

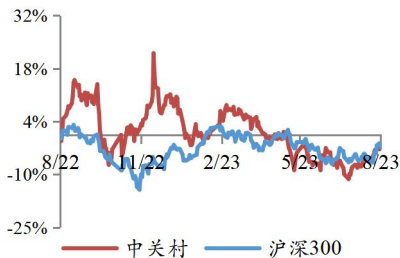
战略聚焦医药制造业，创新赋能领航企业前行

投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-08-02

收盘价（元）	6.10
近12个月最高/最低（元）	7.67/5.56
总股本（百万股）	753
流通股本（百万股）	746
流通股比例（%）	99.08
总市值（亿元）	46
流通市值（亿元）	46

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

主要观点：

●二十年转型升级，医药大健康稳步前行

北京中关村科技发展（控股）股份有限公司于1999年成立并在深交所挂牌上市。公司以医药大健康为发展核心，在医药、健康、养老、投资四大板块拥有十多家理念先进和具有行业竞争力的高品质企业。目前公司已拥有“华素片”、“飞赛乐”、“博苏”及“元治”等广受消费者知晓的产品，在口腔领域、晕动领域和心血管领域具有较强的品牌认知度。2021年，公司调整发展战略，定位进一步聚焦，拟建立专注医药领域的创新型医药产业集团。

●核心心血管类产品助力公司营收，未来销量有望更上一层楼

高血压作为心血管疾病的主要危险因素，其患病率在近年来呈上升趋势，相关药品需求量持续增长。公司主力产品富马酸比索洛尔片（商品名：博苏）为国内首款仿制药，在 β -受体阻滞剂领域市场份额稳居前列，2021年和2022年“博苏”销售数量分别同比增长近17.50%和近25%。

公司战略产品盐酸贝尼地平片（注册商标：元治）在临床上具有较好的降压以及脏器保护作用，安全性良好。“元治”终端销售增长表现十分突出，市场高度认可。2022年8月，“元治”（规格：8mg）通过了仿制药质量和疗效一致性评价；“元治”其他两个规格2mg和4mg的一致性评价申请亦获得国家药品监督管理局受理，现处于审评审批阶段。

●口腔大健康板块品类丰富，“华素”品牌化推广引领新增长

依托全国驰名商标“华素”品牌，西地碘含片（商品名：华素片）具有自主知识产权和较高的品牌知名度。同时公司相继推出大健康系列牙膏及口腔抑菌液等产品。2021年，公司大健康产品“华素愈创”漱口水产品荣获中国大健康产业（西湖）论坛“最受药店欢迎的明星单品奖”。公司将积极探索大健康产品的创新性营销模式，借力“华素”品牌进行品牌持续推广和拉升。

●深耕医药创新，谋求公司发展新动力

公司在2021年进一步将发展战略聚焦于医药创新，目前在北京市、山东省威海市和黑龙江省佳木斯市设立三个研发中心，在新品种研发、老品种深度开发、工艺优化、专利申请注册等方面卓有成效。其中公司于2023年2月21日取得“重组新型冠状病毒S蛋白三聚体及其制备方法与应用”发明专利。

●公司养老服务体系健全，品牌影响力逐步扩大

公司逐步完善以基础养老为根基，医养结合和康养保健为两翼，异地康养为拓展的全生命周期的养老服务体系。截至2021年末，公司养老床位已经达到2000余张，业务规模在北京市名列前茅，有着较强的品牌影响力。公司久久泰和养老业务荣获“2021年度北京具有公信力养老连锁机构”和“2022年度十大影响力康养品

牌”的称号。目前，公司所属泰和中医院已被纳入北京市基本医疗保险定点机构，有利于医养结合业务模式向纵深发展，完善康养战略布局。

● 投资建议

我们预计公司 2023~2025 年收入分别为 23.2/25.59/28.77 亿元，分别同比增长 12.6%/10.3%/12.4%，归母净利润分别为 -0.33/0.45/1.10 亿元，分别同比增长 22.8%/236.2%/144.6%，2024~2025 对应估值为 102X/42X。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

● 风险提示

药品降价风险，生产管理风险，产品风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2060	2320	2559	2877
收入同比 (%)	5.3%	12.6%	10.3%	12.4%
归属母公司净利润	-43	-33	45	110
净利润同比 (%)	62.4%	22.8%	236.2%	144.6%
毛利率 (%)	57.6%	55.0%	55.1%	55.9%
ROE (%)	-2.9%	-2.3%	3.0%	6.9%
每股收益 (元)	-0.06	-0.04	0.06	0.15
P/E	—	—	101.69	41.58
P/B	3.13	3.16	3.06	2.85
EV/EBITDA	19.83	75.31	36.71	26.02

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 中关村：二十年转型升级，医药大健康稳步行	5
2 保持核心产品优势，创新驱动提升竞争力	11
2.1 核心心血管类产品助力公司营收，未来销量有望更上一层楼	11
2.2 口腔大健康板块品类丰富，“华素”品牌化推广引领新增长	14
2.3 深耕医药创新，谋求公司发展新动力	16
3 人口老龄化加剧，公司养老业务市场前景广阔	19
3.1 老龄人口数量增长，推动企业养老服务市场需求提升	19
3.2 公司养老服务体系健全，品牌影响力逐步扩大	20
4 盈利预测与投资建议	21
4.1 盈利预测与估值分析	21
4.2 投资逻辑与建议	22
风险提示：	24
财务报表与盈利预测	25

图表目录

图表 1	公司四大板块子公司分布情况	5
图表 2	公司发展历程	6
图表 3	公司股权结构图	7
图表 4	公司主要控股公司	7
图表 5	中关村领导团队	8
图表 6	中关村 2016-2023Q1 营业总收入情况 (亿元, %)	9
图表 7	中关村 2016-2023Q1 归母净利润情况 (亿元, %)	9
图表 8	中关村 2016-2023Q1 毛利率和净利率 (%)	9
图表 9	中关村 2016-2023Q1 费用结构 (%)	9
图表 10	中关村各业务板块 2016-2022 年营收情况 (亿元)	10
图表 11	公司主要产品图	10
图表 12	中关村主要产品	10
图表 13	全国高血压患病率调查	12
图表 14	2021 年中国城市公立医院市场抗高血压用药占比 (%)	12
图表 15	公司富马酸比索洛尔片商品图	13
图表 16	公司盐酸贝尼地平片商品图	14
图表 17	公司西地碘含片商品图	14
图表 18	2017-2021 年中国口腔护理市场规模及增速 (亿元, %)	15
图表 19	中关村“华素愈创”系列产品	16
图表 20	公司主要科研平台	16
图表 21	公司主要研发项目	17
图表 22	2012 年-2021 年全国 60 周岁及以上老年人口数量及占全国总人口比重 (万人, %)	19
图表 23	2021 年我国养老模式结构发展情况 (%)	19
图表 24	2018-2022 年中国养老产业市场规模及预测 (万亿元)	20
图表 25	公司久久泰和中医医院示意图	21
图表 26	业绩拆分 (百万元)	21
图表 27	可比估值	22

1 中关村：二十年转型升级，医药大健康稳步行

北京中关村科技发展（控股）股份有限公司以医药大健康为发展核心，在医药、健康、养老、投资四大板块拥有十多家理念先进和具有行业竞争力的高品质企业。公司涵盖的医药领域包括化学药、中药及生物药，主要从事外用制剂、片剂、注射剂、胶囊制剂、口服溶液剂、颗粒剂、原料药、麻醉药品及二类精神药品的研发、制造与销售，药品临床前研究服务及药品一致性评价研究服务。

公司通过多年扎实的经营，现拥有三个研发中心、四个生产基地及庞大的、遍布全国的专家团队网络、连锁药店网络、全终端全覆盖的营销体系和销售团队。拥有的“华素”品牌被国家工商行政管理总局授予全国驰名商标。未来公司将进一步聚焦定位，大力推进现有医药业务的变革创新，积极探索生物制药新领域，全力推动创新型药物的发展，打造多个产品集群，致力于发展成为专注医药领域的创新型医药产业集团。

图表 1 公司四大板块子公司分布情况

医药	健康	养老	投资
北京中关村四环医药开发有限责任公司	山东华素健康护理品有限公司	北京泰和养老服务产业发展有限公司	北京中实上庄混凝土有限责任公司
北京华素制药股份有限公司	北京华素健康科技有限公司	北京华素堂养老产业投资有限公司	北京中关村科贸电子城有限公司
山东华素制药有限公司	江苏华素健康科技有限公司	北京久久泰和中医医院有限公司	北京中科泰和物业服务有限公司
多多药业有限公司	威海华素营销有限公司	北京泰和泰享游旅行社有限公司	上海四通国际科技商城物业公司
海南华素健康科技有限公司		北京泰和睿园养老服务服务有限公司	重庆海德实业有限公司
海南华素医药营销有限公司			
华素生物科技(北京)有限公司			
北京苏雅医药科技有限责任公司			

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司成立以来，业务板块不断升级更新，其发展历程可以分为三个阶段：

1999年-2015年：企业初创，确立“科技地产+医药”格局

中关村于1999年成立并在深交所挂牌上市。公司最初是以信息通信、生物医药、风险投资、开发建设四大板块为主业的综合型公司，通过在2000年收购北京四环制药厂开始涉足医药行业。2007年公司完成股权分置改革，北京鹏泰投资有限公司（现已更名为国美控股集团有限公司）成为控股股东。2012年公司为了谋求在医药领域更长远的发展，收购华夏药业盐酸贝尼地平、盐酸贝尼地平片（注册商标：元治）、格列吡嗪分散片（注册商标：元坦）药品，逐步确立了“科技地产+医药”的战略格局。

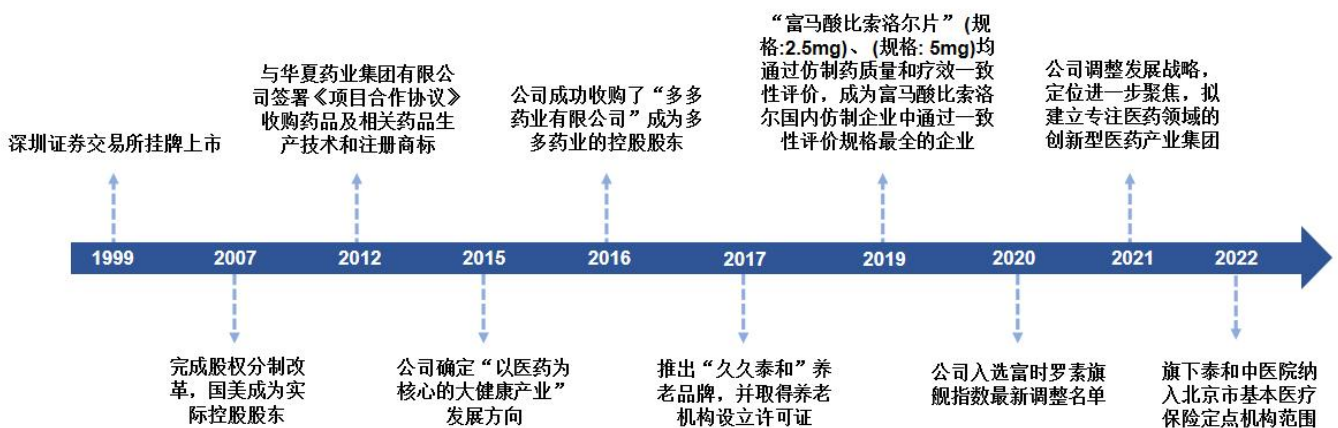
2015年-2021年：重新定位，“医药大健康”领航发展

公司在2015年优化产业结构，确立“以医药为核心的大健康产业”发展方向。通过收购、自主建设、非公开发行等多种方式扩大医药和健康业务板块规模，公司在2016年初成功收购多多药业，扩展妇产科、消化和镇痛细分领域。并于2017年推出“久久泰和”养老品牌，开始发展养老业务。2019年，公司产品“富马酸比索洛尔片”（商品名：博苏）2.5mg和5mg的规格均通过仿制药质量和疗效一致性评价，进一步扩大市场份额。

2021年-2023年：聚焦创新，把握行业发展主旋律

目前公司已拥有“华素片”、“飞赛乐”、“博苏”及“元治”等广受消费者知晓的产品，在口腔领域、晕动领域和心血管领域具有较强的品牌认知度。2021年，公司调整发展战略，定位进一步聚焦，拟建立专注医药领域的创新型医药产业集团。未来公司将以创新为驱动，以现有医药业务为基础，通过激活沉淀品种、产品线自研扩充，构建原料药到制剂一体化的有竞争力的生产模式，强化在心血管、口腔、消化、妇科和麻精等多个领域的市场竞争力。截至2022年12月31日，公司已有7款原料药和产品进入注册程序，并且在今年2月取得了“重组新型冠状病毒S蛋白三聚体及其制备方法与应用”发明专利。

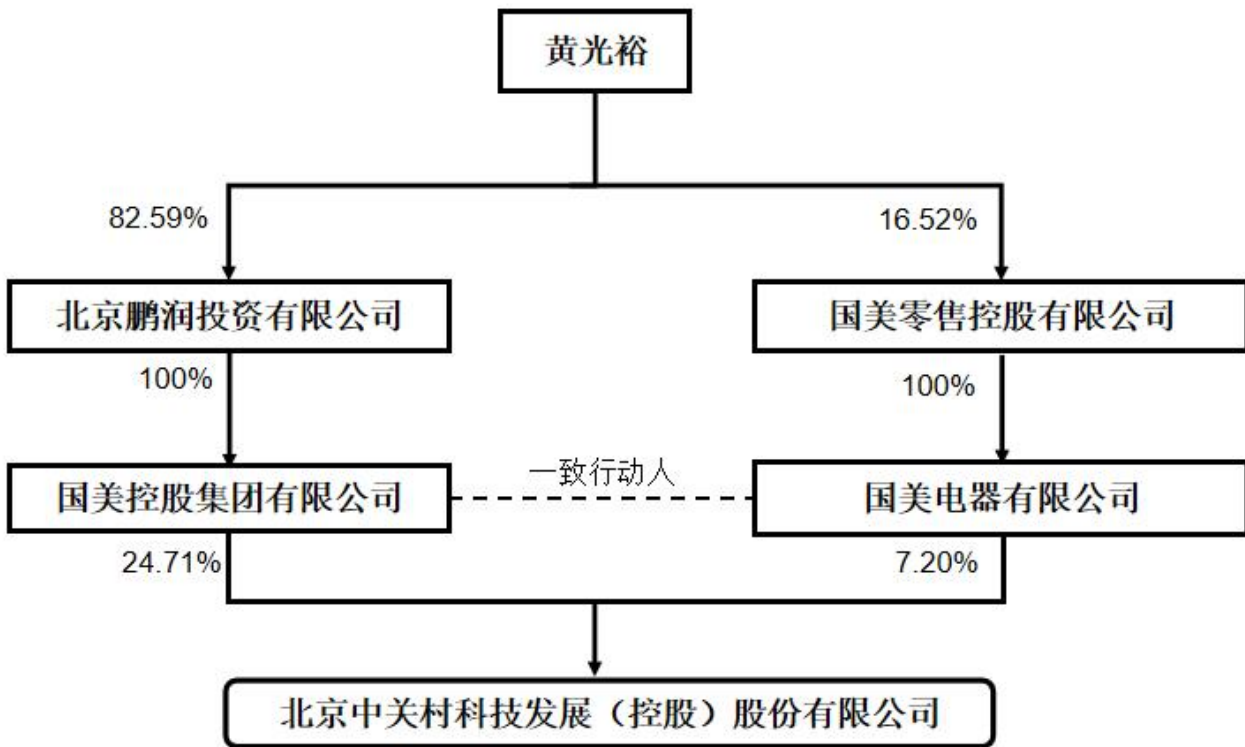
图表2 公司发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

截至2023年7月18日，中关村的控股股东国美控股集团有限公司与其一致行动人第二大股东国美电器有限公司分别持有公司24.71%、7.20%的股权，合计持有31.91%股权。公司实际控制人为黄光裕先生，其他股东相对持有股份较少，均不超过3%。截至2022年12月31日，公司旗下拥有32家子公司，分别覆盖了公司生物医药、个人护理用品、养老服务领域和高砷等业务。

图表 3 公司股权结构图



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 4 公司主要控股公司

控股公司名称	从事领域
北京华素制药股份有限公司	是一家集药品研发、生产、销售于一体的原料药及化学药品制剂公司，产品主要涵盖口腔咽喉类、神经精神类、心血管类
山东华素制药有限公司	是一家以生产心脑血管类药物为主的现代化制药企业
多多药业有限公司	是一家集药品研发、生产、销售于一体的原料药及中药、化学药品制剂公司，产品主要涵盖神经精神类、妇科类、消化类、儿科类，心血管类
华素生物科技（北京）有限公司	是一家专注于人用疫苗研发、生产和商业化的高科技生物技术公司
北京泰和养老服务产业发展有限公司	连锁化运营养老服务

资料来源：公司年报，华安证券研究所

公司领导团队相对稳定，经验丰富。公司领导团队均有在中关村母公司或子公司工作的相关经验，拥有深厚的行业基础和多样化背景，集中于生物医药和投资领域，能够为公司适应市场变化制定合适的战略，为公司长远发展提供坚实支持。

图表 5 中关村领导团队

姓名	职务	个人简介
许钟民	董事长	现任本公司董事长，拉近网娱集团有限公司（08172.HK）首席策略师；历任稼轩投资有限公司决策委员会主席，本公司董事长、高级顾问，北京京文唱片传播有限公司创始人、董事长。
侯占军	董事、总裁	现任本公司董事兼总裁。研究生学历，会计师。历任北京鹏泰投资有限公司财务经理，鹏润房地产开发有限公司财务中心财务经理，鹏润房地产开发有限公司财务中心副总监，曾任本公司财务总监、副总裁、董事长。
李斌	副总裁	现任本公司副总裁，北京华素制药股份有限公司董事。硕士研究生学历，CPA。历任本公司监事会主席、营运管理中心总监、人力资源总监。
王熙红	副总裁	现任本公司副总裁，山东华素制药有限公司总经理，山东华素健康护理品有限公司总经理，山东中关村医药科技发展有限公司总经理。历任山东华素制药有限公司常务副总经理，华夏药业集团有限公司总经理，山东华夏集团有限公司主管会计和审计部部长。环翠区党代表、人大代表。
车德辉	副总裁	现任本公司副总裁，多多药业有限公司董事长。本科学历。历任黑龙江多多集团有限责任公司销售科长、总经理助理、副总经理，北大荒药业集团有限公司副总经理，多多药业有限公司副总经理、副董事长。
范秀君	副总裁	现任本公司副总裁。本科学历。历任北京四环制药有限公司总经理，北京亚宝生物药业有限公司总经理，北京康乃克药业公司注册主管。先后获得“通州区高层次人才发展支持计划”领军人才、第三届“通州科技创新人才奖”、2017-2018年北京优秀企业家称号、北京市构建和谐劳动关系先进个人称号、北京市三八红旗奖章称号。
宋学武	副总裁、财务总监	现任本公司副总裁兼财务总监。高级会计师，研究生学历。曾任北京中实混凝土有限公司财务总监，山东中关村医药科技发展有限公司总经理。
黄志宇	副总裁、董事会秘书	现任本公司副总裁兼董事会秘书。研究生学历，经济师，上市公司独立董事任职资格，中国上市公司协会董秘履职4A评级，新财富及四大证券报金牌董秘。历任北京住总集团有限责任公司资产部职员，本公司证券事务代表，董事会秘书，达力普石油专用管理有限公司任副总经理、董事会秘书，达力普集团有限公司董事。

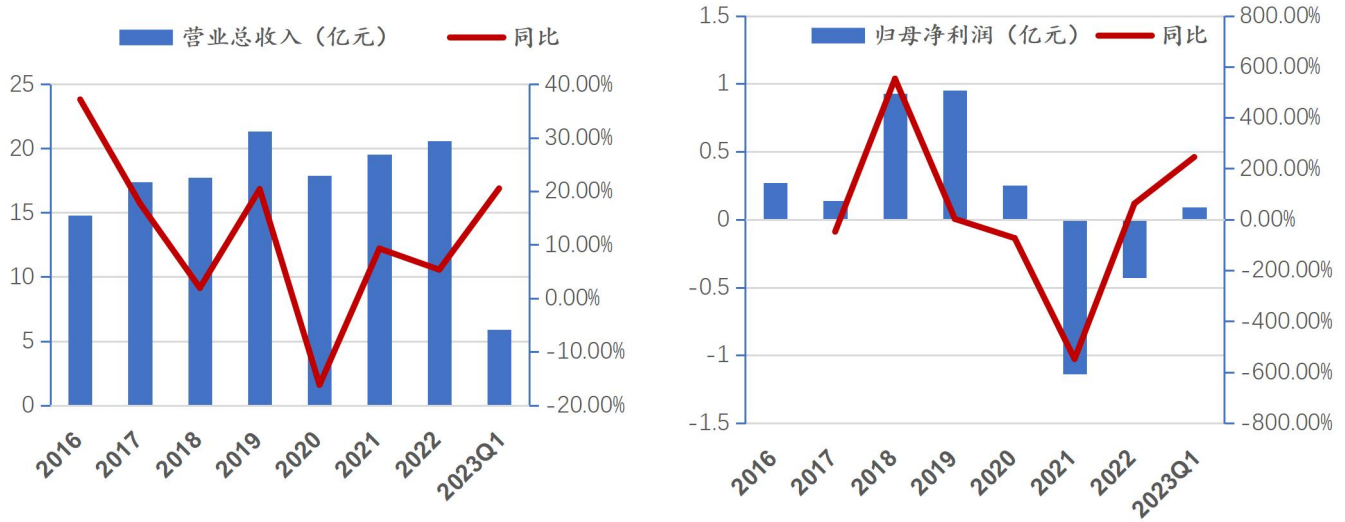
资料来源：公司年报，华安证券研究所

公司营业收入稳健增长。自2015年公司确立了医药大健康的发展战略，逐渐剥离低效资产，公司营收规模从2016年的14.79亿元逐渐增长到了2019年的21.35亿元。2020年，公司营业收入下降为17.90亿元，同比降低16.18%，主要是受到疫情影响加上公司主要产品富马酸比索洛尔片（商品名：“博苏”）在该年集采中标后新价格下降近60%，产品收入大幅压缩。2021年，公司及时调整销售战略，主力产品富马酸比索洛尔片（商品名：博苏）和盐酸贝尼地平片（注册商标：元治）销量有所提升，公司2021、2022年全年营业收入分别同比增长9.29%、5.34%。2023年一季度公司营业收入为5.88亿元，较去年同期增长20.53%。

公司盈利能力随营业收入增长。从利润端来看，2018年公司归母净利润增长显著，同比涨幅达553.08%，因为受到处置哈尔滨中关村公司股权投资收益的影响。2020年受到疫情和集采影响，公司归母净利润随营业收入下滑至0.25亿元。2021

年归母净利润为-1.14 亿元，较同期下降 547.94%，主要是因为子公司华素生物在初创期产生较多研发费用支出。2023 年一季度公司开始恢复稳定增长，归母净利润为 0.09 亿元，较去年同期增长 245.29%。

图表 6 中关村 2016-2023Q1 营业总收入情况 (亿元, %) 图表 7 中关村 2016-2023Q1 归母净利润情况 (亿元, %)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

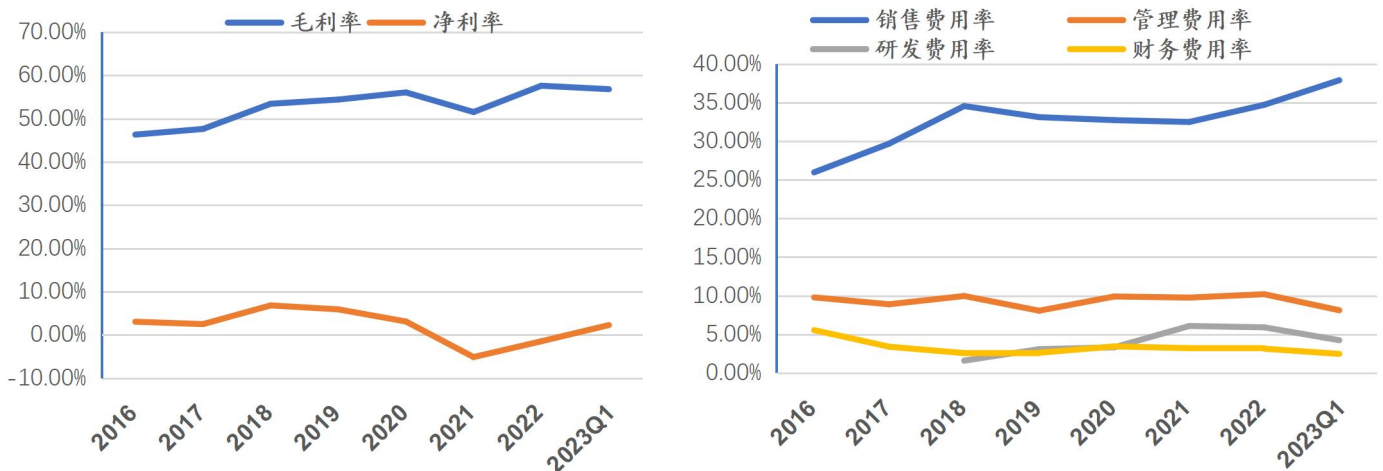
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

近年来, 公司毛利率稳中有升。在 2016 年至 2020 年公司毛利率由 46.31% 增长至 56.07%, 年均复合增长率为 4.90%。截至 2023 年第一季度, 公司毛利率达到 56.82% 的水平。另外, 因为公司近年在研发端的投入加大, 净利率在 2021-2022 年为负, 随着公司生产和管理效率的提升, 2023 年一季度净利率实现稳步增长, 达到 2.28%。

公司经营管理逐步向好。在费用支出方面, 随着上市产品规模不断扩张, 公司建立了全终端的营销体系, 同时积极探索互联网线上销售模式, 销售费用率在近年来占比较高。另外, 公司在 2021 年将定位进一步聚焦于医药创新, 研发费用率从 2018 年的 1.58% 增长到 2021 年的 6.07%。管理费用率和财务费用率在近年来整体呈下降趋势, 在 2023 年一季度分别为 8.11% 和 2.46%, 管理和经营效率有所提升。

图表 8 中关村 2016-2023Q1 毛利率和净利率 (%)

图表 9 中关村 2016-2023Q1 费用结构 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

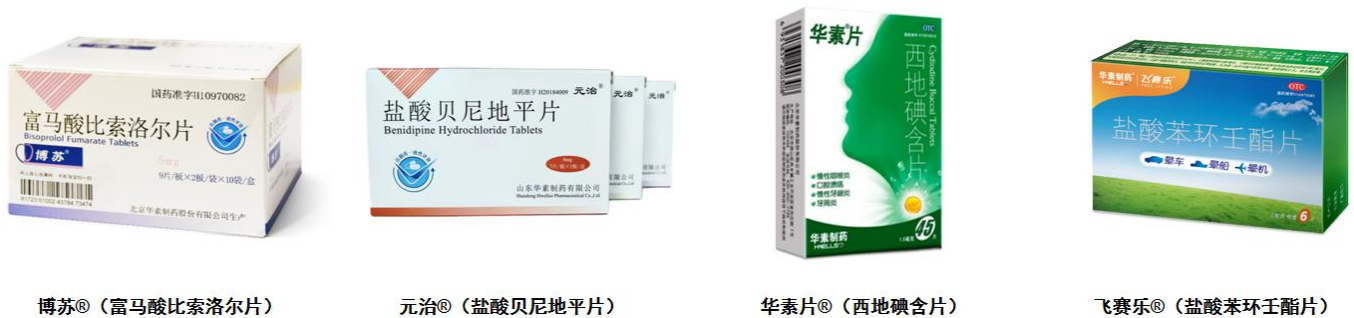
公司医药及健康品板块核心业务营业收入占比在近年来不断提升。公司医药产品涵盖广泛，以心血管类产品为主。公司医药和健康品业务占上市公司整体营业收入在 2017 年 57% 稳步提升到 2022 年的 73%，实现营业收入 14.97 亿元。在医药领域，公司核心产品为心血管类药品富马酸比索洛尔片（商品名：博苏）和盐酸贝尼地平片（注册商标：元治）。另外依托公司旗下的北京华素和多多药业，“华素片”、“飞赛乐”和“乳酸菌素片”在口腔、晕动和消化领域均具有较强的品牌认知度。

图表 10 中关村各业务板块 2016-2022 年营收情况 (亿元)



资料来源: ifinD, 华安证券研究所

图表 11 公司主要产品图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 12 中关村主要产品

药物类别	药物名称	适应症
心血管类	富马酸比索洛尔片 (博苏)	高血压、冠心病 (心绞痛)
	盐酸贝尼地平片 (元治)	原发性高血压
口腔类	西地碘含片 (华素片)	咽喉炎、口腔溃疡、牙龈炎、牙周炎
妇科类	五加生化胶囊 (多美舒)	益气养血, 活血祛瘀。适用于经期及人流术后、产后气虚血瘀所至阴道流血, 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
	克林霉素磷酸酯阴道凝胶	用于治疗细菌性阴道病

(妍悦肖)

阿片类受体拮抗药	盐酸纳洛酮注射液 (苏诺)	本品为阿片类受体拮抗药。1. 用于阿片类药物复合麻醉术后, 拮抗该类药物所致的呼吸抑制, 促使患者苏醒。2. 用于阿片类药物过量, 完全或部分逆转阿片类药物引起的呼吸抑制。3. 解救急性乙醇中毒。4. 用于急性阿片类药物过量的诊断。
	盐酸纳曲酮片 (诺欣生)	可阻断外源性阿片类物质的药理作用, 作为阿片类依赖者脱毒后预防复吸的辅助药物
麻醉、镇痛类	盐酸曲马多片 (腾迪)	用于治疗疼痛程度严重到需要使用阿片类镇痛剂并且替代疗法不足的成人疼痛
	盐酸二氢埃托啡舌下片	本品仅限用于创伤、手术后及诊断明确的各种剧烈疼痛的止痛, 包括对吗啡或哌替啶无效者
	盐酸羟考酮片	用于缓解中度至重度癌症疼痛
	盐酸羟考酮注射液	用于缓解中度至重度癌症疼痛
皮肤类	联苯苄唑乳膏 (孚琪)	用于治疗各种皮肤真菌病, 如手、足癣, 体癣、股癣, 花斑癣
	盐酸纳洛酮舌下片 (风度)	用于急性酒精中毒, 限于步态不稳定、话多、不连贯、欣快、共济失调、感知迟钝、困倦、嗜睡, 但不伴有昏迷及生命体征改变的急性酒精中毒的酩酊状态
消化类	乳酸菌素片 (多多)	用于肠内异常发酵、消化不良、肠炎和小儿腹泻
止吐类	甲磺酸托烷司琼注射液 (舒欧亭)	预防和治疗癌症化疗引起的恶心和呕吐
晕车类	盐酸苯环壬酯片 (飞赛乐)	用于预防晕车、晕船及晕机
抗痴呆类	石杉碱甲片 (忆诺)	适用于良性记忆障碍, 提高患者指向记忆、联想学习、图像回忆、无意义图形再认及人像回忆等能力。对痴呆患者和脑器质性病变引起的记忆障碍亦有改善作用

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

2 保持核心产品优势, 创新驱动提升竞争力

2.1 核心心血管类产品助力公司营收, 未来销量有望更上一层楼

高血压患病率增长, 相关药物市场潜力大。目前我国正面临人口老龄化和代谢危险因素流行的双重压力, 心血管疾病的发病率和死亡率持续增加, 成为中国人口死亡的首位原因。高血压作为心血管疾病的主要危险因素, 其患病率在近年来呈上升趋势, 且患病数量人群基数大。中国在 1958-1959 年、1979-1980 年、1991 年、2012-2015 年进行过 4 次全国范围高血压抽样调查, 全国 ≥ 15 岁居民高血压患病粗

率分别为 5.1%、7.7%、13.6%、27.9%。根据《中国心血管健康与疾病报告 2021》数据显示，我国心血管疾病的患者人数约 3.3 亿，其中，高血压患者达 2.45 亿人。

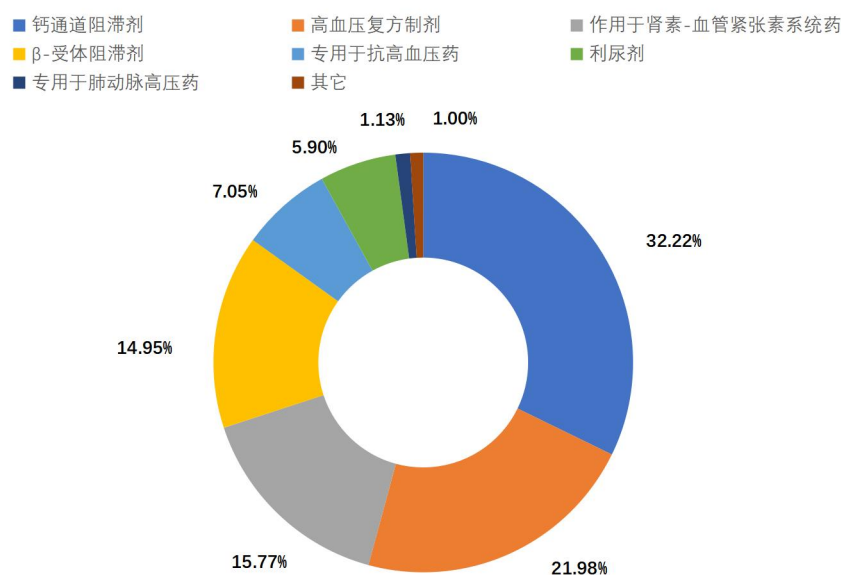
图表 13 全国高血压患病率调查

项目名称	调查年份 (年)	年龄 (岁)	抽样方法	样本量 (例)	患病率 (%)
中国医学科学院重点项目一高血压研究	1958-1959	≥15	非随机抽样	739,204	5.1
全国高血压抽样调查	1979-1980	≥15	随机抽样	4,012,128	7.7
全国高血压抽样调查	1991	≥15	分层随机抽样	950,356	13.6
中国高血压调查 (CHS)	2012-2015	≥18	分层随机抽样	451,755	27.9 (加权率 23.2)

资料来源：《中国心血管健康与疾病报告 2021》，华安证券研究所

公司主力产品“博苏”，β-受体阻滞剂领域销售前景亮眼。根据米内网数据，2021 年，中国城市公立医院市场抗高血压用药整体销售规模 253.5 亿元，同比增长 2.1%。其中钙通道阻滞剂占比 32.22%，销售规模达 84.2 亿元；β-受体阻滞剂占比 14.95%，销售规模达 37.9 亿元。公司主力产品富马酸比索洛尔片（商品名：博苏）为高选择性的 β1-肾上腺素能受体阻滞剂，是 β1 受体选择性最高的 β 受体阻滞剂，用于高血压、冠心病（心绞痛）和慢性稳定性心力衰竭的治疗。公司产品为国内首款仿制药，在 β-受体阻滞剂领域市场份额稳居前列。

图表 14 2021 年中国城市公立医院市场抗高血压用药占比 (%)



资料来源：米内网，公司公告，华安证券研究所

2020年，“博苏”全部规格（2.5mg、5mg）均通过仿制药质量和疗效一致性评价。2020年1月，“博苏”进入国家药品集采目录并中标，为国家医保乙类药品，销售数量开始显著提升，公司在全面保障中标市场的产品供应的同时，还加大对非中标区域的工作力度，销售规模持续扩张，2021年和2022年“博苏”销售数量分别同比增长近17.50%和近25%，目前续标工作进展顺利。未来公司将充分利用商业公司资源，继续提升“博苏”中标区域医院终端的销量，同时稳定院外销售价格体系，营业收入有望持续增长。

图表 15 公司富马酸比索洛尔片商品图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司战略产品“元治”安全性高，销售表现突出。盐酸贝尼地平片（注册商标：元治）为国内独家首仿，用于原发性高血压的治疗，是目前国内唯一同时具有膜渗透与三通道阻滞机制的钙拮抗剂，在临床上表现出较好的降压以及脏器保护作用，具有较高的安全性。

“元治”在“医院终端”、“基层终端”、“零售终端”三大终端的销售增长表现十分突出，市场高度认可。2021年和2022年“元治”营业收入分别同比增长26.20%和近24%，目前营业收入已经突破4亿元。“元治”在2019、2020年连续两年荣登中国医药·品牌榜新型钙拮抗剂【锐榜】榜单，并在2022年荣登“中国医药·品牌榜”医院终端品牌榜。2022年8月，“盐酸贝尼地平片”（规格：8mg）通过了仿制药质量和疗效一致性评价，提升了该药品的市场竞争力，同时药品2mg和4mg两个规格的一致性评价申请也在去年获得国家药品监督管理局受理，现处于审评审批阶段。未来公司将在核心市场加大学术推广力度，提升品牌影响力，建设标杆市场，提升高端医院辐射效应的同时，全面推进基层市场渠道下沉，拓展业务区域，销量有望更上一层楼。

图表 16 公司盐酸贝尼地平片商品图



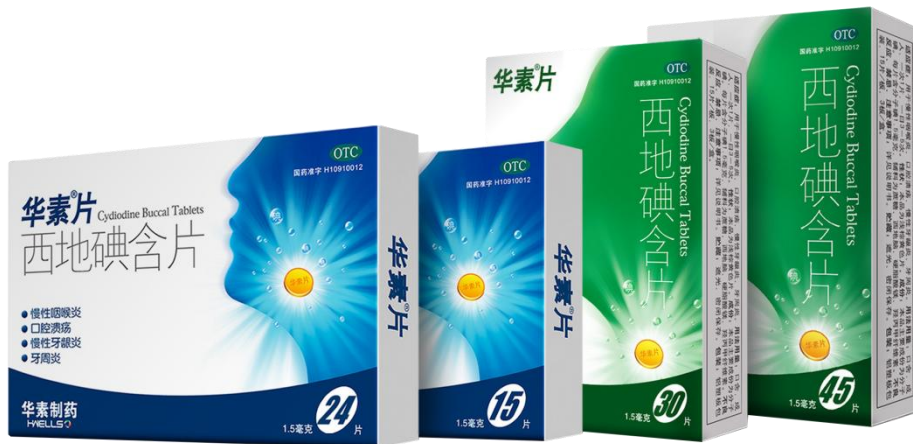
资料来源：公司官网，华安证券研究所

2.2 口腔大健康板块品类丰富，“华素”品牌化推广引领新增长

公司“华素片”稳居口腔西药领域市场前列。依托全国驰名商标“华素”品牌，西地碘含片（商品名：华素片）具有自主知识产权和较高的品牌知名度。随着气候变化及生活习惯不规律导致中国居民咽喉炎症高发，咽喉用药需求增加。“华素片”以分子碘为主要成分，在咽喉发炎、口腔溃疡、牙龈炎和牙周炎等口腔突发炎症中有出色的治疗效果，在口腔西药领域具有较强的竞争优势。

2019年，“华素片”荣获年度中国非处方药综合统计排名（化学药）口腔与耳鼻喉第三名，在2022-2023年度中国药店发展报告暨中国药店价值榜评选中，“华素片”凭借过硬的产品质量及优秀的市场表现，获得口腔咽喉类“中国药店店员推荐率最高品牌”。2022年，公司联合旗下相关产品，开展以口腔健康为主题的终端推广活动，拉动明星产品“华素片”的终端动销及品牌宣传。随着公司在口腔领域不断完善布局，“华素片”凭借其出色的产品优势将不断推进销售收入的增长。

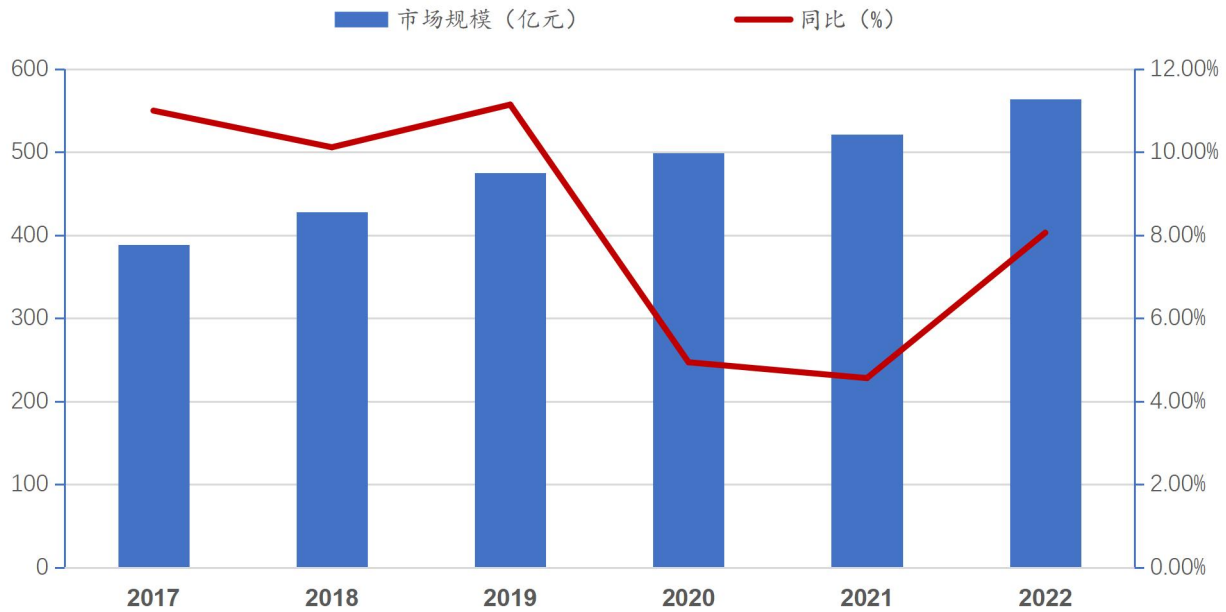
图表 17 公司西地碘含片商品图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

近年来口腔护理行业维持稳定增长。中国口腔护理行业 2022 年市场规模为 564 亿元，2017-2022 年的年复合增长率为 7.7%。随着我国居民经济生活水平的不断提高，居民的口腔护理意识逐步加强，对口腔护理的需求也将越来越大。因此，我国的口腔护理市场可增长空间较大，行业前景广阔。

图表 18 2017-2021 年中国口腔护理市场规模及增速（亿元，%）



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

公司口腔大健康板块系列产品丰富。公司相继推出大健康品牌“华素愈创”“华素清清”“伢伢卫士”“呵呗”系列牙膏及口腔抑菌液等产品。其中“华素愈创”是国内首款定位于黏膜修复的健康产品，主打口腔健康护理，黏膜修复（溃疡/烫伤/机械损伤/术后修复），包含牙膏、口腔抑菌液、喷剂、电动牙刷、冲牙器等全套口腔护理产品。

目前公司已经逐步形成了以口腔医疗、连锁药店和电商为主的业务模式，在口腔医学渠道方面已完成北京、天津、陕西三个地区的口腔直营队伍搭建，并已开展业务，在行业内形成了一定的知名度。2019 年，北京华素健康科技有限公司成功当选中国口腔清洁护理用品工业协会第八届常务理事单位。2021 年，公司大健康产品——“华素愈创”漱口水产品荣获中国大健康产业（西湖）论坛“最受药店欢迎的明星单品奖”。公司将积极探索大健康产品的创新性营销模式，借力“华素”品牌进行品牌持续推广和拉升，充分利用华素品牌效应，全力扩张口腔医学渠道，同时寻求线上电商以及新零售渠道的市场份额，实现数量和质的双突破。

图表 19 中关村“华素愈创”系列产品

		
5+口腔抑菌液 5+牙膏	3+口腔抑菌液 260ml (瓶装) 3+口腔抑菌液 (条装)	3+口腔抑菌液 500ml(瓶装) 3+口腔抑菌液(条装)
		
5+口腔抑菌液甜橙口味	3+专效系列牙膏	电动牙刷

资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

2.3 深耕医药创新，谋求公司发展新动力

公司研发投入快速增长，拥有三大研发中心。公司在 2021 年进一步将发展战略聚焦于医药创新，同年研发费用大幅增加，2021 年及 2022 年研发费用分别达 1.19 亿元及 1.22 亿元，同比增长 100.38%及 2.38%。目前公司在北京市、山东省威海市和黑龙江省佳木斯市设立三个研发中心，在新品种研发、老品种深度开发、工艺优化、专利申请注册等方面卓有成效。同时充分利用外部研发资源优势，先后与军事医学科学院等国内多家科研机构开展产学研合作，进行关键技术和产品的联合开发。2022 年至 2023 年 7 月中旬，中关村旗下北京华素、山东华素、多多药业、华素生物，及山东华素健康护理品等公司合计获得专利 23 项，其中发明专利达 18 项。

图表 20 公司主要科研平台

名称	研究领域
三大研发中心	涵盖化学原料药、制剂及临床研究于一体，配备了从小试、中试到大生产全链条的仪器设备，拥有多年仿制药开发、一致性评价及创新药研究的经验，拥有多项发明专利。其中，北京华素 2006 年被认定为企业技术中心，2019 年入选中国药品研发综合实力 100 强。
苏雅医药药物代谢平台	由中关村发起设立，作为军事医学科学院毒物药物研究所国家级新药研发平台的代谢平台而成立。2021 年，通过中国合格评定国家认可委员会（CNAS）的评审，并取得其授予的实验室认可证书和认可决定书，实验室能力达到国际公认的第三方检测实验室标准。
生物医药研发中心	华素生物科技（北京）有限公司专注于从事人用疫苗类药物研发、生产和销售，致力于成为一家为消费者提供安全、有效、高品质疫苗产品的疫苗供应商，是中关村在生物制药领域的拓展延伸。2023 年，已取得“重组新型冠状病毒 S 蛋白三聚体及其制备方法与应用”发明专利，获得国家知识产权局颁发的发明专利证书。

资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

公司继续强化药品研发工作，重点推进仿制药一致性评价项目。2022年，北京华素的“盐酸羟考酮注射液”获得国家药品监督管理局核准签发的《药品注册证书》并正式上市销售，强化了公司原料药制剂一体化的优势。2022年8月，山东华素的“盐酸贝尼地平片”（规格：8mg）通过了仿制药质量和疗效一致性评价。另外，山东华素和多多药业还分别收到国家药监局签发的盐酸贝尼地平片（规格：2mg、4mg）一致性评价《受理通知书》和氨酚曲马多片一致性评价《受理通知书》。一致性评价的顺利过评，将进一步增强相关产品的市场竞争力，对公司未来的经营业绩产生积极的影响。

公司稳步推进生物医药创新项目。先后完成了细胞库相关检定以及临床申报样品的生产、检定和放行；制定了原液、半成品和成品质量标准，持续进行加速和长期稳定性研究。同时，开展了过敏、急毒和长毒等毒理评价、多种模式动物的药理、药效评价。以上研究的结果表明新研产品有效性、安全性和质量稳定性均符合预期。公司还加强相关知识产权建设与保护，申报发明专利2项，其中1项于2023年2月21日取得“重组新型冠状病毒S蛋白三聚体及其制备方法与应用”发明专利。公司未来将持续保持生物医药创新项目的投入，集中内、外部优势资源，推进项目工艺放大和验证。将积极与CDE进行沟通，推进相关临床批件的审批。完成生产基地的建设，为未来产品商业化做好准备。同时，预判未来流行的毒株，着手布局迭代产品。下一步，公司将以现有项目研发所搭建的重组疫苗和新佐剂技术平台为基础，以临床需求为导向，积极在创新型疫苗、新佐剂和新型递送系统等技术平台进行布局，开展多项创新型疫苗的研发工作。

图表 21 公司主要研发项目

主要研发项目	项目目的	项目进展	拟达到目标	预计对公司未来发展的影响
盐酸贝尼地平原料及片剂（一致性评价）	按照国家仿制药质量和疗效一致性评价的要求，与原料药进行对比研究。	原料药：2022年6月13日取得《化学原料药补充申请批准通知书》；8mg规格制剂：2022年8月3日取得《药品补充申请批准通知书》；2mg、4mg规格制剂：2022年9月30日取得《受理通知书》，现CDE审评审批中。	获得生产批件	通过仿制药质量和疗效一致性评价，提高产品质量，保障用药安全有效。
琥珀酸美托洛尔原料药	丰富公司心血管产品线，增加品种。	检验方法转移进行中，拟工艺验证及生产放大。	原料药登记备案	美托洛尔是一种选择性的β1受体阻滞剂，其对心脏β1受体产生作用所需剂量低于其对外周血管和支气管上的β2受体产生作用所需剂量。原料药的关键技术是实现“一锅法”生产。
格列吡嗪分散片（一致性评价）	按照国家仿制药质量和疗效一致性评价的要求，与原料药进行对比研究。	2023年7月3日取得《受理通知书》，现CDE审评审批中。	获得生产批件	通过仿制药质量和疗效一致性评价，提高产品质量，保障用药安全有效。
1-苄基-3-哌啶醇	实现盐酸贝尼地平关键物料1-苄基-3-哌啶醇的自产。	完成1-苄基-3-哌啶醇的中试工艺验证生产，稳定性研究进行中。	获批盐酸贝尼地平增加物料供应商	降低盐酸贝尼地平生产成本，保证物料供应和质量。

莫磺酸钠	开发新产品,丰富公司产品线,为牙膏生产提供药用级原料	立项、小试工艺研究。	获得生产批件	用药用级原料代替化工级原料,提高牙膏质量,降低牙膏生产成本。
氯酚曲马多片(一致性评价)	按照国家仿制药质量和疗效一致性评价的要求,与原研药品进行对比研究。	已递交发补资料,正进行技术审评。	获得生产批件	通过仿制药质量和疗效一致性评价,提高产品质量,保障用药安全有效。
蒙脱石散	开发新产品,丰富消化药系列产品。	正在进行技术审评。	获得生产批件	获批后将丰富消化药系列产品,提升竞争力。
盐酸曲马多注射液(一致性评价)	按照国家仿制药质量和疗效一致性评价的要求,与原研药品进行对比研究。	已完成小试研究,准备中试生产。	获得生产批件	通过仿制药质量和疗效一致性评价,提高产品质量,保障用药安全有效。
盐酸氨溴索注射液	开发新产品,丰富新适应症用药品。	已完成中试生产,准备开展工艺验证。	获得生产批件	获批后将丰富新适应症用药品,提升竞争力。
非布司他片	开发新产品,丰富新适应症用药品。	处于处方工艺研究和小试阶段研究。	获得生产批件	获批后将丰富新适应症用药品,提升竞争力。
富马酸比索洛尔片(含量测定检验方法变更)	优化含量测定检测方法,提升检验效率	完成全部研究,5月申报CDE,9月通过北京市药检所标准复核。	获得补充备案	提升工作效率,减少仪器、试剂的使用,降低成本。
盐酸羟考酮缓释片	公司镇痛产品线品种补充	正在进行10mg/40mg两个规格的小试研究。	获得生产批件	丰富公司镇痛产品线,提高晚期癌症病人的生活质量,满足市场用药需求。
联苯苄唑原料药	联苯苄唑为公司OTC主要产品孚琪的原料药,长期以来实行外采。由于供应商少,为解决外购原料药质量及供货周期等对生产的影响,自行申报生产联苯苄唑原料药。	已完成第二次发补研究答复资料递交,目前CDE技术审评中。	获得生产批件	高标准的原料药保证制剂的高质量;按需生产,满足市场需求。
盐酸纳曲酮原料药	按照国家仿制药质量和疗效一致性评价的要求,与原研药品进行对比研究,同时增加酒精依赖适应症,同步进行原料药的工艺路线变更研究。	完成小试研究。	原料药登记备案(A)	纳曲酮能够有效的减少毒品中毒患者的戒断反应及有效的预防复吸,减少由吸毒所导致的对人体的毒性作用及精神障碍,同时增加酒精依赖适应症,减少由于吸毒和酒依赖给家庭和社会带来的危害,具有重要的社会意义。
盐酸纳曲酮片(一致性评价)	按照国家仿制药质量和疗效一致性评价的要求,与原研药品进行对比研究,同时增加酒精依赖适应症,同步进行原料药的工艺路线变更研究。	进行相关药学研究工作。	获得生产批件	纳曲酮能够有效的减少毒品中毒患者的戒断反应及有效的预防复吸,减少由吸毒所导致的对人体的毒性作用及精神障碍,同时增加酒精依赖适应症,减少由于吸毒和酒依赖给家庭和社会带来的危害,具有重要的社会意义。

知母皂苷 BII 项目	创新药物,增加老龄人群用药的选择性,丰富公司产品线。	中药 I 类新药知母皂苷 BII 及胶囊正在进行 I 期临床单次给药研究。	获得生产批件	随着人口老龄化,该产品的开发将有广泛的市场前景和社会效应。
氨酚羟考酮片	公司镇痛产品线品种补充。	已完成中试研究。	获得生产批件	丰富公司镇痛产品线,满足市场用药需求。
甲磺酸托烷司琼注射液变更规格	进行变更规格的补充申请。	CDE 技术审评中。获得生产批件	获得生产批件	与原研规格一致,保证用药安全及疗效。
盐酸纳洛酮注射液 (一致性评价)	按照国家仿制药质量和疗效一致性评价的要求,与原研药品进行对比研究。	启动一致性评价小试研究相关工作。	获得生产批件	通过一致性评价,满足集采需求,提升产品竞争力,扩大市场。

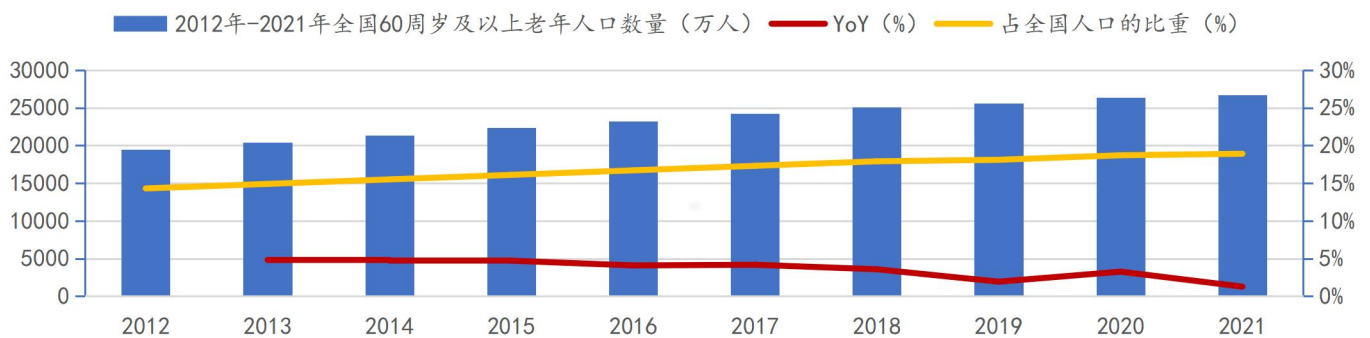
资料来源:公司年报,华安证券研究所

3 人口老龄化加剧,公司养老业务市场前景广阔

3.1 老龄人口数量增长,推动企业养老服务市场需求提升

我国老年人口数量不断提升,养老服务需求增长。2012-2021 年,我国 60 周岁及以上老年人口数量逐年提升。2012 年,全国 60 周岁及以上老年人口 19437 万人,占总人口的 14.3%;全国 65 周岁及以上老年人口 12777 万人,占总人口的 9.4%;增长至 2021 年,全国 60 周岁及以上老年人口 26736 万人,占总人口的 18.9%;全国 65 周岁及以上老年人口 20056 万人,占总人口的 14.2%。2021 年 12 月 30 日,国务院印发《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》进一步推进我国老龄事业发展。截至 2021 年末,在全国城乡社区获得健康管理服务的 65 周岁及以上老年人达到 11941.2 万。未来随着老龄人口占比不断提升,我国养老服务需求将会加速增长。

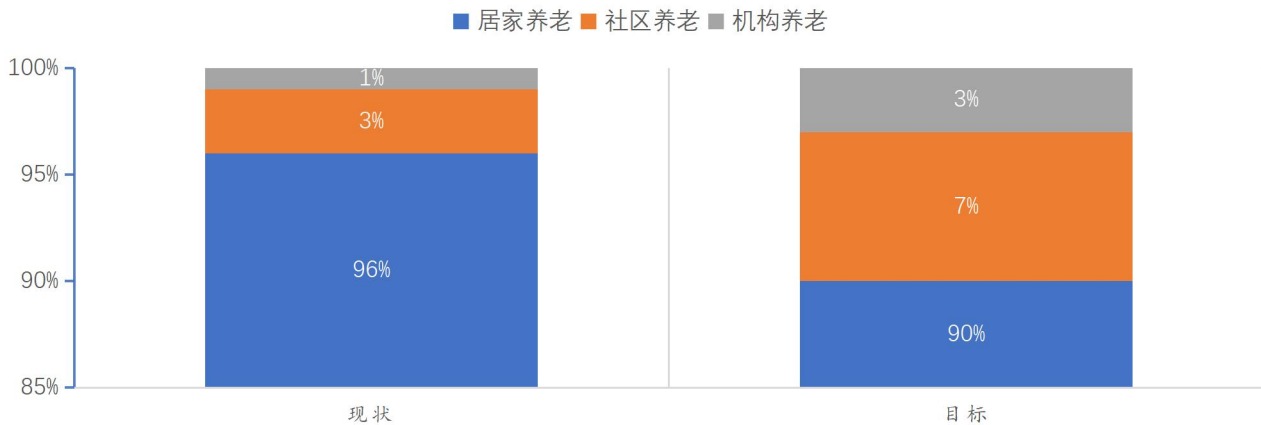
图表 22 2012 年-2021 年全国 60 周岁及以上老年人口数量及占全国总人口比重 (万人, %)



资料来源:2021 年度国家老龄事业发展公报,华安证券研究所

目前企业养老服务供给仍不能满足市场需求。国务院推行的养老模式主要为“9073”模式,即 90%的老年人由家庭自我照顾,7%享受社区居家养老服务,3%享受机构养老服务。2021 年,我国的养老模式结构为居家养老占市场份额 96%,社区养老占 3%,机构养老占 1%,距离我国提出的“9073”模式结构尚有差距。社区养老和机构养老还有较大的市场增长空间。

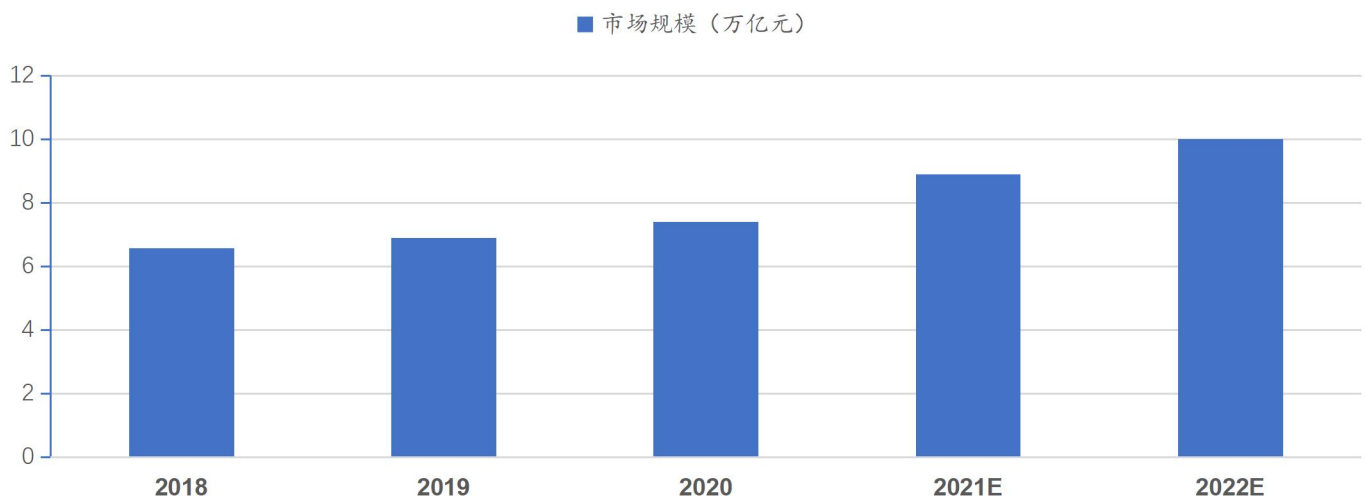
图表 23 2021 年我国养老模式结构发展情况 (%)



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

中国养老市场目前处于快速增长阶段。2020年中国养老市场规模已超7万亿元。由于我国人口老龄化加剧和中产阶级养老意识的逐渐扩大，对养老服务需求将进一步提升。养老市场未来增长潜力大，预计将突破10万亿元人民币规模。

图表 24 2018-2022 年中国养老产业市场规模及预测（万亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

3.2 公司养老服务体系健全，品牌影响力逐步扩大

公司逐步完善新型养老服务体系。养老事业是中关村医药大健康战略的重要组成部分。公司养老业务以“内强素质、外树形象、积极拓展、夯实基础求发展”为经营理念，在管理提升和业务拓展方面持续发力，围绕市场拓展、强化品牌、医养结合、打造标杆项目、提升实力等方面快速发展。逐步完善以基础养老为根基，医养结合和康养保健为两翼，异地康养为拓展的全生命周期的养老服务体系。2022年公司养老业务实现营业收入1.20亿元，较去年同期增长134.23%，占上市公司整体营业收入近6%。

公司“久久泰和”品牌影响力不断扩大。公司所属久久泰和业务涉足养老服务、中医医院、康养、旅居等业务领域。截至2021年末，公司养老床位已经达到2000

余张，业务规模在北京市名列前茅，有着较强的品牌影响力。旗下久久泰和所属“纳兰园”2021年通过北京市养老服务质量星级评定委员会的评定，取得“四星级养老服务机构”。久久泰和在2020年和2021年连续两年荣获“年度北京‘金口碑’品牌实力养老集团”称号；同时，通过北京日报、北京晚报投票评选，久久泰和被评为“2021年度北京市具有公信力养老连锁机构”和“2022年度十大影响力康养品牌”的称号。另外，泰和中医院已获得北京市海淀区卫生健康委员会颁发的《医疗机构执业许可证》；目前，泰和中医院已被纳入北京市基本医疗保险定点机构，并获评二级医院，有利于医养结合业务模式向纵深发展，完善康养战略布局。

图表 25 公司久久泰和中医医院示意图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测与估值分析

生物医药板块，公司核心产品“元治”预计在2024-2025年会持续放量，如果进入基药目录将会加速放量，为公司带来较大的收入增长；养老健康板块，公司经营的养老社区入住率预计在2024-2025年能大幅提升。

图表 26 业绩拆分（百万元）

			2022A	2023E	2024E	2025E
百万元	营业收入		2,060	2,320	2,559	2,877
		(+/-%)	5.3%	12.6%	10.3%	12.4%
	营业成本		873	1,035	1,130	1,243
		毛利率	57.6%	55.0%	55.1%	55.9%
	一、 生物医药		1,497	1,675	1,836	2,083
		YOY	10.4%	11.9%	9.6%	13.4%
		占公司收入百分比	72.7%	72.2%	71.7%	72.4%
		毛利率	73.4%	72.5%	72.5%	72.5%
	二、 混凝土		336	353	370	389
		YOY	-25.3%	5.0%	5.0%	5.0%

		占公司收入百分比	16.3%	15.2%	14.5%	13.5%
		毛利率	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
	三、 养老健康		120	180	234	281
		YOY	134.2%	50.0%	30.0%	20.0%
		占公司收入百分比	5.8%	7.8%	9.2%	9.8%
		毛利率	-1.1%	-1.0%	5.0%	10.0%
	四、 其它		107	112	118	124
		YOY	8.4%	5.0%	5.0%	5.0%
		占公司收入百分比	5.2%	4.8%	4.6%	4.3%
		毛利率	40.5%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源: ifind, 华安证券研究所

我们选取了申万行业分类中与中关村同属化学制剂(三级)分类下的, 2023年7月27日市值在45-90亿元, 2022年营业收入在20-23.5亿元规模的3家可比公司: 九典制药、华特达因和江苏吴中, 截止2023年8月2日, 一致预测显示可比公司2023-2025年平均净利润为3.58/4.84/6.25亿元, PE为60X/22X/16X; 我们预测中关村2023-2025年净利润为-0.33/0.45/1.10亿元, 2024-2025年PE为102X/42X。

图表 27 可比估值

	股票 代码	股票 名称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
可比公司	000915.SZ	华特达因	83	5.27	6.77	8.42	10.30	20	12	10	8
	300705.SZ	九典制药	84	2.70	3.59	4.78	6.26	31	21	15	12
	600200.SH	江苏吴中	54	-0.76	0.37	1.33	2.18	-	147	40	24
		平均值	75	2.40	3.58	4.84	6.25	26	60	22	16
公司	000931.SZ	中关村	46	-0.43	-0.33	0.45	1.10	-	-	102	42

资料来源: ifind (一致预测; 2023/8/2), 华安证券研究所

4.2 投资逻辑与建议

二十年转型升级, 医药大健康稳步行。

北京中关村科技发展(控股)股份有限公司于1999年成立并在深交所挂牌上市。公司以医药大健康为发展核心, 在医药、健康、养老、投资四大板块拥有十多家理念先进和具有行业竞争力的高品质企业。目前公司已拥有“华素片”、“飞赛乐”、“博苏”及“元治”等广受消费者知晓的产品, 在口腔领域、晕动领域和心血管领域具有较强的品牌认知度。2021年, 公司调整发展战略, 定位进一步聚焦, 拟建立专注医药领域的创新型医药产业集团。

核心心血管类产品助力公司营收, 未来销量有望更上一层楼。

高血压作为心血管疾病的主要危险因素，其患病率在近年来呈上升趋势，相关药品需求量持续增长。公司主力产品富马酸比索洛尔片（商品名：博苏）为国内首款仿制药，在 β -受体阻滞剂领域市场份额稳居前列，2021年和2022年“博苏”销售数量分别同比增长近17.50%和近25%。

公司战略产品盐酸贝尼地平片（注册商标：元治）在临床上表现出较好的降压以及脏器保护作用，具有较高的安全性。“元治”终端销售增长表现十分突出，市场高度认可。2022年8月，“元治”（规格：8mg）通过了仿制药质量和疗效一致性评价；“元治”其他两个规格2mg和4mg的一致性评价申请亦获得国家药品监督管理局受理，现处于审评审批阶段。

口腔大健康板块品类丰富，“华素”品牌化推广引领新增长。

依托全国驰名商标“华素”品牌，西地碘含片（商品名：华素片）具有自主知识产权和较高的品牌知名度。同时公司相继推出大健康系列牙膏及口腔抑菌液等产品。2021年，公司大健康产品“华素愈创”漱口水产品荣获中国大健康产业（西湖）论坛“最受药店欢迎的明星单品奖”。公司将积极探索大健康产品的创新性营销模式，借力“华素”品牌进行品牌持续推广和拉升。

深耕医药创新，谋求公司发展新动力。

公司在2021年进一步将发展战略聚焦于医药创新，目前在北京市、山东省威海市和黑龙江省佳木斯市设立三个研发中心，在新品种研发、老品种深度开发、工艺优化、专利申报注册等方面卓有成效。其中公司于2023年2月21日取得“重组新型冠状病毒S蛋白三聚体及其制备方法与应用”发明专利。

公司养老服务体系健全，品牌影响力逐步扩大。

公司逐步完善以基础养老为根基，医养结合和康养保健为两翼，异地康养为拓展的全生命周期的养老服务体系。截至2021年末，公司养老床位已经达到2000余张，业务规模在北京市名列前茅，有着较强的品牌影响力。公司久久泰和养老业务荣获“2021年度北京具有公信力养老连锁机构”和“2022年度十大影响力康养品牌”的称号。目前，公司所属泰和中医院已被纳入北京市基本医疗保险定点机构，有利于医养结合业务模式向纵深发展，完善康养战略布局。

投资建议

我们预计公司2023~2025年收入分别为23.2/25.59/28.77亿元，分别同比增长12.6%/10.3%/12.4%，归母净利润分别为-0.33/0.45/1.10亿元，分别同比增长22.8%/236.2%/144.6%，2024~2025对应估值为102X/42X。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

风险提示：

- **药品降价风险：**

公司主要产品进入国家及地方性集采，导致药品价格下降和销售区域减少，对企业的收入和利润产生重要影响。
- **生产管理风险：**

原材料、设备、技术人员、生产工艺及生产组织等方面难以预料，导致企业生产无法按预定成本完成生产计划的风险。
- **产品风险：**

企业由于产品外形工艺、功能质量、上市时机、市场定位以及成熟度等因素给产品在设计、生产、销售中可能带来的风险等。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1458	1549	1987	2448	营业收入	2060	2320	2559	2877
现金	121	3	316	583	营业成本	873	1043	1148	1268
应收账款	874	1038	1115	1270	营业税金及附加	33	47	48	56
其他应收款	22	46	39	50	销售费用	716	773	850	952
预付账款	60	56	70	73	管理费用	210	255	264	302
存货	248	274	314	340	财务费用	64	13	17	20
其他流动资产	133	132	133	133	资产减值损失	-28	0	0	0
非流动资产	2084	2043	2004	1960	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	9	9	9	9	投资净收益	0	1	1	1
固定资产	889	876	860	840	营业利润	-9	-11	63	119
无形资产	122	114	107	100	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	1064	1044	1028	1012	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	3543	3592	3991	4408	利润总额	-8	-11	63	119
流动负债	1306	1388	1749	2075	所得税	22	22	25	27
短期借款	400	346	597	825	净利润	-30	-33	38	91
应付账款	310	404	426	471	少数股东损益	13	0	-7	-19
其他流动负债	596	637	726	780	归属母公司净利润	-43	-33	45	110
非流动负债	564	564	564	564	EBITDA	277	73	148	208
长期借款	160	160	160	160	EPS (元)	-0.06	-0.04	0.06	0.15
其他非流动负债	405	405	405	405					
负债合计	1870	1952	2314	2640					
少数股东权益	190	190	183	164					
股本	753	753	753	753					
资本公积	1576	1576	1576	1576					
留存收益	-847	-880	-835	-725					
归属母公司股东权益	1482	1449	1494	1604					
负债和股东权益	3543	3592	3991	4408					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	184	-12	118	99	成长能力				
净利润	-43	-33	45	110	营业收入	5.3%	12.6%	10.3%	12.4%
折旧摊销	171	81	79	82	营业利润	88.4%	-23.9%	676.4%	88.0%
财务费用	64	14	17	24	归属于母公司净利	62.4%	22.8%	236.2%	144.6%
投资损失	0	-1	-1	-1	获利能力				
营运资金变动	-79	-73	-15	-96	毛利率 (%)	57.6%	55.0%	55.1%	55.9%
其他经营现金流	107	41	53	188	净利率 (%)	-2.1%	-1.4%	1.8%	3.8%
投资活动现金流	-66	-39	-39	-37	ROE (%)	-2.9%	-2.3%	3.0%	6.9%
资本支出	-64	-40	-40	-37	ROIC (%)	14.6%	-0.9%	1.5%	3.1%
长期投资	-3	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	1	1	1	1	资产负债率 (%)	52.8%	54.4%	58.0%	59.9%
筹资活动现金流	-164	-68	234	204	净负债比率 (%)	111.9%	119.1%	137.9%	149.3%
短期借款	-53	-54	251	228	流动比率	1.12	1.12	1.14	1.18
长期借款	102	0	0	0	速动比率	0.88	0.88	0.92	0.98
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.65	0.64	0.65
其他筹资现金流	-213	-14	-17	-24	应收账款周转率	2.36	2.24	2.29	2.27
现金净增加额	-46	-119	313	267	应付账款周转率	2.81	2.58	2.69	2.69
					每股指标 (元)				
					每股收益	-0.06	-0.04	0.06	0.15
					每股经营现金流薄)	0.24	-0.02	0.16	0.13
					每股净资产	1.97	1.92	1.98	2.13
					估值比率				
					P/E	—	—	101.69	41.58
					P/B	3.13	3.16	3.06	2.85
					EV/EBITDA	19.83	75.31	36.71	26.02

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李昌幸，医药分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。