

健民集团 (600976.SH)

儿科药品与体培牛黄双引擎驱动，中华老字号焕发新生

健民集团是拥有四百年历史中华老字号“叶开泰”的传承者。近两年，公司在激励到位，主业加速发展，叠加公司核心资产健民大鹏药业进入收获期的多重催化下发生明显变化。

业绩显著加速。2020年公司实现收入24.5亿元，归母净利润1.48亿元。自2019年以来，公司利润端增长显著加速，2018-2020年复合增速达35%，2021H1，公司净利润达1.67亿元，超过2020年全年，同比增速192%。

儿科大品种龙牡壮骨颗粒焕发第二春。2020年，公司儿科收入达6亿元，2018-2020年复合增速达31%，2021H1，公司儿科收入达4.81亿元，同比+119%，主要驱动力是龙牡壮骨颗粒。龙牡壮骨颗粒曾被列为国家一级中药保护品种，累计销售300亿袋。2019年10月，健民集团新一代龙牡壮骨颗粒全新上市，在原料、配方、工艺等方面实现重大升级，同时推动营销改革和提价增效。2020年龙牡壮骨颗粒问鼎2020年中国城市实体药店终端儿科中成药销量排行TOP1，销售规模达4.7亿元。2020年，龙牡壮骨颗粒收入端增长75%，21H1龙牡壮骨颗粒销量同比+90%。我们预计，该产品至少有望做到10亿+级别的产品，甚至有望挑战20亿元销售规模。

独家体培牛黄，有望成为未来的现象级产品。体外培育牛黄历经30年研制而成，2002年国家技术发明二等奖，是武汉健民大鹏药业拥有专利的独家产品。体培牛黄与天然牛黄功效一致且得到国家药监局认可，被批准在38个临床急重症用药（包括安宫牛黄丸、片仔癀、牛黄清心丸、西黄丸等）中替代天然牛黄，而人工牛黄则被禁止替代。根据我们测算，2020年国内和全球天然牛黄年产量分别为685kg和4404kg；而国内2021年天然牛黄需求量将达5474kg，未来3年有望保持25%增长，天然牛黄面临供求失衡，缺口不断放大的问题，全球的牛黄产量也难以满足中国市场，国内牛黄价格已从自2016年底的20万元/公斤左右持续上涨至2021年8月的52万元/公斤。体培牛黄凭借功效、产能、性价比等优势，有望成为未来的现象级产品。

健民大鹏潜在价值达345亿元，健民集团股权价值在115亿元左右。目前健民大鹏药业体外培育牛黄年产量达到5吨，2020年收入4.82亿、净利润2.90亿，净利率60.15%，2011-2020净利润实现CAGR 41%。动态看，假设牛黄（天然+体培）需求按现在趋势持续，3年后（24年）即超过10吨，假设体培牛黄满足80%需求，即约8吨；替代人工牛黄2.5%的用量，即5吨，则总体规模将达13吨，相比目前3吨+的销量约4倍左右量增长空间，即使不考虑提价带来的利润率提升，按照目前60%的净利率，净利润也有望达11.6亿元，给予30X的保守估值，健民大鹏药业价值为348亿元（对应22年66X），健民集团股权价值在117亿元左右。考虑天然牛黄需求的快速增长，健民大鹏的前景和价值不可限量。

盈利预测：预计2021-2023年，公司实现归母净利润3.2、4.4、5.8亿元，同比增长119%、36%、31%。对应PE 25/18/14 X。我们认为，公司目前股价存在明显低估，给予公司22年主业2.7亿归母净利润20X估值，即54亿元，叠加健民大鹏117亿元测算股权价值，综合合理价值约为171亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：增长过度依赖核心大单品；健民大鹏药业增速放缓；OTC市价竞争加剧；原材料价格上涨导致毛利降低

| 财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,239 | 2,456 | 3,243 | 3,877 | 4,557 |
| 增长率 yoy (%) | 3.6 | 9.7 | 32.0 | 19.6 | 17.5 |
| 归母净利润(百万元) | 91 | 148 | 324 | 441 | 578 |
| 增长率 yoy (%) | 12.6 | 61.5 | 119.0 | 36.3 | 31.2 |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 0.60 | 0.96 | 2.11 | 2.88 | 3.77 |
| 净资产收益率(%) | 7.7 | 11.2 | 20.4 | 22.4 | 23.2 |
| P/E(倍) | 88.0 | 54.5 | 24.9 | 18.2 | 13.9 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年11月15日收盘价

买入(首次)

股票信息

| | |
|---------------|----------|
| 行业 | 中药 |
| 11月15日收盘价(元) | 52.47 |
| 总市值(百万元) | 8,048.82 |
| 总股本(百万股) | 153.40 |
| 其中自由流通股(%) | 99.24 |
| 30日日均成交量(百万股) | 3.49 |

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 杨春雨

执业证书编号: S0680520080004

邮箱: yangchunyu@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1171 | 1513 | 1899 | 2085 | 2335 |
| 现金 | 144 | 91 | 306 | 366 | 431 |
| 应收票据及应收账款 | 332 | 379 | 560 | 563 | 757 |
| 其他应收款 | 11 | 9 | 17 | 14 | 22 |
| 预付账款 | 37 | 93 | 78 | 127 | 114 |
| 存货 | 134 | 229 | 226 | 303 | 300 |
| 其他流动资产 | 513 | 712 | 712 | 712 | 712 |
| 非流动资产 | 758 | 904 | 1131 | 1383 | 1692 |
| 长期投资 | 211 | 227 | 374 | 567 | 813 |
| 固定资产 | 242 | 328 | 400 | 451 | 506 |
| 无形资产 | 41 | 43 | 45 | 48 | 50 |
| 其他非流动资产 | 263 | 305 | 312 | 317 | 324 |
| 资产总计 | 1929 | 2417 | 3030 | 3468 | 4028 |
| 流动负债 | 698 | 1068 | 1411 | 1462 | 1495 |
| 短期借款 | 0 | 20 | 290 | 251 | 212 |
| 应付票据及应付账款 | 237 | 376 | 391 | 501 | 516 |
| 其他流动负债 | 461 | 672 | 730 | 709 | 768 |
| 非流动负债 | 22 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 22 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 负债合计 | 721 | 1094 | 1437 | 1488 | 1522 |
| 少数股东权益 | 6 | 6 | 8 | 11 | 15 |
| 股本 | 153 | 153 | 153 | 153 | 153 |
| 资本公积 | 301 | 301 | 301 | 301 | 301 |
| 留存收益 | 747 | 864 | 1066 | 1341 | 1702 |
| 归属母公司股东权益 | 1201 | 1317 | 1584 | 1969 | 2492 |
| 负债和股东权益 | 1929 | 2417 | 3030 | 3468 | 4028 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 74 | 126 | 132 | 276 | 289 |
| 净利润 | 93 | 149 | 326 | 444 | 582 |
| 折旧摊销 | 26 | 31 | 37 | 44 | 52 |
| 财务费用 | 1 | 0 | 6 | 9 | 5 |
| 投资损失 | -65 | -104 | -140 | -186 | -240 |
| 营运资金变动 | 21 | 78 | -97 | -37 | -113 |
| 其他经营现金流 | -1 | -27 | 1 | 2 | 2 |
| 投资活动现金流 | 18 | -165 | -124 | -112 | -124 |
| 资本支出 | 69 | 46 | 80 | 60 | 63 |
| 长期投资 | 2 | 1 | -147 | -193 | -246 |
| 其他投资现金流 | 90 | -119 | -192 | -246 | -307 |
| 筹资活动现金流 | -32 | -43 | -62 | -65 | -61 |
| 短期借款 | 0 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -32 | -63 | -62 | -65 | -61 |
| 现金净增加额 | 61 | -82 | -54 | 98 | 104 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2239 | 2456 | 3243 | 3877 | 4557 |
| 营业成本 | 1345 | 1458 | 1824 | 2121 | 2419 |
| 营业税金及附加 | 16 | 15 | 23 | 28 | 31 |
| 营业费用 | 688 | 787 | 994 | 1200 | 1434 |
| 管理费用 | 103 | 104 | 138 | 165 | 207 |
| 研发费用 | 41 | 37 | 49 | 59 | 69 |
| 财务费用 | 1 | 0 | 6 | 9 | 5 |
| 资产减值损失 | -6 | -2 | -6 | -5 | -7 |
| 其他收益 | 6 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 公允价值变动收益 | -4 | -2 | -1 | -2 | -2 |
| 投资净收益 | 65 | 104 | 140 | 186 | 240 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 105 | 161 | 361 | 492 | 643 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 5 | 3 | 4 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 100 | 158 | 357 | 487 | 639 |
| 所得税 | 7 | 9 | 32 | 43 | 57 |
| 净利润 | 93 | 149 | 326 | 444 | 582 |
| 少数股东损益 | 1 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| 归属母公司净利润 | 91 | 148 | 324 | 441 | 578 |
| EBITDA | 121 | 187 | 397 | 538 | 693 |
| EPS (元/股) | 0.60 | 0.96 | 2.11 | 2.88 | 3.77 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 3.6 | 9.7 | 32.0 | 19.6 | 17.5 |
| 营业利润 (%) | 11.9 | 53.1 | 124.4 | 36.2 | 30.8 |
| 归属母公司净利润 (%) | 12.6 | 61.5 | 119.0 | 36.3 | 31.2 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 39.9 | 40.6 | 43.8 | 45.3 | 46.9 |
| 净利率 (%) | 4.1 | 6.0 | 10.0 | 11.4 | 12.7 |
| ROE (%) | 7.7 | 11.2 | 20.4 | 22.4 | 23.2 |
| ROIC (%) | 7.2 | 10.8 | 17.3 | 20.0 | 21.4 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 37.4 | 45.3 | 47.4 | 42.9 | 37.8 |
| 净负债比率 (%) | -10.1 | -3.5 | 0.5 | -4.5 | -7.7 |
| 流动比率 | 1.7 | 1.4 | 1.3 | 1.4 | 1.6 |
| 速动比率 | 1.2 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 应收账款周转率 | 5.8 | 6.9 | 6.9 | 6.9 | 6.9 |
| 应付账款周转率 | 6.1 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.8 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.60 | 0.96 | 2.11 | 2.88 | 3.77 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.49 | 0.82 | 0.86 | 1.80 | 1.88 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 7.83 | 8.58 | 10.33 | 12.84 | 16.24 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 88.0 | 54.5 | 24.9 | 18.2 | 13.9 |
| P/B | 6.7 | 6.1 | 5.1 | 4.1 | 3.2 |
| EV/EBITDA | 62.7 | 40.3 | 19.1 | 13.9 | 10.7 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 15 日收盘价

内容目录

| | |
|--|----|
| 一、健民集团：焕发新生的特色中成药企业 | 5 |
| 1.1 四百年叶开泰，今日健民集团 | 5 |
| 1.2 实控人背景深厚，公司持股相对分散 | 6 |
| 1.3 医药工业为主，儿科用药为核心 | 7 |
| 1.4 财务指标近两年明显改善 | 7 |
| 二、自有药品业务：专精儿科，扩展妇科及特色中药 | 9 |
| 2.1 儿科用药：健民特色优势领域，龙牡壮骨颗粒潜力 10 亿+品种 | 9 |
| 2.1.1 我国儿童用药市场规模近 900 亿元，品种缺乏亟待解决 | 9 |
| 2.1.2 健民儿科：特色突出，加速增长 | 9 |
| 2.1.3 全新小儿龙牡壮骨颗粒，健民加速发展利器 | 10 |
| 2.2 其他药品：妇科、特色中药各具亮点，大健康产品尚在培育 | 12 |
| 2.2.1 妇科：疫情后快速恢复增长 | 13 |
| 2.2.2 特色中药：通便胶囊为重点潜力品种 | 14 |
| 2.2.3 大健康：当前利率水平较低，尚在培育中 | 15 |
| 三、健民大鹏药业：独家重磅产品体培牛黄，“另类片仔癀” | 16 |
| 3.1 正在腾飞的健民大鹏，健民集团核心资产 | 16 |
| 3.2 体培牛黄：健民大鹏独家专利产品，媲美天然牛黄 | 16 |
| 3.3 牛黄供不应求，体培牛黄市场潜力巨大 | 19 |
| 3.3.1 天然牛黄供给失衡，全球产量不能满足中国市场 | 19 |
| 3.3.2 需求提升导致天然牛黄价格上涨 | 21 |
| 3.3.3 体培牛黄销售规模超 5 亿元，渗透率有望持续提升 | 22 |
| 四、盈利预测 | 23 |
| 风险提示 | 24 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1: 健民集团发展历史 | 5 |
| 图表 2: 健民集团股权架构图 | 6 |
| 图表 3: 健民集团各业务收入占比 (2020) | 7 |
| 图表 4: 健民集团各业务毛利润占比 (2020) | 7 |
| 图表 5: 健民集团各业务板块收入 | 7 |
| 图表 6: 健民集团收入及增速 (2010-2021H1) | 7 |
| 图表 7: 健民集团利润及增速 (2010-2021H1) | 7 |
| 图表 8: 健民集团利润率 | 8 |
| 图表 9: 健民集团中间费用率 | 8 |
| 图表 10: 健民集团经营性现金流情况 | 8 |
| 图表 11: 健民集团应收情况 | 8 |
| 图表 12: 健民集团期末现金余额情况 | 8 |
| 图表 13: 健民集团 ROE 与资产负债率 | 8 |
| 图表 14: 我过儿童药市场规模及增速 | 9 |
| 图表 15: 健民集团儿科收入及增速 | 9 |
| 图表 16: 健民集团儿科产品线 | 10 |
| 图表 17: 我过儿童药市场规模及增速 | 11 |

| | |
|--|----|
| 图表 18: 龙牡壮骨颗粒销售量..... | 11 |
| 图表 19: 龙牡壮骨颗粒销售量..... | 11 |
| 图表 20: 中国城市实体药店终端儿科补充营养剂用药的销售情况..... | 12 |
| 图表 21: 龙牡壮骨颗粒在中国城市实体药店终端的销售情况..... | 12 |
| 图表 22: 儿科中成药 2020 年 TOP10 产品 (城市实体药店终端)..... | 12 |
| 图表 23: 公司儿科外主要产品信息..... | 13 |
| 图表 24: 健民集团妇科收入..... | 13 |
| 图表 25: 小金胶囊销售量及增速..... | 14 |
| 图表 26: 健脾生血颗粒销售量及增速..... | 14 |
| 图表 27: 健民集团特色中药收入..... | 14 |
| 图表 28: 便通胶囊销售量及增速..... | 14 |
| 图表 29: 大健康板块收入..... | 15 |
| 图表 30: 健民大鹏收入及增速..... | 16 |
| 图表 31: 健民大鹏利润及增速..... | 16 |
| 图表 32: 牛黄、人工牛黄、培植牛黄和体外培育牛黄比较..... | 17 |
| 图表 33: 体外培育牛黄研究历史..... | 18 |
| 图表 34: 处方中含牛黄的临床急重症用药品种..... | 18 |
| 图表 35: 中国肉牛出栏量..... | 19 |
| 图表 36: 全球牛出栏量..... | 19 |
| 图表 37: 中国大陆市场安宫牛黄丸市场规模及所消耗牛黄量测算..... | 20 |
| 图表 38: 中国城市零售药店安宫牛黄丸的销售情况..... | 21 |
| 图表 39: 片仔癀核心药品销售收入..... | 21 |
| 图表 40: 片仔癀核心药品销售量..... | 21 |
| 图表 41: 片仔癀核心药品消耗牛黄量..... | 21 |
| 图表 42: 天然牛黄价格走势..... | 22 |
| 图表 43: 人工牛黄价格走势..... | 22 |
| 图表 44: 部分使用体外培育牛黄的药品..... | 22 |
| 图表 45: 健民集团收入拆分..... | 23 |
| 图表 46: 武汉建民可比标的..... | 24 |
| 图表 47: 健民大鹏可比标的..... | 24 |

一、健民集团：焕发新生的特色中成药企业

1.1 四百年叶开泰，今日健民集团

健民集团，始创于1637年，原名“叶开泰”，解放前便享有“初清三杰”、“中国四大药号”的美誉。1953年，叶开泰号制药部分被改造为“武汉市健民制药厂”，2004年在上海证券交易所上市（A股代码600976）。健民集团以发展中医药为核心，以儿科产品为特色，已成为全国重点中药企业和小儿用药生产基地，并设有国家企业技术中心、企业博士后科研工作站和儿童药物研究院，具备完善的自主研发能力。公司为中华老字号企业，拥有“健民”、“龙牡”、“叶开泰”三大品牌。公司入选“中国最有价值品牌500强”，综合实力跻身全国医药企业百强之列。集团产品资源丰富，品类结构完善。钻石单品“龙牡壮骨颗粒”，是治疗儿童不爱吃饭、发育迟缓、夜惊多汗和儿童补钙的品种，上市30多年来，创造了累积销售300亿袋，健康三代人的奇迹。

图表1：健民集团发展历史

| 年度 | 事件 |
|------------|---|
| 1637年 | 叶开泰药店开业。 |
| 1722年 | 叶开泰率先提出了“修合虽无人见，存心自有天知”的信条，这如今已成为了所有中医药人的共同信念。 |
| 1858年 | 从叶开泰第八代传人叶笙林开始，叶氏家族人只当东家，而不当掌门，掌门全部从社会上聘任有中医药管理经验者担任。 |
| 1860年 | 清同治、光绪年间，叶开泰已发展成为全国最大的药号之一，汉口也成为有名的大药材集中市场之一。 |
| 1912年 | 1912年，第九代传人叶凤池对叶开泰实行了股份制改革，创立了现代企业经营体制和分配制度。 |
| 1929年 | 1929年，中医药将遭废除，叶开泰提出“提倡中医以防文化侵略，提倡中药以防经济侵略”的主张，与全国同仁一道打响轰轰烈烈的中医药保卫战。 |
| 1930年 | 国民党中央委员会最终于1930年5月7日正式确立了中医药的合法地位。经此一役叶开泰在中医药界风头一时无俩，生意也越发兴隆。 |
| 1937年 | 日寇入侵中国，叶开泰开设叶开泰分号，扩大枪伤急救药品的生产供应，为抗战军民送医送药，支援抗战。 |
| 1953年 | 武汉健民制药厂挂牌成立。 |
| 1986年 | 确立以“龙牡壮骨颗粒”为主导产品，在同行中率先通过新闻媒体展开宣传。 |
| 1988年 | 武汉市叶开泰制药厂恢复挂牌；被国家确立为全国中成药小儿用药基地。 |
| 1993年 | 武汉健民药业集团股份有限公司成立。 |
| 1995年 | 被评为“全国中药行业优秀企业”，“龙牡壮骨颗粒”获“中国医药名牌产品”证书。 |
| 1997年 | 被认定为“高新技术企业”；组建武汉健民集团随州制药有限公司。 |
| 2002年 | 组建企业博士后科研工作站。 |
| 2004年 | 健民集团股票在沪市挂牌（600976）。 |
| 2005-2006年 | 浙江华立集团受让国有股权，最终控股健民集团。 |
| 2005年 | 参与大鹏药业重组，成立健民大鹏药业，持股45% |
| 2009年 | 主导产品“龙牡壮骨颗粒”突破2亿元销售。 |
| 2010年 | 结合评为全国医药工业100强和中药企业50强。 |
| 2011年 | 武汉健民”被评为中华老字号企业。 |
| 2019年 | 重磅推出全新升级“龙牡壮骨颗粒” |
| 2021年 | “叶开泰传统中药制剂方法”入选第五批国家级非物质文化遗产名录 |

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

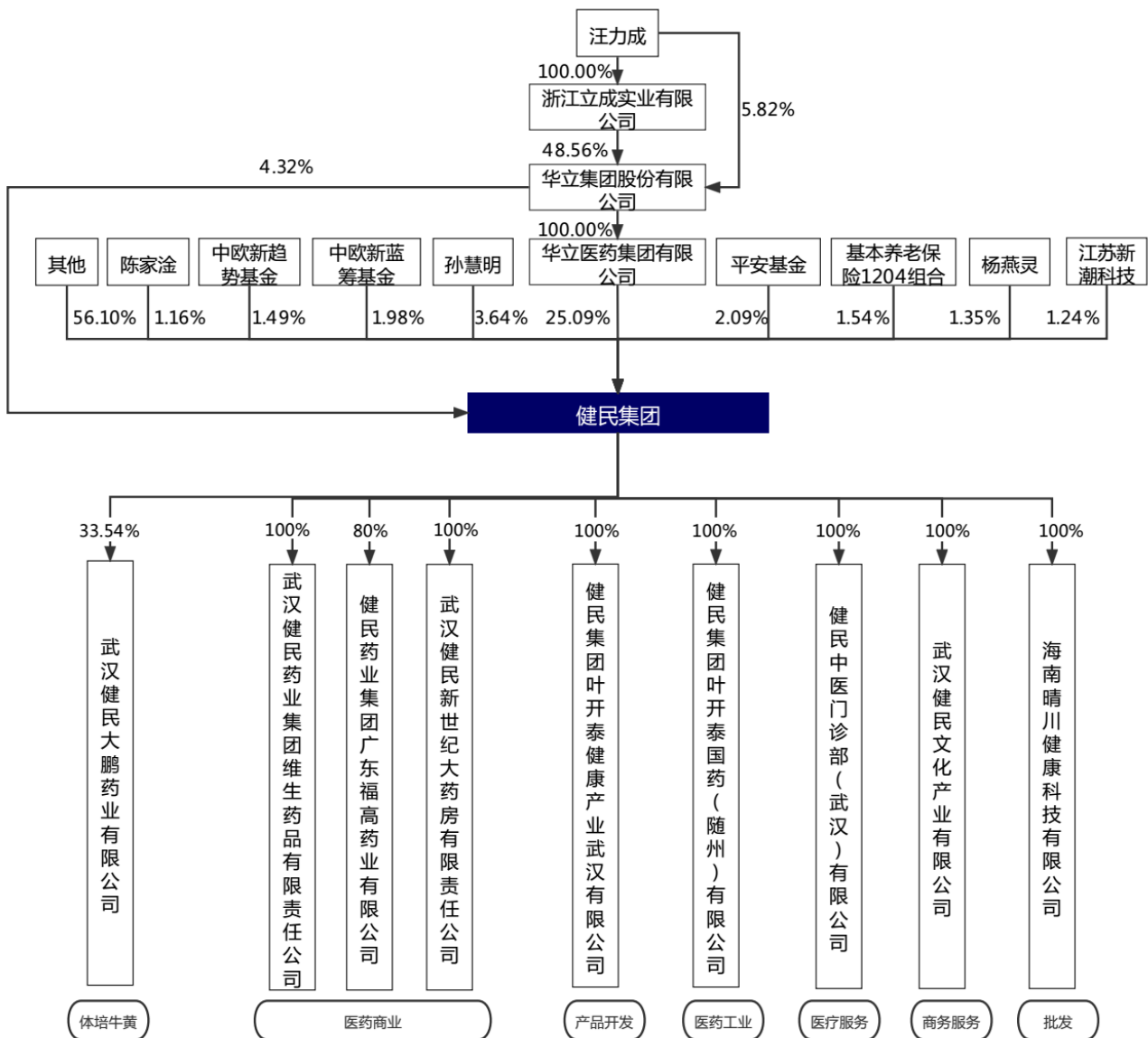
1.2 实控人背景深厚，公司持股相对分散

实控人控制两家上市药企，健民集团持股相对分散。公司控股股东为华立医药集团有限公司，直接持有公司 25.09% 股权；实际控制人为汪力成先生，通过华立集团控制公司 29.41% 股权；汪力成先生现任华立集团股份有限公司董事局主席，全国工商联第十二届执行委员会常务委员、中非民间商会第三届理事会会长、全球浙商总会副会长；同时也是另一家医药上市企业昆药集团的实际控制人。除华立系股东外，健民集团其他单一股东持股比例均为超过 4%，持股相对分散。

公司业务核心为医药工业，分布在母公司和子公司叶开泰国药中，另有医药商业、医疗服务、商业服务等业务，医疗服务业务依托健民和叶开泰品牌，目前正在模式打造阶段，未来可能成为新的增长动力。

激励助推主业加速增长。公司 2021 年对董事长在内 7 位高管实施股权激励，授予 106.24 万股，价格 13.89 元/股，解锁条件为 21-23 年剔除大鹏投资收益归母净利润相比 2020 年增长不低于 20%，44%，72.8%。21H1，公司已超额完成 21 年全年业绩，后续大概率将延续高增长势头。公司参股 33.54% 的联营企业大鹏药业，近几年正处于加速发展期，2020 年收入 4.8 亿元，净利润 2.9 亿元，净利润十年 CAGR 41%。

图表 2：健民集团股权架构图

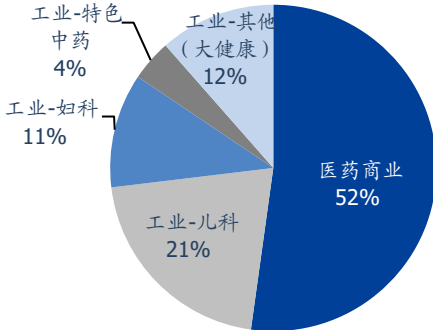


资料来源：2021 半年报，国盛证券研究所

1.3 医药工业为主，儿科用药为核心

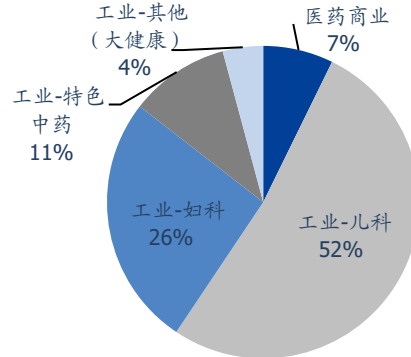
公司的业务构成中，工业和商业近乎占比各半，儿科收入占比约 21%；从毛利润看，工业贡献了绝大部分，其中儿科毛利润贡献占比 52%，为公司自有业务的主要利润来源。从近 3 年情况看，儿科也是贡献增量最明显的业务板块。

图表 3: 健民集团各业务收入占比 (2020)



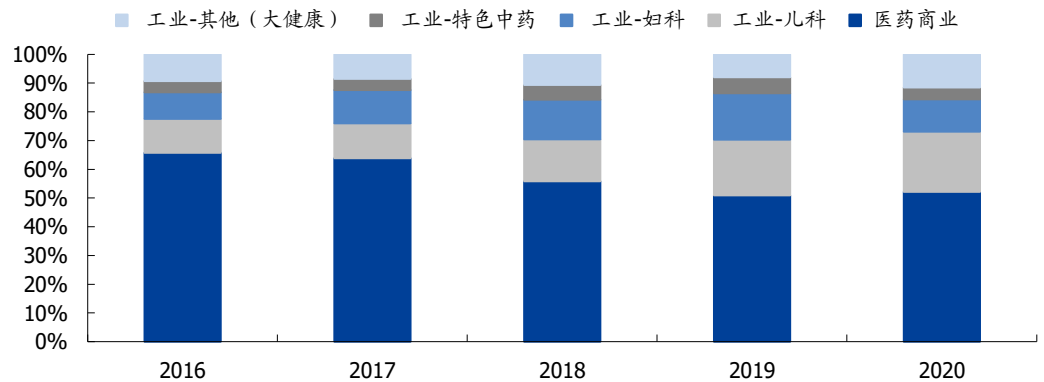
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 健民集团各业务毛利润占比 (2020)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 健民集团各业务板块收入占比

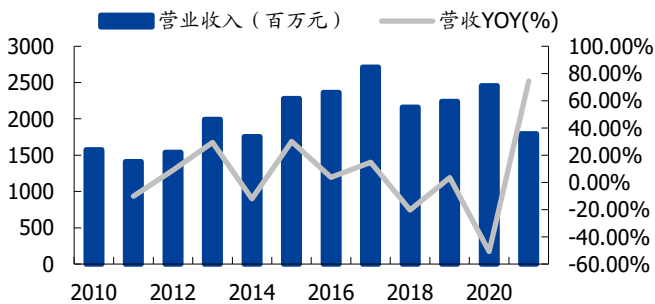


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.4 财务指标近两年明显改善

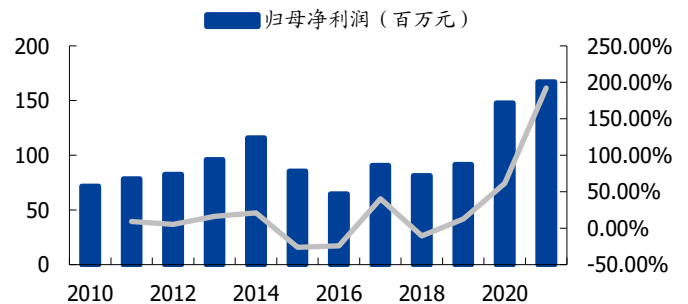
近两年业绩实现加速增长。2020 年公司实现收入 24.5 亿元，归母净利润 1.48 亿元。自 2019 年以来，公司利润端增长显著加速，2018-2020 年复合增速达 35%，2021H1，公司净利润达 1.67 亿元，超过 2020 年全年，同比增速 192%。

图表 6: 健民集团收入及增速 (2010-2021H1)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

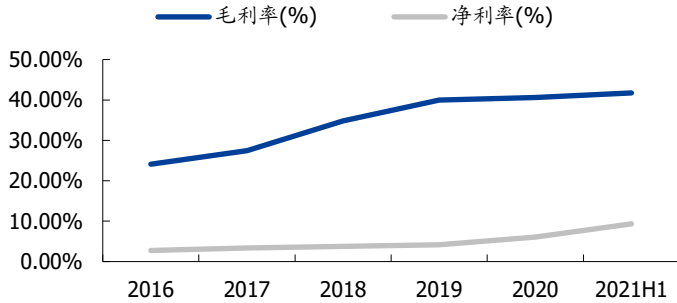
图表 7: 健民集团利润及增速 (2010-2021H1)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

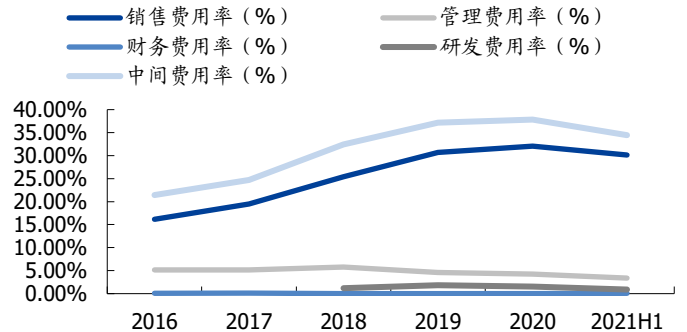
财务指标持续改善。从近两年财务指标看,公司在毛利率略增情况下,净利率已经由2019年的4.14%提升至2021H1的9.34%,主要是销售费用率和管理费用率得到控制。在收入加速增长的同时,公司的经营性现金流及应收账款都保持健康水平;ROE由此前的不足8%提升至2020年的11.2%;资产负债率2020年为45.3%,处于健康水平。

图表 8: 健民集团利润率



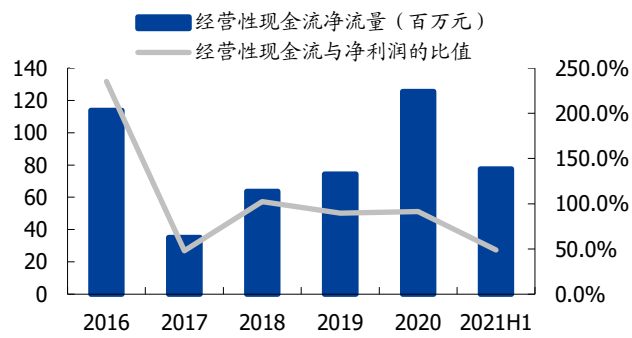
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 9: 健民集团中间费用率



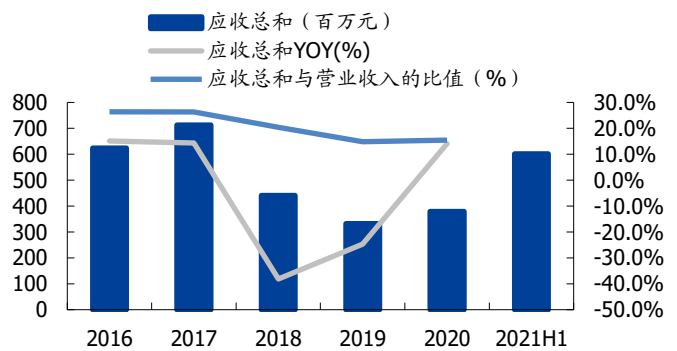
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 健民集团经营性现金流情况



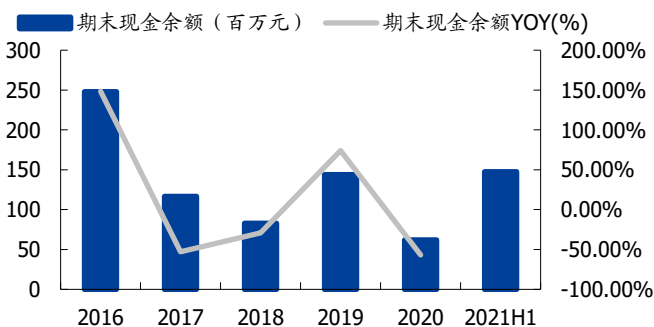
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 健民集团应收情况



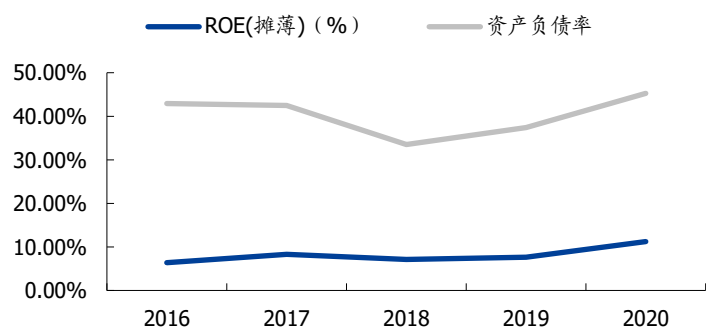
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 健民集团期末现金余额情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 健民集团 ROE 与资产负债率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

二、自有药品业务：专精儿科，扩展妇科及特色中药

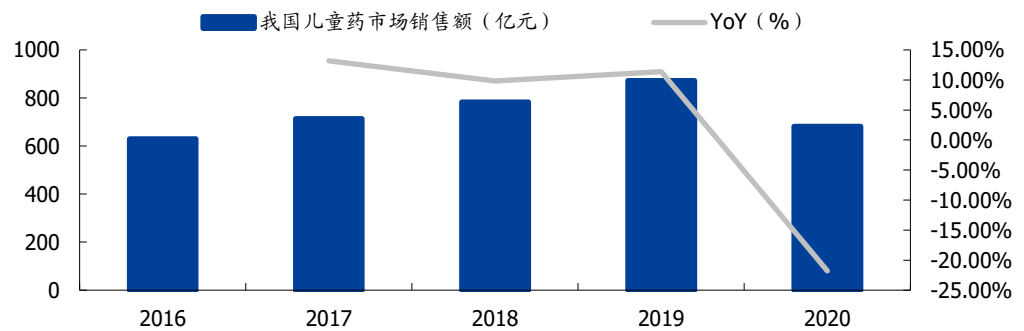
2.1 儿科用药：健民特色优势领域，龙牡壮骨颗粒潜力 10 亿+品种

2.1.1 我国儿童用药市场规模近 900 亿元，品种缺乏亟待解决

《第七次全国人口普查公报》数据显示，截至 2020 年我国 0-14 岁儿童共有 2.53 亿人，占全国总人口 18.0%。儿童药物是特指 14 岁以下未成年人使用的专用药物，儿童并不是缩小的成人，作为特殊的用药群体，他们自己独特的生理特点。儿童药物的研发要求也比成人药物更为严格，研发难度和成本也更高，但从定价上却无法得到补偿，这就导致多数制药企业或科研院所对儿童药物的研发积极性不高。庞大的儿童患者群体对安全有效的药物需求量非常大，从而导致儿童药物长期处于缺乏的状态。

据米内网，我国儿童药市场规模 2019 年已超过 872 亿人民币，2016-2019 年复合增速超过 10%，2020 年虽然因疫情原因有所下滑，但仍有接近 700 亿元规模。据药智网信息，不完全统计下，我国获得批文的产品数约有 1.84 万个，其中儿童药仅有 920 多个产品，约占全部药品数量的约 5%。据全国工商联药业商会的调查显示，国内 6000 多家药厂中，专门生产儿童药品的仅 10 余家，有儿童药品生产部门的企业也仅 30 多家。

图表 14：我国儿童药市场规模及增速

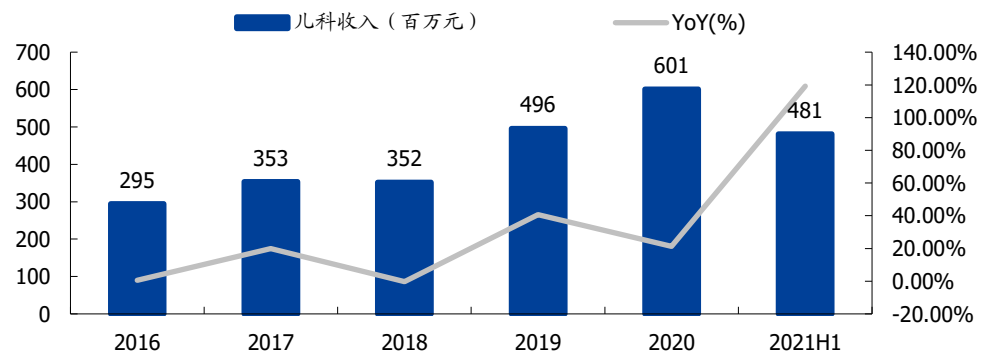


资料来源：米内网，国盛证券研究所

2.1.2 健民儿科：特色突出，加速增长

儿科收入加速增长。公司儿科业务是公司近年来增长的主要驱动力，2020 年，公司儿科收入达 6 亿元，2018-2020 年复合增速达 31%，2021H1，公司儿科收入达 4.81 亿元，同比+119%。增长加速主要依靠的是核心品种龙牡壮骨颗粒的放量。

图表 15：健民集团儿科收入及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

重视儿科用药研发，儿科产品线丰富。健民集团作为老字号儿童中成药生产企业，一直非常重视儿童药物的研发，研发投入逐年递增，每年投入占比均在工业收入的 3.5%以上。健民集团联合国内儿童药物研究权威机构，组建工程实验室，儿童药物研究院现有逾 2000 m²的实验室，具备进行新药研究和二次开发所需的工艺研究、植化研究、质量标准研究、稳定性研究等相关仪器设备及工程化研究的设备设施。目前，健民集团拥有拥有数十个儿童药物品种，其中，龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒等产品已成为儿科产品知名品牌。

图表 16: 健民集团儿科产品线

| 药品名称 | 国家医保 | 国家基药 | OTC | 低价药 | 独家品种 | 功能主治 | 图示 |
|----------|------|------|-----|-----|------|---|---|
| 龙牡壮骨颗粒 | 乙 | 否 | 是 | 是 | 独家 | 强筋壮骨，和胃健脾。用于治疗 and 预防小儿佝偻病、软骨病；对小儿多汗、夜惊、食欲不振、消化不良、发育迟缓也有治疗作用。 |  |
| 小儿解感颗粒 | 否 | 否 | 是 | 否 | | 宣肺解表，清热化痰。用于小儿外感咳嗽，痰热壅肺所致的咳嗽痰多、痰黄粘稠、咳痰不爽。 |  |
| 小儿宝泰康颗粒 | 甲 | 是 | 是 | 否 | | 解表清热，止咳化痰。用于小儿风热外感，症见发热、流涕、咳嗽、脉浮。 |  |
| 小儿宣肺止咳颗粒 | 乙 | 否 | 是 | 否 | | 宣肺解表，清热化痰。用于小儿外感咳嗽，痰热壅肺所致的咳嗽痰多、痰黄粘稠、咳痰不爽。 |  |
| 羌月乳膏 | 否 | 否 | 是 | 否 | 独家 | 祛风，除湿，止痒，消肿。适用于亚急性湿疹，慢性湿疹。 |  |
| 婴儿健脾散 | 否 | 否 | 是 | 否 | | 健脾，消食，止泻。用于消化不良，乳食不进，腹痛腹泻。 |  |
| 虚汗停糖浆 | 否 | 否 | 否 | 否 | 独家 | 益气养阴，固表敛汗。用于气阴不足之自汗、盗汗及小儿盗汗。 |  |

资料来源：公司官网，米内网，国盛证券研究所

2.1.3 全新小儿龙牡壮骨颗粒，健民加速发展利器

畅销 300 亿袋的经典药品龙牡壮骨颗粒，其组方以“脾肾双补”的中医理论为基础，由[玉屏风散]、[四君子汤]、[龙骨汤]三味经典方剂加减化裁而来；多种地道中药材结合现代医学研究成果，添加有机钙和维生素 D，起到强筋壮骨、健脾和胃的功效，改善脾胃对营养的吸收功能，补钙同时更注重促进钙的吸收。针对儿童食欲不振、消化不良、发育迟缓、夜惊、多汗有明显治疗效果。龙牡壮骨颗粒在 80 年代上市，在儿童佝偻病患病人数与日俱增的环境下，成为风行全国的儿童补益剂，并曾被列为国家一级中药保护品种。时至今日，龙牡壮骨颗粒创造了累计销售 300 亿袋。

新一代龙牡壮骨颗粒上市，实现全面升级。随着时代的变化，佝偻病患者人数明显下降，但儿童缺钙的问题仍是普遍存在，这并非单纯的营养不足问题，更多是由于儿童脾胃不和、补而不吸收导致。**2019年10月，健民集团新一代龙牡壮骨颗粒全新上市。**新一代龙牡壮骨颗粒采用密闭动态提取技术，使药材中的有效成分最大限度提取并保留，单包净含量由之前的5g浓缩为3g，有效成分损失减少，中药有效成份明显增加；全新味觉掩蔽技术，将新鲜香橙果中提取的天然橙油作辅料，不添加蔗糖，健康安全的天然植物橙油香味恰到好处地平衡调和（经3000多名儿童进行口味测试，找到了孩子味觉上“极乐点”，确定了符合98%以上孩子口味的酸甜香橙味）；颗粒制粒使用特殊的高溶解性糊精，对药物有效成分进行包埋，使药物在储存时更稳定，冲调时更易溶解，仅需30毫升温水完全溶解药物成分，更方便婴幼儿的服用。**2020年，龙牡壮骨颗粒凭借科技创新、临床疗效、市场份额及行业影响力荣获《医药经济报》“十三五中国医药科技标志性成果”奖项。**

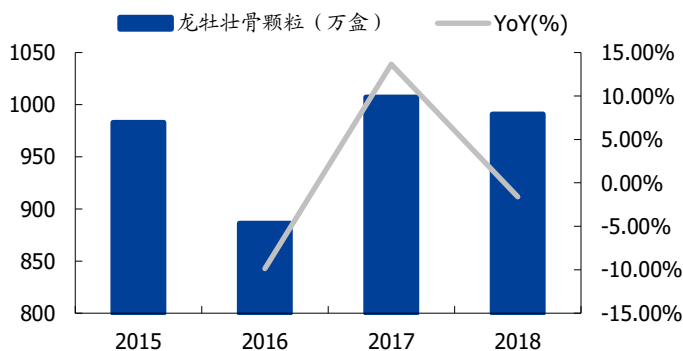
图表 17: 龙牡壮骨颗粒升级示意图



资料来源: 公司网站, 国盛证券研究所

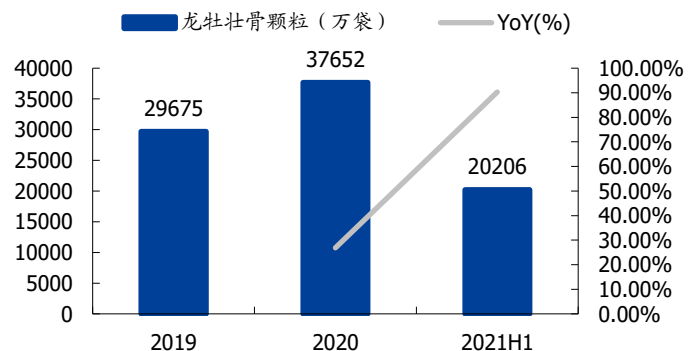
龙牡壮骨颗粒营销改革+提价增效。自2020年起，公司通过实施 OTC 全渠道控销，重构渠道（归拢流通渠道、NKA 直供和培育电商旗舰店），变革销组织架构，优化考核机制，加大数字化营销和精准营销（线上精准投放，饱和攻击，品牌营销直击人心；线下深耕市场，下沉终端，携手连锁开展各项营销活动，助力终端动销），升级龙牡壮骨颗粒产品规格（采用道地药材和全新生产工艺对新一代龙牡进行品质提升），在 OTC 市场大获成功。**2020年，龙牡壮骨颗粒同比销量+27%；21H1 龙牡壮骨颗粒销量同比+90%。**在实现产品新老更替的同时，产品终端价格由原来的 30-40 元（5g*40 袋）提升至约 109 元（3g*30 袋），实现量价齐升；**2020年，龙牡壮骨颗粒收入端增长 75%。**

图表 18: 龙牡壮骨颗粒销售量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

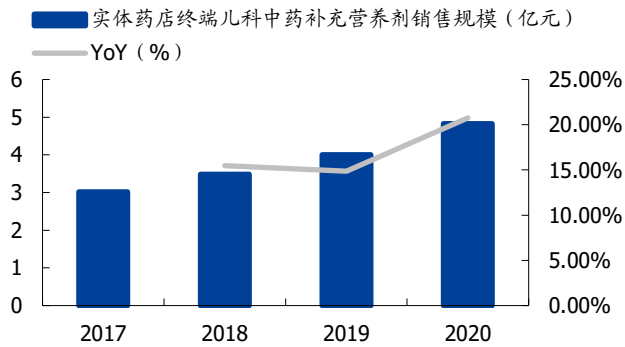
图表 19: 龙牡壮骨颗粒销售量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

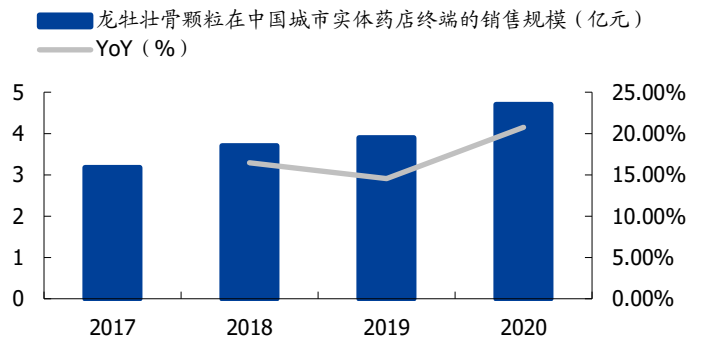
龙牡壮骨颗粒占据 OTC 端儿科中成药 TOP1。据米内网数据，2020 年，健民集团旗下产品龙牡壮骨颗粒问鼎 2020 年中国城市实体药店终端儿科中成药销量排行 TOP1，销售规模达 4.7 亿元（仅为城市实体药店终端数据，按零售价计算），占据 2020 年儿科中成药补充营养剂用药 90% 以上市场份额。

图表 20: 中国城市实体药店终端儿科补充营养剂用药的销售情况



资料来源: 米内网, 国盛证券研究所

图表 21: 龙牡壮骨颗粒在中国城市实体药店终端的销售情况



资料来源: 米内网, 国盛证券研究所

图表 22: 儿科中成药 2020 年 TOP10 产品 (城市实体药店终端)

| TOP | 产品名称 | 备注 | 排名升降 |
|-----|-----------|--------------|------|
| 1 | 龙牡壮骨颗粒 | 独家/医保/OTC | ↑ 2 |
| 2 | 小儿感冒颗粒 | 医保/OTC | ↓ 1 |
| 3 | 丁桂儿脐贴 | 独家/医保增补/OTC | ↓ 1 |
| 4 | 小儿豉翘清热颗粒 | 独家/医保 | - |
| 5 | 小儿肺热咳喘颗粒 | 医保/OTC/基药 | - |
| 6 | 小儿七星茶颗粒 | 医保/OTC | ↑ 2 |
| 7 | 小儿柴桂退热颗粒 | 医保/OTC/基药 | ↓ 1 |
| 8 | 小儿肺热咳喘口服液 | 独家/医保/OTC/基药 | ↓ 1 |
| 9 | 小儿止咳糖浆 | 医保增补/OTC | - |
| 10 | 金振口服液 | 独家/医保/OTC/基药 | ↑ 1 |

资料来源: 米内网, 国盛证券研究所

龙牡壮骨颗粒潜力销售规模 10 亿+。据米内网, 儿童药市场在我国药品终端市场的占比不足 5%, 市场空间依然巨大; 据米内网数据, 我国儿童用药市场 2019 年规模 872 亿, 2016-2020 年我国儿童药市场化学药销售额占比超过六成, 其中营养补充剂的市场份额在 20% 以上。以此测算, 儿童化学药营养补充剂 2019 年市场规模至少超过 100 亿。按照龙牡壮骨颗粒的产品力和品牌力、公司的营销改革、以及产品增长趋势综合来看, 该产品至少有望做到 10 亿+级别的产品, 甚至有望挑战 20 亿元销售规模。

2.2 其他药品: 妇科、特色中药各具亮点, 大健康产品尚在培育

除了公司的核心儿科产品, 公司的妇科拥有健脾生血颗粒、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。其中, **龙牡牌便秘胶囊、健民咽喉片**是龙牡壮骨颗粒外健民集团将重点打造的黄金单品。

图表 23: 公司儿科外主要产品信息

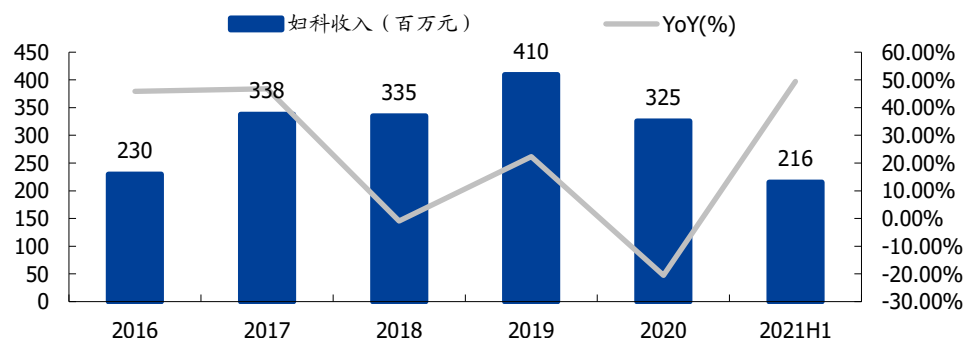
| 药品名称 | 国家医保 | 国家基药 | OTC | 低价药 | 独家品种 | 功能主治 | 图示 |
|--------|------|------|-----|-----|------|---|--|
| 健脾生血颗粒 | 乙 | 是 | 是 | 否 | 独家 | 健脾和胃, 养血安神。用于小儿脾胃虚弱及心脾两虚型缺铁性贫血; 成人气血两虚型缺铁性贫血。症见面色萎黄或无华, 食少纳呆, 腹胀脘闷, 大便不调, 烦躁多汗, 倦怠乏力。 |  |
| 健脾生血片 | 乙 | 是 | 是 | 否 | 独家 | 健脾和胃, 养血安神。用于脾胃虚弱及心脾两虚所致的血虚证, 症见面色萎黄或㿗白、食少纳呆、脘腹胀闷、大便不调、烦躁多汗、倦怠乏力、舌胖色淡、苔薄白、脉细弱; 缺铁性贫血见上述证候者。 |  |
| 便通胶囊 | 乙 | 否 | 是 | 否 | 独家 | 健脾益肾, 润肠通便。用于脾肾不足, 肠腑气滞所致的便秘, 症见大便秘结或排便乏力、神疲气短、头晕目眩、腰膝酸软, 以及原发性习惯性便秘、肛周疾患所引起的便秘见以上证候者。 |  |
| 健民咽喉片 | 否 | 否 | 是 | 是 | 独家 | 清利咽喉, 养阴生津, 解毒泻火。用于热盛津伤、热毒内盛所致的咽喉肿痛、失音及上呼吸道感染。 |  |
| 健胃消食片 | 乙 | 否 | 是 | 是 | - | 健胃消食。用于脾胃虚弱所致的食积, 症见不思饮食、嗳腐酸臭、脘腹胀满; 消化不良见上述证候者。 |  |

资料来源: 公司网站, 米内网, 国盛证券研究所

2.2.1 妇科: 疫情后快速恢复增长

公司的妇科用药板块, 2019 年收入达 4.1 亿元, 是仅次于儿科用药的板块, 2020 年, 由于疫情影响, 妇科用药收入下滑至 3.25 亿元; 2021H1, 妇科用药收入快速恢复至 2.16 亿元, 预计全年可创出历史新高。

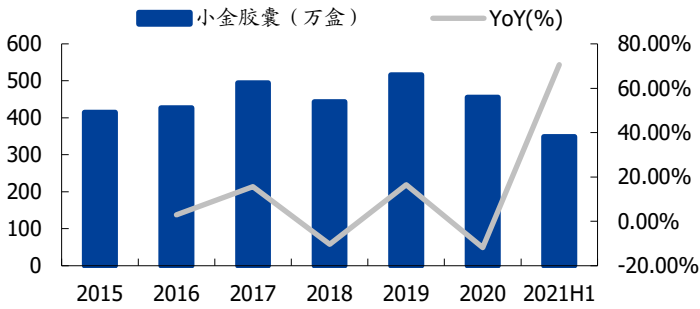
图表 24: 健民集团妇科收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

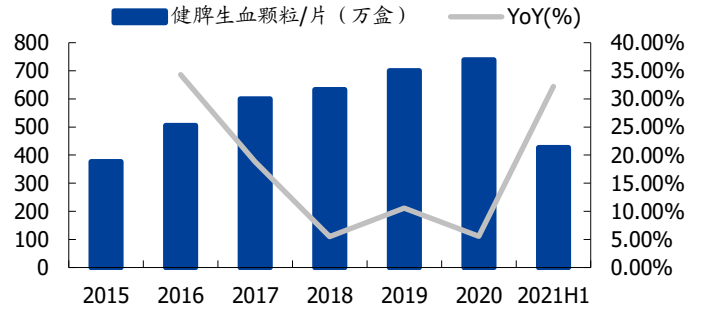
妇科核心品种健脾生血颗粒、小金胶囊增长加速。健脾生血颗粒是健民集团研发生产的原国家级三类新药, 被中华医学杂志发布的《铁缺乏和缺铁性贫血诊治和预防多学科专家共识》列入推荐用药。2021H1, 健脾生血颗粒销售 427 万盒, 同比+32%, 相较 2018-2020 年 5%-10% 的增长显著加速。小金胶囊在此前已经处于平稳期, 2016-2020 年无明显增长, 2021H1, 同比实现 71% 的销量增长, 预计全年也将创出销量历史新高。

图表 25: 小金胶囊销售量及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 健脾生血颗粒销售量及增速

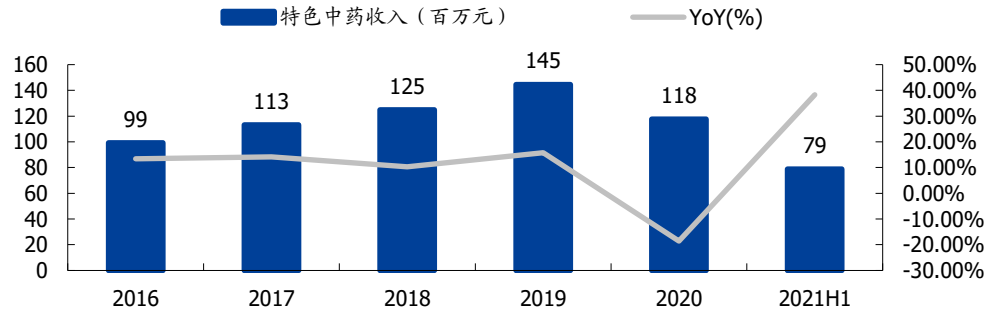


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2.2 特色中药: 便通胶囊为重点潜力品种

公司特色中药产品线主要包括便通胶囊、健胃消食片、健民咽喉片、拔毒生肌散等; 2016-2019年, 特色中药实现收入端 14%复合增长, 收入达 1.45 亿元, 2020 年因疫情因素下滑至 1.18 亿元, 2021H1, 特色中药收入 0.79 亿元, 同比增长 38%, 已恢复正常增长。

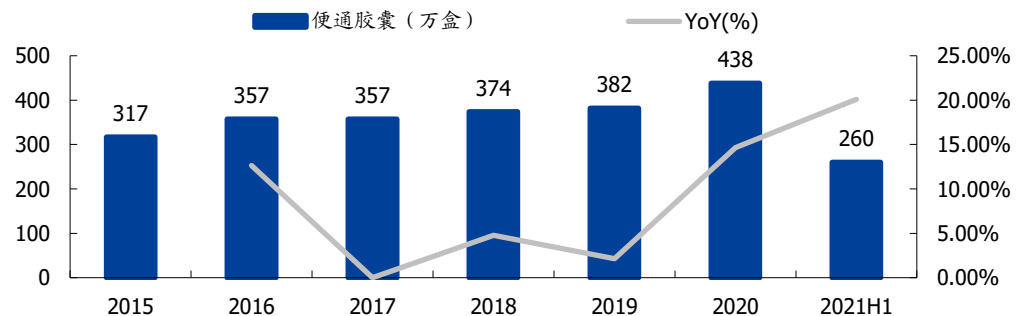
图表 27: 健民集团特色中药收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

重点潜力品种便通胶囊, 有望复制龙牡壮骨颗粒量价齐升。便通胶囊以三大经典古方为基础, 结合国医大师的临床使用经验, 采用白术、肉苁蓉、桑葚、当归、枳实以及少量芦荟组方, 纯中药制剂, 不含刺激药物, 药性温和, 让患者通而不泻, 达到健脾益肾, 润肠通便的功效。2020 年, 便通胶囊被中国非处方药协会评为中成药-便秘泄泻类综合统计第二名。从销量看, 2020 年起, 便通胶囊增速从此前的个位数提升至 15%水平, 2021H1, 销量增长 20%。从价格看, 目前 48 粒/盒装龙牡®便通胶囊零售价达 99 元, 相较此前老包装 36 粒健民便通胶囊约 40 元零售价大幅提升。我们预计, 便通胶囊有望复制龙牡壮骨颗粒量价齐升路径, 成为公司新的大品种。

图表 28: 便通胶囊销售量及增速

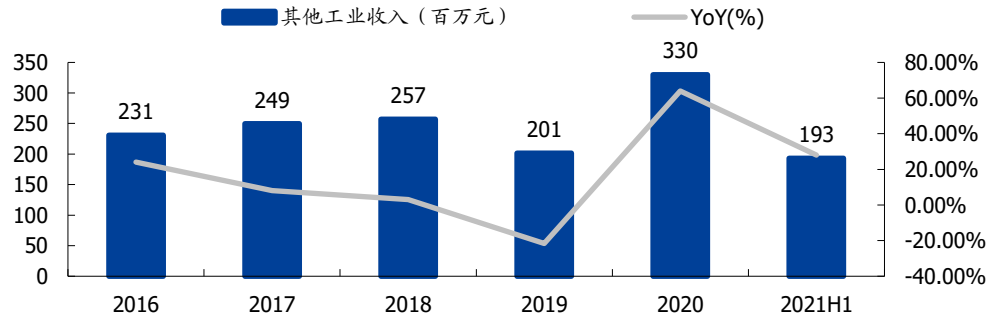


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2.3 大健康：当前利率水平较低，尚在培育中

公司的大健康品类（其他工业）主要有参桂鹿茸丸、益肾兴阳丸等传统中药和 Vc 咀嚼片、益生菌固体饮料、茁倍高 TM 儿童成长奶粉等产品。2020 年，公司其他工业收入达 3.3 亿元，2021H1，收入达 1.93 亿元，同比+28.08%；其他工业业务虽然收入体量尚可，但目前毛利率较低，2020 年仅为 13%，2021H1 为 25%。

图表 29：大健康板块收入



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

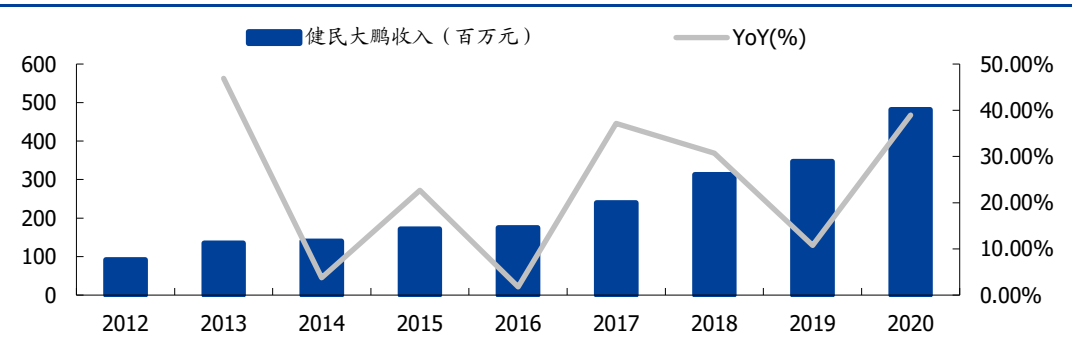
三、健民大鹏药业：独家重磅产品体培牛黄，“另类片仔癀”

3.1 正在腾飞的健民大鹏，健民集团核心资产

健民大鹏为健民集团联营企业，持股比例**33.54%**。武汉健民大鹏药业有限公司是一家特色中药企业，湖北省、武汉市高新技术企业，其独家拥有的自主技术体外培育牛黄为国际首创，国家中药一类新药。健民集团2004年参与大鹏药业重组，成立健民大鹏药业，持股45%，此后经过增资扩股、引入战投后，目前健民集团持有大鹏药业33.54%股权，是其第二大股东；健民大鹏药业第一大股东为武汉大鹏药业，持股比例45%。

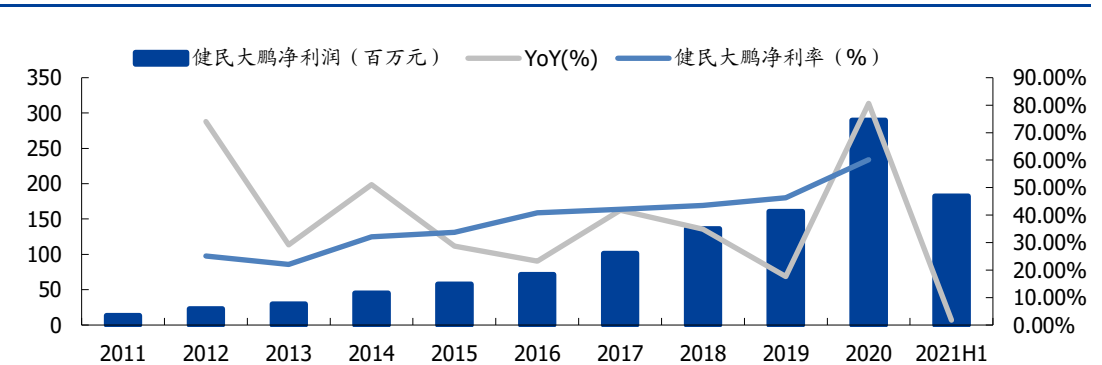
健民大鹏药业近年来实现高速发展，利润端表现极其优秀。健民大鹏药业在度过前期产品培育和发展期，2010年后才开始逐渐盈利。2020年收入4.82亿、净利润2.90亿，净利率60.15%，2011-2020净利润实现CAGR 41%。健民大鹏药业超高的净利率以及近年来的增长势头，在中药领域上市公司中也仅有片仔癀的核心药品业务能达到相当水平。

图表 30: 健民大鹏收入及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 31: 健民大鹏利润及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.2 体培牛黄：健民大鹏独家专利产品，媲美天然牛黄

牛黄是中药方剂中重要的一味药，使用广泛。牛黄为黄牛或水牛的胆囊、胆管或肝管中的结石。如果是在牛的胆囊中产生的，被称为“胆黄”或“蛋黄”，在胆管中产生的称为“管黄”，在肝管中产生的则称“肝黄”。中医学认为，牛黄有解热、解毒、定惊的功效。内服可以治疗高热，神志昏迷、癫狂、小儿惊风、抽搐等病症，外用则可治疗咽喉肿痛、口疮肿痛、尿毒症等。我国传统名方名药中大量使用牛黄，在4500余种方剂中大约有650余种方剂采用了牛黄。

天然牛黄资源匮乏推升三大替代品，体外培育牛黄优势明显。由于天然牛黄在中成药中广泛应用、需求量大，但供给确十分有限且不稳定，国家药品监督管理部门自1972年起陆续批准了3个牛黄代用品，即人工牛黄、培植牛黄和体外培育牛黄。人工牛黄属于单体化合物等混合制成，虽然价格低廉，但效果与天然牛黄相差较大，无法用于生产临床急重症用药；培植牛黄总体看质量参差不齐，且难以控制，培养周期半年到一年，产量小，难以规模化生产；而体外培育牛黄不仅生产周期短（约一周），可批量生产，且效果经国家药典委员会认可与天然牛黄等同使用，是理想的天然牛黄替代品。

图表 32: 牛黄、人工牛黄、培植牛黄和体外培育牛黄比较

| 品名 | 牛黄（天然牛黄） | 人工牛黄 | 培植牛黄 | 体外培育牛黄 |
|---------|--|---|---|---|
| 成份 | 本品为牛科动物牛 <i>Bos taurus domesticus</i> Gmelin 的干燥胆结石。宰牛时，如发现牛黄，即滤去胆汁，将牛黄取出，除去外部薄膜，阴干。 | 本品由牛胆粉、胆酸、猪去氧胆酸、牛磺酸、胆红素、胆固醇、微量元素等加工制成。 | 为牛科动物牛 <i>Bos taurus domesticus</i> Gmelin 的活体胆囊中培植的干燥胆结石。 | 本品以牛科动物牛 <i>Bos taurus domesticus</i> Gmelin 的新鲜胆汁作母液，加入去氧胆酸、胆酸、复合胆红素钙等制成 |
| 性状 | 多呈卵形、类球形、三角形或四方形，直径 0.6~3 (4.5) cm，少数呈管状或碎片。表面黄红色至棕黄色。体轻，质酥脆，易分层剥落，断面金黄色，可见细密同心层纹。气清香，味苦而后甘，有清凉感，嚼之易碎，不粘牙。 | 本品为黄色疏松粉末。味苦，微甘。 | 本品为不规则片块或粉末，棕黄色或黄褐色。质较疏松，间有少量灰白色疏松状物和乌黑硬块。气微腥，味微苦而后甘，有清凉感，嚼之易碎，不粘牙。 | 为球形或类球形，直径 0.5~3cm。表面光滑，呈黄红色至棕黄色。体轻，质松脆，断面有同心层纹。气香，味苦而后甘，有清凉感，嚼之易碎，不粘牙。 |
| 功能主治 | 清心，豁痰，开窍，凉肝，息风，解毒。用于热病神昏，中风痰迷，惊痫抽搐，癲病发狂，咽喉肿痛，口舌生疮，痈肿疔疮。 | 清热解毒，化痰定惊。用于痰热谵狂，神昏不语，小儿急惊风，咽喉肿痛，口舌生疮，痈肿疔疮。 | 同牛黄 | 同牛黄 |
| 质量指标 | 胆酸≥4.0% 胆红素≥25.0% | 胆酸≥13.0% 胆红素≥0.63% | 胆酸 7.0~13.0% 胆红素≥35.0% | 胆酸 ≥6.0% 胆红素 ≥35.0% |
| 评价及使用情况 | 质量和效果最受到认可和青睐，但产量非常有限，国内每年供给量不足 1 吨，价格目前已经超过 50 万/公斤。 | 与天然牛黄相比，无论在成分、结构还是药效上都存在着一定差距，价格还不到天然牛黄的 0.5%，占据大部分市场。 | 总体看质量参差不齐，且难以控制；培养周期半年到一年，产量小，难以规模化生产。价格与天然牛黄接近 | 国家药典委员会认可与天然牛黄等同使用；生产周期约为一周，可批量生产。价格是天然牛黄的三分之一左右 |
| 图示 |  |  | 无 |  |

资料来源：健民大鵬官网，中国药典，新华网，国盛证券研究所

体外培育牛黄研发历经多年，目前为健民大鵬独家专利产品。体外培育牛黄是医学泰斗中国科学院裘法祖院士与华中科技大学同济医学院蔡红娇教授呕心沥血 30 年研制而成，1993 年取得中国发明专利。该技术获 2002 年国家技术发明二等奖。1999 年，这项专利以约 3000 万元转让给武汉大鵬药业有限公司。2005 年，武汉大鵬药业、健民集团完成重组。体外培育牛黄突破了传统中药只能天然生长，不能大规模工业化生产的限制；突破了中药成分，特别是有害成分难以控制的缺陷，解决了我国牛黄难以参与国际市场竞争的问题。

专利延续保证企业长期发展。早在 2001 年 10 月，大鵬药业在原“体外培育牛黄”专利基础上通过研发创新申请了新的专利。2021 年，该专利将结束 20 年保护期。多年来企业持续创新，创新成果在原有专利基础上申请了 48 个专利，覆盖生产技术、工艺、设备、外观等各领域，同时加强品牌保护，注册了 80 多个商标。企业通过专利、商业秘密、行政保护建立了知识产权保护的防火墙。5 月 30 日，该成果的海外专利申请通过国际专利合作协定(PCT)

审查，开启国产创新中药参与国际竞争之路。

图表 33: 体外培育牛黄研究历史

| 年度 | 研究历史 |
|-------|--|
| 1971年 | 国家重大科研课题“胆结石形成机理研究”立项 |
| 1983年 | 胆固醇结石研究成功，荣获卫生部科技成果一等奖 |
| 1987年 | 胆红素钙结石研究成功 |
| 1989年 | 申请体外培育牛黄发明专利 |
| 1993年 | 获得国家发明专利证书（专利号 ZL89100505.6） |
| 1997年 | 国家卫生部正式授予“体外培育牛黄”国家一类新药证书 |
| 2001年 | 专用设备获得国家实用新型专利证书 |
| 2001年 | 荣获湖北省技术发明奖一等奖 |
| 2002年 | 荣获武汉市政府科技进步奖一等奖 |
| 2002年 | 国家科技部“863”重大专项，2005年通过验收 |
| 2002年 | 国家原经贸委“双高一优”重点项目 |
| 2002年 | 荣获国家技术发明奖二等奖（一等奖空缺） |
| 2003年 | 荣获国家重点新产品证书 |
| 2003年 | 荣获中国药学会发展奖学科奖 |
| 2003年 | 国家发改委中药材扶持资金项目 |
| 2003年 | 03年度中国医药十大科技新闻 |
| 2004年 | 体外培育牛黄在大鹏药业 GMP 生产基地投产 |
| 2005年 | 收载于《中国药典》（2005年版） |
| 2006年 | 武汉市重大科技产业化专项 |
| 2006年 | 湖北省重大科技产业化专项 |
| 2007年 | 国家发改委高技术产业化示范专项 |
| 2010年 | 收载于《中国药典》（2010年版） |
| 2021年 | 体外培育牛黄专利技术海外专利申请通过国际专利合作协定(PCT)审查；国内申请 48 项新专利 |

资料来源：健民大鹏药业官网，国盛证券研究所

体外培育牛黄被国家认可用于在临床急重症用药中替代天然牛黄。2004年1月31日，国家食品药品监督管理局发出《关于牛黄及其代用品使用问题的通知》：对于国家药品标准处方中含牛黄的临床急重症用药品种和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培植牛黄、体外培育牛黄替代牛黄等量投料使用，但不得以人工牛黄替代；其他含牛黄的品种可以将处方中的牛黄以培植牛黄、体外培育牛黄或人工牛黄替代牛黄等量投料使用。

2012年12月，《国家食品药品监督管理局关于加强含牛黄等药材中成药品种监督管理的通知》发布，进一步明确规定处方中含牛黄的临床急重症用药品种及其他剂型或规格，可以将处方中的牛黄固定以培植牛黄或体外培育牛黄等量替代投料使用，但不得使用人工牛黄替代，药品生产企业应严格按照药品标准投料生产，严禁擅自以其他药材或原料等替代，一经发现将依法严肃查处。凡生产中使用培植牛黄、体外培育牛黄、人工牛黄替代牛黄，其说明书及标签中【成份】项下应准确标明培植牛黄、体外培育牛黄、人工牛黄

图表 34: 处方中含牛黄的临床急重症用药品种

| 序号 | 药品名称 | 序号 | 药品名称 |
|----|--------|----|---------------|
| 1 | 安宫牛黄丸 | 20 | 牛黄清心丸(局方) |
| 2 | 八宝玉枢丸 | 21 | 牛黄醒脑丸 |
| 3 | 保赤一粒金散 | 22 | 牛黄镇惊丸 |
| 4 | 保赤一粒金丸 | 23 | 片仔癀 |
| 5 | 保婴夺命散 | 24 | 人参再造丸 |
| 6 | 大活络丸 | 25 | 十香返生丸 |
| 7 | 癫狂龙虎丸 | 26 | 天黄猴枣散 |
| 8 | 瓜子錠 | 27 | 万氏牛黄清心丸(含浓缩丸) |
| 9 | 广羚散 | 28 | 万应錠 |
| 10 | 猴枣牛黄散 | 29 | 五粒回春丸 |
| 11 | 回春丹 | 30 | 西黄丸 |

| | | | |
|----|-------|----|---------|
| 12 | 回天再造丸 | 31 | 小儿百寿丸 |
| 13 | 金黄抱龙丸 | 32 | 小儿回春丸 |
| 14 | 局方至宝散 | 33 | 小儿羚羊散 |
| 15 | 六应丸 | 34 | 小儿牛黄清心散 |
| 16 | 梅花点舌丸 | 35 | 小儿清热镇惊散 |
| 17 | 牛黄抱龙丸 | 36 | 小儿珠黄散 |
| 18 | 牛黄千金散 | 37 | 至圣保元丸 |
| 19 | 牛黄清热散 | 38 | 珠珀保婴散 |

资料来源：国家食品药品监督管理局，国盛证券研究所

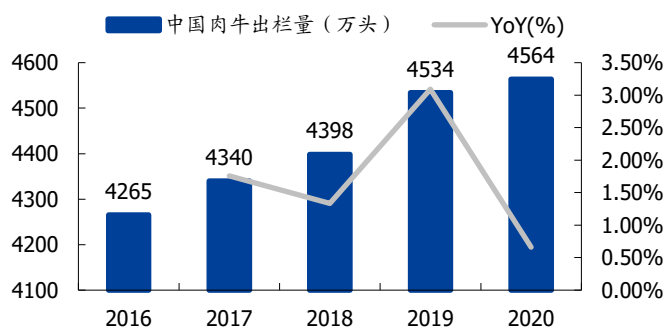
3.3 牛黄供不应求，体培牛黄市场潜力巨大

3.3.1 天然牛黄供给失衡，全球产量不能满足中国市场

媒体报道，国内天然牛黄供给仅数百公斤，目前需求量约 5000 公斤。据中国医药报 2004 年报道，2000 年以前，我国医药行业消耗的天然牛黄 90% 都依靠进口，国家每年投入此项的花费高达近亿美元。2000 年 10 月以后，为了防止疯牛病等牛源性疾病传入，我国政府禁止进口天然牛黄，天然牛黄走私现象趋势抬头。目前牛黄渠道其一是国内零星收集到的，此类牛黄品质参差不齐。根据我国黄牛的存栏数和牛胆石症的自然发病率估算，我国天然牛黄年产量只有 400~700 公斤。其二是走私牛黄，每年大约在 4000 公斤左右，走私牛黄来源主要来自巴西、阿根廷等地。据中国经济时报 2007 年报道，我国市场上的天然牛黄大约 4000 公斤左右是走私牛黄及一些假冒牛黄，其余不足 500 公斤的天然牛黄是靠国内零星收集，因而品质参差不齐。据湖北日报 2016 年报道，中国中药协会提供的资料显示，我国每年出产的天然牛黄不到 1000 公斤，而传统名贵中成药中的牛黄需求量约 5000 公斤。此外牛黄在国外市场空间也非常大，特别是在日本家喻户晓，光是日亚和乐天商城中含有牛黄的药品就有 3200 多种。目前，日本垄断了全球三分之一的牛黄。

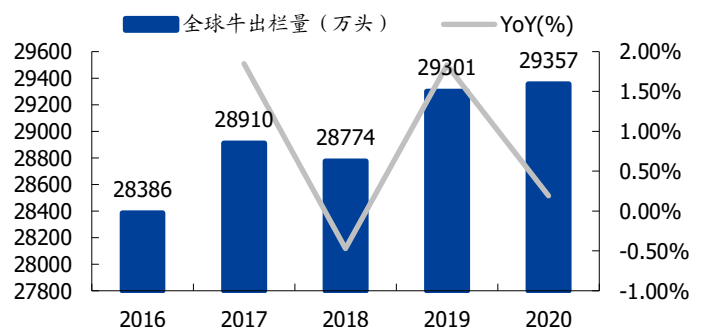
我们测算，2020 年国内和全球天然牛黄年产量分别为 685kg 和 4404kg。根据国家统计局和 USDA 数据，国内及全球肉牛/牛 2020 年出栏量为 4564 万头和 29357 万头，近五年增长不明显。据中国经济时报，千百年来，牛黄一直靠宰牛取得，获得概率只有千分之一、二；据经济日报，每头成石牛仅可获得牛黄 3 克-5 克；同时，据华西都市报等媒体报道国内近年来也曾出现过超大型（重量达公斤级）天然牛黄。我们假设每年出栏牛成石率为 1.5%，每头牛牛黄平均获得量为 10g，得出每年国内牛黄产量为 685kg，全球产量为 4404kg。供给和需求严重失衡，即使把全球每年牛黄产量全部供给给中国市场，仍然面临缺口，历史上存量的牛黄为不可再生资源，也不能满足日益增长的需求。

图表 35: 中国肉牛出栏量



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 36: 全球牛出栏量



资料来源：USDA，智研咨询，国盛证券研究所

我们测算，国内 2021 年天然牛黄需求量将达 5480kg，未来 3 年有望保持 25% 增长。测算逻辑如下：1) 从含天然牛黄的产品中筛选出销售最大、最具代表性的安宫牛黄丸和片仔癀。2) 根据米内网公布的城市实体药店终端安宫牛黄丸销售规模、城市实体药店与县乡村实体药店销售比值、实体药店与线上药店与网上药店销售比值推算出整体药店端销售规模，再根据药店终端与医疗终端安宫牛黄丸假设比例测算安宫牛黄丸中国大陆全市场规模。根据同仁堂国药披露数据测算香港市场安宫牛黄丸市场规模。3) 根据安宫牛黄丸大陆和香港市场规模，平均售价算出销售数量，根据中国药典安宫牛黄丸中牛黄含量计算出大陆+香港安宫牛黄丸牛黄使用量。4) 根据片仔癀公告数据，拆分得出国内及海外片仔癀（肝病核心药品）销售收入；5) 根据片仔癀国内、海外的收入和单价算出销售数量，进行加总，得出总体销售数量，根据片仔癀含牛黄比例得出片仔癀牛黄使用量。6) 以安宫牛黄丸和片仔癀的牛黄使用总量，假设在所有含牛黄药品中占比，得出全市场牛黄使用量测算值。

当前大陆与香港安宫牛黄丸目前每年总体牛黄使用量为 2566kg。根据我们测算，大陆市场安宫牛黄丸 2020 和 2021 年市场规模分别为 52.95 亿元和 68.70 亿元，所消耗牛黄量分别为 1711kg 和 2219kg（测算过程见下表）。根据同仁堂国药披露数据，2011 年香港安宫牛黄丸市场规模已达 5.2 亿港元，同仁堂占比 94%，预计 2016 年销售规模将达 16.6 亿港元，如按此规模，以及 800 港元/粒的平均销售单价，0.167g/粒的牛黄含量可测算出香港市场安宫牛黄丸每年牛黄使用量在 347kg。

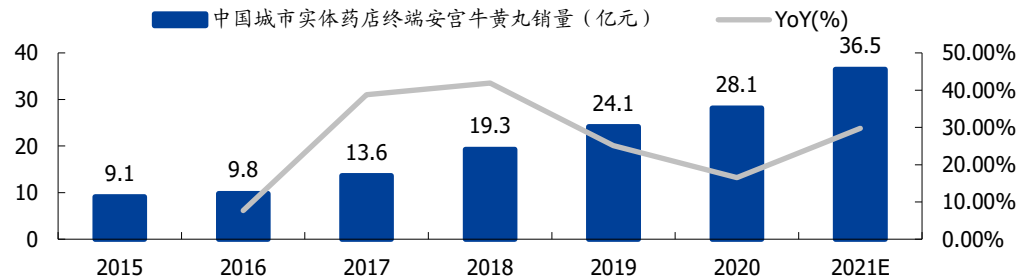
图表 37: 中国大陆市场安宫牛黄丸市场规模及所消耗牛黄量测算

| | 2020 | 2021E |
|---------------------------|-------------------------------------|---------------|
| 城市实体药店市场安宫牛黄丸销售规模（亿元） | 28.12 | 36.48 |
| 城市实体药店在整体实体（城市+县乡）药店中销售占比 | 60.60%（考虑安宫牛黄属于高消费，按城市占比 80% 计算，右同） | 60.60% |
| 实体药店安宫牛黄丸销售规模（亿元） | 35.02 | 45.43 |
| 实体药店在整体药店（线上+线下）中销售占比 | 77.80% | 77.80% |
| 整体药店安宫牛黄丸销售规模（亿元） | 45.01 | 58.39 |
| 安宫牛黄丸药店销售在全渠道假设占比 | 85% | 85% |
| 安宫牛黄丸全渠道销售规模（亿元） | 52.95 | 68.70 |
| 平均市场零售价格（元/粒） | 517 | 517 |
| 每粒牛黄含量（g） | 0.167 | 0.167 |
| 牛黄使用量（kg） | 1710.5 | 2219.1 |

资料来源：米内网，健客网，中国药典，京东大药房，国盛证券研究所（注：市场规模为零售价格，平均零售单价为市场主要品牌价格综合后所得价格）

安宫牛黄丸实体城市药店终端销售规模 2021 年将达 36.5 亿，2015-2020 收入 CAGR 超过 25%，2021 预计增长 30%。目前，产品中含牛黄（天然/体培）的产品中，销售规模最大的当属安宫牛黄丸与片仔癀。据米内网，2020 年，安宫牛黄丸在城市药店市场销售规模达 28.1 亿元，2015-2020 收入 CAGR 25.3%，2021 年预计增长 29.7%，实现加速增长。我们判断安宫牛黄丸市场的快速增长仍有望延续。

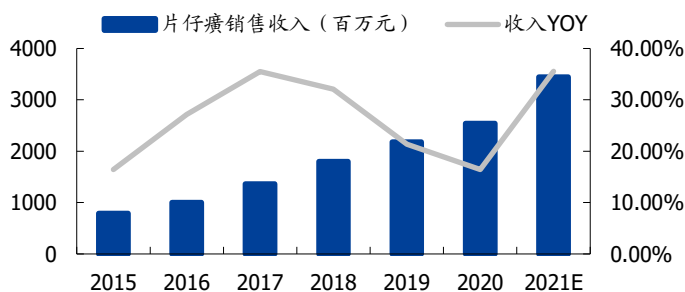
图表 38: 中国城市零售药店安宫牛黄丸的销售情况



资料来源: 米内网, 国盛证券研究所

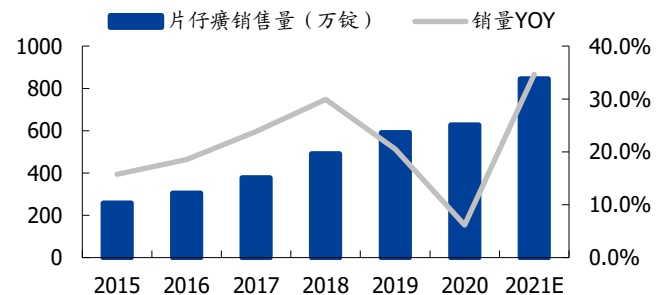
我们测算, 片仔癀 2020 年和 2021 年消耗牛黄 941kg 和 1266kg。据片仔癀公司公告数据及我们的模型拆分, 片仔癀 (核心药品) 2020 年销售收入 (出厂价) 达 25.4 亿元, 2015-2020 收入 CAGR 26.3%, 2021 年销售规模预计达 34.4 亿元, 同比+36%。片仔癀核心药品销售数量端, 2015-2020 也有 20% CAGR, 2021 年预计同比增长 30%+。

图表 39: 片仔癀核心药品销售收入



资料来源: 片仔癀公司公告, 国盛证券研究所 (注: 片仔癀核心药品及片仔癀锭剂、胶囊等肝病产品; 销售收入为出厂价)

图表 40: 片仔癀核心药品销售量



资料来源: 片仔癀公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 片仔癀核心药品消耗牛黄量

| | 2020 | 2021E |
|---------------|-------|-------|
| 片仔癀销售收入 (亿元) | 25.4 | 34.4 |
| 销售量 (万锭) | 627 | 844 |
| 每粒牛黄含量 (g) | 0.15 | 0.15 |
| 片仔癀消耗牛黄量 (kg) | 940.5 | 1266 |

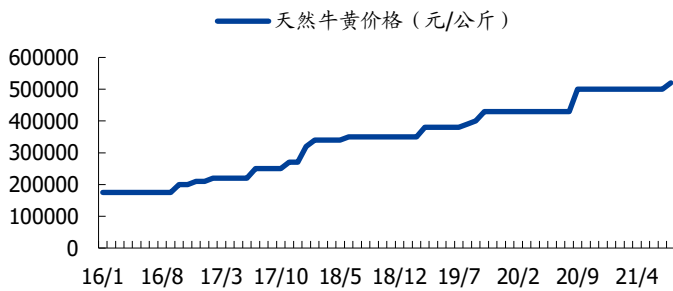
资料来源: 片仔癀公司公告, 片仔癀网站, 国盛证券研究所

根据安宫牛黄丸总体牛黄消耗量以及片仔癀整体牛黄消耗量进行加总, 2021 年消耗量为 3832kg; 考虑到国家药监局规定处方中含牛黄的 38 个临床急重症用药品种不得使用人工牛黄, 其中不乏牛黄清心丸、西黄丸、大活络丸等知名品种, 我们假设安宫牛黄丸和片仔癀所消耗在牛黄在所有药品消耗的牛黄 (不包含人工牛黄) 中占比 70%; 则 2021 年国内 (大陆+香港) 药品消耗的牛黄为 5473kg。以安宫牛黄丸和片仔癀销售增长趋势看, 牛黄的使用量近几年仍有望保持 25% 或更高的增速, 需求缺口会进一步放大。

3.3.2 需求提升导致天然牛黄价格上涨

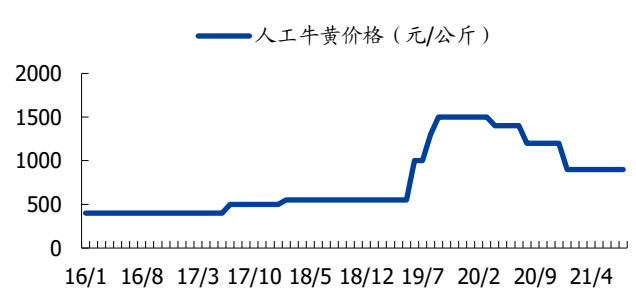
天然牛黄价格已突破 50 万元/公斤, 人工牛黄虽市场占比高价格却持续下降。自 2016 年底起, 国内天然牛黄价格从 20 万元左右持续上涨, 2021 年 8 月已达 52 万元/公斤, 单价超过黄金市价。反观人工牛黄, 价格在 2019 年达到 1500 元/公斤后, 逐步下挫, 目前价格仅为 900 元/公斤。造成天然牛黄和人工牛黄价格走势相反的主要原因是供求关系差异。随着消费升级的持续, 居民对医药保健产品的品质需求日益提升, 具备明显功效优势的天然牛黄制品更受到大家的青睐。据 21 世纪经济报道, 国内人工牛黄的销售占比超过 90%, 全国每年需求量 200 多吨; 但人工牛黄生产厂家高达 20 家左右, 竞争格局差, 难以形成有吸引力的市场。

图表 42: 天然牛黄价格走势



资料来源: 中药材天地网, 国盛证券研究所

图表 43: 人工牛黄价格走势



资料来源: 中药材天地网, 国盛证券研究所

3.3.3 体培牛黄销售规模超 5 亿元，渗透率有望持续提升

大鹏药业独家体培牛黄目前销售规模已超 5 亿，价格持续攀升。据长江日报，目前健民大鹏药业体外培育牛黄年产量达到 5 吨，年销售收入超 5 亿元，企业纳税突破 1 个亿。据公司公告，20 年大鹏药业收入 4.82 亿元，绝大多数来自体培牛黄。据新湖南 2019 年报道，体外牛黄从 6 万涨到 12.5 万元，超了一倍还多。根据我们的观察，体外培育牛黄的价格与天然牛黄具备一定联动性，新华网也曾报道，体培牛黄价格是天然牛黄的三分之一左右，天然牛黄 2021 年价格相较 2019 年有明显上涨，我们判断，体培牛黄价格目前的价格应该在 15 万元/公斤的水平，销售量 3 吨+。

体培牛黄客户持续增加。据长江日报，体外培育牛黄原料药供应全国 400 余家制药厂，带活了一批药厂，形成逾百亿规模以体外培育牛黄为原料的产业。我国目前 4500 多种中药古方中，含牛黄成分的约有 600 多种，全国牛黄产品市场约有 300 亿元左右的规模。据药智网、健客网检索结果，目前大鹏的体培牛黄已经用在北京同仁堂（部分规格）、南京同仁堂、胡庆余堂、白云山中一等多家知名企业的安宫牛黄丸中，同仁堂的西黄丸（部分规格）、复方片仔癀含片使用的也是大鹏的体培牛黄；使用体外培育牛黄批文最多的品种分别为安宫牛黄丸、大活络丸、西黄丸、人参再造丸、牛黄清心丸。

体培牛黄未来有望形成“两头替代”，健民大鹏潜在价值达 345 亿元。目前，天然牛黄面临供求失衡，每年国内产量仅 685 公斤，需求 5473 公斤，未来几年增速可能在 25%+，缺口不断放大。体培牛黄与其功效一致且得到官方部门认可，价格上有性价比优势、产能有保障，可作为天然重要的补充替代品。人工牛黄每年有 200 吨的市场销量，但效果难以与天然/体培牛黄相比，以体外培育牛黄替代天然牛黄不仅可使药品效果更上一层楼，也能增加产品卖点，有望获得有志于升级产品的药企的青睐。动态看，假设牛黄（天然+体培）需求按现在趋势持续，3 年后（2024）即超过 10 吨，假设体培牛黄满足 80% 需求，即约 8 吨；替代人工牛黄 2.5% 的用量，即 5 吨，则总体规模将达 13 吨，相比目前 3 吨+的销量约 4 倍左右量增长空间，即使不考虑提价带来的利润率提升，按照目前 60% 的净利率，净利润也有望达 11.6 亿元，给予 30X 的保守估值，健民大鹏药业价值为 348 亿元，健民集团股权价值在 117 亿元左右。考虑天然牛黄需求的快速增长，健民大鹏的前景和价值不可限量。

图表 44: 部分使用体外培育牛黄的药品



资料来源: 健客网, 药智网, 国盛证券研究所

四、盈利预测

关键假设:

1. 2021-2023年, 由于龙牡壮骨颗粒量价齐升带动, 儿科收入实现 50%, 30%, 25% 的收入增长。
2. 2021-2023年, 便通胶囊等特色中药规模加速扩大, 特色中药实现 25%, 25%, 25% 的收入增长。
3. 2021-2023年, 妇科核心产品实现 30%, 15%, 17% 的收入增长。
4. 2021-2023年, 由于高毛利产品占比提升, 公司整体毛利率上升至 43.8%, 45.2%, 46.7%。
5. 健民大鹏 2021-2023年净利润实现 35%, 35%, 30% 的增速, 即 3.9, 5.3, 6.9 亿元。

图表 45: 健民集团收入拆分

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 商业(行业) | | | | | |
| 收入 | 1,297.07 | 1,499.95 | 1,799.94 | 2,069.93 | 2,339.02 |
| YoY(%) | -4.13% | 15.64% | 20.00% | 15.00% | 13.00% |
| 毛利率(%) | 5.83% | 4.80% | 3.85% | 3.85% | 3.85% |
| 医药工业 | | | | | |
| 收入 | 1,250.96 | 1,373.92 | 1,883.85 | 2,336.93 | 2,842.62 |
| YoY(%) | 17.07% | 9.83% | 37.12% | 24.05% | 21.64% |
| 毛利率(%) | 65.22% | 66.91% | 71.41% | 71.54% | 71.90% |
| 儿科 | | | | | |
| 收入(百万元) | 495.66 | 600.71 | 901.07 | 1,171.38 | 1,464.23 |
| YoY(%) | 40.72% | 21.19% | 50.00% | 30.00% | 25.00% |
| 毛利率(%) | 71.66% | 86.02% | 86.09% | 86.09% | 86.09% |
| 妇科 | | | | | |
| 收入(百万元) | 409.50 | 325.48 | 423.12 | 486.59 | 569.31 |
| YoY(%) | 22.33% | -20.52% | 30.00% | 15.00% | 17.00% |
| 毛利率(%) | 64.04% | 79.50% | 79.89% | 76.89% | 75.39% |
| 特色中药 | | | | | |
| 收入(百万元) | 144.50 | 117.67 | 147.09 | 183.86 | 229.82 |
| YoY(%) | 15.82% | -18.57% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 毛利率(%) | 74.06% | 86.95% | 87.71% | 87.71% | 87.71% |
| 工业-其他(大健康) | | | | | |
| 收入(百万元) | 201.31 | 330.06 | 412.58 | 495.09 | 579.26 |
| YoY(%) | -21.62% | 63.96% | 25.00% | 20.00% | 17.00% |
| 毛利率(%) | 45.40% | 12.56% | 24.86% | 24.86% | 24.86% |
| 营业总收入 | 2,238.94 | 2,456.00 | 3,243.04 | 3,877.39 | 4,557.12 |
| YoY(%) | 3.58% | 9.69% | 32.05% | 19.56% | 17.53% |
| 销售毛利率(%) | 39.94% | 40.64% | 43.76% | 45.16% | 46.74% |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 工商业有内部抵消, 总收入并非简单加总)

图表 46: 武汉建民可比标的

| 代码 | 证券简称 | 总市值(亿元) | 净利润三年 CAGR(%) | 市盈率 PE(TTM) | ROE(%) |
|-----------|------|---------|------------------|----------------|--------|
| 002737.SZ | 葵花药业 | 84.27 | 11.29 | 12.61 | 18.25 |
| 300723.SZ | 一品红 | 93.73 | 12.92 | 29.54 | 16.04 |
| 603439.SH | 贵州三力 | 54.58 | 2.35 | 34.71 | 11.51 |
| | 平均 | 77.53 | 8.85 | 25.62 | 15.27 |
| 600976.SH | 健民集团 | 72.07 | 17.64 | 25.82 | 11.74 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所(截止11月10日收盘)

图表 47: 健民大鹏可比标的

| 代码 | 证券简称 | 总市值(亿元) | 净利润三年 CAGR(%) | PE(2022E) | 净利率(%) |
|-----------|------|----------|------------------|-----------|--------|
| 600436.SH | 片仔癀 | 2,550.70 | 27.47 | 81.76 | 26.16 |
| 688356.SH | 键凯科技 | 181.14 | 59.36 | 80.15 | 46.58 |
| | 健民大鹏 | | 45.8 | | 60.16 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所(截止11月10日收盘)

预计 2021-2023 年, 公司收入 32.4, 38.8, 45.6 亿元, 同比增长 32%, 20%, 18%; 实现归母净利润 3.2, 4.4, 5.8 亿元, 同比增长 119%, 36%, 31%。对应 PE25/18/14 X。健民大鹏 2021-2023 年预计实现 3.9, 5.3, 6.9 亿元, 归母部分为 1.3, 1.8, 2.3 亿元。剔除大鹏药业贡献, 公司自有业务实现净利润 2.0, 2.7, 3.5 亿元。我们认为, 公司目前股价存在明显低估, 给予公司主业 22 年 2.7 亿归母净利润 20X 估值, 即 54 亿元, 叠加健民大鹏 117 亿元股权价值(对应 22 年 66X, 可比标的片仔癀, 建凯科技约为 80X), 综合合理市场约为 171 亿元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 1. 增长过度依赖核心大单品。**公司自有业务近两年加速增长的核心是儿科龙牡壮骨颗粒的贡献, 如果龙牡壮骨颗粒增长出现放缓, 则整体增速可能出现下滑。
- 2. 健民大鹏药业增速放缓。**健民大鹏的股权是健民集团的核心资产, 如果健民大鹏的体培牛黄业务在体量放大后增长不及预计, 那么其相应的股权价值将有可能萎缩。
- 3. OTC 市价竞争加剧。**公司产品在以 OTC 为主, 药店零售是主要的销售来源, 随着集采品种转战药店, OTC 端的竞争可能加剧。
- 4. 原材料价格上涨导致毛利降低。**新冠疫情等因素导致近两年中药材等原料价格出现明显上涨, 可能影响公司产品毛利。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持 | | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 | |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com