

核心产品稳定增长, 继续进行市场拓展

投资要点

- **事件:** 公司2018年上半年营业收入、扣非净利润分别约为10.7亿元、0.51亿元, 同比增长分别约为-27.1%、12.8%; 2018Q2营业收入、扣非净利润分别约为5.8亿元、0.26亿元, 同比增长分别约为-35%、-10.6%。
- **核心产品稳定增长, 继续进行市场拓展。** 公司2018H1营业收入约为10.7亿元, 同比下降27.1%。分行业来看, 医药工业收入约为5.7亿元, 同比增长18.4%, 其中儿科、妇科以及特色中药分别约为1.9亿元、1.6亿元、0.6亿元, 同比增速分别约为17.3%、4.1%、13.2%, 核心品种龙牧壮骨颗粒、健脾生血及小儿宝泰康颗粒等均保持稳定增长; 医药商业收入约为6.5亿元, 同比下降40%, 主要原因为对子公司华辉医药进行了资产处置以及子公司维生公司、福高公司营业收入下降。公司2018H1净利润约为0.51亿元, 同比增速约为12.8%, 具体分析如下: 1) 公司毛利率约为39.5%, 同比提升约为17个百分点, 主要原因为低毛利的医药商业收入占比下降所致。与此同时, 工业板块毛利率约为71%, 同比提升约9个百分点, 其中儿科及其他业务毛利率提升较大; 2) 公司期间费用率约为35.6%, 同比提升约为15个百分点, 主要和收入结构及基数变化有关。其中销售费用同比新增约1.2亿元, 主要是公司营销改革, 对市场投入加大。管理费用约为0.74亿元, 基本稳定; 3) 参股子公司大鹏药业2018H1收入、净利润分别约为1.5亿元、0.72亿元, 同比增速分别约为29%、38%, 牛黄终端需求旺盛仍处于快速增长阶段, 对公司产生投资收益约0.24亿元。从单季度来看, 2018Q2营业收入、扣非净利润分别约为5.8亿元、0.26亿元, 同比增长分别约为-35%、-10.6%。Q2单季度业绩放缓, 主要原因为收入端受商业剥离, 利润端受到费用增加等影响。
- **核心产品稳定增长, 或受益于医保目录调整。** 1) 公司龙牧壮骨颗粒和复方紫草油已经进入新版医保目录, 快速增长预期较高。其中龙牧壮骨颗粒主治和预防小儿佝偻病、软骨病等, 其市场空间预计10亿元, 我们判断在新进医保后将打开增长空间。复方紫草油属于医保独家, 预计其市场空间约为5亿元, 目前作为公司的重点培育品种, 前景较好; 2) 拓展重点以及县级区域医院终端, 推进理顺核心产品的价格体系。深入实施“蓝鹰”计划, 以学术推广带动小胶囊等医院销售; 同时加速推进“飞龙”、“菁合”计划, 连锁药店渠道销量增长稳定; 上半年公司在销售领域投入较大, 多项营销活动提升品牌影响力, 效果逐渐显现; 且预期在产品价格理顺后, 我们认为将激发销售积极性, 预期工业将实现稳定增长; 3) 积极寻求业绩增长点。除前期在新产品、新模式开展尝试外, 公司成立了叶开泰国医馆事业部, 宣传中医文化, 探索中医诊疗新模式, 预计对公司品牌及产品销售将产生协同作用; 对新药研发投入加大, 成立儿童药物研究院, 利胃胶囊、小儿宣肺止咳糖浆、牛黄小儿退热贴已经进入三期临床, 前景值得期待。
- **盈利预测及评级。** 预计2018-2020年EPS分别为0.84元、1.24元、1.82元, 对应市盈率为23倍、16倍、11倍。我们认为随着公司渠道及产品线梳理完毕, 营销销售网络继续扩展及培育新盈利点, 具有外延预期, 长期看好公司前景, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险, 产品销售或不达预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2711.50	3131.42	3622.14	4187.04
增长率	14.72%	15.49%	15.67%	15.60%
归属母公司净利润(百万元)	90.78	129.27	190.55	278.72
增长率	40.40%	42.40%	47.40%	46.27%
每股收益EPS(元)	0.59	0.84	1.24	1.82
净资产收益率ROE	8.26%	10.71%	13.94%	17.41%
PE	33	23	16	11
PB	2.72	2.48	2.19	1.87

数据来源: Wind, 西南证券

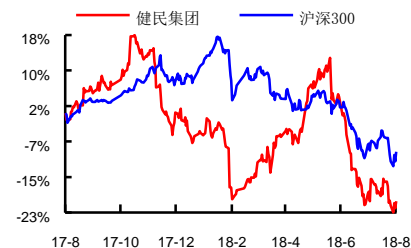
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
执业证号: S1250515090002
电话: 023-67898264
邮箱: hzli@swsc.com.cn

分析师: 张肖星
执业证号: S1250517080003
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@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)	19.01-29.35
总市值(亿元)	30.16
总资产(亿元)	18.71
每股净资产(元)	7.28

相关研究

1. 健民集团(600976): 业绩增长稳定, 持续费用投入 (2018-03-28)
2. 健民集团(600976): 费用投入增加, 业绩平稳增长 (2017-10-28)
3. 健民集团(600976): 产品线梳理效果显现, 单季度业绩高速增长 (2017-08-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2711.50	3131.42	3622.14	4187.04	净利润	91.44	130.22	191.94	280.76
营业成本	1966.11	2265.96	2576.19	2914.88	折旧与摊销	20.23	25.56	25.56	25.56
营业税金及附加	18.48	18.25	22.48	26.31	财务费用	3.16	0.83	1.47	0.65
销售费用	527.65	594.97	688.21	795.54	资产减值损失	10.19	0.00	0.00	0.00
管理费用	139.13	156.57	181.11	209.35	经营营运资本变动	-65.79	-63.04	-84.95	-104.67
财务费用	3.16	0.83	1.47	0.65	其他	-24.03	-52.47	-59.28	-59.95
资产减值损失	10.19	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	35.20	41.09	74.74	142.36
投资收益	42.80	50.00	60.00	60.00	资本支出	-12.98	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-136.05	50.00	60.00	60.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-149.03	20.00	30.00	30.00
营业利润	100.34	144.84	212.69	300.31	短期借款	-9.67	157.72	-23.53	-70.01
其他非经营损益	0.12	-1.79	-1.83	8.12	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	100.46	143.05	210.86	308.43	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	9.01	12.84	18.92	27.67	支付股利	-15.34	-21.54	-30.67	-45.21
净利润	91.44	130.22	191.94	280.76	其他	7.45	-0.83	-1.47	-0.65
少数股东损益	0.66	0.95	1.39	2.04	筹资活动现金流净额	-17.56	135.35	-55.66	-115.87
归属母公司股东净利润	90.78	129.27	190.55	278.72	现金流量净额	-131.40	196.44	49.07	56.49
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	116.70	313.14	362.21	418.70	成长能力				
应收和预付款项	752.78	870.16	1012.65	1166.56	销售收入增长率	14.72%	15.49%	15.67%	15.60%
存货	187.45	220.17	250.75	284.86	营业利润增长率	66.34%	44.35%	46.85%	41.19%
其他流动资产	324.12	364.41	411.48	465.68	净利润增长率	40.54%	42.40%	47.40%	46.27%
长期股权投资	140.19	140.19	140.19	140.19	EBITDA 增长率	55.13%	38.40%	40.00%	36.21%
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	245.55	255.31	265.07	274.83	毛利率	27.49%	27.64%	28.88%	30.38%
无形资产和开发支出	35.40	31.79	28.18	24.57	三费率	24.71%	24.03%	24.04%	24.02%
其他非流动资产	121.97	120.26	118.55	116.83	净利率	3.37%	4.16%	5.30%	6.71%
资产总计	1924.16	2315.42	2589.07	2892.22	ROE	8.26%	10.71%	13.94%	17.41%
短期借款	0.00	157.72	134.19	64.18	ROA	4.75%	5.62%	7.41%	9.71%
应付和预收款项	340.29	394.39	457.10	514.78	ROIC	10.52%	13.13%	17.16%	21.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.56%	5.47%	6.62%	7.80%
其他负债	476.42	547.18	620.39	700.32	营运能力				
负债合计	816.71	1099.29	1211.68	1279.28	总资产周转率	1.45	1.48	1.48	1.53
股本	153.40	153.40	153.40	153.40	固定资产周转率	11.65	13.91	17.67	22.67
资本公积	301.84	301.84	301.84	301.84	应收账款周转率	5.89	6.01	6.04	6.01
留存收益	634.36	742.10	901.97	1135.48	存货周转率	10.14	10.62	10.55	10.52
归属母公司股东权益	1089.60	1197.33	1357.21	1590.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.64%	—	—	—
少数股东权益	17.85	18.80	20.19	22.23	资本结构				
股东权益合计	1107.45	1216.13	1377.40	1612.94	资产负债率	42.45%	47.48%	46.80%	44.23%
负债和股东权益合计	1924.16	2315.42	2589.07	2892.22	带息债务/总负债	0.00%	14.35%	11.07%	5.02%
					流动比率	1.72	1.63	1.70	1.84
					速动比率	1.48	1.42	1.49	1.62
					股利支付率	16.90%	16.66%	16.10%	16.22%
					每股指标				
					每股收益	0.59	0.84	1.24	1.82
					每股净资产	7.22	7.93	8.98	10.51
					每股经营现金	0.23	0.27	0.49	0.93
					每股股利	0.10	0.14	0.20	0.29
业绩和估值指标									
EBITDA	123.73	171.23	239.72	326.52					
PE	33.22	23.33	15.83	10.82					
PB	2.72	2.48	2.19	1.87					
PS	1.11	0.96	0.83	0.72					
EV/EBITDA	22.07	15.72	10.92	7.63					
股息率	0.51%	0.71%	1.02%	1.50%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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20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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn