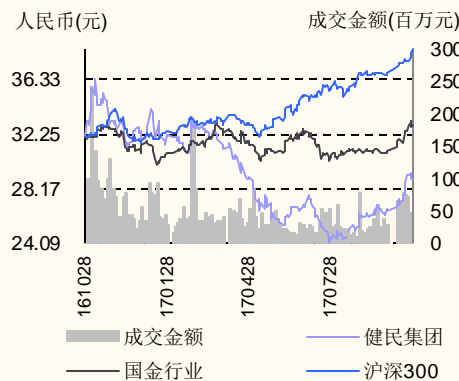


市场价格(人民币): 28.94 元  
 目标价格(人民币): 32.00-33.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 153.30      |
| 总市值(百万元)       | 4,439.36    |
| 年内股价最高最低(元)    | 36.31/24.09 |
| 沪深 300 指数      | 4021.97     |
| 上证指数           | 3416.81     |



### 相关报告

1. 《健民集团: 重构营销体系, 做大核心品种-健民集团: 重构营销体系...》, 2017.3.23

彭婷 分析师 SAC 执业编号: S1130515090003  
(8621)60230249  
pengt@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

## 工业收入恢复增长, 营销改革费用承压

### 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2015    | 2016    | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.557   | 0.421   | 0.649  | 0.847  | 1.102  |
| 每股净资产(元)    | 6.39    | 6.61    | 7.16   | 7.91   | 8.91   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.31    | 0.74    | -0.59  | 0.46   | 0.94   |
| 市盈率(倍)      | 60.70   | 75.76   | 44.59  | 34.17  | 26.26  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 29.58   | 29.58   | 29.58  | 29.58  | 29.58  |
| 净利润增长率(%)   | -26.27% | -24.38% | 53.91% | 30.64% | 30.05% |
| 净资产收益率(%)   | 8.72%   | 6.38%   | 9.06%  | 10.72% | 12.37% |
| 总股本(百万股)    | 153.40  | 153.40  | 153.40 | 153.40 | 153.40 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 公司前三季度营业收入 21.15 亿, 同比增长 22.2%, 归母净利润为 0.73 亿, 同比增长 29%, 归母扣非净利润为 0.6 亿, 同比增长 13.8%。收入增长符合预期, 扣非净利增速略低于预期。

### 经营分析

- 工业收入恢复增长, 大鹏药业维持高增速。母公司前三季度收入增长 30.5%。今年龙牡壮骨颗粒销量正增长, 一改之前负增长的颓势, 主要受提价的新包装在连锁药店和第三终端的销量带动。健脾生血颗粒近两年在医院端放量迅速, 主要受益于新一轮中标省份增加和医院学术推广力度加大, 前三季度收入高增长。小金胶囊受益于科室拓展和临床推广, 晋升为公司第三个快速增长的过亿品种。大鹏药业前三季度利润增速提升至 36.5%。
- 销售费用增长显著, 主要因为销售改革加大投入。公司前三季度销售费用增长 37.8%, 主要是公司营销改革, 市场投入加大, 人事费用及广告促销费用等增加。
- 前三季度经营性净现金流-0.38 亿, 主要由于应收账款和原料采购增加所致。药品零差价和降低药占比的政策背景下, 二级以上医疗机构的账期有所拉长, 影响了公司医院渠道销售的回款。

### 投资建议

- 通过分析公司的销售体系和产品线特点, 我们认为公司未来 3 年处于快速成长的通道。(1) 管理层变动导致营销体系重构, 事业部以利润考核为导向是 17 年开始的新动向。(2) 有望打造出 3—4 个 5—10 亿的大品种。龙牡壮骨新入医保目录促进处方端销售, 推出的提价新包装增强渠道推力。健脾生血和小金胶囊受益于新一轮招标和临床学术推广, 医院端放量成效显著。
- 预计公司 17-19 年 EPS 为 0.65、0.85、1.1 元, 同比增长 53.9%、30.6%、30%, 当前股价 28.9 元分别对应估值为 44.5x、34x、26.3x。给予公司未来 6-12 个月 33 元目标价位, 相当于 2019 年 30 倍 PE, 给予“增持”评级。

### 风险提示

- 老产品价格体系紊乱影响销售、营销体系变革成效低于预期、品种提价导致销量下滑。

**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元)          |               |               |               |               |               |               | 资产负债表 (人民币百万元)  |              |              |              |              |              |              |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                       | 2014          | 2015          | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |                 | 2014         | 2015         | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>1,753</b>  | <b>2,281</b>  | <b>2,364</b>  | <b>2,884</b>  | <b>3,460</b>  | <b>4,083</b>  | 货币资金            | 175          | 101          | 248          | 180          | 200          | 401          |
| 增长率                   |               | 30.1%         | 3.6%          | 22.0%         | 20.0%         | 18.0%         | 应收款项            | 525          | 571          | 665          | 752          | 903          | 1,065        |
| <b>主营业务成本</b>         | <b>-1,310</b> | <b>-1,807</b> | <b>-1,794</b> | <b>-2,166</b> | <b>-2,570</b> | <b>-3,005</b> | 存货              | 140          | 153          | 182          | 196          | 232          | 272          |
| %销售收入                 | 74.7%         | 79.2%         | 75.9%         | 75.1%         | 74.3%         | 73.6%         | 其他流动资产          | 346          | 389          | 252          | 112          | 53           | 62           |
| <b>毛利</b>             | <b>444</b>    | <b>475</b>    | <b>570</b>    | <b>718</b>    | <b>890</b>    | <b>1,078</b>  | 流动资产            | 1,186        | 1,214        | 1,347        | 1,240        | 1,388        | 1,799        |
| %销售收入                 | 25.3%         | 20.8%         | 24.1%         | 24.9%         | 25.7%         | 26.4%         | %总资产            | 76.7%        | 75.7%        | 74.5%        | 72.8%        | 71.2%        | 80.2%        |
| <b>营业税金及附加</b>        | <b>-12</b>    | <b>-11</b>    | <b>-14</b>    | <b>-17</b>    | <b>-21</b>    | <b>-24</b>    | 长期投资            | 78           | 87           | 145          | 146          | 145          | 145          |
| %销售收入                 | 0.7%          | 0.5%          | 0.6%          | 0.6%          | 0.6%          | 0.6%          | 固定资产            | 227          | 231          | 240          | 255          | 355          | 277          |
| <b>营业费用</b>           | <b>-228</b>   | <b>-298</b>   | <b>-382</b>   | <b>-493</b>   | <b>-609</b>   | <b>-734</b>   | %总资产            | 14.7%        | 14.4%        | 13.3%        | 15.0%        | 18.2%        | 12.4%        |
| %销售收入                 | 13.0%         | 13.1%         | 16.2%         | 17.1%         | 17.6%         | 18.0%         | 无形资产            | 28           | 30           | 29           | 20           | 20           | 19           |
| <b>管理费用</b>           | <b>-91</b>    | <b>-112</b>   | <b>-122</b>   | <b>-149</b>   | <b>-176</b>   | <b>-204</b>   | 非流动资产           | 361          | 389          | 461          | 462          | 561          | 444          |
| %销售收入                 | 5.2%          | 4.9%          | 5.2%          | 5.2%          | 5.1%          | 5.0%          | %总资产            | 23.3%        | 24.3%        | 25.5%        | 27.2%        | 28.8%        | 19.8%        |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b>   | <b>113</b>    | <b>53</b>     | <b>51</b>     | <b>58</b>     | <b>84</b>     | <b>115</b>    | <b>资产总计</b>     | <b>1,547</b> | <b>1,602</b> | <b>1,808</b> | <b>1,703</b> | <b>1,949</b> | <b>2,243</b> |
| %销售收入                 | 6.4%          | 2.3%          | 2.2%          | 2.0%          | 2.4%          | 2.8%          | 短期借款            | 30           | 30           | 10           | 30           | 54           | 0            |
| <b>财务费用</b>           | <b>1</b>      | <b>1</b>      | <b>-2</b>     | <b>3</b>      | <b>2</b>      | <b>5</b>      | 应付款项            | 358          | 394          | 521          | 505          | 602          | 706          |
| %销售收入                 | -0.1%         | 0.0%          | 0.1%          | -0.1%         | -0.1%         | -0.1%         | 其他流动负债          | 141          | 168          | 229          | 50           | 60           | 149          |
| <b>资产减值损失</b>         | <b>-12</b>    | <b>2</b>      | <b>-20</b>    | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 流动负债            | 529          | 592          | 759          | 586          | 717          | 855          |
| <b>公允价值变动收益</b>       | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 长期贷款            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 1            |
| <b>投资收益</b>           | <b>26</b>     | <b>30</b>     | <b>32</b>     | <b>40</b>     | <b>50</b>     | <b>59</b>     | 其他长期负债          | 15           | 12           | 17           | 0            | 0            | 0            |
| %税前利润                 | 19.5%         | 30.2%         | 44.3%         | 35.8%         | 34.4%         | 31.2%         | <b>负债</b>       | <b>545</b>   | <b>605</b>   | <b>776</b>   | <b>586</b>   | <b>717</b>   | <b>856</b>   |
| <b>营业利润</b>           | <b>127</b>    | <b>86</b>     | <b>60</b>     | <b>102</b>    | <b>136</b>    | <b>179</b>    | <b>普通股股东权益</b>  | <b>972</b>   | <b>980</b>   | <b>1,014</b> | <b>1,098</b> | <b>1,213</b> | <b>1,367</b> |
| %营业利润率                | 7.3%          | 3.7%          | 2.6%          | 3.5%          | 3.9%          | 4.4%          | 少数股东权益          | <b>30</b>    | <b>17</b>    | <b>17</b>    | <b>18</b>    | <b>19</b>    | <b>20</b>    |
| <b>营业外收支</b>          | <b>4</b>      | <b>13</b>     | <b>11</b>     | <b>10</b>     | <b>10</b>     | <b>10</b>     | <b>负债股东权益合计</b> | <b>1,547</b> | <b>1,602</b> | <b>1,808</b> | <b>1,703</b> | <b>1,949</b> | <b>2,243</b> |
| <b>税前利润</b>           | <b>131</b>    | <b>99</b>     | <b>71</b>     | <b>112</b>    | <b>146</b>    | <b>189</b>    |                 |              |              |              |              |              |              |
| 利润率                   | 7.5%          | 4.3%          | 3.0%          | 3.9%          | 4.2%          | 4.6%          | <b>比率分析</b>     |              |              |              |              |              |              |
| <b>所得税</b>            | <b>-12</b>    | <b>-12</b>    | <b>-6</b>     | <b>-11</b>    | <b>-15</b>    | <b>-19</b>    |                 | 2014         | 2015         | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
| 所得税率                  | 9.5%          | 11.8%         | 8.7%          | 10.0%         | 10.0%         | 10.0%         | <b>每股指标</b>     |              |              |              |              |              |              |
| <b>净利润</b>            | <b>119</b>    | <b>87</b>     | <b>65</b>     | <b>101</b>    | <b>131</b>    | <b>170</b>    | 每股收益            | 0.756        | 0.557        | 0.421        | 0.649        | 0.847        | 1.102        |
| <b>少数股东损益</b>         | <b>3</b>      | <b>1</b>      | <b>0</b>      | <b>1</b>      | <b>1</b>      | <b>1</b>      | 每股净资产           | 6.335        | 6.390        | 6.611        | 7.160        | 7.907        | 8.910        |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>116</b>    | <b>86</b>     | <b>65</b>     | <b>100</b>    | <b>130</b>    | <b>169</b>    | 每股经营现金净流        | 0.673        | 0.312        | 0.740        | -0.591       | 0.458        | 0.936        |
| 净利率                   | 6.6%          | 3.7%          | 2.7%          | 3.5%          | 3.8%          | 4.1%          | 每股股利            | 4.374        | 4.374        | 6.171        | 0.100        | 0.100        | 0.100        |
|                       |               |               |               |               |               |               | <b>回报率</b>      |              |              |              |              |              |              |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |               |               |               |               |               |               | 净资产收益率          | 11.93%       | 8.72%        | 6.38%        | 9.06%        | 10.72%       | 12.37%       |
|                       | 2014          | 2015          | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         | 总资产收益率          | 7.50%        | 5.34%        | 3.58%        | 5.85%        | 6.67%        | 7.54%        |
| <b>净利润</b>            | <b>119</b>    | <b>87</b>     | <b>65</b>     | <b>101</b>    | <b>131</b>    | <b>170</b>    | 投入资本收益率         | 9.90%        | 4.58%        | 4.50%        | 4.57%        | 5.86%        | 7.47%        |
| <b>非现金支出</b>          | <b>27</b>     | <b>13</b>     | <b>37</b>     | <b>17</b>     | <b>19</b>     | <b>20</b>     | <b>增长率</b>      |              |              |              |              |              |              |
| <b>非经营收益</b>          | <b>-26</b>    | <b>-36</b>    | <b>-37</b>    | <b>-56</b>    | <b>-58</b>    | <b>-29</b>    | 主营业务收入增长率       | -11.99%      | 30.10%       | 3.61%        | 22.00%       | 20.00%       | 18.00%       |
| <b>营运资金变动</b>         | <b>-16</b>    | <b>-16</b>    | <b>48</b>     | <b>-152</b>   | <b>-21</b>    | <b>-18</b>    | EBIT增长率         | 16.44%       | -52.75%      | -3.79%       | 13.51%       | 43.76%       | 37.50%       |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>103</b>    | <b>48</b>     | <b>113</b>    | <b>-91</b>    | <b>70</b>     | <b>144</b>    | 净利润增长率          | 20.92%       | -26.27%      | -24.38%      | 53.91%       | 30.64%       | 30.05%       |
| <b>资本开支</b>           | <b>-26</b>    | <b>-14</b>    | <b>-28</b>    | <b>-2</b>     | <b>-107</b>   | <b>68</b>     | 总资产增长率          | 7.02%        | 3.57%        | 12.84%       | -5.82%       | 14.47%       | 15.08%       |
| <b>投资</b>             | <b>0</b>      | <b>-40</b>    | <b>-48</b>    | <b>-1</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |              |              |              |
| <b>其他</b>             | <b>11</b>     | <b>-11</b>    | <b>165</b>    | <b>40</b>     | <b>50</b>     | <b>59</b>     | 应收账款周转天数        | 61.6         | 52.2         | 59.9         | 60.0         | 60.0         | 60.0         |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-15</b>    | <b>-65</b>    | <b>89</b>     | <b>37</b>     | <b>-57</b>    | <b>127</b>    | 存货周转天数          | 38.8         | 29.6         | 34.0         | 33.0         | 33.0         | 33.0         |
| <b>股权募资</b>           | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 应付账款周转天数        | 52.8         | 36.8         | 47.2         | 40.0         | 40.0         | 40.0         |
| <b>债权募资</b>           | <b>35</b>     | <b>5</b>      | <b>-22</b>    | <b>3</b>      | <b>24</b>     | <b>-53</b>    | 固定资产周转天数        | 47.0         | 36.6         | 35.5         | 29.5         | 24.8         | 21.0         |
| <b>其他</b>             | <b>-113</b>   | <b>-12</b>    | <b>-33</b>    | <b>-18</b>    | <b>-17</b>    | <b>-17</b>    | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |              |              |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>-78</b>    | <b>-7</b>     | <b>-55</b>    | <b>-14</b>    | <b>7</b>      | <b>-70</b>    | 净负债/股东权益        | -14.49%      | -7.12%       | -23.11%      | -13.41%      | -11.82%      | -28.81%      |
| <b>现金净流量</b>          | <b>10</b>     | <b>-25</b>    | <b>148</b>    | <b>-68</b>    | <b>20</b>     | <b>201</b>    | EBIT利息保障倍数      | -104.6       | -68.7        | 22.3         | -17.0        | -46.1        | -23.9        |
|                       |               |               |               |               |               |               | 资产负债率           | 35.22%       | 37.75%       | 42.95%       | 34.42%       | 36.78%       | 38.16%       |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 0    | 1    | 1    | 1    |
| 增持 | 0    | 0    | 2    | 2    | 2    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 1.67 | 1.67 | 1.67 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

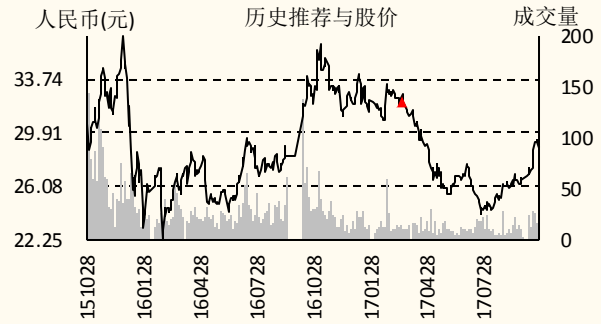
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2017-03-23 | 增持 | 32.48 | 34.00~35.35 |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |
|    |            |    |       |             |

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH