

# 中小市值主题精选系列之中关村 深度报告

——中关村（000931）：不破不立，聚焦医药大健康迎新

2016年09月02日

推荐/首次

中关村

## 报告摘要：

**剥离亏损资产及地产业务，聚焦医药大健康。**公司近年来陆续剥离中关村建设、中科霄云等资产，将业务聚焦至医药大健康领域，通过内生外延等方式，重点在体外诊断、高端专科医院和轻资产健康养老专业性运营管理三个领域及具有较大市场机会的处方药和 OTC 产品领域寻找投资机会。

- ◆ **多次并购搭建医药平台。**公司陆续并购华素制药、山东华素、多多药业等公司，涵盖了心血管、神经类、妇科类及呼吸系统用药等多个产品门类。同时有丰富的在研品种，包括治疗老年痴呆症药物、氰化物解毒药物、神经镇痛类药物等。在公司陆续剥离亏损业务后，医药板块业绩有望凸显。
- ◆ **药物一致性评价以及日化用品业务有望成为未来亮点。**公司与军科院合作成立的苏雅子公司是国内少数具备药物一致性评价总包能力的单位，凭借军科院强大的科研能力，公司有望成为这一新兴行业内的龙头企业，该市场远景空间有望达到 400 亿。公司的华素愈创牙膏已陆续进行实体及在线渠道铺设，通过广告赞助等全方位营销，现有订单超过 1 亿元，未来几年有望迅速放量，成为公司的明星产品。
- ◆ **首次覆盖，给予“推荐”评级。**我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.03/0.16/0.26 元，对应 2017 年 53 倍 PE。公司近年来明确了医药大健康的转型方向，医药业务将逐步成为公司业绩贡献主力。苏雅的药物一致性评价业务以及牙膏等日化产品有可能成为公司未来几年的增长新亮点。综合考虑公司基本面正在发生重大变化，以及公司定增在即，股价倒挂存在短期博弈性机会，我们首次覆盖公司给予推荐评级，目标价 11 元。

## 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	3,034	1,078	1,085	1,160	1,240
增长率（%）	-15.84%	-64.47%	0.63%	6.89%	6.90%
净利润（百万元）	13.75	151.09	23.36	106.67	173.73
增长率（%）	-84.54%	356.56%	-84.54%	356.56%	62.87%
净资产收益率（%）	2.19%	18.78%	2.88%	12.06%	17.26%
每股收益(元)	0.02	0.22	0.03	0.16	0.26
PE	410	37	242	53	33
PB	8.99	7.02	6.97	6.38	5.61

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 林阳

021-65465035

liny ang@dxzq.net.c

执业证书编号：

S148051012000

## 虞瑞捷

010-66555181

yurj@dxzq.net.c

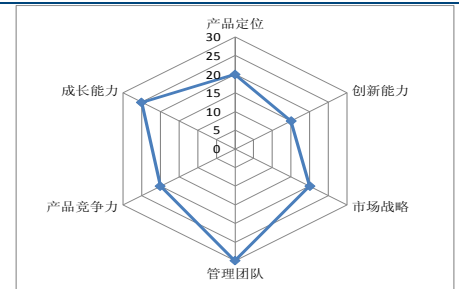
执业证书编号：

S148051604000

## 孔凌飞

konglf@dxzq.net.c

## 六位评价体系之服务业、制造业图



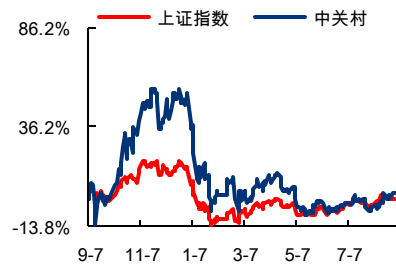
## 所属于概念板块、东兴专题报告分类

概念题材：

东兴分类：

## 核心护城河、商业模式概括

## 52 周 股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

## 目 录

<b>1. 优化产业结构，剥离低效资产迎来业绩拐点</b> .....	<b>5</b>
1.1 剥离亏损业务，坚决转型医药大健康 .....	5
1.2 非医药资产多途径消化 .....	5
1.3 迎来业绩拐点，未来增长可期 .....	5
<b>2. 多次并购充实医药业务</b> .....	<b>7</b>
2.1 非医华素制药明星药品稳增长，山东华素新品边际效应明显 .....	7
2.2 收购多多药业，产品渠道均有协同 .....	9
2.2.1 儿童药、妇科药及止痛药为公司当前主力产品 .....	9
2.2.2 产品、渠道协同效应明显 .....	11
2.3 定增加码医药业务，股价倒挂带来短期博弈性机会 .....	12
<b>3. 紧密合作军事医学科学院，药物一致性评价成看点</b> .....	<b>13</b>
3.1 成立苏雅公司，携手军科院拓展药物一致性评价业务 .....	13
3.2 与中国原子能研究院合作，占尽药物代谢先发优势 .....	14
3.3 收购药品发明专利，丰富产品品类 .....	15
3.4 自主研发取得阶段性成果 .....	15
<b>4. 进军日化&amp;养老，丰富大健康业务内涵</b> .....	<b>17</b>
4.1 华素愈创牙膏成为日化行业敲门砖，有望实现高增长 .....	17
4.1.1 渠道铺设顺利订单充足，首战告捷 .....	17
4.1.2 市场推广期，全方位营销投入 .....	18
4.1.3 定价合理种类丰富 .....	19
4.2 立足现有资源，探索轻资产养老模式 .....	20
<b>5. 首次覆盖给予“推荐”评级</b> .....	<b>21</b>

## 表格目录

表 1:中关村建设经营情况 .....	5
表 2: 多多药业主要产品列表 .....	10
表 3: 多多药业主要产品列表 .....	12
表 4: 公司盈利预测表 .....	23

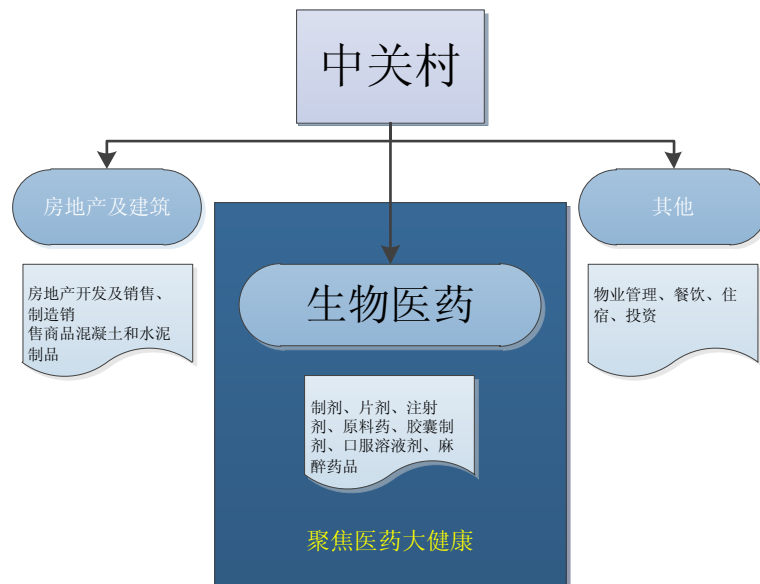
## 插图目录

图 1: 公司主营业务 .....	4
图 2: 公司年收入及增长率 .....	6
图 3: 剥离业务成果显著, 归母净利润激增 10 倍 .....	6
图 4: 生物医药保持高毛利率, 且收入占比攀升 .....	6
图 5: 房地产行业收入占比下降, 毛利率提升 .....	6
图 6: 华素制药主要产品近三年销售情况 .....	7
图 7: 2014 年城市公立医院西地碘片份额比例 .....	8
图 8: 2014 年城市公立医院比索洛尔市场 .....	8
图 9: 公司部分明星药品 .....	8
图 10: 多多药业承诺业绩, 2015 年实际完成 3340 万元超出 18% .....	11
图 11: 我国 CRO 市场发展情况 .....	14
图 12: 美托洛尔销售情况, 2015 年全球销售额 7.1 亿美元 .....	15
图 13: 我国吸毒人数变化 .....	16
图 14: 美托洛尔销售情况, 2015 年全球销售额 7.1 亿美元 .....	17
图 15: 公司年收入及增长率 .....	18
图 16: 剥离业务成果显著, 归母净利润激增 10 倍 .....	18
图 17: 独家冠名幸福的味道 .....	19
图 18: 开设官方微博, 传播品牌形象 .....	19
图 19: 华素愈创目前主力产品 .....	19
图 20: 我国 65 岁人口总数以及老年抚养比均持续增长 .....	21

公司业务主要分为**生物医药、房地产及建筑、其他**三大业务。生物医药主要从事外用制剂、片剂、注射剂、原料药、胶囊制剂、口服溶液剂、麻醉药品的研发、制造与销售；房地产及建筑主要包括房地产开发及销售、制造销售商品混凝土和水泥制品等；其他业务主要包括物业管理、餐饮、住宿、投资等其他业务。

**调整发展战略，坚决转型医药大健康。**公司于 2012 年确定了“科技地产+医药”的发展战略，但由于近年来国内宏观经济发生较大变化，公司结合自身状况以及经济转型升级的背景，在 2015 年进行战略调整，确立了以“医药大健康产业”为核心的发展战略：公司将以“规模导向”和“重塑核心竞争力”为主要工作思路，将重点在体外诊断（IVD）、高端专科医院和“轻资产”健康养老专业性运营管理三个领域及部分具有较大市场机会的处方药和 OTC 产品细分领域，通过收购、自主建设、成立产业并购基金等多种方式布局，扩大业务规模，实现突破，使公司业务产业链得以迅速扩张，打造出公司新的产业布局。2015 年是公司向“医药大健康产业”战略转型的第一年，通过剥离低效资产，优化业务结构，进一步聚焦医药主业。

图 1：公司主营业务



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 1. 优化产业结构，剥离低效资产迎来业绩拐点

### 1.1 剥离亏损业务，坚决转型医药大健康

公司近年来陆续剥离地产等亏损业务，聚焦医药业务。公司 2014 年开始逐步剥离亏损业务，出售中关村建设 90% 股权，2015 年出售中科霄云 100% 股权，2016 年 4 月公司公告出售中关村建设剩余 4% 的股权。中关村建设自 2010 年以来，因外部市场竞争更加激烈以及内部资金短缺、业务萎缩、人才流失、管理不严等因素致使经营一直处于亏损，已严重拖累了上市公司的经营业绩。因此公司将中关村建设、中科霄云等地产相关亏损业务剥离，有利于聚焦医药业务，同时可以减轻上市公司的业绩包袱。

表 1: 中关村建设经营情况

	2010	2011	2012	2013
净利润(万元)	-5,975.65	-5,650.48	-5,906.65	-26,274.67

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 1.2 非医药资产多途径消化

公司目前的非医药业务沉淀了约 10 亿元资产，将通过去库存、转变用途等方式进行消化。

**哈尔滨价值三亿优质商品房，将快速去库存。**哈尔滨中关村开发建设股份有限公司以品质雕琢为工作重心，丰富项目附加值，提高小区整体入住率，并以“老带新”为主要渠道，促进存量房产去化，取得了一定的营销实效。

**中实混凝土业务停产搬迁至子公司中实上庄。**北京中实混凝土有限责任公司单站生产能力排名在北京市前五位，承接了不少地铁工程，盈利能力较强。但目前生产场地租期届满，且产权方因环保要求不再续租，故中实混凝土已于近日全面停产，现有业务将搬迁转移至 2014 年收购的子公司中实上庄。预计停产搬迁将影响中实混凝土 2016 年度经营利润约 1700 万元。

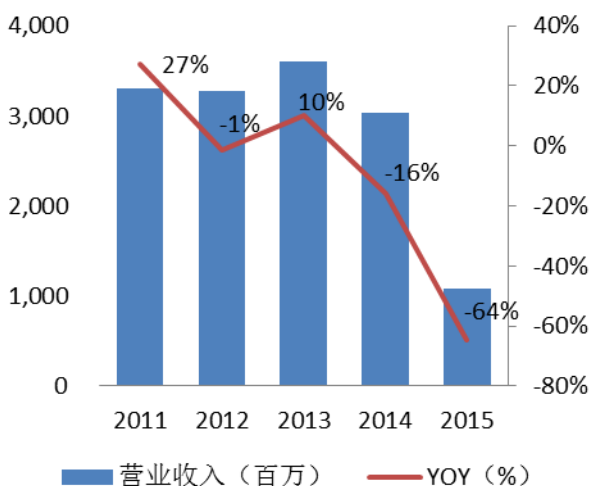
**重庆海德酒店，或顺应战略转化为主业。**位于重庆市南岸区的老四星海德酒店，将多举措、多渠道展开营销，提高酒店的入住率与出租率。同时，推进改扩建事宜，由于区位优势便利，环境舒适，毗邻医院，未来可能配合公司转型医药大健康的战略转化为主业资产。

### 1.3 迎来业绩拐点，未来增长可期

剥离亏损业务后，医药业务贡献凸显，公司迎来业绩拐点。2014 年公司开始剥离亏损资产后，实现扭亏为盈。2015 年，公司进一步优化产业结构，聚焦医药主业，提升医药业务收入占比，加速剥离低效资产。2015 年公司虽然因毛利率较低的房地产及建安施工收入减少，营业收入同比下降 64%，但归母净利润却同比激增 999%，达

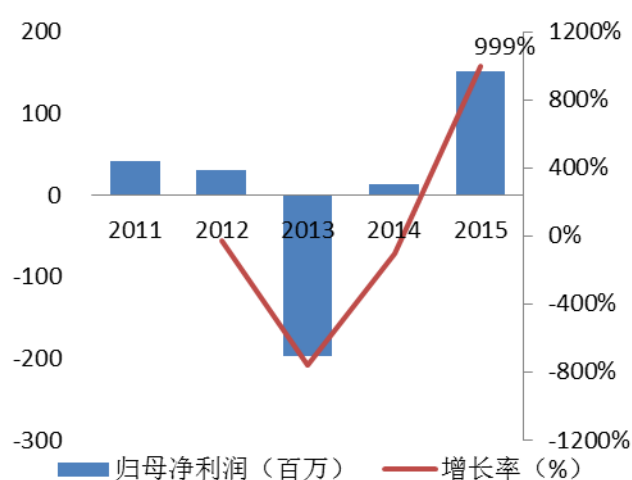
到 1.51 亿元，毛利率也达到五年内的最高水平 42.5%，业绩增长迅猛。我们认为公司之前一系列剥离亏损业务的动作成效已显，彻底转型医药大健康轻装上阵以后有望迎来业绩高速增长期。

图 2：公司年收入及增长率



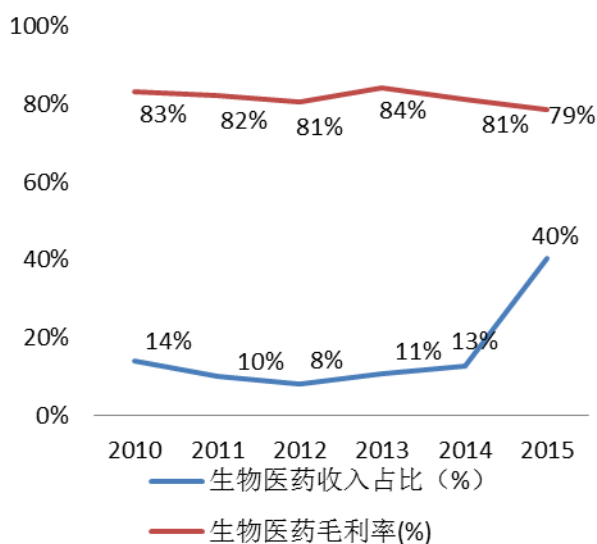
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：剥离业务成果显著，归母净利润激增 10 倍



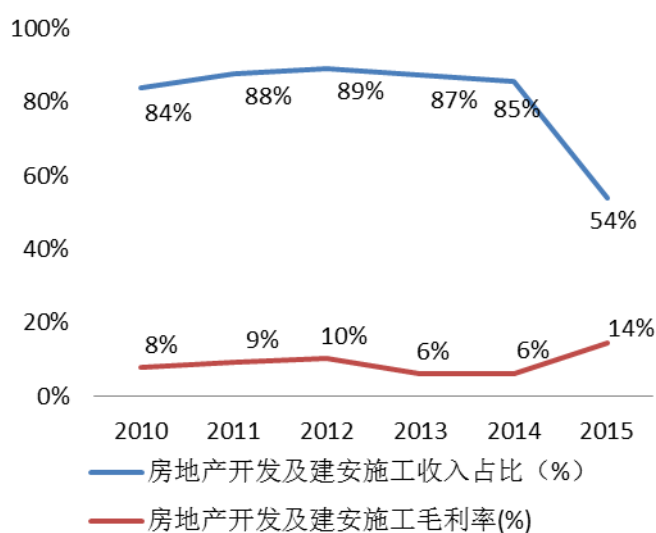
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：生物医药保持高毛利率，且收入占比攀升



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 5：房地产行业收入占比下降，毛利率提升



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2. 多次并购充实医药业务

### 2.1 非医华素制药明星药品稳增长，山东华素新品边际效应明显

北京华素制药股份有限公司，前身为军事医学科学院附属实验药厂，1989年成立北京四环制药厂，1999年被中关村出资收购，2001年更名为北京四环医药科技股份有限公司，2007年，最终更名为北京华素制药股份有限公司。公司现有华素片、博苏、飞赛乐等拳头产品。

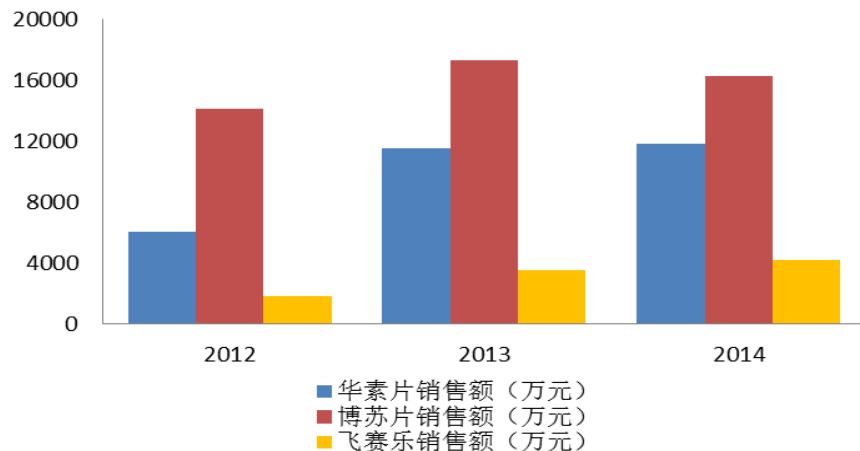
**入选 G20 行业领军企业，彰显实力。**为推动“十三五”时期北京生物医药产业创新发展，北京市科学技术委员会同有关部门制定了《北京生物医药产业跨越发展工程（G20 工程）三期实施方案》。为落实该“方案”，北京市科学技术委员会联合市发展改革委、市经济信息化委、市卫生计生委、市食品药品监督管理局、中关村管委会、市投资促进局等部门及行业专家共同评选出“十三五”时期第一批 G20 企业及 G20 后备企业。公司控股公司北京华素制药股份有限公司入选 G20 行业领军企业，说明了其在行业内良好的口碑和竞争力。

华素片作为口腔、咽喉局部治疗的消炎、杀菌新药在全球属首创，拥有自主知识产权。西地碘含片（华素片）的活性成分是碘分子，具有很强的杀菌能力，主要用于慢性咽喉炎、口腔黏膜溃疡、慢性牙龈炎、牙周炎的治疗，为华素制药的明星产品。

博苏是国内首仿，在β受体阻滞剂领域市场份额稳居前列 2015 年销售规模约 2.2 亿元。博苏（富马酸比索洛尔）的市场重点覆盖三甲医院，营销策略是渠道下沉并开拓招商渠道，同时与多多药业渠道整合，预计未来三年有望实现超常规增长。

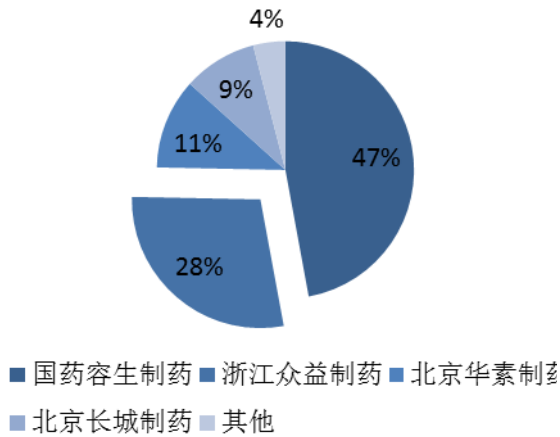
飞赛乐是 1980 年由军科院毒物药物研究所首次合成，1993 年获得试生产批件，至今全球只有华素制药拥有生产批文。

图 6:华素制药主要产品近三年销售情况



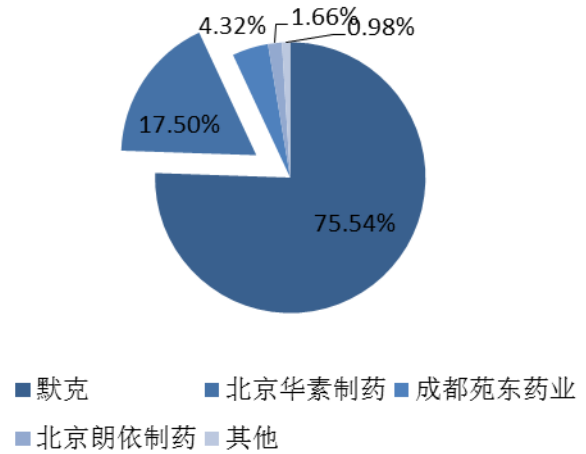
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7: 2014 年城市公立医院西地碘片份额比例



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8: 2014 年城市公立医院比索洛尔市场



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

合资成立山东华素，新品将形成明显的边际贡献。2013 年 1 月华素制药与华夏药业共同出资设立山东华素医药科技有限公司，华素制药占注册资本的 80%，华夏药业占注册资本的 20%。2013 年 9 月，山东华素以 1 亿元的对价收购华夏药业集团有限公司拥有的无形资产组合，包括盐酸贝尼地平、盐酸贝尼地平片（商品名“元治”）、格列吡嗪分散片（商品名“元坦”）药品及包装涉及的相关药品生产技术、专利和注册商标。

元治是国内首仿，是唯一具有膜渗透与三通道阻滞机制的 CCB，在降压的同时全面保护人体的心脑肾，特别适合长期服用，得到业内权威专家认可。山东华素的元治（盐酸贝尼地平）在地平类降压药中治疗机理最有优势，在降血压的同时有助于保护肾脏，华素制药处方药团队接手后，近几年持续保持高速增长，2015 年同比增长近 60%，收入规模达 6000 多万。

图 9: 公司部分明星药品







资料来源：公开资料，东兴证券研究所

## 2.2 收购多多药业，产品渠道均有协同

2015年底，控股子公司四环医药向多多药业335名自然人股东收购多多药业78.82%股权。多多药业医药产品涵盖的种类较多，涵盖了中、西药类产品。主要产品有五加生化胶囊、克林霉素磷酸酯阴道凝胶、乳酸菌素片以及曲马多系列。主营业务为注射剂、片剂、胶囊剂、凝胶剂、颗粒剂等药品的生产、研发和销售，目前拥有药品批准文号119个，其中非处方药品种38个，入选《国家基本药物目录(2012年版)》的品种35个，入选《医保目录(2009年版)》的品种72个，其中甲类品种39个，乙类品种33个。

**转让多多药业部分股权，激励核心员工。**2016年3月，四环医药向黑龙江农垦佳多企业管理服务中心转让其持有多多药业27.82%股权。农垦佳多的股东多为多多药业的董事、监事、高级管理人员及关键岗位员工。此次股权转让，有利于充分调动多多药业管理层及核心员工的积极性，较好地实现公司高管员工与公司股东之间的利益绑定。

**签订收购协议书，增加业绩确定性。**2016年6月，四环医药与农垦佳多签署《股权收购意向书》双方约定：在多多药业完成2015、2016、2017年度及2018上半年利润承诺的前提下，四环医药有意向于2018年12月31日前一次性收购农垦佳多所持多多药业27.82%的股权。此举有利于增强多多药业经营层释放业绩的动力，提高了公司业绩承诺实现概率。

### 2.2.1 儿童药、妇科药及止痛药为公司当前主力产品

**多多乳酸菌素片增速迅猛。**乳酸菌素片用于肠内异常发酵、消化不良、肠炎和小儿腹泻，其为纯牛奶发酵产品，不添加任何其他成分，虽为治疗用药，实际上是发挥了绿色保健作用所致。2013年至2015年期间，多多药业乳酸菌素片销售金额年均复合增长率为27.4%，销售单价呈现逐年上升的趋势。

**妇科药前景广阔多多具有独家批文。**妇科产品包括五加生化胶囊、克林霉素磷酸酯阴道凝胶。五加生化胶囊为多多药业独家品种，全国仅多多药业拥有该药品该种剂型的

生产批文。五加生化胶囊，适用于经期及人流术后、产后气虚血瘀所致阴道流血，血色紫暗或有血块，小腹疼痛按之不减，腰背酸痛，自汗，心悸气短，舌淡、兼见瘀点，脉沉弱等症。

**盐酸曲马多原料药产量稳居行业前列。**盐酸曲马多原料药为多多药业的主要产品，全国仅四家公司拥有生产批文。按照 2014 年度盐酸曲马多原料药的生产数量计算，其中多多药业占市场份额的 40%左右。盐酸曲马多用于急、慢性疼痛，中、轻度癌症疼痛，骨折或各种术后疼痛、牙痛。亦用于心脏病突发性疼痛、关节痛、神经痛及分娩止痛。

**表 2：多多药业主要产品列表**

产品名称	功能主治
<b>盐酸曲马多注射液</b>	用于癌症疼痛，骨折或术后疼痛等各种急、慢性疼痛。
<b>盐酸曲马多片</b>	用于急、慢性疼痛，中、轻度癌症疼痛，骨折或各种术后疼痛、牙痛。亦用于心脏病突发性疼痛、关节痛、经痛及分娩止痛。
<b>氨酚曲马多片</b>	本品用于中度至重度急性疼痛的短期（5 天或更短）治疗。
<b>乳酸菌素片</b>	用于肠内异常发酵、消化不良、肠炎和小儿腹泻。
<b>三合钙咀嚼片</b>	用于预防和治疗钙缺乏症，如骨质疏松、手足抽搐症、骨发育不全、佝偻病以及妊娠和哺乳期妇女、绝经期妇女钙的补充。
<b>五加生化胶囊</b>	益气养血，活血祛瘀。适用于经期及人流术后、产后气虚血瘀所致阴道流血，血色紫暗或有血块，小腹疼痛按之不减，腰背酸痛，

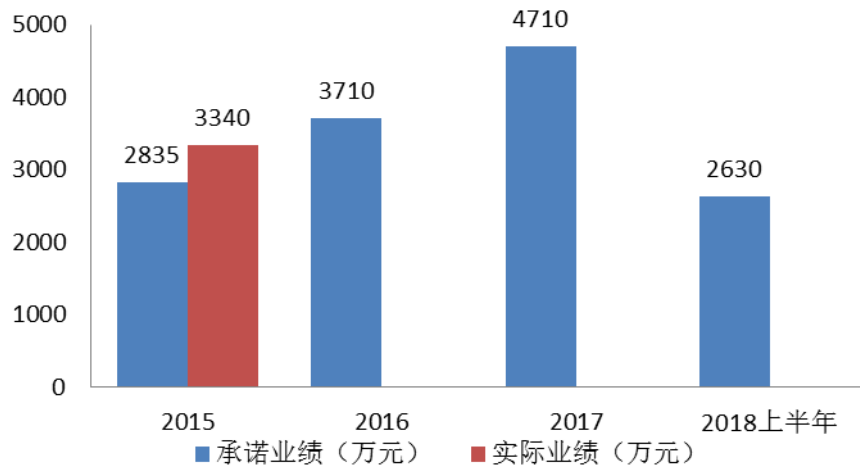
自汗，心悸气短，舌淡、兼见瘀点等。

资料来源：资料整理，东兴证券研究所

### 2.2.2 产品、渠道协同效应明显

四环医药与多多药业的主要业务领域均属中成药和化学制药的研发、生产和销售。收购后，多多药业成为四环医药之控股子公司，将为公司布局医药大健康提供重要业务支持。双方在产品、营销渠道等方面可以发挥充分的协同效应，提升公司医药板块的业务竞争力。

图 10: 多多药业承诺业绩，2015 年实际完成 3340 万元超出 18%



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**进一步丰富产品结构，强化各类别药品的市场地位。**收购多多药业完成后，公司产品种类进一步丰富，结构更为合理，非处方药、医保品种及基本药物所占比例较高，将拥有药品批准文号 157 个，涵盖多个剂型，其中非处方药品种 44 个，入选《国家基本药物目录（2012 年版）》品种 44 个，入选《医保目录（2009 年版）》的品种 88 个，其中甲类品种 44 个，乙类品种 44 个。

华素制药日常生产和销售的药物主要涉及咽喉类用药、抗高血压用药、抗眩晕用药、神经镇痛类用药等；多多药业主要涉及神经镇痛类用药、妇科类用药及呼吸系统类用药。交易完成后，公司的神经镇痛类用药的销售规模扩大，市场地位进一步得到加强，同时扩充了市场前景良好的妇科类用药，为未来提升业务规模和盈利能力奠定了良好的产品基础。

**在营销网络方面形成协同效应。**目前，华素制药拥有销售人员 1000 余人，多多药业销售人员约 600 人。华素制药原有的销售渠道相对集中于一线城市的三甲医院、销售

策略以学术推广为主，多多药业的销售渠道则更多侧重于二、三线城市基层医院及专科医院、销售策略以招商代理为主，双方营销资源整合后，产品的区域覆盖、医院覆盖及药店覆盖率将增加较多，有利于上市公司现有业务的进一步发展。

以多多乳酸菌素片为例，并购后公司将多方协力拓展市场份额。2015 年度，多多药业销售的乳酸菌素片约有 10 亿片（折合 0.4 克/片规格）；同期，江中药业的乳酸菌素片销量约 10 亿片（折合 0.4 克/片规格），两家占据了全国乳酸菌素片销量的 70% 以上。但由于多多药业的乳酸菌素片出厂价格较低，仅为约 0.05 元/片，相比之下江中药业价格约 0.17 元/片，差距明显，直接导致公司的产品毛利水平远低于竞争对手。收购完成后，将充分利用中关村科技和华素制药的品牌优势，整合乳酸菌素片的销售渠道，积极提高该产品的市场份额及盈利能力。

### 2.3 定增加码医药业务，股价倒挂带来短期博弈性机会

公司拟定增 7 亿元进一步加码医药业务。公司 2016 年 2 月 26 日收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准北京中关村科技发展（控股）股份有限公司非公开发行股票批复》，本次公司拟发行 8284.71 万股募资不超过 7.1 亿元，发行价不低于 8.57 元/股。将用于偿还控股股东国美控股借款本金、偿还中关村建设非经营性占款、与军科院毒物药物研究所共建药物代谢平台、盐酸苯环壬酯片和盐酸纳曲酮片增加新适应症项目、收购山东华素少数股东权益、山东华素原料药及固体口服制剂生产线建设、华素制药品牌建设及补充流动资金等。

二级市场股价与定增价倒挂，关注短期博弈性机会。截止 2016 年 8 月 31 日，公司收盘价为 8.50 元，较本次发行底价 8.57 元略有倒挂。考虑到公司的定增批文即将到期，我们认为公司股价与定增价倒挂的情况未来一个月将带来博弈性投资机会，建议关注。

表 3: 多多药业主要产品列表

用途	金额（万元）
偿还控股股东国美控股借款本金	19000.00
偿还中关村建设非经营性占款（专项用于其偿还银行贷款并解除担保）	14000.00
与军科院毒物药物研究所共建药物代谢平台	2100.89
盐酸苯环壬酯片和盐酸纳曲酮片增加新适应症项目	4950.00
收购子公司山东华素少数股东权益	1500.00
山东华素原料药及固体口服制剂生产线建设	9422.04
华素制药品牌建设	18000.00

补充流动资金	2027.07
--------	---------

资料来源：资料整理，东兴证券研究所

### 3. 紧密合作军事医学科学院，药物一致性评价成看点

#### 3.1 成立苏雅公司，携手军科院拓展药物一致性评价业务

加大与军科院的合作力度，成立苏雅子公司。公司与毒物药物研究所签署《关于共建药物平台合作意向书》。由华素制药现金出资 1,000 万元成立全资子公司北京苏雅医药科技有限责任公司。毒物药物研究所为苏雅医药提供药物代谢学的技术支持。苏雅医药运行初期，毒物药物研究所派研究人员参与、指导新公司药代相关项目工作，给予技术上的具体支持，协助新公司技术团队的建设以及全套药代动力学评价体系 SOP 的建立。苏雅医药成立后，将作为毒物药物研究所国家级新药研发平台的一个分平台，毒物药物研究所为新公司主体实验室申请国家认证实验室提供技术支持。

北京苏雅医药科技有限责任公司是专门从事临床前药代动力学、毒代动力学、仿制药一致性评价以及新药临床评价生物样品检测服务的公司。苏雅公司邀请中国药物与化学异物代谢专业委员会主任委员张振清教授担任全职首席科学家，装备有 ThermoFisher QE、AB Sciex 6500 等同行最先进仪器设备，并拥有来自各大大一线 CRO 公司的优秀科研团队及通过美国 SQA 认证的 QA 团队，科研全流程均在质量管理体系控制在运行。

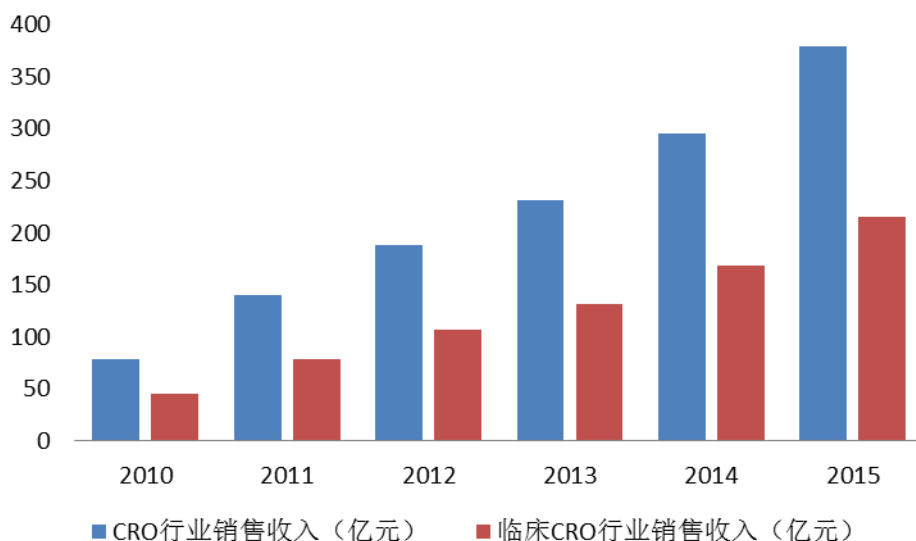
国家出台仿制药评价政策，设定 2018 大限，药物一致性评价业务或将迎来需求爆发期。2016 年 5 月 26 日，国家食药监总局对仿制药一致性评价最后定稿，发布关于落实《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，并列出了 2018 年底前须完成仿制药一致性评价品种目录，也就是国家基本药物目录（2012 年版）中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂。该目录包含 289 个药品通用名，细化到剂型和规格。本次《意见》中为仿制药一致性评价设定了明确的期限，所有评价均须在 2018 年底前完成。目前药监局共批准了 18.9 万个仿制药品种，其中实际生产销售的批准文号有 4~5 万个。

预计该业务远景市场规模有望达到 400 亿元。据了解目前国内有能力承担药物一致性评价费用的药品种类大约为 5000 种，药物代谢评价的费用约为 150 万元，而完整

评价环节的费用预计约为 800 万元,据此估计国内药物一致性评价业务的远景市场规模有望达到 400 亿元。

**国内具备一致性评价能力的机构数量少,苏雅具备总包能力有望充分受益。**据了解目前国内有能力从事药物一致性评价的机构仅有百余家,而具有承接药物一致性评价所有环节业务能力的机构更是屈指可数,因此我们预计苏雅未来将在这一市场充分受益,成为行业龙头。据估计,CRO 企业作为一致性评价的主要承担者将在未来三年的时间里获得大量一致性评价业务,平均每家要承担近 100 种药品评价。苏雅公司在仿制药一致性评价领域已形成原料药质量研究、制剂处方工艺开发及质量研究、注册代理服务、人体药代动力学 CRO 服务及生物样本检测服务的闭环,业务发展态势良好,随着一致性评价此次需求爆发,预计公司未来业务量将迅猛增加。

图 11: 我国 CRO 市场发展情况



资料来源: 全国医药技术市场协会, 东兴证券研究所

### 3.2 与中国原子能研究院合作, 占尽药物代谢先发优势

**同位素管控严格, 实验室要求标准高。**同位素示踪技术是一种用同位素或其标记化合物指示和追踪相应元素或化合物在生物体或环境介质中迁移、转化和积累的方法, 目前, 同位素标记示踪技术在国际上早已成为药物代谢、安全性评价和临床药代研究中的常规应用技术, 而国内也越来越多地应用于创新药物体外和动物药代研究, 并逐渐适用于临床药代研究。在现有的分析技术中, 仅有同位素标记示踪技术能够直接、明了地揭示每一种代谢物占总药物相关物质暴露的百分比, 被国内外研究人员誉为药物代谢研究的“金标准”。但是, 由于我国对于放射性同位素使用及处理的严格限制, 同时这一实验室又需要较高的药物代谢研究能力, 导致我国同位素示踪技术在药物研究中的应用受到很大限制, 发展较慢。

**苏雅公司将成为目前国内唯一的拥有放射性甲级实验室使用权的药物代谢科研机构, 占尽先机。**中国原子能科学研究院同位素研究所与苏雅公司就同位素标记与示踪技术

在药物研发中的应用达成长期战略合作，以双方自身领域的技术优势为依托，共同致力于同位素标记药物代谢技术的研发及应用推广。合作达成后，苏雅公司将利用中国原子能科学研究院同位素研究所具有放射性甲级资质的实验室进行同位素药物代谢相关项目的研究，同位素研究所将为相关项目研究提供标记化合物。从而形成创新药体外快速筛选、体内代谢研究、代谢产物鉴定、物质平衡（同位素示踪）研究、人体药代动力学研究、仿制药一致性评价研究能力这样一条完整的药物代谢科研链条。

### 3.3 收购药品发明专利，丰富产品品类

除与军科院合作药物一致性评价业务外，公司也从对方获取几类新药品研发支持。

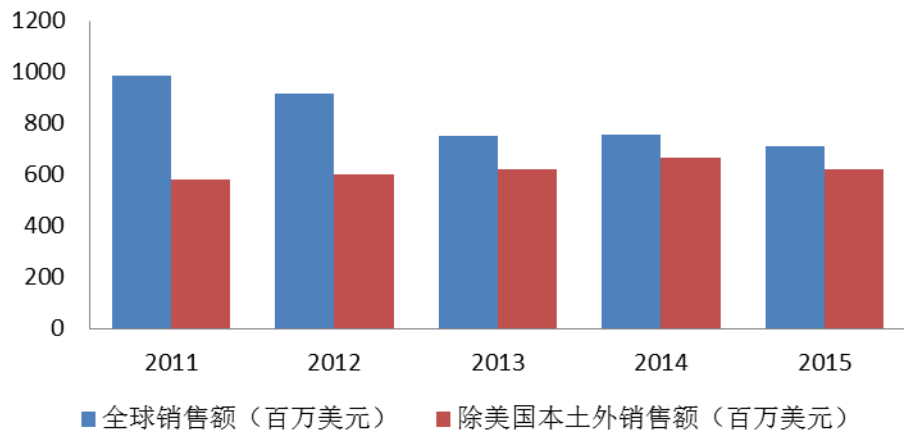
2015年9月16日，华素制药与中国人民解放军军事医学科学院放射与辐射医学研究所签订《知母皂苷 BII 相关产品合作研发协议》。军科院放射与辐射医学研究所将知母皂苷 BII 原料药、胶囊、国家 1 类新药知母皂苷 BII 注射用原料药、注射液及相关保健品智参颗粒的全球 28 项相关专利在中国国内及中国以外其他国家和地区独占许可给华素制药使用，并将上述品种的研究资料和生产技术在中国国内及中国以外其他国家和地区独家转让给华素制药。知母皂苷 BII 原料药胶囊可以防治老年性痴呆症，为国家一类新药。

2015年9月16日，华素制药与军科院毒物药物研究所签署《盐酸二甲氨基苯酚原料药及注射液转让协议》。毒物药物研究所向华素制药转让：1.盐酸二甲氨基苯酚原料药及注射液的临床前研究技术及资料；2.盐酸二甲氨基苯酚临床研究批件。盐酸二甲氨基苯酚注射液主要用于氰（腈）化物中毒治疗，与目前列入国家基本药物目录的氰（腈）化物中毒治疗药物（亚甲蓝注射液，硫代硫酸钠注射液）相比，盐酸二甲氨基苯酚注射液具有注射简单、从给药到起效时间短的特点，有明显的竞争优势。

### 3.4 自主研发取得阶段性成果

新药品处于临床阶段，将抢占蓝海市场。除合作研发外，公司还组建了以高学历经验丰富研究人员为核心的研发团队，自主研发也取得阶段性进展，2016年初至今，公司控股公司华素制药陆续取得盐酸羟吗啡酮及盐酸羟吗啡酮片、琥珀酸美托洛尔及琥珀酸美托洛尔缓释片等品种的临床批件以及取得了“一种盐酸羟吗啡酮的合成方法”的发明专利。根据阿斯利康制药有限公司年报显示其 2015 年美托洛尔全球销售额 7.1 亿美元，近五年全球销售额下滑主要因美国本土市场萎缩，非美国本土市场保持着 6 亿美金的销售额。可见美托洛尔拥有巨大的市场空间。截止 2016 年 2 月 18 日，CFDA 网站显示，琥珀酸美托洛尔缓释片国内尚无获批生产的单位，申报临床的单位共 6 家，5 家单位获得临床批件，1 家单位在审评。与其他 4 家获取琥珀酸美托洛尔缓释片临床批件的单位相比，华素制药在生产装备及工艺水平上相对成熟，有信心尽快获得生产批文，进而抢先占领市场。

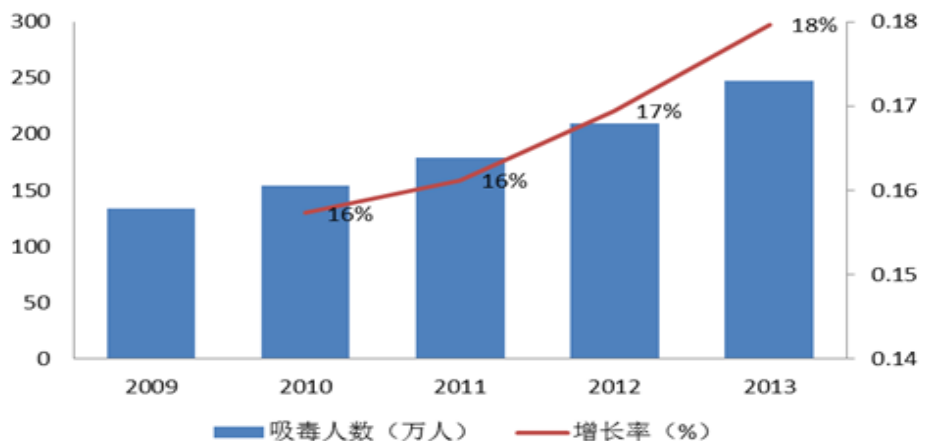
图 12: 美托洛尔销售情况，2015 年全球销售额 7.1 亿美元



资料来源：阿斯利康公司报告，东兴证券研究所

**戒毒防复吸药物，市场前景广阔同时具备社会价值。**公司分别从 2015 年 7 月及 2015 年 10 月开始“盐酸纳曲酮片增加适应症项目”的研发工作，盐酸纳曲酮片作为阿片类依赖者脱毒后预防复吸的辅助药物已上市多年，疗效也得到了市场的认可，盐酸纳曲酮是 WHO 批准的唯一用于戒毒防复吸的药物，华素制药是盐酸纳曲酮在中国唯一的生产厂家，国际上除了中国之外，美国也有，国外临床已经应用于戒酒。而在国内，华素制药盐酸纳曲酮片的酒精依赖适应症已经拿到临床批件。该项目此次新增新型毒品依赖、酒精依赖、克隆病三种新适应症的研发风险相对较小。2009 年至 2013 年，我国登记在册的吸毒人数呈现快速增长的态势，年均复合增长率达到 16.69%。2014 年 4 月，国家禁毒委发布的最新数据显示，我国登记吸毒人数为 258 万人。按照世界公认的一个显性吸毒者背后有 4-7 个隐性吸毒人员的规律计算，目前我国吸毒总人口在 1000 万以上，该项目的市场前景可观，同时还具有明显的社会效益。目前，盐酸纳曲酮片增加酒精依赖适应症项目，正在进行临床方案修订及临床样品制备；盐酸纳曲酮片增加新型毒品依赖适应症项目，正在进行药效学试验；盐酸纳曲酮片增加克隆病适应症项目，正在进行药效学试验调研准备。

图 13: 我国吸毒人数变化





资料来源：国家禁毒委，东兴证券研究所

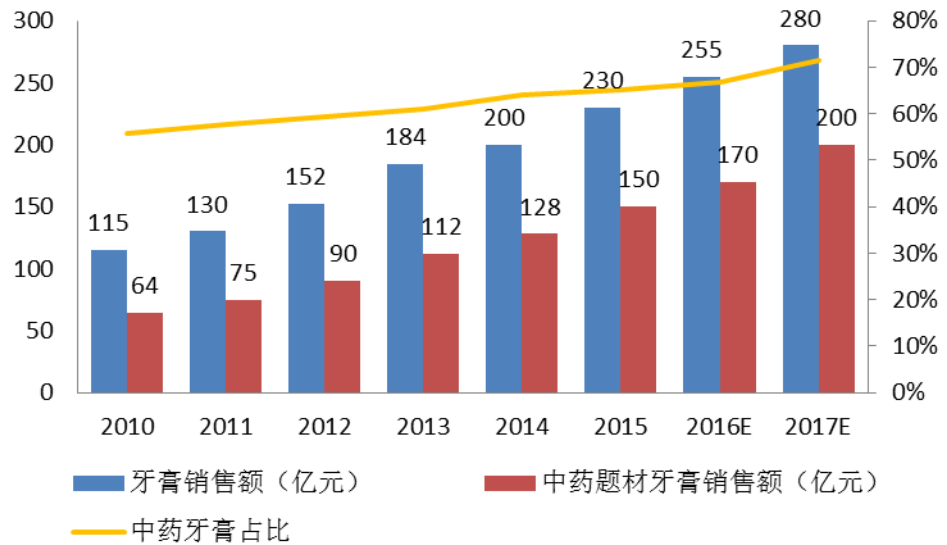
## 4. 进军日化&养老，丰富大健康业务内涵

### 4.1 华素愈创牙膏成为日化行业敲门砖，有望实现高增长

#### 4.1.1 渠道铺设顺利订单充足，首战告捷

公司凭借华素愈创牙膏进军日化行业，未来几年高增长可期。该产品经过首都医科大学附属北京口腔医院的临床实验证实，可以有效缩短口腔溃疡病程、缓解疼痛，并抑制菌斑、减轻牙龈炎症。华素愈创牙膏 2014 年 7 月上市后主要通过口腔医院、牙科诊所等专业渠道销售，取得了不错的口碑，2015 年开始向商超连锁等日化渠道推广，成立了专业的商超销售队伍，截至 2016 年 4 月底，华素愈创牙膏已进终端商超 1,000 多家、医院和口腔诊所 2,000 多家、药店 1,000 家左右，预计 2016 年底终端商超数量将达到 2,000 家左右、医院和口腔诊所近 5,000 家、药店 2,000 家以上；此外，华素愈创牙膏已经陆续在天猫旗舰店、京东超市、国美在线、苏宁易购、卓越亚马逊和 1 号店等网上商城开售。公司现有牙膏订单超过 1 亿元，未来几年有望为公司带来新的利润增长点。

图 14: 美托洛尔销售情况，2015 年全球销售额 7.1 亿美元



资料来源：公开资料，前瞻产业研究院，东兴证券研究所

#### 4.1.2 市场推广期，全方位营销投入

**娱乐营销，打通商业渠道。**公司通过多种娱乐手段，全力打通商业渠道，占领市场。2015年以来，公司先是重金拍摄 TVC 广告；之后结合张信哲“情歌王子”的形象，继续赞助其“还爱·光年”世界巡回演唱会，使牙膏的治愈功能和张信哲情歌的心理治愈功能紧密结合；此外独家冠名了北京卫视健康美食综艺节目《幸福的味道》，北京卫视做为品牌传播进攻阵地，有效起到传播品牌美誉度，提升消费者偏好度的作用。

**互联网营销，360度环绕消费者。**借助推广能力极佳的互联网营销，开设微博、微信与消费者互动，进一步提升品牌知名度。充分利用微博、微信，打造自媒体阵地，实现管理工具、舆情分析、SCRM 系统和大数据挖掘等营销方式。开通微店，实现 OTC 全线产品的在线展示和销售。建设微网站，以官方微信作为入口，让网友了解华素品牌的基本信息以及大事件信息，并深入了解华素品牌及热点新闻和活动。

**跨界营销，精确定位借势推广。**1.)在银行、电信行业的客户端上，将华素愈创牙膏作为积分兑换礼品，供广大客户选择，提高产品曝光率并引导消费者试用 2.)在银行、电信行业的电子商城页面，将华素愈创牙膏作为优质产品推荐，并在电子商城售卖，提高华素产品的销售转化 3.)在航空公司（如海航）的商城上，销售华素愈创牙膏、飞赛乐，让用户在长途旅行中有更多的时间了解产品，同时产生购买意向 4.)与餐饮业合作。将牙膏试用装作为礼品赠送给高端餐饮行业消费的客户，尤其是以麻辣烫风味为主的川菜、湘菜、烧烤、火锅等餐厅，在消费者心目中树立吃完麻辣食品一定要用华素愈创牙膏保护口腔的观念。

图 15: 公司年收入及增长率

图 16: 剥离业务成果显著，归母净利润激增 10 倍



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 17: 独家冠名幸福的味道



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

### 4.1.3 定价合理种类丰富

华素愈创牙膏根据克重在商超终端定价 26 至 39 元之间，定价适中，多克重、多口味。目前华素愈创在商超渠道销售的牙膏产品分为三款，每款两种规格。

相比于其他功能性牙膏，华素愈创产品定位更加清晰，针对不同人群细分商品类别。商品之间形成商品群，此外公司在现有基础上加快速度开发产品，拟推出包括儿童牙膏在内的 6 款新品，将于近期上市。

图 19: 华素愈创目前主力产品



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 18: 开设官方微博，传播品牌形象



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

华素愈创优效修复牙膏佩戴假牙、日常损伤、口腔菌群失衡等症状专用。



华素愈创长效修护牙膏（树莓口味）熬夜上火、舟车劳顿、暴饮暴食、口腔问题日常发作专用。



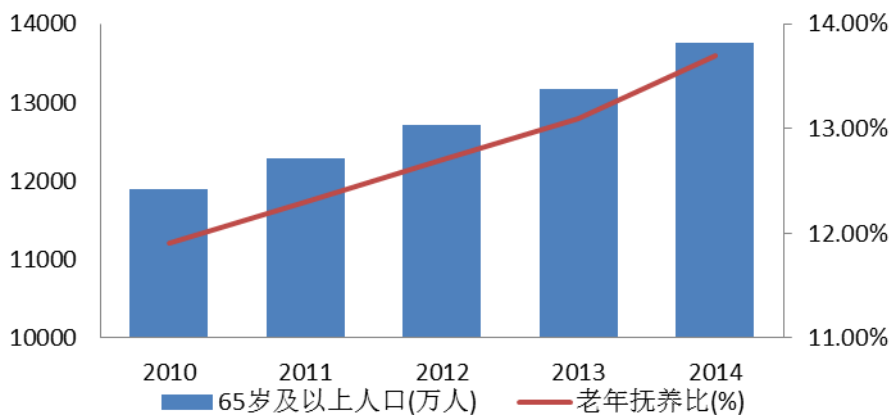
华素愈创长效修护牙膏（薄荷口味）熬夜上火、舟车劳顿、暴饮暴食、口腔问题日常发作专用。



资料来源：公开资料、前瞻产业研究院、东兴证券研究所

#### 4.2 立足现有资源，探索轻资产养老模式

中国已经成为世界上老年人口最多的国家，也是人口老龄化发展速度最快的国家之一。国家统计局发布《2015年全国1%人口抽样调查主要数据公报》人口老龄化呈上升趋势。60岁及以上人口为22182万人，占16.15%，其中65岁及以上人口为14374万人，占10.47%，60岁及以上人口比重上升2.89%。据联合国统计，到本世纪中期，中国将有近5亿人口超过60岁，而这个数字将超过美国人口总数。

**图 20：我国 65 岁人口总数以及老年抚养比均持续增长**


资料来源：国家统计局\*注老年人口抚养比也称老年人口抚养系数。指某一人口中老年人口数与劳动年龄人口数之比。通常用百分比表示。用以表明每 100 名劳动年龄人口要负担多少名老年人。老年人口抚养比是从经济角度反映人口老化社会后果的指标之一。东兴证券研究所

**健康与养老产业潜力巨大。**随着人口老龄化及人均收入水平的提高，国内养老产业发展潜力巨大。但从目前国内养老发展现状来看，我国康养产业发展还处于探索阶段，政策体系还在逐步完善，养老尚未形成真正品牌，仍然以传统的公立养老院为主。近年来，国家对养老服务业的发展给予了高度重视和政策上的扶持，鼓励民间资本进入养老服务业，我们预计未来养老产业呈现多元化、多业态发展态势。

**公司立足现有资源，打造“医养结合”的全方位高端养老模式。**公司的养老业务将立足于提供轻资产的养老服务，建立“医养结合”的全方位高端养老模式。首先，在进行充分健康市场调研的基础上，计划依托政策支持和现有物业开发项目，转变职能提供居家养老服务，承办大型养老社区或日间照料中心，待试点运作成熟后，在大城市推广复制；其次，借鉴海外服务机构在国内外成熟的养老服务理念、服务标准和培训体系，着力打造养老服务的品牌和档次，形成集养老、医疗、休闲等多位一体的综合性健康与养老服务体系。

**成立北京泰和养老院，跨出养老业务布局第一步。**公司近日公告，全资子公司北京中科泰和物业服务有限公司拟投资 300 万元设立子公司—北京泰和养老院有限公司，经营范围：为老年人提供生活照料服务；清洁服务；销售日用品；健康管理；健康咨询；预防保健服务。该项投资为公司探索养老产业布局的初次布局，我们将持续关注。

## 5. 首次覆盖给予“推荐”评级

**首次覆盖，给予“推荐”评级。**我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.03/0.16/0.26 元，对应 2017 年 53 倍 PE。公司近年来逐步剥离亏损资产以及地产相关业务，明确了医药大健康的全新转型方向，陆续收购的华素制药、多多药业等子公司已经逐步成为公司业绩贡献主力。苏雅的药物一致性评价业务以及华素愈创牙膏等日化产品有可能成为公司未来几年的增长新亮点。综合考虑公司基本面正在发生重大变化，以及公

司定增在即，股价倒挂存在短期博弈性机会，我们首次覆盖公司给予推荐评级，目标价 11 元。

**表 4: 公司盈利预测表**

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	1731	1964	1642	1900	2078	<b>营业收入</b>	3034	1078	1085	1160	1240
货币资金	134	217	249	477	616	<b>营业成本</b>	2525	619	611	590	574
应收账款	389	533	297	318	340	营业税金及附加	86	38	38	41	43
其他应收款	30	91	91	98	104	营业费用	232	270	285	290	297
预付款项	1	21	45	69	91	管理费用	137	117	130	122	124
存货	1039	988	836	808	786	财务费用	72	66	15	14	18
其他流动资产	18	4	4	4	4	资产减值损失	11.85	4.93	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	784	807	785	759	729	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	28	28	28	28	28	投资净收益	69.38	218.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	464.62	403.92	514.26	488.71	460.15	<b>营业利润</b>	40	181	5	103	182
无形资产	10	9	8	7	6	营业外收入	9.75	3.91	55.00	55.00	55.00
其他非流动资产	46	95	0	0	0	营业外支出	10.80	17.00	33.00	33.00	33.00
<b>资产总计</b>	2515	2771	2427	2659	2807	<b>利润总额</b>	39	168	27	125	204
<b>流动负债合计</b>	1642	1767	1282	1210	1136	所得税	26	15	4	19	31
短期借款	326	351	0	0	0	<b>净利润</b>	14	153	23	107	174
应付账款	360	393	335	323	314	少数股东损益	0	2	0	0	0
预收款项	130	71	17	-41	-103	归属母公司净利润	14	151	23	107	174
一年内到期的非	56	140	0	0	0	EBITDA	160	293	91	194	280
<b>非流动负债合计</b>	181	132	237	467	567	<b>BPS (元)</b>	0.02	0.22	0.03	0.16	0.26
长期借款	140	30	230	330	430	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	1822	1899	1520	1677	1703	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	64	68	68	68	68	营业收入增长	-15.84%	-64.47%	0.63%	6.89%	6.90%
实收资本(或股	675	675	675	675	675	营业利润增长	-122.85%	348.43%	-96.97%	1786.11%	76.23%
资本公积	952	952	952	952	952	归属于母公司净利	-84.54%	356.56%	-84.54%	356.56%	62.87%
未分配利润	-1092	-916	-902	-838	-734	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	628	805	810	885	1006	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>负债和所有者权益</b>	2515	2771	2397	2629	2777	净利率(%)	0.45%	14.21%	2.15%	9.20%	14.02%
<b>现金流量表</b>			单位:百万元			<b>偿债能力</b>					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	总资产净利润(%)	0.55%	5.45%	0.96%	4.01%	6.19%
<b>经营活动现金流</b>	-391	-11	384	224	160	ROE(%)	2.19%	18.78%	2.88%	12.06%	17.26%
净利润	14	153	23	107	174	<b>运营能力</b>					
折旧摊销	48.31	45.54	0.00	76.45	79.45	资产负债率(%)	72%	69%	63%	64%	61%
财务费用	72	66	15	14	18	流动比率	1.05	1.11	1.28	1.57	1.83
应收账款减少	0	0	236	-20	-22	速动比率	0.42	0.55	0.63	0.90	1.14
预收账款增加	0	0	-54	-58	-62	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-96	269	46	-50	-50	总资产周转率	0.88	0.41	0.42	0.46	0.46
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应收账款周转率	3	2	3	4	4
长期股权投资减	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.21	2.87	2.98	3.53	3.89
投资收益	69	218	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	67	-165	-397	54	29	每股收益(最新摊	0.02	0.22	0.03	0.16	0.26
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新	-0.62	0.14	0.05	0.34	0.21
长期借款增加	0	0	200	100	100	每股净资产(最新摊	0.93	1.19	1.20	1.31	1.49
普通股增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	41	0	0	0	0	P/E	410.29	37.38	241.76	52.95	32.51
<b>现金净增加额</b>	-420	93	32	228	139	P/B	8.99	7.02	6.97	6.38	5.61
						EV/EBITDA	37.63	20.32	61.66	28.36	19.49

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 林阳

中国社科院经济学硕士，中小市值首席研究员，研究所上海团队负责人。

### 虞瑞捷

多年化工行业和中小市值研究经验，2011，2012，2014，2015 年新财富团队成员。2016 年加入东兴证券研究所。

## 联系人简介

---

### 孔凌飞

复旦大学经济学学士，上海交通大学高级金融学院工商管理硕士。多年中小市值和新能源研究经验，2011、2012、2013、2015 年新财富最佳中小市值研究团队成员。2016 年加入东兴证券研究所

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。