

## 主力品种量价齐升，股权激励显信心

### ——健民集团（600976）事件点评

#### 核心观点：

- **事件：**近日，公司完成对高管的股权激励授予登记，该股权激励计划附带业绩考核标准。
- **产品升级提价，营销助推放量。**公司的主力品种龙牡壮骨颗粒产品升级换代后大幅提价。同时公司加大了营销力度，实现广告的精准投放，提升龙牡品牌影响力。此外公司重点打造的雌二醇凝胶、便通胶囊、健脾生血颗粒等梯队产品保持增长。
- **高毛利品种改善产品结构。**一方面，产品提价带动公司毛利率上行；另一方面，公司也提高了高毛利品种的销售占比。产品结构优化带动了几科、妇科等特色中药板块毛利率的提升。
- **联营公司体外培育牛黄业务成长潜力巨大。**联营公司武汉健民大鵬的体外培育牛黄从成份上来看非常接近天然牛黄，基本可以同效替代，在天然牛黄持续缺口情况下得以量价齐升。健民集团现持有武汉健民大鵬 33.54% 的股份，2020 武汉健民大鵬贡献的投资收益接近健民集团 2020 年归母净利润的三分之二。
- **股权激励附带条件彰显业绩信心。**本次股权激励解禁附带业绩考核条件，2021-2023 三年考核的净利润指标相比于 2020 年复合增速至少要达到年化 20%，且考核净利润将剔除联营公司武汉健民大鵬药业有限公司带来的投资收益。公司股权激励考核指标彰显了对业绩增长的信心。
- **投资建议：**我们看好公司未来的发展前景。首先，公司产品消费属性较强，提价潜力大。其次，公司加强营销力度，产品有望量价齐升，公司股权激励考核标准也彰显了业绩增长的信心。最后，联营公司体外培育牛黄将长期受益于天然牛黄的短缺。我们预测 2021-2023 年归母净利润为 2.46/3.62/4.85 亿元，对应 EPS 为 1.60/2.36/3.16 元，对应 PE 为 27/18/14 倍。给予“推荐”评级。
- **风险提示：**中成药未来被纳入集采的风险，过度依赖营销投入的风险，研发失败的风险等

#### 主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2456.00	2928.25	3290.27	3599.74
收入增长率%	9.69%	19.23%	12.36%	9.41%
归母净利润(百万元)	147.79	245.53	361.77	484.65
利润增速	61.53%	66.14%	47.34%	33.97%
毛利率	40.64%	44.84%	47.40%	49.45%
摊薄 EPS(元)	0.96	1.60	2.36	3.16
PE	26.35	27.16	18.43	13.76
PB	2.96	4.24	3.44	2.74
PS	2.72	2.28	2.03	1.85

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 健民集团（600976.SH）

### 推荐 首次评级

#### 分析师

孟令伟

☎: 010-80927652

✉: menglingwei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070001

刘晖

☎: 010-80927655

✉: liuhui\_yj@chinastock.com.cn

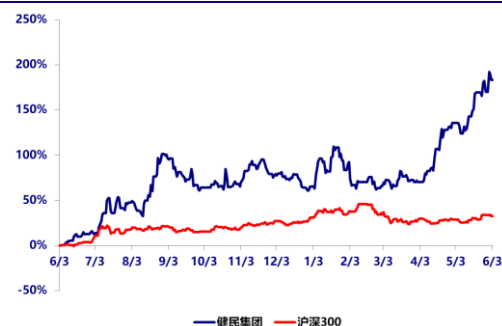
分析师登记编码: S0130520080003

#### 市场数据

2021-06-02

A 股收盘价(元)	43.47
A 股一年内最高价(元)	45.78
A 股一年内最低价(元)	15.17
沪深 300	5289.97
总股本(万股)	15339.86

#### 相对沪深 300 表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

#### 相关研究

## 目 录

一、事件.....	2
二、我们的观点.....	2
（一）主力品种量价齐升，高毛利品种改善产品结构.....	2
（二）联营公司体外培育牛黄业务持续受益于牛黄短缺.....	2
（三）授予高管股权激励，彰显业绩增长信心.....	3
三、投资建议.....	4
四、风险提示.....	4
五、附录.....	5

## 一、事件

近日，公司完成对高管的股权激励授予登记，该股权激励计划附带业绩考核标准。

## 二、我们的观点

### （一）主力品种量价齐升，高毛利品种改善产品结构

**公司主打儿科等特色中药品种。**健民集团是“中华老字号”企业，“健民”、“龙牡”商标先后被认定为中国驰名商标，公司前身叶开泰药号创始于1637年，是中国四大中药名店之一。公司作为全国重点中药企业和小儿用药生产基地，产品资源丰富，形成了以中成药为主的儿科产品线、妇科产品线、特色中药产品线。其中儿科产品线有龙牡壮骨颗粒、小儿宝泰康颗粒、小儿宣肺止咳颗粒、小儿解感颗粒等品种；妇科产品线有健脾生血颗粒、健脾生血片、小金胶囊等；特色中药产品线主要包括健胃消食片、健民咽喉片、拔毒生肌散等。

**产品升级换代，加大营销力度，龙牡壮骨颗粒量价齐升。**受益于中国家长对抚育儿童的重视，儿童消费几乎属于所有阶层的刚需，儿童用品提价潜力巨大。公司的主力品种龙牡壮骨颗粒产品升级换代后大幅提价。同时公司加大了营销力度，优化媒体投放策略，与媒体合作实现广告的精准投放，提升龙牡品牌影响力，主导产品龙牡壮骨颗粒收入增长75%。在聚焦核心品种龙牡壮骨颗粒的同时，公司重点打造的雌二醇凝胶、便通胶囊、健脾生血颗粒等梯队产品保持增长，新产品左乙拉西坦口服溶液在国家集中采购中中标并实现销售。

**聚焦高毛利品种，改善产品结构。**一方面，产品提价带动公司毛利率上行；另一方面，公司也提高了高毛利品种的销售占比。产品结构优化带动了几科、妇科等特色中药板块毛利率的提升。2020年公司儿科产品的主营收入增长而主营成本下降，主要因为公司提高了儿科产品中高毛利产品的销售规模，同时其他感冒类儿科产品疫情期间销量缩减导致对应成本减少；妇科及特色中药主营成本的下降比例均大于主营收入的下降比例，也主要是因为高毛利产品的销售占比提高。

表 1：健民集团 2020 年各分部毛利率变化情况

分产品	毛利率	营业收入比上年增减	营业成本比上年增减	毛利率比上年增减
儿科	86.02%	21.19%	-40.23%	+14.36pp
妇科	79.50%	-20.52%	-54.70%	+15.46pp
特色中药	86.95%	-18.57%	-59.05%	+12.89pp
其他	12.56%	63.96%	162.57%	-32.84pp
工业小计	66.91%	9.83%	4.48%	+1.69pp
商业小计	4.80%	15.64%	16.90%	-1.03pp

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （二）联营公司体外培育牛黄业务持续受益于牛黄短缺

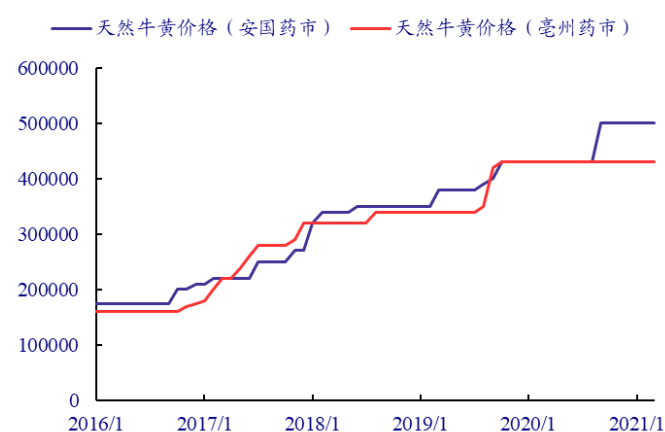
健民集团联营公司武汉健民大鹏具有独特的体外培育牛黄技术。武汉健民大鹏药业有限公司独家拥有国家中药一类新药体外培育牛黄的完全知识产权，体外培育牛黄是天然牛黄的优

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

质替代品，从根本上解决了天然牛黄资源稀缺的问题。相比合成的人工牛黄，体外培育牛黄成份上更接近天然牛黄，功效和天然牛黄相差无几。国家食品药品监督管理局在下发的《关于牛黄及其代用品使用问题的通知》中规定：“含牛黄的临床急重病症用药品种及其改剂型或改变给药途径的新药或其它国家药品监督管理部门批准的含牛黄的新药可以将处方中的牛黄以体外培育牛黄等量替代投料使用，但不得以人工牛黄替代”。2021年2月18日，武汉健民大鵬的体外培育牛黄进入中药品种保护名单。

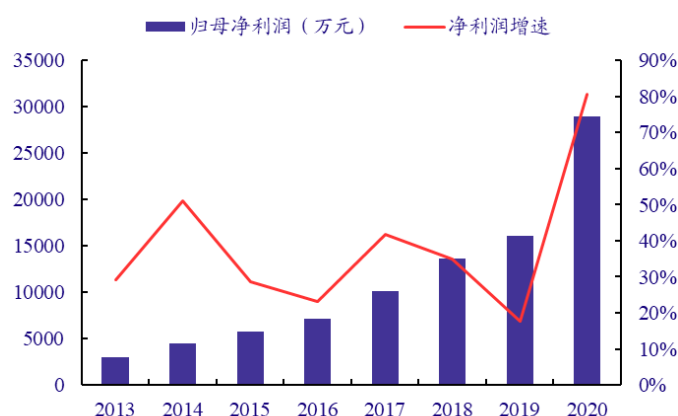
**受益于牛黄涨价，联营公司业绩不断提升。**天然牛黄长期供不应求，价格不断上涨。牛黄是牛的胆结石，健康牛没有。因此天然牛黄产出一向是可遇不可求。武汉健民大鵬的体外培育牛黄从成份上来看非常接近天然牛黄，基本可以同效替代，在天然牛黄持续缺口情况下得以量价齐升。受益于牛黄涨价以及疫情期间牛黄相关产品的抢购，武汉健民大鵬 2020 年实现净利润 2.90 亿元，同比增长 80.65%。健民集团现持有武汉健民大鵬 33.54% 的股份，2020 年可从武汉健民大鵬获得约 9720 万投资收益，贡献接近健民集团 2020 年归母净利润的三分之二。

图 1：天然牛黄价格走势



资料来源：中药材天地网，中国银河证券研究院

图 2：武汉健民大鵬利润（万元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

健民集团业绩受联营公司武汉健民大鵬影响较大，未来有望大幅受益于体外培育牛黄对天然牛黄的替代。天然牛黄产量难以人为提升，面对日益增长的消费需求，天然牛黄将面临更大的供应缺口。武汉健民大鵬的体外培育牛黄有望填补部分天然牛黄缺口，价格也将跟随天然牛黄价格上涨，健民集团业绩将持续受益于联营公司产品量价齐升。

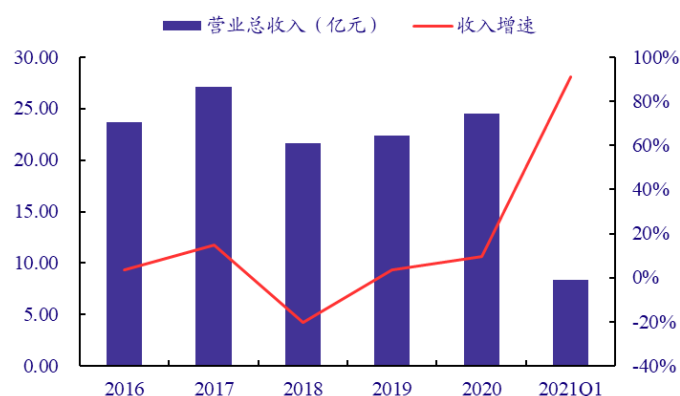
### （三）授予高管股权激励，彰显业绩增长信心

公司已于近日将回购的股权激励股份授予 7 名高管，授予价 13.89 元/股。本次股权激励解禁附带业绩考核条件，2021-2023 三年考核的净利润指标相比于 2020 年复合增速至少要达到年化 20%，且考核净利润将剔除联营公司武汉健民大鵬药业有限公司带来的投资收益。公司股权激励考核指标彰显了对业绩增长的信心。

公司地处武汉，2020 年业绩受疫情影响比较大。尽管疫情对公司产品销售造成一定不利影响，但是公司全年收入仍保持正增长。同时，由于联营公司武汉健民大鵬体外培育牛黄带来

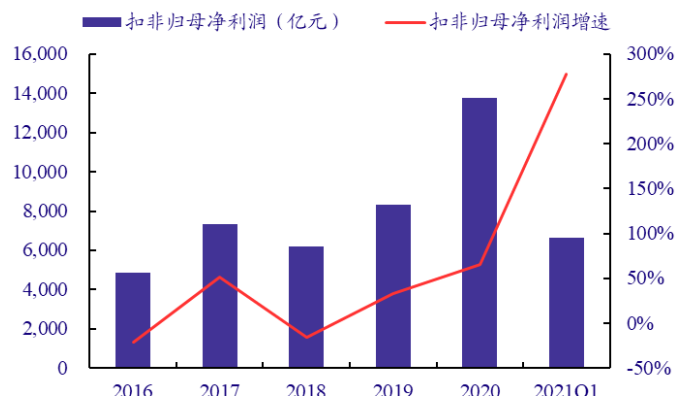
的投资收益大增，公司 2020 年净利润快速增长。2021 年一季度，公司业绩高速增长主要是因为去年基数较低，但也同时受益于公司产品量价齐升和联营公司业绩继续快速增长。

图 3：健民集团近年来收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4：健民集团近年来扣非归母净利润（万元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### 三、投资建议

我们看好公司未来的发展前景。首先，公司主力品种是 OTC，消费属性较强，尤其是儿科用药涨价潜力巨大。其次，公司加强营销力度，产品有望量价齐升，公司股权激励考核标准也彰显了业绩增长的信心。最后，联营公司武汉健民大鹏体外培育牛黄将长期受益于天然牛黄的短缺，成长空间巨大。我们预测 2021-2023 年归母净利润为 2.46/3.62/4.85 亿元，对应 EPS 为 1.60/2.36/3.16 元，对应 PE 为 27/18/14 倍。给予“推荐”评级。

### 四、风险提示

中成药未来被纳入集采的风险，过度依赖营销投入的风险，研发失败的风险等



## 五、附录

资产负债表 (百万元) 2020					利润表 (百万元) 2020				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1513.10</b>	<b>1575.63</b>	<b>1905.29</b>	<b>2344.50</b>	营业收入	2456.00	2928.25	3290.27	3599.74
现金	91.17	67.49	321.33	697.93	营业成本	1457.90	1615.14	1730.76	1819.66
应收账款	332.08	395.93	444.88	486.72	营业税金及附加	14.97	17.85	20.06	21.94
其它应收款	8.98	10.71	12.03	13.17	营业费用	787.34	1024.89	1151.59	1259.91
预付账款	93.12	103.17	110.55	116.23	管理费用	104.30	102.49	115.16	125.99
存货	229.00	253.70	271.86	285.82	财务费用	0.23	-0.14	0.16	-3.02
其他	758.75	744.64	744.64	744.64	资产减值损失	-1.55	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>904.08</b>	<b>1127.85</b>	<b>1227.97</b>	<b>1321.22</b>	公允价值变动收益	-1.60	0.00	0.00	0.00
长期投资	226.96	226.96	226.96	226.96	投资净收益	104.19	120.06	141.48	172.79
固定资产	328.27	338.06	345.95	351.74	营业利润	160.81	265.92	390.09	521.84
无形资产	22.16	120.15	213.38	301.84	营业外收入	0.19	0.00	0.00	0.00
其他	326.69	442.68	441.68	440.68	营业外支出	3.39	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>2417.18</b>	<b>2703.48</b>	<b>3133.26</b>	<b>3665.73</b>	利润总额	157.61	265.92	390.09	521.84
<b>流动负债</b>	<b>1067.66</b>	<b>1123.10</b>	<b>1179.84</b>	<b>1215.07</b>	所得税	8.92	18.11	25.55	33.09
短期借款	20.00	20.00	20.00	20.00	净利润	148.69	247.81	364.54	488.75
应付账款	197.10	218.36	233.99	246.01	少数股东损益	0.90	2.28	2.78	4.11
其他	850.56	884.73	925.85	949.06	归属母公司净利润	147.79	245.53	361.77	484.65
<b>非流动负债</b>	<b>26.26</b>	<b>0.82</b>	<b>0.82</b>	<b>0.82</b>	EBITDA	84.68	160.31	268.17	371.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.96	1.60	2.36	3.16
其他	26.26	0.82	0.82	0.82					
<b>负债合计</b>	<b>1093.92</b>	<b>1123.92</b>	<b>1180.66</b>	<b>1215.89</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	6.35	8.63	11.41	15.51	营业收入	9.69%	19.23%	12.36%	9.41%
归属母公司股东权益	1316.91	1570.93	1941.18	2434.32	营业利润	53.10%	65.36%	46.69%	33.77%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2417.18</b>	<b>2703.48</b>	<b>3133.26</b>	<b>3665.73</b>	归属母公司净利润	61.53%	66.14%	47.34%	33.97%
					毛利率	40.64%	44.84%	47.40%	49.45%
<b>现金流量表(百万元) 2020</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率	6.02%	8.38%	11.00%	13.46%
<b>经营活动现金流</b>	<b>125.54</b>	<b>119.91</b>	<b>233.36</b>	<b>324.81</b>	ROE	11.22%	15.63%	18.64%	19.91%
净利润	148.69	247.81	364.54	488.75	ROIC	3.80%	8.07%	11.36%	12.75%
折旧摊销	30.59	21.71	28.37	35.23	资产负债率	45.26%	41.57%	37.68%	33.17%
财务费用	0.55	1.00	1.00	1.00	净负债比率	82.67%	71.15%	60.47%	49.63%
投资损失	-104.19	-120.06	-141.48	-172.79	流动比率	1.42	1.40	1.61	1.93
营运资金变动	77.60	-30.78	-19.07	-27.39	速动比率	1.11	1.09	1.29	1.60
其它	-27.70	0.23	0.00	0.00	总资产周转率	1.02	1.08	1.05	0.98
<b>投资活动现金流</b>	<b>-164.83</b>	<b>-117.16</b>	<b>21.48</b>	<b>52.79</b>	应收帐款周转率	7.40	7.40	7.40	7.40
资本支出	-45.52	-336.76	-120.00	-120.00	应付帐款周转率	12.46	13.41	14.06	14.63
长期投资	0.63	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.96	1.60	2.36	3.16
其他	-119.94	219.60	141.48	172.79	每股经营现金	0.82	0.78	1.52	2.12
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-42.52</b>	<b>-26.44</b>	<b>-1.00</b>	<b>-1.00</b>	每股净资产	8.58	10.24	12.65	15.87
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	P/E	26.35	27.16	18.43	13.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	2.96	4.24	3.44	2.74
其他	-62.52	-26.44	-1.00	-1.00	EV/EBITDA	45.15	41.30	23.74	16.13
<b>现金净增加额</b>	<b>-81.81</b>	<b>-23.68</b>	<b>253.84</b>	<b>376.60</b>	P/S	2.72	2.28	2.03	1.85

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

## 插图目录

图 1: 天然牛黄价格走势.....	3
图 2: 武汉健民大鹏利润（万元）及增速.....	3
图 3: 健民集团近年来收入（亿元）及增速.....	4
图 4: 健民集团近年来扣非归母净利润（亿元）及增速.....	4

## 表格目录

表 1: 健民集团 2020 年各分部毛利率变化情况.....	2
---------------------------------	---

## 分析师承诺及简介

孟令伟：北京大学生物医药专业博士。专业能力突出，博士期间从事创新药研发工作，深度参与创新药临床前研究与临床申报，熟悉创新药研发与创新服务产业链，对医药行业景气度及产业链变化理解深入。2018 年加入中国银河证券。

刘晖：北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018 年加入中国银河证券。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn