

健民集团 (600976)

模式调整期，静待放量期

买入(维持)

2015年8月24日

投资要点

- **营收增长，利润下滑：**上半年公司实现营业收入 10.13 亿元，同比增长 11.71%；实现归属于上市公司股东的净利润 4737.34 万元，同比下降 22.69%；实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 3889.34 万元，同比下降 29.99%。
- **医药工业收入下降 5.76%：**公司营业收入同比增长 11.71%，主要是医药商业销售收入 67558.15 万元，同比增加 23.61%；归属于上市公司股东净利润同比下降 22.69%，主要原因为医药工业收入下降 5.76%及布局、实施各项战略引起的成本费用增长。
- **经营计划进展：**上半年，公司营业收入完成全年计划的 40.5%，略有滞后的原因在于年度营业收入计划内含对外并购的部分尚未实施；净利润完成全年计划的 33.84%，进度滞后的主要原因为医药工业收入下降 5.76%及布局、实施各项战略引起的成本费用增长。
- **儿科药物收入下滑 22.70%：**2015 年上半年，公司儿科药物实现营业收入 1.48 亿元，同比下降 22.70%；妇科药物实现营业收入 6312.17 万元，同比增长 2.71%；特色中药实现营业收入 4194.59 万元，同比下降 5.70%。
- **着力品牌传播：**上半年，公司有效整合电视、微博、微信、网络视频等媒体宣传平台，加强与医药行业专业媒体合作；创新广告模式，以四支谜题为主线创作《爸爸的梦想》龙牡系列广告片，开展“龙牡百万猜谜”活动，并承办第五届中国少儿小金钟音乐大赛。深挖健民历史，传承“叶开泰文化”，重塑健民使命，提高健民在中药行业的影响力，提升企业的知名度和美誉度。
- **盈利预测：**我们预测健民集团 2015-2018 年营业收入分别为 24.1 亿、32.0 亿、39.3 亿、47.2 亿，归属母公司净利润为 1.2 亿元、1.9 亿、2.8 亿、3.5 亿元，折合 EPS 为 0.78 元、1.25 元、1.80 元、2.31 元，对应动态市盈率为 33.9 倍、21.2 倍、14.8 倍和 11.5 倍。
- **投资评级：**公司打造 OTC 3.0 模式，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，股权激励助推业绩提升。考虑到公司积极转型，发力成长可期，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、OTC 渠道管控风险、招标降价风险、原材料供应风险。

证券分析师 洪阳

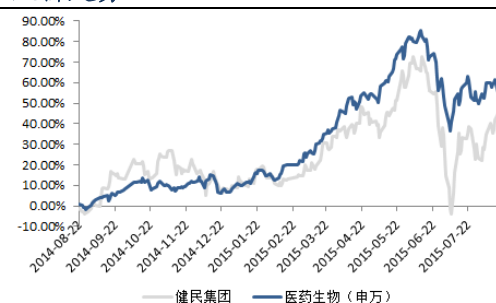
执业资格证书号码：

S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.55
一年最低/最高价	24.41/49.89
市净率	4.25
流通 A 股市值(百万元)	4070

基础数据

每股净资产(元)	6.25
资产负债率(%)	36.85
总股本(百万股)	153
流通 A 股(百万股)	153

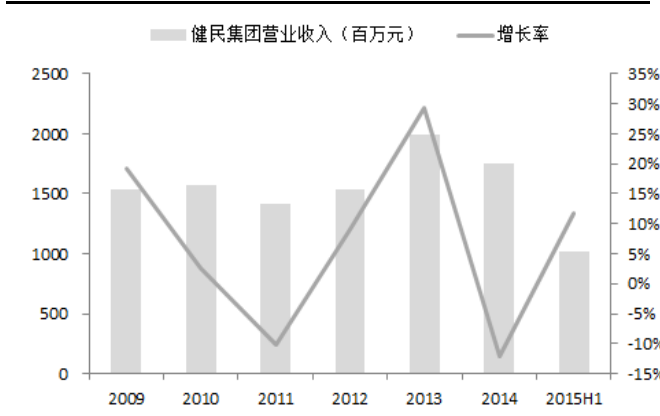
相关报告

- 放眼未来，打造 OTC 3.0 模式——
调研报告 2015.07.31
- 内外兼修，儿科专家——
年报点评 2015.04.24

1. 医药工业营收下降，利润下滑

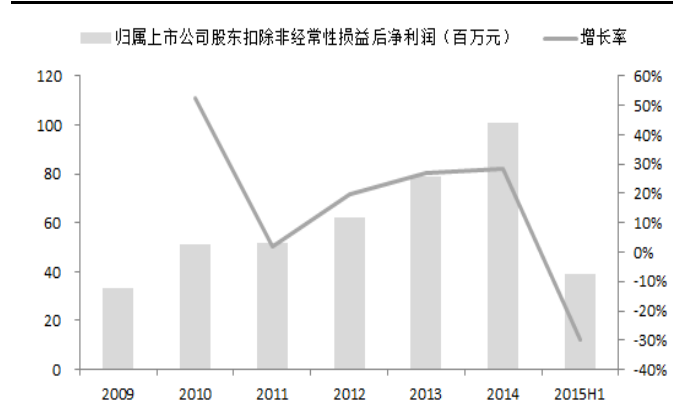
上半年公司实现营业收入 10.13 亿元,同比增长 11.71%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4737.34 万元, 同比下降 22.69%; 实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 3889.34 万元, 同比下降 29.99%。

图表 1: 2009-2015H1 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

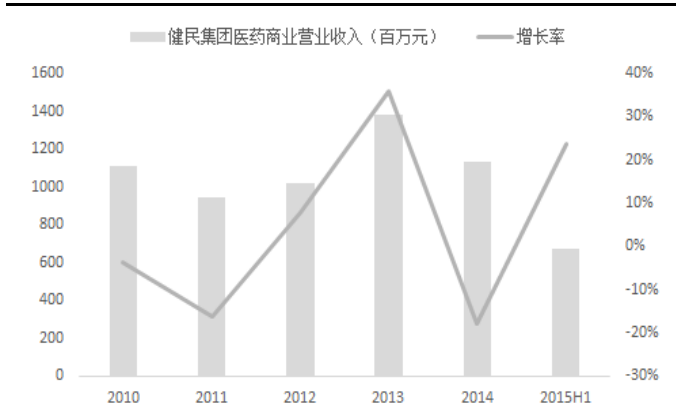
图表 2: 2009-2015H1 健民集团扣除非经常性损益后净利润及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

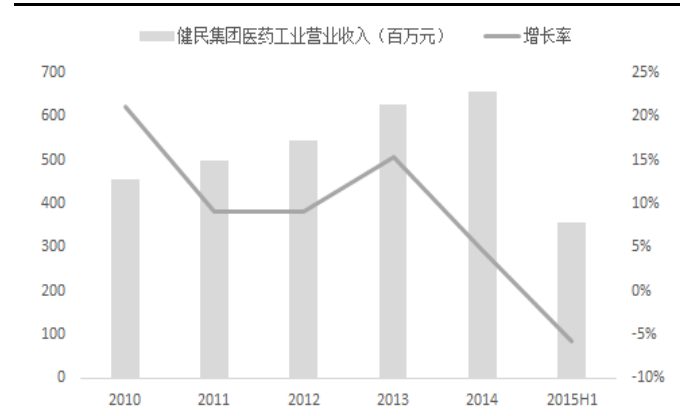
公司营业收入同比增长 11.71%，主要是医药商业销售收入 67558.15 万元，同比增加 23.61%；归属于上市公司股东净利润同比下降 22.69%，主要原因为医药工业收入下降 5.76%及布局、实施各项战略引起的成本费用增长。

图表 3: 2010-2015H1 健民集团医药商业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 4: 2010-2015H1 健民集团医药工业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

1.1 经营计划进展

上半年，公司基本完成包括营销、研发、产能、品牌宣传、管理创新等在内的各项工作计划。营业收入完成全年计划的 40.5%，略有滞后的原因在于年度营业收入计划内含有对外并购的部分尚未实施；净利润完

成全年计划的 33.84%，进度滞后的主要原因为医药工业收入下降 5.76% 及布局、实施各项战略引起的成本费用增长。

2. 医药工业

2015 年上半年，公司医药工业实现营业收入 3.57 亿元，同比下降 5.76%。其中儿科药物实现营业收入 1.48 亿元，同比下降 22.70%；妇科药物实现营业收入 6312.17 万元，同比增长 2.71%；特色中药实现营业收入 4194.59 万元，同比下降 5.70%。

2.1 主要产品分析

儿科产品营业收入同比减少 22.70%，主要是龙牡壮骨颗粒销售收入同比下降 30%，龙牡壮骨颗粒销售收入下降主要原因是受到医药行业环境影响及公司主动调整营销策略，清理渠道库存。

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。

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。

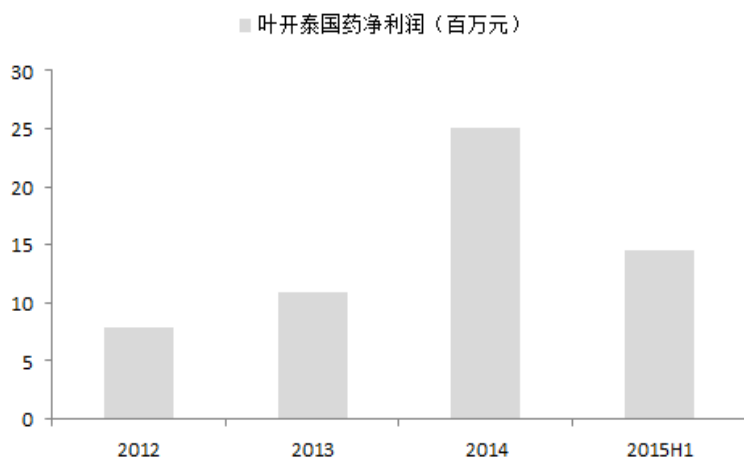
2.2 受让叶开泰国药 12.79% 股权

公司持有健民集团叶开泰国药（随州）有限公司 87.21% 股权，湖北兴泰农工贸股份有限公司持有其 12.79% 股权。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。目前该议案已通过股东大会审议。

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。

2015 年上半年，叶开泰国药实现净利润 1455.98 万元。

图表 5: 2012-2015H1 叶开泰国药净利润情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

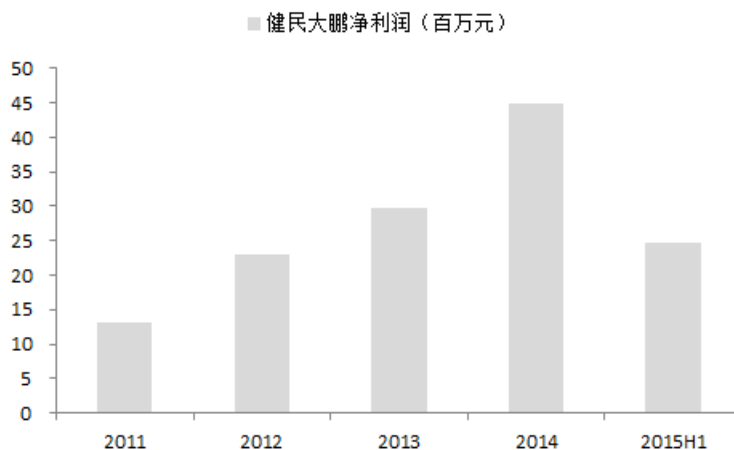
随州生产基地建设目前尚无实质性进展, 考虑到公司打造叶开泰品牌的决心, 我们认为公司在酝酿更大胆、更高科技、更智能的建设规划。

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。

2.3 健民大鹏

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, 健民大鹏业绩快速增长, 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。2015 年上半年, 健民大鹏实现净利润 2479.97 万元。我们预计, 2015 年健民大鹏在医药行业低速增长的新常态下仍能保持稳健增长。

图表 6: 2011-2015H1 健民大鹏净利润情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司是健民大鹏第二大股东，并未参与体培牛黄具体销售规划。目前公司工作重心是进行自身产品梳理，然而我们认为面对未来市场巨大的体培牛黄，公司有望采取进一步行动。

3. 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，公司亦在对产品终端维护进行积极有效的维护。

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，现在及未来将围绕“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。

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。虽然目前公司利润方面有所下滑，但我们认为优质产品是未来发展的方向，长期来看，公司仍具竞争优势。

4. 营销三大子战略

上半年公司全面启动营销三大子战略“飞龙计划”、“菁合计划”、“蓝鹰计划”，加强产品开发与团队建设。

- 启动“飞龙计划”：在深化产品功能、提升品质、优化商业渠道、

改革广告宣传等方面采取有效措施，特别是建立了龙牡壮骨颗粒价格成长机制，消化了渠道库存，为“飞龙计划”的有效实施奠定了基础。

- 启动“菁合计划”：直接供应大中连锁终端，以深度策划与宣传，品牌与文化引领、工商互动等，着力建设菁品专线，上半年公司首批“菁合”品种成功上市。
- 启动“蓝鹰计划”：深化医院产品线营销团队建设，积极应对医药政策改革，做好各省市医院产品招投标工作。

5. 研发进展

公司推进儿童药物研究院建设，走产、学、研相结合的道路，与天津中医药大学一附院合作建立“儿童经皮吸收药物联合研究室”，共同联合组建儿童外用制剂研究平台。

加大研发投入，加快新产品培育力度，夯实公司产品基础。上半年五类新药开郁宁片作为重大专项支持的药品，被卫计委推荐进入优先审评通道；六类新药小儿宣肺糖浆、小儿牛黄退热贴三期临床试验进展顺利；六类新药牛黄前列栓完成三期临床试验，阿奇霉素缓释干混悬剂完成临床前资料研究，布洛芬缓释混悬液进入中试阶段。

推动老产品的二次开发，不断提高老产品的技术含量和质量水平，增强产品疗效。上半年龙牡壮骨颗粒列入国家卫计委“中药儿童用药相关政策建议”研究课题，与专家团队一起进行龙牡“理论体系研究”，并申报龙牡壮骨颗粒发明专利 2 项；小金胶囊药物经济学与安全性评价研究进展顺利，申报专利 1 项；健脾生血颗粒完成生殖毒性试验与遗传毒性试验。

6. 加大品牌传播力度

公司革新传播途径，有效整合电视、微博、微信、网络视频等媒体宣传平台，加强与医药行业专业媒体合作，增强传播的宽度与广度；创新广告模式，以四支谜题为主线创作《爸爸的梦想》龙牡系列广告片，开展“龙牡百万猜谜”活动，并承办第五届中国少儿小金钟音乐大赛，增强传播的深度与力度。深挖健民历史，传承“叶开泰文化”，重塑健民使命，提高健民在中药行业的影响力，提升企业的知名度和美誉度。

图表 7：“龙牡百万猜谜”活动宣传图



资料来源：公司网站

7. 对外投资情况

公司第七届董事会第二十五次会议审议通过“关于参与认购华盖医疗健康创业投资成都合伙企业（有限合伙）的议案”，公司作为有限合伙人以自有资金 2000 万元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，其中第一期出资 800 万元已出资完成。

8. 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%-10%；
- 2014 年公司片剂营业收入 6394 万元，2015 年增长 15%-25%；
- 2014 年公司胶囊剂营业收入 1.2 亿，2015 年增长 15%-25%；
- 2014 年公司商业收入 11.4 亿，2015 年增长 45%-55%；

我们预测健民集团 2015-2018 年营业收入分别为 24.1 亿、32.0 亿、39.3 亿、47.2 亿，归属母公司净利润为 1.2 亿元、1.9 亿、2.8 亿、3.5 亿元，折合 EPS 为 0.78 元、1.25 元、1.80 元、2.31 元，对应动态市盈率为 33.9 倍、21.2 倍、14.8 倍和 11.5 倍。

公司打造 OTC 3.0 模式，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，股权激励助推业绩

提升。考虑到公司积极转型，发力成长可期，我们维持公司“买入”评级。

9. 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
- 原材料供应风险

附表 1: 健民集团主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2015E	2016E	2017E	2018E	利润表	2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	1389	1678	2035	2378	营业收入	2409	3195	3930	4716
现金	275	375	475	566	营业成本	1835	2428	2992	3525
应收账款	396	486	599	753	营业税金及 附加	16	19	22	25
存货	159	186	207	224	营业费用	324	416	481	579
非流动资产	473	546	635	698	管理费用	125	147	177	219
长期股权投资	78	78	78	78	财务费用	2	6	8	7
固定资产	295	364	436	501	投资净收益	33	39	58	32
无形资产	21	20	19	17	营业利润	140	218	308	393
资产总计	1862	2224	2670	3017	营业外收入	0	0	0	0
流动负债	638	723	802	887	营业外支出	0	0	0	0
短期借款	40	50	60	70	所得税	15	19	24	28
应付账款	215	287	366	432	少数股东损 益	5	7	9	11
非流动负债	14	15	16	17	归属母公司 净利润	120	192	275	354
负债总计	652	738	818	903	EBITDA	146	227	215	401
少数股东权益	30	30	30	30	重要财务 估值指标	2015E	2016E	2017E	2018E
归属母公司 股东权益	1131	1298	1543	1735	每股收益	0.78	1.25	1.80	2.31
负债和股东 权益总计	1783	2036	2361	2673	(元)				
现金流量表 (百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	净利率	5.0%	6.0%	7.0%	7.5%
经营活动现 金流	87	93	99	102	每股净资产	7.26	8.37	9.62	10.21
投资活动现 金流	25	36	53	35	资产负债率	37.5%	36.7%	37.8%	39.6%
少数股东损 益	0	0	0	0	P/B	5.27	4.57	3.95	3.76
筹资活动现 金流	25	632	376	279	ROE	12.8%	13.2%	13.5%	13.8%
投资损失	-35	-47	-62	-32	资产周转率	6.78	6.70	6.68	6.61
现金净增加 额	217	58	63	78	市盈率	33.8	21.2	14.8	11.5
					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>

