

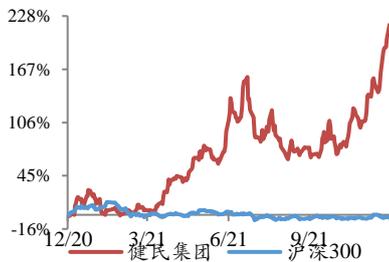
四百年老字号，大鹏助力展翅高飞

投资评级：买入（首次）

报告日期： 2021-12-27

收盘价 (元)	78.79
近 12 个月最高/最低 (元)	78.79/24.46
总股本 (百万股)	153
流通股本 (百万股)	152
流通股比例 (%)	99.24
总市值 (亿元)	121
流通市值 (亿元)	120

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李昌幸

执业证书号：S0010121080070

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

- 1.《品牌中药行业深度报告：国药瑰宝，品牌为王》2021-12-20
- 2.《行业周报：建议继续关注中药行业的投资机会》2021-12-26

主要观点：

● 四百年老字号，股权激励彰显信心

健民集团的前身为始创于明崇祯十年（1637 年）的叶开泰。公司作为中华老字号企业，拥有“健民”、“龙牡”、“叶开泰”三大品牌。主导品种龙牡壮骨颗粒为集团的独家产品，是儿童健康成长药物领域的知名品牌。2021 前三季度收入 26.1 亿元，同比增长 62.2%；而归母净利润为 2.6 亿元，同比增长 104.4%，前三季度已经超过 2020 年全年业绩。并且 2021 年公司进行股权激励来绑定核心管理层利益，解锁条件为剔除大鹏投资收益后的归母净利润未来三年复合增速不低于 20%。

● 龙牡壮骨更新换代焕发新生，新品种推广和研发双重驱动打开增长空间

医药工业端儿科业务是公司的主要营收来源，借助公司独家保护品种龙牡壮骨颗粒的品牌升级，2021 上半年公司儿科收入为 4.8 亿元，同比增长 119%。根据推算，龙牡壮骨颗粒所处的营养补充剂市场规模超过 130 亿元，依靠其在儿童补充剂领域中极强的产品力和品牌力，有望成为 10 亿级别的大单品。

公司整体研发工作稳步推进：其中包括中药 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等。

公司推广渠道资源丰富，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，其中两个潜力单品健脾生血颗粒/片和便通胶囊的销量也是近年来逐步加速。

我们认为，借助成熟的推广渠道，新品种推广和研发将有望为公司带来新的增长点。

● 参股公司健民大鹏：体外培育牛黄堪称中药材届的“钻石新星”

公司于 2005 年参股健民大鹏药业，目前持股比例为 33.54%。健民大鹏药业拥有的体外培育牛黄是国家中药 1 类新药品种，而体外培育牛黄能够替代天然牛黄的，因此完美填补了天然牛黄供应不足的空间。并且体外培育牛黄依靠产能可以保证、价格更便宜的优势，越来越被下游客户所认可。

2012-2020 年健民大鹏营收和净利润高速增长，2020 年营业收入为 4.8 亿元，8 年复合增长率为 23%；2020 年净利润为 2.9 亿元，8 年复合增长率为 37%。未来继续看好健民大鹏在体外培育牛黄量价齐升下的高速增长。

● 公司价值再认识，唯一的体外培育牛黄提供商具有极强稀缺性

我们认为健民集团的市值不能单一的去看待，分为两个部分分部估值更为合理。1) 健民大鹏：参股 33.5%且股权比例稳定，并且安宫牛黄丸持续提价，公司作为唯一的体外培育牛黄提供商，具备极强的资源属性和不可替代性，该部分股权价值估值可以参考同样稀缺的标的片仔癀。

2) 主营业务：属于传统中药 OTC 品种，单品种市场空间可以进一步扩

大，净利润贡献稳定，可参考传统品牌 OTC 公司估值。

● **投资建议：首次覆盖，给予“买入”投资评级**

我们预计，公司 2021~2023 年收入分别 32.7/39.7/45.8 亿元，分别同比增长 33.2%/21.3%/15.4%，归母净利润分别为 3.3/4.3/5.4 亿元，分别同比增长 124.3%/30.4%/24.2%，对应 2021~2023 年 EPS 为 2.16/2.82/3.50 元，对应估值为 36X/28X/23X。考虑到公司主业稳定增长、研发产品有梯队，参股公司健民大鹏体外培育牛黄极具稀缺性，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

● **风险提示**

公司业绩不及预期；健民大鹏药业增速不及预期；品牌推广不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2456	3273	3970	4579
收入同比 (%)	9.7%	33.2%	21.3%	15.4%
归属母公司净利润	148	331	432	537
净利润同比 (%)	61.5%	124.3%	30.4%	24.2%
毛利率 (%)	40.6%	43.3%	46.4%	48.1%
ROE (%)	11.2%	20.1%	20.8%	20.5%
每股收益 (元)	0.96	2.16	2.82	3.50
P/E	26.45	36.47	27.97	22.52
P/B	2.96	7.33	5.81	4.62
EV/EBITDA	42.15	20.39	15.84	12.40

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1.四百年老字号，股权激励焕发新生	5
2.以儿科用药为主，妇科及特色中药大品种并重，做强做大核心产业	8
2.1.秉承儿科用药特色，龙牡壮骨颗粒做大做强	8
2.2.妇科、特色中药两大产品线齐驱并进	12
2.3.新品种推广和研发双轮驱动，打开未来成长空间	12
3.健民大鹏：体外培育牛黄堪称中药材届的“钻石新星”	13
3.1.天然牛黄钻石般稀缺，价格不断上涨	13
3.2.体外培育牛黄：一类中药新药，可直接替代天然牛黄	14
3.3.上市公司持有健民大鹏 33.54%股权，业绩受益于体外培育牛黄量价齐升	16
4.盈利预测与投资建议	17
4.1.盈利预测	17
4.2.投资逻辑与建议	18
风险提示：	19
财务报表与盈利预测	21

图表目录

图表 1 健民集团大事件表	5
图表 2 公司主要产品列表	6
图表 3 公司股权结构图	6
图表 4 2021 股权激励解锁方案	7
图表 5 公司营业收入（亿元）及增速	7
图表 6 公司净利润（亿元）及增速	7
图表 7 公司 2019 年以来各季度营业收入（亿元）及增速	7
图表 8 公司毛利率与净利率变化情况	8
图表 9 公司各项费用率变化情况	8
图表 10 2013 年以来工业、商业收入占比（亿元）	8
图表 11 2021 年 H1 医药工业比重各科占比	8
图表 12 公司儿科用药营业收入（亿元）及增速	9
图表 13 儿童用药规模（亿元）	9
图表 14 我国儿童用药市场治疗领域分布情况	10
图表 15 龙牡壮骨颗粒在中国城市实体药店终端的销售情况（单位：亿元）	11
图表 16 龙牡壮骨颗粒新老包装对比	11
图表 17 妇科收入（亿元）及增速	12
图表 18 特色中药收入（亿元）及增速	12
图表 19 健脾生血颗粒/片（万盒）及增速	13
图表 20 便通胶囊（万盒）及增速	13
图表 21 牛黄(天然胆黄/河北)价格走势图	14
图表 22 体外培育牛黄研究进程	14
图表 23 三种牛黄的比较	15
图表 24 武汉健民大鹏药业股权结构（2021.12）	16
图表 25 武汉健民大鹏营收情况（万元、%）	17
图表 26 武汉健民大鹏净利润情况（万元、%）	17
图表 27 公司业务拆分与预测	17
图表 28 可比公司对比	18

1.四百年老字号，股权激励焕发新生

健民集团的前身为始创于明崇祯十年（1637年）的叶开泰。1953年6月1日叶开泰改造为武汉健民药厂，2004年在上海证券交易所上市。集团在2005年-2015年间进行较频繁的股权收购计划，使公司合并范围不断扩大，收入规模进一步加大。其中，2006年集团参股武汉健民大鹏药业。

公司为中华老字号企业，拥有“健民”、“龙牡”、“叶开泰”三大品牌。主导品种龙牡壮骨颗粒为集团的独家产品，是儿童健康成长药物领域的知名品牌。

图表 1 健民集团大事件表

时间	事件
1953年	武汉市健民制药厂成立，前身为中国最古老的四大中药名店之一叶开泰药店
1988年	被国家经委确定为全国中成药小儿用药生产基地
1993年	组建武汉健民药业集团股份有限公司
2004年	A股上市
2005年	出资5850万和武汉大鹏、武汉现代中药共同成立武汉健民大鹏，投资体外培育牛黄项目；30609万增资山东药山医药，控股比例51%；组建武汉健民中药材公司和GAP药材种植基地
2006年	华立集团受让武汉国资和武汉华汉投资股权，成为公司控股股东；公司股改完成
2007年	将山东药山的51%股权转让给共同出资方九州通
2008年	受让华立九州持有的湖北华立正源医药55%股权
2009年	发布第一期限限制性股票激励方案
2010年	800万收购广东诺尔康药业51%股权；出售湖北华立正源医药及成都蓉锦医药全部股权
2011年	实施限制性股票激励计划；收购维生药品5%股权、随州药业3.86%的股权及出售武汉江通动画300万股
2012年	200万元受让武汉健民创业投资有限公司6.67%股权，并整体吸收合并； 以1,100万元增资扩股武汉华烨医药，完成后持有其52.38%的股权。
2013年	发布第二期限限制性股票激励方案；2,100万元增资湖北新中维医药，完成后持有其52.38%股权； 以767.19万元的价格将诺尔康药业51%股权转让给华润新龙医药
2015年	发布第三期限限制性股票激励方案；增资维生公司4000万元；认购美国FE3公司B类优先股1289.62万股； 以3240万元的价格受让叶开泰国药12.79%股权，叶开泰国药成为公司全资子公司
2017年	组建葉開泰國医馆事业部；作为有限合伙人参与武汉华方健民医潮基金设立；
2018年	以1100万元的价格转让武汉华烨医药52.38%股权；以1100万元的价格转让武汉健民中维医药52.38%股权
2019年	投资500万元注册成立海南晴川健康科技有限公司；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，华安证券研究所

公司是全国重点中药企业和小儿用药生产基地。公司产品资源丰富，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。

图表 2 公司主要产品列表

产品线	主要产品
儿科产品线	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
妇科产品线	健脾生血颗粒、健脾生血片、小金胶囊等
特色中药产品线	健胃消食片、健民咽喉片、拔毒生肌散等

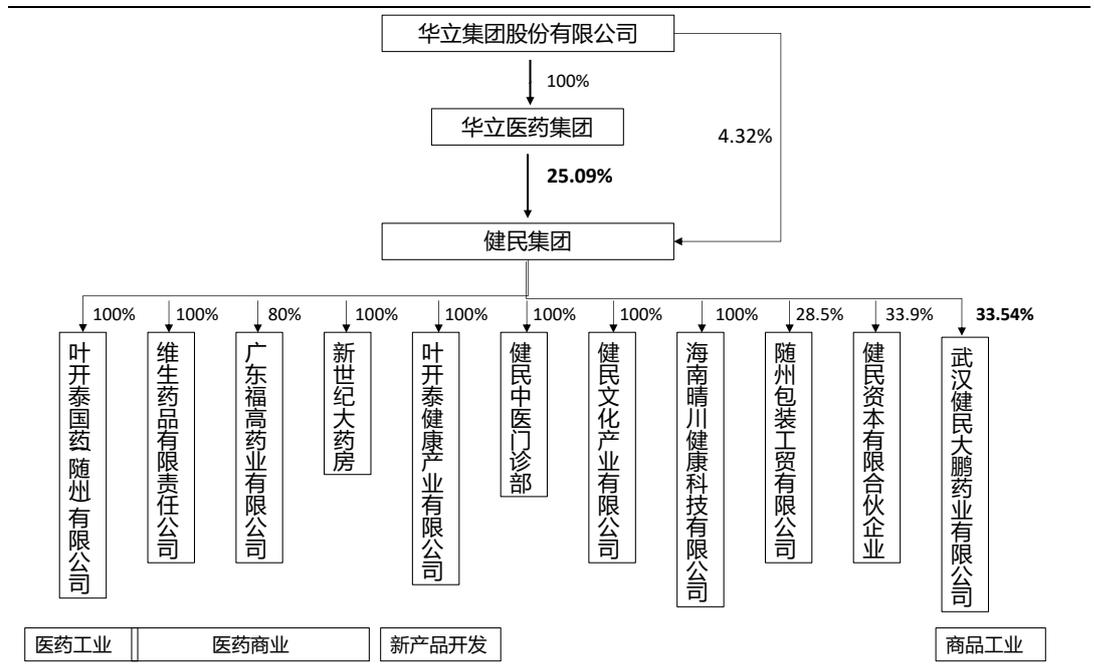
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2005年8月公司第一大股东国资委将其名下持有的公司18.4%股权转让给华立产业集团有限公司，此后公司第一大股东变更为华立产业集团有限公司。目前，控股股东华立医药集团有限公司直接持有公司25.09%股权；实际控制人为华立集团股份有限公司董事局主席汪力成。

健民集团主业板块清晰：

- 工业板块以母公司和全资子公司叶开泰国药为主开展药品的研发、制造和销售业务。产品聚焦儿科、妇科、老年等多个治疗领域，核心产品包括龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒、小金胶囊、健民咽喉片等。
- 医药商业板块主要为药品的批发和零售，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；零售业务主要通过子公司新世纪大药房开展。

图表 3 公司股权结构图



资料来源：wind，华安证券研究所

2021年公司进行股权激励，绑定核心管理层利益。2021年4月，公司对董事长、总裁、副总裁及财务总监等7位高管实施股权激励，授予合计106.24万股，价格13.89元/股。其中解锁条件为2021-2023年三年间，剔除大鹏投资收益后的归母净利润相比2020年增长分别不低于20%，44%，72.8%。

图表 4 2021 股权激励解锁方案

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2020 年考核净利润为基数, 2021 年考核净利润增长不低于 20%
第二个解除限售期	以 2020 年考核净利润为基数, 2022 年考核净利润增长不低于 44%
第三个解除限售期	以 2020 年考核净利润为基数, 2023 年考核净利润增长不低于 72.8%

资料来源: wind, 华安证券研究所

2021 年业绩迎来高速增长。2020 年在新冠疫情影响下, 公司实现收入 24.5 亿元, 同比增长 9.7%, 归母净利润 1.48 亿元, 同比增长 61.5%。而 2021 年更是迎来爆发式增长, 2021 前三季度收入 26.1 亿元, 同比增长 62.2%; 而归母净利润为 2.6 亿元, 同比增长 104.4%, 前三季度已经超过 2020 年全年业绩。其中近 4 个季度都达到 8 亿以上收入。

图表 5 公司营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司净利润 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司 2019 年以来各季度营业收入 (亿元) 及增速

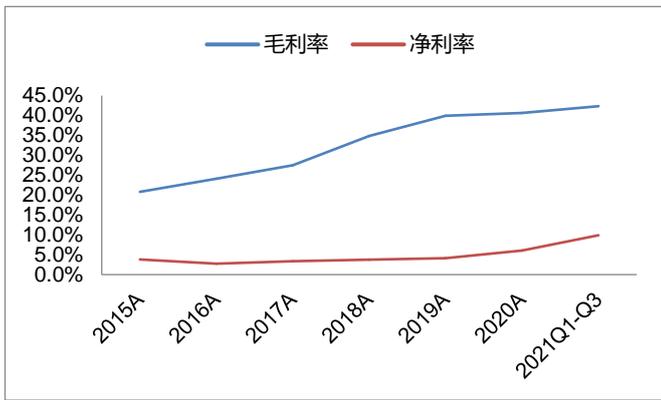


资料来源: wind, 华安证券研究所

毛利率逐年提升, 公司整体毛利率从 2015 年的 20.8% 提升到 2021 前三季度的 42.3%。同时公司近三年也开始逐步在销售端发力, 2020 年销售费用率为近年最高

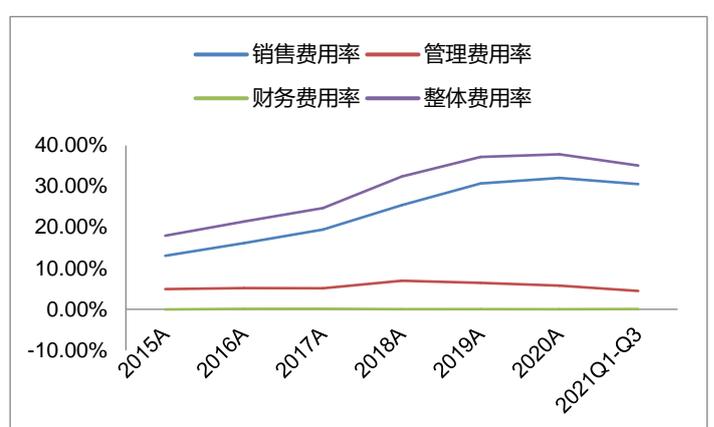
的 32%，2021 前三季度开始有所回落。

图表 8 公司毛利率与净利率变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 公司各项费用率变化情况

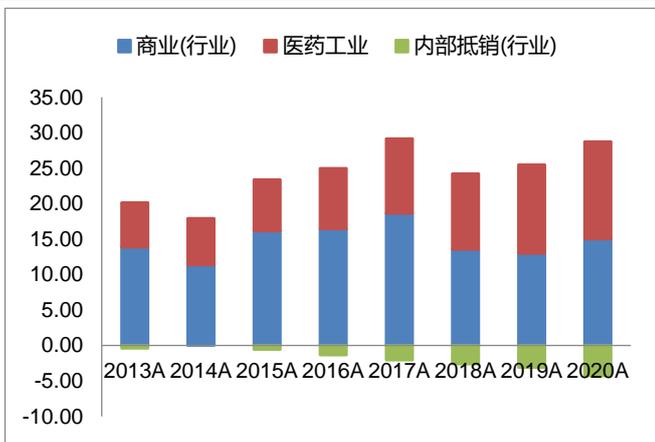


资料来源：wind，华安证券研究所

健民集团医药工业板块以母公司和全资子公司叶开泰国药为主开展药品的研发、制造和销售业务。医药工业业务中，儿科、妇科、特色中药三大产品线收入占据医药工业 80% 以上的份额，儿科作为集团的用药特色，占据医药工业收入 50% 的核心地位。

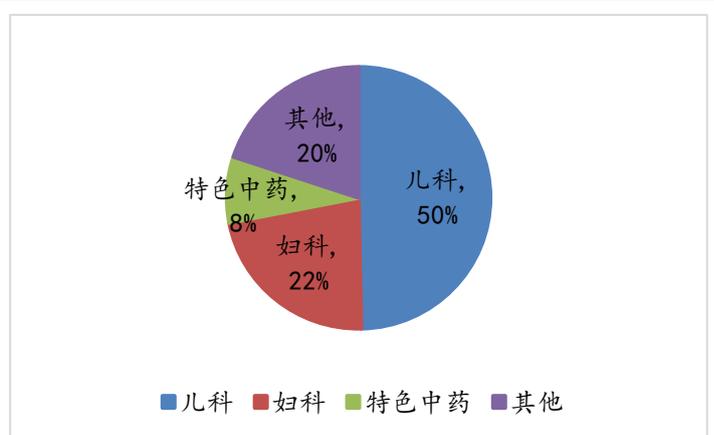
医药商业板块主要为药品的批发和零售。药品批发业务主要通过公司下属福高公司，维生公司两家医药商业子公司开展，销售本公司及其他企业的医药产品；零售业务主要通过子公司新世纪大药房开展。

图表 10 2013 年以来工业、商业收入占比 (亿元)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 2021 年 H1 医药工业比重各科占比



资料来源：wind，华安证券研究所

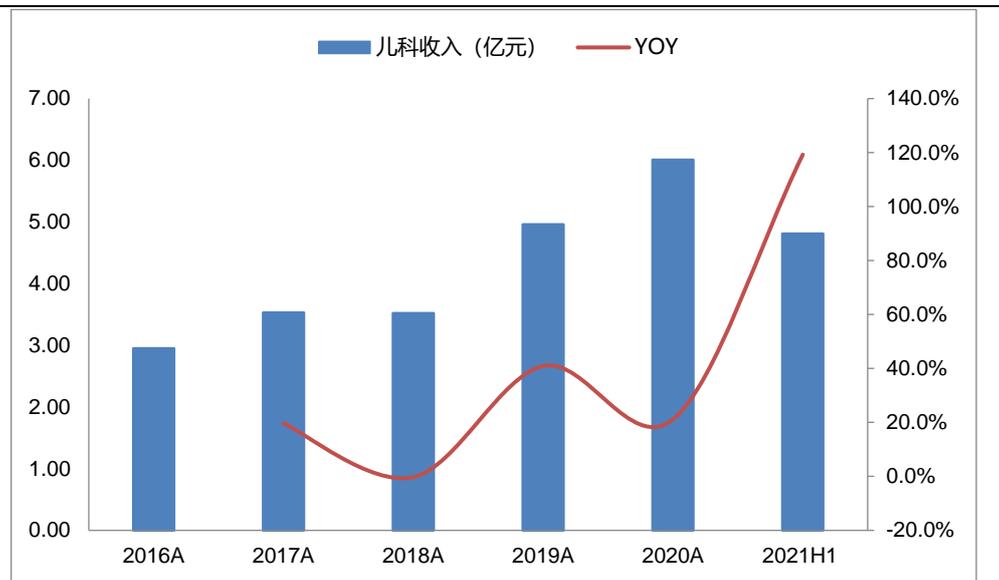
2. 以儿科用药为主，妇科及特色中药大品种并重，做强做大核心产业

2.1. 秉承儿科用药特色，龙牡壮骨颗粒做大做强

儿科业务是公司的主要营收来源，是公司近年来增长的主要驱动力。2020 年公

司儿科收入超过 6 亿元，2021 上半年公司儿科收入为 4.8 亿元，同比增长 119%。而其中主力品种为独家保护品种龙牡壮骨颗粒。

图表 12 公司儿科用药营业收入（亿元）及增速

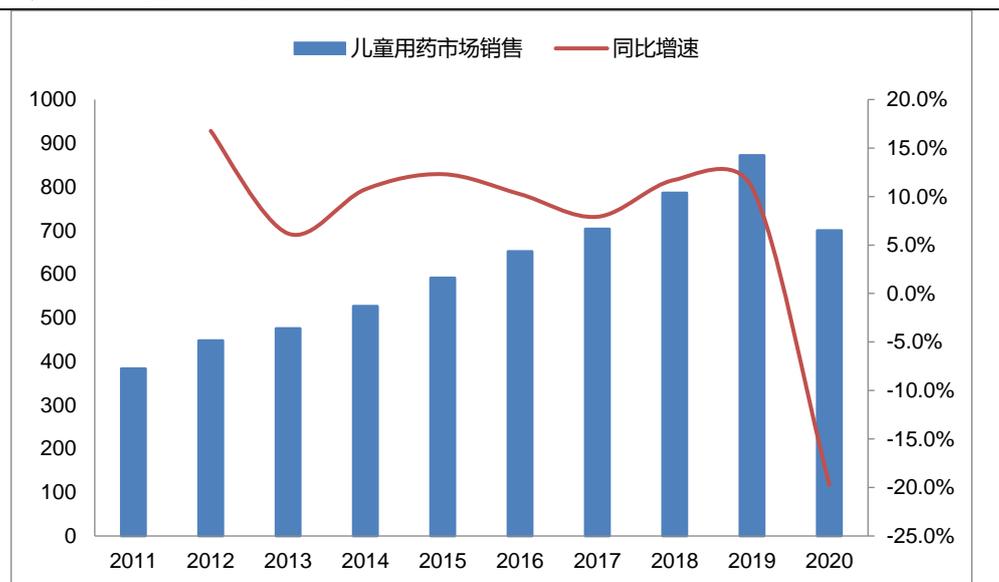


资料来源：公司公告，华安证券研究所

儿科用药指应用于 0-14 岁未成年患病者所使用的药物，包括专门针对儿童的专用药品或药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品。儿童机体尚未发育成熟，与成人在生理上具有显著不同，不适合直接使用成人用药。

米内网数据显示，2016-2019 年我国儿童药市场销售额的复合增长率在 10% 以上，2019 年已突破 872 亿元。2020 年受到疫情冲击，销售额首次出现下滑，但仍有接近 700 亿元。从市场占比来看，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。

图表 13 儿童用药规模（亿元）



资料来源：米内，华安证券研究所

儿童身高是家庭里绕不开的话题，营养与钙缺一不可

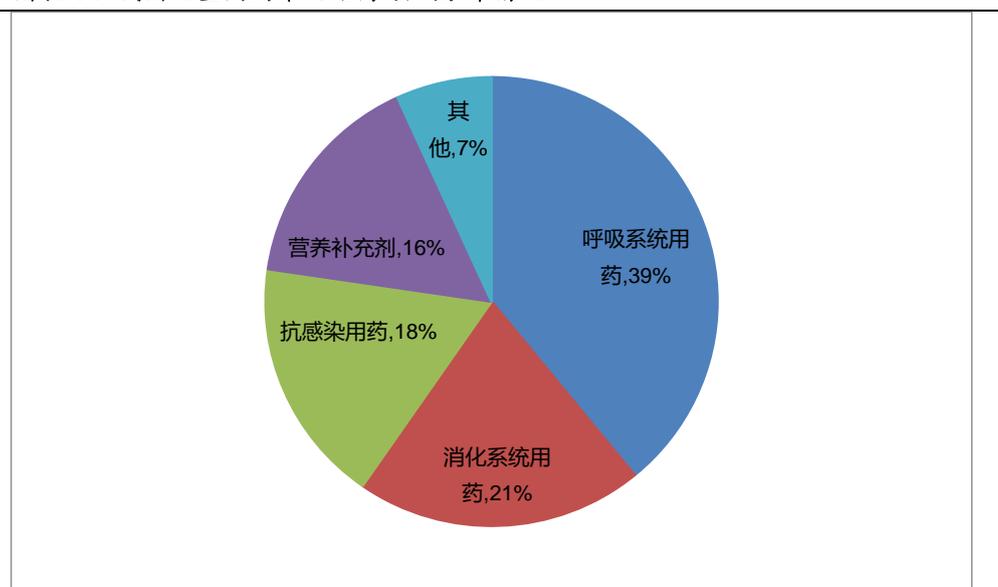
随着社会的发展，生活水平的提高，家长对孩子的期望越来越高。而长高补营养与补钙缺一不可。

- 钙摄入量不足影响身高发育。在一个关于骨质疏松症和其他代谢性骨疾病的论坛 Osteoporosis International 中显示，在有数据的 74 个国家中，各国膳食平均钙摄入量范围为 175 至 1233 毫克/天。亚洲许多国家的平均膳食钙摄入量低于 500 毫克/天，中国更是低于 400 毫克/天。非洲和南美国家的钙摄入量通常较低，400-700 毫克/天。只有北欧国家的全国钙摄入量大于建议摄入量 1000 毫克/天。
- 营养不良是由于热量或蛋白质不足而致的慢性营养缺乏症，多见于婴幼儿期。1 岁以后的幼儿，生长发育的速度虽较婴儿期减慢，但仍相当迅速，如断奶后未及时补充充足的营养，就会导致幼儿生长缓慢、停止以及营养不良。研究发现：1-4 岁的幼儿是各年龄段儿童中最易得营养不良症的。

从清华大学社会学系教授发布的清华大学中国城镇化与儿童发展调查看，就发育迟缓率分析，调查报告显示为 20.1%，比官方卫计委发布的结果多 12 个百分点。而根据北京大学中国家庭追踪调查（CFPS 2012）数据计算的 6 岁以下儿童发育迟缓率更高达 24.5%，这正是当前世界儿童发育迟缓率的平均水平。另外，及至 2010、2012、2014 这些年份，清华大学社会学系教授根据北京大学中国家庭追踪调查、清华大学中国城镇化与儿童发展调查数据计算出来的结果均显示，我国 5 岁以下儿童的发育迟缓率仍然高达 20% 以上（与全球水平基本持平），是儿童营养不良风险的高发时期。

《2016 年儿童用药安全调查报告》数据显示，我国儿童用药市场中，营养补充剂的市场份额分别为 15.8%。按 2019 年 872 亿儿童药规模计算，营养补充剂市场规模超过 130 亿元。

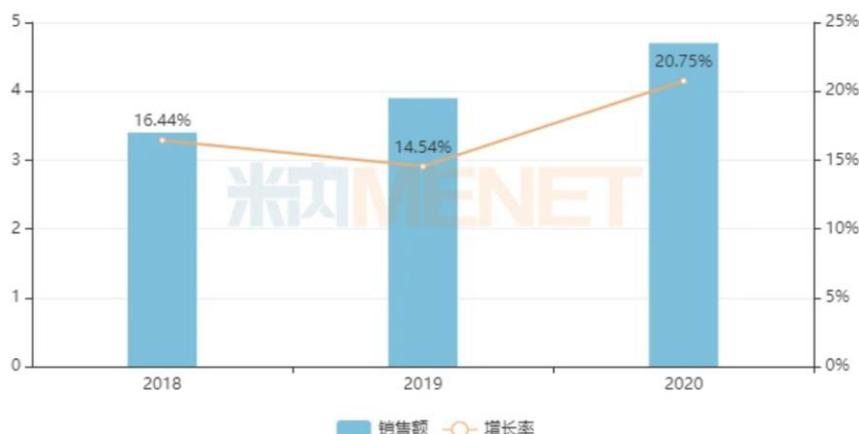
图表 14 我国儿童用药市场治疗领域分布情况



资料来源：《2016 年儿童用药安全调查报告》，华安证券研究所

而在中国城市实体药店终端，健民药业集团的独家产品龙牡壮骨颗粒撑起了儿科补充营养剂用药市场的九成以上份额。2018-2020 年的销售额增速分别为 16.44%、14.54%、20.75%。

图表 15 龙牡壮骨颗粒在中国城市实体药店终端的销售情况（单位：亿元）



资料来源：米内，华安证券研究所

龙牡壮骨颗粒：营养与钙同时补充

龙牡壮骨颗粒是《中华人民共和国药典》收载品种，是集团的独家品种，龙牡壮骨颗粒主要用于治疗和预防营养不良性佝偻病、软骨病等，对改善小儿多汗、夜啼、夜惊及食欲不振、消化不良、发育迟缓等症具有显著疗效。

作为健民集团的独家产品，双跨处方 OTC，龙牡壮骨颗粒具有广泛的认知度，同时，“龙牡”商标被认定为中国驰名商标。近年来公司也通过营销手段和包装升级提升龙牡品牌影响力。

- 2015 年龙牡壮骨颗粒首次更换包装，公司一方面将其定位为儿童中药调理脾胃促吸收，西药补钙和维生素的中西结合产品，进行 OTC 市场精准广告投放，医院终端控销保持龙牡壮骨颗粒的稳定增长。另一方面，公司更换包装，摒弃原本的孙悟空形象，开发“龙龙”和“壮壮”两个代表男孩女孩的卡通形象，并且适当进行提价。
- 2019 年下半年公司再次更换包装，产品更进一步定位为一款既能调理脾胃，又能补充钙和维生素 D 的产品，补钙同时促进钙吸收。同时，新包装进行了高科技浓缩技术、香橙味口感、冲水少（30ml 达到最佳溶解状态）三大革新。公司以产品价值回归为核心，以龙牡壮骨颗粒为载体，通过产品重新定位、产品包装更新升级，再次进行提价。

图表 16 龙牡壮骨颗粒新老包装对比



规格：5g*40袋
 价格：31元，0.77元/袋
 用法用量：2岁以下5g/次；2-7岁7.5g/次；7岁以上10g/次，一日3次



规格：5g*40袋
 价格：31元，0.77元/袋
 用法用量：2岁以下5g/次；2-7岁7.5g/次；7岁以上10g/次，一日3次



规格：3g*30袋
 价格：108元，3.6元/袋
 用法用量：2岁以下3g/次；2-7岁4.5g/次；7岁以上6g/次，一日3次

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

龙牡壮骨颗粒在儿童补充剂领域具有极强的产品力和品牌力，销量随着儿童营养补充剂用药规模持续提升，加上经典配方和包装升级带来的提价预期，龙牡壮骨颗粒有望成为 10 亿级别的大单品。

2.2. 妇科、特色中药两大产品线齐驱并进

以健脾生血颗粒、小金胶囊为主的妇科产品线和以便通胶囊、健胃消食片为主的特色中药产品线齐驱并进。

妇科：2020 年受疫情影响，妇科用药收入出现下滑为 3.25 亿元；而 2021 年上半年妇科用药收入快速恢复，达到 2.16 亿元，同比增长 46%。其中：

- 健脾生血颗粒/片属于补气补血类用药，2012 年进入国家基药目录。作为集团的独家产品，每年销量稳居公司第二仅次于龙牡壮骨颗粒。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。2020 年健脾生血颗粒/片销量为 739 万盒，同比增长+5.62%，2021 年上半年恢复至 427 万盒（2020H1 为 323 万盒）。
- 小金胶囊是公司处方药主要产品之一，2012 年进入基药目录。小金胶囊源自古方小金丹，武汉健民在其基础上进行剂型改造，使用独特的炮制工艺，增加了疗效降低了副反应，为国家级四类新药。2020 年金胶囊销量为 455 万盒，同比增长-12%，2021 年上半年恢复至 349 万盒（2020H1 为 205 万盒）。

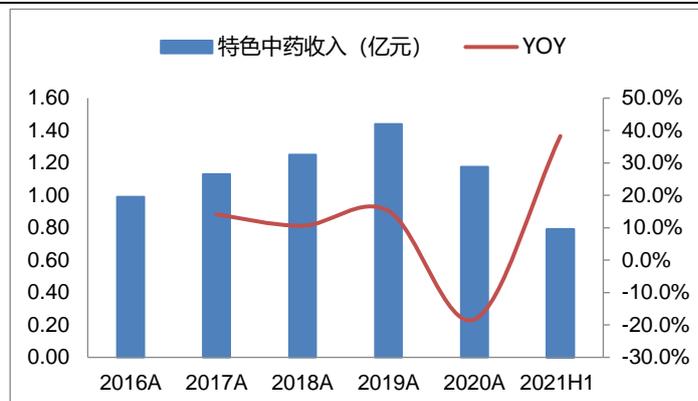
特色中药：公司特色中药产品线主要包括便通胶囊、健胃消食片、健民咽喉片、拨毒生肌散等。2020 年特色中药收入因疫情因素下滑至 1.18 亿元，2021 年上半年恢复至 0.79 亿元，同比增长 38%，恢复正常。

图表 17 妇科收入（亿元）及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 特色中药收入（亿元）及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

2.3. 新品种推广和研发双轮驱动，打开未来成长空间

公司推广渠道资源丰富。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。2021 年上半年：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。

在公司成熟的渠道推广加持下，两个潜力单品健脾生血颗粒/片和便通胶囊的销量也是近年来逐步加速，特别是2021年上半年迎来爆发期，2021H1健脾生血颗粒/片销售427.37万盒，同比增长32%；便通胶囊销量260万盒，同比增长20%。

图表 19 健脾生血颗粒/片（万盒）及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 20 便通胶囊（万盒）及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

不仅仅局限于现有的 OTC 品种，公司整体研发工作也在按年度计划稳步推进。

2021 年上半年：

- 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。

3. 健民大鹏：体外培育牛黄堪称中药材届的“钻石新星”

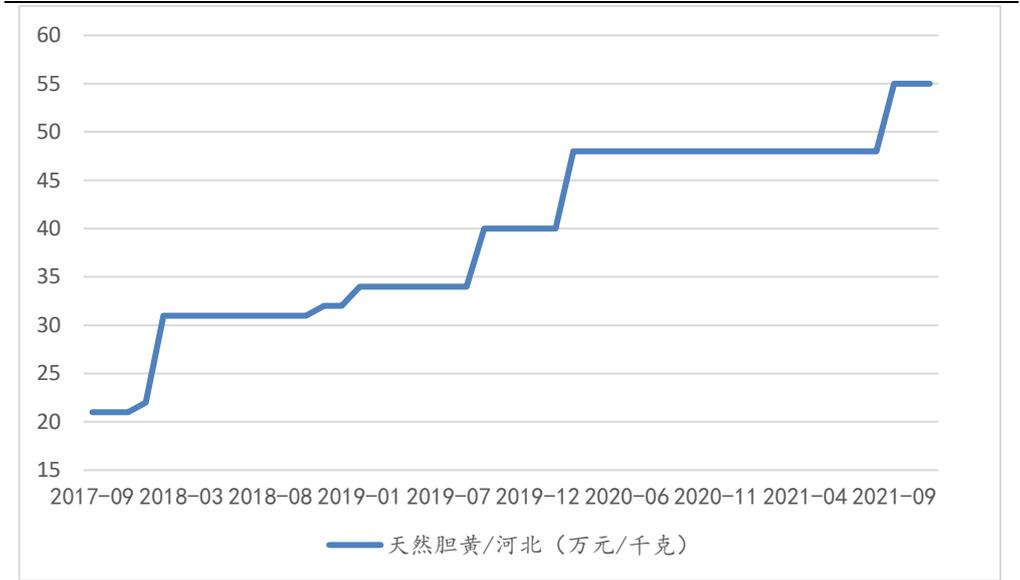
3.1. 天然牛黄钻石般稀缺，价格不断上涨

牛黄是我国传统的名贵动物药材，广泛的应用于心，肝，脑及某些癌症的治疗，疗效显著。目前约有常用的 650 种中成药含有牛黄，其中较为著名且疗效显著的中成药方剂有安宫牛黄丸，牛黄清心丸及六神丸等。天然牛黄的主要来源为病体牛的天然胆结石，而靠宰杀黄牛获得牛黄的概率只有 1%-2%。除国内自产外我国还长期从国外进口牛黄，但由于后来欧美等国家疯牛病盛行，国家禁止了从欧美国家进口牛黄，我国天然牛黄的缺口进一步放大，其稀缺程度类似于钻石。

而传统的人工牛黄粉是通过合成得到，其中关键指标胆红素含量仅为 0.7%，远远低于天然牛黄 35% 的含量标准，功效大打折扣是可想而知的。并且还出现一些天然牛黄所没有的副作用，如眩晕、恶心、呕吐等。所以，日本等东南亚国家明令禁止进口含人工牛黄粉的药品。

因此近年来，天然牛黄价格稳步攀升，进一步提升原材料成本压力。2017 年-2021 年 4 年间，天然牛黄价格从 21 万元/千克涨到 55 万元/千克。

图表 21 牛黄(天然胆黄/河北)价格走势



资料来源：康美中药网，华安证券研究所

3.2.体外培育牛黄：一类中药新药，可直接替代天然牛黄

体外培育牛黄为国际首创，是我国中药现代化领域的一项重大发明创新，是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呕心沥血 30 年研制而成的高科技产品。1999 年，武汉大鹏药业高价购入体外培育牛黄技术，由实验室到产业化历时两年。

而其原理也是相对复杂。体外培育牛黄的技术原理是模拟牛胆的环境，具体来说，牛胆囊经过细菌感染发炎后才会得胆结石，后将牛胆汁输入进健民大鹏所做的钢胆囊中，模拟牛胆环境，再通过细菌发酵培育牛黄。

图表 22 体外培育牛黄研究进程

时间	事件
* 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 ZL 89 1 00505.6）
* 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、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、国家科技部“863”重大专项，2005 年通过验收、国家原经贸委“双高一优”重点项目、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、荣获中国药学会发展奖学科奖、国家发改委中药材扶持资金项目、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、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）

资料来源：公司官网，华安证券研究所

在体外培育牛黄出现以前，只有天然牛黄和人工牛黄两种选择。天然牛黄质量高但产量有限导致价格极高，而人工牛黄价格低廉但无法保证药品质量。而体外培育牛黄能够替代天然牛黄，因此完美填补了牛黄的供应缺口。并且体外培育牛黄产能可以扩张、价格低于天然牛黄，优势十分明显。

- 质量上：《中国现代中药》杂志在 2013 年的一篇文献中指出，体外培育牛黄在药理药效方面与天然牛黄对比分析和实验研究，结果与天然牛黄一致。在全国 7 家医院进行了近 1000 例的临床试验(对照药品为单味天然牛黄、安宫牛黄丸、片仔癀)，无论是单方还是复方其临床疗效与天然牛黄完全一致。
- 法规上：按《关于牛黄及其代用品使用问题的通知》及《关于加强含牛黄等药材中成药品种监督管理的通知》的规定：“对于国家药品标准处方中含牛黄的临床急重症用药品种(附品种名单)和国家药品监督管理部门批准含牛黄的新药，可以将处方中的牛黄以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。”因此从法定的角度可以替代。

图表 23 三种牛黄的比较

	功能与主治	来源/制法	制备难度	价格 (2021.12)	缺点
体外培育牛黄	与天然牛黄完全一致	以牛科动物牛的新鲜胆汁液，去氧胆酸、胆酸、复合胆红素钙等制成	由武汉健民大鹏药厂独家	约为天然牛黄的 1/4-1/5	
天然牛黄	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。	牛科动物牛的胆结石，少数为胆管或肝管中的结石	靠宰杀黄牛获取牛黄的概率只有 1 % -2%。	约 55 万元/kg	价格昂贵、产量低
人工牛黄	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	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	多家企业生产，产量大	900 元/kg	对中枢神经无作用，只能制成普通的消炎药，不能用于

	疗疮。				安宫牛黄丸等 42 种急病重 症
--	-----	--	--	--	------------------------

资料来源：CNKI、中国药典 2015 版、康美中药材网，华安证券研究所

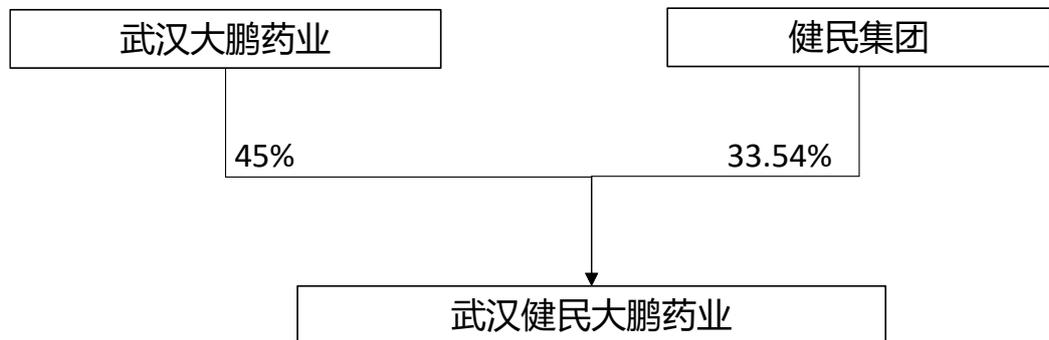
3.3.上市公司持有健民大鹏 33.54%股权，业绩受益于体外培育牛黄量价齐升

体外培育牛黄客户覆盖广泛。据长江日报，体外培育牛黄原料药供应全国 400 余家制药厂。根据药智网查询成分中含有体外培育牛黄的结果显示，有 184 个产品都已经使用体外培育牛黄。使用体外培育牛黄批文最多的品种分别为安宫牛黄丸、大活络丸等，其中还包含片仔癀、同仁堂等多家知名中药老字号。

价格随天然牛黄价格逐步提升。天然牛黄的价格从 2016 年 20 万元/kg 增长到 2020 年的 48 万元/kg（康美中药网）。而体外培育牛黄能够填补起天然牛黄市场的市场空缺，价格也是水涨船高。根据 2016 年《21 世纪经济报道》的报道：“我国牛黄年需求量约为四百多吨”，未来市场空间极为广阔。

健民集团参股比例稳定。上市公司于 2005 年参股健民大鹏药业，根据公司 2021 年半年报显示，健民集团是武汉健民大鹏药业的第二大股东，持股比例为 33.54%，第一大股东为武汉大鹏药业，持股比例为 45%。根据近 7 年的年报披露来看，健民集团持股比例一直稳定在 33.54%。

图表 24 武汉健民大鹏药业股权结构（2021.12）



资料来源：wind，华安证券研究所

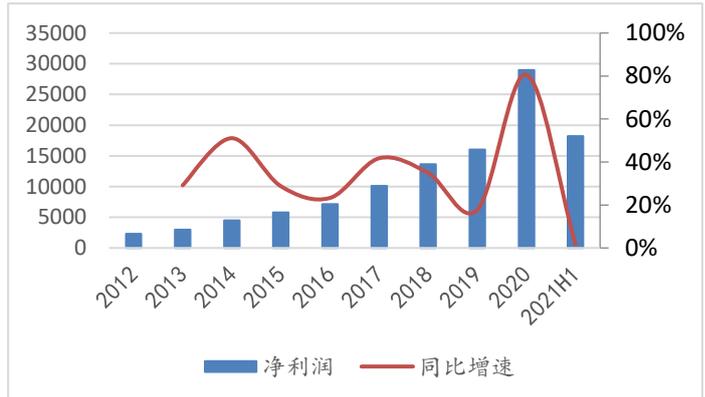
随着体外培育牛黄制剂的市场开拓力度不断变大，销量进一步提升。2012-2020 年健民大鹏营收和净利润高速增长，营收从 2012 年的 9180.3 万至 2020 年的 4.8 亿元，CAGR 为 23%。净利润从 2012 年的 2302.4 至 2020 年的 2.9 亿元，CAGR 为 37%。2021 年上半年健民大鹏实现净利润 1.8 亿元。参股子公司健民大鹏药业带来的投资收益成为健民集团净利润重要的一部分。

图表 25 武汉健民大鹏营收情况 (万元、%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 26 武汉健民大鹏净利润情况 (万元、%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

关键假设：

医药工业：受益于儿科龙牡壮骨颗粒持续放量提价，妇科、特殊中药稳定增长，整体工业端收入增速未来三年为 33%/28%/24%。

商业：伴随工业端成长，未来三年增速稳定在 15-20%之间；

健民大鹏：体外培育牛黄随天然牛黄逐步提价+需求提升，双因素驱动业绩高速增长，预计 2021-2023 年净利润为 3.9/5.0/6.6 亿元，归属上市公司权益投资收益为 1.3/1.7/2.2 亿元。

图表 27 公司业务拆分与预测

百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入		2,456	3,273	3,970	4,579
	(+/-%)	9.7%	33.2%	21.3%	15.4%
营业成本		1,458	1,855	2,128	2,376
	毛利率	40.6%	43.3%	46.4%	48.1%
一、医药工业		1,374	1,833	2,348	2,836
	YOY	9.8%	33.4%	28.1%	20.8%
	占公司收入百分比	55.9%	56.0%	59.1%	61.9%
	毛利率	66.9%	72.4%	73.9%	73.4%
1 儿科		601	894	1224	1530
	YOY	21.1%	48.9%	36.8%	25.0%
	毛利率	86.0%	86.0%	85.0%	83.0%
2 妇科		325	423	486	550
	YOY	-20.4%	29.9%	15.0%	13.0%
	毛利率	79.5%	80.0%	78.0%	76.0%
3 特色中药		118	147	186	214

YOY	-18.3%	25.2%	26.4%	15.0%
毛利率	87.0%	87.0%	85.0%	83.0%

二、商业	1,500	1,800	2,106	2,422
YOY	15.6%	20.0%	17.0%	15.0%
占公司收入百分比	61.1%	55.0%	53.1%	52.9%
毛利率	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
三、内部抵消	-429	-360	-484	-678
YOY	37.5%	-16.1%	34.6%	40.0%

参股公司健民大鵬 (33.54%)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	482	650	846	1,099
YOY	38.9%	35.0%	30.0%	30.0%
净利润	290	390	507	660
YOY	80.6%	34.7%	30.0%	30.0%
净利率	60%	60.0%	60.0%	60.0%
上市公司投资收益	97.2	130.9	170.2	221.2

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司投资价值再认识：建议以分部估值来重估公司价值。

主营业务：主业部分属于传统中药 OTC 品种，可比公司选择云南白药、济川药业以及华润三九三家具有代表性的品牌中药公司，按照 wind 一致预期 2021 年平均 PE 为 20 倍。

健民大鵬：体外培育牛黄具有特殊稀缺品的属性，并且市场空间广阔、能够跟随天然牛黄涨价，因此对应可比公司选择具有相同属性的中药品牌公司片仔癀。片仔癀 2021 年 PE 为 123 倍（wind 一致）。

图表 28 可比公司对比

代码	名称	市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE		
			20A	21E	22E	23E	21E	22E	23E
000538.SZ	云南白药	1,272	55.16	41.44	54.72	62.08	31	23	20
600566.SH	济川药业	245	12.77	17.08	18.94	20.26	14	13	12
000999.SZ	华润三九	320	15.97	20.26	23.07	25.69	16	14	12
	平均						20	17	15
600436.SH	片仔癀	2,849	16.72	23.51	29.91	37.05	121	95	77
600976.SH	健民集团	121	1.48	3.31	4.32	5.37	36	28	23

资料来源：wind 一致预期（2021/12/27），华安证券研究所

4.2. 投资逻辑与建议

四百年老字号，股权激励彰显信心

健民集团的前身为始创于明崇祯十年（1637 年）的叶开泰。公司作为中华老字号企业，拥有“健民”、“龙牡”、“叶开泰”三大品牌。主导品种龙牡壮骨颗粒为集团的独家产品，是儿童健康成长药物领域的知名品牌。2021 前三季度收入 26.1 亿元，

同比增长 62.2%；而归母净利润为 2.6 亿元，同比增长 104.4%，前三季度已经超过 2020 年全年业绩。并且 2021 年公司进行股权激励来绑定核心管理层利益，解锁条件为剔除大鹏投资收益后的归母净利润未来三年复合增速不低于 20%。

龙牡壮骨更新换代焕发新生，新品种推广和研发双重驱动打开增长空间

医药工业端儿科业务是公司的主要营收来源，借助公司独家保护品种龙牡壮骨颗粒的品牌升级，2021 上半年公司儿科收入为 4.8 亿元，同比增长 119%。根据推算，龙牡壮骨颗粒所处的营养补充剂市场规模超过 130 亿元，依靠其在儿童补充剂领域中极强的产品力和品牌力，有望成为 10 亿级别的大单品。

公司整体研发工作稳步推进：其中包括中药 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等。

公司推广渠道资源丰富，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，其中两个潜力单品健脾生血颗粒/片和通便胶囊的销量也是近年来逐步加速。

我们认为，借助成熟的推广渠道，新品种推广和研发将有望为公司带来新的增长点。

参股公司健民大鹏：体外培育牛黄堪称中药材届的“钻石新星”

公司于 2005 年参股健民大鹏药业，目前持股比例为 33.54%。健民大鹏药业拥有的体外培育牛黄是国家中药 1 类新品种，而体外培育牛黄能够替代天然牛黄的，因此完美填补了天然牛黄供应不足的空间。并且体外培育牛黄依靠产能可以保证、价格更便宜的优势，越来越被下游客户所认可。

2012-2020 年健民大鹏营收和净利润高速增长，2020 年营业收入为 4.8 亿元，8 年复合增长率为 23%；2020 年净利润为 2.9 亿元，8 年复合增长率为 37%。未来继续看好健民大鹏在体外培育牛黄量价齐升下的高速增长。

公司价值再认识，唯一的体外培育牛黄提供商具有极强稀缺性

我们认为健民集团的市值不能单一的去看待，分为两个部分分部估值更为合理。1) 健民大鹏：参股 33.5%且股权比例稳定，并且安宫牛黄丸持续提价，公司作为唯一的体外培育牛黄提供商，具备极强的资源属性和不可替代性，该部分股权价值估值可以参考同样稀缺的标的片仔癀。2) 主营业务：属于传统中药 OTC 品种，单品市场空间可以进一步扩大，净利润贡献稳定，可参考传统品牌 OTC 公司估值。

投资建议

我们预计，公司 2021~2023 年收入分别 32.7/39.7/45.8 亿元，分别同比增长 33.2%/21.3%/15.4%，归母净利润分别为 3.3/4.3/5.4 亿元，分别同比增长 124.3%/30.4%/24.2%，对应 2021~2023 年 EPS 为 2.16/2.82/3.50 元，对应估值为 36X/28X/23X。考虑到公司主业稳定增长、研发产品有梯队，参股公司健民大鹏体外培育牛黄极具稀缺性，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示：

- 公司业绩不及预期：核心产品儿科龙牡壮骨颗粒贡献大部分收入，单一品种受

外部影响下滑影响整体业绩增速；

- **健民大鹏药业增速不及预期：**大鹏药业的投资收益是公司利润核心来源，若环境变化导致体外培育牛黄产能受限或者需求下滑，导致利润减少；
- **品牌推广不及预期：**OTC 依赖药店零售渠道，而终端市场较广可能会导致品牌推广不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1513	2044	2808	3611	营业收入	2456	3273	3970	4579
现金	91	443	933	1576	营业成本	1458	1855	2128	2376
应收账款	332	464	550	642	营业税金及附加	15	20	24	28
其他应收款	9	14	16	19	销售费用	787	982	1270	1511
预付账款	93	85	116	119	管理费用	104	147	191	229
存货	229	238	304	322	财务费用	0	0	0	0
其他流动资产	759	800	889	934	资产减值损失	-2	-1	-1	-1
非流动资产	904	767	599	400	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	227	249	268	288	投资净收益	104	131	170	221
固定资产	328	168	4	-204	营业利润	161	358	466	577
无形资产	22	22	22	22	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	327	328	306	295	营业外支出	3	5	5	5
资产总计	2417	2812	3407	4012	利润总额	158	353	461	572
流动负债	1068	1129	1289	1354	所得税	9	20	26	32
短期借款	20	20	20	20	净利润	149	333	435	540
应付账款	197	253	289	323	少数股东损益	1	2	3	3
其他流动负债	851	856	980	1011	归属母公司净利润	148	331	432	537
非流动负债	26	26	26	26	EBITDA	91	572	705	849
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.00	2.16	2.82	3.50
其他非流动负债	26	26	26	26					
负债合计	1094	1155	1315	1380					
少数股东权益	6	8	11	14	主要财务比率				
股本	153	153	153	153	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	301	301	301	301	成长能力				
留存收益	862	1193	1626	2162	营业收入	9.7%	33.2%	21.3%	15.4%
归属母公司股东权	1317	1648	2080	2617	营业利润	53.1%	122.7%	30.0%	24.0%
负债和股东权益	2417	2812	3407	4012	归属于母公司净利	61.5%	124.3%	30.4%	24.2%
					获利能力				
					毛利率 (%)	40.6%	43.3%	46.4%	48.1%
					净利率 (%)	6.0%	10.1%	10.9%	11.7%
					ROE (%)	11.2%	20.1%	20.8%	20.5%
					ROIC (%)	4.2%	19.8%	20.5%	20.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	45.3%	41.1%	38.6%	34.4%
					净负债比率 (%)	82.7%	69.7%	62.9%	52.5%
					流动比率	1.42	1.81	2.18	2.67
					速动比率	1.11	1.52	1.85	2.34
					营运能力				
					总资产周转率	1.02	1.16	1.17	1.14
					应收账款周转率	7.40	7.05	7.22	7.14
					应付账款周转率	7.40	7.33	7.36	7.35
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.96	2.16	2.82	3.50
					每股经营现金流薄)	0.82	2.03	2.63	3.32
					每股净资产	8.58	10.75	13.56	17.06
					估值比率				
					P/E	26.45	36.47	27.97	22.52
					P/B	2.96	7.33	5.81	4.62
					EV/EBITDA	42.15	20.39	15.84	12.40

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李昌幸，研究助理，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。