

产品放量超预期，营销成果显著

——健民集团（600976）中报点评

核心观点：

- **事件：**2021年上半年公司实现营收17.93亿元，同比增长74.50%；实现归母净利润1.67亿元，同比增长192.24%；实现扣非归母净利润1.59亿元，同比增长203.40%，实现EPS 1.10元。
- **主力品种放量带动业绩超预期增长。**公司业绩增长大幅超预期，以龙牡壮骨颗粒为代表的主力品种快速放量，其中龙牡壮骨颗粒销售量同比增长90.29%，小金胶囊销量同比增长70.63%，健脾生血颗粒销量同比增长32.35%。虽然公司去年受疫情影响导致产品销量同期基数较小，客观导致今年上半年同比增长较多，但从绝对量上看公司产品销量依旧亮眼。
- **公司营销成果显著，高效营销增强盈利能力。**公司通过广告持续传播、KA连锁合作、空白市场开发等举措，保持了主导产品规模、利润的稳步提升。虽然公司销售费用投入加大，但由于营销带来的收入增速高于销售费用增速，公司销售费用占收入比率仅为30.14%，同比下降5.07个百分点，导致净利率显著提高。
- **聚焦高毛利品种，产品提价增厚利润。**公司的龙牡壮骨颗粒等品种借升级换代顺势提价，增厚盈利水平。同时，公司也聚焦推广高毛利品种，毛利率较高的儿科和妇科产品销售增长较快。此外，联营公司的体外培育牛黄业务长期受益于天然牛黄的短缺，也处于不断提价的趋势之中，有助于增厚公司的投资收益。
- **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，公司产品量价齐升，高效率的营销带来显著收益。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。公司业绩超预期，我们上调了公司盈利预测，预测2021-2023年归母净利润为2.94/3.90/5.03亿元，对应EPS为1.91/2.55/3.28元。维持“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	3364.16	3906.93	4356.59
收入增长率%	9.69%	36.98%	16.13%	11.51%
归母净利润(百万元)	147.79	293.50	390.46	503.17
利润增速	61.53%	98.60%	33.03%	28.87%
毛利率	40.64%	41.21%	42.30%	43.38%
摊薄EPS(元)	0.96	1.91	2.55	3.28
PE	26.35	30.10	22.63	17.56
PB	2.96	5.46	4.38	3.49
PS	4.00	2.92	2.51	2.25

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 维持评级

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

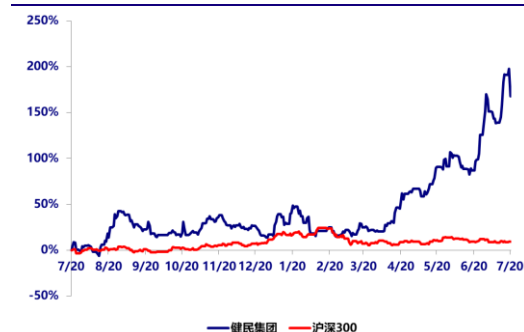
分析师登记编码：S0130520080003

市场数据

2021-07-20

A股收盘价(元)	57.59
A股一年内最高价(元)	64.99
A股一年内最低价(元)	19.53
沪深300	5108.99
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

2021-06-03 健民集团事件点评：主力品种量价齐升，股权激励显信心

目 录

一、事件.....	2
二、我们的观点.....	2
（一）主力品种增长超预期，营销推广成果显著	2
（二）聚焦高毛利品种，营销效率增强盈利能力	3
（三）公司估值仍有提升空间	4
三、投资建议.....	4
四、风险提示.....	4
五、附录.....	5

一、事件

2021年上半年公司实现营收17.93亿元，同比增长74.50%；实现归母净利1.67亿元，同比增长192.24%；实现扣非归母净利1.59亿元，同比增长203.40%，实现EPS 1.10元。

其中，2021年第二季度公司实现营收9.51亿元，同比增长62.08%；实现归母净利0.97亿元，同比增长152.61%；实现扣非归母净利0.93亿元，同比增长166.14%，实现EPS 0.63元。

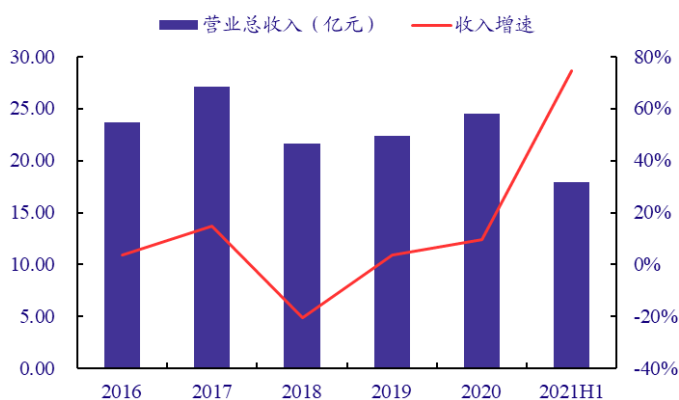
二、我们的观点

（一）主力品种增长超预期，营销推广成果显著

主力品种放量带动业绩超预期增长。报告期内公司营业收入同比增长74.5%，其中医药工业收入同比增长73.24%，医药商业收入同比增长75.76%，公司业绩增长大幅超预期。报告期内公司大力推行精益生产，控制成本，提升品质，加强品牌建设、渠道推广、优化销售策略，实现龙牡壮骨颗粒等主导产品收入增加。公司主力品种快速放量，其中龙牡壮骨颗粒销售量同比增长90.29%，小金胶囊销量同比增长70.63%，健脾生血颗粒销量同比增长32.35%。虽然公司去年受疫情影响导致产品销量同期基数较小，客观导致今年上半年同比增长较多，但从绝对量上看公司产品销量依旧亮眼。

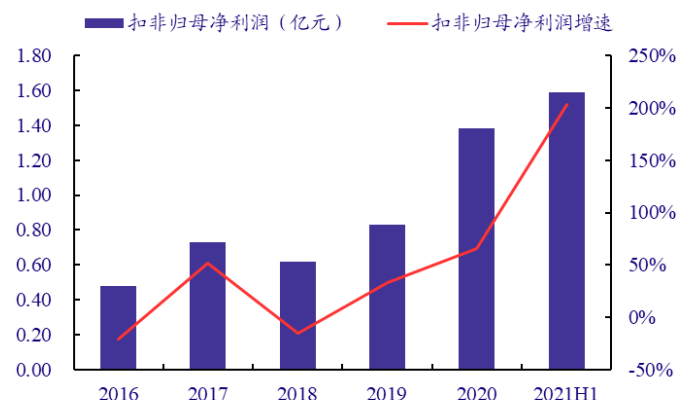
公司营销成果显著，效费比提升。公司通过广告持续传播、KA连锁合作、空白市场开发等举措，保持了主导产品规模、利润的稳步提升，报告期内龙牡壮骨颗粒销售突破2亿袋；着力加大新产品的培育和开发力度，布局终端市场，启动便通胶囊等OTC品种终端市场的开发工作；通过第三终端、县域医疗机构的开发，加快基层市场的拓展，基本保持了健脾生血颗粒、小金胶囊等品种销量的稳定增长；通过商业集约、流向直连、终端地图开发等营销信息化建设，有效提升公司营销管控、市场拓展等综合能力。虽然公司销售费用投入加大，但由于营销带来的收入增速高于销售费用增速，公司销售费用占收入比率仅为30.14%，同比下降5.07个百分点。

图 1：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 2：健民集团近年来扣非归母净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）聚焦高毛利品种，营销效率增强盈利能力

公司聚焦高毛利品种，产品提价增厚利润。公司的龙牡壮骨颗粒等品种借升级换代顺势提价，增厚盈利水平。同时，公司也聚焦推广高毛利品种，毛利率较高的儿科和妇科产品销售增长较快，有助于提高公司整体毛利率水平。此外，联营公司的体外培育牛黄业务长期受益于天然牛黄的短缺，也处于不断提价的趋势之中，有助于增厚公司的投资收益。上半年公司工业板块实现毛利率 72.64%，同比上升 2.69 个百分点。不过由于公司商业板块毛利率有所下降，公司整体毛利率变化不大。

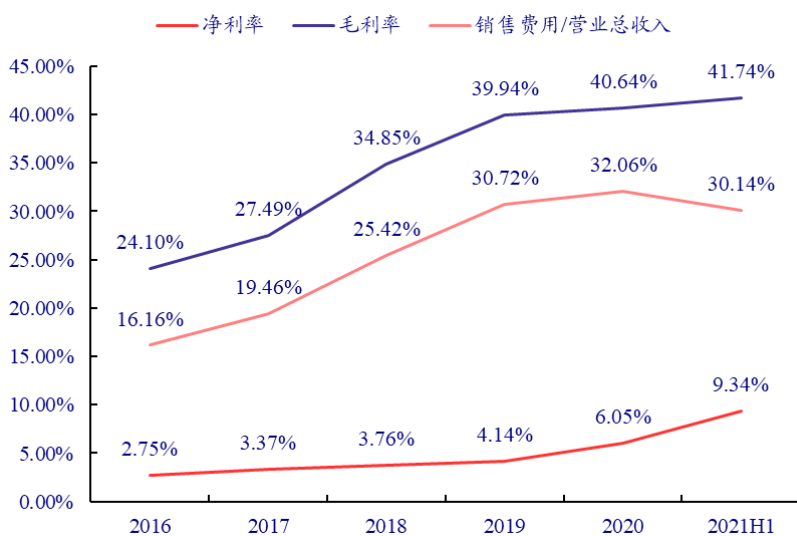
公司高效率营销提高盈利能力。上半年公司实现净利率 9.34%，同比上升 3.75 个百分点；实现销售费用率 30.14%，同比下降 5.07 个百分点；公司净利率大幅提升主要受益于销售费用率的下降。销售费用率下降本质上是因为公司营销推广效率高，加强营销带来的收入增长远快于销售费用投入的增长。

表 1: 健民集团 2021H1 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%	86.09%	119.22%	+4.74pp
妇科	79.50%	79.89%	49.44%	+0.44pp
特色中药	86.95%	87.71%	38.28%	+0.90pp
其他	12.56%	24.86%	28.08%	-13.04pp
工业小计	66.91%	72.64%	69.50%	+2.69pp
商业小计	4.80%	3.85%	76.71%	-0.42pp

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 3: 公司盈利比率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）公司估值仍有提升空间

公司当前动态市盈率仅为 34 倍，相比于其成长性而言仍被低估。公司产品 OTC 消费属性较强，当前 A 股市场消费板块估值较高，投资者可能重新认识公司的消费属性，进行价值重估。公司主营产品放量超预期，估值仍有进一步提升空间。

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，公司产品量价齐升，高效率的营销带来显著收益。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。公司业绩超预期，我们上调了公司盈利预测，预测 2021-2023 年归母净利润为 2.94/3.90/5.03 亿元，对应 EPS 为 1.91/2.55/3.28 元，对应 PE 为 30/23/18 倍。维持“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)					利润表 (百万元)				
2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E		
流动资产	1513.10	1763.61	2185.21	2689.92	营业收入	2456.00	3364.16	3906.93	4356.59
现金	91.17	114.81	399.96	795.29	营业成本	1457.90	1977.75	2254.21	2466.64
应收账款	332.08	454.87	528.26	589.06	营业税金及附加	14.97	20.51	23.81	26.56
其它应收款	8.98	12.30	14.29	15.93	营业费用	787.34	1042.89	1211.15	1350.54
预付账款	93.12	126.33	143.99	157.55	管理费用	104.30	117.75	136.74	152.48
存货	229.00	310.65	354.08	387.44	财务费用	0.23	-0.14	-0.44	-4.00
其他	758.75	744.64	744.64	744.64	资产减值损失	-1.55	0.00	0.00	0.00
非流动资产	904.08	1127.85	1227.97	1321.22	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	137.93	168.00	209.12
固定资产	328.27	338.06	345.95	351.74	营业利润	160.81	317.88	421.03	541.78
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
资产总计	2417.18	2891.46	3413.17	4011.14	利润总额	157.61	317.88	421.03	541.78
流动负债	1067.66	1262.66	1382.43	1464.48	所得税	8.92	21.65	27.57	34.35
短期借款	20.00	20.00	20.00	20.00	净利润	148.69	296.23	393.45	507.43
应付账款	197.10	267.38	304.76	333.48	少数股东损益	0.90	2.72	3.00	4.26
其他	850.56	975.27	1057.67	1111.00	归属母公司净利润	147.79	293.50	390.46	503.17
非流动负债	26.26	0.82	0.82	0.82	EBITDA	84.68	193.34	270.32	352.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.96	1.91	2.55	3.28
其他	26.26	0.82	0.82	0.82					
负债合计	1093.92	1263.48	1383.25	1465.30	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	6.35	9.08	12.07	16.34	营业收入	9.69%	36.98%	16.13%	11.51%
归属母公司股东权益	1316.91	1618.90	2017.85	2529.50	营业利润	53.10%	97.67%	32.45%	28.68%
负债和股东权益	2417.18	2891.46	3413.17	4011.14	归属母公司净利润	61.53%	98.60%	33.03%	28.87%
					毛利率	40.64%	41.21%	42.30%	43.38%
					净利率	6.02%	8.72%	9.99%	11.55%
					ROE	11.22%	18.13%	19.35%	19.89%
					ROIC	3.80%	9.71%	11.03%	11.56%
					资产负债率	45.26%	43.70%	40.53%	36.53%
					净负债比率	82.67%	77.61%	68.14%	57.56%
					流动比率	1.42	1.40	1.58	1.84
					速动比率	1.11	1.05	1.22	1.46
					总资产周转率	1.02	1.16	1.14	1.09
					应收帐款周转率	7.40	7.40	7.40	7.40
					应付帐款周转率	12.46	12.58	12.82	13.06
					每股收益	0.96	1.91	2.55	3.28
					每股经营现金	0.82	0.97	1.55	2.00
					每股净资产	8.58	10.55	13.15	16.49
					P/E	26.35	30.10	22.63	17.56
					P/B	2.96	5.46	4.38	3.49
					EV/EBITDA	45.15	45.20	31.28	22.89
					P/S	4.00	2.92	2.51	2.25

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 健民集团近年来收入 (亿元) 及增速.....	2
图 2: 健民集团近年来扣非归母净利润 (亿元) 及增速.....	2
图 3: 公司盈利比率.....	3

表格目录

表 1: 健民集团 2021H1 各分部毛利率变化情况.....	3
----------------------------------	---

分析师承诺及简介

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。

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。

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