

# 健民集团 (600976)

## 放眼未来，打造 OTC 3.0 模式 买入 (维持)

2015 年 7 月 30 日

### 投资要点

- **受让叶开泰国药 12.79% 股权:** 叶开泰国药 (随州) 为公司控股子公司, 公司持有其 87.21% 股权, 湖北兴泰农工贸股份有限公司持有其 12.79% 股权。为有效整合资源, 优化资源配置, 实现价值最大化, 公司拟投入 3240 万元受让湖北兴泰农工贸股份有限公司持有的叶开泰国药 12.79% 股权, 受让完成后, 健民集团 (600976) 叶开泰国药 (随州) 有限公司将成为公司全资子公司。
- **龙牡终端较稳定:** 由于加强渠道控制且产品质量优秀, 龙牡壮骨颗粒终端较稳定。2014 年, 龙牡壮骨颗粒销售收入 2.2 亿元, 同比减少 21.5%, 分析龙牡壮骨颗粒销售收入减少原因, 一方面在于医改对 OTC 药品销售产生不利影响, 另一方面我们认为产品销售收入高低受财务调整影响, 龙牡壮骨颗粒销售的客观事实是增速放缓。
- **营销战略聚焦:** 公司加强覆盖区域产品渗透, 而非追求覆盖面, 我们认为营销聚焦策略有望加强公司对覆盖区域的控制能力, 弥补过去销售方面存在的短板。2015 年公司与众多医药公司举行战略沟通会, 我们认为主要有以下目的: 菁合计划与大型连锁药店合作, 通过战略沟通会将公司较为严苛的终端提价要求落实; 龙牡产品销售转型, 通过战略沟通会加强渠道管控; 传播叶开泰历史文化。
- **打造 OTC 3.0 模式:** OTC 转型分为三个阶段: 1.0 阶段: 特征为“产品为主、广告至上、渠道为助”; 2.0 阶段: 药房发展, 导致利润再分配, 该阶段特征为: “渠道为王、价值为重”; 3.0 阶段: 特征为“用户为王、连接至上”, 战略目标是征服用户。我们认为公司并未追逐短期利益, 而是将目标放在打造 OTC 3.0 模式, 未来将围绕“用户为王”的核心积极开展工作。
- **拟认购华盖医疗健康:** 为提升公司资产运作水平, 提高资金收益, 公司拟作为有限合伙人参与认购华盖医疗健康创业投资成都合伙企业 (有限合伙), 公司以自有资金认购 2000 万元。
- **盈利预测:** 我们预测健民集团 (600976) 2015、2016 年营业收入分别为 23.2 亿元和 30.8 亿元, 归属母公司净利润为 1.42 亿元和 2.05 亿元, 折合 EPS 为 0.93 元和 1.34 元, 对应动态市盈率为 31.1 倍和 21.6 倍。
- **投资评级:** 公司主营业绩稳健, 聚焦主业着力内生, 外延发展谨慎推进, 100% 控股叶开泰国药有利于公司优化资源配置, 加强资源整合力度, 提高公司整体盈利能力, 体培牛黄业务保持较高增长, 营销调整有望带动业绩提升, 股权激励助推业绩增长, 故我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** OTC 产品提价后终端接受度风险, 招标降价风险, 营销改革低于预期风险, 原材料供应风险。

证券分析师 洪阳

执业资格证书号码:

S0600513060001

0512-62938572

[Hongyang614@gmail.com](mailto:Hongyang614@gmail.com)

证券分析师 许希晨

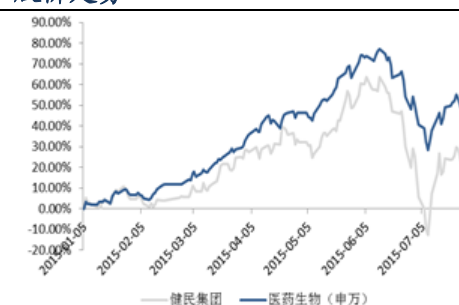
执业资格证书号码:

S0600512080001

021-63123162

[jenny1727@gmail.com](mailto:jenny1727@gmail.com)

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	29.80
一年最低/最高价	22.90/49.89
市净率	4.58
流通 A 股市值 (百万元)	4568

### 基础数据

每股净资产	6.50
资产负债率	37.54
总股本 (百万股)	153
流通 A 股 (百万股)	153

### 相关报告

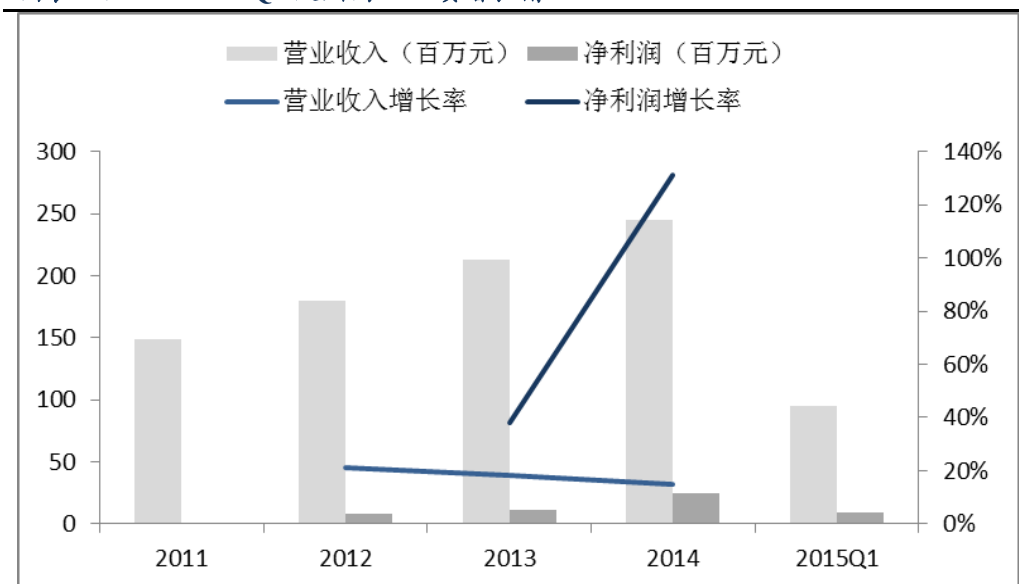
“内外兼修、儿妇专家”——健民集团  
年报点评 2015.04.24

## 1. 受让叶开泰国药 12.79% 股权

健民集团（600976）叶开泰国药（随州）有限公司为公司控股子公司，公司持有其 87.21% 股权，湖北兴泰农工贸股份有限公司持有其 12.79% 股权。为有效整合资源，优化资源配置，实现价值最大化，公司拟投入 3240 万元受让湖北兴泰农工贸股份有限公司持有的叶开泰国药 12.79% 股权，受让完成后，健民集团（600976）叶开泰国药（随州）有限公司将成为公司全资子公司。

叶开泰国药截至 2015 年 3 月 31 日的总资产为 26,739.1 万元，净资产 11,579.0 万元，营业收入 9,483.6 万元，净利润 876.4 万元。

图表 1: 2011-2015Q1 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

叶开泰国药地处中医药鼻祖炎帝神农的故乡湖北省随州市，国家对中药文化复兴及中药产业的扶持，有利于叶开泰国药未来的发展，且叶开泰国药近年来发展情况良好，经营业绩持续向好，新项目有较好的市场前景。

随州生产基地建设目前尚无实质性进展，考虑到公司打造叶开泰品牌的决心，我们认为公司在酝酿更大胆、更高科技、更智能的建设规划。

本次受让完成后，叶开泰国药将成为公司全资子公司，有利于公司优化资源配置，加强资源整合力度，提高公司整体盈利能力，促进叶开泰国药长远健康发展，促进公司战略目标的实现。

## 2. 主要产品

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；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。

### 2.1. 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。公司飞龙战略针对龙牡壮骨颗粒进入成熟后期，以互联网思维在产品的设计、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。

今年公司加强龙牡壮骨颗粒渠道控制，减少库存、取消促销，目前龙牡壮骨颗粒终端较稳定。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，一方面在于医改对 OTC 药品销售产生不利影响，另一方面我们认为产品销售收入高低受财务调整影响，龙牡壮骨颗粒销售的客观事实是增速放缓。

目前龙牡壮骨颗粒销售情况良好且近期出现好转趋势，由于过去市场维护状况不佳，故我们预计今年龙牡壮骨颗粒在销售方面存在一定压力。目前该产品二次开发等工作都在进行，从长远角度，我们认为公司未来会将龙牡壮骨颗粒做大。

### 2.2. 小金胶囊

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。

针对以上病症的中成药产品包括小金胶囊、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，公司为首研、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一小金胶囊类中占比 52.24%，排名第一。

公司 2015 年股权激励考核项目中，有培植销售规模累计超 2 亿产品 2 个。龙牡壮骨颗粒 2014 年销售 2.2 亿元，我们认为另一销售超 2 亿产品为小金胶囊，然而小金胶囊可能受原材料麝香供应影响而致销售不达预期。

### 2.3. 开郁宁片

公司 2014 年完成了中药 5 类新药开郁宁片申报生产工作。5 月 4 日，卫计委称为加快重大新药创制科技重大专项创新成果产出进程，根据有关文件规定和专家评审遴选建议，拟推荐希列克托灵、开郁宁片等 21 个专项支持的药物品种为优先审评品种。

开郁宁片有望加快审批，我们认为开郁宁片将成为公司优质后备品种。

## 3. 营销战略聚焦

营销方面公司采取聚焦策略，加强目前覆盖区域渗透，而非追求覆盖面，我们认为营销聚焦策略有望加强公司对覆盖区域的控制能力，弥补过去销售方面存在的短板。

2015 年公司与众多医药公司举行战略沟通会，我们认为主要有以下目的：

- 菁合计划与大型连锁药店合作，通过战略沟通会将公司较为严苛的终端提价要求落实；
- 龙牡产品销售转型，通过战略沟通会加强渠道管控；
- 传播叶开泰历史文化。

菁合计划产品刚上市销售，菁盟计划产品预计 8 月份上市，菁萃计划尚处起步阶段。

## 4. 打造 OTC 3.0 模式

国家医药行业经济环境导致 OTC 产品销售规模增加，但增速放缓。现阶段 OTC 产品终端维护情况对其销售具有重要影响。

OTC 转型三个阶段：

- 1.0 阶段：该阶段特征为“产品为主、广告至上、渠道为助”；
- 2.0 阶段：药房发展，导致利润再分配，该阶段特征为：“渠道为王、价值为重”；
- 3.0 阶段：该阶段特征为“用户为王、连接至上”，战略目标是征服用户。

我们认为公司并未追逐短期利益，而是将目标放在打造 OTC 3.0 模式，未来将围绕“用户为王”的核心积极开展工作。

我们认为公司打造 OTC 3.0 模式有以下发展机遇：

- 互联网发展：互联网的发展要求企业与用户互动，充分了解用户需求；
- 消费升级：价格不是影响消费的最主要因素；
- 中医药养生需求：中医药养生需求的不断扩大将成为 OTC 发展的新动力和新出路。

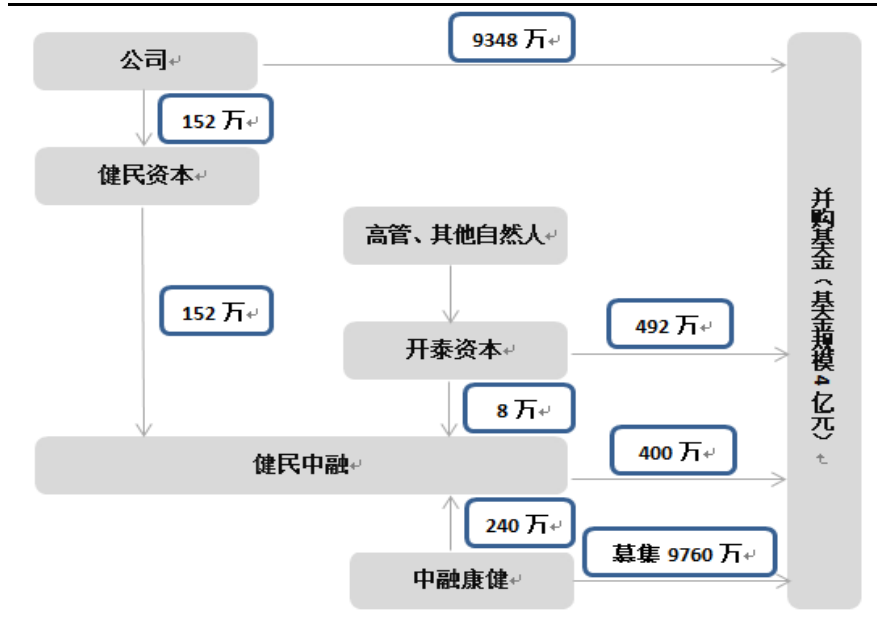
取消药品政府定价利好 OTC 发展。公司部分产品已合理提价，其中包括菁合战略产品。

公司产品质量优，成本相应高，在现有价格的基础上终端接收程度有所差别。然而我们认为优质产品是未来发展的方向，长期来看，公司竞争优势显著。

## 5. 并购基金

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 2: 并购基金示意图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

我们认为公司未来并购方向主要有以下三种：

- 并购产品：作为公司现有产品的补充；
- 并购优秀品牌：可以整合进叶开泰品牌内，随州更名叶开泰为公司集中资源将品牌做大作铺垫，也为后期整合做准备；
- 大健康方向。

公司账面资金充足，然而并购基金项目无实质性推进，故我们预计公司今年在并购方面采取保守策略，重点将基础打好，明年有望在并购方面有所行动。

## 6. 拟认购华盖医疗健康

为提升公司资产运作水平，提高资金收益，公司拟作为有限合伙人参与认购华盖医疗健康创业投资成都合伙企业（有限合伙）出资额，认购金额 2000 万元，为公司自有资金。

本次认购标的华盖医疗健康为有限合伙企业，募集规模为 5 亿元人民币，投资方向主要为医疗健康消费领域，包括医疗服务、生物化学制剂及原料药、医疗器械、医药流通、健康管理及保健消费等。

项目投资收益分配方式为全体合伙人分配投资收益，直到所有投资收益达到每年 8% 的累计年化收益；如有剩余，由有限合伙人和普通合伙人按照 8:2 的比例分配。

华盖医疗健康设立投资决策委员会，负责审核批准本企业投资项目投资方案、投资项目退出以及确定投资收益分配等事宜。

我们本次认购是在风险可控的前提下，有效利用公司闲置资金，提高公司资金利用率，使公司获得较高收益。

## 7. 投资建议

### 盈利预测基础：

- 2014 年公司颗粒剂营业收入 4.0 亿，2015 年增长 10%；
- 2014 年公司片剂营业收入 6394 万元，2015 年增长 10%；
- 2014 年公司胶囊剂营业收入 1.2 亿，2015 年增长 20%；
- 2014 年公司商业收入 11.4 亿，2015 年增长 40%；

我们预测健民集团（600976）2015、2016 年营业收入分别为 23.2 亿元和 30.8 亿元，归属母公司净利润为 1.42 亿元和 2.05 亿元，折合 EPS 为 0.93 元和 1.34 元，对应动态市盈率为 31.1 倍和 21.6 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，100%控股叶开泰国药有利于公司优化资源配置，加强资源整合力度，提高公司整体盈利能力，体培牛黄业务保持较高增长，营销调整有望带动业绩提升，股权激励助推业绩增长，故我们维持公司“买入”评级。

## 8. 风险提示

- OTC 产品提价后终端接受度风险
- OTC 渠道管控风险
- 招标降价风险
- 营销改革低于预期风险
- 原材料供应风险

附表 1: 健民集团 (600976) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E	利润表	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>1186</b>	<b>1389</b>	<b>1678</b>	<b>2035</b>	<b>营业收入</b>	<b>1753</b>	<b>2320</b>	<b>3075</b>	<b>3987</b>
现金	175	275	375	475	营业成本	1310	1768	2341	3092
应收账款	308	396	486	599	营业税金及 附加	12	16	19	22
存货	140	159	186	207	营业费用	228	296	393	474
<b>非流动资产</b>	<b>361</b>	<b>473</b>	<b>546</b>	<b>635</b>	管理费用	91	112	131	157
长期股权投资	78	78	78	78	财务费用	-1	4	6	8
固定资产	226	295	364	436	投资净收益	26	33	39	58
无形资产	21	21	20	19	<b>营业利润</b>	<b>127.4</b>	<b>157</b>	<b>413</b>	<b>667</b>
<b>资产总计</b>	<b>1547</b>	<b>1862</b>	<b>2224</b>	<b>2670</b>	营业外收入	5	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>529</b>	<b>638</b>	<b>723</b>	<b>802</b>	营业外支出	1	0	0	0
短期借款	30	40	50	60	所得税	12	15	19	24
应付账款	171	215	287	366	少数股东损 益	3	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>归属母公司 净利润</b>	<b>116</b>	<b>142</b>	<b>205</b>	<b>268</b>
<b>负债总计</b>	<b>545</b>	<b>652</b>	<b>738</b>	<b>818</b>	EBITDA	120	146	209	272
少数股东权益	30	30	30	30	<b>重要财务 估值指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
归属母公司 股东权益	1002	1131	1298	1543	<b>每股收益</b>	<b>0.76</b>	<b>0.93</b>	<b>1.34</b>	<b>1.75</b>
<b>负债和股东 权益总计</b>	<b>1547</b>	<b>1783</b>	<b>2036</b>	<b>2361</b>	(元)				
<b>现金流量表</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	净利率	6.8%	6.1%	6.7%	6.7%
(百万元)					每股净资产	6.33	7.26	8.37	9.62
<b>经营活动现 金流</b>	<b>83</b>	<b>87</b>	<b>93</b>	<b>99</b>	资产负债率	35.2%	37.5%	36.7%	37.8%
<b>投资活动现 金流</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>36</b>	<b>53</b>	P/B	6.04	5.27	4.57	3.95
少数股东损 益	3	0	0	0	ROE	11.9%	12.8%	13.2%	13.5%
<b>筹资活动现 金流</b>	<b>-26</b>	<b>25</b>	<b>632</b>	<b>376</b>	资产周转率	5.65	6.78	6.70	6.68
投资损失	-26	-35	-47	-62	市盈率	39.54	31.07	21.56	16.51
现金净增加 额	74	217	58	63	总股本	153.4	153.4	153.4	153.4

资料来源: 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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，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：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>

