



# 2023年青岛百洋医药股份有限公司创业板 向不特定对象发行可转换公司债券2023年 跟踪评级报告

---

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.

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  
人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：

# 2023年青岛百洋医药股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
百洋转债	AA-	AA-

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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）运营的医药品牌数量持续增加，逐步形成多品类的医药品牌矩阵，公司营业收入规模保持增长，收入结构优化，盈利及获现能力得到提升。同时，中证鹏元也关注到，公司面临医药行业政策变动及市场竞争风险，募投项目收益存在不达预期的风险，公司品牌运营业务仍较为集中，且财务杠杆水平偏高，面临一定短期偿债压力和资金支出压力等风险因素。

## 评级日期

2023年06月05日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	50.84	50.30	45.98	40.01
归母所有者权益	24.24	23.02	21.56	14.72
总债务	17.45	17.27	14.54	14.83
营业收入	16.86	75.10	70.52	58.79
净利润	1.20	4.85	4.17	2.77
经营活动现金流净额	1.54	3.06	1.84	-1.17
净债务/EBITDA	--	0.83	0.38	1.01
EBITDA 利息保障倍数	--	13.56	10.90	7.32
总债务/总资本	42.13%	43.10%	40.07%	49.73%
FFO/净债务	--	42.16%	90.02%	22.55%
EBITDA 利润率	--	10.49%	9.44%	7.75%
总资产回报率	--	15.09%	14.63%	11.66%
速动比率	1.41	1.39	1.45	1.17
现金短期债务比	0.91	0.80	0.97	0.80
销售毛利率	28.91%	27.76%	25.13%	25.06%
资产负债率	52.84%	54.68%	52.72%	62.54%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：刘书芸  
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：吕凤鸣  
lvfm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **公司运营的医药品牌数量持续增加，逐步形成多品类的医药品牌矩阵。**公司是专业的健康品牌商业化平台，核心业务为医药产品的品牌运营。跟踪期内，公司在迪巧系列、泌特系列等旗帜产品收入保持增长的同时，拓展了阿斯利康的安立泽、罗氏制药的肿瘤创新药及罗盖全、上海谊众的注射用紫杉醇聚合物胶束等新产品。公司所运营的医药品牌持续丰富，形成了 OTC 及大健康、OTX 等处方药、肿瘤等重症药、高端医疗器械的四大品类产品矩阵。
- **公司营业收入规模保持增长，收入结构优化，盈利及获现能力得到提升。**跟踪期内，公司营业收入及净利润持续增长。2022 年公司逐步减少批发配送和零售业务占比，聚焦主业品牌运营，2022 年品牌运营业务收入占比接近 50%，贡献了 80% 以上的毛利润。得益于减少回款周期较长的批发配送业务，公司经营现金流表现得到改善。

## 关注

- **医药行业政策及市场竞争风险。**医药行业是强监管行业，受政策的影响较大。近年在医保控费的大环境下，医改政策密集出台，医药行业各环节竞争加剧。品牌运营是医药流通行业分工细化的产物，受两票制、带量采购等政策影响，医药流通环节利润空间压缩。品牌运营行业在我国目前处于发展的早期阶段，目前市场参与者较少，随着涉足相关业务的市场参与者数量增加、竞争对手通过改善营销推广模式等方式提升竞争力，公司面临的市场竞争可能有所加剧。
- **募投项目收益不达预期的风险。**本期债券募投项目包括百洋品牌运营中心建设项目和百洋云化系统升级项目，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可能性，若募投项目建成后不能有效提升公司的经营效益，公司将面临折旧、摊销费用增加而导致利润下滑的风险。
- **品牌运营集中的风险。**迪巧系列是公司最重要的品牌产品，2022 年迪巧系列产品收入仍占品牌运营业务收入的 40% 以上，占比仍较高，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。
- **公司财务杠杆水平偏高，面临一定短期偿债压力和资金支出压力。**截至 2023 年 3 月末，公司资产负债率为 52.84%，本期可转换公司债券发行后，财务杠杆水平将进一步提升。除本期债券外，公司债务以银行流动贷款为主，近年现金短期债务比始终低于 1，存在一定短期偿债压力。本期债券募投项目尚需一定资金投入，且随着公司业务规模的扩大，营运资金需求也随之增加，公司仍面临一定资金压力。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在医药产品品牌运营领域具有一定竞争优势，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。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	国药股份	九州通	上海医药	百洋医药
归母所有者权益	142.15	246.40	670.63	<b>23.02</b>
营业收入	454.99	1,404.24	2,319.81	<b>75.10</b>
净利润	21.29	28.86	69.92	<b>4.85</b>
销售毛利率	8.40%	7.80%	13.14%	<b>27.76%</b>
资产负债率	46.44%	68.91%	60.63%	<b>54.68%</b>
速动比率	1.73	0.98	1.04	<b>1.39</b>
销售费用率	2.10%	2.94%	6.16%	<b>14.94%</b>
净营业周期（天）	76.56	114.70	151.89	<b>135.40</b>

注：以上各指标均为 2022 年/2022 年末数据。  
 资料来源：公开资料，中证鹏元整理

### 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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>aa-</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA-</b>

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-/百洋转债	2022-01-10	刘书芸、张旻熿	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> ， <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
百洋转债	8.60	8.60	2022-01-10	2029-04-14

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2023年4月14日发行6年期8.6亿元可转换公司债券，募集资金计划用于百洋品牌运营中心建设项目、百洋云化系统升级项目及补充流动资金。截至2023年4月20日，“百洋转债”募集资金专项账户余额为85,470.00万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、主营业务、股本、控股股东和实际控制人均未发生变更，股权结构未发生重大变化。截至2023年3月末，公司股本为5.25亿元，控股股东为百洋医药集团有限公司（以下简称“百洋集团”），持股比例为70.29%，公司实际控制人付钢持有百洋集团52.00%的股权，具体股权结构见附录二所示。

截至2023年3月末，公司前十大股东明细如表1所示，其中百洋集团股权质押数量占其持有股份的17.15%。

**表1 截至2023年3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	质押数量
百洋医药集团有限公司	境内非国有法人	70.29%	369,077,400	63,291,140
西藏群英投资管理合伙企业（有限合伙）-西藏群英投资中心（有限合伙）	其他	4.28%	22,500,000	0.00
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	0.00
招商银行股份有限公司-安信医药健康主题股票型发起式证券投资基金	其他	1.85%	9,697,589	0.00
北京红杉铭德股权投资中心（有限合伙）	境内非国有法人	1.50%	7,872,051	0.00
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	0.00
天津清正资产管理合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	0.93%	4,875,000	0.00
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	0.00
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	0.00
天津慧桐资产管理合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	0.62%	3,270,100	0.00

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）、天津慧桐资产管理合伙企业（有限合伙）的最终实际控制人均为公司实际控制人付钢，后4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：公司2023年一季度报告，中证鹏元整理

公司作为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。

2022年公司合并范围内新增子公司13家，减少子公司2家，详见表2。截至2022年末，公司合并范围内共有子公司38家，详见附录四。

**表2 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

1、新纳入公司合并范围的子公司情况					
子公司名称	直接持股比例	间接持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
青岛典众文化传播有限公司	--	100.00%	1,000.00	商务服务	收购
青岛百洋大骋医用设备有限公司	--	57.00%	1,000.00	医疗器械经营	收购
青岛百洋智心科技有限公司	--	100.00%	1,000.00	医学研发和技术服务	同一控制下企业合并
青岛百年康健医疗科技有限公司	--	57.00%	1,000.00	医疗器械研发、生产、销售	同一控制下企业合并
青岛普泰科生物医药科技有限公司	--	51.00%	179.40	医学技术研发及服务	同一控制下企业合并
北京百洋智合医学成果转化服务有限公司	100.00%	--	5,000.00	品牌服务	投资设立
北京百洋智心医学研究有限公司	--	100.00%	1,000.00	医学研发和技术服务	投资设立
深圳百洋智心医学研究有限公司	--	100.00%	500.00	医学研发和技术服务	投资设立
青岛百洋网联大药房有限公司	--	100.00%	100.00	药品销售	投资设立
北京百洋诚达医药科技有限公司	100.00%	--	10,000.00	药品经营	投资设立
北京百洋国胜医疗器械有限公司	90.00%	--	1,000.00	医疗器械经营	投资设立
青岛百洋国科医用设备有限公司	--	57.00%	1,000.00	医疗器械经营	投资设立
青岛百洋挑剔喵商贸有限公司	--	100.00%	1,000.00	日用品、化妆品销售	投资设立
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况					
子公司名称	直接持股比例	间接持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
北京万维医药有限公司	--	51.00%	10,014.04.00	药品批发	出售
北京百洋汇康智慧药房有限公司	--	100.00%	1,000.00	药品销售	出售

资料来源：公司 2022 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力



持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

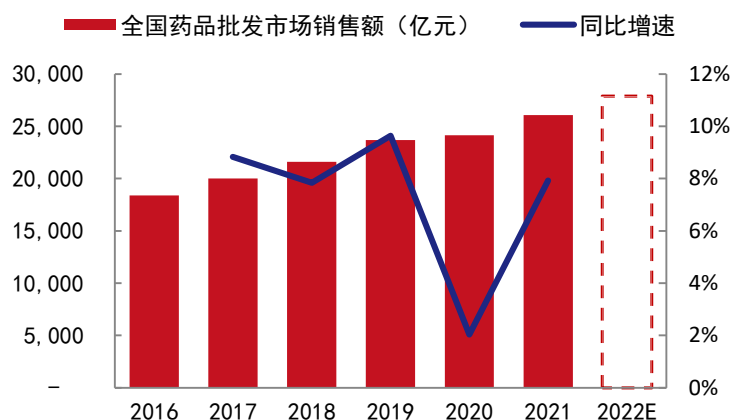
在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

## 行业经济环境

**医药流通行业下游需求刚性，预计市场规模将稳步增长；医药批发行业“4+N”竞争格局逐渐清晰，预计大型医药批发企业的规模优势将持续体现，但产业链弱势地位致使行业垫资属性仍将维系；在医改政策的持续影响下，医药零售行业连锁化率、集中度不断提升**

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。在居民收入增长、人口老龄化趋势加剧和新药持续上市的背景下，我国医药流通行业销售额稳步增长。根据商务部数据，2021年全国七大类医药商品销售总额26,064亿元，同比增长8.5%，其中药品批发市场销售额20,615亿元，药品零售市场销售额5,449亿元。



**图1 全国药品批发市场销售额稳步增长**


数据来源：商务部，中证鹏元整理

从产业链位置来看，医药批发行业主要通过从上游医药生产企业采购货物并批发给下游经销商或直接出售给销售终端客户来赚取交易差价，因此进院资质是批发企业的重要竞争力因素。由于大中型医院相对中游批发企业处于较强势地位，在取消药品加成等政策对终端医院盈利状况造成负面影响的情况下，医药批发作为资本密集型产业，为满足供销链上的长期资金缺口，在一定程度上承担了下游盈利和现金流向中游转移的压力。中证鹏元认为由于药品生产企业依赖流通批发企业回款和医保基金收支压力持续加大，预计医药批发行业的垫资属性仍将维系，且短期内难以替代。

近年国内执行的一系列医改政策对医药批发行业的影响深远：“两票制”政策通过压缩药品流通环节对批发企业的商业调拨业务产生较大冲击，工业-流通-医院成为行业主流模式，纯销业务的占比将提升，批发企业的资金周转压力加大，对成本控制和经营能力均提出更高要求；药品零加成政策下终端医院药房成为成本中心，盈利能力受到负面冲击，但产业中的强势地位使该压力将向中游批发企业转移，同时处方外流趋势得到强化，批发行业的下游客户结构将逐渐发生变化；集中带量采购政策使终端采购价格大幅下降，医药批发依靠价差换取利润的空间面临较大压缩压力，行业竞争亦进一步加剧。中证鹏元认为一系列医改政策对医药批发行业经营冲击的高峰期已过，边际影响预计将有所减缓，但行业整体仍面临盈利能力等方面的挑战，行业内竞争压力仍然较大。

近年国内药品批发企业数量维持在 1.3-1.4 万家，企业数量较多但平均规模及竞争力不强，在医改政策压力下中小型批发企业面临激烈的竞争环境。在取消药品加成、集中带量采购等政策在全国陆续实施和深化的背景下，医药批发企业的利润空间面临一定的压缩压力，具备较强的资金实力、较全面的网络覆盖和综合服务能力的大型批发流通企业的规模优势将得到持续体现。目前医药批发行业已基本形成“4+N”的竞争格局，其中“4”为国药集团、上海医药、华润医药和九州通 4 大全国性企业，“N”为广州医药、南京医药、海王生物、华东医药、浙江英特等区域性代表企业。随着医改政策的推进以及行业竞争压力的持续加大，全国性流通批发企业纷纷通过兼并重组、整合渠道资源等方式进一步拓展网络覆盖面以提升自身的市场影响力。

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，以国药控股国大药房有限公司、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。

**品牌运营是医药产业专业化、精细化发展的产物，主要面向跨国药企和国内创新药企提供专业化的品牌商业运营服务，目前国内专职从事医药产品品牌运营的公司较少，未来仍有较大的发展空间**

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3 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（0867.HK）、上海先锋控股（1345.HK）、兴科蓉医药（6833.HK）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。康哲药业（0867.HK）主要从事自主知识产权的新药及医疗器械产品的开发、生产、销售和进口药品的代理等业务，主要运营的品牌包括由阿斯利康生产的原研药波依定、由德国Dr. Falk Pharma GmbH委托生产的优思弗等。上海先锋控股（1345.HK）是一家致力于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应商，主要运营和推广的产品包括黛芬、希弗全以及匹多莫德的原研产品普利莫等。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。

## 五、经营与竞争

公司是专业的健康品牌商业化平台，为医药生产企业提供营销综合服务，业务规模保持增长。公司品牌运营矩阵不断扩展，与跨国药企和国内创新药企达成新合作；跟踪期内公司调整业务结构，聚焦品牌运营主业，批发配送、零售业务规模有所收缩

公司主营业务是为医药生产企业提供商业化整体解决方案，包括提供医药产品的品牌运营、批发配送及零售服务，近年业务规模持续增长，2022年公司营业收入同比增长6.5%。从收入结构上看，2022年品牌运营业务收入占比提升约8个百分点，2023年一季度其占比继续提高，批发配送和零售业务均有一定收缩。毛利率方面，受益于盈利能力较强的品牌运营业务占比的提高，2022年公司整体毛利率提升2.63个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
品牌运营业务	9.17	54.35%	44.70%	37.00	49.27%	46.12%	29.05	41.20%	48.28%
批发配送业务	6.77	40.17%	10.08%	34.34	45.73%	9.93%	37.06	52.55%	8.61%
零售业务	0.86	5.07%	9.45%	3.60	4.79%	8.26%	4.19	5.94%	8.10%
其他业务	0.07	0.41%	22.24%	0.15	0.20%	47.31%	0.22	0.31%	74.26%
<b>合计</b>	<b>16.86</b>	<b>100.00</b>	<b>28.91%</b>	<b>75.10</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.76%</b>	<b>70.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>25.13%</b>

资料来源：公司2021-2022年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

### （一）品牌运营业务

跟踪期内，公司运营的品牌数量持续增加，拓展了一系列跨国药企及国内创新药企的新产品，逐步形成多品类的医药品牌矩阵，并通过子公司在创新药等领域进行布局，仍需关注公司品牌运营较为

### 集中，同时在医药创新领域的投资存在回报不达预期的风险

品牌运营为公司的核心业务，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。

跟踪期内，公司原有旗帜产品迪巧系列、泌特系列营业收入保持增长，同时公司与罗氏制药、阿斯利康等跨国药企和上海谊众等国内创新药企达成新的合作，所运营的品牌数量持续增加，目前已覆盖骨健康、消化、肝病、泌尿系统、肿瘤、眼科等超10个治疗领域。2022年公司品牌运营收入规模同比增长27.36%，毛利率有小幅下降。

**表5 跟踪期内公司主要新增品牌运营协议情况**

交易对手方	授权范围	协议到期日
上海谊众药业股份有限公司	授权公司注射用紫杉醇聚合物胶束在指定省份的市场推广权	2025年12月31日，若公司达成销售指标且双方对之后的合作政策达成一致，则自动延期至2029年12月31日
上海罗氏制药有限公司	授权公司罗盖全产品零售市场的独家推广权	2024年6月30日
阿斯利康（无锡）贸易有限公司	授权公司为安立泽（沙格列汀片）在特定医院渠道的独家推广商和零售渠道内销售和推广产品的独家一级经销商	2026年12月31日，若公司达成销售指标且双方对之后的合作政策达成一致，则自动续展至2031年12月31日
北京诺华制药有限公司	授权公司维全特产品在指定区域内的医疗机构和零售终端的推广权	2025年12月31日，若公司达成销售目标，则公司有效期届满后续签协议的优先权，新推广协议的有效期限将不晚于2028年12月31日

资料来源：公司公告及公司提供，中证鹏元整理

从品牌运营业务的收入实现模式上看，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、罗氏制药肿瘤创新药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。

**表6 2021-2022年公司主要品牌运营产品系列收入情况（单位：万元）**

品牌	盈利方式	2022年		2021年	
		收入	占比	收入	占比
迪巧系列	产品销售	143,808.16	38.86%	119,946.79	41.29%
	服务费	18,977.84	5.13%	17,819.71	6.13%
	<b>小计</b>	<b>162,786.00</b>	<b>43.99%</b>	<b>137,766.50</b>	<b>47.42%</b>
泌特系列	产品销售	9,728.88	2.63%	8,337.92	2.87%
	服务费	23,160.38	6.26%	22,688.68	7.81%
	<b>小计</b>	<b>32,889.26</b>	<b>8.89%</b>	<b>31,026.60</b>	<b>10.68%</b>
安斯泰来系列	产品销售	34,836.49	9.41%	34,520.33	11.88%
	服务费	6,583.89	1.78%	1,488.37	0.51%
	<b>小计</b>	<b>41,420.38</b>	<b>11.19%</b>	<b>36,008.70</b>	<b>12.39%</b>



海露系列	产品销售	42,695.64	11.54%	29,288.91	10.08%
	服务费	0.00	--	548.83	0.19%
	<b>小计</b>	<b>42,695.64</b>	<b>11.54%</b>	<b>29,837.74</b>	<b>10.27%</b>
罗氏制药肿瘤创新药系列	产品销售	2,319.81	0.63%	1,665.03	0.57%
	服务费	11,792.37	3.19%	5,660.44	1.95%
	<b>小计</b>	<b>14,112.18</b>	<b>3.81%</b>	<b>7,325.47</b>	<b>2.52%</b>
罗盖全	产品销售	9,610.07	2.60%	140.54	0.05%
	服务费	1,352.51	0.37%	--	0.00%
	<b>小计</b>	<b>10,962.59</b>	<b>2.96%</b>	<b>140.54</b>	<b>0.05%</b>
其他品牌	产品销售	59,640.44	16.12%	46,175.86	15.89%
	服务费	5,518.71	1.49%	2,242.14	0.77%
	<b>小计</b>	<b>65,159.16</b>	<b>17.61%</b>	<b>48,418.00</b>	<b>16.67%</b>
<b>合计</b>	--	<b>370,025.21</b>	<b>100.00%</b>	<b>290,523.55</b>	<b>100.00%</b>

注：表中的安斯泰来系列除首次评级报告中披露的“哈乐系列”外，还包括贝坦利、卫喜康、适加坦  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021-2022年，随着公司运营的品牌数量的持续增加，核心品牌迪巧系列在品牌运营业务收入和毛利额的占比保持下降趋势，但截至2022年，迪巧系列的收入仍占品牌运营业务收入的40%以上，毛利额仍占品牌运营业务整体毛利额的60%以上。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7 迪巧系列产品收入及毛利占比情况（单位：万元）**

项目	2022年	2021年
收入	162,786.00	137,766.50
占品牌运营业务收入比例	43.99%	47.42%
占公司营业收入比例	21.68%	19.54%
毛利额	109,935.90	91,339.47
占品牌运营业务毛利额比例	64.41%	65.12%
占公司毛利额比例	52.73%	51.55%

资料来源：公司2021-2022年年度报告，中证鹏元整理

在医药创新领域，除了寻求与国内已有的创新药企进行合作，公司也尝试与国家科研院所、创新药公司进行产学研立体化合作，在创新药、高端医疗器械国产替代和技术成果转化平台三大赛道培育一系列创新企业，为未来孵化新品牌打下初步基础。2022年4月，公司控股百洋集团与北京市门头沟人民政府签署科研成果转化战略合作协议，百洋集团在门头沟区建设“百洋医药科研成果转化基地”，公司子公司北京百洋智合医学成果转化服务有限公司（成立于2022年3月，以下简称“百洋智合”）作为该基地的运营平台，首个落地项目为北京百洋智心医学研究有限公司（以下简称“百洋智心”），百洋智心主要从事心血管病领域的研究，拥有人原代心肌细胞储备、分离培养及冻存技术专利技术，与国家心血管病中心、中国医学科学院阜外医院开展合作。公司在医药创新领域的布局目前处于初期阶段，需持续

关注相关项目的投资、推进及成果转化情况。创新药研发具有投入大、周期长、风险较大的特点，需关注若研发进程不及预期，或产品上市后市场需求情况不及预期，公司将面临前期投入的资金无法获取充分回报的风险。

## （二）批发配送及零售业务

**跟踪期内，公司主动调整业务结构，聚焦品牌运营主业，剥离北京地区的批发配送业务，批发配送业务规模持续收缩；公司零售业务仍以青岛地区的自营药房收入为主，收入规模小幅下降**

相较于品牌运营业务，药品批发配送业务毛利率较低，且对营运资金占用较大。基于公司发展的战略规划，公司逐步压缩优化批发配送业务。2022年8月，公司将持有的控股子公司北京万维医药有限公司（后更名为重药万维（北京）医药有限公司，以下简称“北京万维”）的51%股权全部出售<sup>1</sup>，此后公司不再经营北京地区的批发配送业务。公司现有批发配送业务主要覆盖青岛及周边地区的医院、社区诊所及药房，2021-2022年收入结构如下表所示。需关注，北京万维2021年实现营业收入5.47亿元，公司2022年批发配送收入中仍包含北京万维的部分业务收入，预计2023年批发配送收入规模将进一步下降。

**表8 2021-2022年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	2022年		2021年	
	收入	占比	收入	占比
医院	191,243.06	55.68%	208,896.74	56.37%
医药商业公司	95,520.49	27.81%	105,372.05	28.43%
零售药房	37,851.90	11.02%	42,790.56	11.55%
社区诊所	12,410.62	3.61%	10,785.02	2.91%
其他	6,421.13	1.87%	2,729.12	0.74%
<b>合计</b>	<b>343,447.19</b>	<b>100.00%</b>	<b>370,573.49</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

零售业务方面，公司通过线下自营药房与线上销售相结合的方式销售医药产品。公司线下零售主要是通过青岛地区的院边DTP药房开展，所销售的药品以慢性病处方药为主，辅以OTC药品、医药器械等。公司零售业务规模较小，竞争力相对于全国性连锁药店较弱，因此近年收入规模呈下降趋势，盈利能力也较弱。公司线上销售主要通过自营线上商城和天猫、京东等第三方电商平台进行，收入规模较小且近年有一定波动。

**表9 公司零售业务分渠道收入构成情况（单位：万元）**

品牌	2022年		2021年	
	收入	占比	收入	占比
线上收入	1,268.06	3.53%	4,317.78	10.31%
线下收入	34,702.72	96.47%	37,541.98	89.69%
<b>合计</b>	<b>35,970.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>41,859.76</b>	<b>100.00%</b>

<sup>1</sup> 公司2022年8月将原持有的北京万维51.00%股权全部出售，为折价出售，处置价款为4,214.02万元，处置价款与公司合并报表层面享有该子公司账面净资产份额的差额为-922.79万元。



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （三）销售区域、主要客户及供应商情况

2022年公司华北地区收入占比大幅降低；主要客户与供应商基本保持稳定

跟踪期内，公司销售模式未发生显著变化。公司品牌运营业务分为直销和经销两种销售模式，以经销模式为主。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。公司批发配送的主要销售客户为以青岛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山东省、华东地区（除山东）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区域，体现出一定区域集中性。2022年，由于公司出售北京万维，剥离北京地区批发配送业务，华北地区收入大幅降低。

**表10 公司分区域收入情况（单位：万元）**

品牌	2022年		2020年	
	收入	占比	收入	占比
山东省	314,015.50	41.82%	307,024.27	43.54%
华北地区	95,232.22	12.68%	120,431.58	17.08%
华东地区（除山东）	114,679.34	15.27%	86,831.90	12.31%
华中地区	44,339.33	5.90%	30,924.24	4.39%
华南地区	61,379.17	8.17%	56,796.48	8.05%
西南地区	38,066.37	5.07%	33,770.70	4.79%
西北地区	25,062.21	3.34%	22,864.72	3.24%
东北地区	39,427.50	5.25%	35,395.81	5.02%
美国	2,001.75	0.27%	953.22	0.14%
香港	16,758.42	2.23%	10,163.81	1.44%
<b>合计</b>	<b>750,961.81</b>	<b>100.00%</b>	<b>705,156.73</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2021-2022年年度报告，中证鹏元整理

公司客户主要以大型医药流通企业和医疗机构为主，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制药有限公司的销售额是公司向其收取泌特系列产品的品牌运营服务费而产生。跟踪期内，公司前五名客户基本保持稳定，客户集中度尚可。

**表11 2021-2022年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
2022年	九州通医药集团股份有限公司	68,147.88	9.07%
	国药控股股份有限公司	34,951.45	4.65%
	青岛市市立医院	32,357.91	4.31%
	扬州一洋制药有限公司	23,160.38	3.08%

	华润医药商业集团有限公司	22,843.10	3.04%
	<b>合计</b>	<b>181,460.72</b>	<b>24.15%</b>
2021年	九州通医药集团股份有限公司	49,236.17	6.98%
	青岛市市立医院	35,204.81	4.99%
	国药控股股份有限公司	33,899.25	4.81%
	青岛大学附属医院	26,061.62	3.70%
	扬州一洋制药有限公司	22,688.68	3.22%
	<b>合计</b>	<b>167,090.54</b>	<b>23.70%</b>

资料来源：公司2022年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司采购模式未发生显著变化。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。

从供应商角度看，跟踪期内前五名供应商基本稳定，其中深圳市瑞霖医药有限公司、宁波瑞霖医药有限公司系品牌运营业务中海露系列的供应商，受益于海露系列的销量增长，公司从这两家公司采购的金额增长较快。

**表12 2021-2022年公司前五名供应商情况（单位：万元）**

年度	供应商	采购金额	占采购总额的比例
2022年	宁波瑞霖医药有限公司	35,486.32	7.03%
	安士制药(中山)有限公司	33,371.92	6.61%
	西安杨森制药有限公司	20,251.94	4.01%
	国药控股分销中心有限公司	17,683.77	3.51%
	安斯泰来制药(中国)有限公司	17,354.32	3.44%
	<b>合计</b>	<b>124,148.27</b>	<b>24.61%</b>
2021年	A&Z Pharmaceutical INC.	40,158.70	8.10%
	西安杨森制药有限公司	34,970.27	7.05%
	安斯泰来制药集团	28,654.65	5.78%
	深圳市瑞霖医药有限公司	25,568.42	5.15%
	广州市君信药业有限公司	21,841.99	4.40%
	<b>合计</b>	<b>151,194.03</b>	<b>30.48%</b>

注：受同一控制人控制的供应商，合并计算其采购额  
 资料来源：公司2021-2022年年度报告，中证鹏元整理

#### （四）在建项目及未来资本性支出

##### 公司在建、拟建项目存在一定资本支出压力

截至2022年末，公司主要在建、拟建项目如下表所示。公司在建项目规模较小，未来主要的资本性支出为本期债券募投项目，主要资金来源为本期债券募集资金，但尚有部分需要公司自筹，存在一定资

本支出压力。

**表13 截至 2022 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）**

项目属性	项目名称	预计总投资	已投资	工程进度
在建项目	百洋业务能力平台三期	0.35	0.32	85.69%
	诚达智能物流系统采购	0.42	0.27	63.55%
拟建项目 (本期债券募投项目)	百洋品牌运营中心建设项目	6.52	0.00	--
	百洋云化系统升级项目	1.16	--	--
	<b>合计</b>	<b>8.45</b>	<b>0.59</b>	<b>--</b>

注：百洋云化系统升级项目前期有少量自有资金投入

资料来源：公司2022年年度报告及公开资料，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

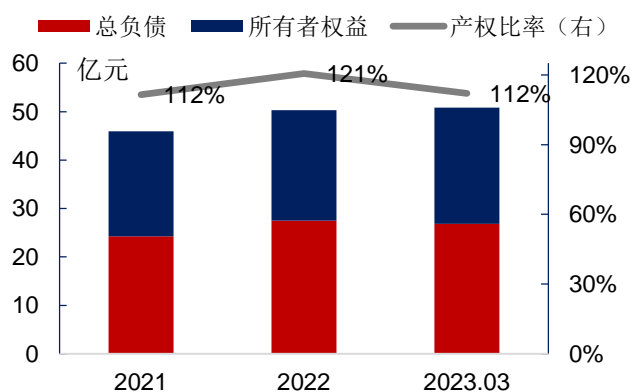
以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围变化情况见表2所示。

### 资本实力与资产质量

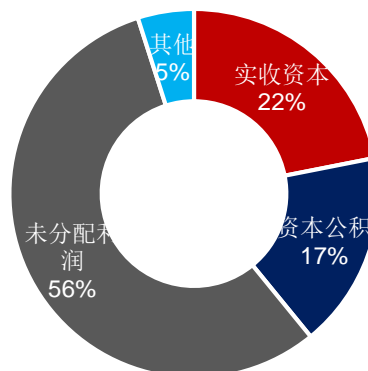
公司资产规模随业务规模的扩张保持增长，需关注公司应收账款规模较大，对公司的资金周转速度和现金流情况存在重要影响，同时公司存货面临一定减值风险

2021-2022年及2023年1-3月，公司所有者权益规模随着公司的盈余积累小幅提升，同期内公司负债总额有一定波动，公司产权比率变化不大。本期债券于2023年4月14日发行后，公司整体杠杆水平将大幅提高。

**图 2 公司资本结构**



**图 3 2023 年 3 月末公司所有者权益构成**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，随着公司业务规模的扩张，公司资产总额保持增长。资产结构方面，公司主要从事医药产品的品牌运营和批发零售业务，所销售的产品主要通过采购取得，无自主生产环节，因此资产始终以流动资产为主。其中，货币资金、应收账款和存货占比较大。

截至 2022 年末，公司货币资金中合计 2.62 亿元因用作银行承兑汇票保证金、开立保函保证金而使用受限，受限比例为 25.00%。

公司应收账款主要由品牌运营业务和批发配送业务产生，其中品牌运营业务回款效率相对较高，批发配送业务的主要应收对象为青岛地区及周边的医院、社区诊所等医疗机构，由于医院资金结算周期所限，存在一定回款周期，医院平均回款周期为 60-90 天，少数县级医疗机构和民营医院回款时间较长且存在一定坏账风险。截至 2022 年末，公司应收账款前五大应收对象情况如下表所示，期末应收账款账龄 1 年以内占 94.32%，期末公司对应收账款计提坏账准备 0.33 亿元。

**表14 公司 2022 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	上海罗氏制药有限公司	1.09	5.29%
2	青岛市市立医院	0.93	4.52%
3	青岛市海慈医院	0.80	3.89%
4	诸城市人民医院	0.72	3.48%
5	青岛市黄岛区人民医院	0.70	3.40%
<b>合计</b>		<b>4.24</b>	<b>20.58%</b>

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司 98% 以上的存货为库存商品，公司不断完善品牌矩阵，新增产品种类，同时公司为了响应下游客户的采购需求，通常需要对药品进行一定备货，因此近年存货账面规模随着业务的扩张而相应增长。若未来市场环境变化导致产品销售不及预期，或公司未能很好地进行存货库存管理，公司或将面临一定存货减值的风险。

公司预付款项主要为预付供应商产品采购相关的款项，账龄基本在一年以内。跟踪期内公司预付款项有所增长，主要系公司减少向医药流通商采购，增加直接向医药生产厂商的采购比重所致。

**表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.46	22.54%	10.48	20.83%	12.75	27.72%
应收账款	18.44	36.27%	20.28	40.32%	18.57	40.40%
存货	7.34	14.44%	6.50	12.92%	6.24	13.57%
预付款项	2.07	4.08%	2.47	4.90%	1.60	3.47%
<b>流动资产合计</b>	<b>43.02</b>	<b>84.62%</b>	<b>42.58</b>	<b>84.65%</b>	<b>40.90</b>	<b>88.94%</b>

长期股权投资	1.81	3.56%	1.82	3.61%	1.45	3.14%
固定资产	1.78	3.50%	1.78	3.55%	1.78	3.87%
在建工程	0.94	1.85%	0.81	1.60%	0.09	0.19%
使用权资产	1.70	3.34%	1.74	3.46%	0.38	0.82%
<b>非流动资产合计</b>	<b>7.82</b>	<b>15.38%</b>	<b>7.72</b>	<b>15.35%</b>	<b>5.09</b>	<b>11.06%</b>
<b>资产总计</b>	<b>50.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>50.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>45.98</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，2022 年公司长期股权投资有所增长，主要系联营企业中山安士（持股比例 29.12%）和日本健美药品（中国）有限公司（以下简称“日美健”，持股比例 10.04%）在权益法下确认投资收益，以及公司新增对北京华科先锋医疗器械有限公司的投资（持股比例 35%）所致。

2022 年末公司在建工程主要系对公司现有物流、运营等线上系统的升级项目，投资规模均不大。公司使用权资产主要为租赁的办公、仓储场所，2022 年末公司使用权资产同比增长较快，主要系公司新增了子公司百洋智合、北京百洋诚达医药科技有限公司（以下简称“百洋诚达”），相应增加了租赁场所所致。

截至 2022 年末，公司受限资产账面价值合计 5.17 亿元，主要包括受限货币资金 2.62 亿元、用于背书或贴现的应收票据 0.41 亿元，以及用于借款抵押的投资性房地产 0.56 亿元、固定资产 1.40 亿元和无形资产 0.18 亿元。

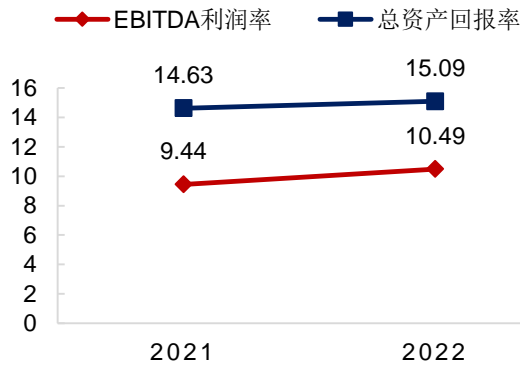
总体看，公司资产规模保持增长，其中应收账款对公司营运资金的占用较大，存货存在一定减值风险，对应收账款及存货的管理能力对公司整体的现金流情况影响较大。

## 盈利能力

### 2022 年公司营业收入保持增长，受益于品牌运营业务占比提高，整体盈利能力小幅提高

公司营业收入同比增长 6.5%。从收入结构上看，2022 年品牌运营业务收入占比提升约 8 个百分点，批发配送业务及零售业务均有一定收缩。受益于盈利能力较强的品牌运营业务占比的提高，2022 年公司整体毛利率提升 2.63 个百分点。

期间费用方面，2022 年公司期间费用率为 18.25%，同比增长 1.39 个百分点，公司期间费用中销售费用占比最高，包括市场推广费、销售人员薪酬等，2022 年公司销售费用同比增长 13.45%，主要系公司产品运营业务的注射用紫杉醇胶束等产品前期推广投入较大所致，另外，2022 年公司管理费用同比增长 39.69%，主要为经营规模的扩大导致职工薪酬增加及折旧和摊销费用的增长所致。

**图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

公司资产负债率偏高，本期债券发行后财务杠杆将进一步抬升；债务以短期为主，现金类资产对短期债务的保障能力不足，面临一定短期偿债压力；受益于2022年公司调整收入结构，经营性现金流同比大幅改善，但本期债券募投项目需投入资金规模较大，且募集资金不能完全覆盖项目支出，公司仍面临一定资金压力

公司总债务构成主要为短期银行借款、应付票据和租赁负债。2022年总债务同比增长18.78%，主要系应付票据和租赁负债的增长所致。2022年末，公司短期借款主要包括保证借款、信用借款及抵押借款，抵押物主要为公司持有位于青岛市市北区的办公及仓储用的房产及土地。公司应付票据主要为银行承兑汇票和信用证。2022年公司租赁负债同比大幅增长，主要系子公司百洋智合、百洋诚达租赁办公及仓储场所所致。期限结构方面，截至2023年一季度末，公司债务结构以短期为主，2023年4月本期债券发行后，公司总债务规模大幅增长，长期债务占比显著提升。

经营性负债方面，公司应付账款主要为应付供应商的货款，跟踪期内规模变化不大。合同负债主要为品牌运营业务预收经销商的货款。

**表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	11.58	43.09%	11.65	42.36%	11.89	49.03%
应付账款	5.99	22.30%	6.01	21.85%	6.18	25.51%
应付票据	4.15	15.43%	3.89	14.15%	2.27	9.38%
合同负债	1.01	3.76%	0.92	3.36%	1.14	4.69%
一年内到期的非流动负债	0.26	0.98%	0.27	0.99%	0.15	0.64%
<b>流动负债合计</b>	<b>25.38</b>	<b>94.49%</b>	<b>26.04</b>	<b>94.67%</b>	<b>23.97</b>	<b>98.89%</b>
租赁负债	1.47	5.46%	1.45	5.28%	0.21	0.87%



<b>负债合计</b>	<b>26.86</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.50</b>	<b>100.00%</b>	<b>24.24</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	17.45	64.96%	17.27	62.79%	14.54	59.96%
其中：短期债务	15.98	59.50%	15.82	57.51%	14.31	59.05%
长期债务	1.47	5.46%	1.45	5.28%	0.22	0.92%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

2022年，公司主动收缩批发配送业务规模，资金周转效率得到改善，经营性活动现金流同比大幅增长，FFO同比亦有所增长。但受公司总债务规模扩大，未受限货币资金规模下降，生产规模扩大导致日常经营所需的经营性现金规模增长等因素的影响，公司净债务增幅较大，FFO/净债务指标同比大幅下滑。

公司资产负债率偏高，本期债券发行后将进一步抬升。2022年公司EBITDA利息保障倍数同比改善，公司盈利对债务利息偿付的保障能力较强。

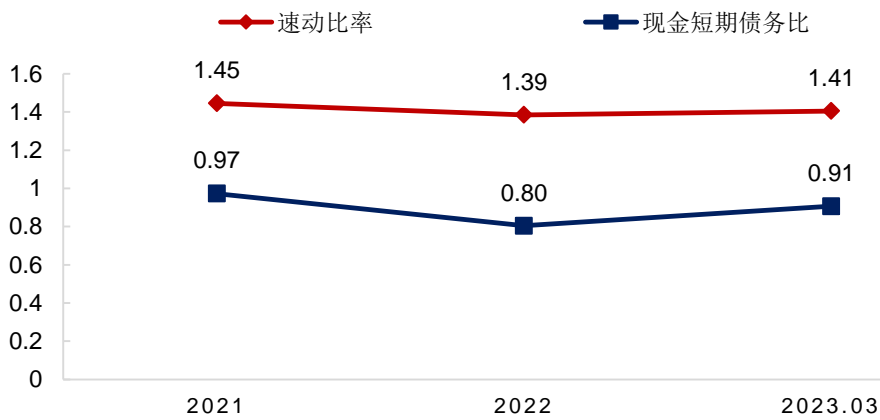
本期债券募投项目为百洋品牌运营中心建设项目和百洋云化系统升级项目，截至 2022 年末尚未开始建设，这两个项目拟投资总额合计 7.68 亿元，其中拟使用本期债券募集资金 6.05 亿元，剩余资金需公司自筹解决。考虑到公司医药流通行业的性质，日常经营需占用较大规模的流动资金，本期债券募投项目所需的资金投入将进一步增加公司的资金压力。同时，本期债券募投项目建成后能否实现预期收益存在一定的不确定性。

**表17 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流(亿元)	1.54	3.06	1.84
FFO(亿元)	0.55	2.77	2.28
资产负债率	52.84%	54.68%	52.72%
净债务/EBITDA	--	0.83	0.38
EBITDA 利息保障倍数	--	13.56	10.90
总债务/总资本	42.13%	43.10%	40.07%
FFO/净债务	--	42.16%	90.02%
经营活动净现金流/净债务	45.34%	46.54%	72.59%
自由现金流/净债务	38.92%	30.50%	62.46%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

跟踪期内公司速动比率和现金类短期债务比小幅波动，流动性比率整体表现一般，现金类资产对短期债务的覆盖能力有所不足。截至2022年末，公司在银行的总授信额度为37.30亿元，其中未使用23.93亿元，公司备用流动性较为充足。

**图 5 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生显著的负面影响

#### 环境因素

根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等环保原因受到政府部门的处罚。

#### 社会因素

根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情况，不存在拖欠员工工资、社保的情况。

#### 公司治理

2022 年 6 月，公司董事陆潇波因个人原因申请辞去公司董事职务。2022 年 8 月 4 日，公司发布《关于董事会、监事会完成换届选举及聘任高级管理人员、证券事务代表的公告》，公司于 2022 年 7 月 27 日召开职工代表大会选举产生了职工代表监事；2022 年 8 月 4 日召开 2022 年第三次临时股东大会选举产生了公司第三届董事会非独立董事和独立董事、第三届监事会非职工代表监事。本次换届选举后，公司董事会成员由 11 人变更为 9 人，其中董事变动 6 人；监事会成员由 5 人变更为 3 人，其中监事变动 4 人，高级管理人员中新增一位副总经理李丽华，其余高管及核心团队人员未发生变化。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月5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。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月25日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、结论

公司是专业的健康品牌商业化平台，为医药生产企业提供营销综合服务，包括品牌运营、批发配送及零售业务，跟踪期内公司继续扩大运营医药品牌数量，逐步形成多品类的医药品牌矩阵，业务规模保持增长，同时受益于调整业务结构，盈利水平和获现能力得到提升。但同时，公司持续面对医药行业政策及市场竞争风险，公司债务结构以短期为主，现金类资产对短期债务的覆盖能力有所不足，本期债券募投项目尚需一定自有资金投入且募投资金能否实现预期效益存在一定不确定性，公司面临一定资金支出压力和短期偿债压力。

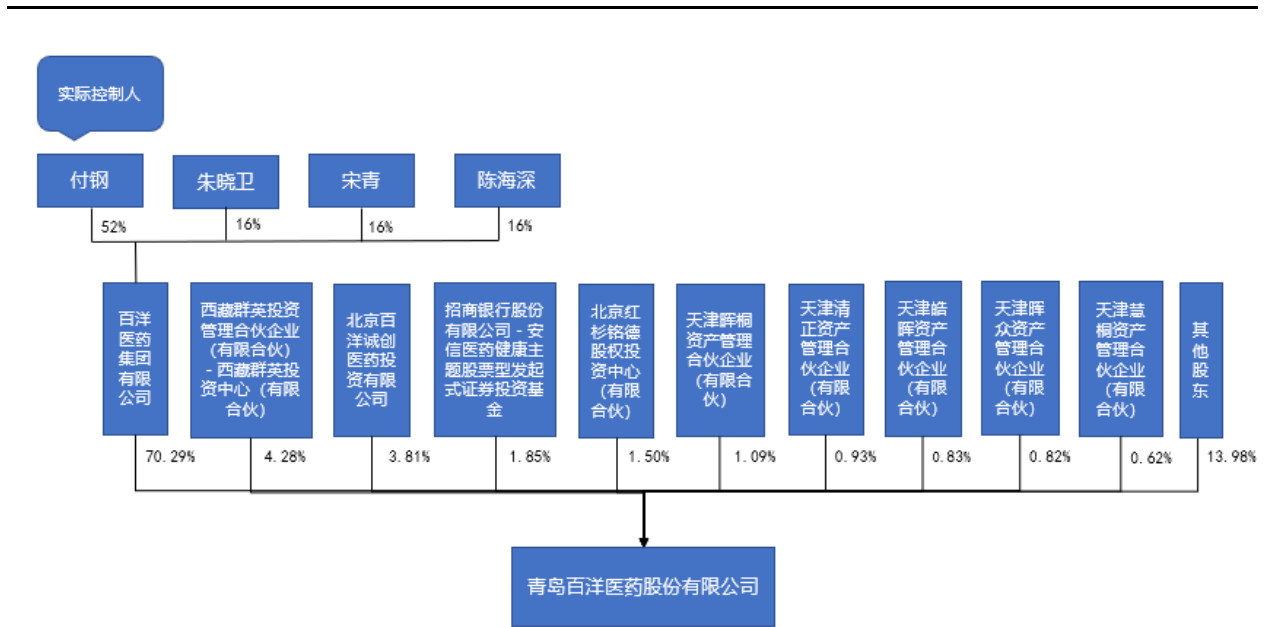
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“百洋转债”的信用等级为AA-。

## 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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	11.46	10.48	12.75	11.07
应收账款	18.44	20.28	18.57	15.58
存货	7.34	6.50	6.24	6.10
流动资产合计	43.02	42.58	40.90	35.41
非流动资产合计	7.82	7.72	5.09	4.60
资产总计	50.84	50.30	45.98	40.01
短期借款	11.58	11.65	11.89	13.50
应付账款	5.99	6.01	6.18	7.10
应付票据	4.15	3.89	2.27	1.33
流动负债合计	25.38	26.04	23.97	24.97
负债合计	26.86	27.50	24.24	25.02
总债务	17.45	17.27	14.54	14.83
所有者权益	23.97	22.80	21.74	14.99
营业收入	16.86	75.10	70.52	58.79
营业利润	1.56	6.74	5.64	3.68
净利润	1.20	4.85	4.17	2.77
经营活动产生的现金流量净额	1.54	3.06	1.84	-1.17
投资活动产生的现金流量净额	-0.22	-1.17	-0.21	-0.43
筹资活动产生的现金流量净额	-0.44	-5.44	0.32	3.06
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA	1.78	7.88	6.66	4.56
FFO	0.55	2.77	2.28	1.04
净债务	3.40	6.57	2.53	4.61
销售毛利率	28.91%	27.76%	25.13%	25.06%
EBITDA 利润率	--	10.49%	9.44%	7.75%
总资产回报率	--	15.09%	14.63%	11.66%
资产负债率	52.84%	54.68%	52.72%	62.54%
净债务/EBITDA	--	0.83	0.38	1.01
EBITDA 利息保障倍数	--	13.56	10.90	7.32
总债务/总资本	42.13%	43.10%	40.07%	49.73%
FFO/净债务	--	42.16%	90.02%	22.55%
速动比率	1.41	1.39	1.45	1.17
现金短期债务比	0.91	0.80	0.97	0.80

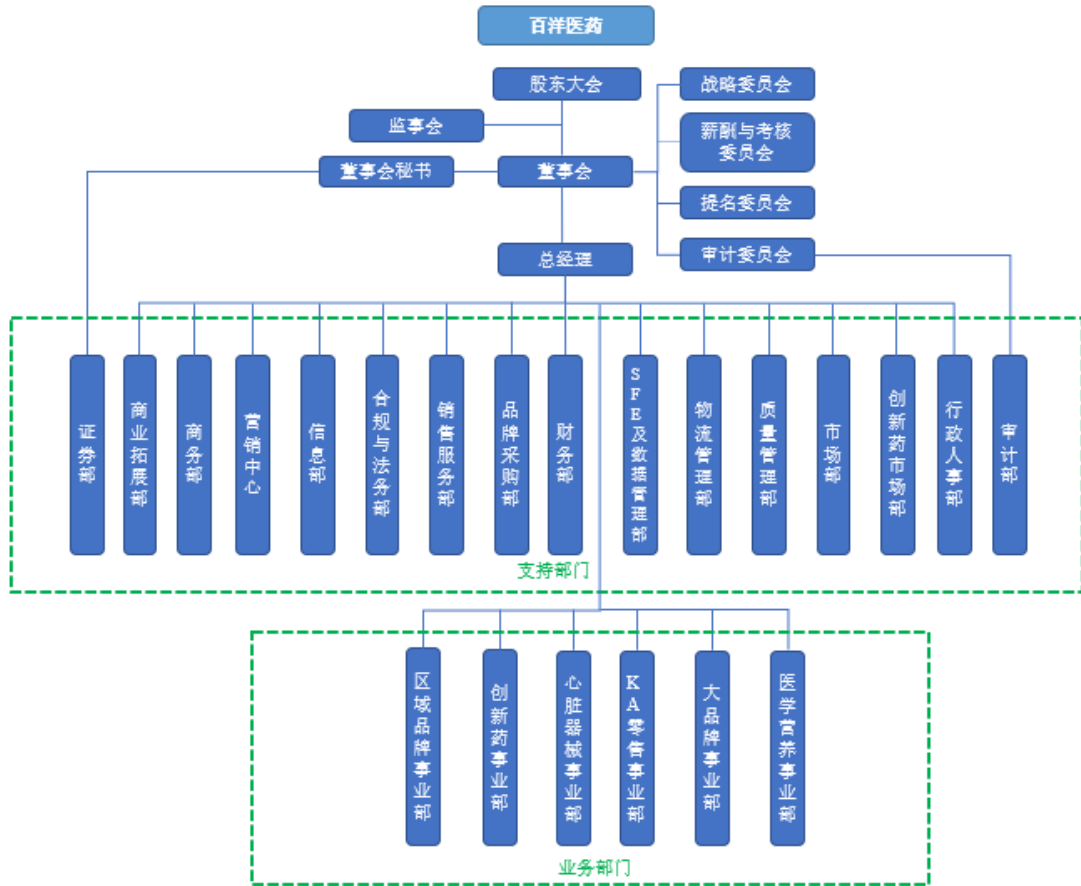
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供



## 附录四 2022 年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
Nutrasumma, Inc.	美国纽特舒玛	89.50%	健康营养品研发与销售
纽特舒码国际健康有限公司	纽特舒码国际	70.00%	投资及商业拓展
纽特舒码（香港）有限公司	纽特舒码（香港）	100.00%	健康营养品销售
青岛纽特舒玛健康科技有限公司	青岛纽特舒玛	100.00%	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	80.00%	医疗器械销售
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	57.00%	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
江西百洋医药有限公司	江西百洋	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
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
青岛百洋易美科技有限公司	百洋易美	60.00%	健康营养品销售
青岛百洋挑剔喵科技有限公司	挑剔喵科技	100.00%	医疗器械销售、日用品、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	74.00%	医疗器械销售
青岛百洋西岸医药科技有限公司	百洋西岸	51.00%	药品、医疗器械销售
青岛典众文化传播有限公司	青岛典众	100.00%	商务服务
青岛百洋网联大药房有限公司	网联大药房	100.00%	药品销售
北京百洋智合医学成果转化服务有限公司	北京智合	100.00%	品牌服务
北京百洋智心医学研究有限公司	北京智心	100.00%	医学研发和技术服务
青岛百洋智心科技有限公司	青岛智心	100.00%	医学研发和技术服务
深圳百洋智心医学研究有限公司	深圳智心	100.00%	医学研发和技术服务
青岛百年康健医疗科技有限公司	百年康健	57.00%	医疗器械研发生产销售
青岛普泰科生物医药科技有限公司	普泰科	51.00%	医学技术研发及服务
北京百洋诚达医药科技有限公司	北京诚达	100.00%	药品销售

北京百洋国胜医疗器械有限公司	北京国胜	90.00%	医疗器械经营
青岛百洋大骋医用设备有限公司	百洋大骋	57.00%	医疗器械经营
青岛森然健康科技有限公司	森然科技	100.00%	健康营养品销售
青岛百洋挑剔喵商贸有限公司	挑剔喵商贸	100.00%	医疗器械销售、日用品、化妆品销售
青岛百洋国科医用设备有限公司	百洋国科	57.00%	医疗器械生产、经营

资料来源：公司 2022 年年度报告，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+租赁负债+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	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、展望符号及定义

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