

健民集团 (600976)

证券研究报告
2021年12月21日

百年中华老字号，创新变革助力业绩快速增长

中华老字号品牌竞争力凸显，精益生产助力业绩增长

健民集团传承百年历史，中药产业链底蕴深厚，以“健民”、“龙牡”、“叶开泰”三大品牌为依托，深耕儿童用药和儿童大健康领域，形成了以中成药为主的儿科产品线、妇科产品线、特色中药产品线为核心的大健康产业集团，在业内树立了良好的口碑和用户基础。公司持续推行精益生产，完成了4个（龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒、健脾生血片、麝香壮骨膏）产品的“黄金批次”打造，提升产品品质的同时降低生产成本，助力业绩持续增长。2021年前三季度，公司实现营业收入26.06亿元，同比增长62.23%；实现归母净利润2.57亿元，同比大幅增长104.36%。

核心单品焕新升级，品牌营销打通下游渠道

2020年公司秉持敢于创新的理念，同时基于产品自身产品力，焕新升级黄金单品龙牡壮骨颗粒，顺势提价增厚利润水平。龙牡壮骨颗粒中西结合，功能全面，补钙的同时具有健脾、健胃等功效，提价后日均费用仍较为合理，具备较强的竞争力。公司打出品牌营销组合拳，构建多渠道品牌传播矩阵，对产品进行了品牌重塑和渠道重构，新一代龙牡黄金大单品脱颖而出，2021H1龙牡壮骨颗粒销售量突破2亿袋，同比大幅增长90.29%。公司借助品牌营销打通下游渠道，旗下产品梯队有望贡献新的业绩增长。

参股体外培育牛黄独家供应商，有望长期获益

公司参股子公司武汉健民大鹏拥有国家中药1类新药体外培育牛黄的独家知识产权，是国内最大的体外培育牛黄产业化基地。天然牛黄资源稀缺，价格持续飙升，体外培育牛黄在成分、含量及临床疗效等方面可媲美天然牛黄，并且质量稳定，可实现量产，价格仅为天然牛黄的三分之一。2020年健民大鹏的体外培育牛黄年产量达到5吨，国家药监局规定体外培育牛黄可等量替代天然牛黄入药，但不得使用人工牛黄替代，体外培育牛黄可替代市场空间广阔。公司持有健民大鹏33.54%股权，2020年健民大鹏实现净利润2.90亿元，为公司贡献了0.95亿元投资收益，占归母净利润的64.27%，健民大鹏将有望长期受益于牛黄资源的稀缺，持续贡献业绩增长。

盈利预测与估值

公司作为百年老字号中药企业，敢于创新变革，有望把握产品升级换代的机遇，带动业绩持续增长。我们预测公司2021-2023年营业收入分别为32.28、39.56、45.79亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为3.28、4.24、5.20亿元。参考可比公司给予2021年42倍PE，健民集团合理估值为137.94亿元，对应目标价89.92元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原辅材料价格波动风险，产品集中风险，经营成本增加风险，研发风险

投资评级

行业	医药生物/中药
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	70.9元
目标价格	89.92元

基本数据

A股总股本(百万股)	153.40
流通A股股本(百万股)	152.24
A股总市值(百万元)	10,875.96
流通A股市值(百万元)	10,793.55
每股净资产(元)	9.69
资产负债率(%)	44.23
一年内最高/最低(元)	71.54/24.28

作者

杨松 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,238.94	2,456.00	3,227.56	3,956.03	4,579.06
增长率(%)	3.58	9.69	31.42	22.57	15.75
EBITDA(百万元)	173.99	216.32	372.28	484.49	584.08
净利润(百万元)	91.49	147.79	327.57	424.25	520.35
增长率(%)	12.65	61.53	121.65	29.51	22.65
EPS(元/股)	0.60	0.96	2.14	2.77	3.39
市盈率(P/E)	118.88	73.59	33.20	25.64	20.90
市净率(P/B)	9.05	8.26	7.26	6.28	5.39
市销率(P/S)	4.86	4.43	3.37	2.75	2.38
EV/EBITDA	11.97	14.25	27.26	20.97	16.55

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 健民集团：传承百年历史，铸就中药老字号品牌	4
1.1. 中药产业链底蕴深厚，品牌优势凸显.....	4
1.2. 儿科业务发力，精益生产助力业绩持续增长.....	6
1.3. 股权结构稳定，股权激励促进长期发展.....	7
2. 儿科黄金单品持续发力，品牌营销打开业绩成长空间	8
2.1. 政策助推中医药行业发展，儿科中成药市场逐步复苏.....	9
2.2. 儿科黄金单品升级换代，品牌营销加速焕新之路.....	12
2.2.1. 龙牡壮骨颗粒升级换代，量价齐升带动业绩大幅提高.....	12
2.2.2. 儿童补钙需求日益增长，龙牡壮骨颗粒功能全面.....	12
2.2.3. 产品升级提价，日均费用仍具备较强竞争力.....	14
2.2.4. 线上+线下，品牌营销打通销售渠道.....	14
2.3. 研发稳步推进，产品梯队有望带来新增量.....	15
2.3.1. 着力培育产品梯队，成熟的营销模式有望助力业绩持续增长。.....	16
3. 国内最大体外培育牛黄产业化基地，技术护城河有望带来长期业绩增长	17
3.1. 参股体外培育牛黄独家生产商，逐步实现产业化.....	17
3.2. 天然牛黄资源稀缺，价格持续飙升.....	18
3.3. 体外培育牛黄可替代市场空间较大，技术壁垒稳固.....	19
4. 盈利预测与估值	22
4.1. 盈利预测.....	22
4.2. 估值与投资评级.....	22
5. 风险因素	23

图表目录

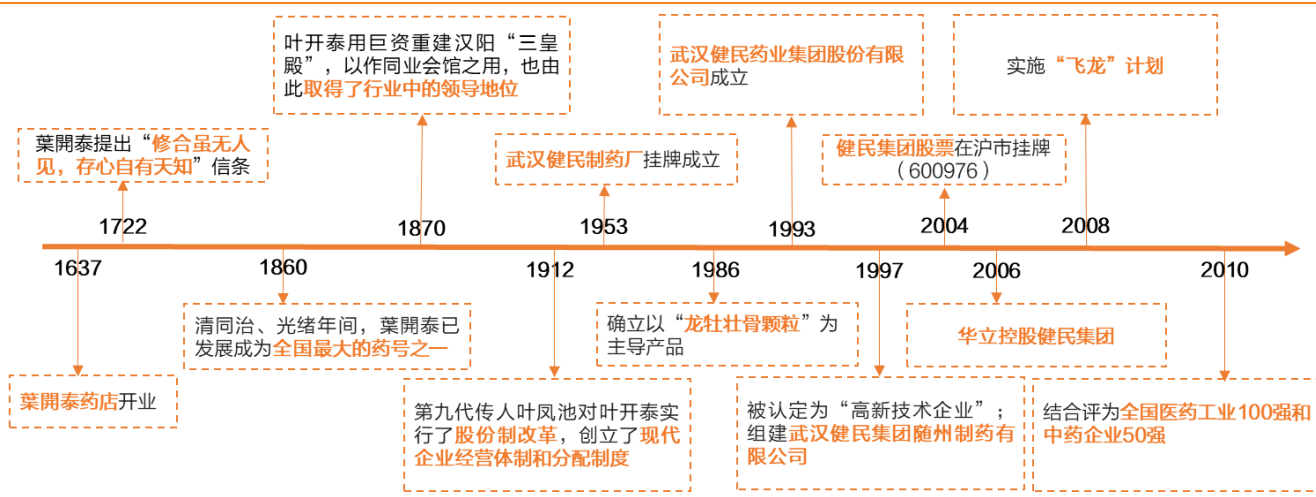
图 1：健民集团发展历程.....	4
图 2：公司荣获中华老字号.....	5
图 3：龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒入选《中医儿科学》推荐中成药.....	5
图 4：自 2018 年起公司业绩持续增长（百万元）.....	6
图 5：2021H1 公司医药工业板块收入占比接近 50%（百万元）.....	7
图 6：2016-2021Q3 公司毛利率及净利率逐步提升.....	7
图 7：公司股权结构稳定.....	7
图 8：2016-2020 年国内中成药市场规模维持稳定增长（亿元）.....	10
图 9：58 个药店终端销售过亿的中成药中儿科用药占比最高.....	10
图 10：2016-2021H1 公司儿科业务收入占比逐年升高（百万元）.....	12
图 11：龙牡壮骨颗粒销售量快速增长（百万袋）.....	12
图 12：《中国居民膳食营养素参考摄入量表》儿童钙参考摄入量（mg/d）.....	12
图 13：龙牡壮骨颗粒功能全面.....	13

图 14: 产品添加多种地道中药材	13
图 15: 公司主要销售模式	15
图 16: 公司广告精准突出产品优势	15
图 17: 公司产品梯队有望成为新的业绩增长点 (万盒)	16
图 18: 便通胶囊荣登 2020 中国 OTC 产品榜单榜眼	17
图 19: 2021 年公司开展便通胶囊百万例真实世界研究	17
图 20: 武汉健民大鹏净利润快速增长 (百万元)	18
图 21: 天然牛黄价格持续攀升 (元/公斤) (安国药市)	19
表 1: 公司底蕴深厚, 业务涵盖中药全产业链	4
表 2: 中国四大中药房	6
表 3: 公司限制性股票实际授予情况	8
表 4: 公司 OTC 产品资源丰富	9
表 5: 龙牡壮骨颗粒领跑儿科用药独家品种	11
表 6: 常用钙制剂的特点	13
表 7: 龙牡壮骨颗粒日均价格较为合理 (元)	14
表 8: 公司主要研发项目情况	15
表 9: 常见便秘用药	16
表 10: 国内登记在册的安宫牛黄类产品原料来源情况	18
表 11: 常见的牛黄替代品特点	20
表 12: 国家药品标准处方中含牛黄的临床急重病症用药品种名单	20
表 13: 公司主营业务收入预测	22
表 14: 可比公司及公司估值情况	23

1. 健民集团：传承百年历史，铸就中药老字号品牌

健民集团的前身叶开泰药号创始于 1637 年，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。公司传承“叶开泰”近 400 年历史文化，秉承“遵古宜今、虔诚修合、宁缺毋滥、不好再来”的制造理念，内外兼修，做精品中药，产品质量过硬，在业内树立了良好的口碑和用户基础。

图 1：健民集团发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.1. 中药产业链底蕴深厚，品牌优势凸显

中药产业链底蕴深厚，品类结构完善。公司主营业务涵盖中成药研发、制造、批发与零售全产业链，上游的药品及大健康产品聚焦儿科、妇科、老年等多个治疗领域，涵盖颗粒剂、片剂、丸剂、胶囊剂、糖浆剂、膏剂等剂型近 500 个品种、品规，其中钻石单品“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；中游的药品批发业务主要通过公司下属福高公司、维生公司两家医药商业子公司开展，销售本公司及其他企业的医药产品，包括中药、西药、保健品、医疗器械、玻璃仪器、化学制剂等，业务区域主要集中在广东、湖北等地，零售业务主要通过子公司新世纪大药房开展，主要经营品种有中成药、化学药品、生物制剂、保健品等；下游则由公司的全资子公司健民中医门诊部（武汉）有限公司提供中医诊疗服务。

表 1：公司底蕴深厚，业务涵盖中药全产业链

中药产业链	业务	产品	图片
上游：药品和大健康产品研发、制造	OTC、医疗产品、大健康产品	龙牡壮骨颗粒、便通胶囊、健民咽喉片、健脾生血颗粒、伤湿止痛膏、麝香镇痛膏、健胃消食片、美月饮等	

中药产业链	业务	产品	图片
中游：医药商业	药品批发	福高公司、维生公司	
	零售	新世纪大药房	
下游：中医诊疗服务	中医诊疗	健民中医门诊部	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

中华老字号，品牌竞争力凸显。品牌优势是中药企业的核心竞争力之一，公司作为一家历史悠久和文化底蕴深厚的中药企业，和同仁堂、陈李济、胡余庆堂并称“中国四大中药房”，在业内树立了良好的品牌优势。公司以“健民”、“龙牡”、“叶开泰”三大品牌为依托，立足中药产业，以中药制造为核心，深耕儿童用药和儿童大健康领域，积极探索中医诊疗、中医药健康旅游等领域，形成以中成药为主的儿科产品线、妇科产品线、特色中药产品线为核心的大健康产业集团，公司的明星产品龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒入选为《中医儿科学》教材推荐中成药产品。“健民”、“龙牡”商标先后被认定为中国驰名商标，其中“健民”品牌自 2009 年至 2019 年连续 11 年入选《中国 500 最具价值品牌》。2021 年 10 月 18 日，龙牡壮骨颗粒荣登“2021 年中国非处方药中成药·儿科消化类产品”排名榜首，品牌竞争力凸显。

图 2：公司荣获中华老字号



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 3：龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒入选《中医儿科学》推荐中成药



资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 2: 中国四大中药房

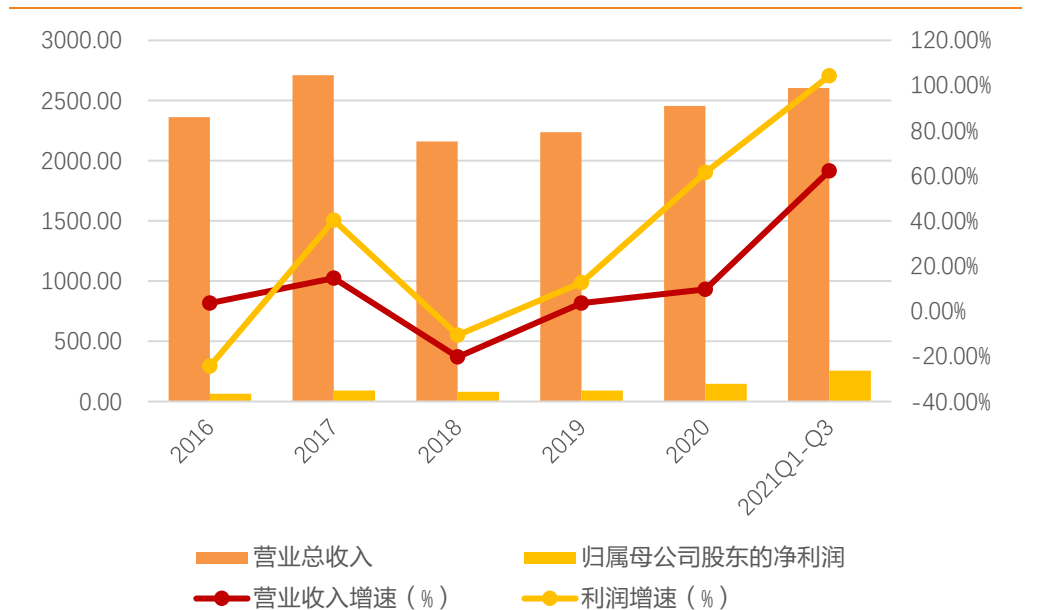
公司名称	品牌	成立时间(年)	代表产品
健民集团	叶开泰	1637	龙牡壮骨颗粒、健民咽喉片
白云山	陈李济	1600	舒筋健腰丸
同仁堂	同仁堂	1669	藿香正气水
胡庆余堂	胡庆余堂	1874	庆余救心丸

资料来源: 各公司官网, 天风证券研究所

1.2. 儿科业务发力, 精益生产助力业绩持续增长

儿科业务发力, 业绩稳步增长。公司主营业务包括医药工业板块及商业板块, 自 2018 年起, 公司整体业绩稳步增长, 2021 年前三季度, 公司实现营业收入 26.06 亿元, 同比增长 62.23%; 实现归母净利润 2.57 亿元, 同比大幅增长 104.36%。其中医药工业业务收入同比增长 52.85%, 主要系公司儿科业务持续发力, 独家黄金单品龙牡壮骨颗粒升级提价, 主导产品收入增加, 2021H1 公司儿科业务实现营业收入 4.81 亿元, 同比大幅增长 119.22%; 2021 年前三季度医药商业业务收入同比增长 72.62%, 主要系下属子公司福高、维生公司收入增长。随着公司的营销模式逐渐成熟完善, 有望进一步带动妇科及特色中药业务, 维持业绩高速增长。

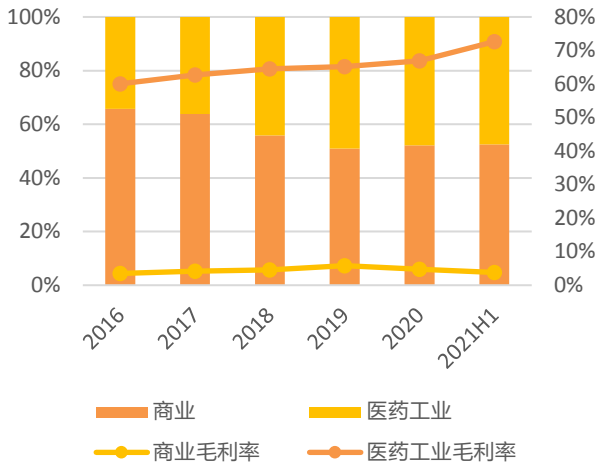
图 4: 自 2018 年起公司业绩持续增长 (百万元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

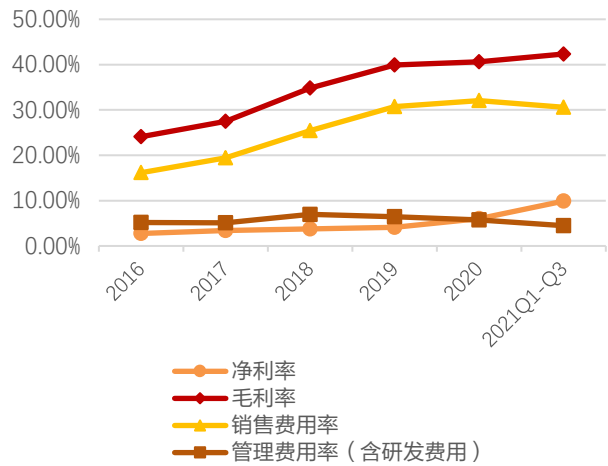
精益生产, 毛利率及净利率逐年提升。2021 年前三季度, 公司实现毛利率 42.34%, 相较于 2020 年全年增长 1.70pct; 实现净利率 9.89%, 相较于 2020 年全年增长 3.84pct; 毛利率及净利率的提升主要系公司逐步优化产品结构, 儿科高毛利产品销售收入占比持续提高; 同时公司大力推行精益生产, 正式建立了精益成本核算体系, 完成 4 个 (龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒、健脾生血片、麝香壮骨膏) 产品的“黄金批次”打造, 提升产品品质的同时降低生产成本; 同时加强品牌建设、渠道推广、优化销售的策略, 各项费用率显著下降, 2021 年前三季度, 公司管理费用率 (含研发费用) 为 4.47%, 同比下降 1.42pct; 销售费用率为 30.56%, 同比下降 5.06pct。

图 5：2021H1 公司医药工业板块收入占比接近 50%（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2016-2021Q3 公司毛利率及净利率逐步提升

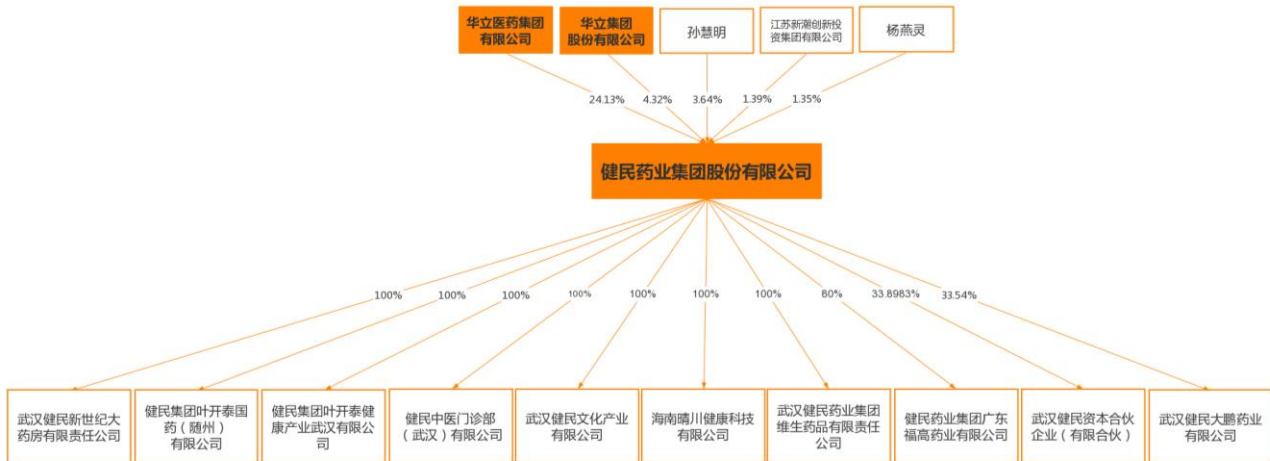


资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 股权结构稳定，股权激励促进长期发展

股权结构稳定。公司控股股东为华立医药集团（华立集团 100%控股），直接持有公司 24.13% 股权，实际控制人为汪力成和浙江立成实业有限公司；第二大股东为华立集团，直接持有公司 4.32% 股权，股权结构较为稳定。

图 7：公司股权结构稳定



资料来源：wind，天风证券研究所 注：股权结构截止至 2021.9.30

核心管理层经营丰富，股权激励促进长期发展。公司核心管理层经验丰富，多数曾任职于国内知名企业，公司现任董事长何勤曾任昆药集团股份有限公司董事、董事长、总裁，华立集团股份有限公司副总裁、高级副总裁，华立医药集团有限公司董事长，深谙公司管理。2021 年 4 月 20 日，公司以 13.89 元/股的价格授予 7 名核心管理层共计 1062401 股限制性股票，授予股权占总股本的 0.69%；公司层面业绩考核目标为以 2020 年考核净利润为基数，2021 年、2022 年、2023 年考核净利润（指归属于上市公司股东的净利润剔除武汉健民大鹏药业有限公司带来的投资收益后的部分）增长分别不低于 20%、44%、72.8%。股权激励

进一步绑定了核心管理层与公司的利益，有助于促进公司的长期发展。

表 3：公司限制性股票实际授予情况

姓名	职务	履历	获授的限制性股票数量(股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前总股本的比例
何勤	董事长	曾任昆药集团股份有限公司董事、董事长、总裁，华立集团股份有限公司副总裁、高级副总裁，华立医药集团有限公司董事长，现任健民药业集团股份有限公司董事长。	318720	30.00%	0.21%
汪俊	总裁	曾任昆药集团医药商业有限公司副总经理、总经理，昆药集团股份有限公司副总裁。现任健民药业集团股份有限公司董事、总裁。	254977	24.00%	0.17%
裴学军	副总裁	曾任公司总工程师办公室副主任、技术发展部副部长、公司营销中心副总经理、营销中心常务副总经理、医院业务中心总经理；现任健民药业集团股份有限公司副总裁。	127488	12.00%	0.08%
黄志军	副总裁	曾任武汉健民中药工程有限责任公司科研人员、医学部经理，副总经理、总经理；健民药业集团股份有限公司技术中心副主任、主任，儿童药物研究院院长，技术发展与创新委员会主任；现任健民药业集团股份有限公司副总裁。	106240	10.00%	0.07%
布忠江	副总裁	历任武汉健民集团随州药业有限公司大区经理，营销中心总经理，总经理助理，副总经理，总经理，叶开泰国药总经理；现任健民药业集团股份有限公司副总裁，子公司叶开泰国药董事长。	84992	8.00%	0.06%
高凯	副总裁	曾任健民药业集团股份有限公司制造中心常务副总经理、健民集团叶开泰国药（随州）有限公司常务副总经理、健民集团供应链管理委员会主任；现任健民药业集团股份有限公司副总裁兼制造中心总经理，健民集团叶开泰国药（随州）有限公司总经理。	84992	8.00%	0.06%
程朝阳	财务总监	曾任健民药业集团股份有限公司总裁助理；现任健民药业集团股份有限公司财务总监（财务负责人）。	84992	8.00%	0.06%
合计（7人）			10,624,01	100.00%	0.69%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 儿科黄金单品持续发力，品牌营销打开业绩成长空间

公司旗下产品以 OTC 为主，涵盖多个治疗领域，形成了丰富的 OTC 产品线，其中儿科产品线包括龙牡壮骨颗粒、小儿宝泰康颗粒、小儿宣肺止咳颗粒、小儿解感颗粒等品种；妇科产品线包括健脾生血颗粒、健脾生血片、小金胶囊等；特色中药产品线主要包括便通胶囊、健胃消食片、健民咽喉片、拔毒生肌散等。其中健脾生血颗粒、小金胶囊、小儿宝泰康颗粒等 38 个产品进入国家基药目录；龙牡壮骨颗粒、复方紫草油等 83 个品种进入国家医保目录，龙牡壮骨颗粒、羌月乳膏入选国家卫计委“中药儿童用药相关政策建议”研究课题。

表 4：公司 OTC 产品资源丰富

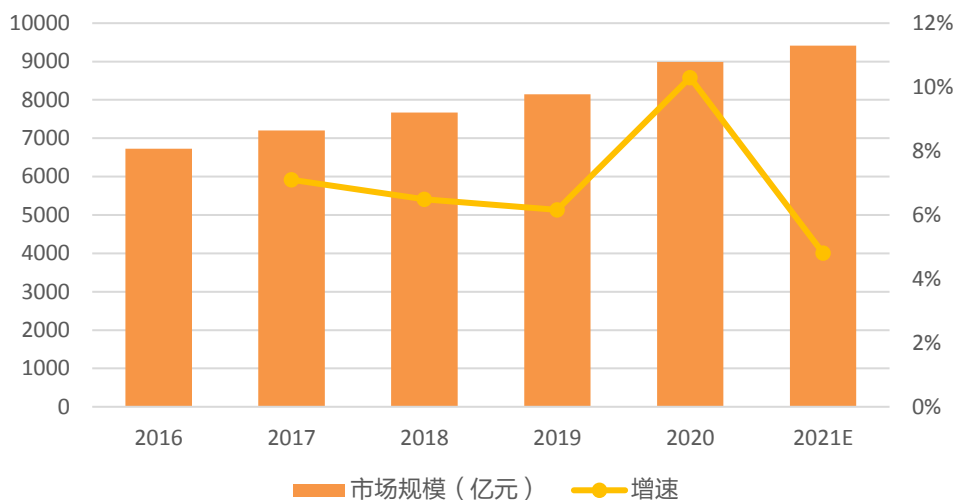
主要治疗领域	产品名称	适应症或功能主治	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录	是否纳入省级医保目录
儿科	龙牡壮骨颗粒	强筋壮骨，和胃健脾。用于治疗 and 预防小儿佝偻病、软骨病；对小儿多汗、夜惊、食欲不振、消化不良、发育迟缓等症也有治疗作用。	否	是	是
妇科	健脾生血颗粒/片	健脾和胃，养血安神。用于小儿脾胃虚弱及心脾两虚型缺铁性贫血；成人气血两虚型缺铁性贫血。症见面色萎黄或晄白，食少纳呆，腹胀脘闷，大便不调，烦躁多汗，倦怠乏力，舌胖色淡，苔薄白，脉细弱等。	是	是	是
妇科	小金胶囊	散结消肿、化瘀止痛。用于阴疽初起，皮色不变，肿硬作痛，多发性脓肿，瘰疬，瘰疬，乳岩，乳癖。	是	是	是
肛肠	便通胶囊	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，腰膝酸软等，原发性习惯性便秘、肛周疾患所引起的便秘见以上证候者。	否	是	是
胃肠道	健胃消食片	健胃消食。用于脾胃虚弱所致的食积，症见不思饮食、暖腐酸臭、脘腹胀满；消化不良见上述证候者。	否	是	是
咽喉用药	健民咽喉片	清咽利喉，养阴生津，解毒泻火。用于咽喉肿痛，失音及上呼吸道感染。	否	否	否
皮肤科	拔毒生肌散	拔毒生肌。用于疮疡阳证已溃，脓腐未清，久不生肌。	否	是	是
儿科感冒药	小儿宝泰康颗粒	解表清热，止咳化痰。用于小儿风热外感，证见发热、流涕、咳嗽、脉浮。	是	是	是
儿科感冒药	小儿解感颗粒	清热解表，消炎止咳。用于感冒发烧、头痛鼻塞、咳嗽喷嚏、咽喉肿痛。	否	否	否

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1. 政策助推中医药行业发展，儿科中成药市场逐步复苏

国家政策助推中医药发展，市场仍有较大发展空间。中医药是中华民族瑰宝，积累了人们几千年的智慧结晶，近年来中药在癌症、心脑血管病、糖尿病、感染性疾病、老年痴呆、高原病防治和微生物耐药等领域的独特优势，以及在对抗新冠病毒细胞损伤和炎症修复等方面起到的作用，使中医药越来越受重视，国家陆续出台多项政策，扶持中医药发展。2021 年 1 月 22 日，国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》，提出 7 个方面 28 项支持政策，加快推动中医药发展。6 月 30 日国家卫健委、国家中医药局、中央军委后勤保障部卫生局联合制定了《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》，中西医结合工作纳入医院评审和公立医院绩效考核，推动综合医院中医药发展。随着国家各项政策的落地执行以及国民人均可支配收入增长、消费升级、慢性病等因素影响，中药市场规模仍有较大成长空间。据欧睿国际统计数据显示，2016 年至 2020 年，国内中成药市场规模稳步增长，由 6727 亿元上升到 8985 亿元，预计 2021 年国内中成药市场规模可达 9417 亿元。

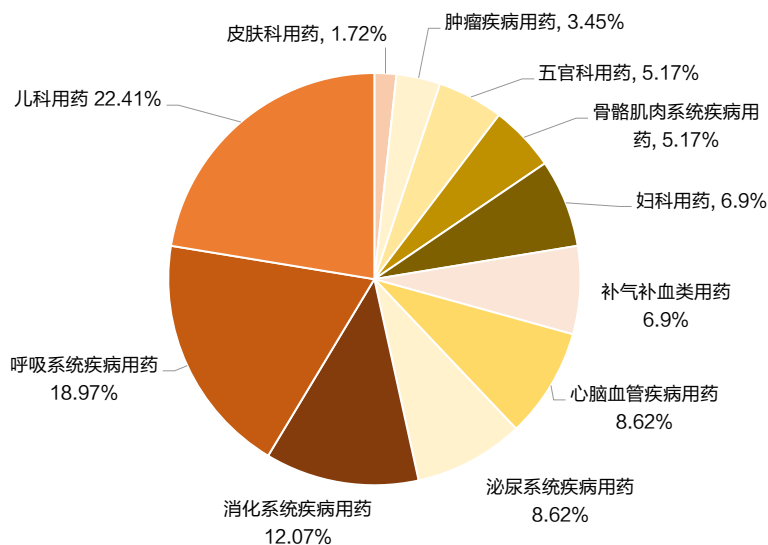
图 8：2016-2020 年国内中成药市场规模维持稳定增长（亿元）



资料来源：欧睿国际，中商产业研究院，天风证券研究所

儿科用药市场逐步恢复，龙牡壮骨颗粒领跑儿科中成药零售市场。国内 OTC 销售的主要渠道为线下零售渠道，其中零售药店渠道的销售占比最高，达到 54%。据米内网预测数据显示，2021 年中国城市实体药店终端中成药市场规模将超过 1000 亿元，近 200 个品种销售过亿，其中有 58 个品种（27 个为独家）增速超过 10%。从治疗类别看，58 个中成药涵盖 11 个治疗大类，其中儿科用药（22.41%）、呼吸系统疾病用药（18.97%）、消化系统疾病用药（12.07%）占比均超过 10%，随着疫情趋于常态，儿科用药市场复苏明显，预计 2021 年儿科用药的销售增速将是最快，接近 25%。

图 9：58 个药店终端销售过亿的中成药中儿科用药占比最高



资料来源：米内网公众号，天风证券研究所

2020年，龙牡壮骨颗粒成功问鼎中国城市实体药店终端儿科中成药销量排行TOP1，占据2020年儿科补充营养剂用药90%以上市场份额。据米内网数据预测，龙牡壮骨颗粒2021年实体药店终端销售额将超过6亿元，领跑儿科用药市场，增速达到40.49%。

表 5：龙牡壮骨颗粒领跑儿科用药独家品种

药品名称	销售额	增长率	企业名称	所属集团
腰肾膏	>1 亿元	65.96%	国药集团德众(佛山)药业有限公司	国药集团
滋肾育胎丸	>1 亿元	45.60%	广州白云山中一药业有限公司	广药集团
开喉剑喷雾剂(儿童型)	>1 亿元	44.82%	贵州三力制药股份有限公司	贵州三力制药
小儿消积止咳口服液	>1 亿元	43.62%	鲁南厚普制药有限公司	鲁南制药
龙牡壮骨颗粒	>6 亿元	40.49%	健民药业集团股份有限公司	健民药业
小儿鼓翘清热颗粒	>4 亿元	36.18%	济川药业集团有限公司	济川药业
小儿肺热咳喘口服液	>1 亿元	34.28%	黑龙江葵花药业股份有限公司	葵花药业
血脂康胶囊	>1 亿元	32.26%	北京北大维信生物科技有限公司	绿叶医药
铁皮枫斗颗粒	>7 亿元	26.20%	浙江天皇药业有限公司	浙江天皇药业
槐耳颗粒	>1 亿元	23.97%	启东盖天力药业有限公司	启东盖天力药业
伤风停胶囊	>1 亿元	23.51%	云南白药集团股份有限公司	云南白药
西瓜霜润喉片	>1 亿元	21.14%	桂林三金药业股份有限公司	三金药业
新复方芦荟胶囊	>1 亿元	20.66%	河北万邦复临药业有限公司	复星医药
复方一枝黄花喷雾剂	>1 亿元	20.22%	贵州百灵企业集团制药股份有限公司	贵州百灵
丁桂儿脐贴	>3 亿元	19.20%	亚宝药业集团股份有限公司	亚宝药业
养阴清肺口服液	>1 亿元	17.94%	呼伦贝尔松鹿制药有限公司	呼伦贝尔松鹿制药
金振口服液	>1 亿元	17.32%	江苏康缘药业股份有限公司	康缘药业
苏黄止咳胶囊	>2 亿元	16.86%	扬子江药业集团北京海燕药业有限公司	扬子江药业
肺力咳合剂	>2 亿元	16.44%	贵州健兴药业有限公司	贵州健兴药业
坤泰胶囊	>1 亿元	16.24%	贵阳新天药业股份有限公司	贵阳新天药业
肠炎宁片	>9 亿元	15.51%	江西康恩贝中药有限公司	康恩贝
湿润烧伤膏	>1 亿元	14.40%	汕头市美宝制药有限公司	汕头美宝制药
虫草清肺胶囊	>1 亿元	14.34%	青海普兰特药业有限公司	国药集团
芪蒯强心胶囊	>1 亿元	13.54%	石家庄以岭药业股份有限公司	以岭药业
舒筋健腰丸	>10 亿元	13.29%	广州白云山陈李济药厂有限公司	广药集团
藿香正气滴丸	>2 亿元	12.43%	天士力医药集团股份有限公司	天士力
正露丸	>1 亿元	12.12%	大幸药品株式会社	大幸药品

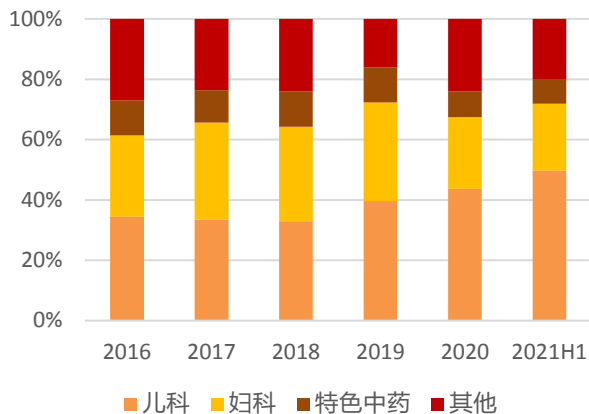
资料来源：米内网公众号，天风证券研究所

2.2. 儿科黄金单品升级换代，品牌营销加速焕新之路

2.2.1. 龙牡壮骨颗粒升级换代，量价齐升带动业绩大幅提高

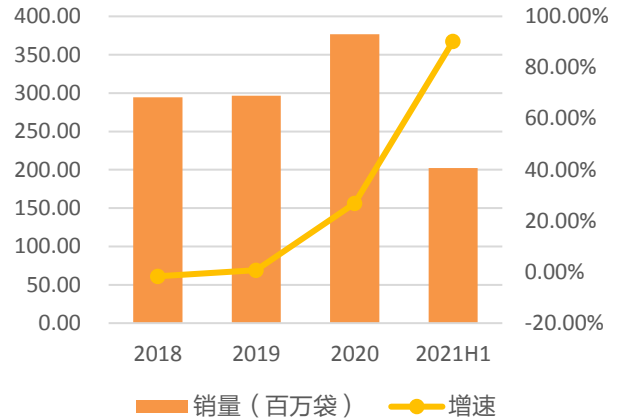
核心大单品焕新升级，销售收入快速攀升。2021H1 公司儿科产品收入实现 4.81 亿元，同比增长 119.22%，占医药工业板块总收入近 50%，业绩的快速提升主要得益于公司独家大单品龙牡壮骨颗粒升级换代后顺势提价，增厚盈利水平。2020 年公司秉持敢于创新的理念，同时基于产品自身产品力，焕新升级明星产品龙牡壮骨颗粒，新一代龙牡黄金大单品脱颖而出，2021H1 龙牡壮骨颗粒销售量突破 2 亿袋，同比大幅增长 90.29%。

图 10：2016-2021H1 公司儿科业务收入占比逐年升高（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：龙牡壮骨颗粒销售量快速增长（百万袋）

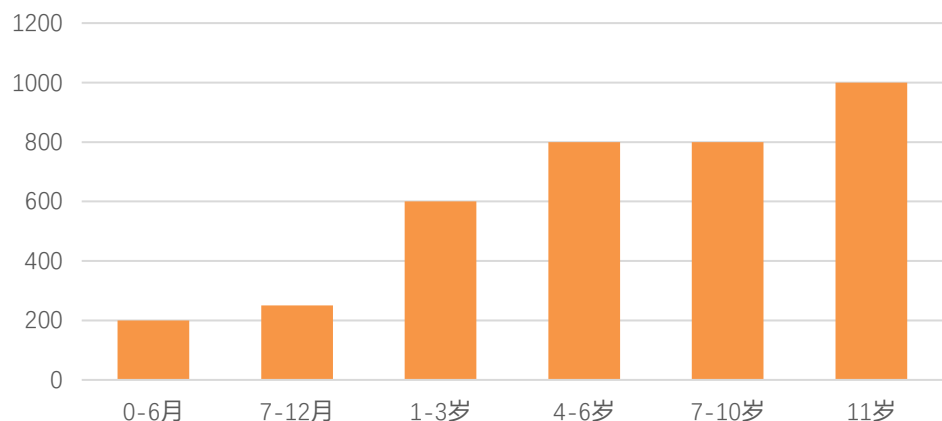


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2.2. 儿童补钙需求日益增长，龙牡壮骨颗粒功能全面

生命早期的钙营养对人体最大峰值骨量的形成至关重要，国内儿童钙摄入量缺口较大。钙是人体内最重要的常量元素之一，占总体重的 1.5%-2%，对于人体代谢、细胞功能、神经系统运作、蛋白激素合成等起到重要作用。医学界把婴幼儿期称为“补钙的临界期”，钙缺乏会引起营养性佝偻病、影响儿童的生长发育及人体最大骨峰值的形成。中国营养学会发布的《中国居民膳食营养素参考摄入量》指出，1-3 岁儿童每日钙适宜摄入量为 600mg，但全国抽样调查数据显示，2-11 岁儿童的钙摄入量平均不到 300mg/d，达到适宜摄入量的儿童仅有 10%左右。

图 12：《中国居民膳食营养素参考摄入量》儿童钙参考摄入量（mg/d）



资料来源：中国营养学会，天风证券研究所

中西结合功能全面，明星产品龙牡壮骨颗粒优势突出。常见的钙补充剂中碳酸钙的含钙量最高，但吸收要消耗更多胃酸，容易引起儿童消化不良；以乳酸钙和葡萄糖酸钙为代表的有机钙更容易溶解，更适用于儿童补钙。

表 6: 常用钙制剂的特点

通用名	含钙量	溶解度	口感	其他
复方碳酸钙颗粒	40%	易溶	淡柠檬味	络合钙、维生素 D3
碳酸钙 D3 (片剂/颗粒剂)	40%	难溶	无味、咸涩	含维生素 D3
碳酸钙 (片剂/颗粒剂)	40%	难溶	无味、咸涩	
葡萄糖酸钙 (口服液)	9%	易溶于热水	微甜	
醋酸钙 (冲剂)	25%	极易溶于水	醋酸味	
乳酸钙 (片剂)	13%	极易溶于热水	乳酸味	

资料来源:《中国儿童钙营养专家共识(2019年版)》,天风证券研究所

龙牡壮骨颗粒的组方以“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,可以同时起到强筋壮骨、健脾、健胃的功效,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,相较于单一的钙剂优势突出。

图 13: 龙牡壮骨颗粒功能全面



资料来源:公司官网,天风证券研究所

图 14: 产品添加多种地道中药材



资料来源:公司官网,天风证券研究所

2.2.3. 产品升级提价，日均费用仍具备较强竞争力

近年来公司持续加大对龙牡壮骨颗粒的临床循证医学研究、新适应症研究和工艺技术优化，2019 年在此基础上推出新一代龙牡壮骨颗粒，成功实现了产品品质的提升：1) 含量高，中药有效成分明显增加；2) 口感好，98%以上的儿童选择香橙味；3) 冲水少，溶解度更高，只需 30ml 水即可达到最佳溶解状态。新一代龙牡壮骨颗粒对产品包装等进行品质提升，成本较老龙牡壮骨颗粒高，定价相应有所提升，日均费用由 6.4 元提升至 9.8 元，但相较于市场上同类钙补充剂，龙牡壮骨颗粒日均费用仍较为合理，同时功效多样，具备较强的竞争力。

表 7：龙牡壮骨颗粒日均价格较为合理（元）

产品名称	适应症	规格	终端零售价（元）	用量	日均费用（元）
龙牡壮骨颗粒	补充钙及维生素 D，同时调脾胃促消化，治疗儿童食欲不振、发育迟缓、小儿多汗、夜惊；预防佝偻病、软骨病	3g*30 袋	98	1 日 3 次， 1 袋/次	9.8
迪巧小儿碳酸钙 D3 颗粒	补充钙及维生素 D	20 袋/盒	106	1 日 1 次， 1 次 1 袋	5
三精牌复方葡萄糖酸钙口服溶液	预防和辅助治疗钙缺乏	10ml*90 支	235	1 日 2-3 次，1 次 1 支	5.2-7.8
汤臣倍健牛初乳加钙咀嚼片	补充钙，但不适宜 4 岁以下儿童	60 片/瓶	134	1 日 1 次， 1 次 4 片	8.9
ChildLife 液体儿童钙	补充钙、镁、锌及维生素 D	473ml/瓶	166.8	1 日 1 次， 5-30ml	1.8-10.6
钙尔奇儿童钙小添佳咀嚼片	补充钙及维生素 D，不适宜 4 岁以下儿童	80 片/瓶	89	1 日 1 片	1.1

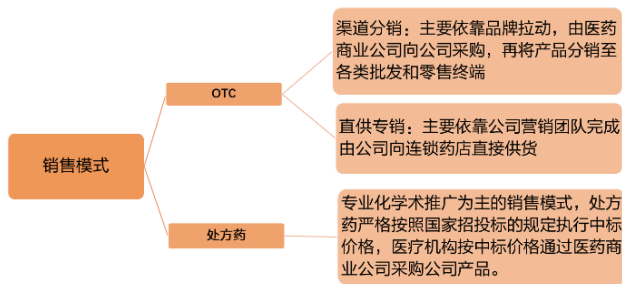
资料来源：京东商城，天风证券研究所

2.2.4. 线上+线下，品牌营销打通销售渠道

公司 OTC 销售采取渠道分销和直供专销两种模式。渠道分销模式主要依靠品牌拉动，由医药商业公司向公司采购，再将产品分销至各类批发和零售终端；直供专销模式主要依靠公司营销团队完成由公司向连锁药店直接供货。

公司打出品牌营销组合拳，开启龙牡品牌焕新之路，构建多渠道品牌传播矩阵，全力打造黄金单品龙牡壮骨颗粒。线上通过热播大剧、热门综艺、短视频、圈层转化以及高规行业会议等方式构建了“全方位、立体式”的品牌传播模式，对龙牡品牌进行重塑，优化媒体投放策略，加强广告精准投放，公司与央视、浙江卫视、东方卫视、爱奇艺等媒体合作，有效链接消费者，品牌营销直击人心；线下通过归拢流通渠道、NKA 直供和培育电商旗舰店，实现渠道重构，同时深耕市场，下沉终端，携手连锁开展各项营销活动，助力终端动销，形成了成熟的 OTC 营销模式。

图 15：公司主要销售模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：公司广告精准突出产品优势



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.3. 研发稳步推进，产品梯队有望带来新增量

儿童用药需求较大，研发稳步推进。庞大的儿童患者群体对安全有效的药物需求量非常大，儿童药物长期处于缺乏状态。作为老字号儿童中成药生产企业，公司一直非常重视儿童药物的研发，研发投入逐年递增。公司的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研究设备设施，可以同时承担各种剂型、生物保健品的研制及工程化研究。截止至 2021H1，公司在研新药有 30 余项，整体研发工作稳步推进，两个儿童新制剂项目完成 6 个月加速及长期稳定性试验；3 个新立项的儿科制剂项目完成小试研究；儿科高端制剂 JMEY002 完成生产设备安装并带样试机；中药 1.1 类新药利胃胶囊已进入申报生产后的药审中心专业评审；小儿止咳糖浆及牛黄小儿退热贴 III 期临床研究进展顺利；枳术通便颗粒、通降颗粒等新药临床前研究工作按计划推进。

表 8：公司主要研发项目情况

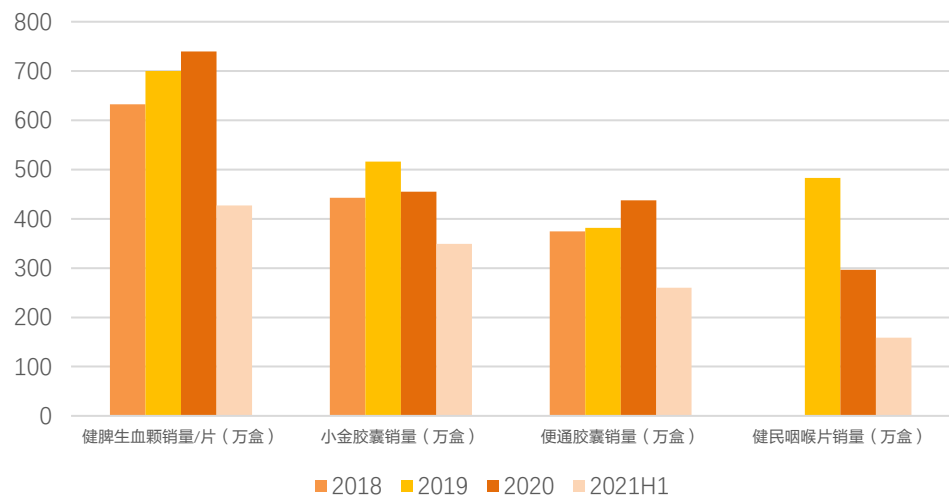
研发项目（含一致性评价项目）	药（产）品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种	研发（注册）所处阶段
利胃胶囊研发项目	利胃胶囊	中药 1 类	化痰除湿，导滞清热，生肌止痛。用于慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀滞证。	否	否	申报生产
牛黄小儿退热贴研发项目	牛黄小儿退热贴	中药 1 类	退热解表，清热解毒。主治小儿风热外感。	否	否	III 期临床研究
小儿宣肺止咳糖浆研发项目	小儿宣肺止咳糖浆	中药 1 类	宣肺止咳，化痰利咽。用于治疗小儿外感咳嗽，中医辨证为风热犯肺证。	否	否	III 期临床研究
枳术通便颗粒研发项目	枳术通便颗粒	中药 1 类	行气化滞，健脾和中，润肠通便。用于气滞所致的便秘。	否	否	临床前研究
通降颗粒研发项目	通降颗粒	中药 1 类	舒肝和胃，抑酸止痛。用于非糜烂性胃食管返流病肝胃不和证。	否	否	临床前研究
黄芪桂枝五物汤研发项目	黄芪桂枝五物汤	中药 3 类	益气温经，和血通痹。主治血痹阴阳俱微，寸口关上微，尺中小紧，外证身体不仁，如风痹状。	否	否	制剂研究
吸入用盐酸氨溴索研发项目	吸入用盐酸氨溴索研发项目	化药 3 类	适用于伴有痰液分泌不正常及排痰功能不良的急性、慢性呼吸道疾病。还适用于治疗急性和慢性支气管肺感染中的分泌失调。	是	否	临床研究
托莫西汀口服溶液研发项目	托莫西汀口服溶液	化药 4 类	用于治疗 6 岁及 6 岁以上儿童和青少年的注意缺陷/多动障碍(ADHD)。	是	否	药学研究

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3.1. 着力培育产品梯队，成熟的营销模式有望助力业绩持续增长。

在聚焦核心品种龙牡壮骨颗粒的同时，公司着力加大新产品的培育和开发力度，布局终端市场。健脾生血颗粒、便通胶囊、健民咽喉片等产品的市场需求空间均较大，有望成为新的业绩增长点。2021年，公司借助龙牡壮骨颗粒成熟的营销经验，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；同时公司通过商业集约、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，业绩有望持续增长。

图 17：公司产品梯队有望成为新的业绩增长点（万盒）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

开展便通胶囊真实世界研究，重点打造下一个黄金单品。龙牡牌便通胶囊是公司 2021 年重点打造的黄金单品之一，荣获国家发明专利证书，针对习惯性便秘有确切疗效。便秘是常见的胃肠功能障碍所引起的临床症状，国内约有 2.1 亿人口正在遭受便秘困扰，尤以缺乏运动、精神压力大的亚健康人群、气血不足的女性及产妇、体虚中老年为主，且患病人数连年递增。市面上治疗便秘的药物大致可分为渗透性泻剂、刺激性泻剂、植物纤维素类、益生菌类和外用类，优势和劣势都很明显，且大多数药物无法同时具备有效性、安全性、耐受性，患者面对琳琅满目的便秘产品更是无从下手。**龙牡牌便通胶囊充分结合国医大师临床使用经验，精选道地药材，利用麸炒白术、肉苁蓉、当归、桑葚等六味优质中药材配伍，可以有效增强肠动力，促进排便，进而缓解排便费力、腹胀等症状。能够快速通便，不含“刺激性泻下药”，能通而不泻、标本兼治。**

表 9：常见便秘用药

类别	分类	临床应用	起效时间
容积性缓泻药	可溶性纤维素类、非可溶纤维素类	起效慢，用于轻度慢性便秘者，安全性好，作为首选药可用于轻度便秘孕产妇的备用预防性用药，也作为老年患者、儿童、糖尿病患者推荐。	1-3 天
渗透性缓泻剂	盐类制剂、不可消化的糖和醇类	轻、中度慢性便秘者在纤维素补充剂后不能改善，可选用。适合老年人、糖尿病患者。	1-3 小时
刺激性缓泻药	比沙可啶	起效快，应短期、间断性用，尤其是容积性或盐类缓泻剂无效的患	6-8 小时

类别	分类	临床应用	起效时间
促进胃肠动力药	普芦卡必利、莫沙必利	者。对于粪便嵌塞的患者可在清洁灌肠后用。	
益生菌与合生元	双歧杆菌、嗜酸性乳杆菌、粪球菌、地衣芽孢杆菌、枯草芽孢杆菌等	适用于慢传输型便秘、便秘型 IBS。 可促进肠道中原生菌及补充制剂中益生菌生长的作用。使用含有益生菌和益生元的复合制剂合生元，效果至少不输于益生菌制剂治疗。	

资料来源：丁香园，天风证券研究所

2021 年，公司联合中国人口福利基金会妇幼关爱基金、《中国药店》杂志社，共同发起的“龙牡牌便通胶囊百万例真实世界研究”项目已在全国范围开展，向全国招募便秘患者免费提供产品试用，旨在不断挖掘便通胶囊的临床应用价值，助力中医药的精准治疗。凭借真实有效的产品效果和过硬的品牌影响力，便通胶囊荣登 2020 年度中国 OTC 产品榜单“中成药-便秘泄泻类”第二名。

图 18：便通胶囊荣登 2020 中国 OTC 产品榜单榜眼



资料来源：公司公众号，天风证券研究所

图 19：2021 年公司开展便通胶囊百万例真实世界研究



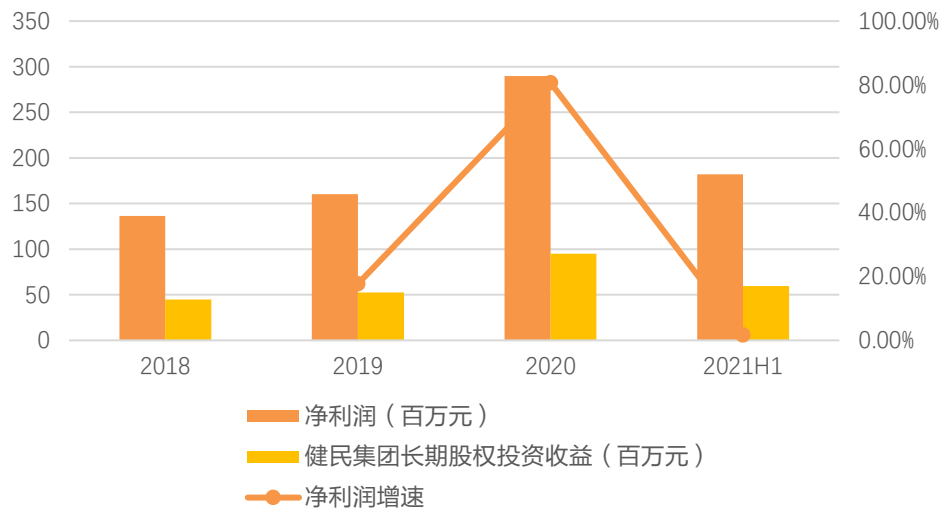
资料来源：公司公众号，天风证券研究所

3. 国内最大体外培育牛黄产业化基地，技术护城河有望带来长期业绩增长

3.1. 参股体外培育牛黄独家生产商，逐步实现产业化

历经 10 余年，逐步实现产业化。公司参股子公司武汉健民大鹏拥有国家中药 1 类新药体外培育牛黄的独家知识产权，是目前国内最大的体外培育牛黄产业化基地。“体外培育牛黄”于 1997 年获国家一类中药新药证书，2000 年，武汉大鹏药业高价购入该技术，由实验室到标准化生产历时两年，2005 年，武汉健民与武汉大鹏药业合资组建健民大鹏药业，携手进军牛黄产业，但是受制于知识产权保护、中成药质量标准、定价、制药厂接受程度等问题困扰，公司经过 10 余年的市场培育才扭亏为盈。2014 年体外培育牛黄实现规模化生产，销售快速增长，目前健民大鹏的体外培育牛黄原料药供应全国 400 余家制药厂，2020 年产量达到 5 吨。体外培育牛黄的产业化为健民集团带来了持续的业绩增长，公司持有健民大鹏 33.54% 股权，2020 年健民大鹏实现净利润 2.90 亿元，为公司贡献了 0.95 亿元长期股权投资收益，占归母净利润的 64.27%。

图 20: 武汉健民大鹏净利润快速增长 (百万元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3.2. 天然牛黄资源稀缺, 价格持续飙升

牛黄 (Cowbezoar) 是牛胆囊的胆结石, 具有清心, 豁痰, 开窍, 凉肝, 息风, 解毒的功效, 国内现有 4500 多种中成药, 其中处方含牛黄的品种高达 600 多种。天然牛黄极其稀缺, 产出概率仅有 1% 左右, 国内每年天然牛黄的供应量仅能满足市场 10%-15% 的需求, 资源极为匮乏, 人工牛黄占据了大部分的市场份额, 成为天然牛黄的主要替代品。以最主要的牛黄类产品安宫牛黄丸为例, 国内登记在册的安宫牛黄类产品的生产企业有 125 家, 其中牛黄和麝香都明确来自天然原料的有 6 家, 占比 4.80%; 原料明确标明有一项来自天然原料的有 16 家, 占比 12.8%; 原料不明确来源或明确为人工来源的为 103 家, 占比 82.40%。

表 10: 国内登记在册的安宫牛黄类产品原料来源情况

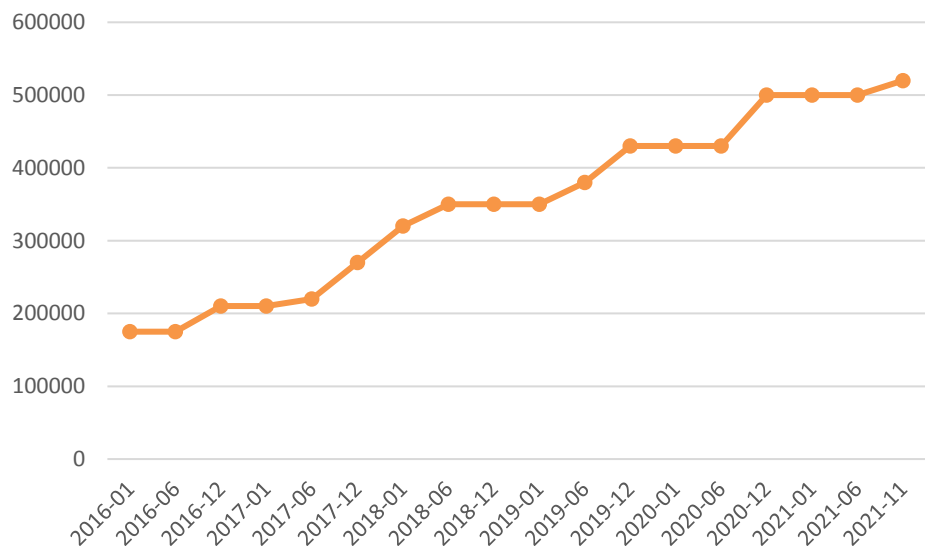
类别	产品名称	生产企业	原料来源
双天然	安宫牛黄	南京同仁堂药业有限责任公司	原料: 天然牛黄、天然麝香
	安宫牛黄	牡丹江灵泰药业股份有限公司	原料: 天然牛黄、天然麝香
	安宫牛黄	药都制药集团股份有限公司	原料: 天然牛黄、天然麝香
	安宫牛黄	北京同仁堂股份有限公司同仁堂制药厂	原料: 天然牛黄、天然麝香
	安宫牛黄	北京同仁堂科技发展股份有限公司制药厂	原料: 天然牛黄、天然麝香
	安宫牛黄	吉林省华侨药业集团有限公司	原料: 天然牛黄、天然麝香
单天然	安宫牛黄	江西药都樟树制药有限公司	原料: 天然牛黄、人工麝香
	安宫牛黄	九芝堂股份有限公司	原料: 天然牛黄、人工麝香
	安宫牛黄	长春人民药业集团有限公司	原料: 天然牛黄、人工麝香
	安宫牛黄	山西广誉远国药有限公司	原料: 天然牛黄、人工麝香
	安宫牛黄	沈阳天益堂中药厂	原料: 天然牛黄、人工麝香
	安宫牛黄	太极集团重庆桐君阁药厂有限公司	原料: 天然牛黄、人工麝香
	安宫牛黄	天津中新药业集团股份有限公司达仁堂制药厂	原料: 天然牛黄、人工麝香
	安宫牛黄	国药集团冯了性(佛山)药业有限公司	原料: 天然牛黄、人工麝香
	安宫牛黄	广东宏兴集团股份有限公司宏兴制药厂	原料: 天然牛黄、人工麝香
	安宫牛黄	保定中药制药股份有限公司	原料: 天然牛黄、人工麝香
	安宫牛黄	爱民药业集团股份有限公司	原料: 天然牛黄、人工麝香

类别	产品名称	生产企业	原料来源
	安宫牛黄	包头中药有限责任公司	原料：天然牛黄、人工麝香
	安宫牛黄	成都九芝堂金鼎药业有限公司	原料：天然牛黄、人工麝香
	安宫牛黄	杭州胡庆余堂药业有限公司	原料：天然牛黄、人工麝香
	安宫牛黄	哈药集团世一堂制药厂	原料：天然牛黄、人工麝香
	安宫牛黄	黑龙江省松花江药业有限公司	原料：天然牛黄、人工麝香
双人工	安宫牛黄	辽宁兴海制药有限公司、葵花药业集团(佳木斯)有限公司、内蒙古蒙药股份有限公司等	原料：人工牛黄、人工麝香

资料来源：天地云图中药产业大数据库，天风证券研究所

虽然人工牛黄的制备技术简单，可工业化生产，但人工牛黄与天然牛黄成分不完全一致，尤其在临床急重症的治疗方面，不能完全替代天然牛黄的功效。从品牌认可度上看，消费者更认可牛黄和麝香等核心原料的天然性，也是龙头企业争相宣传的重点。受益于资源短缺，天然牛黄的价格持续飙升，从 2016 年的 17.5 万元/公斤上涨至 2021 年的 52 万元/公斤，从长期来看，天然牛黄将持续供不应求的态势，价格仍有望上涨。

图 21：天然牛黄价格持续攀升（元/公斤）（安国药市）







资料来源：中药材天地网，天风证券研究所

3.3. 体外培育牛黄可替代市场空间较大，技术壁垒稳固

体外培育牛黄功能与天然牛黄相近，可部分替代。体外培育牛黄是应用现代生物工程技术，模拟体内胆红素钙结石形成的生化过程，以牛的新鲜胆汁作为母液，加入去氧胆酸、胆酸、复合胆红素钙等培育的牛黄。1997 年医学泰斗中国科学院裘法祖院士与同济医科大学蔡红娇教授研发的体外培育牛黄获国家中药 1 类新药证书，作为天然牛黄的理想代用品，其性状、微观结构、成分、含量及临床疗效等方面均与天然牛黄几乎一致，并且质量稳定、可控，价格仅为天然牛黄的三分之一，可实现量产，是中药现代化领域的一项重大发明创新，可以从根本上解决天然牛黄资源稀缺的问题。

表 11: 常见的牛黄替代品特点

产品	制备来源	主治功能	性状	
天然牛黄	牛干燥的胆结石	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，癫痫发狂，咽喉肿痛，口舌生疮，痈肿疔疮。	多呈卵形、类球形、三角形或四方形，大小不一，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，有的表面挂有一层黑色光亮的薄膜，习称“乌金衣”，有的粗糙，具疣状突起，有的具龟裂纹。体轻，质酥脆，易分层剥落，断面金黄色，可见细密的同心层纹，有的夹有白心。	
体外培育牛黄	牛的新鲜胆汁作母液,加入去氧胆酸、胆酸、复合胆红素钙等制成。	与天然牛黄接近	呈球形或类球形，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。	
人工牛黄	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	消炎等	黄色疏松粉末	
体内培植牛黄	利用活体牛,以外科手术的方法在牛的胆囊内 插入致黄因子,使之生成牛黄	与天然牛黄接近	人工培植牛黄成分与天然牛黄相似，但较难产业化，且因个体差异、培育时间不同等因素，导致质量难以控制。	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

体外培育牛黄可替代市场大，逐步挖掘大众消费市场。2004 年国家食品药品监督管理局 (CFDA) 批准体外培育牛黄可等量代替天然牛黄使用。2012 年，CFDA 发布通知要求，对国家药品标准处方中含牛黄的临床急重症用药品种，包括安宫牛黄丸、大活络丸等品种，**可将处方中的牛黄以培植牛黄或体外培育牛黄等量替代，但不得使用人工牛黄替代。**许多名药、急重症用药，如安宫牛黄丸、片仔癀、西黄丸、牛黄猴枣散等都是以牛黄为主要成分，对于有实力的大型中药企业而言，天然牛黄是品质保证，贸然以体外培育牛黄替代，担心出现消费者不买账的风险，健民大鹏经过 10 余年的市场培育，已逐步在制药厂及中医院渠道树立了良好口碑，同时公司打造中医馆六源堂，绕开所有中间环节，直接面向消费者，有望进一步打开大众消费市场。

表 12: 国家药品标准处方中含牛黄的临床急重症用药品种名单

药品名称	药品标准来源
安宫牛黄丸	药典 2000 一部
八宝玉枢丸	部颁中药 03 册
保赤一粒金散	部颁中药 04 册
保赤一粒金丸	部颁中药 15 册
保婴夺命散	部颁中药 03 册
大活络丸	部颁中药 06 册
癫狂龙虎丸	部颁中药 07 册
瓜子錠	部颁中药 05 册
广羚散	部颁中药 03 册

药品名称	药品标准来源
猴枣牛黄散	部颁中药 10 册
回春丹	部颁中药 02 册
回天再造丸	部颁中药 04 册
金黄抱龙丸	部颁中药 12 册
局方至宝散	药典 2000 一部
灵宝护心丹	药典 2000 一部
六应丸	药典 2000 一部
梅花点舌丸	药典 2000 一部
牛黄抱龙丸	药典 2000 一部
牛黄千金散	药典 2000 一部
牛黄清热散	部颁中药 04 册
牛黄清心丸(局方)	药典 2000 一部
牛黄醒脑丸	部颁中药 18 册
牛黄镇惊丸	药典 2000 一部
片仔癀	部颁中药 18 册
人参再造丸	部颁中药 20 册
麝香保心丸	药典 2000 一部
十香返生丸	药典 2000 一部
天黄喉枣散	部颁中药 10 册
同仁大活络丸	部颁中药 17 册
同仁牛黄清心丸	部颁中药 17 册
万氏牛黄清心丸(含浓缩丸)	药典 2000 一部
万应锭	药典 2000 一部
五粒回春丸	部颁中药 20 册
西黄丸	部颁中药 09 册
小儿百寿丸	药典 2000 一部
小儿回春丸	部颁中药 11 册
小儿羚羊散	部颁中药 02 册
小儿牛黄清心散	部颁中药 02 册
小儿清热镇惊散(原小儿清热散)	部颁中药 04 册
小儿珠黄散	部颁中药 11 册
至圣保元丸	部颁中药 01 册
琥珀保婴散(琥珀保婴丹)	部颁中药 03 册

资料来源：公司官网，天风证券研究所

体外培育牛黄技术壁垒稳固。2001 年 10 月，健民大鹏在原“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，申请的专利将结束 20 年保护期，但是多年来健民大鹏持续创新，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，通过专利、商业秘密、行政保护建立了牢固的知识产权保护防火墙。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

公司作为百年老字号中药企业，敢于创新变革，有望把握产品升级换代的机遇，带动业绩持续增长。我们认为：

- 1) 公司中药产业链底蕴深厚，品牌优势凸显，建立了良好的口碑及用户基础，精益生产有望进一步提升毛利率；
- 2) 黄金单品龙牡壮骨颗粒升级提价，增厚了利润水平，成熟的营销模式打通销售渠道，产品梯队有望带来新的业绩增长点。
- 3) 体外培育牛黄长期受益于天然牛黄资源短缺，参股公司健民大鹏有望持续带来业绩贡献。

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 32.28、39.56、45.79 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 3.28、4.24、5.20 亿元。

表 13：公司主营业务收入预测

单位：百万元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2711.50	2161.48	2238.94	2456.00	3227.56	3956.03	4579.06
yoy	14.72%	-20.28%	3.58%	9.69%	31.42%	22.57%	15.75%
商业销售收入	1862.07	1352.90	1297.07	1499.95	1949.94	2339.92	2690.91
yoy		-27.34%	-4.13%	15.64%	30.00%	20.00%	15.00%
医药工业收入	1053.59	1068.57	1250.96	1373.92	1820.86	2295.16	2736.95
yoy		1.42%	17.07%	9.83%	32.53%	26.05%	19.25%
儿科	353.24	352.22	495.66	600.71	928.10	1230.66	1476.79
yoy		-0.29%	40.72%	21.19%	54.50%	32.60%	20.00%
妇科	337.75	334.75	409.50	325.48	402.29	471.89	548.10
yoy		-0.89%	22.33%	-20.52%	23.60%	17.30%	16.15%
特色中药	113.12	124.76	144.50	117.67	148.85	180.11	213.97
yoy		10.29%	15.82%	-18.57%	26.50%	21.00%	18.80%
医药工业其他	249.47	256.83	201.31	330.06	341.61	412.49	498.09
yoy		2.95%	-21.62%	63.96%	3.50%	20.75%	20.75%
分部间抵消	3.14	2.43	(309.10)	(417.87)	(543.24)	(679.04)	(848.81)
yoy		-22.65%	-12807.89%	35.19%	30.00%	25.00%	25.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 估值与投资评级

采用相对估值法对公司进行估值，选取羚锐制药、同仁堂、东阿阿胶作为可比公司，我们预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 3.28、4.24、5.20 亿元，参考可比公司给予 2021 年 42 倍 PE，健民集团合理估值为 137.94 亿元，对应目标价 89.92 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14：可比公司及公司估值情况

股票代码	证券简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE（X）		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
可比公司				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600285.SH	羚锐制药	13.80	78	4.07	4.91	5.97	19	16	13
600085.SH	同仁堂	38.90	548	12.35	14.48	16.95	44	38	32
000423.SZ	东阿阿胶	41.71	284	4.65	10.89	15.07	61	26	19
可比公司平均							42	27	21
600976.SH	健民集团	53.30	82	3.28	4.24	5.20	34	26	20

资料来源：wind，天风证券研究所，注：可比公司数据为 wind 一致预测，收盘价及总市值为 2021 年 12 月 20 日数据

5. 风险因素

1、原辅材料价格波动风险

中药行业的主要原材料为中药材，由于中药材多为自然生长、季节采集，产地分布具有明显的地域性，产量和价格波动具有明显的周期性，因此其价格、产量容易受到自然条件、经济环境、市场供求关系等外部因素变化的影响，构成原材料供应风险。

2、产品集中风险

公司产品龙牡壮骨颗粒、小金胶囊、健脾生血颗粒/片三者的合计销售收入占比较高，上述产品的生产及销售状况在较大程度上决定了公司的盈利水平，一旦其原料药价格、产销状况、市场竞争格局等发生重大不利变化，将对公司未来的经营业绩产生不利影响。

3、经营成本增加风险

受国家环保政策、原材料价格和人力成本上涨等因素影响，公司面临经营成本增加的风险。

4、研发风险

新药研发存在高投入、高风险、周期长等特点，公司在研新药有 30 余项，有可能面临研发风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	144.26	91.17	258.20	316.48	653.03
应收票据及应收账款	332.01	378.98	517.56	685.69	644.41
预付账款	36.66	93.12	0.21	130.15	32.17
存货	134.46	229.00	202.91	303.88	272.30
其他	523.32	720.83	775.14	719.81	755.34
流动资产合计	1,170.70	1,513.10	1,754.03	2,156.02	2,357.25
长期股权投资	211.07	226.96	226.96	226.96	226.96
固定资产	242.29	328.27	355.41	395.19	429.54
在建工程	90.46	43.32	61.99	85.19	81.12
无形资产	41.16	43.40	41.76	40.12	38.49
其他	172.85	262.13	179.17	191.26	189.08
非流动资产合计	757.84	904.08	865.30	938.73	965.19
资产总计	1,928.54	2,417.18	2,619.33	3,094.74	3,322.43
短期借款	0.00	20.00	184.45	265.33	100.00
应付票据及应付账款	237.12	375.86	268.41	521.37	401.33
其他	461.23	671.80	634.18	540.59	763.46
流动负债合计	698.34	1,067.66	1,087.04	1,327.28	1,264.79
长期借款	0.00	0.00	3.52	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	22.28	26.26	21.56	23.37	23.73
非流动负债合计	22.28	26.26	25.08	23.37	23.73
负债合计	720.63	1,093.92	1,112.11	1,350.65	1,288.51
少数股东权益	6.46	6.35	8.48	12.03	15.66
股本	153.40	153.40	153.40	153.40	153.40
资本公积	301.46	301.46	301.46	301.46	301.46
留存收益	1,048.06	1,165.17	1,345.33	1,578.67	1,864.86
其他	(301.46)	(303.12)	(301.46)	(301.46)	(301.46)
股东权益合计	1,207.92	1,323.26	1,507.22	1,744.09	2,033.92
负债和股东权益总计	1,928.54	2,417.18	2,619.33	3,094.74	3,322.43

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	92.63	148.69	327.57	424.25	520.35
折旧摊销	25.76	30.59	15.82	18.66	21.36
财务费用	0.67	0.55	4.62	10.65	7.03
投资损失	(64.52)	(104.19)	(121.50)	(151.88)	(182.25)
营运资金变动	254.74	183.87	(140.71)	(194.62)	240.69
其它	(234.83)	(133.97)	2.13	3.54	3.63
经营活动现金流	74.45	125.54	87.93	110.60	610.80
资本支出	102.66	73.68	64.70	78.19	49.64
长期投资	27.72	15.89	0.00	0.00	0.00
其他	(112.12)	(254.40)	(3.20)	(6.31)	82.62
投资活动现金流	18.26	(164.83)	61.50	71.88	132.25
债权融资	0.00	20.00	187.97	265.33	100.00
股权融资	0.59	(0.65)	(1.71)	(9.40)	(5.78)
其他	(32.14)	(61.88)	(168.66)	(380.13)	(500.74)
筹资活动现金流	(31.55)	(42.52)	17.60	(124.20)	(406.51)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	61.16	(81.81)	167.03	58.28	336.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,238.94	2,456.00	3,227.56	3,956.03	4,579.06
营业成本	1,344.73	1,457.90	1,809.34	2,148.78	2,419.48
营业税金及附加	15.91	14.97	19.67	24.11	27.91
营业费用	687.76	787.34	985.70	1,241.01	1,463.01
管理费用	103.29	104.30	129.10	169.32	219.79
研发费用	41.01	37.40	48.41	61.32	69.60
财务费用	0.66	0.23	4.62	10.65	7.03
资产减值损失	(6.19)	(1.55)	0.37	(2.46)	(1.21)
公允价值变动收益	(3.50)	(1.60)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	64.52	104.19	121.50	151.88	182.25
其他	(114.28)	(207.99)	(243.01)	(303.76)	(364.51)
营业利润	105.03	160.81	351.84	455.19	555.70
营业外收入	0.19	0.19	0.31	0.23	0.25
营业外支出	5.43	3.39	5.10	4.64	4.38
利润总额	99.79	157.61	347.05	450.78	551.56
所得税	7.16	8.92	17.35	22.99	27.58
净利润	92.63	148.69	329.70	427.79	523.98
少数股东损益	1.14	0.90	2.13	3.54	3.63
归属于母公司净利润	91.49	147.79	327.57	424.25	520.35
每股收益(元)	0.60	0.96	2.14	2.77	3.39

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	3.58%	9.69%	31.42%	22.57%	15.75%
营业利润	11.86%	53.10%	118.79%	29.37%	22.08%
归属于母公司净利润	12.65%	61.53%	121.65%	29.51%	22.65%
获利能力					
毛利率	39.94%	40.64%	43.94%	45.68%	47.16%
净利率	4.09%	6.02%	10.15%	10.72%	11.36%
ROE	7.61%	11.22%	21.86%	24.49%	25.78%
ROIC	10.51%	27.19%	67.14%	57.25%	52.61%
偿债能力					
资产负债率	37.37%	45.26%	42.46%	43.64%	38.78%
净负债率	-11.94%	-5.38%	-4.66%	-2.93%	-27.19%
流动比率	1.68	1.42	1.61	1.62	1.86
速动比率	1.48	1.20	1.43	1.40	1.65
营运能力					
应收账款周转率	5.79	6.91	7.20	6.58	6.89
存货周转率	15.17	13.51	14.95	15.61	15.89
总资产周转率	1.23	1.13	1.28	1.38	1.43
每股指标(元)					
每股收益	0.60	0.96	2.14	2.77	3.39
每股经营现金流	0.49	0.82	0.57	0.72	0.98
每股净资产	7.83	8.58	9.77	11.29	13.16
估值比率					
市盈率	118.88	73.59	33.20	25.64	20.90
市净率	9.05	8.26	7.26	6.28	5.39
EV/EBITDA	11.97	14.25	27.26	20.97	16.55
EV/EBIT	13.49	15.76	28.47	21.81	17.17

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com