

产品线梳理效果显现, 单季度业绩高增长

投资要点

- **事件:** 公司2017年上半年营业收入、扣非净利润分别为14.7亿元、0.45亿元, 同比增速分别为27.0%、10.8%; 2017Q2营业收入、扣非净利润分别为8.9亿元、0.3亿元, 同比增速分别为67.9%、58.2%。
- **产品线梳理效果显现, 公司收入增速恢复。** 2017年上半年公司营业收入约为14.7亿元, 同比增长约为27%; 医药工业、商业收入分别约为4.8亿元、10.8亿元, 同比增速分别约为15.8%、34.2%; 期间内商业板块受到子公司福高、维生收入规模扩大而出现高增长; 工业板块收入端高增长主要是公司加大产品推广和优化产品结构, 且前期渠道梳理工作已见成效。母公司及叶开泰国药营业收入增速分别约为32.9%、11.7%, 儿科及妇科药品收入增速分别约为10.6%、52.9%。儿科销量下降约1%, 主要是做龙牡壮骨颗粒的产品结构调整, 预计下半年新增库存将得到消化。我们看好公司对原有产品线的梳理, 以及对医院和OTC渠道布局, 预计全年营业收入增速或超过20%。2017年上半年公司扣非净利润约为0.45亿元, 同比增长约为10.8%。期间内大鵬药业贡献投资收益约为1753万元。若剔除该因素, 公司扣非净利润增速约为1.2%, 远低于同期收入增速。具体分析如下: 1) 公司毛利率约为23%, 同比下降约0.2个百分点, 主要原因为低毛利率的医药商业收入占比提升; 2) 期间费用率约为20.3%, 同比提升约0.4个百分点, 主要原因为销售费用投入加大。从单季度来看, 2017Q2营业收入、扣非净利润分别为8.9亿元、0.3亿元, 同比增速分别为67.9%、58.2%。业绩增速出现明显恢复, 我们认为主要原因为渠道梳理效果逐渐显现, 预计下半年仍将继续改善, 全年业绩有望超过1亿元。
- **产品线及渠道梳理完毕, 核心产品新进医保打开市场空间。** 1) 公司通过重构销售市场体系, 加强营销体系建设, 飞龙、菁合、蓝鹰三大计划提升团队整合力已初见成效, 员工积极性提升。同时扩建了营销队伍和营销网络, 加大学术推广力度并拓展医院市场, 后期将加大非OTC市场的覆盖力度; 2) 新列入目录的有龙牡壮骨颗粒和复方紫草油, 超市场预期。其中龙牡壮骨颗粒主治和预防小儿佝偻病、软骨病等, 其市场空间预计10亿元, 本次进医保后将打开新空间。复方紫草油属于医保独家, 预计其市场空间约为5亿元, 前景较好。3) 积极寻求业绩增长点。参与投资美国FE3项目, 产品具有优势且给药方式先进, 将有力补充公司的在研梯队。与广州医科大学附属第一医院合作, 探索医药商业新模式。
- **盈利预测及评级:** 我们预计2017-2019年EPS分别为0.67元、0.91元、1.22元(原2017-2019年EPS为0.65元、0.88元、1.18元, 本次调整的主要原因为商业收入增速增加, 以及各业务毛利率变化), 对应市盈率为38倍、28倍、21倍。我们认为随着公司渠道及产品线梳理完毕, 营销网络扩张及新盈利点逐渐贡献利润, 长期看好公司前景, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销售或低于预期风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2363.65	2978.62	3503.24	4127.51
增长率	3.61%	26.02%	17.61%	17.82%
归属母公司净利润(百万元)	64.66	102.65	140.03	186.86
增长率	-24.38%	58.77%	36.41%	33.44%
每股收益EPS(元)	0.42	0.67	0.91	1.22
净资产收益率ROE	6.31%	9.29%	11.59%	13.89%
PE	60	38	28	21
PB	3.76	3.49	3.19	2.87

数据来源: Wind, 西南证券整理

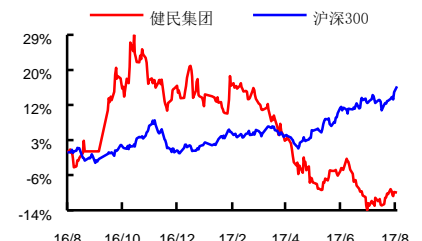
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
执业证号: S1250515090002
电话: 023-67898264
邮箱: hzli@swsc.com.cn

分析师: 张肖星
执业证号: S1250517080003
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.53
流通A股(亿股)	1.53
52周内股价区间(元)	24.09-36.31
总市值(亿元)	38.81
总资产(亿元)	18.07
每股净资产(元)	6.73

相关研究

1. 健民集团(600976): 核心产品新进医保, 看好公司长期前景 (2017-02-26)
2. 健民集团(600976): 基本面趋势向上, 长期看好公司前景 (2016-10-31)
3. 健民集团(600976): 非公开发行方案落地, 公司或迎来发展良机 (2016-10-09)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2363.65	2978.62	3503.24	4127.51	净利润	65.06	103.30	140.91	188.04
营业成本	1793.96	2310.92	2679.09	3108.14	折旧与摊销	17.14	24.06	24.06	24.06
营业税金及附加	14.13	17.22	19.21	23.72	财务费用	2.30	0.29	1.03	1.52
销售费用	381.97	446.79	543.00	660.40	资产减值损失	20.30	0.00	0.00	0.00
管理费用	122.27	148.93	175.16	206.38	经营营运资本变动	195.27	-93.25	-83.93	-107.46
财务费用	2.30	0.29	1.03	1.52	其他	-186.22	-52.82	-59.50	-69.78
资产减值损失	20.30	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	113.84	-18.41	22.59	36.38
投资收益	31.60	50.00	60.00	70.00	资本支出	-8.39	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	97.45	50.00	60.00	70.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	89.06	20.00	30.00	40.00
营业利润	60.32	104.46	145.74	197.35	短期借款	-20.33	71.77	37.74	37.81
其他非经营损益	10.98	8.74	8.68	8.72	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	71.30	113.20	154.42	206.06	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	6.24	9.90	13.51	18.02	支付股利	-30.68	-23.20	-36.83	-50.25
净利润	65.06	103.30	140.91	188.04	其他	-3.76	-0.29	-1.03	-1.52
少数股东损益	0.41	0.65	0.89	1.18	筹资活动现金流净额	-54.77	48.28	-0.13	-13.95
归属母公司股东净利润	64.66	102.65	140.03	186.86	现金流量净额	148.14	49.87	52.46	62.43
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	247.99	297.86	350.32	412.75	成长能力				
应收和预付款项	687.35	832.90	978.08	1160.45	销售收入增长率	3.61%	26.02%	17.61%	17.82%
存货	181.61	239.00	277.36	322.43	营业利润增长率	-29.47%	73.18%	39.51%	35.41%
其他流动资产	230.33	290.25	341.37	402.20	净利润增长率	-25.21%	58.77%	36.41%	33.44%
长期股权投资	89.36	89.36	89.36	89.36	EBITDA 增长率	-20.30%	61.52%	32.62%	30.49%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	239.69	249.14	258.59	268.04	毛利率	24.10%	22.42%	23.53%	24.70%
无形资产和开发支出	28.18	24.73	21.28	17.84	三费率	21.43%	20.01%	20.53%	21.04%
其他非流动资产	103.31	103.24	103.17	103.10	净利率	2.75%	3.47%	4.02%	4.56%
资产总计	1807.80	2126.48	2419.53	2776.17	ROE	6.31%	9.29%	11.59%	13.89%
短期借款	9.67	81.44	119.18	157.00	ROA	3.60%	4.86%	5.82%	6.77%
应付和预收款项	360.37	415.07	486.46	574.45	ROIC	6.13%	10.40%	12.50%	14.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	3.37%	4.32%	4.88%	5.40%
其他负债	406.41	518.52	598.36	691.40	营运能力				
负债合计	776.45	1015.03	1204.01	1422.85	总资产周转率	1.39	1.51	1.54	1.59
股本	153.40	153.40	153.40	153.40	固定资产周转率	10.31	13.55	17.58	23.10
资本公积	301.84	301.84	301.84	301.84	应收账款周转率	6.10	6.34	6.32	6.28
留存收益	558.93	638.38	741.57	878.18	存货周转率	10.42	10.67	10.17	10.18
归属母公司股东权益	1014.16	1093.61	1196.80	1333.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.71%	—	—	—
少数股东权益	17.19	17.84	18.72	19.91	资本结构				
股东权益合计	1031.35	1111.45	1215.53	1353.32	资产负债率	42.95%	47.73%	49.76%	51.25%
负债和股东权益合计	1807.80	2126.48	2419.53	2776.17	带息债务/总负债	1.25%	8.02%	9.90%	11.03%
					流动比率	1.77	1.66	1.64	1.63
					速动比率	1.54	1.42	1.41	1.41
					股利支付率	47.45%	22.60%	26.30%	26.89%
					每股指标				
					每股收益	0.42	0.67	0.91	1.22
					每股净资产	6.72	7.25	7.92	8.82
					每股经营现金	0.74	-0.12	0.15	0.24
					每股股利	0.20	0.15	0.24	0.33
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	79.76	128.82	170.84	222.93					
PE	60.03	37.81	27.72	20.77					
PB	3.76	3.49	3.19	2.87					
PS	1.64	1.30	1.11	0.94					
EV/EBITDA	44.39	27.65	20.76	15.80					
股息率	0.79%	0.60%	0.95%	1.29%					

数据来源: Wind, 西南证券整理

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn