

## 剥离亏损资产聚焦医药大健康迎重生

2016.02.02

王亮(分析师)

唐爱金(研究助理)

陈顺(研究助理)

电话: 010-57385534

020-88836115

020-88836120

邮箱: wangl\_a@gzgzs.com.cn

tangaij@gzgzs.com.cn

chenshun@gzgzs.com.cn

执业编号: A1310514080002

强烈推荐(首次)

现价: 8.39

目标价: 11

股价空间: 31%

生物医药行业

## 投资逻辑:

● **剥离亏损资产聚焦医药,业绩迎反转:** 公司自2012年6月出售中关村软件46%股权开始逐步剥离亏损业务,2014年出售连续四年亏损的中关村建设90%股权;2015年3.91亿出售中科霄云100%股权来回笼资金,中科霄云账面价值1.9亿,此次交易投资收益2.01亿元,同时减少亏损近400万,2015年公司投资收益2.06亿,表观业绩得以改善,预计公司2016年迎来业绩拐点。

● **多次外延并购打造医药平台,定增加码医药完善大健康布局** (1) 华素制药前身为军事医学科学院(以下简称:军科院)毒物药物研究所附属实验药厂,公司1999年收购后变更为华素制药,其依托军事医学科学院,不断推出新药,拥有国家一类新药2个,二类新药5个,产品集中在心血管、神经和OTC类,如治疗口腔溃疡的华素片、降高血压比索洛尔、晕车药飞塞乐;(2) 2013年9月公司与华夏药业合作,共同设立山东华素制药,公司占80%股权,并1亿元对价购买盐酸贝尼地平片、格列吡嗪等高血压药,公司已经介入营业,山东华素1亿收入规模在16-17年有望并表,2015年,公司收购了山东华素剩余20%股权;(3) 2015年12月公司以3.1亿收购多多药业78.82%股权,其拥有143个批文,涉及神经镇痛、妇科类、及呼吸系统用药;(4) 2016年1月13日,公司定增获得证监会审核通过,拟募资不超过7.1亿,发行底价8.57元/股,控股股东国美控股承诺认购4亿元,锁定期36个月,彰显转型决心和对未来信心。定增资金除归还借款外,主要用于加码医药板块,如与军科院毒物药物研究所共建药物代谢平台;(5) 公司表示未来有望再次融资,外延切入体外诊断、特色专科医院以及重服务的高端养老产业布局大健康领域。到2019年争取实现大健康的非医药收入规模超过医药收入规模。

● **产品梯队布局完善,助力业绩稳步增长。** 1) 华素制药的博苏片、华素片及飞赛乐三大明星产品保证医药业务板块稳定增长,博苏2015Q3营收1.27亿,占营收18.53%,增速超20%;华素片是治疗口腔溃疡的知名龙头品牌,市占率50%;飞赛乐是军科院研制的新一代晕车药,起效快安全持久,增速达30%。2) 华素愈创牙膏、盐酸贝尼地平片有望奠定业绩二次腾飞坚实基础;3) 收购多多药业进一步丰富品种,神经精神类曲马多系列和妇科五加生化胶囊、克林霉素磷酸酯阴道凝胶市场前景看好。

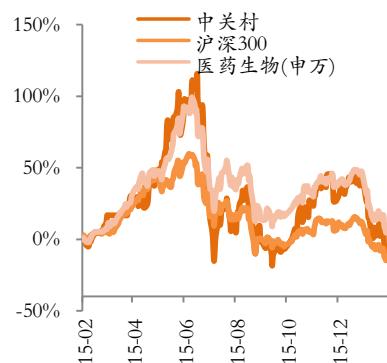
● **牵手军科院共建研发平台,在研储备产品丰富。** 与军科院放射与辐射医学研究所合作研发知母皂苷B II(治疗老年痴呆症);购买军科院毒物药物研究所治疗氯化物中毒原军用药;与军科院毒物药物研究所合作共建药物代谢平台,与军科院共用同位素实验室,并深入合作,以军科院为后盾研发有保障;公司在研产品丰富,有用于镇痛的盐酸羟吗啡酮及片、氨酚羟考酮片,用于治疗高血压、心绞痛等心血管疾病的β肾上腺素受体阻滞剂琥珀酸美托洛尔及缓释片等;1月29日,公司2013年11月12日申报的盐酸羟吗啡酮及片获得临床批件,该产品在国内尚无申报与生产单位,2014年全球市场近2亿美元。

**盈利预测:** 暂不考虑公司剩余约10亿资产剥离的收益,测算公司2015~2017年对应EPS为0.24、0.11、0.16元,对应当前股价PE分别为36x、77x、54x。考虑到公司内生+外延齐头并进转型聚焦大健康产业的强烈决心,首次覆盖,给予“强烈推荐”评级,目标价11元。

**风险提示:** 新产品推广不及预期、多多药业整合不达预期

| 主要财务指标    | 2014    | 2015E    | 2016E   | 2017E   |
|-----------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 3034.20 | 890.20   | 1290.00 | 1546.50 |
| 同比(%)     | -15.84% | -70.66%  | 44.91%  | 19.88%  |
| 归母净利(百万元) | 13.75   | 159.41   | 73.56   | 105.00  |
| 同比(%)     | -       | 1059.29% | -53.86% | 42.74%  |
| ROE(%)    | 2.07%   | 20.65%   | 8.24%   | 10.60%  |
| 每股收益(元)   | 0.02    | 0.24     | 0.11    | 0.16    |
| P/E       | 297.26  | 35.52    | 76.97   | 53.92   |
| P/B       | 6.51    | 7.19     | 6.57    | 5.86    |
| EV/EBITDA | 44.87   | 18.47    | 31.24   | 24.86   |

## 股价走势



## 股价表现

| 涨跌(%) | 1M     | 3M     | 6M     |
|-------|--------|--------|--------|
| 中关村   | -36.06 | -25.64 | -23.03 |
| 医药生物  | -26.41 | -17.37 | -23.42 |
| 沪深300 | -22.24 | -16.29 | -24.98 |

## 基本资料

|         |        |
|---------|--------|
| 总市值(亿元) | 56.62  |
| 总股本(亿股) | 6.75   |
| 流通股比例   | 97.81% |
| 资产负债率   | 65.08% |
| 大股东     | 国美控股   |
| 大股东持股比例 | 24.23% |

## 目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1、剥离资产转型医药大健康，迎业绩反转 .....</b>       | <b>4</b>  |
| 1.1 公司股权与业务概况 .....                    | 4         |
| 1.2 剥离亏损资产，聚焦医药大健康 .....               | 4         |
| 1.3 重整后主业清晰，业绩迎拐点 .....                | 5         |
| <b>2、多次外延并购打造优质医药平台，逐步完善大健康布局.....</b> | <b>7</b>  |
| 2.1 华素制药：军事资产华丽变身 .....                | 7         |
| 2.2 结盟华夏药业，山东有望成公司医药生产基地.....          | 7         |
| 2.3 收购多多制药增厚业绩，再次拉开外延序幕 .....          | 8         |
| 2.4.大股东参与定增加码医药，进一步夯实实力 .....          | 9         |
| 2.4.1 大股东参与定增加码医药，彰显转型决心与信心 .....      | 9         |
| 2.4.2 未来融资或再续，完善大健康产业布局.....           | 9         |
| <b>3.产品梯队布局完善，助力业绩稳步增长 .....</b>       | <b>10</b> |
| 3.1 明星产品领跑市场 .....                     | 10        |
| 3.2 新产品奠定业绩二次腾飞基础 .....                | 11        |
| 3.2.1 大健康系列产品华素愈创牙膏有望放量.....           | 11        |
| 3.2.2 盐酸贝尼地平有望成为华素的重磅品种 .....          | 11        |
| 3.3 协同多多药业镇痛及妇科品种，进一步增厚业绩 .....        | 12        |
| <b>4.牵手军科院共建研发平台，在研储备产品丰富 .....</b>    | <b>14</b> |
| 4.1 以军事医学科学院为科研后盾，研发实力有保障 .....        | 14        |
| 4.2 研发中心建设有序，成果丰硕 .....                | 15        |
| 4.3 在研产品储备丰富，喜闻首仿药获临床批件 .....          | 16        |
| <b>5、盈利预测 .....</b>                    | <b>17</b> |
| <b>6、风险提示 .....</b>                    | <b>18</b> |

## 图表目录

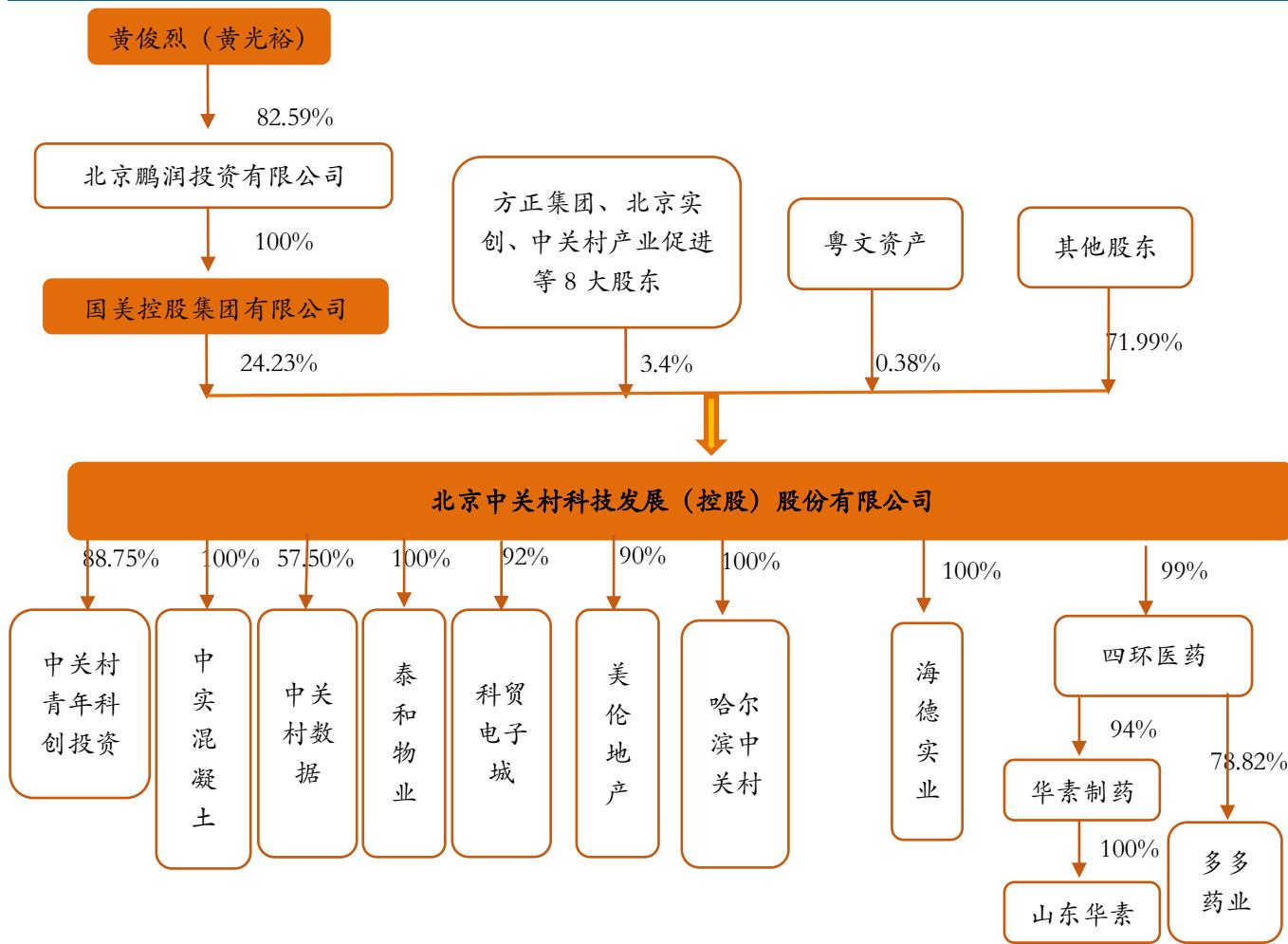
|  |    |
|--|----|
| 图表 1 : 公司股权结构与子公司布局图 .....                 | 4  |
| 图表 2 : 近年资产出售及公司注销情况 .....                 | 5  |
| 图表 3 : 收入 ( 百万元 ) 及增长率 ( % ) .....         | 5  |
| 图表 4 : 归母净利 ( 百万元 ) 及增长率 ( % ) .....       | 5  |
| 图表 5 : 公司各产品营收占比结构 ( 2012-2015Q3 ) .....   | 6  |
| 图表 6 : 公司四大主业及综合毛利率变化情况 .....              | 6  |
| 图表 7 : 公司近年三项期间费用率情况 ( % ) .....           | 6  |
| 图表 8 : 华素制药产品线 .....                       | 7  |
| 图表 10 : 结盟华夏设立山东华素子公司 .....                | 7  |
| 图表 11 : 四环制药收购多多制药 80% 股权 .....            | 8  |
| 图表 12 : 多多药业营业收入 ( 百万元 , 2013-2015 ) ..... | 9  |
| 图表 13 : 归母净利 ( 百万元 , 2013-2015 ) .....     | 9  |
| 图表 14 : 定增夯实华素制药实力 .....                   | 9  |
| 图表 15 : 2014 年城市公立医院西地碘片竞争格局 .....         | 10 |
| 图表 16 : 2014 零售终端口腔溃疡类药物市场格局 .....         | 10 |
| 图表 17 : 城市公立医院比索洛尔市场规模及增速 .....            | 10 |
| 图表 18 : 2014 城市公立医院比索洛尔市场 .....            | 10 |
| 图表 19 : 钙离子拮抗剂作用机理 .....                   | 11 |
| 图表 20 : 贝尼地平三通道阻滞作用 .....                  | 11 |
| 图表 21 : 贝尼地平具有三通道阻滞作用 , 临床表现优秀 .....       | 11 |
| 图表 22 : 城市公立医院贝尼地平市场规模及增速 .....            | 12 |
| 图表 23 : 2014 城市公立医院贝尼地平市场格局 .....          | 12 |
| 图表 24 : 多多药业主要产品 ( 业务 ) 一览表 .....          | 12 |
| 图表 25 : 多多药业主要产品营收占比 ( 2013-2015H1 ) ..... | 13 |
| 图表 26 : 主要产品毛利率稳中有升 .....                  | 14 |
| 图表 27 : 与军科院合作事项 .....                     | 14 |
| 图表 28 : 华素制药研发中心结构 .....                   | 15 |
| 图表 29 : 近年来的主要研发成果 .....                   | 15 |
| 图表 30 : 在研产品门类齐全、梯队合理 .....                | 16 |
| 图表 31 : 公司主要产品 ( 业务 ) 营收预测 ( 百万元 ) .....   | 17 |

## 1、剥离资产转型医药大健康，迎业绩反转

### 1.1 公司股权与业务概况

公司于1999年6月在国务院批准北京市政府建设中关村科技园区的背景下设立，于1999年7月在深交所挂牌上市。公司于2007年完成股权分置改革，国美控股（鹏泰投资）广东粤文和海源控股合计持有公司32.75%股权，2010年，海源控股先后将所持股权过户给国美控股与广东粤文，目前国美控股持有公司24.23%的股份，是公司控股股东。实际控制人为持有82.59%的鹏润投资公司的黄俊烈。

图表1：公司股权结构与子公司布局图



资料来源：公司公告、广证恒生

公司以集团控股模式，通过设立不同子公司来实现多元化经营，主要业务从最初的信息通信、开发建设、生物制药、金融投资五大板块到目前科技地产和生物医药两大领域。建安施工和房地产业务曾是公司营收、净利的主要来源，房地产业务由于行业景气度持续下行公司目前仅有哈尔滨中关村等少数项目，处于积极去库存阶段，旗下中实混凝土有一定品牌知名度且拥有优质的客户资源，仍是公司重要的利润来源。医药业务依托旗下企业北京华素制药股份有限公司，强化与军事医学科学院研发和孵化器合作，2013年与华夏药业在成立山东华素制药，并以1亿元对价收购华夏药业旗下的盐酸贝尼地平、盐酸贝尼地平片（商品名：元治）等药物，2015年12月公告收购多多药业，不断加大对医药板块投入。

### 1.2 剥离亏损资产，聚焦医药大健康

由于不良贷款率高，2006-2007年公司面临生存危机，管理层调整战略，通过调整业务，逐步剥离亏损资产，到2013年公司基本解决不良贷款担保问题，初具转型条件。2014-2015年加快转型，通过出售资产，解决债务问题，回笼资金聚焦医药大健康。

图表2：近年资产出售及公司注销情况

| 公司名   | 时间       | 事件                       | 原因   |
|-------|----------|--------------------------|--|
| 中关村软件 | 2012年7月  | 200万出售46%股权              | 公司成立以来除2007-2008略有盈利，其余年度均不同程度的亏损，财务状况恶化，资不抵债。   |
| 中关村建设 | 2014年12月 | 出售90%股权，交易价格0元           | 公司自2010年以来连续经营亏损，严重拖累公司经营业绩，出售资产有利于公司集中资源发展优势产业。                                       |
| 中科霄云  | 2015年5月  | 3.7亿出售95%股权给北京锦秋知春房产开发公司 | 由于受地段、交通、经营策略影响，空置率较高，公司2013年亏损525.49万元，2014年亏损379.97万元。出售有利于降低财务费用，减少资金压力；盘活存量资金投资主业。 |
| 中科霄云  | 2015年7月  | 2110万元出售剩下5%股权           | 进一步优化资产结构，盘活存量资产，回笼资金，聚焦主业。  |
| 成都中关村 | 2015年12月 | 注销成都中关村                  | 公司目前无实际业务发生，且较长时期内公司在成都无新拓展房地产项目计划。为降低运营成本，规避经营风险拟注销。                                  |

资料来源：公司公告，广证恒生

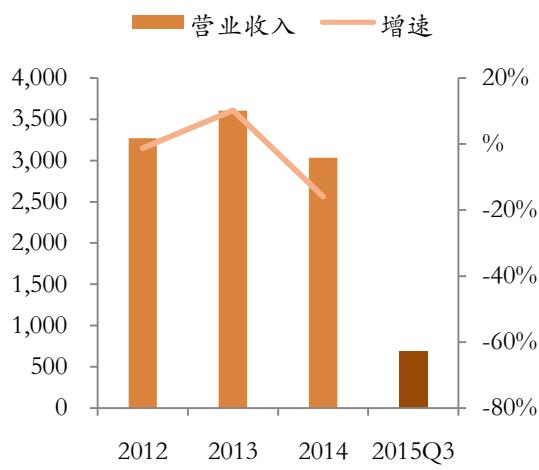
战略聚焦医药板块，未来逐步处置房地产相关资产，资金投入医药板块。2015年9月17日，经公司第五届董事会2015年度第十二次临时会议审议通过，公司发布了《关于调整公司发展战略的公告》。公司将以“医药大健康产业”为核心构建公司未来业务，并将其作为公司战略产业发展方向。由于上述战略转型的需要，公司未来将以医药板块作为运营的核心，逐步处置房地产板块相关的资产，将回收的资金陆续投入到公司医药板块当中，医药板块的收入占公司营业收入的比例将逐步增加。

公司看好医药大健康发展空间，于2013年年初在山东威海做医药业务尝试，与华夏药业在成立山东华素制药。

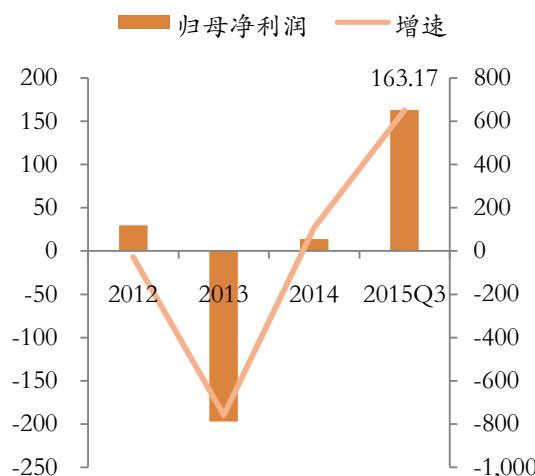
### 1.3 重整后主业清晰，业绩迎拐点

剥离亏损资产后，公司扭亏为盈，迎来业绩拐点。根据2015三季报，公司前三季度营业收入总共为6.84亿，与去年同期相比减少了62.60%；前三季度归母净利润1.632亿，同比增长651.35%。

图表3：收入（百万元）及增长率（%）



图表4：归母净利润（百万元）及增长率（%）



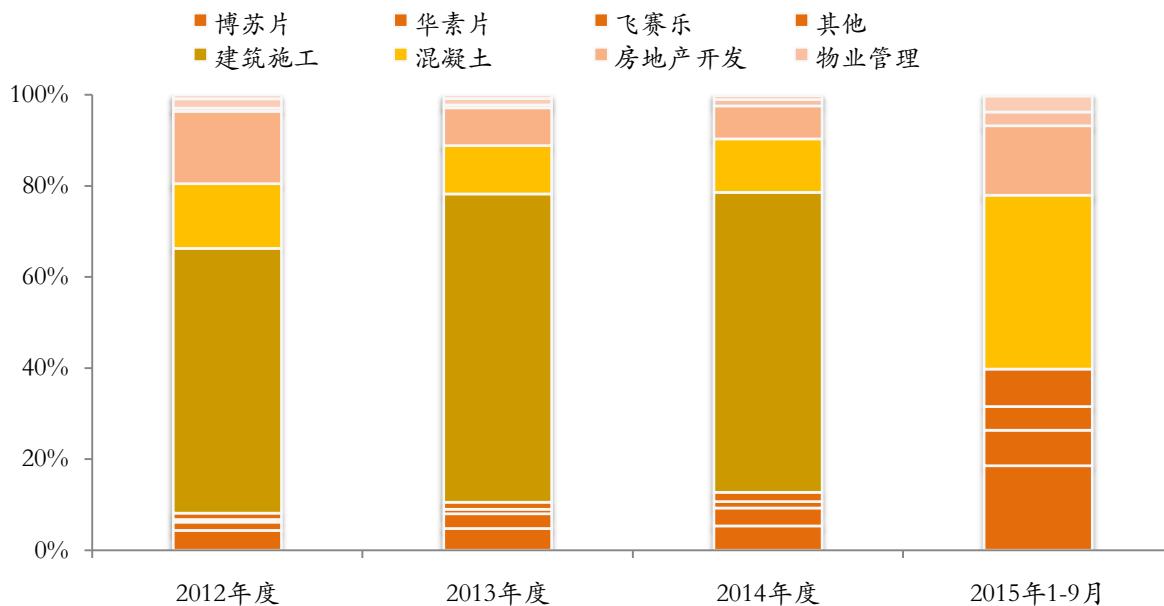
资料来源：公司财报，广证恒生

资料来源：公司财报，广证恒生

自2014年12月，公司出售子公司中关村建设后，混凝土及医药板块成为公司营收和净利的主要来源。

医药板块收入占公司营业收入的比例在40%左右，其中博苏片、华素片及飞赛乐三个品种的营业收入占比最高。最近三年及一期，公司营业收入的构成情况如下图所示：

图表5：公司各产品营收占比结构（2012-2015Q3）

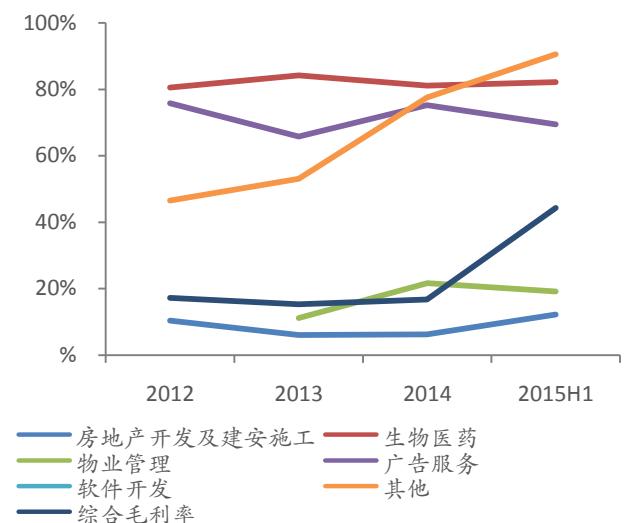


资料来源：公司公告、广证恒生

2015年上半年，公司主营业务主要包括建安施工、房地产开发、生物医药、物业服务、广告服务等。其中生物医药的营收达到最高1.628亿，且毛利率也为最高，达82.18%。而营收第一同时毛利率最低的建安施工营收增速为-81.98%。

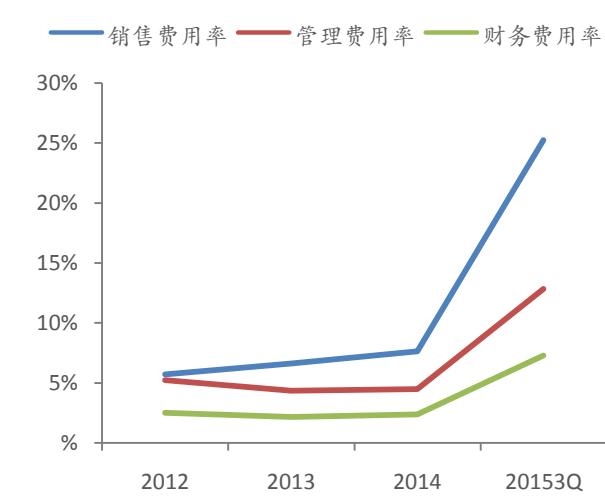
由于剥离资产收入规模大幅减小，公司的期间费用率表面上有所上升，但绝对值维持平稳。2015年Q3，销售费用为1.727亿，相比去年同期增加了13.19%；管理费用为8782万，相比去年同期减少了13.61%；财务费用为4988万，增速为-13.07%，主要系并购筹资，增加利息支出所致。且营业外支出同比去年增长86.31%，主要系处理固定资产损失。

图表6：公司四大主业及综合毛利率变化情况



资料来源：公司财报、广证恒生

图表7：公司近年三项期间费用率情况（%）



资料来源：公司财报、广证恒生

## 2、多次外延并购打造优质医药平台，逐步完善大健康布局

### 2.1 华素制药：军事资产华丽变身

华素制药为公司旗下优质制药平台。华素制药前身为军事医学科学院毒物药物研究所附属实验药厂，1989年注册为北京四环制药厂，1999年12月，被中关村科技出资收购并于2001年更名为四环医药科技股份有限公司，2007年再次更名为华素制药。华素制药产品线包括OTC及处方药两大类，目前拥有19种新药，包括国家一类新药2种，二类新药5种。在神经精神类、心血管类、口腔咽喉类药品生产、营销方面具有明显的竞争优势。

图表8：华素制药产品线

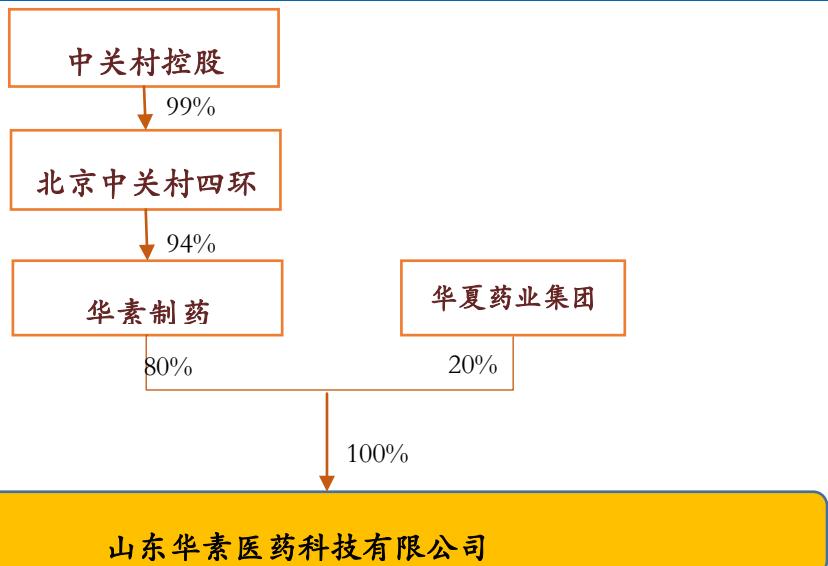
| 种类  | 适应症        | 名称                                  |
|-----|------------|-------------------------------------|
| OTC | 慢性咽喉炎、口腔溃疡 | 西地碘（华素片）                            |
|     | 晕车         | 盐酸苯环壬酯（飞赛乐）                         |
|     | 抗真菌、病毒     | 联苯苄唑（孚琪）、酞丁安（华太）                    |
| 处方药 | 高血压        | 富马酸比索洛尔（博苏）、石杉碱甲（忆诺）、盐酸纳洛酮（苏诺）      |
|     | 神经系统用药     | 盐酸丁螺环酮（苏新）、盐酸曲马多、盐酸二氢埃托啡、盐酸纳曲酮（诺欣生） |
|     | 抗肿瘤辅助用药    | 甲磺酸托烷司琼（舒欧亭）                        |

资料来源：公司公告，广证恒生

### 2.2 结盟华夏药业，山东有望成公司医药生产基地

2013年1月公司旗下子公司华素制药与华夏药业集团有限公司（华夏药业）共同投资设立了山东华素医药科技有限公司（山东华素），其中华素制药持有80%股权，华夏药业持有20%股权，2013年9月，山东华素再次以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—“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。2015年公司发布定增预案，拟收购山东华素剩余20%股权，交易完成后，山东华素成为华素制药的全资子公司，山东有望成为公司医药生产基地。

图表10：结盟华夏设立山东华素子公司（少数股东权益收购前的股权结构图）

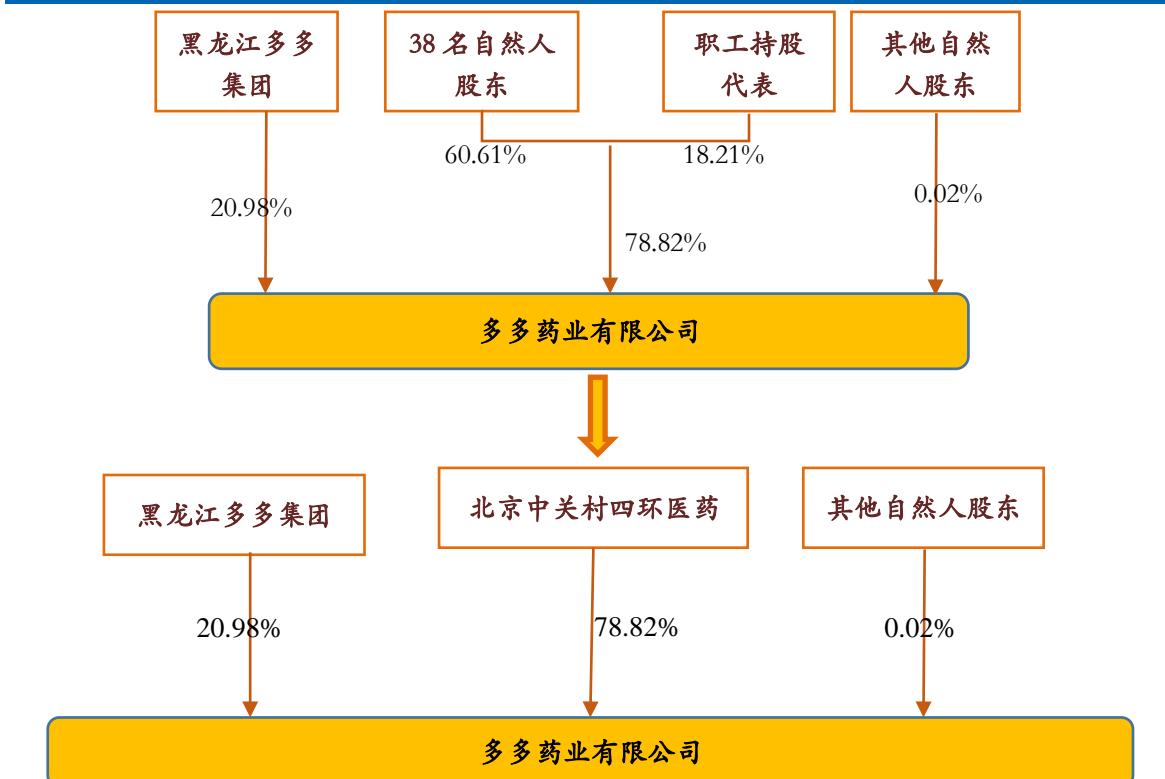


资料来源：公司公告，广证恒生

## 2.3 收购多多制药增厚业绩，再次拉开外延序幕

公司控股子公司北京中关村四环医药开发有限责任公司（以下简称：北京中关村四环医药）于 2015 年 12 月份以 3.09 亿从 38 名自然人股东和职工持股代表手中收购了多多药业 78.82% 的股权，目前已通过公司股东大会表决，2016 年 1 月完成股权过户手续。多多药业拥有药品批准文号 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。

图表 11：北京中关村四环医药收购多多制药 78.82% 股权

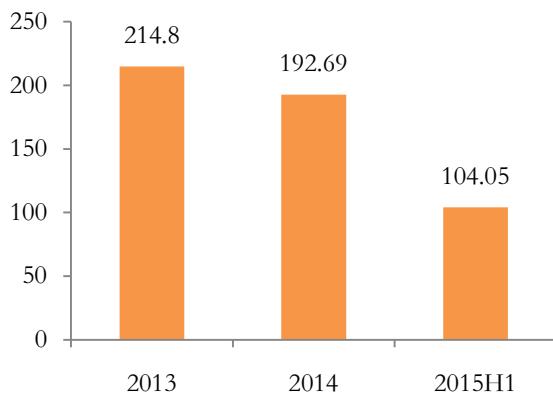


资料来源：公司公告，广证恒生

**渠道互补，业务协同。**收购多多药业有利于中关村和多多药业在采购、生产、药品研发及营销等方面形成协同效应，中关村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，为公司未来提升业务规模和盈利能力奠定了良好的产品基础。**渠道方面**，华素医药非处方类药物主要通过与重点连锁药店开展合作的方式进行销售，销售的重点区域集中在一二线城市，而多多药业非处方类产品销售网络主要集中在地市县三、四线城市。控股多多药业后，两家公司销售渠道将形成明显的互补效应，将明显提升营收及净利水平。

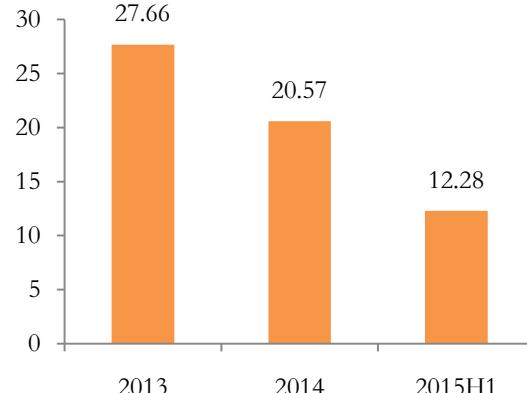
**业绩承诺，保障并购收益。**股权出让方 38 名自然人股东和 3 名职工持股代表承诺多多药业 2015-2017 年度的经审计的归属于母公司所有者的净利润分别不低于 2835 万元、3710 万元、4710 万元。2018 年 1-6 月期间经审计的归属于母公司所有者的净利润不低于 2630 万元。根据多多药业近三年的财务数据、结合各主要产品营收增速进行测算，承诺业绩大概率可以实现，不考虑增发因素影响，16-17 年将使每股收益分别增厚 0.05 元、0.06 元。

图表 12: 多多药业营业收入(百万元, 2013-2015)



资料来源：公司公告，广证恒生

图表 13: 归母净利 (百万元, 2013-2015)



资料来源：公司公告，广证恒生

## 2.4.大股东参与定增加码医药，进一步夯实实力

### 2.4.1 大股东参与定增加码医药，彰显转型决心与信心

**定增加码医药，夯实华素实力。**2016 年 1 月 13 日，公司拟非公开发行股票获得证监会审核通过。本次公司拟发行 8284.71 万股募资不超过 7.1 亿，发行价不低于 8.57 元/股，控股股东国美控股承诺认购 4 亿元，锁定期 36 个月，彰显转型决心和对未来信心。募资资金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，增强医药板块实力。

图表 14: 定增夯实华素制药实力

| 序号 | 用途                              | 金额 (万元) |
|----|---------------------------------|---------|
| 1  | 偿还控股股东国美控股借款本金                  | 19000   |
| 2  | 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   |
| 3  | 与军科院毒物药物研究所共建药物代谢平台             | 2100.89 |
| 4  | 盐酸苯环壬酯片和盐酸纳曲酮片增加新适应症项目          | 4950    |
| 5  | 收购子公司山东华素少数股东权益                 | 1500    |
| 6  | 山东华素原料药及固体口服制剂生产线建设             | 9422.04 |
| 7  | 华素制药品牌建设                        | 18000   |
| 8  | 补充流动资金                          | 2027.07 |

资料来源：公司公告，广证恒生

### 2.4.2 未来融资或再续，完善大健康产业布局

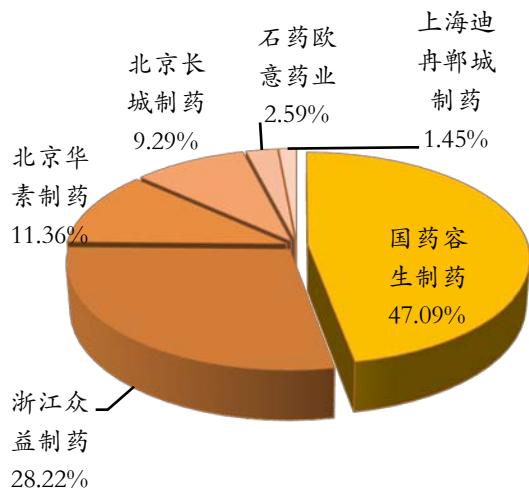
**定增或再续，布局医疗养老。**定增完成后公司的资产负债水平虽然有所下降，但仍然处于较高的水平，公司的债务融资能力仍非常有限。为保证公司“医药大健康”战略的成功实施，公司需不断加大对医药板块的投入，会考虑在合适的时机，再次启动再融资事宜。公司未来将一方面夯实旗下已有的医药平台以提升内生增长动力，另一方面将通过并购方式切入到医疗、养老等大健康领域，主要方向有（1）**体外诊断：**个性化体检需求高，市场前景广；（2）**高端专科医院：**如眼科、口腔科及心血管的专科医院，（3）**养老产业：**针对国人偏好居家养老特点，考虑与国外品牌合作、采用医养结合模式构建重服务、高品质的养老管理与服务机构。

### 3.产品梯队布局完善，助力业绩稳步增长

#### 3.1 明星产品领跑市场

**明星药华素片、博苏、飞赛乐领跑市场。**华素片主要用于治疗咽喉发炎、口腔溃疡，主要成分为西地碘。据米内网数据，2014 华素制药西地碘片在城市公立医院市占率 12%，在口腔溃疡类药物零售终端市占率最高，达 28%，优势明显。2015 年前三季度公司华素片营收达 5354.67 万，占总营收 7.82%。

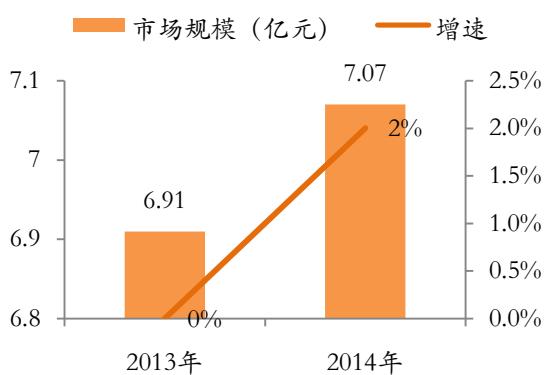
图表 15：2014 年城市公立医院西地碘片竞争格局



资料来源：米内网，广证恒生

治疗高血压药物富马酸比索洛尔片（商品名“博苏”），是一种高选择性的 Pi-肾上腺受体拮抗剂，无内在拟交感活性和膜稳定性活性。比索洛尔通常不会影响呼吸道阻力和 p 2 一受体调节的代谢效应。据米内网数据显示，2014 年城市公立医院博苏市场规模超过 7 亿元，保持稳定增长。2015 年前三季度公司博苏营收达 1.27 亿，占总营收 18.53%。2015 年博苏营收增速超过 20%，远超行业增速。

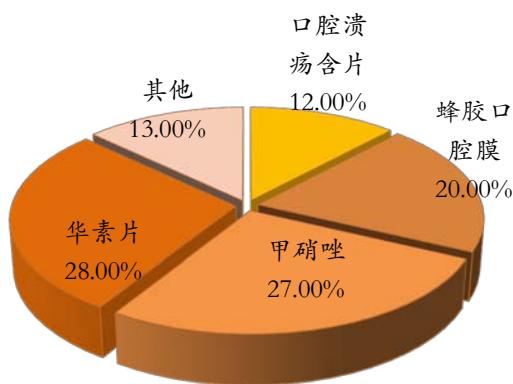
图表 17：城市公立医院比索洛尔市场规模及增速



资料来源：米内网，广证恒生

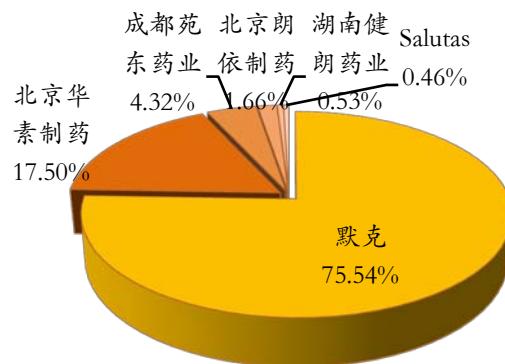
国家一类新药飞赛乐是军事医学科学院毒物药物研究所研制、华素生产的新一代晕车药。主要成分为盐酸苯环壬酯，属于高选择性中枢抗胆碱药，与传统晕车药相比，具有快速起效、高效抗晕及服用安全等特点，2014 年对应国内市场规模 13 亿元以上，增速约 30%。飞赛乐已获得中国、美国、日本、英国、德国、法国、意大利等 7 个国家专利，曾获得多项荣誉，如国家技术发明二等奖、军队科技进步一等奖、盐

图表 16：2014 零售终端口腔溃疡类药物市场格局



资料来源：米内网，广证恒生

图表 18：2014 城市公立医院比索洛尔市场



资料来源：米内网，广证恒生

酸苯环壬酯成份的制备方法获国家发明专利、当前全球“晕动症”领域先进药物、联合国世界知识产权组织授予的杰出发明奖。2015 年前三季度营收达 3563.92 万，占总营收 5.21%。

### 3.2 新产品奠定业绩二次腾飞基础

#### 3.2.1 大健康系列产品华素愈创牙膏有望放量

可修复粘膜保护口腔，适合病后患者或口腔日常损伤患者。核心成分 SAS 能够促进黏膜细胞再生，快速愈合创口。华素愈创牙膏是国内少有经过首都医科大学附属北京口腔医院临床试验的牙膏产品，权威临床实验表明愈创牙膏与普通牙膏相比，受试者平均溃疡期缩短，疼痛指数减小，评价为显效。公司去年开始规范牙膏销售，**2015 年销售额达 1000 多万，主要销售对象为牙科诊所、牙科医院。2016 年将转战商业超市，预计营收可达 1.5-2.0 亿。**

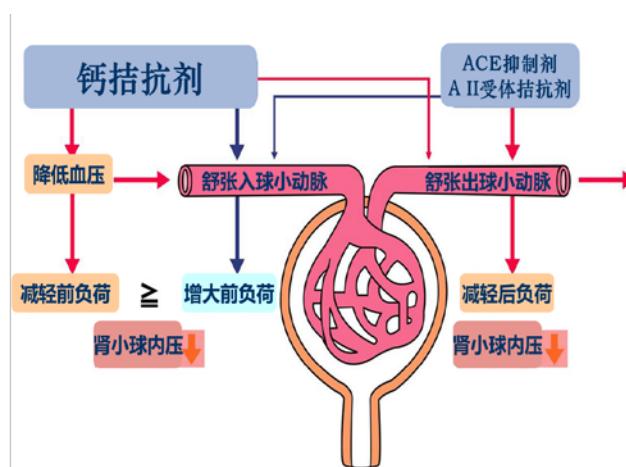
大消费品营销发力，华素愈创牙膏放量有望，目前其有三个销售渠道：医院及口腔诊所专业渠道；超市等大众渠道；电商及微商线上渠道。2015 年在上述渠道进行了拓展，目前有 1000 家医院和诊所，1500 家超市已经有销售；主要客户包括家乐福、沃尔玛、永辉、物美、大润发等全国性大渠道及丹尼斯、银座等区域强渠道；通过区域代理，将会渗透到三四线城市的其他超市。

营销计划 2016 年将会拓展诊所渠道大约 5000 家，覆盖全国；与更广泛的商超的合作，全国主要超市都会有华素愈创系列的产品；电商渠道如天猫、京东、苏宁、国美、1 号店等均将全面上市。并且将会启动微商和萌店等合作。

#### 3.2.2 盐酸贝尼地平有望成为华素的重磅品种

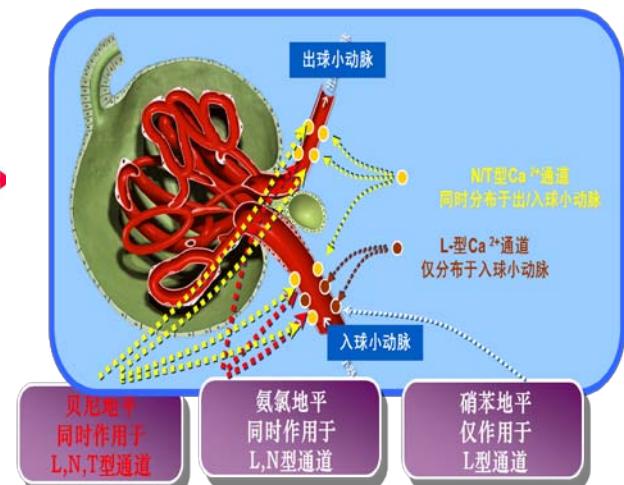
盐酸贝尼地平属于第二代钙离子通道拮抗剂，由日本协和发酵工业株式会社开发，具有 L 型、N 型和 T 型三亚型通道阻滞作用，降压效果明显且能有效保护肾脏。其主要原理：钙离子拮抗剂与钙离子通道结合后能有效阻止钙离子进入细胞，从而扩张冠状动脉和外周血管使阻力降低达到降压效果，且能通过部分阻断 T 型通道来有效保护肾脏。

图表 19：钙离子拮抗剂作用机理



资料来源：CNKI，广证恒生

图表 20：贝尼地平三通道阻滞作用



资料来源：CNKI，广证恒生

图表 21：贝尼地平具有三通道阻滞作用，临床表现优秀

| 贝尼地平的特点 |                                      |
|---------|--------------------------------------|
| 膜渗透机制   | 药物进入细胞膜磷脂双分子层，在膜中储存并缓慢移至 DHP 位点结合的过程 |
| L 通道：   | 血管扩张作用，降低血压                          |
| T 通道：   | 扩张肾小球入/出球动脉，降低肾小球内压，改善肾功能            |



N型：抑制交感神经活性的作用

临床表现 强效快速、平稳持久降压

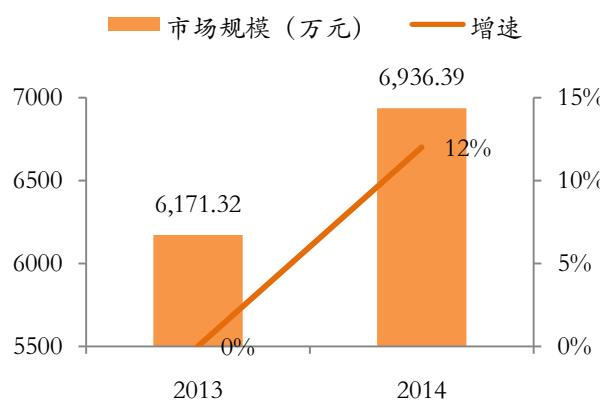
降低肾小球内压，降低蛋白尿，保护肾功能

不良反应少见，特别是脚踝水肿发生率仅占0.2%

资料来源：公开资料整理，广证恒生

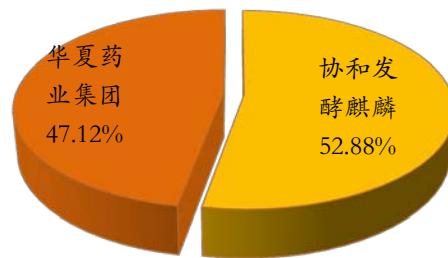
根据米内网城市公立医院数据显示，2014年贝尼地平市场规模约6937万元，同比增长12%，市场上仅有日本协和发酵、华夏药业两家生产，其中14年华夏药业市占率上升至47%。2013年9月华素制药以1亿元对价向华夏药业购买盐酸贝尼地平、盐酸贝尼地平片（商品名：元治）等药物来丰富在心血管领域的产品线。贝尼地平降压效果持久同时具备肾脏保护功能，有望成为公司又一重磅品种。

图表 22：城市公立医院贝尼地平市场规模及增速



资料来源：米内网，广证恒生

图表 23：2014 城市公立医院贝尼地平市场格局



资料来源：米内网，广证恒生

### 3.3 协同多多药业镇痛及妇科品种，进一步增厚业绩

神经镇痛类及妇科类产品为多多药业两大核心品类。多多药业主要产品涉及咽喉类用药、抗高血压用药、抗眩晕用药、神经镇痛类用药等，涵盖注射剂、片剂、胶囊剂、凝胶剂、颗粒剂等多种剂型。主要产品有两类：妇科产品包括五加生化胶囊、克林霉素磷酸酯阴道凝胶；神经镇痛类药品包括曲马多系列。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；多多药业的主要产品盐酸曲马多原料药，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42%以上，市场占有率达到第一。

图表 24：多多药业主要产品（业务）一览表

| 产品系列          | 品名                      | 外观 | 剂型  | 用途   | 备注                | 国家医保目录 |
|---------------|-------------------------|----|-----|--|-------------------|--------|
| 曲多<br>马系<br>列 | 氨酚曲<br>马多片<br>(12片)     |    | 片剂  | 用于急、慢性疼痛，中、轻度癌<br>症疼痛，骨折或各种术后疼痛、<br>牙痛。亦用于心脏病突发性痛、<br>关节痛、神经痛及分娩止痛 | 黑龙江名牌产品           | 乙类     |
|               | 盐酸曲<br>马多               |    | 原料药 | 生产盐酸曲马多片或注射液用原<br>料药   | 自产原料药、黑<br>龙江名牌产品 | 乙类     |
|               | 盐酸曲<br>马多片<br>(10<br>片) |    | 片剂  | 用于急、慢性疼痛，中、轻度癌<br>症疼痛，骨折或各种术后疼痛、<br>牙痛。亦用于心脏病突发性痛、<br>关节痛、神经痛及分娩止痛 | 黑龙江名牌产品           | 乙类     |
|               |                         |    |     |  |                   |        |

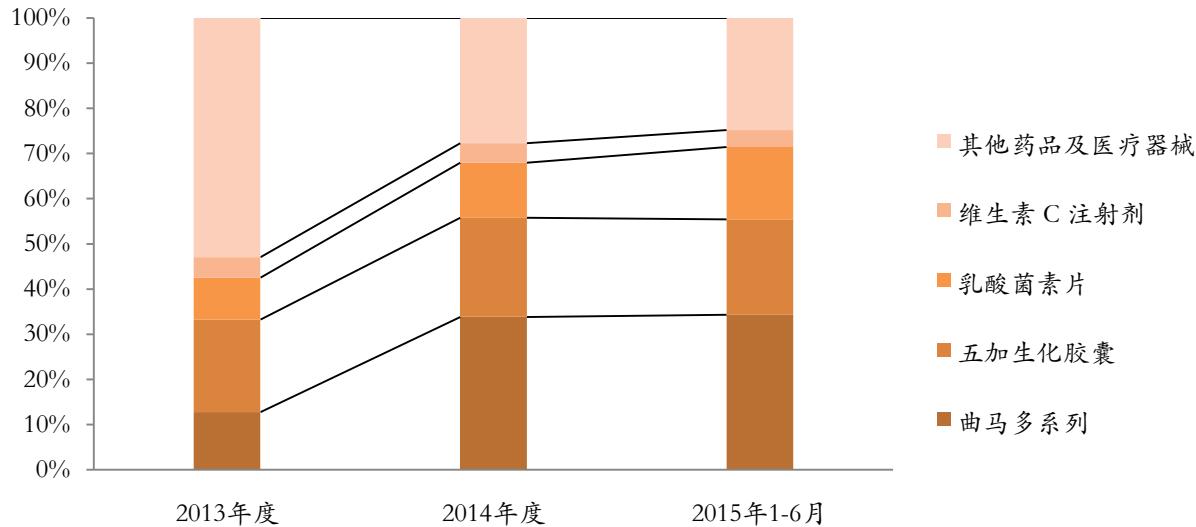
敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

|                      |   |     |                           |   |    |
|----------------------|---|-----|---------------------------|---|----|
| 盐酸曲<br>马多注<br>射液     |  | 注射剂 | 用于癌症疼痛，骨折或术后疼痛等各种急、慢性疼    | 黑龙江名牌产品                                       | 乙类 |
| 五加生<br>化胶囊<br>(24 粒) |  | 胶囊剂 | 益气养血，活血祛瘀                 | 国家火炬计划项<br>目验收证书、科<br>学技术成果证<br>书、国家重点新<br>产品 | 乙类 |
| 五加生<br>化胶囊<br>(36 粒) |   | 胶囊剂 | 益气养血，活血祛瘀                 | 同上  | 乙类 |
| 乳酸<br>菌素<br>片        |  | 片剂  | 用于肠内异常发酵、消化不良、<br>肠炎和小儿腹泻 | 黑龙江名牌产品                                       | 否  |

资料来源：公告公告，广证恒生

**主要产品营收占比进一步提升。**多多药业的主营业务收入主要由曲马多系列、五加生化胶囊系列及乳酸菌素片三大类构成。根据多多药业近三年的财务数据，曲马多系列产品及乳酸菌素片产品营收占比呈递增的趋势：其中曲马多系列产品营收占比由 13 年的 12.78% 上升至 34.33%，乳酸菌素片也从 9.31% 提高到 16.07%；五加生化胶囊系列产品基本保持稳定。

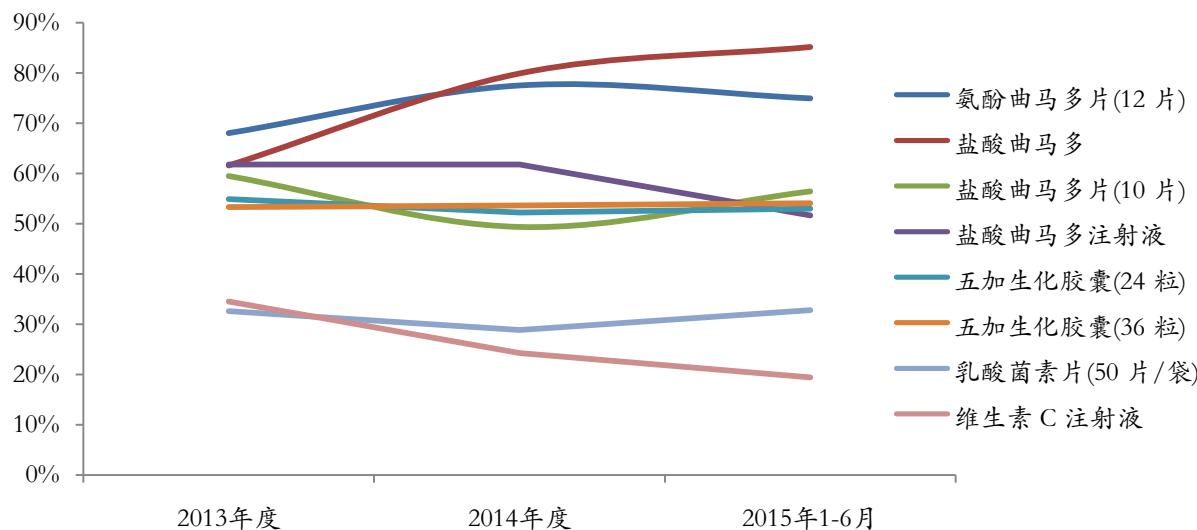
**图表 25：多多药业主要产品营收占比（2013-2015H1）**



资料来源：公司公告，广证恒生

**综合毛利率呈现递增趋势。**主要产品盐酸曲马多系列毛利率除盐酸曲马多注射液外，其他产品均呈现增长的态势，其中盐酸曲马多原料药毛利率保持了较快的增长速度，主要原因是多多药业在曲马多原料药市场占有率第一，拥有较强的定价权，15 年相比 14 年有 10% 的提价。五加生化胶囊系列产品及乳酸菌素片的毛利率稳中略升。

图表 26：主要产品毛利率稳中有升



资料来源：公司公告，广证恒生

## 4.牵手军科院共建研发平台，在研储备产品丰富

### 4.1 以军事医学科学院为科研后盾，研发实力有保障

以军事医学科学院为科研后盾，华素制药研发实力有保障。公司研发人员与军科院共用实验室，去年与军科院合作更深入。与军科院二所就知母皂苷 B II 相关产品（用于治疗老年痴呆）专利的独占许可使用权转让及合作研发，其中包括针剂、片剂和 1 个保健品，保健品不需要通过临床实验，只需提供实验数据即可拿到生产批文，预计 2017-2018 年可以拿到批文投入生产。治老年痴呆的药用有 28 个专利，目前在排队受理。公司还购买了治疗氯化物中毒的原军用药，目前还未正式上市，需要将军用药要转为民用。此药国家每年定量储备，军队委托华素制药生产战备药，公司属于战备药生产基地。

深入合作，与军科院毒物药物研究所共建药物代谢平台值得期待。双方已签署《关于共建药物平台合作协议书》，约定由华素制药现金出资 1,000 万元成立全资子公司（以下简称“新公司”）毒物药物研究所为新公司提供药物代谢学的技术支持，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。新公司成立后，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。此平台建立后，华素制药的新药药代研究可以由新公司检测，缩短研发周期；同时，华素制药还可以通过深度参与新公司承接的其他新药的药代研究，来提高华素制药及公司医药板块的药物代谢研究水平，从而提高华素制药的研发效率。

图表 27：与军科院合作事项

| 合作方   | 合作事宜                            | 影响  |
|-------|---------------------------------|---|
| 军科院二所 | 知母皂苷 B II 相关产品专利的独占许可使用权转让及合作研发 | 知母皂苷 B II 相关产品主要用于治疗老年痴呆，通过与军科院的密切合作，提升产品附加值，增厚产品储备，进一步完善医药研发、生产及销售体系，促进医药业务持续、快速、健康的发展。                          |
| 军科院六所 | 360 万购买盐酸二甲氨基苯酚原料药及制剂的临床批件      | 二甲氨基苯酚为国内公认的唯一一个适用于中、重度氯化物、丙烯腈中毒特效急救药物，除用于工业用氰（腈）类毒物解毒外，在应对化学恐怖方面亦有着非常明确的需求。药品获得生产批件，即可列入国家特殊品种储备计划，由国家定期采购。该品种的研 |

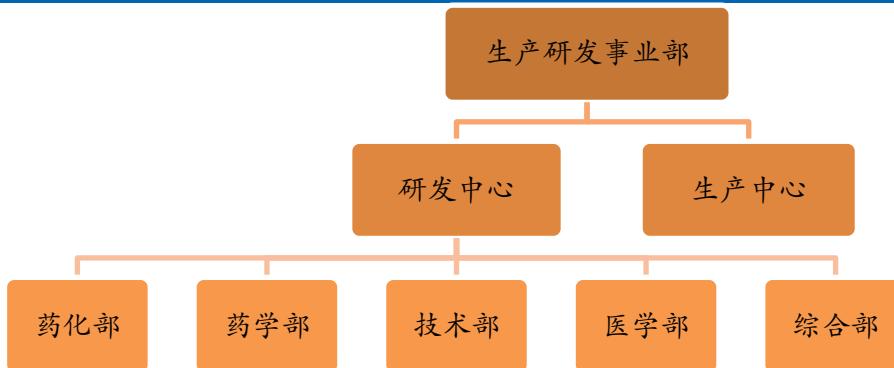
|                  |                                 |   |
|------------------|---------------------------------|---|
|                  |                                 | 发，具有重要社会意义，可显著提升企业科技含量高、社会责任感强的良好形象。                                |
| 军科院<br>毒物研<br>究所 | 出资1,000万元成立全资子公司，与军科院合作共建药物代谢平台 | 通过药物代谢研究，更容易发现创新药，有利于新药研发，能有效的提高华素制药及公司医药板块的药物代谢研究水平，并对其新药研制起到推进作用。 |

资料来源：公司公告，广证恒生

## 4.2 研发中心建设有序，成果丰硕

截至2015年6月30日，华素制药共有研发人员73人，其中拥有大专学历23人、本科学历44人、硕士及以上学历6人。2001年，华素制药成立了全面负责新产品开发和技改的研发中心。目前，公司研发中心下设药化部、药学部、技术部、医学部和综合部，具体如下：

图表28：华素制药研发中心结构



资料来源：公司调研，广证恒生

公司原料药与制剂技术成熟，各生产线关键技术设备均从德国和意大利引进，达到世界先进水平。2001年12月15日，华素制药所有车间在行业内率先通过GMP认证，连续多年均以较好的成绩通过GMP认证检查，被国家GMP中心推荐参与国际交流(加拿大2006)。2010年，国家实施新版GMP认证标准后，华素制药成功完成新版GMP认证。近年来公司也取得了较多研发成果。

图表29：近年来的主要研发成果

| 年度    | 主要研发成果  |
|-------|---|
| 2012年 | 心血管1项在研，1项获得临床批件，1项完成生产报批；麻药项目2项在研，1项完成生产报批，2个项目申报立项申请；神经精神类1项正在进行临床研究；其他类1个项目获得生产批件。2012年度获得发明专利授权2项，一项是产品的核心工艺专利，另一项是新制剂技术平台相关的专利。                                |
| 2013年 | 公司2013年研发项目主要围绕心血管、神经精神、特药领域开展，包括新产品开发及上市品种延伸开发。完成新药临床报批项目2项（特药、心血管各一个品种）；获得国家局特药研究立项批件2项；另有在研的新项目1项，上市品种延伸开发项目3项。2013年度完成发明专利申报2项（特药、心血管各一个品种）；获得新制剂技术相关的发明专利授权2项。 |
| 2014年 | 公司2014年研发项目主要围绕心血管、神经精神、特药领域开展，包括新产品开发及上市品种延伸开发。完成新药临床报批项目2项（特药、心血管各一个品种），生产报批项目1项（抗真菌品种）；另有在研的新项目3项，上市品种延伸开发项目11项。2014年度获得发明专利授权1项。                                |

资料来源：公司调研，广证恒生

### 4.3 在研产品储备丰富，喜闻首仿药获临床批件

公司建有门类齐全、梯队合理的技术储备。在研发产品有用于镇痛的盐酸羟吗啡酮及片、氨酚羟考酮片，用于治疗高血压、心绞痛等心血管疾病的 $\beta$ 肾上腺素受体阻滞剂琥珀酸美托洛尔及缓释片等。此外，治疗氯(腈)化物中毒的盐酸二甲氨基苯酚原料药及制剂也于近期启动临床研究。

**图表 30：在研产品门类齐全、梯队合理**

| 序号 | 项目名称         | 新药类别 | 适应症   | 当前进度   | 核心技术/优势  |
|----|--------------|------|---|--|--|
| 1  | 盐酸羟吗啡酮及片     | 3.1  | 镇痛药，用于缓解中度至重度疼痛                                       | 2013年11月申报临床，目前已通过CDE技术审评，同意批准临床，正在等国家局最终审批，待发临床批件 | 为阿片受体激动剂，国内独家申报，产品质量达到ICH要求，合成方法已申报发明专利                                |
| 2  | 琥珀酸美托洛尔及缓释片  | 3+6  | $\beta$ 肾上腺素受体阻滞剂；用于治疗高血压、心绞痛及伴有左心室收缩功能异常的症状稳定的慢性心力衰竭 | 2014年1月申报临床，目前已通过CDE技术审评，同意批准临床，正在等国家局最终审批，待发临床批件  | 为国内首仿；原料药制备工艺成熟，质量优于原研产品；缓释片为多单元控释系统，可以保证药物以恒定速率平稳释放；本品各项技术指标与原研产品质量等同 |
| 3  | 氨酚羟考酮片       | 6    | 镇痛药；用于各种原因引起的中、重度急、慢性疼痛                               | 2013年3月申报生产，目前在CDE待审评                              | 为阿片受体激动剂+非甾体抗炎药，增强相互的镇痛效果，减少各自的副作用                                     |
| 4  | 联苯苄唑         | 6    | 抗真菌药  | 2014年11月申报生产                                       | 国内仅有两家具备生产资质，但质量不稳定，难以满足供货需求；我公司自行申报原料药仿制，生产工艺简便、稳定，产品质量优于原研产品         |
| 5  | 盐酸羟考酮注射液     | 6    | 镇痛药，用于全麻患者术后镇痛  | 临床前研究  | 国内首仿，可安全有效地减轻中、大型手术后患者疼痛，而骨科手术患者应用盐酸羟考酮注射液术后PCIA镇痛时恶心、呕吐的发生较应用吗啡时低     |
| 6  | 盐酸羟考酮缓释片     | 6    | 镇痛药，治疗晚期癌症中、重度疼痛                                      | 临床前研究  | 国内首仿   |
| 7  | 知母皂苷BⅡ原料药、胶囊 | 1    | 防治老年性痴呆   | 临床前研究  | 国家一类新药   |
| 8  | 知母皂苷BⅡ注射用    | 1    | 治疗缺血性脑卒中  | 临床前研究（方案起草中）                                       | 国家一类新药   |

|   |                    |                 |            |          |  |
|---|--------------------|-----------------|------------|----------|--|
|   | 原料药、注射液            |                 |            |          |  |
| 9 | 盐酸二甲氨基苯酚<br>原料药及制剂 | 原料药 3.1<br>制剂 2 | 治疗氰(腈)化物中毒 | 近期启动临床研究 | 本品注册分类为化学药品 2 类 为完全意义的创新药物; 为国内公认的唯一一个适用于中、重度氰化物、丙烯腈中毒特效急救药物 |

资料来源：公司调研，广证恒生

2016 年 1 月 29 日，子公司北京华素收到盐酸羟吗啡酮及片的临床试验批件，该申请是于 2013 年 11 月 12 日提交，临床主要用于缓解中度至重度疼痛。目前在国内尚无申报及生产的单位，北京华素为首家获得药物临床试验批件的单位。盐酸羟吗啡酮(Oxymorphone Hydrochloride)由 Penwest 公司和 Endo 公司共同研制开发，为阿片受体激动剂。根据 PDB 数据库统计显示，盐酸羟吗啡酮 2014 年在全球的销售额达到 1.98 亿美元。

## 5、盈利预测

关键假设：

- (1) 房地产开发仅剩哈尔滨中关村等少数项目，15 年营收已开始企稳，未来两年仍处于存货去化过程；
- (2) 建安施工业务(混凝土)由于受到 2015 年四季度以及 2016 年一季度停工影响，预计 15 年全年营收 3 个亿，16 年 2.8 个亿，毛利率维持 10% 左右；
- (3) 随着公司未来进一步聚焦医药大健康，生物医药板块将维持高增长，预计 16-17 年增速 10-15%，规模效应下毛利率将较 14 年提升，毛利率水平估计回升至 83%；
- (4) 华素愈创牙膏 2015 年销售额 1000 多万，2016 年将转战商业超市放量，预计 16 年全年营收约 1.5 亿、17 年营收约 3 亿，但因广告费用与销售费用投入较大，预计 2016-17 年暂且不盈利。
- (5) 多多药业资产收购事项股东大会已通过，16 年并表将显著增厚公司业绩，收购完成后与公司协同效应将凸显，预计 16-17 年营收增速分别为 30%、25%，毛利率稳中略升。
- (6) 当前公司可剥离资产约 10 亿元，未来将逐步剥离但不确定性较大，暂不考虑剥离带来的投资收益。

图表 31：公司主要产品（业务）营收预测（百万元）

|            | 2013    | 2014    | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 房地产开发      | 301.21  | 218.00  | 120.00 | 100.00 | 90.00  |
| 增长率        | -41.99% | -82.04% | -45%   | -17%   | -10%   |
| 毛利率        | 37.91%  | 18.17%  | 18%    | 18%    | 18%    |
| 建安施工       | 2820.45 | 2354.63 | 300.00 | 280.00 | 300.00 |
| 建筑施工       | 2438.19 | 1997.37 | -      | -      | -      |
| 混凝土        | 382.26  | 357.26  | 300.00 | 280.00 | 300.00 |
| 增长率        | 19.34%  | -10.26% | -87%   | -7%    | 7%     |
| 毛利率        | 2.65%   | 6.05%   | 10%    | 10%    | 10%    |
| 生物医药（原有）   | 379.69  | 384.67  | 405.00 | 450.00 | 510.00 |
| 增长率        | 41.92%  | 1.31%   | 5%     | 11%    | 13%    |
| 毛利率        | 84.19%  | 81.15%  | 83%    | 83%    | 83%    |
| 华素愈创牙膏（新增） |         |         |        | 150.00 | 300.00 |
| 增长率        |         |         |        | -      | 100%   |
| 毛利率        |         |         |        | 50%    | 50%    |

|         |         |         |        |         |         |
|---------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 物业管理    | 21.43   | 23.86   | 27.00  | 28.50   | 30.00   |
| 增长率     | -11.11% | 11.34%  | 13%    | 6%      | 5%      |
| 毛利率     | 11.18%  | 21.65%  | 20%    | 20%     | 20%     |
| 广告服务    | 5.11    | 5.81    | 6.2    | 6.5     | 6.5     |
| 增长率     |         | 13.70%  | 6.71%  | 4.84%   | 0%      |
| 毛利率     | 65.00%  | 75.00%  | 70%    | 70%     | 70%     |
| 其他及其他业务 | 77.28   | 47.23   | 32     | 35      | 40      |
| 多多药业    |         |         |        | 240     | 270     |
| 增长率     |         |         |        | 15%     | 15%     |
| 毛利率     |         |         |        | 58%     | 58%     |
| 合计      | 3605.18 | 3034.20 | 890.20 | 1290.00 | 1546.50 |

资料来源：公司年报，公告公告，广证恒生

预计公司 2015~2017 年营业收入为 8.90、12.90、15.46 亿元，归母净利润为 1.55、0.62、0.78 亿元，对应摊薄 EPS 为 0.24、0.11、0.16 元。对当前股价 PE 分别为 37x、77x、54x。考虑到公司转型坚定以及内生外延齐头并进聚焦大健康产业的强烈决心，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，目标价 11 元。

## 6、风险提示

新产品推广不及预期、多多药业整合不及预期

附录：公司财务预测表

| 单位：百万               |         |        |        |        |
|---------------------|---------|--------|--------|--------|
| 资产负债表               | 2014    | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
| 流动资产                | 1731.02 | 1841.8 | 2068.8 | 2230.5 |
| 现金                  | 133.65  | 1160.7 | 1125.8 | 1120.9 |
| 应收账款                | 389.33  | 400.59 | 580.50 | 695.93 |
| 其它应收款               | 30.11   | 61.85  | 70.30  | 69.02  |
| 预付账款                | 0.63    | 9.34   | 12.99  | 10.71  |
| 存货                  | 1038.70 | 162.37 | 219.46 | 262.84 |
| 其他                  | 138.61  | 47.02  | 59.77  | 71.07  |
| 非流动资产               | 783.61  | 297.26 | 275.34 | 240.20 |
| 长期投资                | 28.43   | -3.92  | -44.52 | -77.19 |
| 固定资产                | 464.62  | 92.56  | 104.86 | 93.93  |
| 无形资产                | 10.94   | 2.19   | 3.00   | 3.29   |
| 其他                  | 279.61  | 206.43 | 212.00 | 220.17 |
| 资产总计                | 2514.63 | 2139.1 | 2344.1 | 2470.7 |
| 流动负债                | 1641.71 | 1196.4 | 1361.0 | 1399.5 |
| 短期借款                | 326.00  | 331.10 | 336.47 | 331.19 |
| 应付账款                | 359.77  | 281.02 | 369.29 | 371.43 |
| 其他                  | 955.94  | 584.29 | 655.28 | 696.95 |
| 非流动负债               | 180.69  | 72.30  | 31.16  | 4.16   |
| 长期借款                | 140.00  | 27.88  | 1.89   | -27.63 |
| 其他                  | 40.69   | 44.41  | 29.27  | 31.79  |
| 负债合计                | 1822.41 | 1268.7 | 1392.2 | 1403.7 |
| 少数股东权益              | 64.01   | 63.81  | 71.81  | 81.81  |
| 归属母公司股东             | 628.21  | 787.62 | 861.19 | 966.19 |
| 负债和股东权益             | 2514.63 | 2139.1 | 2344.1 | 2470.7 |
|                     |         |        |        |        |
| 利润表                 | 2014    | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
| 营业收入                | 3034.20 | 890.20 | 1290.0 | 1546.5 |
| 营业成本                | 2524.96 | 463.91 | 627.03 | 750.96 |
| 营业税金及附加             | 86.11   | 26.43  | 37.63  | 44.97  |
| 营业费用                | 231.91  | 220.00 | 302.00 | 373.00 |
| 管理费用                | 136.62  | 130.00 | 158.00 | 165.00 |
| 财务费用                | 71.77   | 72.35  | 65.89  | 65.27  |
| 资产减值损失              | 11.85   | 10.00  | 10.00  | 20.00  |
| 公允价值变动收             | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 投资净收益               | 69.38   | 217.80 | 3.50   | 4.00   |
| 营业利润                | 40.35   | 185.31 | 92.95  | 131.30 |
| 营业外收入               | 9.75    | 22.00  | 23.00  | 24.00  |
| 营业外支出               | 10.80   | 20.00  | 20.00  | 20.00  |
| 利润总额                | 39.30   | 187.31 | 95.95  | 135.30 |
| 所得税                 | 25.61   | 28.10  | 14.39  | 20.29  |
| 净利润                 | 13.70   | 159.21 | 81.56  | 115.00 |
| 少数股东损益              | -0.05   | -0.20  | 8.00   | 10.00  |
| 归属母公司净利             | 13.75   | 159.41 | 73.56  | 105.00 |
| EBITDA              | 101.23  | 268.70 | 159.43 | 199.57 |
| EPS (摊薄)            | 0.02    | 0.24   | 0.11   | 0.16   |
| 数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生 |         |        |        |        |

| 单位：百万     |        |        |        |       |
|-----------|--------|--------|--------|-------|
| 现金流量表     | 2014   | 2015E  | 2016E  | 2017  |
| 经营活动现金流   | -391.3 | 570.18 | 96.57  | 107.0 |
| 净利润       | 13.70  | 159.21 | 81.56  | 115.0 |
| 折旧摊销      | 41.22  | 67.27  | 52.59  | 54.01 |
| 财务费用      | 71.77  | 72.35  | 65.89  | 65.27 |
| 投资损失      | -69.38 | -217.8 | -3.50  | -4.00 |
| 营运资金变动    | -427.5 | 494.05 | -103.1 | -122. |
| 其它        | -21.06 | -4.90  | 3.13   | -0.46 |
| 投资活动现金流   | -96.02 | 641.79 | -30.30 | -14.4 |
| 资本支出      | -9.69  | -423.1 | 28.87  | -13.2 |
| 长期投资      | -10.69 | -47.93 | -36.57 | -30.1 |
| 其他        | -116.4 | 170.76 | -38.01 | -57.8 |
| 筹资活动现金流   | 66.95  | -184.8 | -101.1 | -97.5 |
| 短期借款      | -26.30 | 5.10   | 5.37   | -5.28 |
| 长期借款      | 140.00 | -112.1 | -25.99 | -29.5 |
| 其他        | -46.75 | -77.87 | -80.53 | -62.7 |
| 现金净增加额    | -420.3 | 1027.0 | -34.89 | -4.87 |
|           |        |        |        |       |
| 主要财务比率    | 2014   | 2015E  | 2016E  | 2017E |
| 成长能力      |        |        |        |       |
| 营业收入增长率   | -0.16  | -0.71  | 0.45   | 0.20  |
| 营业利润增长率   | 1.23   | 3.59   | -0.50  | 0.41  |
| 归属于母公司净   | -      | 10.59  | -0.54  | 0.43  |
| 盈利能力      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00  |
| 毛利率       | 0.17   | 0.48   | 0.51   | 0.51  |
| 净利率       | 0.00   | 0.18   | 0.06   | 0.07  |
| ROE       | 0.02   | 0.21   | 0.08   | 0.11  |
| ROIC      | 0.02   | 0.14   | 0.07   | 0.09  |
| 偿债能力      |        |        |        |       |
| 资产负债率     | 0.72   | 0.59   | 0.59   | 0.57  |
| 净负债比率     | 0.75   | 0.45   | 0.39   | 0.32  |
| 流动比率      | 1.05   | 1.54   | 1.52   | 1.59  |
| 速动比率      | 0.42   | 1.40   | 1.36   | 1.41  |
| 营运能力      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00  |
| 总资产周转率    | 0.88   | 0.38   | 0.58   | 0.64  |
| 应收账款周转率   | 0.13   | 0.45   | 0.45   | 0.45  |
| 应付账款周转率   | 0.12   | 0.32   | 0.29   | 0.24  |
| 每股指标（元）   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00  |
| 每股收益(最新摊  | 0.02   | 0.24   | 0.11   | 0.16  |
| 每股经营现金流   | -0.58  | 0.84   | 0.14   | 0.16  |
| 每股净资产(最新  | 1.03   | 1.26   | 1.38   | 1.55  |
| 估值比率      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00  |
| P/E       | 297.26 | 35.52  | 76.97  | 53.92 |
| P/B       | 6.51   | 7.19   | 6.57   | 5.86  |
| EV/EBITDA | 44.87  | 18.47  | 31.24  | 24.86 |
|           |        |        |        |       |

### 团队成员简介：

**唐爱金：**大消费团队副团长，医药行业研究员。浙江大学化学硕士，曾就职于东阳光药业研究院任研究员，东阳光药业市场部任市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，2014 年加入广证恒生。

**陈顺：**医药行业研究员，西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，一年券商资管助理研究经验，2015 年加入广证恒生。

### 机构销售团队：

| 区域     | 姓名  | 移动电话             | 电子邮箱                  |
|--------|-----|------------------|-----------------------|
| 华北机构销售 | 王微娜 | (86)18611399211  | wangwn@gzgzs.com.cn   |
|        | 张岚  | (86)18601241803  | zhanglan@gzgzs.com.cn |
|        | 褚颖  | (86)13552097069  | chuy@gzgzs.com.cn     |
|        | 金娟  | (86)13701038621  | jinj@gzgzs.com.cn     |
| 上海机构销售 | 王静  | (86)18930391061  | wjing@gzgzs.com.cn    |
| 广深机构销售 | 步娜娜 | (86)18320711987  | bunn@gzgzs.com.cn     |
|        | 吴昊  | (86)15818106172  | wuhao@gzgzs.com.cn    |
|        | 廖敏华 | (86) 13632368942 | Liaomh@gzgzs.com.cn   |
| 战略与拓展部 | 李文晖 | (86)13632319881  | liwh@gzgzs.com.cn     |
|        | 姚澍  | (86)15899972126  | yaoshu@gzgzs.com.cn   |

### 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼  
电 话：020-88836132 , 020-88836133  
邮 编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现 15%以上；  
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现 5%—15%；  
中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；  
回 避：6个月内相对弱于市场表现 5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。