



青岛百洋医药股份有限公司2022年向不 特定对象发行可转换公司债券信用评级报 告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。


本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 



青岛百洋医药股份有限公司 2022年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2022-01-10

债券概况

发行规模：不超过 10.00 亿元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转换成公司股票的可转换公司债券本金和最后一年利息，附债券赎回及回售条款。

发行目的：募投项目建设及补充流动资金

联系方式

项目负责人：刘书芸
liusy@cspengyuan.com

项目组成员：张旻楠
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）评定青岛百洋医药股份有限公司（以下简称“百洋医药”或“公司”，股票代码：301015.SZ）本次拟发行不超过 10.00 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到公司品牌运营矩阵不断拓展，业务持续性较好，公司与主要供应商及客户关系较为稳定，收入及利润规模保持增长，资本实力不断增强。但中证鹏元也关注到，医保控费大环境下，医药流通行业面临价格下行和竞争加剧的挑战，公司品牌集中度较高，公司募投项目存在不达预期风险，新品牌运营效果存在不确定性，近年公司经营性现金流表现趋弱，存在一定资金压力以及面临一定短期偿债压力等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，未来随着品牌运营矩阵的不断拓展，营业收入和利润规模有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	46.87	40.01	34.30	26.27
归母所有者权益	21.23	14.72	12.81	10.75
总债务	14.33	14.83	13.48	8.83
营业收入	52.35	58.79	48.49	36.52
EBITDA 利息保障倍数	--	7.32	6.51	9.62
净利润	3.07	2.77	2.11	2.56
经营活动现金流净额	-0.04	-1.17	0.43	0.53
销售毛利率	24.60%	25.06%	27.86%	32.82%
EBITDA 利润率	--	7.75%	7.51%	10.18%
总资产回报率	--	11.66%	11.51%	15.05%
资产负债率	54.00%	62.54%	61.94%	58.70%
净债务/EBITDA	--	1.01	0.82	0.45
总债务/总资本	39.92%	49.73%	50.80%	44.87%
FFO/净债务	--	19.66%	9.94%	27.88%
速动比率	1.44	1.17	1.18	1.19
现金短期债务比	0.98	0.80	0.88	0.92

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告及未经审计的 2021 年三季度报告，中证鹏元整理

优势

- **公司品牌运营矩阵不断拓展，业务持续性较好。**公司业务涵盖医药产品的品牌运营、批发配送和零售。通过 10 余年的健康产品品牌运营实践，成功孵化迪巧、泌特等旗帜品牌，近年运营品牌数量和合作厂商数量不断增长，产品矩阵覆盖多个医药品类，合作厂商包括知名跨国药企和国内创新药企，未来有一定增长潜力。
- **公司与主要供应商及客户关系较为稳定，收入及利润规模保持增长。**公司通过签订长期协议、商标共有等方式巩固与品牌运营业务医药生产厂商的合作关系，下游客户主要为医药流通企业和公立医疗机构，客户集中度水平不高且呈下降趋势。2018-2020 年公司营业收入复合增长率达 26.87%，净利润规模波动上升。
- **近年来公司资本实力不断增强。**得益于日常盈余积累，近年公司所有者权益持续增长。2021 年公司首次公开发行股票后所有者权益进一步提升，2021 年 9 月末较 2020 年末大幅提升 43.86%，增强了资本实力的同时也拓宽了公司的融资渠道。

关注

- **医保控费大环境下，医药流通行业面临价格下行和竞争加剧风险。**在“两票制”、带量采购等医改政策背景下，医药流通行业整体利润空间压缩，品牌运营行业作为医药流通行业分工细化的产物，也面临新竞争者持续加入、现有市场参与者加大投入而导致竞争加剧、利润下行的风险。
- **公司品牌集中度较高。**公司主要运营产品包括迪巧系列、泌特系列等，其中迪巧系列产品占对公司品牌运营业务收入的贡献较大，若迪巧系列市场竞争格局、消费者偏好、生产供应情况等因素出现不利变化，可能导致公司整体业绩出现大幅波动。
- **募投项目不达预期的风险。**本期债券募投项目包括百洋品牌运营中心建设项目、百洋云化系统升级项目和百洋线上运营平台项目，受市场环境或政策变化、项目实施进度等因素影响，募投项目存在不能实现预期效益的风险。
- **近年公司经营性现金流表现趋弱，存在一定资金压力。**受“两票制”等政策影响，公司近年回款周期拉长，2020 年经营性现金流大幅净流出，对外部融资依赖程度提高。公司本期债券募投项目尚需投资 8.76 亿元，同时随着公司业务扩张，运营资金需求也随之增加，资金压力有所增大。
- **公司面临一定短期偿债压力。**截至 2021 年 9 月末，公司资产负债率为 54.00%，整体杠杆水平偏高，公司债务均为短期债务，现金类资产对短期债务的覆盖能力较弱。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、发行主体概况

公司前身为青岛百洋医药科技有限公司，成立于2005年3月8日，初始注册资本为200.00万元，郝宇、王程远分别以货币出资100.00万元，占注册资本的50%¹。此后公司历经多次股权转让及增资，2016年7月，公司以2016年1月31日净资产为基准，折合股本47,250.00万股，余额计入资本公积，整体变更为股份有限公司，名称变更为现名。整体变更完成时，公司控股股东百洋医药集团有限公司（以下简称“百洋集团”）持股比例为78.12%，其余股东包括北京红杉铭德股权投资中心（有限合伙）、西藏群英投资中心（有限合伙）、北京百洋诚创医药投资有限公司等。2021年6月30日，公司在深圳证券交易所创业板上市，股票代码301015.SZ，首次公开发行人民币普通股票5,260.00万股，每股发行价格7.64元，募集资金总额40,186.40万元，扣除发行费用后，募集资金净额为34,262.05万元。发行完成后，公司注册资本和股本变更为52,510.00万元。

截至2021年9月末，公司注册资本和股本均为52,510.00万元，控股股东为百洋集团，实际控制人为付钢，付钢以间接持股方式合计拥有公司38.74%的表决权。截至2021年9月末公司前10名股东持股情况见下表，前10名股东所持股份均无质押、标记或冻结情况。

表1 截至2021年9月末公司前10名股东持股情况（单位：股）

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量
百洋医药集团有限公司	境内非国有法人	70.29%	369,077,400
北京红杉铭德股权投资中心（有限合伙）	境内非国有法人	4.50%	23,625,000
西藏群英投资管理合作企业（有限合伙）-西藏群英投资中心（有限合伙）	其他	4.28%	22,500,000
北京百洋诚创医药投资有限公司	境内非国有法人	3.81%	20,000,000
天津清正资产管理合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	1.60%	8,400,000
天津晖桐资产管理合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	1.09%	5,730,750
上海合弘景晖股权投资管理有限公司-上海皓信桐投资发展中心（有限合伙）	其他	1.07%	5,625,000
天津皓晖资产管理合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	0.83%	4,342,500
天津晖众资产管理合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	0.82%	4,304,250
东兴证券-兴业银行-东兴证券百洋医药员工参与创业板战略配售2号集合资产管理计划	其他	0.76%	4,010,000

注：百洋医药集团有限公司、北京百洋诚创医药投资有限公司、天津晖桐资产管理合伙企业（有限合伙）、天津皓晖资产管理合伙企业（有限合伙）、天津晖众资产管理合伙企业（有限合伙）的最终实际控制人均为公司实际控制人付钢，后3家有限合伙企业均为公司及公司控股股东的员工持股平台

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

公司是专业的医药产品商业化平台，主营业务是为医药产品生产企业提供营销综合服务，包括提供

¹郝宇、王程远所持股份系为付钢代持，代持的主要原因为：公司设立时，付钢正在丽珠医药集团股份有限公司任职且处于办理离职手续阶段，设立公司不方便

医药产品的品牌运营、批发配送及零售。截至2021年9月末，公司纳入合并报表范围的子公司共28家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：青岛百洋医药股份有限公司2022年向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过10.00亿元（含）；

债券期限和利率：本期债券存续期限为自发行之日起六年；本期债券票面利率确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还所有未转换成公司股票的可转换公司债券本金和最后一年利息。

转股期限：本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止；

转股价格的确定：本次发行的可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本次发行的可转债存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价之间的较高者。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算；

债券赎回条款：在本次发行的可转债到期后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债；在本次发行的可转债转股期内，如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），或本次发行的可转债未转股余额不足人民币3,000.00万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

债券回售条款：

1、有条件回售条款：在本次发行的可转债的最后两个计息年度内，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转

增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。本次发行的可转债最后两个计息年度，可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权；

2、附加回售条款：若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司公告的募集资金用途相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权；

转股后的股利分配：因本次发行的可转债转股而增加的本公司股票享有与原股票同等的权益，在股利发放的股权登记日当日登记在册的所有普通股股东（含因可转债转股形成的股东）均参与当期股利分配，享有同等权益；

向原股东配售的安排：本次发行的可转债向公司原 A 股股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会根据发行时具体情况确定，并在本次可转债的发行公告中予以披露。原 A 股股东优先配售之外的余额和原 A 股股东放弃优先配售后部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。具体发行方式由公司股东大会授权公司董事会（或董事会授权人士）与本次发行的保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过10.00亿元（含），资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
百洋品牌运营中心建设项目	65,192.34	50,000.00	76.70%
百洋云化系统升级项目	11,595.47	10,500.00	90.55%
百洋线上运营平台项目	10,850.73	9,500.00	87.55%
补充流动资金	-	30,000.00	-
合计		100,000.00	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）百洋品牌运营中心建设项目

该项目建设地点位于青岛市市北区开封路青岛百洋健康科技园，拟利用公司现有场地，新建建筑并进行改造。该项目拟配备各类设备共计109,805台（套），另新增智能仓库控制系统、全链路可视化云仓管理平台、物流中心数字孪生系统等各类软件共计6套；拟新建自动化立体仓库和多层楼库等，并对其进行改造，项目合计新建建筑面积65,920.00m²。同时，新增消防、环保、给排水等公辅设施。该项目总投资65,192.34万元，其中建设投资63,181.21万元，铺底流动资金2,011.14万元，建设期3年。截至本评级报告出具日，该项目尚未开工建设。

该项目建成后将扩大公司的仓储空间，提高公司的运输能力和作业效率，扩大公司现有业务规模。根据北京荣大科技股份有限公司出具的可行性研究报告，该项目营业收入包括品牌收入、批发收入和零售收入，预计正常年可实现营业收入为113,840.36万元（不含税），年利润总额为20,001.81万元，项目投资财务内部收益率为16.49%（所得税后），投资回收期为7.93年（所得税后，含建设期3年）。

（二）百洋云化系统升级项目

该项目建设地点位于青岛市市北区开封路青岛百洋健康科技园，将对公司现有供应链管理系统、财务管理系统、全数据平台系统等进行升级，并新增预算费管理系统、资金银企管理系统、统一订单管理系统、门店管理系统、O2O管理系统、HR管理系统、全数据平台系统、主数据管理系统、CRM系统、SRM系统、流向管理系统、财务共享管理系统、溯源管理系统。拟新增硬件设备114台（套），其中信息化硬件设备76台（套），网络及安全设备33台（套），运维管理设备5台（套）；升级现有软件系统3套，新增软件系统12套；拟对公司原有机房、容灾中心和办公区域进行改造，作为云化系统升级项目建设用房，总建筑面积为580.00 m²。本项目总投资11,595.47万元，其中建设投资11,595.47万元，无铺底流动资金及建设期利息，建设期为3年。截至本评级报告出具日，该项目尚未开工建设。

该项目建成后，将提升公司现有信息系统的运营效率，提高公司内外部信息协同效率，降低运营风险。

（三）百洋线上运营平台项目

该项目建设地点位于青岛市市北区开封路青岛百洋健康科技园，通过引进先进软件、设备和信息技术，进行院外营销平台、功效型化妆品平台的建设与升级，将公司的各种渠道和资源进行整合，让各端客户能够在平台内互相交互，从而有效提高公司对各类业务的综合营销服务能力。根据信息化建设需要，新增硬件设备176台（套），新增配套软件11套，该项目拟对现有场地1,294.00 m²进行改造，其中机房建筑面积350.00 m²，容灾中心建筑面积200.00 m²，办公区域面积744.00 m²。给排水、供电、消防等公辅设施由大楼配套提供。该项目总投资10,850.73万元，其中建设投资10,320.35万元，铺底流动资金530.39万元。建设期3年，截至本评级报告出具日，该项目尚未开工建设。

根据北京荣大科技股份有限公司出具的可行性研究报告，该项目建设的信息化平台在拓宽公司线上品牌运营渠道的同时，还将形成品牌电商、批发电商、零售电商等收入。项目建成后，预计年营业收入80,706.42万元（不含税），年利润总额5,607.76万元，项目投资财务内部收益率所得税后为22.21%，项目所得税后投资回收期为6.74年（含建设期3年）。

表3 本期债券募投项目批复情况

项目名称	备案、核准或批复文件	发文单位
百洋品牌运营中心建设项目	企业投资项目备案证明 (2112-370203-04-01-641467)	青岛市市北区发展和改革局
百洋云化系统升级项目	企业投资项目备案证明 (2112-370203-04-01-876780)	青岛市市北区发展和改革局
百洋线上运营平台项目	企业投资项目备案变更证明 (2112-370203-04-01-104751)	青岛市市北区发展和改革局

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至本评级报告出具日，上述3个募投项目均已取得备案证明。需关注，本期债券的3个募投项目能否实现预期收益受项目实施进度、市场、政策及技术环境变化影响，存在一定不确定性。

四、运营环境

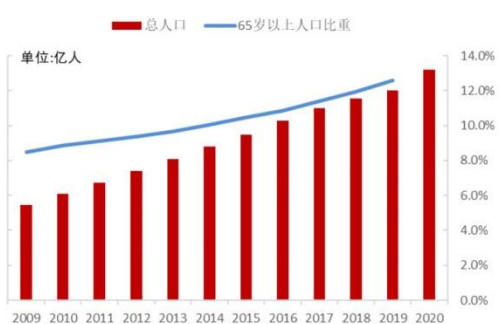
在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，医疗保健需求仍有较大增长空间，长期行业需求不变

医药行业与居民的生命健康和生活质量等密切相关，在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，国内医疗保健服务需求不断上升。

根据国家统计局第七次人口普查数据，截至2020年底，我国总人口数14.11亿人，与2010年（第六次全国人口普查数据）的13.40亿人相比，增加7,206万人，增长5.38%，年平均增长率为0.53%，比2000年到2010年的年平均增长率0.57%下降0.04个百分点。数据表明，我国人口10年来继续保持低速增长态势。从年龄构成来看，60岁及以上人口2.64亿人，占比18.70%（其中65岁及以上人数1.91亿人，占比13.50%），与2010年相比上升5.44个百分点。2018-2020年我国城镇居民人均医疗保健消费支出分别为1,685元、1,902.00元和1,843元，2020年医疗保健支出占消费支出的比重达8.70%，未来我国人均医疗保健消费支出整体仍将呈增长态势，医疗需求仍有较大空间，长期趋势不变。

图 1 2013-2020 年医疗保健支出情况


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

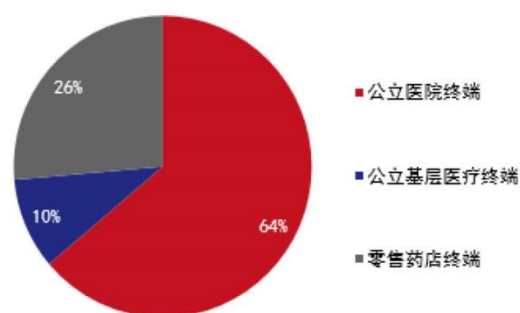
图 2 2009-2020 年我国人口老龄化情况


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

2020年我国三大终端六大市场²药品销售额实现16,437亿元，同比下降8.5%，其中，受疫情以及集采持续推荐和重点监控目录政策的影响，公立医院市场销售额10,512亿元，同比下降12.0%；预计未来随着国家带量采购的不断推广、重点监控合理用药药品目录出台等系列医药政策的推进，药品价格、销量将受到一定影响。2021年上半年我国三大终端六大市场药品销售额达8,393亿元，同比增长8.8%。从药品销售的三大终端销售额分布来看，公立医院终端市场份额最大，2021年上半年占比为64%，零售药店终端市场份额为26%左右，公立基层医疗终端市场份额为10%左右，各个终端份额与2020年全年占比基本保持一致。

图 3 近年我国药品销售情况


资料来源：米内网，中证鹏元整理

图 4 2021 年上半年药品销售终端渠道分布


资料来源：米内网，中证鹏元整理

医药流通行业整体平稳发展，增速有所回落，受政策影响，医药批发企业利润空间持续压缩，规模效应逐渐凸显；医药零售企业连锁化率、集中度不断提升，处方外流有利医药零售行业发展

医药流通行业连接上游医药制造企业和下游医疗机构及销售终端，传统意义上的医药流通行业分为医药批发和医药零售。在宏观经济持续发展、居民收入增长、人口老龄化趋势加剧的背景下，我国医药流通行业销售额稳步增长。根据商务部《中国药品流通行业发展报告（2020）》数据，2020年，全国七大类医药商品销售总额24,149亿元，扣除不可比因素同比增长2.4%，增速同比放缓6.2个百分点。其中药品零售市场5,119亿元，扣除不可比因素同比增长10.1%，增速同比加快0.2个百分点。医药流通行业市场规模保持增长，但增速大幅回落，医药零售市场增速显著高于行业整体水平。

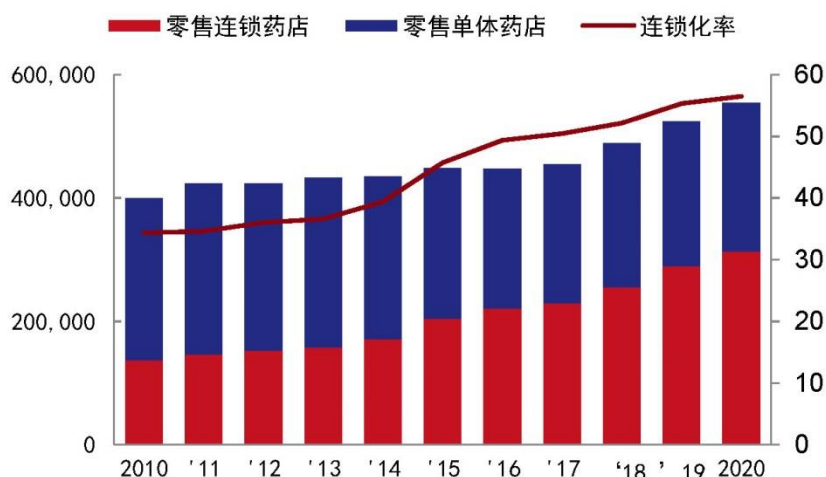
长期以来，医药批发行业整体盈利水平不高，呈现进入壁垒低、竞争激烈、毛利率水平较低、运营效率不高等特点。近年来国内医疗卫生体系改革持续推进，2016年国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》，明确医改试点省份要在全范围内推广“两票制”，鼓励“一票制”。2017年国务院办公厅发布了《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，进一步促进流通秩序的整顿和流通体制的改革完善。截至2018年末，全国31个省/直辖市已在全范围或区域内试点城

² 第一终端为公立医院终端，包括城市公立医院市场、县级公立医院市场，第二终端为零售药店终端，包括实体药店市场、网上药店市场，第三终端为公立基层医疗终端，包括城市社区卫生中心/站市场、乡镇卫生院市场

市全面执行药品“两票制”政策。“两票制”的实行直接压缩流通环节，工业-流通-医院成为主流模式，对医药批发行业而言，直接面向医院销售占比提升，拉长回款周期，带来更大的资金周转压力。2019年，国务院办公厅印发《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》，国家集中带量采购政策已在全国陆续实施和深化，以量取价的销售模式进一步压缩了流通环节的利润空间。在政策背景下，大型医药批发企业的规模优势得以体现，根据《中国药品流通行业发展报告（2020）》，2020年，医药批发企业主营业务收入前100位占同期全国医药市场总规模的73.70%，同比提高0.4个百分点，其中，4家全国龙头企业³主营业务收入占同期全国医药市场总规模的42.60%，同比提高1.6个百分点。在医改政策背景下，未来医药批发行业集中度或将进一步提升。

医药零售行业方面，近年来，医保控费、公立医院药品零差率、药占比限制、医保支付方式改革等新医改政策陆续实施，间接推动了医疗机构处方外配进程，部分区域积极探索医院处方信息、医保结算信息和药店零售信息共享，开展了门诊特病、慢病定点药店医保结算试点，直接推动患者向零售药店流动。在此背景下，以国药控股大药房有限公司、中国北京同仁堂（集团）有限责任公司及大参林、老百姓、益丰药房、一心堂等上市公司为代表的大型零售连锁企业，积极借助资本力量加速行业兼并重组，扩大自身市场网络。同时，随着政府监管强化和市场竞争加剧，部分单体药店被迫转型，选择被大型企业收购或退出市场，也促进了零售连锁率、集中度的提升。截至2020年末，全国药品零售连锁企业6,298家，下辖门店31.29万家，零售单体药店24.10万家，零售药店连锁化率56.49%，较上年提升0.69个百分点，预计未来药店的连锁化率将进一步提升，医药零售行业集中度将上升。

图 5 近年零售药店连锁化情况（单位：万家、%）



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

³ 4家龙头企业分别为：中国医药集团有限公司、上海医药集团股份有限公司、华润医药商业集团有限公司和九州通医药集团股份有限公司

近年来我国不断出台相关政策，推动处方外流，考虑到我国药品市场中80%以上均为处方药，而前期大部分处方药的销售均在医院，零售药店是承接处方外流的重要渠道。处方外流长期有利医药零售行业发展，但近年零售药店终端的份额并未显著提升，短期内处方外流进程较慢。

品牌运营是医药产业专业化、精细化发展的产物，未来市场前景较好，但也面临市场参与者增加、行业竞争加剧的风险

随着医学技术的发展、研发投入的不断增长和医药市场的国际化程度提高，医药行业分工不断细化，传统的医药批发、零售企业很难完成不同医药产品个性化市场推广及销售的职能，市场对医药产品专业品牌运营的需求应运而生。一方面，发达国家的大型跨国药企由于对其他国家或地区的市场需求了解不足，本地渠道资源欠缺，同时研发生产支出的不断提升压缩了在产品销售方面的支出空间，因此愿意付出一定成本将药品推广销售工作委托第三方专业公司完成。另一方面，近年国家大力鼓励创新药发展，国内涌现出一批优秀的创新药初创企业，该类企业往往重视研发投入，而在产品商业化方面面临经验不足的挑战，以品牌运营为核心的第三方商业化平台迎来了发展机遇。

表4 近年国家医疗制度改革政策对品牌运营行业的影响

政策简称	主要文件	主要内容	对品牌运营行业的影响
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方案的通知》	国家组织药品集中采购，在保证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	未纳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》	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，减少中间环节层层加价，使药价更加可负担	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，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》	破除以药养医机制，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
创新药价格谈判	《药品价格谈判机制试点工作方案》	加强创新药可及性和可负担性，降低创新药价格，减轻治疗成本；创新药进入医保目录后可迅速放量，成为新药商业化的驱动力，促进医药企业加强自主创新产品的研发	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）》	鼓励创新药研发，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	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：公司招股说明书

随着近年国内医疗体系改革的深入推进和一系列法规政策的实施，医药行业分工更为细化，有利于品牌运营能力优秀的第三方商业化平台发展。国内目前专门从事医药产品品牌运营的公司数量较少，除公司外，康哲药业控股有限公司（0867.HK）、中国先锋医药控股有限公司（1345.HK）、兴科蓉医药控股有限公司（6833.HK）、亿腾医药集团有限公司等均以医药产品的品牌推广运营为主要业务，业务侧重各有不同。此外，全国性大型医药商业集团如中国医药集团有限公司、上海医药集团股份有限公司和九州通医药集团股份有限公司等近年也在主营业务之外开拓品牌代理相关业务板块，但占其整体营业

收入的比重较小。整体看品牌运营行业目前市场参与者数量较少，未来仍有较大的发展空间，但随着医药流通行业的整体发展，涉足相关业务的市场参与者数量将持续增加，而现有市场竞争者亦具有持续加大投入、改善营销推广模式、提升自身竞争力的动机，行业整体面临一定竞争加剧和利润空间压缩的风险。

表5 截至 2020 年末从事品牌运营业务主要公司基本情况（单位：亿元）

企业名称	主要业务	2020 年营业收入	2020 年净利润	截至 2020 年末总资产
康哲药业控股有限公司	从事自主知识产权的新药及医疗器械产品的开发、生产、销售、进口药品代理等业务	69.46	25.30	127.01
青岛百洋医药股份有限公司	为医药产品生产企业提供营销综合服务，包括提供医药产品的品牌运营、批发配送及零售服务	58.79	2.77	40.01
中国先锋医药控股有限公司	进口医药产品及医疗器械的综合性营销、推广及渠道管理服务供货商	13.35	0.52	14.28
兴科蓉医药控股有限公司	医药产业营销、推广及渠道管理服务供应商，专注于进口血液制品的营销推广	20.53	1.18	12.52
亿腾医药集团有限公司	集医药生产与运营服务的综合医药企业，运营多个抗感染、心血管疾病、呼吸系统的进口品牌药	17.68	0.94	53.10

资料来源：Wind资讯、公司公告，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司按《公司法》、《证券法》等有关法律、行政法规的规定，结合公司实际情况制定了《公司章程》，建立了股东大会、董事会、监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了明确的职责分工和制衡机制。

股东大会是公司的最高权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划，审批董事会、监事会的报告以及公司的年度财务预算方案、决算方案等事项。2018-2020年，公司共召开14次股东大会和临时股东大会，就公司章程修订、董事和监事的选举、利润分配方案、公司重要规章制度制定和修改、首次公开发行股票等重大事宜作出有效决议。董事由股东大会选举或者更换，任期三年，任期届满可连选连任，对股东大会负责。董事会由11名董事组成，其中独立董事4名，设董事长1名，设董事会秘书1名。董事会主要负责执行股东大会的决议以及决定公司的经营计划和投资方案等。公司董事会设战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会。公司设监事会，由5名监事组成，监事会设主席1人，监事会主席由全体监事过半数选举产生，监事会中职工代表监事比例不低于1/3，职工代表监事由公司职工民主选举产生。2018-2020年公司共召开12次监事会议，对公司经营活动、财务状况、关联交易情况、董事会的决策程序、公司董事、高管履行职责情况等事项进行了有效监督。公司设总经理1名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期三年，连聘可以连任。

自2005年公司成立以来，公司实际控制人未发生变更，高层领导团队较为稳定，主要管理人员具有较为丰富的行业经验。公司董事长兼总经理付钢毕业于北京医科大学临床医学系，曾任丽珠医药集团股份有限公司营销副总裁。在组织架构上，公司设立了证券部、商业拓展部、信息部、合规与法务部等16

个支持部门和区域品牌事业部、创新用药事业部、KA零售事业部、心脏器械事业部、大品牌事业部和医学营业事业部6个业务部门。截至2021年12月末，公司的组织架构图如附录三所示。整体看公司部门架构设置较为完善，能够满足公司日常业务运营与经营管理的需要，但也需关注随着公司经营规模的不断扩大，组织结构日益复杂，对管理层的管理水平形成一定的考验。

截至2021年9月30日，公司员工总数为2,377人，其专业结构及受教育程度分布情况如下表。公司员工以销售及销售支持人员为主，符合公司的主业经营需要。

表6 截至2021年9月30日公司员工专业结构分布及受教育程度情况（单位：人）

员工类别	员工人数	占比
销售及销售支持人员	1,823	76.69%
采购及仓储人员	236	9.93%
管理人员	171	7.19%
财务人员	95	4.00%
技术人员	52	2.19%
合计	2,377	100.00%
受教育程度	员工人数	占比
硕士及以上	68	2.86%
本科	717	30.16%
专科	1,066	44.85%
中专及以下	526	22.13%
合计	2,377	100.00%

资料来源：公司提供

在发展战略上，公司以打造“一体两翼”业务格局为发展目标，其中“一体”为公司主营业务，即医药产品的品牌运营、批发配送和零售业务，“两翼”为公司谋划布局的新业务板块，即院外处方药和功效型化妆品的销售。

六、经营与竞争

公司定位为专业的医药产品商业化平台，主营业务是为医药生产企业提供营销综合服务，包括提供医药产品的品牌运营、批发配送及零售服务。受益于公司业务规模的扩张，2018-2020年，公司营业收入持续增长，三年复合增长率为26.87%。2021年1-9月，公司实现营业收入52.35亿元，同比增长28.41%。从收入结构来看，批发配送业务和品牌运营业务系公司最主要的收入来源。从毛利率来看，品牌运营业务毛利率显著高于批发配送业务和零售业务。2018-2020年公司销售毛利率持续小幅下滑，主要系毛利率较低的批发配送业务收入占比提升所致。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年1-9月	2020年	2019年	2018年
----	-----------	-------	-------	-------

	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
品牌运营业务	21.29	47.29%	21.66	49.16%	19.94	51.89%	16.71	57.10%
批发配送业务	28.35	8.67%	33.71	10.62%	26.13	11.09%	17.61	11.75%
零售业务	2.57	9.42%	3.27	12.21%	2.27	8.37%	2.06	13.28%
其他业务	0.13	78.55%	0.15	69.46%	0.14	54.09%	0.14	71.68%
合计	52.35	24.60%	58.79	25.06%	48.49	27.86%	36.52	32.82%

注：其他业务包括策划咨询服务、物流服务和房屋租赁等

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

公司以品牌运营为核心业务，运营的品牌包括迪巧系列、泌特系列、哈乐系列、武田系列等，近年来品牌运营矩阵不断扩展，未来收入有一定增长的潜力；但需关注公司对少数品牌依赖程度仍较高，新品牌推广效果存在不达预期的可能等风险

公司作为医药产品商业化平台，为医药生产厂商提供品牌产品的运营服务。公司与上游医药生产企业签订独家代理协议，负责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，全面塑造消费者对医药品牌和产品的认知，最终将优质的医药产品推送给目标人群。

在业务模式上，公司品牌运营业务包括品牌筛选与品牌推广及销售两个步骤，公司市场研究团队基于自身资源及各类信息渠道，对国内外品牌和产品开展大范围筛选。公司倾向于选择跨国知名药企的品牌产品，具体筛选标准包括产品发展潜力、能否与已有产品形成互补、创始人和管理团队的能力与经验等。在产品或品牌进入公司平台后，公司首先针对产品进行用户画像和产品定位，针对性地制定营销策略，对于处方药以外的产品，公司主要采取的推广策略包括在零售终端进行陈列促销、选取合适的营销场所进行地面推广、专业店员药事培训、针对性的消费者教育活动、采用网络视频广告精准投放等。对于处方药产品，公司主要采用参与、组织或赞助医学行业学术会议、开展零售端药店店员药事培训等方式进行药品的宣传推广。

截至2021年9月末，公司已与A&Z Pharmaceutical, Inc.（以下简称“美国安士”）、安斯泰来制药（中国）有限公司（以下简称“安斯泰来”）、扬州一洋制药有限公司（以下简称“扬州一洋”）、武田药品（中国）有限公司（以下简称“武田制药”）等厂商建立了合作关系，逐步形成处方药、非处方药、膳食营养补充剂、医美产品等多品类的医药品牌矩阵。

从品牌运营业务的盈利模式上看，公司主要通过买卖差价的方式实现盈利，近年来由于“两票制”的实施，部分产品的销售模式从医药生产厂商销售至公司、再由公司销售至配送商、配送商销售至医院的方式，变更为药品厂商直接销售至配送商、再由配送商销售至医院，同时医药生产厂商向公司支付服务费的方式。公司主要运营的品牌中，“泌特”系列服务费收入占比较高，其余品牌均仍以产品销售模式为主。

毛利率方面，2018-2020年公司品牌运营业务的毛利率整体有所下降。主要系自2019年开始公司与安斯泰来等药企达成合作，哈乐系列等产品收入占比提升，而相关产品毛利率较迪巧产品略低。上述因

素导致公司品牌运营业务的毛利率有所下降。

表8 2018-2020年公司主要品牌运营产品收入构成情况（单位：万元）

品牌	供应商	盈利方式	2020年		2019年		2018年	
			收入	占比	收入	占比	收入	占比
迪巧系列	美国安士	产品销售	104,525.94	48.25%	112,320.32	56.33%	114,280.66	68.38%
		服务费	13,823.28	6.38%	12,902.93	6.47%	11,310.65	6.77%
		小计	118,349.22	54.63%	125,223.25	62.80%	125,591.31	75.15%
泌特系列	扬州一洋	产品销售	7,447.10	3.44%	6,539.97	3.28%	8,235.86	4.93%
		服务费	20,249.06	9.35%	20,032.08	10.05%	18,792.45	11.24%
		小计	27,696.16	12.78%	26,572.04	13.33%	27,028.32	16.17%
哈乐系列	安斯泰来	产品销售	29,287.41	13.52%	15,352.77	7.70%	0.00	0.00%
		小计	29,287.41	13.52%	15,352.77	7.70%	0.00	0.00%
其他品牌	-	产品销售	36,059.71	16.65%	29,938.07	15.01%	14,106.20	8.44%
		服务费	5,241.70	2.42%	2,318.12	1.16%	400.47	0.24%
		小计	41,301.41	19.07%	32,256.19	16.17%	14,506.67	8.68%
合计	-	-	216,634.19	100.00%	199,404.24	100.00%	167,126.31	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

迪巧系列产品为公司自创立初期就开始运营的品牌，也是公司最重要的核心利润来源。公司与迪巧系列产品的供应商安士系公司自2005年开始合作，合作协议有效期至2068年。根据合作协议，美国安士负责迪巧系列的上游开发和供货，并出口至其在中国设立的子公司安士制药（中山）有限公司（以下简称“中山安士”），中山安士负责产品的进口和分包装，公司负责迪巧系列产品在中国境内（包括港澳台地区）营销业务的全面管理。公司将迪巧品牌定义为“进口钙领先品牌”并辅以彩色大象标识，实现了差异化定位。截至目前迪巧品牌已成为国内知名钙制品品牌之一，2018-2020年均收入超过11亿元。

2018-2020年，迪巧系列产品在公司总收入和毛利额中的占比逐年下降，但仍维持在高水平，整体看公司盈利对迪巧品牌的依赖程度仍较高，需关注一旦迪巧系列产品的市场竞争格局、消费者偏好、生产供应情况等因素出现不利变化，均可能导致公司整体业绩出现大幅波动。

表9 迪巧系列产品收入及毛利占比情况（单位：万元）

项目	2021年1-9月	2020年	2019年	2018年
收入	99,692.43	118,349.22	125,223.25	125,591.31
占品牌运营业务收入比例	46.02%	54.63%	62.80%	75.15%
占公司营业收入比例	19.04%	20.13%	25.83%	34.39%
毛利额	67,105.31	77,658.78	84,308.34	84,476.11
占品牌运营业务毛利额比例	66.65%	72.93%	81.48%	88.52%
占公司毛利额比例	52.11%	52.71%	62.40%	70.46%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

泌特系列也是公司早期成功孵化的品牌之一。公司与扬州一洋自2006年开始合作，最长合作协议有效期至2040年。扬州一洋负责泌特系列的生产，公司负责全面营销。公司将泌特产品功效重新细分定位，并通过大型学术推广会议、消费者教育等方式进行持续推广，使得泌特系列成为国内化学性消化不良的主导药品之一，年销量超过1,200万盒。

武田系列和哈乐系列是公司近年新增的主要运营品牌。近年来，“带量采购”政策对原研药生产商在医院的产品销售产生了较大影响，药品进入集中采购的药品名录后，销售至医院的药品价格普遍大幅下降，越来越多的原研药生产厂商开始关注零售渠道市场，因而产生了对零售渠道品牌运营的需求，公司签约合作品牌逐渐增多。2017年，公司与武田制药签署合作协议，武田制药将潘妥洛克等6个产品的全国零售渠道运营交付给公司。2019年，公司和阿斯泰来就哈乐系列产品的零售渠道运营达成合作，2021年11月，公司与阿斯泰来再次签订合作协议，阿斯泰来将旗下原研药贝坦力、卫喜康和哈乐在中国大陆的推广服务权正式授权给公司，双方合作关系进一步巩固。

整体看，公司品牌运营业务有较强的竞争力，旗帜产品迪巧、泌特的运营成功体现了公司较为成熟的业务模式，同时，与公司合作的知名医药厂商范围不断扩大，品牌运营矩阵不断丰富，未来有较好的增长空间。但同时，公司目前的收入及利润对迪巧系列的依赖程度依然较大，业务结构有待进一步平衡。另外，虽然公司目前的推广模式取得了供应商的广泛认可，但品牌运营的效果客观上受市场趋势、消费者心理和各种偶然因素影响，公司在前期推广过程中需大量投入资金和人力，面临较大的沉没成本。随着公司新签约的品牌数量增多，新产品存在一定推广效果不达预期的风险。

公司批发配送业务收入持续增长，业务主要集中在青岛、北京区域；零售业务实现线上线下结合，为公司院外处方药、功效型化妆品等新业务提供载体

公司批发配送业务主要以青岛、北京为中心，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。截至2021年9月末，公司批发配送的产品品规超过8,500余个，直接客户包括约270家二级及以上医疗机构，超过1,000家民营医院及社区诊所，超过1,100家单体药房、连锁药房等。2018-2020年，公司批发配送业务收入持续增长，复合增长率为38.35%。从客户类型来看，2018-2020年，公司批发配送业务板块来自医院的收入占比逐年下降，来自医药商业公司、零售药房和社区诊所的收入占比则持续上升，体现出在医保控费、带量采购等政策背景下，公司近年来侧重拓展院外销售渠道的特征。但同时需关注，医药批发配送领域竞争相对激烈，公司在区域市场面临来自全国性医药商业集团和区域性龙头医药批发企业的竞争压力，未来该板块业务收入增长的可持续性存在一定不确定性。受医保控费及集采政策的影响，2018-2020年公司批发配送业务毛利率有所下降。

表10 公司批发配送业务分客户类型收入构成情况（单位：万元）

类别	2021年1-9月		2020年		2019年		2018年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
医院	157,126.57	55.41%	164,033.85	48.67%	161,299.46	61.72%	132,661.77	75.33%

医药商业公司	102,438.56	36.13%	102,790.27	30.50%	60,972.85	23.33%	30,661.08	17.41%
零售药房	15,232.64	5.37%	54,665.13	16.22%	30,282.37	11.59%	6,926.70	3.93%
社区诊所	8,749.48	3.09%	15,568.70	4.62%	8,775.39	3.36%	5,851.08	3.32%
合计	283,547.24	100.00%	337,057.95	100.00%	261,330.07	100.00%	176,100.64	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司零售业务通过线下自营药房与线上销售相结合的方式对消费者直接销售医药产品。公司线下自营药房分为DTP药房和社会药房。其中DTP药房销售产品以处方药为主；社会药房销售产品以医药和医疗器械为主，还包括保健食品、化妆品等多种商品。公司线上销售业务主要分为以“百洋商城”为主的自营渠道和在天猫、京东等第三方电商平台上开设的旗舰店。截至2021年9月末，公司零售渠道收入仍以线下为主，但线上收入近年来保持较高增速。

表11 公司零售业务分渠道收入构成情况（单位：万元）

品牌	2021年1-9月		2020年		2019年		2018年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
线上收入	1,805.54	7.01%	4,218.30	12.89%	1,107.32	4.87%	589.77	2.87%
线下收入	23,937.90	92.99%	28,503.13	87.11%	21,637.44	95.13%	19,982.29	97.13%
合计	25,743.44	100.00%	32,721.44	100.00%	22,744.76	100.00%	20,572.06	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司近年提出“一体两翼”发展战略，其中“一体”为健康品牌商业化平台，“两翼”则分别为院外处方药销售平台和功效型化妆品平台。公司自2020年起开始打造“萌驼yao妆”品牌，尝试结合主流连锁药店以“店中店”模式运营，2021年在青岛开设萌驼慧选2.0旗舰店，定位为护肤品、药品、健康食品等多品类一站式采购的药妆店。相关业务尚处于前期尝试阶段，运营情况有待持续关注。

公司销售区域以华北地区、华东地区为主，有一定区域集中性；公司客户集中度不高，主要客户关系较为稳定

从销售模式上看，公司品牌运营业务分为直销和经销两种销售模式。公司经销模式均为买断式经销，主要客户为大型医药流通商，直销模式的主要客户为公司自建配送体系区域的终端客户及全国范围的零售终端。2018-2020年，公司品牌运营业务以经销模式为主，经销收入占比略有下降，主要系在“两票制”影响下，部分医药流通商直接向品牌药生产厂商采购药品，公司转为收取服务费所致。

表12 公司品牌运营业务经销及直销占比情况（单位：万元）

品牌	2020年		2019年		2018年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
经销收入	148,495.01	68.55%	134,072.34	67.24%	119,900.74	71.74%
直销收入	68,139.17	31.45%	65,331.90	32.76%	47,225.57	28.26%
合计	216,634.19	100.00%	199,404.24	100.00%	167,126.31	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司批发配送的主要销售客户为以青岛、北京为中心辐射的周边地市的二级以上医院、社区诊所及

药房等，部分产品对全国范围内的连锁零售药店进行直供。零售业务的销售模式为线下自营与线上销售相结合。

从公司收入区域分布来看，公司收入主要来源于华东地区和华北地区。其中，品牌运营销售收入面向全国市场，而批发配送和零售业务主要集中在青岛、北京两地，体现出一定区域集中性。

表13 公司主营业务分区域收入情况（单位：万元）

品牌	2021年1-9月		2020年		2019年		2018年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
山东省	236,697.95	45.33%	247,371.54	42.18%	225,280.10	46.60%	177,404.63	48.76%
华北地区	90,463.57	17.32%	90,715.09	15.47%	71,142.20	14.71%	54,927.70	15.10%
华东地区 (除山东)	48,757.85	9.34%	76,794.95	13.10%	55,799.79	11.54%	41,562.38	11.42%
华中地区	22,873.15	4.38%	38,345.48	6.54%	32,676.81	6.76%	22,805.17	6.27%
华南地区	44,314.66	8.49%	52,453.58	8.94%	37,657.70	7.79%	26,150.16	7.19%
西南地区	24,879.99	4.76%	29,473.59	5.03%	18,484.75	3.82%	12,254.97	3.37%
西北地区	18,193.75	3.48%	18,194.88	3.10%	15,579.86	3.22%	12,112.62	3.33%
东北地区	26,743.34	5.12%	26,866.10	4.58%	19,637.83	4.06%	10,203.95	2.80%
美国	1,307.80	0.25%	771.52	0.13%	804.28	0.17%	849.75	0.23%
香港	7,953.14	1.52%	5,426.85	0.93%	6,415.75	1.33%	5,527.67	1.52%
合计	522,185.21	100.00%	586,413.58	100.00%	483,479.07	100.00%	363,799.00	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从前五大销售客户来看，主要以大型医药流通企业或医疗机构为主，其中医药流通企业为公司品牌运营业务和批发配送业务的客户，医疗机构主要为公司批发配送业务的客户，前五大客户中的扬州一洋的销售额是公司向其收取品牌运营服务费而产生。2018-2020年，公司前五名客户基本保持稳定，前五大客户销售金额占营业收入的比例呈下降趋势，客户集中度有所下降。对于医药流通企业，公司通常采取先款后货的结算方式，应收账款较少。对于医疗机构客户，则通常为先货后款，账期在一年之内，2020年受疫情影响，医疗机构客户财政拨款及资金结转周期加长，回款周期有所延长。对于品牌服务费，合同通常约定每月结算，回款情况较为及时。

表14 2018-2020年及2021年1-9月公司前五名客户销售情况（单位：万元）

年度	客户	收入金额	占营业收入的比例
2021年1-9月	九州通医药集团股份有限公司	34,984.07	6.68%
	青岛市市立医院	27,154.52	5.19%
	国药控股股份有限公司	25,518.26	4.87%
	青岛大学附属医院	20,471.67	3.91%
	扬州一洋制药有限公司	16,603.77	3.17%
	合计	124,732.30	23.82%
2020年	九州通医药集团股份有限公司	50,533.62	8.60%

	青岛市市立医院	32,715.68	5.56%
	国药控股股份有限公司	29,484.79	5.01%
	青岛大学附属医院	25,579.18	4.35%
	扬州一洋制药有限公司	20,249.06	3.44%
	合计	158,562.34	26.97%
2019年	九州通医药集团股份有限 公司	42,687.29	8.80%
	青岛市市立医院	37,631.28	7.76%
	青岛大学附属医院	28,103.23	5.80%
	国药控股股份有限公司	20,887.88	4.31%
	扬州一洋制药有限公司	20,032.08	4.13%
	合计	149,341.75	30.80%
2018年	九州通医药集团股份有限 公司	43,806.28	11.99%
	青岛市市立医院	29,868.34	8.18%
	青岛大学附属医院	24,228.07	6.63%
	扬州一洋制药有限公司	18,792.45	5.15%
	国药控股股份有限公司	14,833.72	4.06%
	合计	131,528.86	36.01%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

物流仓储方面，公司已经建立了一套完整的现代化物流体系，目前所使用的系统包括ERP系统、WMS系统（仓储管理系统）以及WCS系统（设备控制系统），有效提高管理效率。通过各系统的对接，公司可以实现信息、物流、商流的集中控制管理。本期债券募投项目品牌运营中心建设项目对公司现有的仓储设施进行扩建改造，并新增各类智能化物流设备，提高仓储作业效率和配送效率。募投项目云化系统升级项目将现有的供应链管理系统进行升级改造。募投项目建设完成后，公司的物流仓储能力将进一步提升。

公司通过签订长期协议、约定严格违约责任、商标共有等方式稳固深化与品牌运营业务上游供应商的关系，主要供应商较为稳定

在品牌运营业务中，为保证公司与上游供应商的合作稳定，公司通过多种方式加深双方的利益绑定关系。以安士系公司为例，安士系公司是公司“迪巧”系列供应商，为公司核心上游合作对象，为稳固与安士系公司的合作关系，公司通过直接及间接方式合计持有中山安士29.12%的股权，并向中山安士委派2名董事，其中公司实际控制人付钢在中山安士担任副董事长。此外，双方签订合作协议长达65年，双方在长期合作协议中约定了严格的违约责任，双方在合作协议中约定，若任一方违约，给另一方造成损失的，则需赔偿相当于违约事实发生前的历史最高年度公司总代理销售金额20倍的违约金。协议规定，“迪巧”品牌注册商标由美国安士和公司共有，若安士系公司违约停止与公司合作，则公司将自动无偿取得“迪巧”商标用于其独占生产、销售的补钙产品的使用许可。通过类似的方式和协议条款设置，公司与其他品牌供应商保持稳定的合作关系，维护自身利益。

表15 公司与主要品牌运营业务供应商签订协议情况

供应商	授权范围	协议有效期	供应商违约责任
美国安士、中山安士	授权公司为迪巧系列在中国境内（含港澳台）的总销售代理商	65年，至2068年	若安士系违约停止与公司合作，违约补偿金为违约事实发生前历史最高年度公司总代理销售合作产品总金额的20倍，且公司自动无偿取得“迪巧”商标销售总代理协议；若扬州一洋向其他机构销售泌特系列产品，应按上年度泌特系列产品向扬州一洋回款总额给予公司经济赔偿； 品牌运营服务协议：若扬州一洋违反承诺给公司造成损失的，应按违约事实发生前的历史最高年度扬州一洋收取的品牌运营服务费的10倍支付赔偿金
扬州一洋	授权公司为泌特系列中国（不含港澳台）唯一总销售经销商	至2025年，最长至2040年（条件为达到目标业务量）	
武田制药	授权公司负责武田系列产品全国零售渠道的运营	3年，至2022年	-
阿斯泰来	授权公司负责哈乐系列、卫喜康系列和贝坦利系列在中国（不含港澳台）区域内全部市场的推广服务	最长至2031年（若无违约等特殊事项）	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从采购模式上看，品牌运营业务中，公司采购部门结合公司销售运营规划，编制采购计划，按时实施采购，降低采购成本，通过与品牌供应商的沟通机制掌握生产动向，稳定上游供货渠道，加强公司存货管理；批发配送和零售业务中，公司主要依据下游市场状况和终端客户需求选定上游供应商，综合考虑各家品牌优势、市场价格、销售政策等情况，选择供货商采购商品，在采购新品和高值品种时采用少量试销的策略，以减少产品滞销、库存积压和资金被长期占用的风险。

从主要供应商构成来看，2018-2020年公司前五名供应商均为医药生产企业或医药流通企业，其中美国安士（含中山安士）、阿斯泰来、扬州一洋和武田制药为公司品牌运营业务的供应商，国药控股股份有限公司、西安杨森制药有限公司等则主要是公司批发配送业务的供应商。2020年公司向国药控股股份有限公司采购量大幅增加主要是采购人血白蛋白金额增加所致。近年公司主要供应商较为稳定，供应商集中度略有波动，整体集中度尚可。

表16 2018-2020年及2021年1-9月公司前五名供应商采购情况（单位：万元）

年度	供应商	采购金额	占采购总额的比例
2021年1-9月	美国安士	30,733.53	8.28%
	西安杨森制药有限公司	30,256.10	8.15%
	阿斯泰来	21,416.11	5.77%
	宁波瑞霖医药有限公司	16,354.66	4.41%
	阿斯利康（无锡）贸易有限公司	15,879.90	4.28%
	合计	114,640.30	30.89%
2020年	国药控股股份有限公司	39,728.88	9.46%
	美国安士	34,905.06	8.31%
	西安杨森制药有限公司	23,886.03	5.69%

	上海医药集团股份有限公司	22,108.61	5.26%
	阿斯泰来	21,468.27	5.11%
	合计	142,096.85	33.83%
	美国安士	37,243.64	10.82%
	国药控股股份有限公司	18,642.09	5.42%
	阿斯泰来	13,283.66	3.86%
2019年	上海医药集团股份有限公司	13,201.92	3.84%
	拜耳（中国）有限公司	10,473.85	3.04%
	合计	92,845.16	26.98%
	美国安士	40,404.57	16.97%
	上海医药集团股份有限公司	10,968.78	4.61%
2018年	扬州一洋	7,242.10	3.04%
	国药控股股份有限公司	6,743.73	2.83%
	武田制药	5,030.93	2.11%
	合计	70,390.11	29.56%

注：受同一控制人控制的供应商，已合并计算其采购额
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年三年连审审计报告及公司提供的2021年1-9月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。公司2018-2021年9月合并范围的变化详见下表。

表17 2018-2021年9月公司合并范围子公司变化情况

年份	子公司名称	持股比例	新增或减少	取得方式或不再纳入合并范围原因
2018	青岛百洋康健电子商务有限公司	55.00%	新增	设立或投资
	青岛百洋医药物流有限公司	100.00%	新增	设立或投资
	青岛百洋盛汇医疗设备有限公司	100.00%	新增	设立或投资
	青岛联瀚一格商贸有限公司	100.00%	新增	设立或投资
	珠海安士药业有限公司	-	减少	股权转让
2019	江西贝瓦药业有限公司	51.00%	新增	收购
2020	山东百洋医药科技有限公司	51.00%	新增	设立或投资
	天津百洋医疗器械有限公司	51.00%	新增	设立或投资
	青岛萌驼慧选电子商务有限公司	100.00%	新增	设立或投资

	北京百洋汇众健康科技有限公司	100.00%	新增	设立或投资
	天津百洋医药有限公司	51.00%	新增	收购
2021年1-9月	上海百洋慧智能医疗科技有限公司	51.00%	新增	设立或投资
	柏元医学科技(山东)有限公司	51.00%	新增	设立或投资
	青岛百洋西岸医药科技有限公司	51.00%	新增	设立或投资
	承德柏健医药有限责任公司	100.00%	减少	股权转让

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告及未经审计的 2021 年三季度报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

随着公司的业务扩张及首次公开发行股票，近年来公司资产规模保持增长。其中应收账款规模增长较快，资金占用规模增加，且存货存在一定跌价风险

得益于公司主营业务规模扩张，2018-2020年公司总资产规模实现较快增长，年均复合增长率为23.41%，2021年公司首次公开发行股票成功后资产规模进一步增长，截至2021年9月末公司总资产规模为46.87亿元。公司资产以流动资产为主，且近年来流动资产占比持续提升。

表18 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.89	27.51%	11.07	27.67%	11.63	33.90%	7.85	29.89%
应收账款	19.59	41.79%	15.58	38.93%	11.80	34.40%	8.81	33.55%
预付款项	1.53	3.27%	0.91	2.27%	0.77	2.24%	0.73	2.77%
其他应收款	0.52	1.11%	0.43	1.07%	0.31	0.90%	0.34	1.31%
存货	5.79	12.35%	6.10	15.26%	4.87	14.20%	3.32	12.63%
流动资产合计	41.83	89.24%	35.41	88.51%	29.81	86.91%	21.56	82.08%
长期股权投资	1.37	2.92%	1.26	3.14%	1.18	3.45%	1.03	3.91%
投资性房地产	0.59	1.27%	0.67	1.67%	0.70	2.03%	0.63	2.40%
固定资产	1.77	3.77%	1.71	4.27%	1.74	5.06%	1.79	6.82%
非流动资产合计	5.04	10.76%	4.60	11.49%	4.49	13.09%	4.71	17.92%
资产总计	46.87	100.00%	40.01	100.00%	34.30	100.00%	26.27	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告及未经审计的 2021 年三季度报告，中证鹏元整理

近年来公司货币资金规模整体有所增长，其中由于2021年公司首次公开发行股票收到募集资金，截至2021年9月末货币资金增长至12.89亿元。公司货币资金主要为银行存款，截至2020年末公司货币资金中受限规模为1.60亿元，主要系银行承兑汇票保证金及定期存单质押，占当年末货币资金总额的14.48%，受限比例尚可，其中存放在境外的款项总额为0.23亿元。

公司应收账款主要系应收山东省内医院的货款，随着公司销售规模的增长，公司的应收账款的规模也逐步增加，2018-2020年复合增长率为32.98%，同期营业收入复合增长率为26.88%，资金占用规模有

所增加。2020年末应收账款坏账计提比例在1.61%左右，计提比例较低；2020年末公司前五大应收账款合计3.18亿元，占比20.08%，应收对象较为分散；账龄方面，公司应收账款账龄以1年期以内为主，截至2020年末占比为97.16%。

表19 公司 2020 年末应收账款前五大客户情况（单位：亿元）

序号	客户名称	应收账款余额	占应收账款余额的比例
1	青岛市市立医院	1.18	7.45%
2	青岛大学附属医院	0.62	3.93%
3	诸城市人民医院	0.50	3.13%
4	青岛市黄岛区人民医院	0.46	2.89%
5	国药控股股份有限公司	0.42	2.68%
合计		3.18	20.08%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司预付款项主要为预付供应商产品采购的相关款项，近年来规模不断提升，近年来的账龄主要为1年以内。公司其他应收款主要为在经营活动中产生的保证金及押金，随着业务规模的扩大近年来规模略有增长。公司存货主要为库存商品，与公司医药产品商业化平台的特点和经营模式相符，2018-2020年公司存货余额规模不断上升，主要系为了配合品牌运营业务及批发配送业务的发展去预备足够的库存所致。若市场环境变化公司产品销售不及预期，存货存在一定的跌价风险，截至2020年公司计提存货跌价准备0.14亿元，占存货余额的2.28%。

公司的长期股权投资主要系对联营企业中山安士（持股比例29.12%）以及日本健美药品（中国）有限公司（以下简称“日美健”，持股比例10.04%）在权益法计量下的股权投资，近年来规模不断增加。公司投资性房地产主要为对外出租的自有物业，主要为房屋建筑物，近年来规模变动不大；固定资产主要为用于房屋建筑物及机器设备，近年来规模相对稳定。

总体来看，随着公司的业务扩张及首次公开发行股票，近年来公司资产规模保持增长。其中应收账款规模增长较快，资金占用规模增加，且存货存在一定跌价风险。

盈利能力

品牌运营业务及批发配送业务的扩张使得营业收入不断增长，但近年来受品牌运营业务新产品占比提升、医保控费及集采的综合影响，公司销售毛利率持续下滑

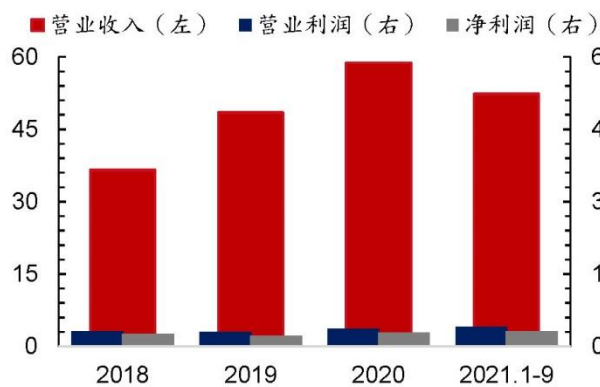
得益于公司近年来品牌运营业务及批发配送业务的不断扩张，近年来公司营业收入规模不断增长，2018-2020年公司收入三年复合增长率达26.88%。

盈利能力方面，整体来看2018-2020年公司销售毛利率有所降低，分别为32.82%、27.86%和25.06%主要系近年来公司批发配送业务增长较快，占主营业务收入比例有所上升，而其毛利率较品牌运营较低所致，2018-2020年公司批发配送业务占营业收入比重从48.21%上升至57.33%。分业务看，品牌运营业务受哈乐系列等新产品收入占比提升，而其毛利率较迪巧系列产品较低的影响，2018-2020年该业务的

毛利率有所降低；公司批发配送业务的毛利率近年来有所降低的原因主要系医保控费及集采政策的影响。

期间费用方面，公司期间费用由销售费用、管理费用和财务费用构成，2018-2020年占营业收入比例分别为23.66%、21.30%和18.17%，整体有所下降。主要系公司期间费用中销售费用占比较大，2018-2020年分别占比83.28%、80.65%和81.67%，近年来公司批发配送业务收入占比有所提升，而其所需销售费用相对较低所致。2018-2020年公司营业利润复合增长率为8.22%，增速大幅小于营业收入增长率，主要系毛利率降低及期间费用规模有所上升所致。受毛利率降低的影响，2018-2020年公司总资产回报率及EBITDA利润率整体有所降低。

图 6 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告及未经审计的 2021 年三季度报告，中证鹏元整理

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

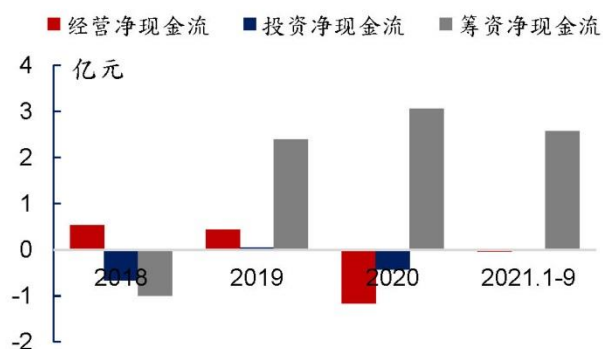
近年来公司现金生成能力有所提升，但经营活动现金流净额持续下降，筹资活动现金净流入规模较大，公司资金需求较大依赖外部融资；公司募投项目所需资金投入较大，面临一定的资金压力

近年来公司经营活动现金流表现不佳，2018-2020年公司经营活动现金流净额持续下降，主要系“两票制”实行后，公司批发配送业务部分产品由通过医药流通企业采购转为直接向生产企业采购，向医药流通企业通常会有账期，而向生产企业采购往往会现款或者预付款项，结算方式的变化使得公司经营活动现金流净额持续下滑；2021年1-9月公司经营活动现金流净额为-0.04亿元，较去年同期有所好转。近年来公司经营活动生成的现金（FFO）保持增长，2021年1-9月现金生成能力大幅提升。投资活动方面，公司的投资活动主要为理财产品的购买和赎回，其中2018年公司投资活动现金净流出规模较大，主要系理财产品的购买及支付江西贝瓦和日美健的投资款。筹资活动方面，近年来公司筹资活动现金净流入规模较大，主要为公司批发配送业务规模增长较快，为保证营运资金的充足，取得较大规模的金融机

构借款所致；2021年6月公司首次公开发行股票成功后，获得募集资金净额3.43亿元⁴，整体来看公司资金需求较大程度依赖外部融资。截至2020年末公司受限资产占总资产比例为20.74%，受限比例尚可。

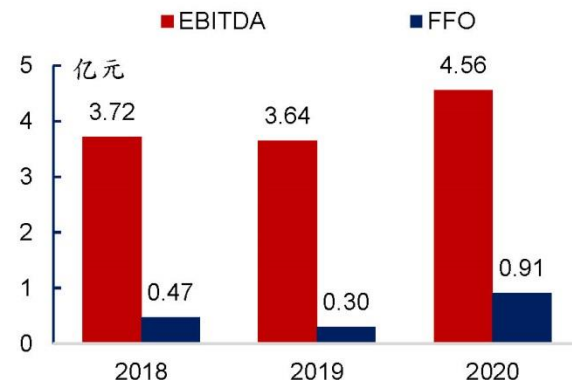
整体来看，公司近年来现金生产能力有所提升，但由于公司资金需求较大程度依赖外部融资，融资弹性一般，本期债券募投项目尚需投入资金8.76亿元，公司面临一定资金压力。

图 8 公司现金流结构



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告及未经审计的 2021 年三季度报告，中证鹏元整理

图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况



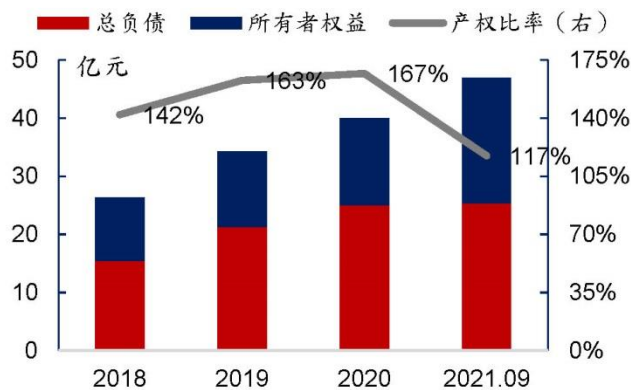
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

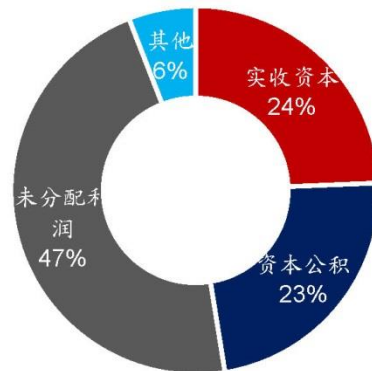
得益于首次公开发行股票及盈余积累，公司净资产规模不断提升；但公司资产负债率偏高，EBITDA和FFO对净债务的保障程度一般，债务均为短期债务，面临一定的短期偿债压力

得益于日常经营、盈余不断积累，公司所有者权益有所提升，2018-2020年复合增长率为17.53%；2021年公司首次公开发行股票后所有者权益进一步提升，2021年9月末较2020年末大幅提升43.86%。同期公司总负债规模持续上升、增速大于所有者权益，使得所有者权益对负债的保障能力持续减弱，虽然2021年9月末产权比率较2020年末有所下降，但依旧表现较弱。

⁴ 根据公司于 2021 年 7 月 14 日发布的公告，IPO 募集资金净额少于招股说明书中募投项目拟投入的募集资金金额，公司对募集资金用途进行调整，调整后募集资金净额 3.43 亿元中 0.70 亿元用于募投项目建设，2.73 亿元用于补充流动资金

图 10 公司资本结构


资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告及未经审计的 2021 年三季度报告，中证鹏元整理

图 11 2021 年 9 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2021 年三季度报告，中证鹏元整理

公司负债基本为流动负债，2018-2020 年流动负债占比均在 99.00% 以上。随着公司业务的发展及“两票制”实行后导致公司批发配送业务的部分结算方式发生变化，公司对于外部融资的需求不断上升，2018-2020 年公司短期借款复合增长率为 50.71%，短期借款包含质押借款、保证借款及信用借款等，质押物为应收账款，2021 年 9 月末规模略有下降。

公司应付票据主要为银行承兑汇票，近年来规模变动不大。公司应付账款主要为品牌运营业务、批发配送业务运营过程中所应付的货款，随着业务规模的不断扩大，应付账款规模也在不断提升。公司预收款项主要为品牌运营业务预收经销商的货款，由于执行新会计准则，2020 年以后公司将预收款项科目中款项调整至及其他流动负债中列示，整体规模占比不大。其他应付款主要为往来款、费用报销款及保证金，近年来规模有所上升，但规模整体不大。

表 20 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

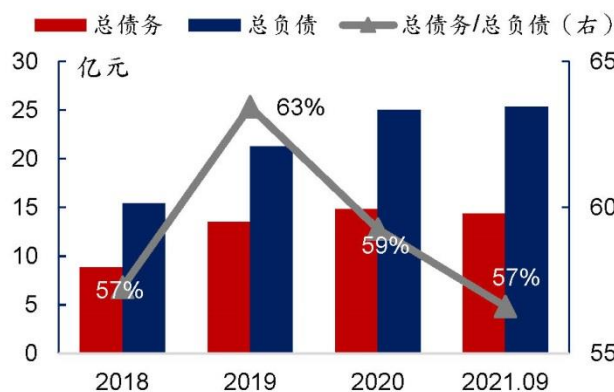
项目	2021 年 9 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12.82	50.67%	13.50	53.95%	11.63	54.73%	5.94	38.54%
应付票据	1.30	5.14%	1.33	5.31%	1.85	8.72%	1.10	7.15%
应付账款	7.91	31.27%	7.10	28.38%	5.71	26.88%	4.63	30.00%
预收款项	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.67	3.14%	0.73	4.71%
合同负债	0.71	2.81%	1.09	4.37%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	0.56	2.23%	0.74	2.94%	0.44	2.09%	0.29	1.91%
一年内到期的非流动负债	0.20	0.80%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	1.78	11.57%
流动负债合计	25.01	98.80%	24.97	99.80%	21.20	99.80%	15.37	99.69%
负债合计	25.31	100.00%	25.02	100.00%	21.25	100.00%	15.42	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告及未经审计的 2021 年三季度报告，中证鹏元整理

公司总债务由短期借款、应付票据及一年内到期的非流动负债构成，近年来公司总债务规模持续上

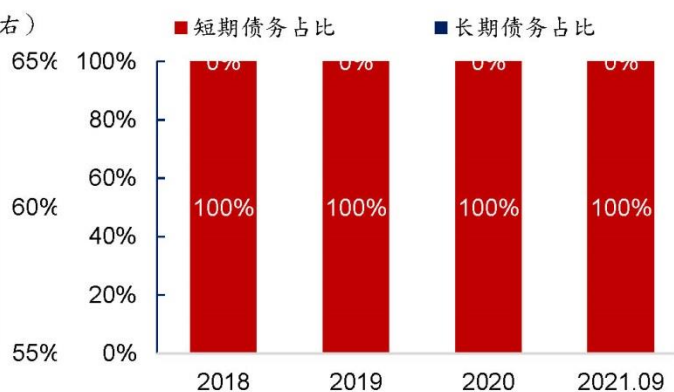
升，2018-2020年复合增长率为29.58%，总债务占总负债的比例有所波动。从结构来看公司的债务均为短期债务。

图 12 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告及未经审计的 2021 年三季度报告，中证鹏元整理

图 13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告及未经审计的 2021 年三季度报告，中证鹏元整理

近年来公司资产负债率不断提升，随着2021年IPO成功后资产负债率有所降低，但债务水平仍偏高。总资本对总债务的保障程度尚可，EBITDA和FFO对净债务的保障程度一般。近年来公司流动性指标表现较好且较为稳定，2021年以来表现进一步提升；现金类资产对短期债务的覆盖能力不断减弱，整体表现一般。整体来看，公司杠杆水平偏高、债务均为短期债务，面临一定的短期偿债压力。银行授信方面，截至2021年9月末，公司在各类金融机构的总授信敞口额度为16.92亿元，已使用14.12亿元，公司备用流动性较为不足。

表21 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年9月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	54.00%	62.54%	61.94%	58.70%
净债务/EBITDA	--	1.01	0.82	0.45
EBITDA 利息保障倍数	--	7.32	6.51	9.62
总债务/总资本	39.92%	49.73%	50.80%	44.87%
FFO/净债务	--	19.66%	9.94%	27.88%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告及未经审计的 2021 年三季度报告，中证鹏元整理

图 14 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告及未经审计的 2021 年三季度报告，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年10月26日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的主要来源。本期债券募投项目包括百洋品牌运营中心建设项目、百洋云化系统升级项目和百洋线上运营平台项目，根据项目可行性研究报告，百洋品牌运营中心建设项目预计正常年可实现营业收入为113,840.36万元（不含税），年利润总额为20,001.81万元，项目投资财务内部收益率为16.49%（所得税后），投资回收期为7.93年（所得税后，含建设期3年）；百洋线上运营平台项目预计年营业收入80,706.42万元（不含税），年利润总额5,607.76万元，项目投资财务内部收益率所得税后为22.21%，项目所得税后投资回收期为6.74年（含建设期3年）。但需关注本期债券的3个募投项目能否实现预期收益受项目实施进度、市场、政策及技术环境变化影响，存在一定不确定性。

公司经营活动现金流入为本期债券偿债资金的重要保障。2018-2020年公司整体营业收入分别为36.52亿元、48.49亿元和58.79亿元，呈上升趋势，三年复合增长率为26.87%。2021年1-9月营业收入同比增长28.41%。2018-2020年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为38.16亿元、49.17亿元和59.42亿元。截至2021年9月末公司应收账款达19.59亿元，主要系应收山东省内医院的的货款。但需关注，受

“两票制”引起的公司业务模式变化影响，近年来公司回款情况不佳，2018-2020年公司经营活动现金流净额持续下降，其中2020年呈净流出态势。截至2021年9月末，公司在各类金融机构的总授信敞口额度为16.92亿元，已使用14.12亿元，公司备用流动性较为不足。同时本期债券募投项目尚需投入资金规模较大，公司存在一定的资金支出压力。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未行转股的可能性。

十、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

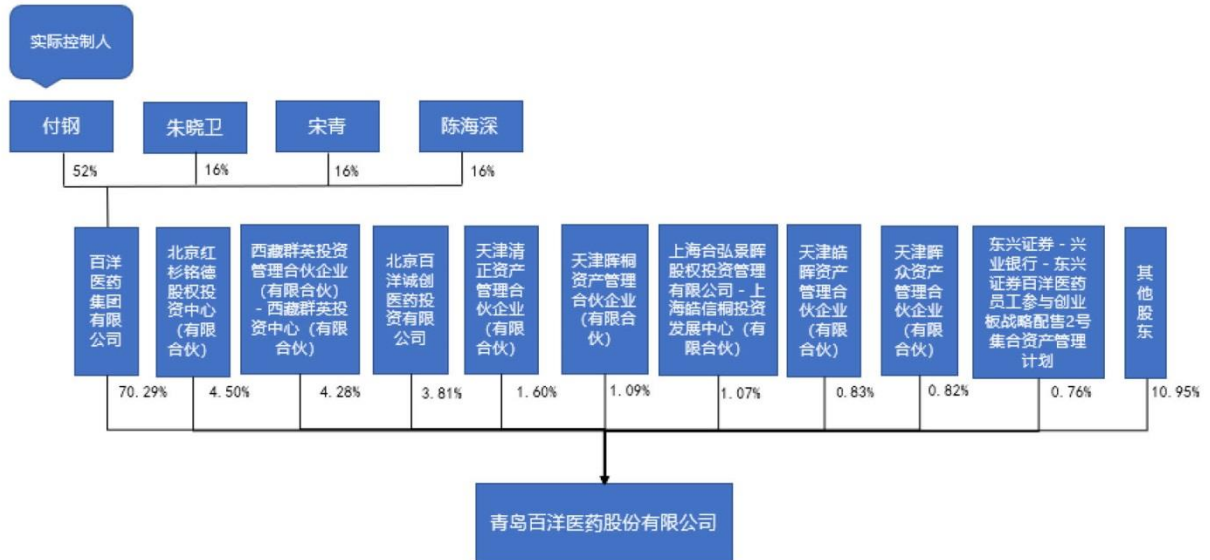
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年9月	2020年	2019年	2018年
货币资金	12.89	11.07	11.63	7.85
应收票据及应收账款	19.59	15.58	11.80	9.02
应收账款	19.59	15.58	11.80	8.81
存货	5.79	6.10	4.87	3.32
流动资产合计	41.83	35.41	29.81	21.56
非流动资产合计	5.04	4.60	4.49	4.71
资产总计	46.87	40.01	34.30	26.27
短期借款	12.82	13.50	11.63	5.94
应付账款	7.91	7.10	5.71	4.63
一年内到期的非流动负债	0.20	0.00	0.00	1.78
流动负债合计	25.01	24.97	21.20	15.37
非流动负债合计	0.30	0.05	0.04	0.05
负债合计	25.31	25.02	21.25	15.42
总债务	14.33	14.83	13.48	8.83
归属于母公司的所有者权益	21.23	14.72	12.81	10.75
营业收入	52.35	58.79	48.49	36.52
净利润	3.07	2.77	2.11	2.56
经营活动产生的现金流量净额	-0.04	-1.17	0.43	0.53
投资活动产生的现金流量净额	-0.02	-0.43	0.04	-0.67
筹资活动产生的现金流量净额	2.57	3.06	2.39	-1.00
财务指标	2021年9月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	24.60%	25.06%	27.86%	32.82%
EBITDA 利润率	--	7.75%	7.51%	10.18%
总资产回报率	--	11.66%	11.51%	15.05%
产权比率	117.38%	166.95%	162.75%	142.13%
资产负债率	54.00%	62.54%	61.94%	58.70%
净债务/EBITDA	--	1.01	0.82	0.45
EBITDA 利息保障倍数	--	7.32	6.51	9.62
总债务/总资本	39.92%	49.73%	50.80%	44.87%
FFO/净债务	--	19.66%	9.94%	27.88%
速动比率	1.44	1.17	1.18	1.19
现金短期债务比	0.98	0.80	0.88	0.92

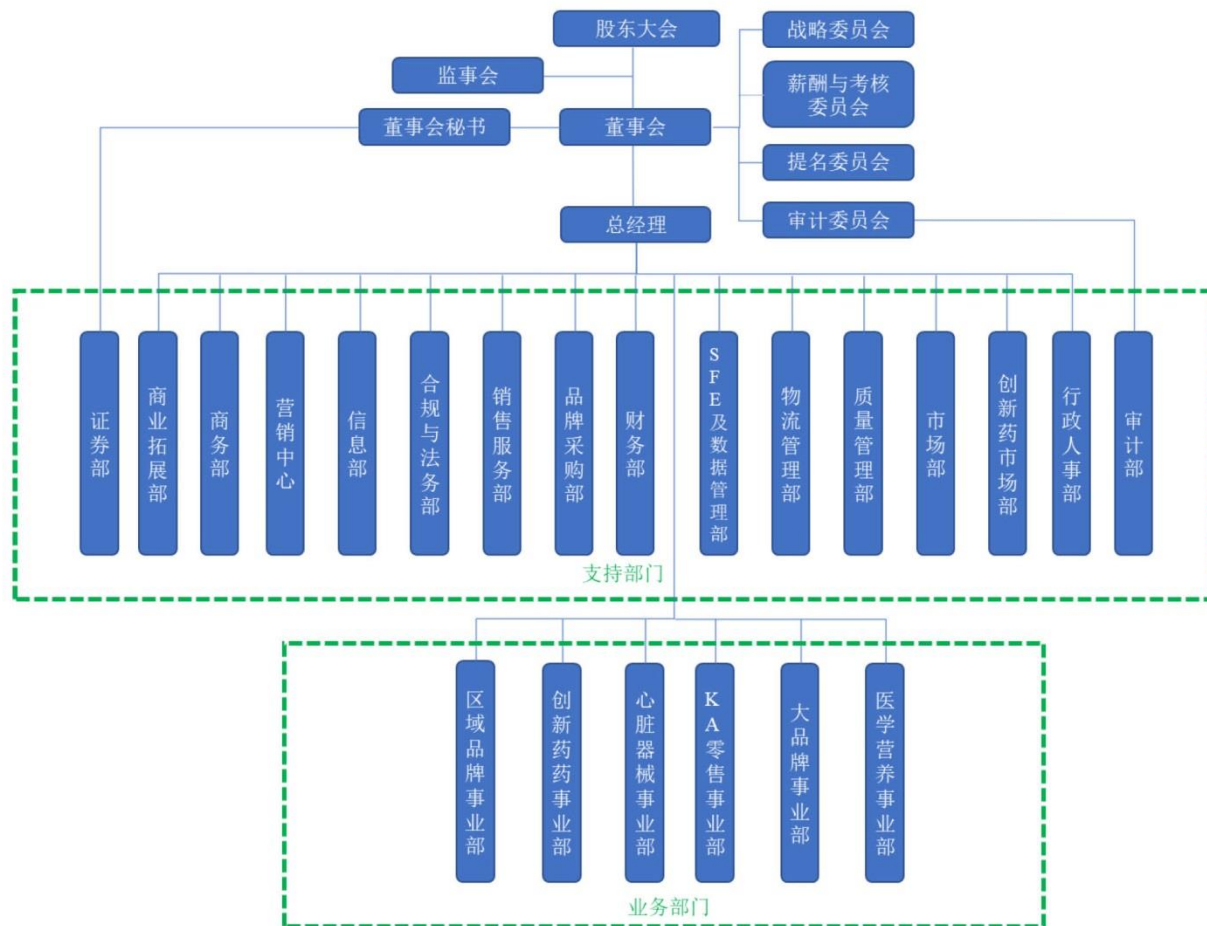
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告及未经审计的 2021 年三季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录四 2021年9月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	公司简称	持股比例	主营业务
青岛百洋健康药房连锁有限公司	百洋连锁	100.00%	药品销售
香港威坦因健康产业集团有限公司	香港威坦因	70.00%	投资及商业拓展
香港慧康生物商贸有限公司	香港慧康	100.00%	健康营养品销售
Nutrasumma, Inc.	美国纽特舒玛	89.50%	健康营养品研发与销售
青岛纽特舒玛健康科技有限公司	青岛纽特舒玛	90.00%	健康营养品销售
百洋集团有限公司	百洋集团有限 (HK)	100.00%	投资及商业拓展
北京承善堂健康科技有限公司	北京承善堂	58.00%	健康营养品销售
青岛承善堂健康科技有限公司	青岛承善堂	100.00%	健康营养品销售
百洋健康产业国际商贸有限公司	健康产业	100.00%	品牌服务与跨境电商
百洋科技海外商贸有限公司	海外商贸	100.00%	投资及商业拓展
青岛东源生物科技有限公司	青岛东源	55.00%	医疗器械销售
青岛森然健康科技有限公司	健康科技	51.00%	健康营养品销售
青岛乐葆健康科技有限公司	乐葆健康	54.00%	健康营养品销售
北京万维医药有限公司	北京万维	51.00%	药品销售
北京百洋汇康智慧药房有限公司	汇康药房	100.00%	药品销售
青岛百洋康健电子商务有限公司	康健电商	55.00%	健康营养品销售
青岛百洋医药物流有限公司	百洋物流	100.00%	仓储物流
青岛百洋盛汇医疗设备有限公司	百洋盛汇	100.00%	器械器材销售
青岛联瀚一格商贸有限公司	青岛联瀚	100.00%	医疗器械、健康营养品销售
江西贝瓦药业有限公司	江西贝瓦	51.00%	药品销售
天津百洋医药有限公司	天津百洋	51.00%	药品销售
天津百洋医疗器械有限公司	天津百洋器械	100.00%	医疗器械销售
山东百洋医药科技有限公司	山东百洋	51.00%	药品、医疗器械、健康营养品销售
青岛萌驼日化有限公司	萌驼慧选	100.00%	医疗器械销售、化妆品销售
北京百洋汇众健康科技有限公司	百洋汇众	100.00%	日用品、化妆品、医疗器械销售
上海百洋慧智能医疗科技有限公司	上海百洋慧	51.00%	医疗器械经营、食品经营
柏元医学科技(山东)有限公司	柏元医学	51.00%	医疗器械销售
青岛百洋西岸医药科技有限公司	西岸医药	51.00%	医疗器械销售

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类型	其他股份有限公司（非上市）
住所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成立日期	1993年03月17日



重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

此复印件仅供
百洋医药 使用
再复印无效



登记机关



2018年11月03日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



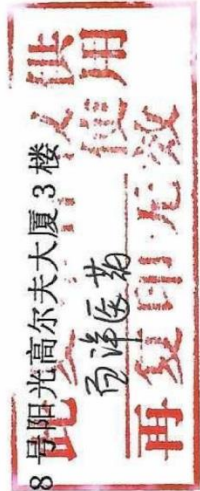
公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司
 业务许可种类：证券市场资信评级
 法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼
 编号：ZPJ 002

中国证券监督管理委员会(公章)



2018 年 12 月 21 日



SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	张旻熳	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030216080004	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2016-08-27			



登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030216080004	2016-08-27	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	

SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	刘书芸	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030211080003	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2011-08-10			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030211080003	2011-08-10	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	