

核心产品新进医保, 看好公司长期前景

投资要点

- **事件:** 公司2016年营业收入、扣非净利润分别为23.6亿元、0.5亿元, 同比增长分别为3.6%、-20.9%; 2016Q4营业收入、扣非净利润分别为6.3亿元、-482.9万元, 营业收入同比下滑17%, 净利润为亏损; 公司公告2017版医保目录情况, 新列入目录的有龙牡壮骨颗粒和复方紫草油。
- **产品库存持续改善, 基本面趋势向好。** 2016年营业收入约为23.6亿元, 同比增长约3.6%。其中工业、商业收入分别约为8.5亿元、16.4亿元, 同比增长分别约为18%、1.9%。商业板块整体表现平稳, 工业板块中母公司与叶开泰国药营业收入同比增长22.1%、11.7%; 按照要划分儿科、妇科营业收入分别约为2.9亿元、2.3亿元, 同比增长分别约为0.5%、46%。龙牡壮骨颗粒营业收入约为1.76亿元, 约占儿科药品收入60%, 2016年公司持续推动儿科药库存量下降近50%的大背景下, 该产品收入下滑约7.7%, 渠道库存健康为产品持续增长打下基础。2016年扣非净利润约为0.5亿元, 同比下降约21%, 主要原因如下: 1) 主导产品龙牡销售收入同比下降7.7%等因素, 导致收入结构变化使得毛利率下滑约2个百分点; 2) 子公司叶开泰国药产品结构调整, 成本费用上升, 净利润同比下降1619万元; 3) 公司拟实施生产基地改扩建、智能制造项目建设、文化总部建设等对拟拆除建筑物和设备计提减值准备, 减值准备同比增加1763万元。健民大鹏2016年净利润约为7129万元, 按权益比例贡献约2291万元, 同比增长约25%。从单季度情况来看, 2016Q4营业收入同比下滑17%, 净利润表现为亏损。我们判断第四季度公司持续推动渠道变革, 且当期计提减值导致出现单季度亏损。但我们预计在2017年费用投入效果将渐渐显现, 收入及净利润增速将出现恢复性增长。
- **理顺各方利益迎来新起点, 核心产品新进医保打开市场空间。** 1) 公司拟非公开发行募集资金, 同时提升大股东持股比例和绑定员工利益。我们认为在各方利益理顺后, 或将迎来企业发展的新起点: a、营销改革及产品渠道清理完毕, 核心员工利益绑定有望迎来业绩快速增长; b、大股东增持后将逐渐体现其平台功能, 外延预期强烈; 2) 战略定位大健康, 打造中医药生态圈和生态系统。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; 3) 新列入目录的有龙牡壮骨颗粒和复方紫草油, 超市场预期。其中龙牡壮骨颗粒约1.76亿元, 市场占比约为11% (排名第4), 约占公司工业收入20%。该产品主治和预防小儿佝偻病、软骨病等, 其市场预期约10亿元, 本次进医保后将打开新空间。复方紫草油2016年收入规模约280万元, 但其属于医保独家, 预计其市场空间约为5亿元, 前景较好。4) 积极寻求新的业绩增长点。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:** 未考虑股本摊薄, 我们预计2017-2019年每股收益为0.65元、0.88元、1.18元 (原2017-2018年EPS为0.91元、1.11元, 下调主要原因为2016年基数变化, 且预期2017-2018年销售费用率提升), 对应市盈率为51倍、37倍、28倍。我们认为在非公开发行方案落地后各方利益梳理完毕后, 随着公司的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	2646.11	2921.69	3242.95
增长率	3.61%	11.95%	10.41%	11.00%
归属母公司净利润 (百万元)	64.66	99.28	135.48	180.89
增长率	-24.38%	53.56%	36.46%	33.52%
每股收益 EPS (元)	0.42	0.65	0.88	1.18
净资产收益率 ROE	6.31%	9.02%	11.28%	13.56%
PE	78	51	37	28
PB	4.88	4.54	4.16	3.75

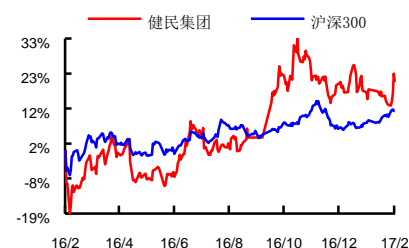
数据来源: Wind, 西南证券

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: hzl@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)	22.25-36.31
总市值(亿元)	50.30
总资产(亿元)	18.08
每股净资产(元)	6.61

相关研究

1. 健民集团 (600976): 基本面趋势向上, 长期看好公司前景 (2016-10-31)
2. 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)
3. 健民集团 (600976): 销售费用投入增加, 期待2016年业绩好转 (2016-03-20)

盈利预测与估值

根据对公司基本面分析，我们认为公司管理及销售体系调整已经基本结束，随着核心产品渠道清理及销售网络扩展，对 2017-2019 年主营业务增长情况判断如下：

1) 儿科产品受益于龙牡壮骨颗粒和复方紫草油进医保利好，预计该板块 2017 年-2019 年收入增速超过 20%，毛利率维持在 65%左右；

2) 医药商业受益于多种模式开展，预计 2017-2019 年收入增速在 5%左右，毛利率约为 5%；

3) 受到产品推广力度加大影响，销售费用率提升。预计 2017-2019 年间销售费用约为 17%、18%、19%，管理费用维持在 5%。

表 1：公司业务收入分拆及预测

万元	2016A	2017E	2018E	2019E
儿科产品				
收入	29,473.60	38,315.68	45,978.82	55,174.58
Yoy	0.51%	30.00%	20.00%	20.00%
成本	10,396.47	13,410.49	16,092.59	19,311.10
毛利率	64.73%	65.00%	65.00%	65.00%
妇科产品				
收入	22,999.53	31,049.37	38,811.71	48,514.63
Yoy	45.92%	35.00%	25.00%	25.00%
成本	6,854.47	9,314.81	11,643.51	14,554.39
毛利率	70.20%	70.00%	70.00%	70.00%
特色产品				
收入	9,915.09	11,898.11	14,277.73	17,133.28
Yoy	13.35%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	3,026.77	3,569.43	4,283.32	5,139.98
毛利率	69.47%	70.00%	70.00%	70.00%
医药商业				
收入	164,311.54	172,527.12	181,153.47	190,211.15
Yoy	1.85%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	158,543.82	163,900.76	172,095.80	180,700.59
毛利率	3.51%	5.00%	5.00%	5.00%

数据来源：wind、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2363.65	2646.11	2921.69	3242.95	净利润	65.06	99.91	136.34	182.04
营业成本	1793.96	1983.05	2128.18	2290.73	折旧与摊销	17.14	24.06	24.06	24.06
营业税金及附加	14.13	15.30	16.02	18.64	财务费用	2.30	-0.13	-0.22	-0.51
销售费用	381.97	449.84	525.90	616.16	资产减值损失	20.30	0.00	0.00	0.00
管理费用	122.27	132.31	146.08	162.15	经营营运资本变动	203.03	-59.08	-53.83	-69.24
财务费用	2.30	-0.13	-0.22	-0.51	其他	-193.99	-34.23	-35.00	-35.13
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	30.54	71.35	101.23
投资收益	31.60	35.00	35.00	35.00	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	35.00	35.00	35.00
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	5.00	5.00	5.00
营业利润	60.32	100.75	140.73	190.77	短期借款	-20.33	20.33	-29.57	-0.43
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	109.49	149.41	199.49	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	6.24	9.58	13.07	17.45	支付股利	-30.68	-23.20	-35.63	-48.61
净利润	65.06	99.91	136.34	182.04	其他	-3.76	0.13	0.22	0.51
少数股东损益	0.41	0.63	0.86	1.15	筹资活动现金流净额	-54.77	-2.74	-64.97	-48.54
归属母公司股东净利润	64.66	99.28	135.48	180.89	现金流量净额	148.14	32.80	11.38	57.69
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	247.99	280.79	292.17	349.86	成长能力				
应收和预付款项	687.35	739.01	814.35	909.80	销售收入增长率	3.61%	11.95%	10.41%	11.00%
存货	181.61	199.98	214.67	231.25	营业利润增长率	-29.47%	67.02%	39.68%	35.56%
其他流动资产	230.33	257.85	284.70	316.01	净利润增长率	-25.21%	53.56%	36.46%	33.52%
长期股权投资	89.36	89.36	89.36	89.36	EBITDA 增长率	-20.30%	56.34%	31.99%	30.24%
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%	25.06%	27.16%	29.36%
无形资产和开发支出	28.18	24.73	21.28	17.84	三费率	21.43%	22.00%	22.99%	23.98%
其他非流动资产	103.31	103.24	103.17	103.10	净利率	2.75%	3.78%	4.67%	5.61%
资产总计	1807.80	1944.09	2078.30	2285.26	ROE	6.31%	9.02%	11.28%	13.56%
短期借款	9.67	30.00	0.43	0.00	ROA	3.60%	5.14%	6.56%	7.97%
应付和预收款项	360.37	358.62	390.20	428.92	ROIC	6.13%	10.39%	13.17%	16.21%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	3.37%	4.71%	5.63%	6.61%
其他负债	406.41	447.42	478.89	514.14	营运能力				
负债合计	776.45	836.03	869.53	943.06	总资产周转率	1.39	1.41	1.45	1.49
股本	153.40	153.40	153.40	153.40	固定资产周转率	10.31	12.04	14.66	18.15
资本公积	301.84	301.84	301.84	301.84	应收账款周转率	6.10	5.99	6.13	6.11
留存收益	558.93	635.01	734.86	867.14	存货周转率	10.67	10.37	10.23	10.24
归属母公司股东权益	1014.16	1090.24	1190.10	1322.38	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	17.82	18.67	19.82	资本结构				
股东权益合计	1031.35	1108.06	1208.77	1342.20	资产负债率	42.95%	43.00%	41.84%	41.27%
负债和股东权益合计	1807.80	1944.09	2078.30	2285.26	带息债务/总负债	1.25%	3.59%	0.05%	0.00%
					流动比率	1.77	1.80	1.88	1.95
					速动比率	1.54	1.56	1.63	1.70
					股利支付率	47.45%	23.37%	26.30%	26.87%
					每股指标				
					每股收益	0.42	0.65	0.88	1.18
					每股净资产	6.72	7.22	7.88	8.75
					每股经营现金	0.74	0.20	0.47	0.66
					每股股利	0.20	0.15	0.23	0.32
业绩和估值指标									
EBITDA	79.76	124.69	164.57	214.33					
PE	77.80	50.66	37.13	27.81					
PB	4.88	4.54	4.16	3.75					
PS	2.13	1.90	1.72	1.55					
EV/EBITDA	58.79	37.51	28.17	21.36					
股息率	0.61%	0.46%	0.71%	0.97%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，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 15 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
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@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
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn