

健民集团（600976）——“内外兼修、儿妇专家”

推荐（维持）

2015年4月24日

证券分析师—许希晨

执业资格证书：S0600512080001

021-63123162

jenny1727@gmail.com

证券分析师—洪阳

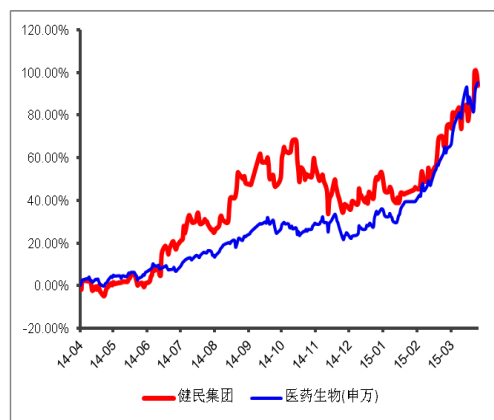
执业资格证书：S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

- **主营业务稳健** 2014年实现营业收入17.53亿元,较上年同期下降11.99%;实现利润总额1.31亿元,比上年同期增长20.5%;实现净利润1.19亿元,比上年同期增长23.65%。
- **驱动业务收入变化因素** 2014年医药工业主营业务收入同比增长4.69%,医药商业同比下降18.8%。医药工业增长主要因随州药业营业收入增长14.8%,医药商业收入下降主要因诺尔康公司2013年7月退出合并范围,影响收入同比减少3.3亿元。
- **OTC主导产品销售稳定,医院品种态势良好** 2014年OTC系列品种销售同比增长2.69%。公司在应对医药行业变化时积极调整营销策略,克服医改对OTC药品销售的不利影响。2014年医院品种销售同比增长9.86%,主要因公司继续实施自营和精细化招商相结合的营销策略,加大药品在医疗机构的推广和使用。
- **发展战略及目标** 公司坚持以小儿用药、妇科用药和特色中药大品种为核心定位,以健民品牌为统领,将“龙牡”打造成为儿童健康领导品牌,将“叶开泰”打造成为国药菁品领先品牌。公司2015年经营目标为:营业收入25亿元,同比增长42.61%;净利润1.4亿元,同比增长17.65%。
- **股权激励** 采用限制性股票模式,公司在业绩指标达标和激励对象考核合格的前提下,以公司《第二期激励计划》中公司提取的购股资金的剩余资金及本次激励对象自筹配比的等额资金,从二级市场上回购本公司的股份授予激励对象。基本触发基数(含本数)包含:2015年净利润达1.32亿元。
- **对外股权投资** 公司出资152万元设立健民资本,公司总裁等高管设立开泰资本,健民资本和开泰资本分别出资152万和8万与中融康健(出资240万)合伙设立健民中融股权投资管理公司。合伙人设立并购基金,基金规模4亿元,公司作为一般合伙人出资9348万元,开泰资本出资492万元,中融康健负责募集9760万元,健民中融作为普通合伙人出资400万元。余下的2亿元优先级LP配套资金由中融康健负责募集。
- **预测健民集团2015年营业收入为24.0亿元,归属母公司净利润为1.4亿元。折合2015年EPS为0.94元。公司主营业务稳健,聚焦主业着力内生,外延发展谨慎推进。健民随州机制理顺,经营效率大幅提升,体培牛黄业务保持高增长。营销调整有望带动业绩提升,股权激励助推业绩增长。故我们给予公司“推荐”评级。**

市场走势

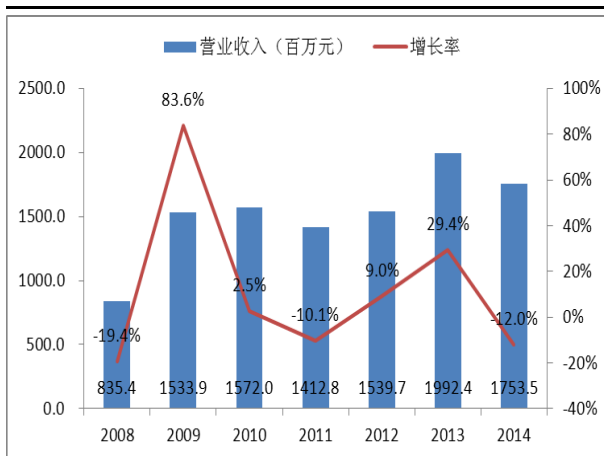


一、主营业务稳健

公司业务覆盖医药工业和商业,拥有两大生产基地,生产颗粒剂、片剂、丸剂、胶囊剂、糖浆剂、膏剂等六大剂型近 500 个品种、品规,其中健脾生血颗粒/片、小金胶囊、小儿宝泰康进入国家基药目录,2 种国家二级中药保护品种,2 种新药品种处于国家保护期。

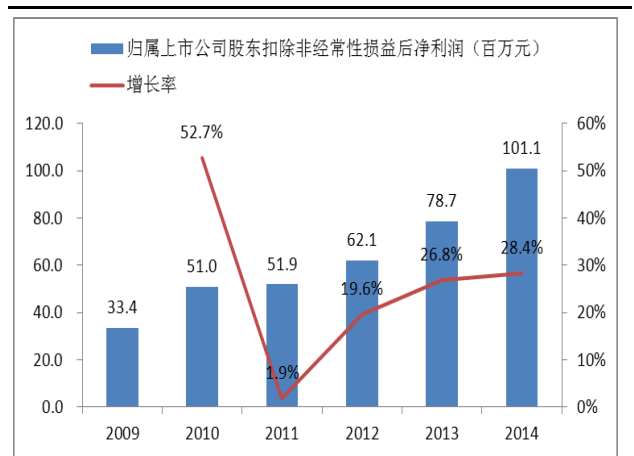
2014 年实现营业总收入 17.53 亿元,较上年同期下降 11.99%,实现利润总额 1.31 亿元,比上年同期增长 20.5%;实现净利润 1.19 亿元,比上年同期增长 23.65%;实现净资产收益率 12.31%,较上年同期提高 1.59 个百分点;实现经营性净现金流 1.03 亿元,比上年同期增长 127.59 %。

图表 1: 2008-2014 年健民集团营业收入及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 2: 2009-2014 年健民集团扣除非经常性损益后净利润及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

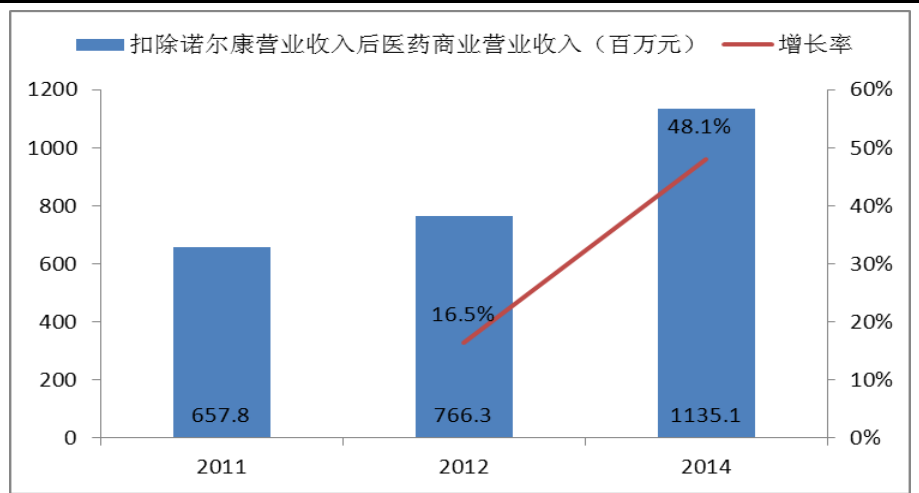
公司 2014 年实现营业收入 17.53 亿元, 同比上期下降 11.99%。
分析原因如下:

➤ 驱动业务收入变化的因素分析

2014 年医药工业主营业务收入同比增长 4.69%, 医药商业同比下降 18.8%。

医药工业的增长主要因随州药业收入增长 14.8%, 医药商业收入减少主要因诺尔康公司 2013 年 7 月退出合并范围, 影响收入同比减少 3.3 亿元。

图表 3：2011-2014 年健民集团扣除诺尔康营业收入后商业收入及变化情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

► 以实物销售为主的公司产品收入影响因素分析

2014 年 OTC 主导产品保持稳定销售态势,OTC 系列品种销售同比增长 2.69%，主要因公司积极应对医药行业变化,积极调整营销策略,克服医改对 OTC 药品销售的不利影响,保持 OTC 市场销售的稳定。

2014 年医院品种销售同比增长 9.86%，主要因公司继续实施自营和精细化招商相结合的营销策略,加大药品在医疗机构的推广和使用。

二、发展战略

公司将以“健天下、民为贵”为使命,打造国医药生态系统,将公司建设成为令人信赖的以儿童、妇女、老人健康管理为己任的国医药资源整合平台。公司坚持以小儿用药、妇科用药和特色中药大品种为核心定位,以健民品牌为统领,将“龙牡”打造成为儿童健康领域领导品牌,将“叶开泰”打造成为国药菁品领先品牌。

公司 2015 年经营目标为:营业收入 25 亿元,同比增长 42.61%;净利润 1.4 亿元,同比增长 17.65%。

具体而言,公司制定了:

► 飞龙战略

即针对核心产品龙牡壮骨颗粒进入成熟后期,以互联网思维在产品设计、消费者连接等方面进行改革,同时结合渠道管控,力争实现该产品的新一轮发展;

► 云龙战略

即通过全面的互联网思维对企业管理和用户连接做调整,在企业

管理方面充分扁平化，管理信息化进一步加强，在用户连接方面也在技术和理念方面着力，改变以往的品牌宣传模式；

➤ 蓝鹰战略

加强学术推广、产品研发与公共关系，推进医院条线的销售；

➤ OTC 领域

菁合计划：和大型连锁药店合作；

菁盟计划：与小型连锁药店结成联盟；

菁萃计划：高端品类推广。

整体上，公司 2015 年处于布局阶段，更多地基于长远考虑对管理体系和渠道进行改革和调整。我们认为，按照公司目前的发展规划，中短期内，公司将会把主要精力放在理顺现有业务及管理体系，以实现内生性的增长。

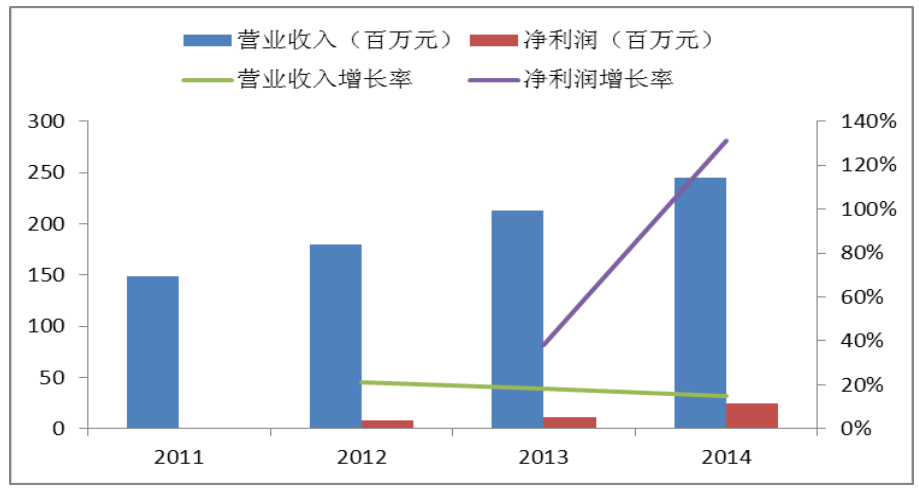
三、主要控股及参股公司

➤ 随州药业

武汉健民集团随州药业是健民集团旗下一个主要的医药工业平台，目前拥有约 150 多个产品批号。其中，国家级新药 3 个，国家级中药保护品种 7 个，小儿宣肺止咳颗粒、慢肝宁胶囊为国内独家品种。

随州药业原由三家药企合并而成，产品和职工数量众多，新旧管理团队的协调和在职工人的整合难度高。健民管理层高度重视，着手对产品线进行梳理调整，对管理团队进行调整和考核，随州药业经营机制开始慢慢理顺，经营逐步向好，2012 年成功实现扭亏后业绩快速增长，目前已逐渐成为公司重要增长点。

随州药业有限公司 2014 年营业收入 2.4 亿，同比增长 14.74%，2014 年实现净利润 2506.7 万元，同比增长 130.98%。利润增速远高于营业收入增速，我们分析原因为：产品结构调整、营销模式改变、内部管理理顺及中药材成本降低等。

图表 4：2011-2014 年随州药业业绩增长情况


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2015 年 3 月，随州市政府与健民集团在随州签订战略合作框架协议，确定了健民集团叶开泰国药（随州）有限公司新的发展路径。

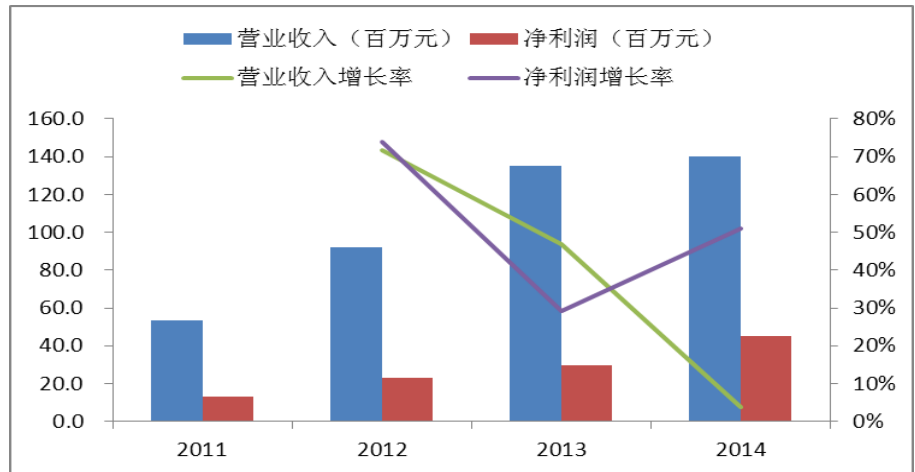
按照战略合作框架协议，健民集团将加大产能向随州的转移力度。新增 5000 万元投资，加强对叶开泰国药的投入，用于股权收购、企业工艺改进，提高制药装备水平。扩大在随州的生产能力，投资 3 亿元建设新的生产基地。新基地分两期建设，其中一期 2015 年前动工，主要用于“万吨中药提取和配套前处理项目”，建设工期一年半。

➤ 健民大鹏

公司参股的武汉健民大鹏药业有限公司成立于 2005 年，拥有国家中药一类新药体外培育牛黄的完全知识产权。体外培育牛黄是国家重大技术发明、为天然牛黄的优质替代品，从根本上解决了天然牛黄资源稀缺的问题，是中药现代化的标志。2013 年 9 月健民大鹏为了公司的长远发展，拟通过定向增资扩股的方式引进新的战略投资者，公司及健民大鹏公司现有其他股东均不参与本次增资。增资完成后，公司持有健民大鹏公司的股权比例将由 39% 下降到 33.54%。

自 2012 年 2 月 SFDA 印发《关于加强含牛黄等药材中成药品种监督管理的通知》后，大鹏业绩一路高歌猛进，2011-2014 年收入年复合增长率达到 27.19%，净利润年复合增长率达到 35.14%。2014 年全年实现净利润 4492.6 万元，同比大幅增长 51.07%，对公司利润贡献 1349.8 万元。

图 5：2011-2014 年健民大鹏业绩增长情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

健民大鹏在成立之初按照每年 5000 公斤体外培育牛黄的产能设立，根据公司目前的销售情况，短期内不存在产能不足的问题。公司已经与多家下游制药企业建立了稳固的供求合作关系，合作企业达 200 多家，其中包括广州奇星、湖北中联、广州敬修堂和浙江天一堂等大型客户，同时公司也一直在努力拓展新的客户，体外培育牛黄的下游市场潜力正逐步得到挖掘。

公司为了充分发挥自身产品优势，提出“两条腿走路”的策略，即除了发展体外培育牛黄的原料药市场，同时积极拓展含体外培育牛黄的制剂领域，目前公司拥有中药制剂品种 49 个，其中，有 20 个品种为 09 版医保甲类，9 个为 09 版医保乙类。

含体外培育牛黄的制剂品种主要包括：“牛黄痔清栓”、“西黄丸”、“安宫牛黄丸”等。

四、主导产品分析

公司产品线丰富，龙牡壮骨颗粒近年销量保持稳健增长，为当前医药工业收入和利润的主要来源，目前公司在老品种基础上又推出了咀嚼片和果味无糖型颗粒剂，丰富了产品线类型；

二线产品小金胶囊、健脾生血颗粒、便通胶囊保持较快增速，放量趋势明显。随州药业的小儿宝泰康颗粒市场格局良好，慢肝宁胶囊、雌二醇凝胶剂、银杏叶分散片均属国家级新药，潜力较大。

图表 6: 公司销售收入前 5 名产品情况简介

| 药品名称 | 基药情况 | 功能主治 | 市场占有率 |
|--------|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|
| 龙牡壮骨颗粒 | - | 强筋壮骨, 和胃健脾。用于治疗 and 预防小儿佝偻病、软骨病; 对小儿多汗、夜惊、食欲不振、消化不良、发育迟缓等症也有治疗作用。 | 在城市公立医院中成药—儿科补充营养剂用药中占比 2.14%, 排名第四 |
| 健脾生血颗粒 | 基药 | 健脾和胃, 养血安神。用于小儿脾胃虚弱及心脾两虚型缺铁性贫血; 成人气血两虚型缺铁性贫血。症见面色萎黄或晄白, 食少纳呆, 腹胀脘闷, 大便不调, 烦躁多汗, 倦怠乏力, 舌胖色淡, 苔薄白, 脉细弱等。 | 在城市公立医院中成药—补气补血类用药的补血用药亚类中占比 1.14% |
| 小金胶囊 | 基药 | 散结消肿、化瘀止痛。用于阴疽初起, 皮色不变, 肿硬作痛, 多发性脓肿, 瘰疬, 瘰疬, 乳岩, 乳癖。 | 城市公立医院中成药—小金胶囊类中占比 52.24%, 排名第一 |
| 便通胶囊 | - | 健脾益肾, 润肠通便。用于脾肾不足, 肠腑气滞所致的便秘。症见: 大便秘结或排便乏力, 神疲气短, 头晕目眩, 腰膝酸软等, 原发性习惯性便秘、肛周疾患所引起的便秘见以上证候者。 | 在城市公立医院中成药—便秘用药中占比 22.21%, 排名第二 |
| 健胃消食片 | - | 健胃消食。用于脾胃虚弱所致的食积, 症见不思饮食、噯腐酸臭、脘腹胀满; 消化不良见上述证候者 | 在城市公立医院中成药—健胃消食片类中占比 8.16%, 排名第四 |

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

► 龙牡壮骨颗粒

龙牡壮骨颗粒是我国唯一中西结合防治小儿佝偻病的国家一级中药保护品种, 区别于其他补钙产品的一大特点是, 在加强补钙的同时调理脾胃促进消化, 即一方面通过体外直接补充钙质, 另一方面通过增强儿童的脾胃吸收消化功能, 促进饮食中营养物质的全面均衡吸收, 这些独特的优势是市面上其它单一补钙产品所不具有的。

公司对于成熟的龙牡壮骨颗粒进行了多次再开发, 根据儿童用药的特点, 不断改进, 深入挖掘潜力, 努力满足不同的用户需求。目前除了传统剂型, 另外新推出了果味龙牡壮骨颗粒(无糖型)、龙牡壮骨咀嚼片等。

图表 7: 果味龙牡壮骨颗粒 (无糖型)



资料来源: 公司网站

图表 8: 龙牡壮骨咀嚼片



资料来源: 公司网站

果味龙牡壮骨颗粒 (无糖型) 适用于营养过剩的肥胖儿童, 龙牡壮骨咀嚼片则有携带方便、服用方便等优点。

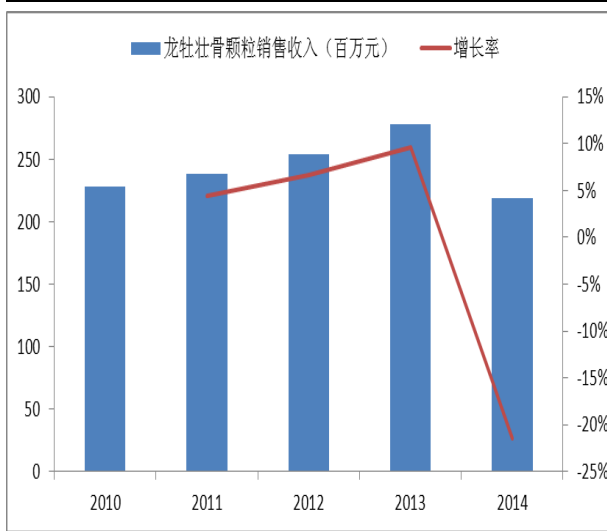
图表 9: 龙牡壮骨颗粒系列产品分析

| 药品名称 | 剂型 | 特点 | 适用群体 |
|----------------|-----|--------------|-----------|
| 龙牡壮骨颗粒 | 颗粒型 | 经典剂型, 市场规模大 | 0-6 岁婴幼儿 |
| 果味龙牡壮骨颗粒 (无糖型) | 颗粒型 | 用量更少, 糖分摄入更少 | 营养过剩的肥胖儿童 |
| 龙牡壮骨咀嚼片 | 片剂型 | 携带方便, 服用方便 | 3-14 岁儿童 |

资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

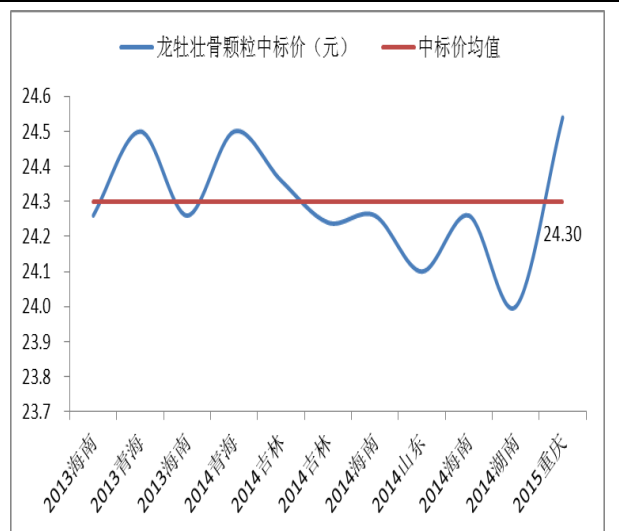
2014 年, 龙牡壮骨颗粒销售收入 2.2 亿元, 同比减少 21.5%。我们分析龙牡壮骨颗粒销售收入减少原因主要在于医药行业变化, 医改对 OTC 药品销售产生不利影响。2013-2015 年 3 月, 龙牡壮骨颗粒中标价维护良好, 均值为 24.3 元。未来随着飞龙战略的实施, 我们认为 2015 年龙牡壮骨颗粒有望实现 15% 的增长。

图表 10: 2010-2014 年龙牡壮骨颗粒收入及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 11: 2013-2015 年 3 月龙牡壮骨颗粒中标价变化趋势



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

2013 年国家食品药品监督管理总局公布了新的 2012 版《国家基本药物目录》，公司生产的健脾生血颗粒（片）、小金胶囊、小儿宝泰康颗粒三个品种入选国家基本药物目录。其中，健脾生血颗粒（片）是公司独家品种；小儿宝泰康颗粒为类独家品种，另外一家生产厂商为云南白药；小金胶囊剂型也是类独家品种，另外一家生产厂家是四川天基。

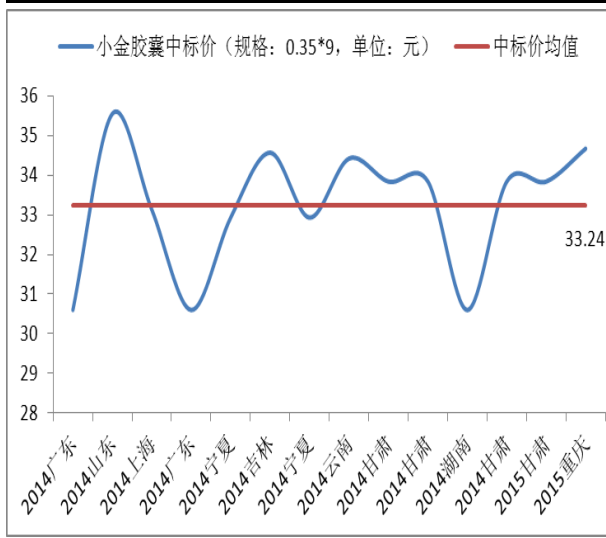
➤ 小金胶囊

公司二线产品中，小金胶囊是其核心品种，市场潜力大。公司正按计划开展小金胶囊药物经济学评价工作。小金胶囊是根据清代名方“小金丹”研发而成的国家四类新药，主要用于气血瘀滞所引起的乳腺增生、乳腺炎、子宫肌瘤、卵巢囊肿等。

乳腺增生为 30-40 岁妇女常见疾病，中医理论认为病因为肝气郁结、冲任失调、气滞血瘀，治疗上以疏肝解郁、化瘀通络、软坚散结为主，中成药中包括小金胶囊、小金丸、乳癖消、消结安等，其中，胶囊剂型只有公司和四川天基两家公司生产，公司为原研、优质优价品种。相对于竞争激励、厂家众多的小金丸/片，小金胶囊在医院渠道有类独家优势和品牌优势。2014 年小金胶囊在城市公立医院中成药—小金胶囊类中占比 52.24%，排名第一。

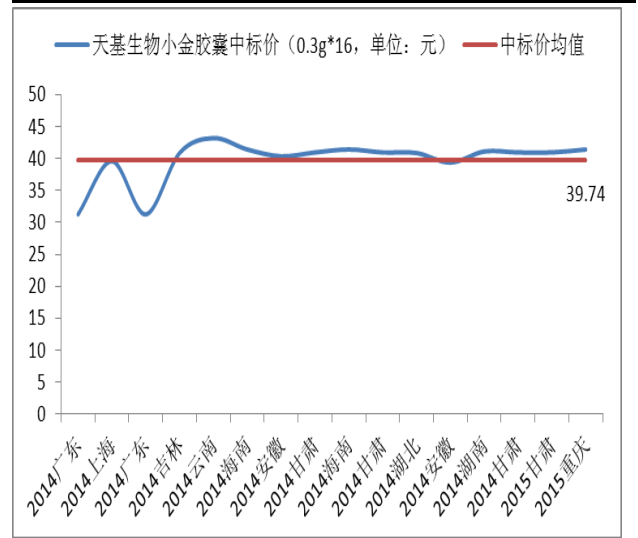
健民集团小金胶囊中标价呈波动趋势，折算每 100mg 中标价均值为 1.06 元/100mg；天基生物生产的小金胶囊中标价稳定，折算每 100mg 中标价均值为 0.83 元/100mg。

图表 12: 2014-2015 年 3 月健民集团小金胶囊中标价变化趋势



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

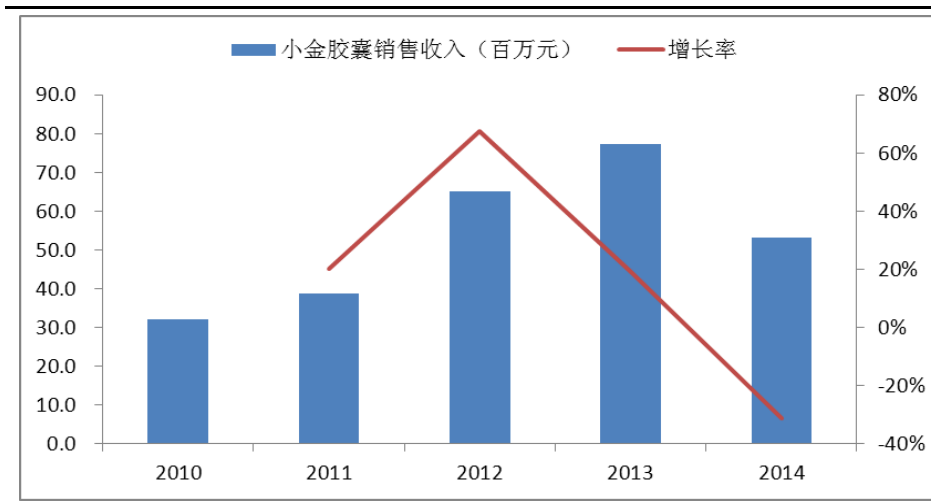
图表 13: 2014-2015 年 3 月天基生物小金胶囊中标价变化趋势



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

2014 年小金胶囊销售收入 5334 万元, 同比上年减少 31.1%。小金胶囊 2014 年销量较 2013 年增长 7.3%, 我们分析其收入减少或因中标价格低于预期。2014 年广东、湖南中标价均为 30.6 元, 远低于 2014-2015 年 3 月中标价均值 33.24 元。

图表 14: 2010-2014 年小金胶囊收入及增长情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

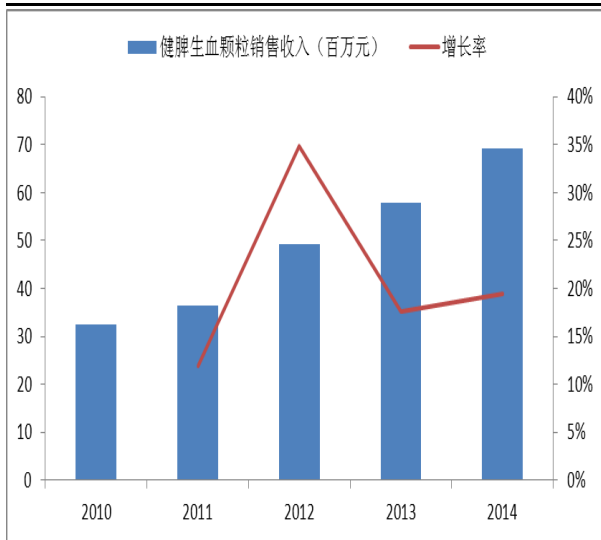
➤ 健脾生血颗粒

健脾生血颗粒(片)是公司独家品种。该产品以中医理论为指导, 辩证施治。中西医结合组方既健脾和胃、补益心肾、调节人体机能、促进铁质吸收, 又补充人体所需铁质, 迅速改善贫血症状, 标本兼治, 克服了单纯性补铁剂的缺陷, 治疗贫血起效迅速, 作用持久稳定。主

治小儿及成人缺铁性贫血、孕期、经期妇女及手术、外伤失血所致的缺铁性贫血。

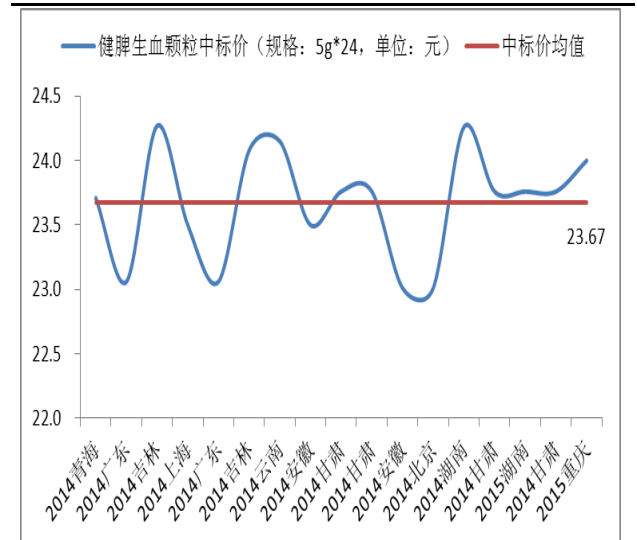
健脾生血颗粒中标价呈波动趋势，维护良好，2014-2015年3月中标价均值约为23.67元。健脾生血颗粒2014年销售收入为6916万元，2015年有望实现20%的增长。

图表 15: 2010-2014 年健脾生血颗粒销售收入及增长率变化



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 16: 2014-2015 年 3 月健脾生血颗粒中标价变化情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

➤ 小儿宝泰康颗粒

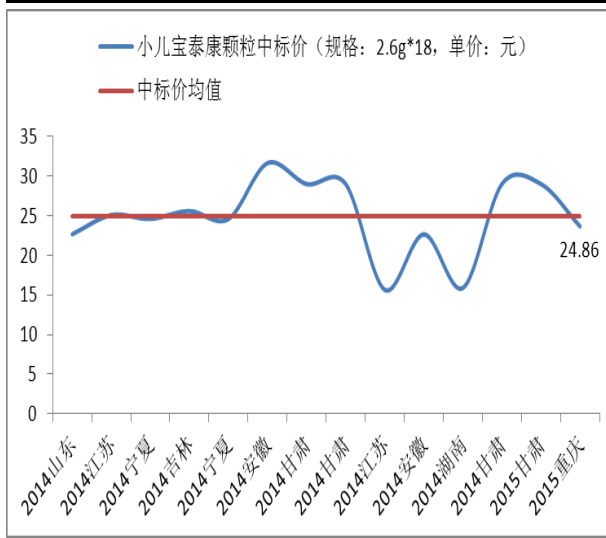
小儿宝泰康颗粒为国家基本药物、国家二级中药保护品种。由十二味中药组成，诸药相配，共成疏风解表、滋阴清热、止咳化痰、消食除胀之功。解表清热、止咳化痰。用于小儿风热外感症状，发热、流涕、咳嗽、脉浮等。能迅速治疗小儿感冒，是极具特色的儿科用药。

小儿宝泰康颗粒为类独家品种，主要竞品为云南白药生产的小儿宝泰康颗粒。

健民集团小儿宝泰康颗粒中标价波动较大，2014-2015年3月中标价均值约为24.86元。云南白药小儿宝泰康颗粒中标价维护良好，2014-2015年3月中标价均值约为34.88元。

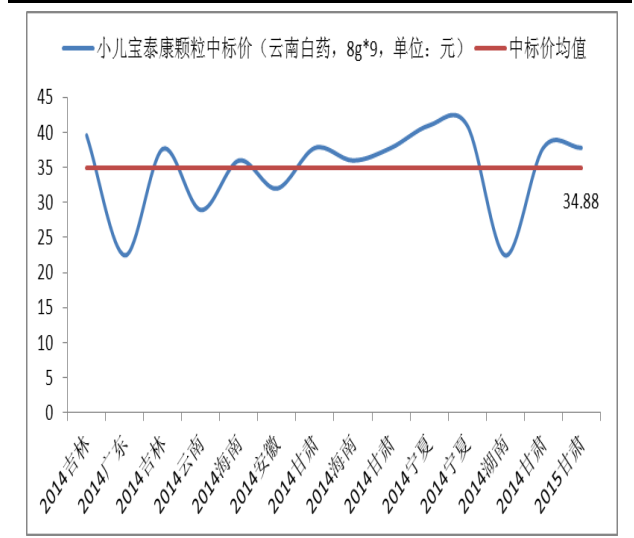
折算为每1g中标价均值: 健民集团小儿宝泰康颗粒为0.53元/g, 云南白药集团小儿宝泰康颗粒为0.48元/g。

图表 17: 2014-2015 年 3 月健民集团小儿宝泰康颗粒中标价变化趋势



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

图表 18: 2014-2015 年 3 月云南白药集团小儿宝泰康颗粒中标价变化趋势

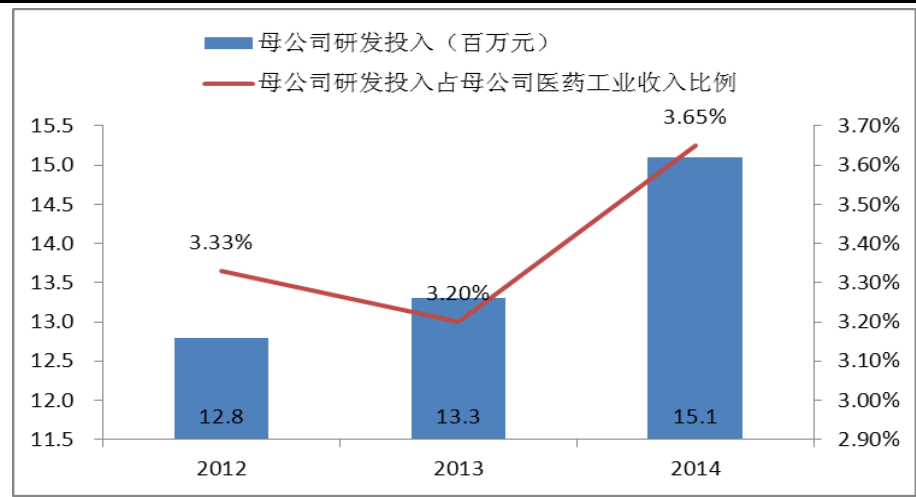


资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

五、研发工作

根据公司研发战略规划, 每年按照母公司医药工业收入的 3% 进行研发投入, 2014 年母公司医药工业收入为 4.14 亿元, 2014 年母公司研发投入费用为 1509.3 万元, 占母公司医药工业收入的 3.65%。

图表 19: 健民集团母公司研发投入及母公司研发投入占母公司医药工业收入比例情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

➤ 组建儿童药物研究院

以公司研发平台的基础, 通过整合研发资源, 提升软硬件水平, 公司组建了儿童药物研究院。

► 加快推进新产品研发和立项

公司重新盘点和审视科研资源，确定了长短结合的研发战略，汇聚社会医药资源，加强新药的开发，公司 2014 年完成了中药 5 类新药开郁宁片申报生产工作；小儿宣肺糖浆、小儿牛黄贴热帖、利胃胶囊完成 2 期临床研究进入 3 期临床阶段；阿奇霉素缓释干混悬剂等品种完成临床前研究准备申请临床；新立项小儿便秘颗粒等项目进展顺利，新产品开发梯队格局逐渐形成。

图表 20：2014 年健民集团研发进展

| 所处阶段 | 产品名称 |
|------|---------------------|
| 申报生产 | 开郁宁片 |
| 三期临床 | 小儿宣肺糖浆、小儿牛黄贴热帖、利胃胶囊 |
| 申请临床 | 阿奇霉素缓释干混悬剂等 |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

► 加强老产品的二次开发

围绕“疗效、质量、口感、适应症”等二次研发方向，继续对公司主导产品和重点产品进行技术攻关和工艺改进，按计划 and 进度要求推进完成龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒、小金胶囊、小儿宝泰康、银杏叶分散片、小儿解感颗粒等产品的二次开发工作，并申报龙牡壮骨颗粒专利 1 项。

► 积极申报国家、省市科研项目，争取政府政策和资金扶持，提升研发实力。

2014 年共申报国家重大新药创制专项 1 项，申报武汉市人才项目 1 项、汉阳区人才项目 2 项，完成国家、湖北省、武汉市等 8 个重大项目检查和验收工作；公司和子公司随州药业通过“高新技术企业”评审。

六、营销工作

加快营销模式转型，深化终端控销模式，加强一、二线城市 KA 连锁终端网络建设，深耕市场，努力克服 OTC 药品销售的不利影响，保持公司 OTC 品种平稳销售态势；

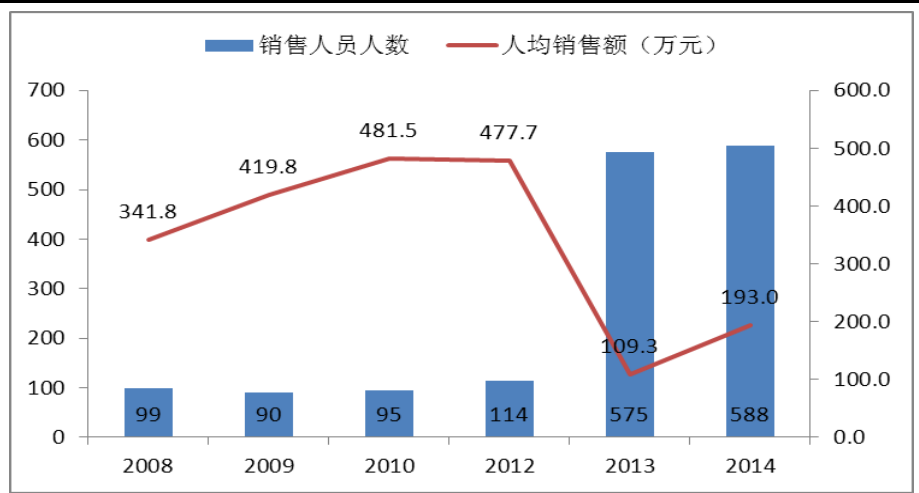
以精细化招商和自营相结合的模式，进一步加强基层医疗的开发力度，加强学术推广，从学术层面提高医疗机构对公司药品的认知和认可；

深化营销团队建设，提高执行力，规范终端操作标准，将“成功在市场，建立快速适应市场变化的管理制度和流程，通过政策引导、

正向激励、行为规范等途径，不断加强营销队伍建设，提高营销执行力。

2012年公司销售人员为114人，2013年增加至575人，人均销售额由2012年的477.7万减少至2013年的109.3万。我们预计销售额减少因管理、培训体系未能完全适应人员的骤增，且新员工实现业绩要求需要一定的学习、适应期。2014年人均销售额已出现上升趋势，达到193.0万元，预计2015年人均销售额将实现快速增长。

图表 21: 销售人员数量及人均销售额情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

目前公司产品的分布情况：医院中基本药物是核心，OTC渠道主要是龙牡系列产品等。公司的招商代理是互动的复合型的代理模式，口服制剂主要靠自营销售。

七、股权激励

2014年8月29日公司总裁班子成员发生调整，为增强主要经营团队成员对实现公司持续、健康发展的责任感、使命感，确保公司发展目标的实现，公司董事会薪酬与考核委员会拟定了公司《第三期（2014—2016年）限制性股票激励计划（草案）》。

激励模式：本计划采用限制性股票模式，公司在业绩指标达标和激励对象考核合格的前提下，以公司《第二期激励计划》中公司提取的购股资金的剩余资金及本次激励对象自筹配比的等额资金，从二级市场上回购本公司的股份授予激励对象。

图表 22: 各考核年度考核指标

| 指标 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|---------------------|----------|----------|----------|
| 基本触发基数（含本数）：净利润（万元） | 11000 | 13200 | 16100 |
| 股本总额（万股） | 15339.86 | 15339.86 | 15339.86 |
| 基本期望每股收益（EPS） | 0.72 | 0.86 | 1.05 |
| 基本期望市盈率 | 35 倍 | 35 倍 | 35 倍 |
| 各考核年度基本期望股价（年均价） | 25.2 | 30.1 | 36.75 |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司股权激励计划中，净利润设定分段累进制激励基金提取比例，超额净利润越多，提取比例越大，激励越充分。股权激励的推出，有助于充分调动公司管理层的积极性，提升公司的内生增长动力。

图表 23: 考核项目权重及具体内容

| 考核项目 | 权重 | 考核内容 |
|------------------|----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 新产品培育 | 40 | 积极做好创新平台条件建设，省、市级联盟建设，完善团队建设。引进开发 1-2 个品种。新培育品种 5 个（利胃胶囊、小儿宣肺止咳糖浆、小儿地锦止泻颗粒、乳酸钙、阿奇霉素干混缓释糖浆）。完成龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒、小金胶囊、小儿宝泰康胶囊的药学、药效、安全性及作用机制研究工作。引进或自主申请 5 项发明专利。研发投入不低于上年工业收入的 3% |
| 提升营销力，加大产品市场推广力度 | 40 | 进一步巩固和提高医药流通企业的经营协同性和紧密性；巩固和加强一、二线的城市连锁药店网络建设，其中将以龙牡壮骨颗粒（新包装）为主的 OTC 终端销售一万家以上；夯实以省区为营销主体的区域市场营销基础，混合式营销；深化以提升营销力为核心的营销团队建设，增强营销团队的竞争力；大品种培育，实现核心业务的稳健增长，培植销售规模累计超 2 亿产品 2 个，超过 5000 万产品 1 个。培育医院市场，使药品在医院渠道的销售 1 亿元以上。广告投入不低于上一年。 |
| 资产运营 | 12 | 1、根据公司战略发展规划，积极开展企业并购，获取资源，实现公司外延式发展。2、启动新厂区的规划和建设工作。3、公司资产优质，主营业务不增加新的不良资产，工业应收帐款占销售收入比例、存货周转率等各项资产运营指标达到同行业优秀水平。 |
| 争取政府补贴金额 | 8 | 争取各类（包含但不限于）税费返还、技术改造贴息、新药产业化扶持资金等拨款年保底额为 300 万元以上（合并报表口径）。 |

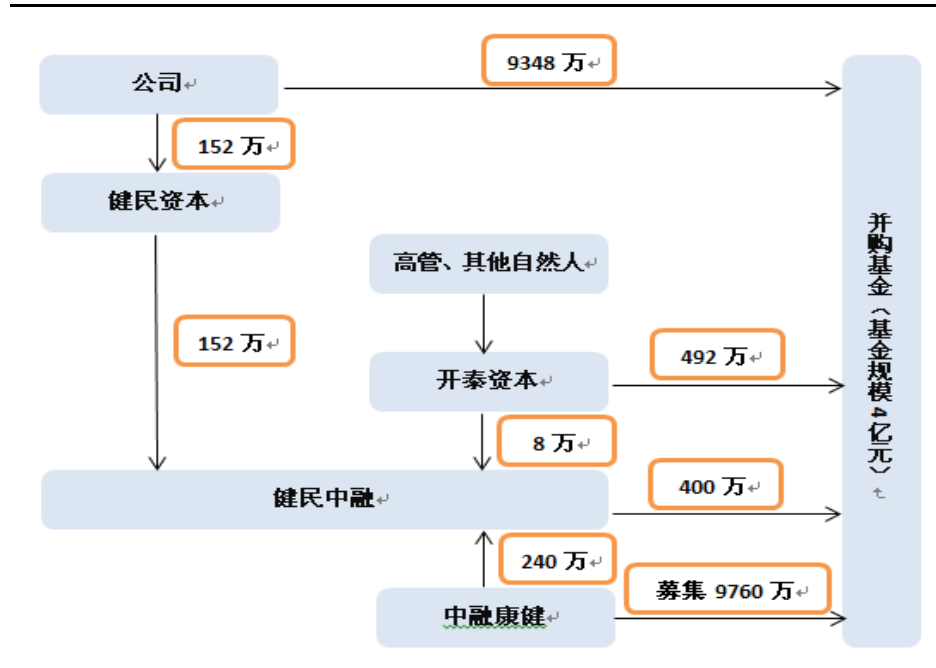
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

八、 对外股权投资

公司于 2014 年 4 月发布公告：公司出资 152 万元设立健民资本，公司总裁等高管设立开泰资本，健民资本和开泰资本分别出资 152 万和 8 万与中融康健（出资 240 万）合伙设立健民中融股权投资管理公司（下称健民中融）。合伙人设立并购基金，基金规模 4 亿元，其中公司作为一般合伙人出资 9348 万元，开泰资本出资 492 万元，中融康健负责募集 9760 万元，健民中融作为普通合伙人出资 400 万元。

余下的 2 亿元优先级 LP 配套资金由中融康健负责募集。

图表 24: 并购基金示意图



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

并购基金的投资领域包括中成药、化学药、生物制药以及新剂型药等领域, 拥有儿科与妇科独家品种的药企是并购的重要标的, 同时兼顾优质的高新医疗技术企业及优质的医药商品流通等领域。投资对象首选符合公司的发展战略和并购投资方向的未上市企业。并购基金投资并购的标的项目, 未来优先由公司进行收购。

公司账面资金充足, 然而并购基金项目目前进展缓慢, 我们推断可能是因为对方提供的优质项目有限。预计公司未来除了并购, 也不排除参股合作的可能。

九、盈利预测与估值

盈利预测基础:

- 2014 年公司颗粒剂营业收入 4.0 亿, 2015 年增长 15%;
- 2014 年公司片剂营业收入 6394 万元, 2015 年增长 15%;
- 2014 年公司胶囊剂营业收入 1.2 亿, 2015 年增长 25%;
- 2014 年公司商业收入 11.4 亿, 2015 年增长 40%;

我们预测健民集团 2015 年营业收入为 24.0 亿元, 归属母公司净利润为 1.4 亿元。折合 2015 年 EPS 为 0.94 元, 对应动态市盈率为 41.9 倍。

公司主营业绩稳健, 聚焦主业着力内生, 外延发展谨慎推进。健

民随州机制理顺，经营效率大幅提升，体培牛黄业务保持高增长。营销调整有望带动业绩提升，股权激励助推业绩增长。故我们给予公司“推荐”评级。

十、 风险因素：

➤ 中药材价格波动风险

由于中药材多为自然生长、季节采集，产地分布具有明显的地域性，产量和价格波动具有明显的周期性，因此其价格、产量容易受到自然条件、经济环境、市场供求关系等外部因素变化的影响。中药材价格的变化，将直接影响产品成本，给公司成本控制带来压力。

➤ 药品价格下降风险

随着医改的持续深入，国家不断下调药品价格，从价格政策趋势看，2015年中药降价可能性较大，公司主要品种可能面临价格下降的风险。

➤ 研发风险

医药产品的研究、开发具有周期长、投资大、对人员素质要求高等特点。且新药的研发受到国家有关法规的严格管制，各阶段均需要有关政府部门批文或专家鉴定报告，因此在任一环节上出现问题，都有可能致新产品研发失败，给公司带来损失。

附表 1: 健民集团主要财务数据及估值 (百万元)

| 资产负债表 | 2013 | 2014 | 2015E | 利润表 | 2013 | 2014 | 2015E |
|--------------------|-------------|-------------|--------------|----------------------|-------------|-------------|--------------|
| 流动资产 | 1046.4 | 1185.7 | 1309.6 | 营业收入 | 1992.4 | 1753.5 | 2404.6 |
| 现金 | 114.5 | 175.2 | 275.4 | 营业成本 | 1549.0 | 1309.7 | 1994.6 |
| 应收账款 | 283.7 | 308.1 | 396.9 | 营业税金及附加 | 12.4 | 11.7 | 15.2 |
| 存货 | 138.2 | 140.1 | 159.2 | 营业费用 | 245.5 | 228.2 | 274.9 |
| 非流动资产 | 399.0 | 361.1 | 418.9 | 管理费用 | 88.6 | 91.0 | 113.2 |
| 长期股权投资 | 72.4 | 78.1 | 94.6 | 财务费用 | -2.3 | -1.1 | 2.1 |
| 固定资产 | 224.1 | 225.8 | 217.6 | 投资净收益 | 14.3 | 25.6 | 33.5 |
| 无形资产 | 23.6 | 23.9 | 31.6 | 营业利润 | 108.0 | 127.4 | 174.8 |
| 资产总计 | 1445.4 | 1546.8 | 1725.7 | 营业外收入 | 1.5 | 2.5 | 2.5 |
| 流动负债 | 490.5 | 529.3 | 635.8 | 营业外支出 | 0.4 | 0.5 | 0.3 |
| 短期借款 | 0 | 30 | 20 | 所得税 | 12.9 | 12.5 | 14.7 |
| 应付账款 | 208.3 | 170.6 | 324.5 | 少数股东损益 | 0.3 | 3.0 | 2.6 |
| 非流动负债 | 14.5 | 15.5 | 13.5 | 归属母公司净利润 | 95.9 | 116.0 | 144.3 |
| 负债总计 | 504.9 | 544.8 | 649.3 | EBITDA | 119.0 | 143.3 | 169.8 |
| 少数股东权益 | 27.4 | 30.3 | 31.0 | 重要财务 估值指标 | 2013 | 2014 | 2015E |
| 归属母公司股东权益 | 913.1 | 971.7 | 1021.8 | 每股收益 (元) | 0.63 | 0.76 | 0.94 |
| 负债和股东权益总计 | 1445.4 | 1546.8 | 1740.3 | 净利率 | 4.8% | 6.8% | 6.0% |
| 现金流量表 (百万元) | 2013 | 2014 | 2015E | 每股净资产 | 6.1 | 6.5 | 7.1 |
| 经营活动现金流 | 45.4 | 103.2 | 224.5 | 资产负债率 | 34.9% | 35.2% | 36.1% |
| 投资活动现金流 | -144.5 | -15.2 | 32.5 | P/B | 4.0 | 4.7 | 4.4 |
| 资本支出 | 2.6 | 1.7 | 5.4 | ROE | 10.4% | 11.9% | 13.8% |
| 筹资活动现金流 | -44.1 | -78.4 | -36.7 | EV/EBITDA | 29.6 | 31.2 | 26.5 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 市盈率 | 37.57 | 39.54 | 41.9 |
| 现金净增加额 | -143.3 | 9.7 | 83.6 | 总股本 | 153.4 | 153.4 | 153.4 |

数据来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有,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,需征得东吴证券研究所同意,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

看好: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%~5%;

看淡: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

公司投资评级:

强烈推荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20%以上;

推 荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10%以上;

谨慎推荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5%以上;

观 望: 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%;

卖 出: 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>