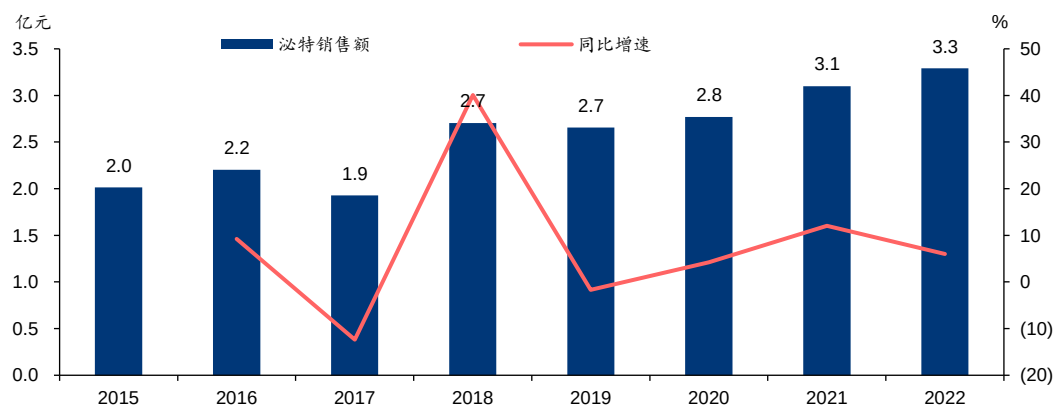
注：截至 2024 年 11 月 25 日。北京吉伦泰医药有限公司（曾用名：广东瑞迪奥科技有限公司）为瑞迪奥品牌成员，百洋医药官网及公告等仍用瑞迪奥指代
资料来源：天眼查，华泰研究

成熟期处方产品：泌特奠定基础，拓展品种管线

公司深入探索处方药运营模式，解决处方药销售痛点。处方药在零售渠道的推广主要面临两方面问题：1) 处方药的使用需专业指导，一般零售药房难以自主选择符合其经营特点的处方药产品，无法形成有效的采购需求；2) 处方药销售周期较长，药品效期相对较短，因此单个零售药店的采购规模较小，在和上游医药生产厂商的谈判中难以获取有利的采购条件。公司通过全国范围内的专业推广团队，根据药品特点为零售药店提供专业的药事培训，激发零售药店的采购需求；另一方面，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。

公司多年持续运营“泌特”品牌，收入持续增长。泌特产品由扬州一洋生产，主要用于因胆汁分泌不足或消化酶缺乏而引起的消化类疾病的治疗，公司是泌特产品在中国（不含港澳台地区）的唯一总代理商。公司以学术化推广的方式深耕泌特品牌多年，逐步树立专业品牌形象，泌特连续多年在医院消化不良品类处于领导品牌地位；同时，公司在零售渠道通过专业化处方药的推广，实现零售药店销售额的增长。2015-2022 年，泌特收入从 2.0 亿元增长至 3.3 亿元，2016-2022 年 CAGR 为 7.2%。

图表65：2015-2022 年泌特收入及同比增速



注：2023 年起公司年报不再披露泌特具体销售额

资料来源：公司公告，华泰研究

“带量采购”政策激发了零售渠道的品牌运营需求。带量采购政策对医院的原研药产品销售造成了较大的冲击。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。在带量采购政策不断推进的行业背景下，越来越多的原研药生产厂商开始关注零售渠道市场，因此提出了对零售渠道品牌运营的需求。

公司基于处方药品牌运营经验，逐步拓展合作客户。百洋医药运营泌特近 20 年，抓住泌特消化不良适应症唯一化学药这一特点，在泌特品牌运营的过程中逐步积累了医学会议、针对院端以及药店端的医师培训等经验。2017 年起，公司运用积累的品牌运营经验和渠道能力，陆续与安斯泰来、阿斯利康等厂商建立合作关系。这些厂商主要的销售团队及销售网络以医院渠道为主，在零售渠道的推广及运营存在一定欠缺，因此需要专业的品牌运营商为其服务。随着集采常态化推进，我们看好公司未来这部分业务继续拓展下游合作客户和品种，保持稳定增长。

图表66：公司部分处方药合作产品

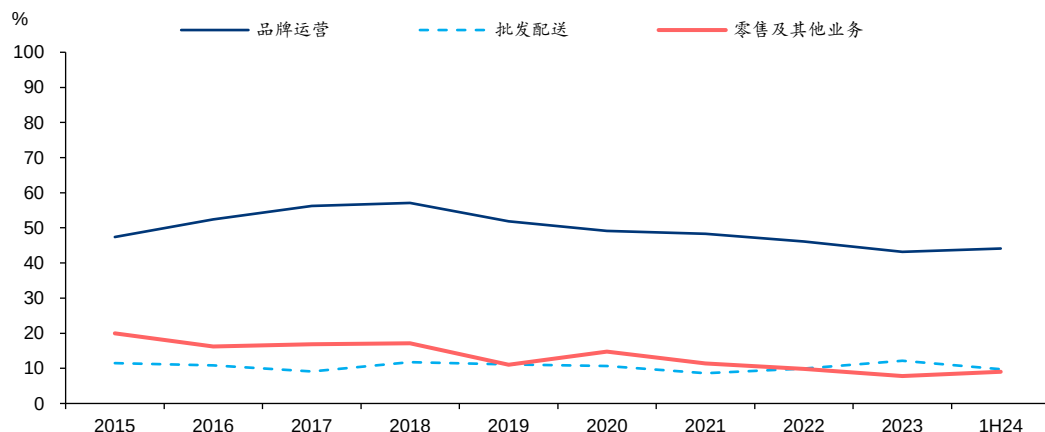
合作时间	公司	品牌名	药品名	适应症
1Q21	安斯泰来	适加坦	富马酸吉瑞替尼片	血液瘤相关
1Q21	CSL Behring	安博美	人血白蛋白	低蛋白血症等
4Q22	阿斯利康	安立泽	沙格列汀片	糖尿病
4Q23	阿斯利康	洛赛克	奥美拉唑镁片	胃溃疡、反流性食管炎等
4Q23	诺华	维全特	帕唑帕尼片	肾癌晚期

资料来源：Insight 数据库，公司公告，华泰研究

批发和零售业务：聚焦优势地区与领域，业务结构持续优化

公司批零业务聚焦优势地区，业务结构持续优化。受到集采、两票制、医药反腐等政策影响，医药批发及零售行业呈头部集中趋势。自 2022 年起，公司陆续剥离部分不具竞争力地区的批发及零售业务，而将资源聚焦自身品牌及渠道基础较好的青岛以及山东地区。由于批发及零售业务毛利率相比品牌运营业务更低，这部分业务收入占比下降或有利于公司优化业务结构、聚焦高毛利率品种，改善盈利能力、提升运营质量。

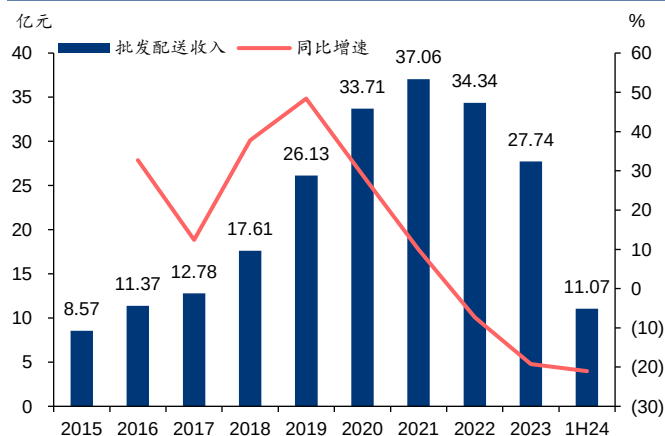
图表67：2015-1H24 年公司各业务毛利率



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

批发及零售业务收入因业务结构调整增速下滑。2022-2023 年，公司批发及零售收入增速受到业务调整影响而下滑。我们认为随着公司业务调整完成、中心聚焦优势地区，未来这部分业务收入或保持平稳。

图表68：2015-1H24 年公司批发配送收入及增速



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表69：2015-1H24 年公司零售收入及增速



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

盈利预测和估值

盈利预测

公司营业收入、毛利率和费用率预测关键假设：

(一) 公司营业收入和毛利率：

1) 品牌运营：

公司品牌运营业务 21-23 年收入分别同比+34.1%/+27.4%/+18.9%，9M24 收入同比+15.5%，其中 3Q24 收入同比+20.3%，由于新产品持续放量，业绩增速环比持续向好，我们预计 24 年全年增速相比 9M24 进一步提速。其中，我们认为迪巧、海露等成长期的核心产品已经树立品牌形象、明确产品定位和竞争优势，且迪巧持续拓展互联网渠道和新品规，24-26 年有望保持 15-20% 的收入 CAGR，快速增长；泌特等成熟期产品 24 年因公司罗氏产品停止合作收入规模有所下降，我们预计 25-26 年有望平稳增长，保持 5% 收入增速；纽特舒玛等自有产品以及创新药械等放量期产品早期体量较小，24-26 年有望保持高速增长，增速随着基数提高逐步降低。因此整体来看我们预计品牌运营业务 24-26 年收入增速 19.8%/20.8%/16.7%。

公司品牌运营业务 21-23 年毛利率为 48.3%/46.1%/43.2%，9M24 品牌运营毛利率为 48.8%。公司代理协议约定毛利率较稳定，随着 24 年起高毛利率的自有产品开始放量，我们预计品牌运营业务毛利率相比之前提高，因此我们预计 24-26 年商品销售业务毛利率为 49.0%/49.0%/49.0%。

2) 批发配送：

公司批发配送业务 21-23 年收入同比+9.9%/-7.3%/-19.2%，9M24 收入同比-19.4%。22 年起公司陆续剥离部分不具竞争力地区的批发业务，收入同比下降，我们预计 24-26 年收入因业务调整保持下滑，因此我们预计 24-26 年批发配送收入同比-20%/-10%/-10%。

公司批发配送业务 21-23 年毛利率为 8.6%/9.9%/12.2%，1H24 毛利率 9.73%。考虑到业务规模收缩带来规模效应缩减，因此预计 24-26 年批发配送业务毛利率有所下滑为 9.0%/9.0%/9.0%。

3) 零售及其他：

公司零售及其他业务 21-23 年产销售收入同比+28.7%/-14.9%/+4.0%，9M24 零售收入同比+8.6%。22 年起公司陆续剥离部分不具竞争力地区的零售业务，收入增速下降。随着公司零售业务聚焦优势地区，我们预计 24-26 年零售及其他收入保持平稳增长，因此我们预计 24-26 年批发配送收入同比+9%/+6%/+5%。

公司零售及其他业务 21-23 年毛利率为 11.4%/9.8%/7.8%。考虑到零售业务聚焦优势地区、业务规模收缩带来规模效应缩减，以及门诊统筹等政策影响，我们预计 24-26 年批发配送业务毛利率相比之前有所下滑，为 6.0%/5.0%/5.0%。

(二) 费用率：

1) **销售费用率：**2023 年销售费用率 14.05%，9M24 销售费用率 16.35%。考虑到公司自有产品及创新药械等新产品 24 年起逐步开始放量，相应销售费用投入增长，我们预计 24-26 年销售费用率为 16.8%/17.7%/18.6%。

2) **管理费用率：**2023 年管理费用率 3.14%，9M24 管理费用率 3.06%。考虑到公司规模效应持续体现，进一步加强费用管理，我们预计 24-26 年管理费用率保持平稳，为 3.0%/3.0%/3.0%。

3) **研发费用率：**2023 年研发费用率 0.15%，9M24 研发费用率 0.32%。考虑到公司业务布局成熟，未来研发费用率有望保持平稳，我们预计 24-26 年研发费用率为 0.3%/0.3%/0.3%。

根据以上假设，我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 79.2/88.2/97.0 亿元，同比 +4.7%/+11.4%/+10.0%；归母净利润为 8.5/10.3/11.8 亿元，同比 +29.2%/+21.5%/+15.0%。

图表70：2021-2026E 年公司盈利预测

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7051.6	7509.6	7563.9	7916.3	8817.5	9702.0
YOY	19.9%	6.5%	0.7%	4.7%	11.4%	10.0%
毛利率	25.1%	27.8%	30.0%	35.5%	37.7%	39.4%
品牌运营收入	2905.2	3700.3	4399.8	5271.9	6369.5	7431.3
YOY	34.1%	27.4%	18.9%	19.8%	20.8%	16.7%
在收入占比	41.2%	49.3%	58.2%	66.6%	72.2%	76.6%
毛利率	48.3%	46.1%	43.2%	49.0%	49.0%	49.0%
批发配送收入	3705.7	3434.5	2774.1	2219.3	1997.4	1797.6
YOY	9.9%	-7.3%	-19.2%	-20.0%	-10.0%	-10.0%
在收入占比	52.6%	45.7%	36.7%	28.0%	22.7%	18.5%
毛利率	8.6%	9.9%	12.2%	9.0%	9.0%	9.0%
零售及其他收入	440.6	374.9	390.0	425.1	450.6	473.1
YOY	28.7%	-14.9%	4.0%	9.0%	6.0%	5.0%
在收入占比	6.2%	5.0%	5.2%	5.4%	5.1%	4.9%
毛利率	11.4%	9.8%	7.8%	6.0%	5.0%	5.0%
销售费用率	14.01%	14.94%	14.05%	16.80%	17.70%	18.60%
管理费用率	1.98%	2.62%	3.14%	3.00%	3.00%	3.00%
研发费用率	0.00%	0.04%	0.15%	0.30%	0.30%	0.30%
归母净利润	422.8	502.1	656.3	848.2	1030.2	1184.4
YOY	55.0%	18.8%	30.7%	29.2%	21.5%	15.0%

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

估值分析

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 31.36 元。根据盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年公司营业收入为 79.2/88.2/97.0 亿元，同比 +4.7%/+11.4%/+10.0%；归母净利润为 8.5/10.3/11.8 亿元，同比 +29.2%/+21.5%/+15.0%。公司当前股价对应 24-26 年 PE 为 14x/12x/10x。我们选取九州通、上海医药、国药股份、益丰药房四家 A 股上市公司作为可比公司，主因上述公司均从事医药商业行业，业务范围与百洋医药较为可比。考虑到公司核心业务品牌运营精准定位护城河大品种营销策略、全渠道发力，业务附加值较高、相比同行盈利能力较强，且产品矩阵齐全；同时借助百洋集团孵化的项目资源拓展 CSO 新产品，拓展第二增长曲线，我们给予 25 年 16x 的 PE 估值（可比公司 25 年 Wind 一致预期均值 12x），对应目标价 31.36 元，首次覆盖给予“买入”评级。

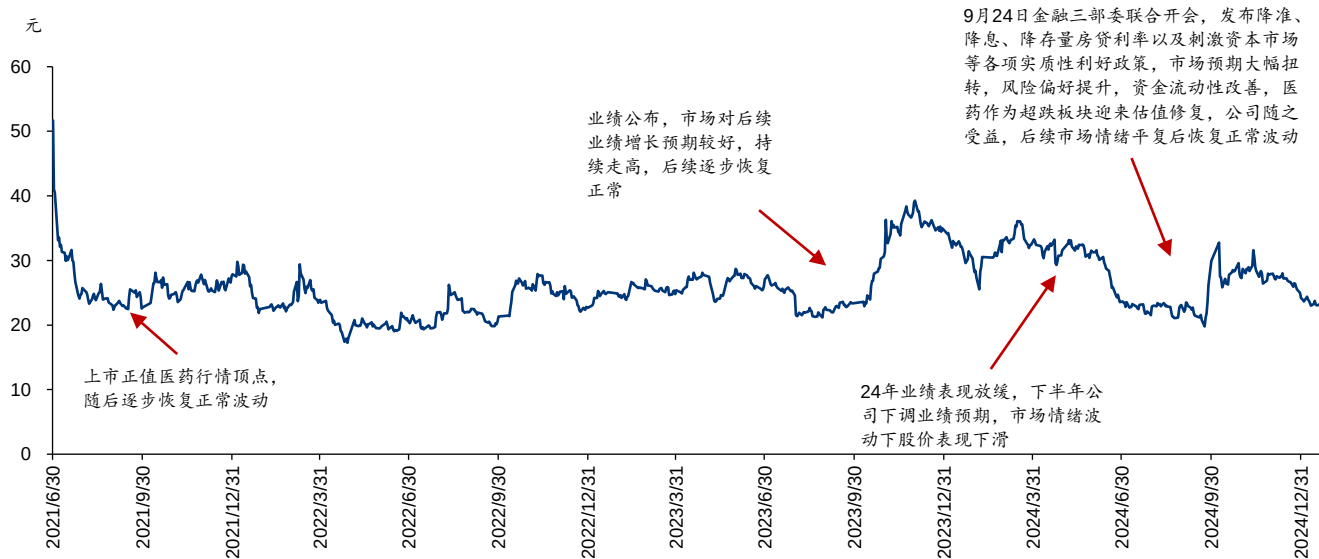
图表71：可比公司估值

彭博代码	公司名称	收盘价（元）	总市值（亿元）	P/E (x)			
		2025/1/23	2025/1/23	2023A	2024E	2025E	2026E
600998 CH	九州通	4.89	247	11x	11x	9x	8x
601607 CH	上海医药	19.66	653	17x	13x	12x	10x
600511 CH	国药股份	31.55	238	11x	11x	10x	9x
603939 CH	益丰药房	23.04	279	20x	18x	15x	13x
	平均			15x	13x	12x	10x

注：可比公司预测均来自各公司公告及 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

图表72：百洋医药股价分析



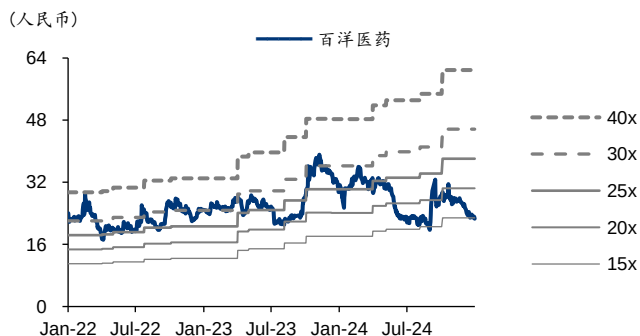
注：起始日期为上市日，截止日期为 2025 年 1 月 23 日

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

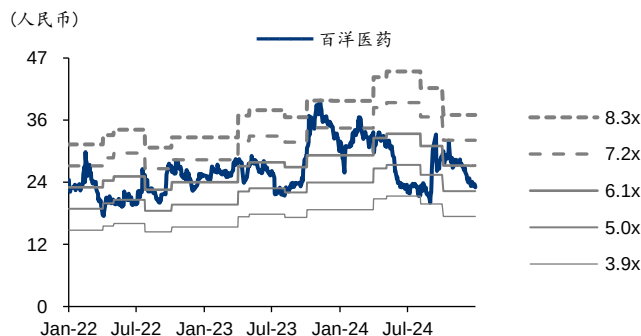
- 1. 新产品进度不如预期。**公司创新药械等新产品尚处于商业化初期或审评阶段，若后续获批进度及商业化进程不如预期，相关收入增速可能受到影响。
- 2. 市场竞争超预期。**公司品牌代理业务各产品受下游相关需求影响，也可能因市场竞争加剧导致收入增速受到一定影响。
- 3. 客户终止合作的风险。**公司品牌代理业务若客户终止合作，对业务收入增速可能造成一定影响。

图表73：百洋医药 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

图表74：百洋医药 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,258	4,454	4,646	5,276	5,935
现金	1,048	1,180	1,280	1,543	1,833
应收账款	2,028	2,073	2,159	2,401	2,638
其他应收账款	44.43	33.60	35.16	39.17	43.09
预付账款	246.64	167.21	161.25	173.44	185.47
存货	650.10	684.57	686.13	774.83	870.00
其他流动资产	240.82	315.93	324.06	344.85	365.26
非流动资产	772.29	844.87	1,139	1,389	1,688
长期投资	181.57	238.38	324.00	324.00	324.00
固定投资	178.33	212.66	256.78	296.20	330.92
无形资产	56.77	104.64	148.09	187.52	223.31
其他非流动资产	355.63	289.19	410.41	581.55	809.81
资产总计	5,030	5,299	5,785	6,665	7,623
流动负债	2,604	1,819	1,358	1,474	1,584
短期借款	1,165	461.89	0.00	0.00	0.00
应付账款	601.06	625.81	603.50	649.14	694.18
其他流动负债	837.72	731.18	754.73	824.65	890.22
非流动负债	146.47	837.43	1,357	1,637	1,958
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	146.47	837.43	1,357	1,637	1,958
负债合计	2,750	2,656	2,715	3,111	3,543
少数股东权益	(22.11)	(26.18)	(46.29)	(74.46)	(104.49)
股本	525.10	525.61	525.62	525.62	525.62
资本公积	411.61	421.69	523.32	523.32	523.32
留存公积	1,364	1,620	2,067	2,580	3,136
归属母公司股东权益	2,302	2,668	3,116	3,629	4,184
负债和股东权益	5,030	5,299	5,785	6,665	7,623

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	305.75	609.70	792.99	822.05	989.19
净利润	485.40	639.88	828.10	1,002	1,154
折旧摊销	30.00	35.21	44.44	53.15	61.50
财务费用	48.39	55.83	54.11	61.66	74.25
投资损失	(1.88)	(43.01)	(43.01)	(43.01)	(43.01)
营运资金变动	(175.29)	(139.14)	(104.64)	(265.79)	(271.91)
其他经营现金	(80.87)	60.93	14.00	14.00	14.00
投资活动现金	(117.33)	(159.52)	(295.84)	(260.14)	(317.26)
资本支出	(105.32)	(129.24)	(221.66)	(271.58)	(328.71)
长期投资	(18.24)	(55.81)	(85.62)	0.00	0.00
其他投资现金	6.24	25.53	11.44	11.44	11.44
筹资活动现金	(543.58)	(253.70)	(397.14)	(298.75)	(381.91)
短期借款	(23.65)	(703.13)	(461.89)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.51	0.01	0.00	0.00
资本公积增加	(4.53)	10.08	101.62	0.00	0.00
其他筹资现金	(515.41)	438.84	(36.88)	(298.75)	(381.91)
现金净增加额	(349.29)	197.21	100.01	263.17	290.02

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,510	7,564	7,916	8,817	9,702
营业成本	5,425	5,297	5,108	5,494	5,875
营业税金及附加	36.91	38.35	40.14	44.71	49.19
营业费用	1,122	1,062	1,330	1,561	1,805
管理费用	196.70	237.51	237.49	264.52	291.06
财务费用	48.39	55.83	54.11	61.66	74.25
资产减值损失	(1.16)	1.85	(14.00)	(14.00)	(14.00)
公允价值变动收益	(10.75)	0.62	0.62	0.62	0.62
投资净收益	1.88	43.01	43.01	43.01	43.01
营业利润	674.26	888.10	1,139	1,377	1,587
营业外收入	1.49	2.08	2.08	2.08	2.08
营业外支出	7.19	16.60	10.67	11.49	12.92
利润总额	668.55	873.58	1,131	1,368	1,576
所得税	183.15	233.69	302.43	365.96	421.59
净利润	485.40	639.88	828.10	1,002	1,154
少数股东损益	(16.68)	(16.42)	(20.11)	(28.16)	(30.03)
归属母公司净利润	502.09	656.31	848.20	1,030	1,184
EBITDA	750.73	947.63	1,216	1,475	1,709
EPS (人民币, 基本)	0.96	1.25	1.61	1.96	2.25

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	6.50	0.72	4.66	11.38	10.03
营业利润	19.57	31.72	28.26	20.92	15.20
归属母公司净利润	18.75	30.71	29.24	21.46	14.97
获利能力 (%)					
毛利率	27.76	29.98	35.48	37.69	39.44
净利率	6.46	8.46	10.46	11.36	11.90
ROE	21.29	24.22	26.98	28.19	28.29
ROIC	24.15	27.68	31.38	31.89	31.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.68	50.13	46.93	46.68	46.48
净负债比率 (%)	6.34	1.04	(0.49)	0.07	0.82
流动比率	1.64	2.45	3.42	3.58	3.75
速动比率	1.29	1.97	2.78	2.92	3.06
营运能力					
总资产周转率	1.56	1.46	1.43	1.42	1.36
应收账款周转率	3.87	3.69	3.74	3.87	3.85
应付账款周转率	8.90	8.63	8.31	8.77	8.75
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.25	1.61	1.96	2.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	1.16	1.51	1.56	1.88
每股净资产(最新摊薄)	4.38	5.08	5.93	6.90	7.96
估值比率					
PE (倍)	23.89	18.28	14.14	11.64	10.13
PB (倍)	5.21	4.49	3.85	3.31	2.87
EV EBITDA (倍)	16.10	12.63	9.79	8.07	6.96

免责声明

分析师声明

本人，代雯、孔垂岩、王殷杰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯、孔垂岩、王殷杰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司