

2023年03月15日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

体培牛黄持续贡献利润，医药工业雨过天晴

—健民集团（600976.SH）公司动态研究报告

买入(首次)

投资要点

分析师：胡博新 S1050522120002
 hubx@cfsc.com.cn
 联系人：俞家宁 S1050122040006
 yujn@cfsc.com.cn

基本数据

2023-03-14

当前股价(元)	72.00
总市值(亿元)	110.4
总股本(百万股)	153.4
流通股本(百万股)	152.4
52周价格范围(元)	33.82-73.56
日均成交额(百万元)	182.1

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

龙牡壮骨颗粒控货阶段已过

自2020年，公司通过升级包装、改善口味等方式升级龙牡壮骨颗粒品种，产品价格提升至2-3.1元/5g。公司扩充销售队伍，深耕OTC、Rx、电商渠道，2021、2022年分别销售486.28、541.22百万袋。为保护龙牡壮骨颗粒价值链，2022年该公司对该品种实行渠道管控等控货措施，致使2022年上半年销量有所下滑。实施控货措施后，终端价格有所恢复，渠道库存量基本正常，2022年Q3龙牡壮骨颗粒品种销售恢复正常，预计2023年销量将有所回升。

体培牛黄需求量增加

2023年1月6日，国家卫健委网站公布《新型冠状病毒感染诊疗方案（试行第十版）》，安宫牛黄丸可用于危重型新冠患者的内闭外脱症、高热症，新冠感染病例增多的因素作用下，安宫牛黄丸销量激增。牛黄是安宫牛黄丸最主要的原材料，安宫牛黄丸的热销带动上游牛黄市场需求量增加，但天然牛黄产量较低，目前国内每年天然牛黄产量900公斤，但市场需求量为5000-6000公斤，供需缺口巨大导致天然牛黄价格居高不下，致使安宫牛黄丸成本提升。2004年国家药监局颁发国食药监注【2004】21号文明确规定：对于国家药品标准处方中含牛黄的临床急重症药品种，和国家药品监督管理局批准的含牛黄的新药，可将处方中的牛黄以体外培育牛黄替代牛黄等量投料使用。公司的体培牛黄在保障质量和临床稳定性的同时，有效解决供应不足的问题，价格相对稳定，下游企业可有效控制成本。2021、2022年参股子公司健民大鹏实现3.43、4.48亿元净利润，同比增长18.45%、30.43%，近年采用体外培育牛黄的下游企业数量明显增加，体培牛黄有望持续为公司贡献利润。

培育新钻石品种

公司坚持以发展中医药为核心，构建以中成药为主的儿科、妇科、特色中药生产线，中国非处方药物协会发布的“中国非处方药产品(中成药)综合排名”中，大单品健民龙牡壮骨颗粒位居儿科消化类第一(2021)，公司在小儿中成药市场取得龙头地位。公司计划培育第二梯队产品--便通胶囊，便通胶囊在医院有二十余年的销售基础，具有良好的治疗效果。同时公司梳理独家及类独家产品，如安眠补脑口服液、拔毒生肌散等，通过以龙牡壮骨颗粒为主的OTC营销模式打造新产品销售渠道。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 39.97、43.50、47.52 亿元，归母净利润分别为 5.34、6.35、7.74 亿元，EPS 分别为 3.48、4.14、5.05 元，当前股价对应 PE 分别为 20.7、17.4、14.3 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

体培牛黄销量不及预期、龙牧壮骨颗粒销量不及预期、品牌推广不及预期等风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	3,641	3,997	4,350	4,752
增长率（%）	11.1%	9.8%	8.9%	9.2%
归母净利润（百万元）	408	534	635	774
增长率（%）	25.5%	31.0%	18.9%	21.9%
摊薄每股收益（元）	2.66	3.48	4.14	5.05
ROE（%）	21.8%	23.8%	23.7%	24.0%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	219	445	820	1,278
应收款	685	752	818	894
存货	363	384	400	418
其他流动资产	1,038	1,076	1,113	1,156
流动资产合计	2,305	2,657	3,152	3,746
非流动资产:				
金融类资产	650	650	650	650
固定资产	372	358	338	317
在建工程	17	7	3	1
无形资产	31	30	28	27
长期股权投资	295	295	295	295
其他非流动资产	418	418	418	418
非流动资产合计	1,133	1,107	1,081	1,057
资产总计	3,438	3,763	4,233	4,803
流动负债:				
短期借款	23	23	23	23
应付账款、票据	611	647	673	703
其他流动负债	818	818	818	818
流动负债合计	1,534	1,487	1,513	1,543
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	36	36	36	36
非流动负债合计	36	36	36	36
负债合计	1,570	1,523	1,550	1,579
所有者权益				
股本	153	153	153	153
股东权益	1,868	2,240	2,683	3,223
负债和所有者权益	3,438	3,763	4,233	4,803

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	406	535	636	775
少数股东权益	-2	1	1	2
折旧摊销	32	26	25	24
公允价值变动	-12	1	1	1
营运资金变动	-208	-173	-94	-106
经营活动现金净流量	216	390	570	695
投资活动现金净流量	-143	25	24	23
筹资活动现金净流量	153	-162	-193	-235
现金流量净额	226	252	400	482

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,641	3,997	4,350	4,752
营业成本	2,065	2,159	2,246	2,344
营业税金及附加	25	27	29	32
销售费用	1,069	1,175	1,362	1,544
管理费用	136	148	157	162
财务费用	1	-9	-17	-26
研发费用	73	80	91	109
费用合计	1,279	1,394	1,593	1,789
资产减值损失	-28	-1	-1	-1
公允价值变动	-12	1	1	1
投资收益	162	173	220	270
营业利润	442	594	706	861
加:营业外收入	0	3	3	3
减:营业外支出	5	2	2	2
利润总额	438	594	707	862
所得税费用	32	59	71	86
净利润	406	535	636	775
少数股东损益	-2	1	1	2
归母净利润	408	534	635	774

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	11.1%	9.8%	8.9%	9.2%
归母净利润增长率	25.5%	31.0%	18.9%	21.9%
盈利能力				
毛利率	43.3%	46.0%	48.4%	50.7%
四项费用/营收	35.1%	34.9%	36.6%	37.6%
净利率	11.1%	13.4%	14.6%	16.3%
ROE	21.8%	23.8%	23.7%	24.0%
偿债能力				
资产负债率	45.7%	40.5%	36.6%	32.9%
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.0	1.0
应收账款周转率	5.3	5.3	5.3	5.3
存货周转率	5.7	5.7	5.7	5.7
每股数据(元/股)				
EPS	2.66	3.48	4.14	5.05
P/E	27.1	20.7	17.4	14.3
P/S	3.0	2.8	2.5	2.3
P/B	5.9	4.9	4.1	3.4

■ 医药组介绍

胡博新：药学专业，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

俞家宁：康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容

客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。