

儿科用药快速增长，体外培育牛黄增厚业绩

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 儿科用药市场供不应求，2018年市场规模突破786亿元，公司儿科用药超预期增长，2021H1核心大单品龙牡壮骨颗粒销售收入突破2亿袋，实现同比翻倍增长；2) 股权激励下，自产产品2021-2023年利润端每年将至少保持20%以上增速。3) 体外培育牛黄具有强壁垒，能够实现对天然牛黄和人工牛黄的有效替代，预计将给公司贡献较大投资收益。
- 儿科用药市场前景广阔，儿科用药快速增长。**2018年我国儿童用药市场规模达到786亿元，儿童用药存在供给不足，国内儿童专用药的品种数量占儿童用药市场的比重尚不足60%，未来儿童用药市场有望进一步快速增长。公司儿科产品线丰富，2020年公司儿科用药收入突破6亿元。2021H1儿科收入达到4.8亿元，同比增长119%。
- 龙牡壮骨颗粒快速反弹，具有多重优势。**2021H1龙牡壮骨颗粒销量同比增长90%，龙牡壮骨颗粒作为第一大单品具有多重优势：1) 品牌优势凸显，位列十大补钙品牌，2020年成为药店终端儿童中成药销量排行榜第一名；2) 产品适应症广，可用于儿童及老人补钙，在补钙同时还具有调理脾胃促进消化功效，达到间接补钙效果。3) 2019年产品换新包装，产品价格提升。随着产品包装、口感的升级，有望实现进一步增长。
- 大鹏药业独家专利壁垒，贡献较大投资收益。**我国以牛黄为原料的品种多达600多种，天然牛黄存在供需缺口，我国天然牛黄的价格已经突破500元/g。体外培育牛黄具有低成本优势、药效等同于天然牛黄，成为天然牛黄的有效替代。公司子公司大鹏药业1999年购入体外培育牛黄独家技术。2020年大鹏药业实现收入4.8亿元，净利润2.9亿元。国内牛黄市场供需失衡加剧，体外培育牛黄未来将进一步实现天然牛黄和人工牛黄的替代。
- 盈利预测：**预计2021-2023年EPS分别为2.13元、2.84元、3.79元，未来三年归母净利润将保持58%的复合增长率。
- 风险提示：**龙牡壮骨颗粒销量增长不及预期、体外培育牛黄销量增长不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.53
流通A股(亿股)	1.52
52周内股价区间(元)	24.85-86.78
总市值(亿元)	100.28
总资产(亿元)	26.78
每股净资产(元)	9.69

相关研究

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2456.00	3119.41	3825.94	4709.33
增长率	9.69%	27.01%	22.65%	23.09%
归属母公司净利润(百万元)	147.79	327.14	436.18	581.21
增长率	61.53%	121.35%	33.33%	33.25%
每股收益EPS(元)	0.96	2.13	2.84	3.79
净资产收益率ROE	11.24%	20.55%	22.73%	24.68%
PE	73	33	25	19
PB	8.18	6.75	5.60	4.56

数据来源：Wind，西南证券

目 录

1 百年老字号，三大品牌发展.....	1
2 四百年历史品牌，儿科用药强势崛起.....	4
2.1 品牌：金字招牌打造品牌壁垒.....	4
2.2 产品：聚焦高毛利核心产品，实现业绩高增长.....	6
2.3 渠道：多渠道营销策略，助力公司成长	13
3 牛黄天然优势造就大鹏药业增利.....	14
3.1 持股大鹏药业 34%，业绩快速增长	14
3.2 体外培育牛黄优势凸显	15
3.3 自主研发独家专利，树立强壁垒	16
4 盈利预测	18
5 风险提示	19

图 目 录

图 1: 健民集团发展简史	1
图 2: 健民集团主要产品	1
图 3: 公司股权结构图 (截止 2021H1)	2
图 4: 股权激励要求净利润额	3
图 5: 公司 2014 年来总收入增长情况 (亿元)	3
图 6: 公司 2014 年来归母利润增长情况 (亿元)	3
图 7: 2020 年公司营收构成 (万元)	4
图 8: 2020 年公司毛利构成 (万元)	4
图 9: 公司近年来毛利率和净利润	4
图 10: 公司近年四费率	4
图 11: 公司品牌图	5
图 12: 1994 年获评 50 强企业	5
图 13: 健民集团获评中华老字号	5
图 14: 儿童用药市场规模 (亿元)	6
图 15: 各阶段年龄人数 (万人)	6
图 16: 儿童与非儿童用药占比	7
图 17: 儿童专用与非专用用药占比	7
图 18: 儿童常患疾病统计	8
图 19: 龙牡壮骨颗粒	8
图 20: 十大补钙品牌	8
图 21: 服用补钙产品的消费者	9
图 22: 儿科厌食症用中成药市场规模 (亿元)	9
图 23: 龙牡壮骨颗粒新一代	9
图 24: 龙牡壮骨咀嚼片	9
图 25: 龙牡壮骨颗粒销量及增速	10
图 26: 妇科用药市场规模 (亿元)	11
图 27: 妇科营收 (万元)	11
图 28: 健脾生血颗粒销量 (万盒)	12
图 29: 小金胶囊销量 (万盒)	12
图 30: 特色中药营收 (万元)	12
图 31: 特色中药库存量 (万盒)	12
图 32: 便通胶囊	13
图 33: 便通胶囊销量 (万盒)	13
图 34: OTC 品牌营销渠道	13
图 35: 销售人员 (万人)	14
图 36: 销售人均贡献工业收入 (万元)	14
图 37: 大鹏药业营收 (万元)	14
图 38: 大鹏药业净利润 (万元)	14
图 39: 天然牛黄价格 (元/g)	16
图 40: 人工牛黄价格 (元/g)	16

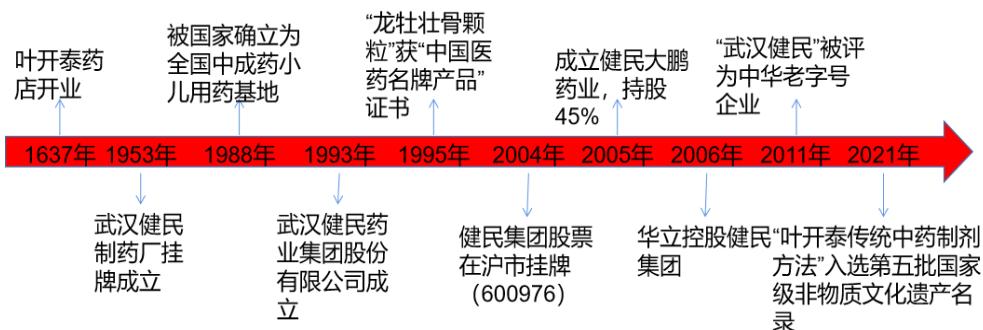
表 目 录

表 1：核心产品的适应症	2
表 2：“中国 500 最具价值品牌”价值	6
表 3：健民集团儿科产线产品	7
表 4：2020 年中国城市实体药店终端儿科中成药销量排行	10
表 5：四种牛黄比较	15
表 6：体外培育牛黄研究历程	16
表 7：大鹏药业产品	17
表 8：主营业务收入拆分	18
附表：财务预测与估值	20

1 百年老字号，三大品牌发展

健民药业集团股份有限公司成立于 1993 年，公司的前身是 1953 年成立的武汉市健民制药厂，之后确立以“龙牡壮骨颗粒”为主导产品。早在 1988 年健民制药厂就被确立为全国中成药小儿用药基地，2004 年在上交所成功上市。2011 年“武汉健民”被评为中华老字号企业。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。

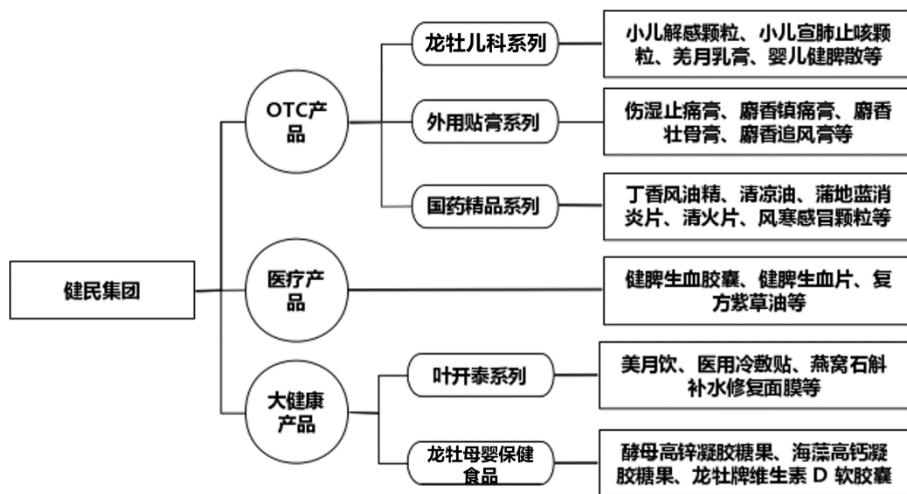
图 1：健民集团发展简史



数据来源：公司公告、公司官网、西南证券整理

公司产品主要定位于儿童用药，同时涵盖妇科用药、老年用药和疑难杂症用药等众多领域，共计 80 多个品种。公司核心产品主要包括龙牡壮骨颗粒、便通胶囊、健民咽喉片、小金胶囊、健脾生血颗粒等。其中龙牡壮骨颗粒为武汉健民独家研制，是国家首批三个一级中药保护品种之一，荣登“2021 年中国非处方药”综合排名榜首，主要用于强筋壮骨，和胃健脾，治疗和预防小儿佝偻病、软骨病。

图 2：健民集团主要产品



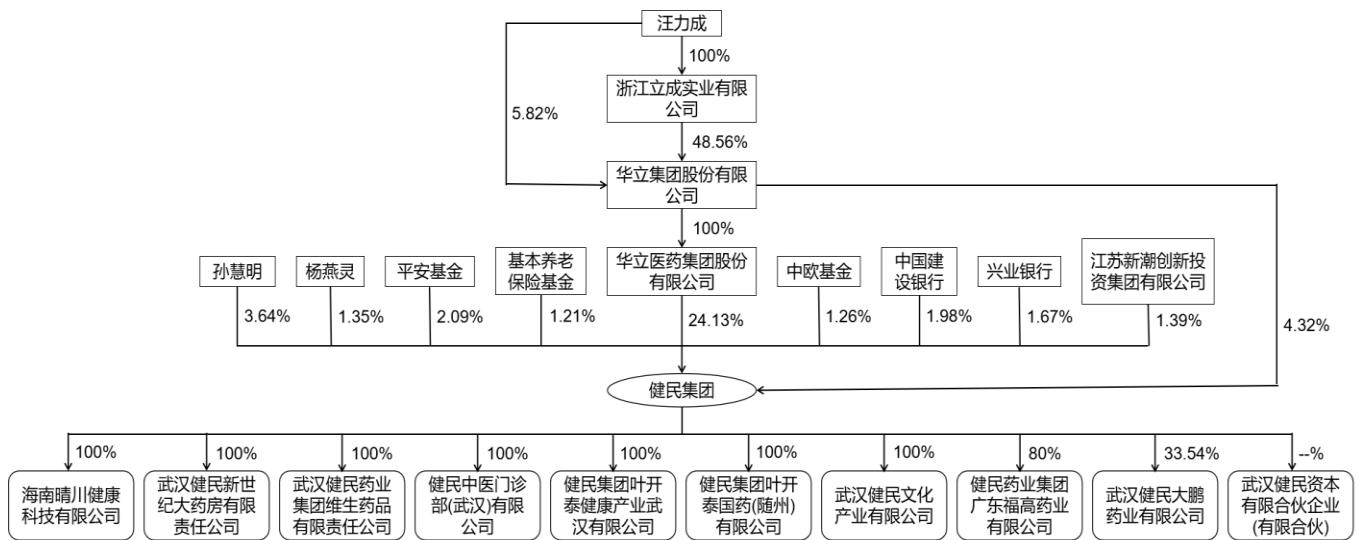
数据来源：公司公告、公司官网、西南证券整理

表 1：核心产品的适应症

药品名称	剂型	适应症	备注
龙牡壮骨颗粒	颗粒剂	强筋壮骨，和胃健脾。用于治疗和预防小儿佝偻病、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。	OTC
小金胶囊	胶囊剂	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。	处方
健脾生血颗粒	颗粒剂	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，食健脾和胃，养血安神。用于小儿脾胃虚弱及心脾两少纳呆，腹胀脘闷，大便不调，烦躁多汗，倦怠乏力。	处方
便通胶囊	胶囊剂	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。	OTC
健民咽喉片	片剂	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、失音及上呼吸道炎症。	OTC

数据来源：公司公告，西南证券整理

华立集团控股，股权结构稳定。公司实际控制人为汪力成，华立医药集团（由华立集团100%持股）持股24.13%，华立集团持股4.32%，构成公司第一、二大股东，其它股东较为分散且权重较小，整体来说股权结构稳定，有利于公司开展业务和战略部署。

图 3：公司股权结构图（截止 2021H1）


数据来源：公司报告，西南证券整理

股权激励保障内生高速增长。2021年公司实行限制性股票激励计划，本次计划授予的对象为7人，包括公司董事长、总裁、副总裁、财务总监。以每股13.89元的价格授予106.24万股限制性股票，将公司层面业绩考核指标定为以2020年考核净利润为基数，2021年、2022年、2023年考核净利润较2020年分别增长不低于20%、44%、72.8%，经测算公司2021-2023年主营业务净利润率分别不低于8245万元、9894万元和1.3亿元。此净利润为扣除联营企业武汉健民大鹏药业有限公司投资收益后的部分，直接反映公司内生业务成长性和盈利能力。

图 4：股权激励要求净利润额


数据来源：公司公告，西南证券整理

龙牡销量剧增，收入和归母净利润双提升。2021年Q3实现营业总收入26.1亿元，同比上升62%，归母净利润2.57亿元，同比上升104%。2021年主要受益于公司龙牡壮骨颗粒等主导产品收入增加所致，2021H1龙牡壮骨颗粒销售突破2亿袋，同比增长90.57%，旺盛的产品需求极大推动公司收入和净利润的增长。此外近年来子公司大鹏药业体培牛黄收入迅速增长，也持续贡献利润端的业绩。

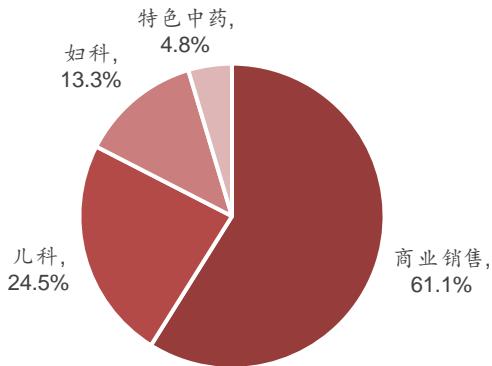
图 5：公司 2014 年来总收入增长情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

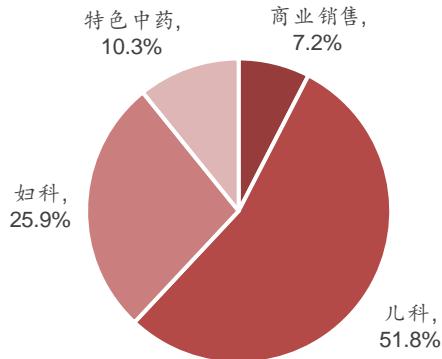
图 6：公司 2014 年来归母利润增长情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

医药工业板块贡献核心毛利。2020年公司的儿科用药（以龙牡壮骨颗粒为核心）占总营收24.5%，医药商业占总营收的61.1%，妇科用药占13.3%，特色中药占4.8%。2020年总毛利达到99817.9万元，总体毛利率达到42%。从各个业务板块毛利率来看，2020年儿科用药毛利占比为51.8%，医药商业毛利占比为7.2%，妇科用药毛利占比为25.9%，特色中药毛利占比为10.3%。

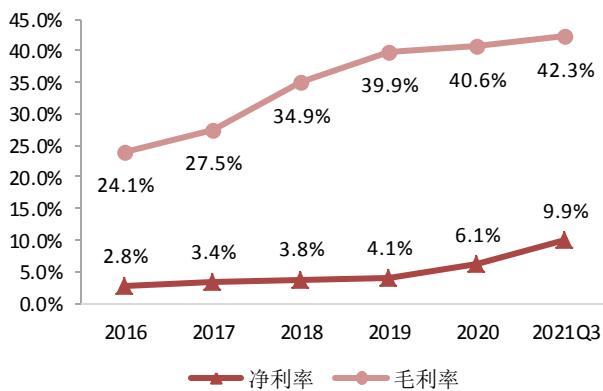
图 7：2020 年公司营收构成 (万元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2020 年公司毛利构成 (万元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

净利润和毛利率双升，四费率明显波动。2021 年公司受龙牡壮骨颗粒销量攀升的影响，毛利率和净利润率均大幅提升，公司近年来开拓多样销售渠道，加大营销投入，所以销售费用率整体呈上升趋势，管理费用率和财务费用率均无较大变化。研发费用率上升是因为公司加大研发投入。

图 9：公司近年来毛利率和净利润


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司近年四费率


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 四百年历史品牌，儿科用药强势崛起

2.1 品牌：金字招牌打造品牌壁垒

健民集团三大核心品牌，助力综合实力跻身前列。健民集团历史文化悠久，传承“叶开泰”近 400 年历史文化，旗下拥有“叶开泰”、“健民”、“龙牡”三大核心品牌，“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》，充分体现了健民品牌的综合实力、品牌美誉度以及在医药行业中卓越的品牌影响力，综合实力成功跻身全国医药企业百强之列。斩获“2019 年度中华民族医药百强品牌企业”、“2019 年度中国中药企业 TOP100”等荣誉。

图 11：公司品牌图



数据来源：公司报告，西南证券整理

百年传承“叶开泰”。“叶开泰”是健民集团的前身，武汉叶开泰药店始创于 1637 年（明崇祯十年），至今有三百多年的历史。它与北京同仁堂、杭州胡庆余、广州陈李济并称为中国的四大中药店。它的自制名药参桂鹿茸丸、八宝光明散、虎骨追风酒，名闻遐迩，远销海外。在清同治、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。1870 年，叶开泰因用重建“三皇殿”作同业会馆，取得了行业中的领导地位。1929 年在中医药将被废除时打响中医药保卫战，1937 年支援抗战，建立了极好的品牌形象。

图 12：1994 年获评 50 强企业



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：健民集团获评中华老字号



数据来源：公司公告，西南证券整理

实施品牌战略，铸就核心壁垒，提升品牌价值。叶开泰品牌：近年来，公司倾力打造的叶开泰中医药文化街区，不仅在传承与弘扬传统中医药文化的同时为市民提供便利的中医药一体化综合性服务，还被纳入湖北省旅游委评定的中医药康养旅游线路，并入选武汉市第六批市级非物质文化遗产代表性项目名录，成为了中医药界的又一张名片；健民品牌：《中国 500 最具价值品牌》被认为是全国品牌含金量评定的风向标，“健民”品牌已连续多年荣登榜单，充分体现了健民品牌的综合实力、品牌美誉度以及在医药行业中卓越的品牌影响力。从 2014 年到 2019 年，“健民”品牌价值从 25.95 亿提升至 44.05 亿，未来品牌价值提升的空间还很广阔。龙牡品牌：全面焕新绽放，龙头产品龙牡壮骨颗粒升级定位，聚焦三大症状，

直指消费者痛点。同时，通过多平台、高频次、大声量整合传播，兼顾广覆盖与精准人群品牌触达，牢牢占据用户心智。三大品牌成功铸就公司高品牌壁垒。

表 2：“中国 500 最具价值品牌”价值

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
“健民”品牌价值（亿元）	25.95	29.84	32.26	35.69	36.71	44.05

数据来源：世界品牌实验室，西南证券整理

2.2 产品：聚焦高毛利核心产品，实现业绩高增长

2.2.1 儿童市场空间富裕，龙牡壮骨颗粒改革换代

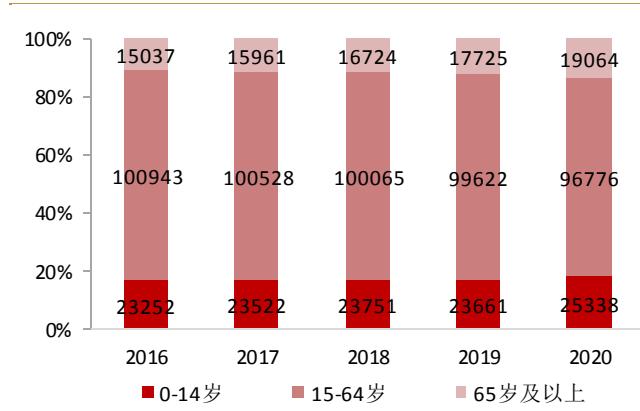
需求端：儿童患病率高，儿童用药市场广阔。《第七次全国人口普查公报》数据显示，截至 2020 年我国 0-14 岁儿童共有 2.53 亿人，占全国总人口的 17.95%。2016-2020 年，随着总人口的增长，0-14 岁儿童人口数逐年递增。当前，“三胎”政策已全面放开，新生儿有望迎来增长，儿童药市场将迎来更大的空间。儿童相对于成年人来说，免疫力低下，患病的概率相应较大，根据原国家卫生部《1993-2013 年国家卫生服务调查分析报告》，0-14 岁年龄组的患病率位列各年龄组第三，且 4 岁以下低龄儿童的患病率位列 44 岁以下年龄组第一，从就诊率上看，0-14 岁年龄组儿童就诊率远高于其他年龄组。儿童和成年人在身体机能、耐受性和吸收性等方面差异较大，需要专门针对儿童群体的药物，这又进一步增大了对儿科药品的需求。2018 年我国儿童用药市场规模大约为 786 亿元，我国儿童用药市场规模约占整个医药行业的 5%，儿童用药市场远未饱和，未来市场空间广阔。

图 14：儿童用药市场规模（亿元）



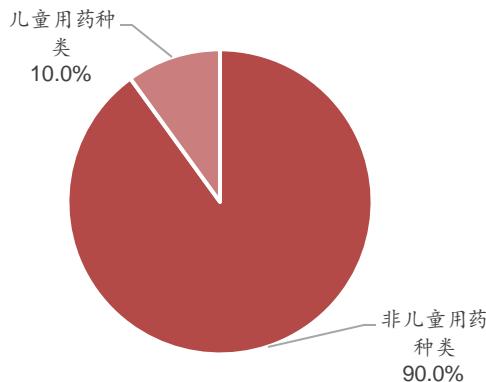
数据来源：观研天下，西南证券整理

图 15：各阶段年龄人数（万人）

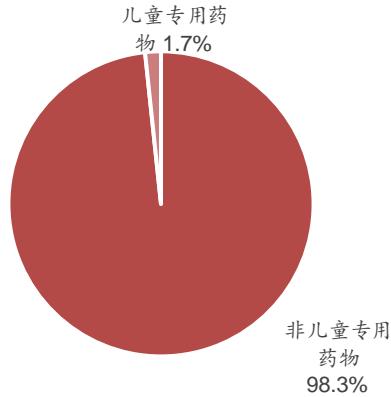


数据来源：国家统计局，西南证券整理

供给端：儿童药品品种类低，专用药物少。儿童患病率的增加，却没有与之匹配的药品增加，我国儿童药品品种少，剂型和规格较单一，目前国内医药市场常用的 3500 多个品种中，绝大多数的药品缺少适用于儿童的剂型。国内儿童专用药的品种数量占儿童用药市场的比重尚不足 60%，有近一半的市场需求是通过成人药品来替代，因此我国儿童专用药市场还存在较大的发展空间。

图 16：儿童与非儿童用药占比


数据来源：观研天下，西南证券整理

图 17：儿童专用与非专用用药占比


数据来源：观研天下，西南证券整理

儿科产线丰富，贡献核心毛利。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。接近 30% 的营收来自儿科产品，且其贡献了核心毛利。健民集团拥有丰富的儿科产品资源、雄厚的研发实力和稳固的销售网络，已形成了以儿童药物为主的产品结构，拥有数十个儿童药物品种。

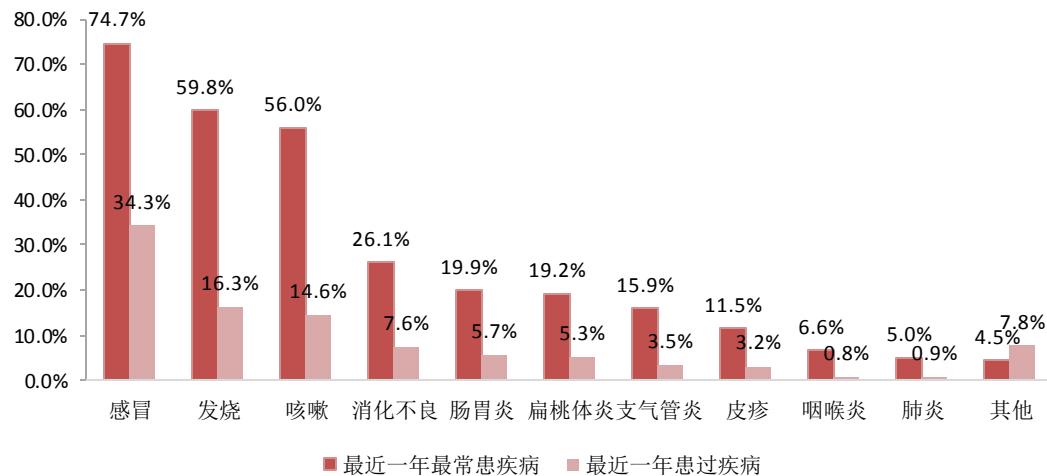
表 3：健民集团儿科产线产品

药品名称	剂型	适应症	产品
龙牡壮骨颗粒	颗粒剂	强筋壮骨，和胃健脾。用于治疗和预防小儿佝偻病、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	颗粒剂	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。	
小儿宣肺止咳颗粒	颗粒剂	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	软膏剂	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	散剂	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	糖浆剂	益气养阴，固表敛汗。用于气阴不足之自汗、盗汗及小儿盗汗。	
小儿宝泰康颗粒	颗粒剂	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。	

数据来源：公司官网，西南证券整理

健民集团产品线覆盖主要儿童常见疾病。目前儿童常患病种集中在感冒、发烧、咳嗽和肠胃等方面；健民集团拥有丰富的儿科产业，是老字号牌的儿童中成药生产企业，历年来也极其重视儿科药物的研发，目前形成了以龙牡壮骨颗粒为核心的多种类儿童药物，针对众多儿童常患病症状，且剂型丰富，多受消费者青睐。

图 18：儿童常患疾病统计



数据来源：观研天下，西南证券整理

明星产品龙牡壮骨颗粒品牌优势凸显。龙牡壮骨颗粒是健民集团的明星产品，作为中国儿童健康成长药物领域的领导品牌，龙牡壮骨颗粒自上市以来，累计开展临床医学研究 63 项，研究病例数高达 4775 例，曾被列为国家一级中药保护品种。对于不爱吃饭、发育迟缓、夜惊多汗等儿童发育问题有确切疗效。据米内网数据显示，龙牡壮骨颗粒成功问鼎 2020 年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。凭借超高的品牌价值、产品功效，龙牡壮骨颗粒多次荣登各大重量级榜单，位列 2021 十大补钙品牌。

图 19：龙牡壮骨颗粒



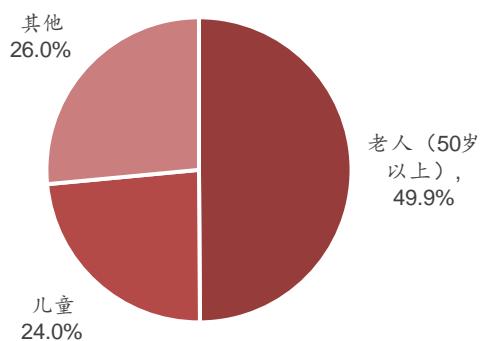
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 20：十大补钙品牌

	药品品牌	公司	主治功能
	Caltrate 钙尔奇	美国惠氏-百富制药有限公司	补钙，防治骨质疏松
	汤臣倍健	汤臣倍健股份有限公司	补钙、增强免疫力、预防骨质疏松
	盖中盖	哈药集团有限公司	补钙
	迪巧	安士制药(中山)有限公司	补钙，防治骨质疏松症
	乐力	维奥健康科技(成都)有限公司	维生素和矿物质补充
	NUTRILITE 纽崔莱	安利(中国)日用品有限公司	蛋白质、维生素、矿物质等营养补充
	三精制药 Sanchine	哈药集团有限公司	补钙
	龙牡	健民药业集团股份有限公司	调理脾胃、治疗夜惊多汗和儿童补钙
	Swisse	健合(中国)有限公司	补充维生素，运动营养
	健力多 KEYLID	汤臣倍健股份有限公司	补充骨骼营养

数据来源：十大品牌网，西南证券整理

产品适应症广，疗效显著。龙牡壮骨颗粒的主要成分是龙骨、牡蛎，此外还包含了四君子汤、玉屏风散、经典补益、补气的名方，同时添加了葡萄糖酸钙、乳酸钙、维生素D2等营养元素。区别于其他补钙产品的一大特点是，其在加强补钙的同时，具有调理脾胃促进消化的功能，也就是说一方面通过体外直接补充钙质，另一方面通过增强儿童的脾胃吸收消化功能，促进饮食中营养物质的全面均衡吸收，这些独特的优势是市面上其它单一补钙产品所不具有的。同时该产品也可以用于老年人补钙，老年人在补钙人群中占50%，相对于儿童用药市场规模更大。此外儿童厌食症中成药市场规模也大约46.5亿元。

图 21：服用补钙产品的消费者


数据来源：中经纵横，西南证券整理

图 22：儿科厌食症用中成药市场规模（亿元）


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

品牌焕新，优势凸显。公司对成熟的龙牡壮骨颗粒进行了多次再开发，根据儿童用药的特点，不断改进，深入挖掘潜力，努力满足不同的用户需求。2019年10月，健民集团新一代龙牡壮骨颗粒全新上市，产品相对于同类产品的优势在于：第一、钙含量高；第二、口感好，香橙味更容易被儿童接受，果味龙牡壮骨颗粒糖分摄入更少，不会引起龋齿；第三、冲水少，溶解度更高，只需30ml水即可达到最佳溶解状态。同时在剂型方面升级，推出龙牡壮骨咀嚼片，携带服用更方便，适合于3-14岁的儿童使用。

图 23：龙牡壮骨颗粒新一代


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：龙牡壮骨咀嚼片


数据来源：西南证券整理

量价齐升，业绩猛增。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。据米内网最新数据显示：2020 年，健民集团旗下产品龙牡壮骨颗粒成功问鼎 2020 年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。2020 年，销量同比增长 26.9%，2021H1 增长 90.3%。

图 25：龙牡壮骨颗粒销量及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

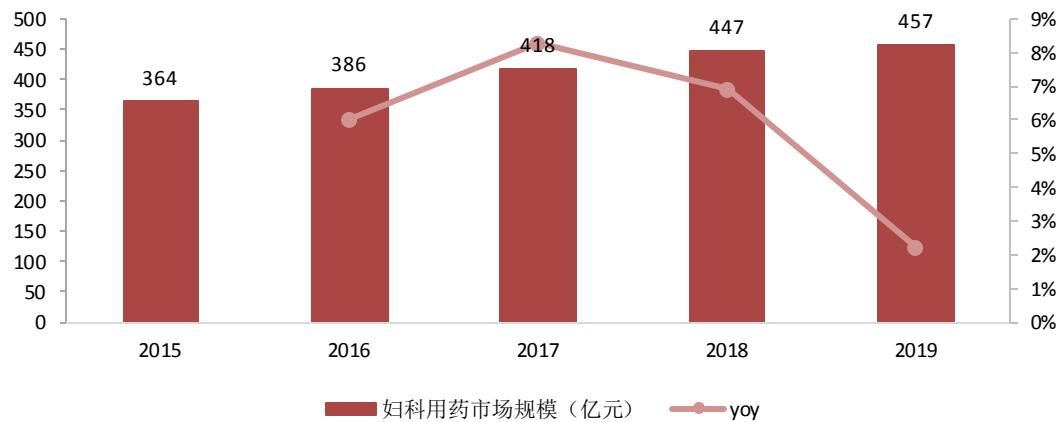
表 4：2020 年中国城市实体药店终端儿科中成药销量排行

排名	产品名称	品牌	备注	排名变化
1	龙牡壮骨颗粒	龙牡	非处方药/中成药/非医保	2
2	小儿感冒颗粒	惠美建	OTC 乙类/中成药/医保乙类	-1
3	丁桂儿脐贴	亚宝	OTC 甲类/中成药/医保乙类	-1
4	小儿豉翘清热颗粒	同贝	处方药/中成药/医保乙类	-
5	小儿肺热咳喘颗粒	葵花、国风、丁桂、丽珠	处方药/中成药/医保乙类	-
6	小儿七星茶颗粒	果果	处方药/中成药/非医保	2
7	小儿柴桂退热颗粒	百灵鸟	处方药/中成药/医保乙类	-1
8	小儿肺热咳喘口服液	葵花	非处方药/中成药/非医保	-1
9	小儿止咳糖浆	太极集团	非处方药/中成药/非医保	-
10	金振口服液	康缘	OTC 甲类/中成药/医保乙类	1

数据来源：米内网，西南证券整理

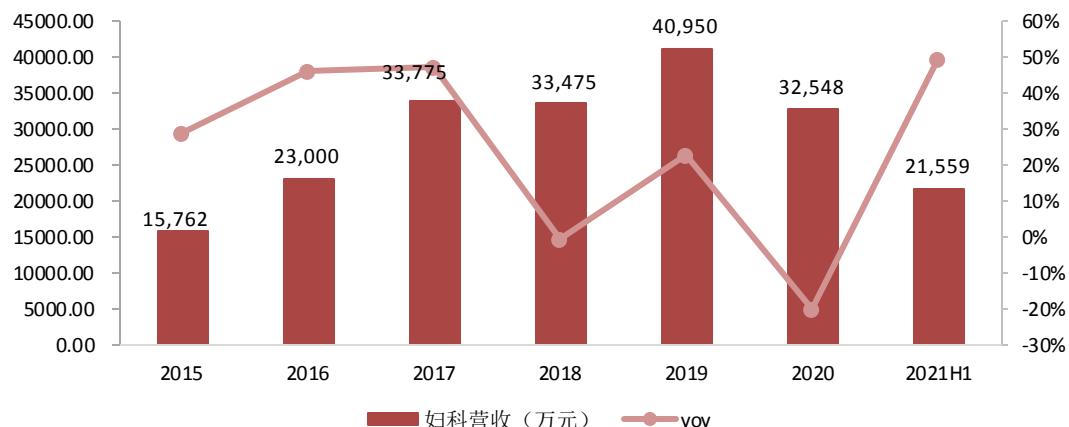
2.2.2 妇科用药市场增大 妇科产线恢复增长

妇科用药市场平稳增长。伴随着国民收入的增长，生活压力倍增，节奏加快的大背景下，女性由于身体差异和心理问题，妇科疾病发病率保持上升的趋势，2015-2019 年的复合增长率达到 5.85%，2019 年妇科用药市场规模大约为 457 亿元。

图 26：妇科用药市场规模（亿元）


数据来源：观研天下，西南证券整理

妇科收入恢复增长。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。2020 由于疫情影响下妇科产品收入略有下降，但 2020H1 迅速增长。妇科产品线以健脾生血颗粒和小金胶囊为核心，健脾生血颗粒/片、小金胶囊等进入国家基药目录，在 2020-2021H1 实现高速销量增长。

图 27：妇科营收（万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：健脾生血颗粒销量（万盒）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：小金胶囊销量（万盒）


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2.3 特色中药稳定增长

特色中药研发力强，持续盈利。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。自 2015 年起，特色中药营收逐年增长，2021 年上半年收入为 7890 万元，同比增长 38%，迅速恢复增长。与此同时特色中药的库存量逐年下降，存货也处于相对较低水平。

图 30：特色中药营收（万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：特色中药库存量（万盒）


数据来源：公司公告，西南证券整理

核心产品便通胶囊患者基数大。便秘已逐渐成为都市居民常见疾病之一，发病患者越来越多。据新思界调研数据显示，中青年便秘发生率为 1%-5%，老年人为 5%-30%，长期卧床的老年人甚至高达 80%，我国便秘人群庞大，约有 9000 多万人患有便秘，患病率较高，且呈增长趋势。近年来，我国便秘用药医院市场规模不断增长。在我国便秘用药医院市场中，化学药的市场份额高于中成药。医疗保健作为人类一种基本需求，随着生活水平逐步提高，居民健康意识逐步提升，将拉动药品需求的增长，未来中国便秘用药市场空间巨大。

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。近年来，公司着力加大新产品的培育和开发力度，便通胶囊的销量逐年上升，到 2020 年年销量达到 438 万盒，有望继续增长。

图 32：便通胶囊

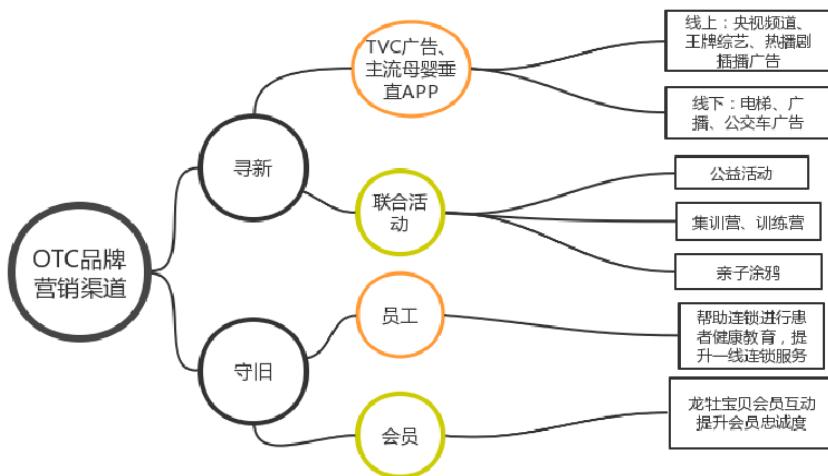

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 33：便通胶囊销量（万盒）


数据来源：公司公告，西南证券整理

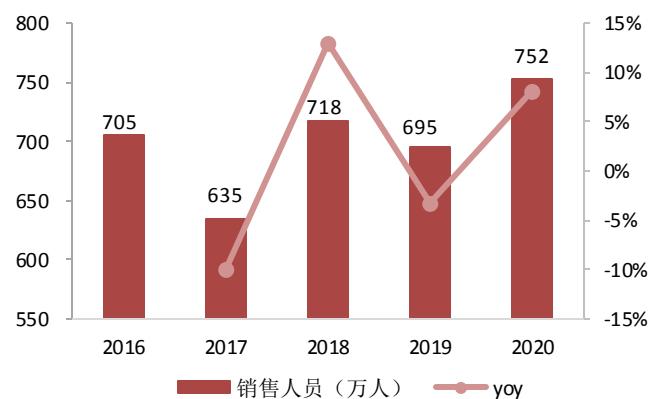
2.3 渠道：多渠道营销策略，助力公司成长

“大 KA—广覆盖—强动销”三位一体的 OTC 销售体系，加强品牌建设。医药工业是公司利润的最主要来源，OTC 药品占据健民集团业务，近年来，公司致力于打造 OTC 销售体系。2019 年健民集团开启龙牡壮骨颗粒品牌焕新之路，打破界限，构建多渠道品牌宣传矩阵。通过央视多个频道以及大剧热综进行广告投放，渗透各大母婴垂直 APP 及医药类门户网站进行专题推广，以创新的视角为品牌打造具有社会影响力的品牌传播模式，形成强大的口碑传播效应，快速提升龙牡壮骨颗粒知名度。2020 年，通过热播大剧、爆款综艺、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，使得核心产品销量破 2 亿。

图 34：OTC 品牌营销渠道


数据来源：西南证券整理

销售人员人均贡献收入快速提升。从销售人员数和销售人均贡献工业收入来看，总体呈上升趋势，2020 年销售人员数达到 752 万人，同比增长 8.2%，人均贡献工业收入 183 万元。

图 35：销售人员（万人）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：销售人均贡献工业收入（万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

以 OTC 广告营销整合模式为先导，带动整体产品的品牌营销。在聚焦核心品种龙牡壮骨颗粒的同时，公司重点打造的小金胶囊、便通胶囊和健脾生血颗粒等梯队产品保持增长，在大健康业务方面，通过健民滋补养生旗舰店与健民叶开泰化妆品旗舰店等线上运营，深入探索互联网销售；优化经销商，拓展线下终端及新零售销售渠道，新增益生菌等健康产品 30 余个，销售实现同比较大增长；中医诊疗方面，打造特色中医街区，赋能中医诊疗服务。

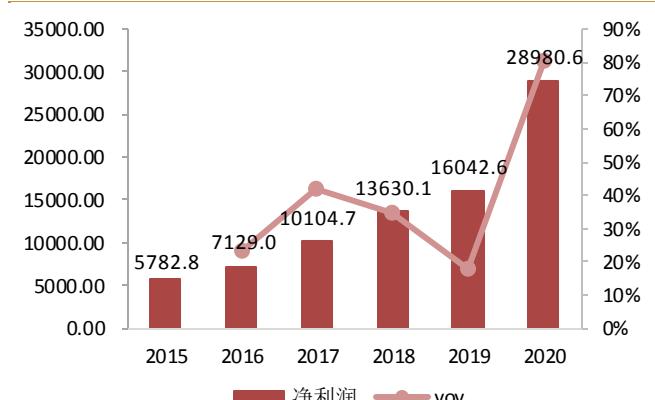
3 牛黄天然优势造就大鹏药业增利

3.1 持股大鹏药业 34%，业绩快速增长

健民持股 34% 大鹏，持续贡献稳定业绩。大鹏药业公司成立的头 10 年一直在培育市场，各大制药厂原料药和医院中药饮片逐渐得到了供应商和市场认可，开始获利，最近 5 年的销量以每年 30% 的速度递增。2005 年，上市公司武汉健民（健民集团）与大鹏药业携手共同合资组建武汉大鹏，武汉健民参股 34%，也从大鹏药业的持续盈利中获得投资收益。到 2020 年大鹏药业营业收入突破 4.8 亿元，净利润突破 2.9 亿元。

图 37：大鹏药业营收（万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 38：大鹏药业净利润（万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 体外培育牛黄优势凸显

体外培育牛黄成为天然牛黄最好替代，竞争优势显著。由于天然牛黄的供需缺口大，而国家自 2002 年起就禁止使用进口牛源性材料如天然牛黄制备中成药，国内存在巨大天然牛黄替代品，截止目前，替代牛黄品种有人工牛黄、培植牛黄和体外培育牛黄，但由于人工牛黄与天然牛黄各方面差距甚远，而培植牛黄无法规模量产，因此，体外培牛黄成为能完全替代天然牛黄应用于所有含牛黄的中成药品种

表 5：四种牛黄比较

品种	形成机制及成分	性状	质量标准	功效	评价
天然牛黄	牛黄是脊索动物门哺乳纲牛科动物牛胆囊的胆结石。在胆囊中产生的称“胆黄”或“蛋黄”，在胆管中产生的称“管黄”，在肝管中产生的称“肝黄”	多呈卵形、类球形、三角形或四方形，表面黄红色至棕黄色，有的表面被有“乌金衣”，气清香，味苦而后甘，有清凉感，嚼之易碎，不粘牙	胆酸 $\geq 4\%$ 胆红素 $\geq 25\%$	清心，豁痰，开窍，凉肝，息风，解毒，可用于热病神昏，中风痰迷，惊痫抽搐，癫痫发狂，咽喉肿痛，口舌生疮，痈肿疔疮等症	产量过低、价格高、质量难把控
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	黄色疏松粉末。味苦，微甘	胆酸 $\geq 13\%$ 胆红素 $\geq 0.63\%$	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，痈肿疔疮等症	与天然牛黄有效成分含量不一致，质量标准有缺陷、安全隐患大
培植牛黄	通过一定的外科术，在牛胆系统内放置特制的异物，并注射一种特制的菌苗，在异物和菌苗的刺激下，在牛胆系统内形成牛黄，含有胆红素，胆固醇，胆酸，去氧胆酸、鹅去氧胆酸等游离胆汁酸以及牛磺胆酸、牛磺去氧胆酸、甘氨胆酸、甘氨去氧胆酸等结合胆汁酸	具有传统经验鉴别天然牛黄样的“挂甲”特性，能在酸性条件下被过氧化氢氧化显绿色	胆酸 7%-13% 胆红素 $\geq 35\%$	清心，豁痰，开窍，凉肝，息风，解毒，可用于热病神昏，中风痰迷，惊痫抽搐，癫痫发狂，咽喉肿痛，口舌生疮，痈肿疔疮等症	无法形成规模化和产业化，有价无市
体外培育牛黄	牛科动物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	呈球形或类球形，表面光滑，呈黄红色至棕黄色。气香，味苦而后甘，有清凉感，嚼之易碎，不粘牙	胆酸 $\geq 6\%$ 胆红素 $\geq 35\%$	清心，豁痰，开窍，凉肝，息风，解毒，可用于热病神昏，中风痰迷，惊痫抽搐，癫痫发狂，咽喉肿痛，口舌生疮，痈肿疔疮等症	国家中药一类新药，其性状、结构、成分、含量、药效、临床疗效与天然牛黄相一致，能完全替代天然牛黄应用于所有含牛黄的中成药品种

数据来源：公司官网，中国药典，西南证券整理

体外培育牛黄具有低成本优势，且等同于天然牛黄。体外培育牛黄核心壁垒主要在以下几方面：1) 成分比天然牛黄更为稳定和可控，而且标准更高，有效成份达到 97.6%，药效更为优良稳定。2) 生产成本低于天然牛黄，适合工业化生产，从而使普通消费者享受优质牛黄的功效。3) 产成周期短，天然牛黄在活牛体内的结石周期要三到五年，而工厂化生产的体外培育牛黄的一个周期只要七天。4) 体外培育牛黄疗效好，且与天然牛黄药效一致。

2012 年国家局《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》(国食药监注〔2012〕355 号)文件中提出对于国家药品标准处方中含牛黄的临床急重病症用药,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。

图 39: 天然牛黄价格 (元/g)



数据来源: 中药材天地网, 西南证券整理

图 40: 人工牛黄价格 (元/g)



数据来源: 中药材天地网, 西南证券整理

3.3 自主研发独家专利, 树立强壁垒

国际首创体培牛黄, 享独家专利壁垒。武汉健民大鹏药业有限公司是以体外培育牛黄原料药及其系列制剂的制作、研发为主业的国家高新技术企业, 独家拥有“国家中药一类新药”体外培育牛黄的完全知识产权和国内最大的体外培育牛黄产业化基地。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 年研制而成的产品。大鹏药业自 1999 年购入体外培育牛黄技术起, 与武汉大学、华中科技大学、南京中医药大学、天津中医药大学等密切合作, 争取国家 863 重大科技专项, 完成了体外培育牛黄替代天然牛黄的研究, 陆续解决了体外培育牛黄使用范围、质量标准等一系列技术及政策难题, 实现工业化规模生产的跨越。企业多年持续创新, 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。

表 6: 体外培育牛黄研究历程

年份	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 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
	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

年份	事件
	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 荣获中国药学发展奖学科奖 国家发改委中药材扶持资金项目 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 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）

数据来源：公司官网，西南证券整理

大鹏产品品类丰富，充分实现产业一体化。公司现有49个产品，其中有西黄丸、安宫牛黄丸、牛黄解毒片、大活络丸等产品。其中充分运用到公司体外培育牛黄，实现产品结构进一步丰富。

表7：大鹏药业产品

产品	剂型	成分	功能主治
西黄丸	丸剂	体外培育牛黄、人工麝香、乳香（醋制）、没药（醋制）	清热解毒，和营消肿。用于痈疽疔毒，瘰疬，流注，癌肿等
安宫牛黄丸	丸剂	体外培育牛黄、水牛角浓缩粉、人工麝香、珍珠、朱砂、雄黄、黄连、黄芩、栀子、郁金、冰片	清热解毒，镇惊开窍。用于热病，邪入心包，高热惊厥，神昏谵语；中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血、败血症见上述证候者
体外培育牛黄	丸剂	本品以牛科动物牛的新鲜胆汁作母液，加入去氧胆酸、胆酸、复合胆红素钙等培育而成	清心，豁痰，开窍，凉肝，息风，解毒。用于热病神昏，中风痰迷，惊厥抽搐，癫痫发狂，咽喉肿痛，口舌生疮，痈肿疔疮
牛黄解毒片	片剂	体外培育牛黄、雄黄、石膏、大黄、黄芩、桔梗、冰片、甘草	火热内盛 目赤肿痛 咽喉肿痛 牙龈肿痛 口舌生疮
牛黄痔清栓	栓剂	体外培育牛黄、黄柏、黄连、大黄（炭）、没药（制）、冰片	清热解毒祛湿，消肿镇痛止血。用于湿热瘀阻之肛隐窝炎、痔引起的肛门疼痛、肿胀、出血
蛇胆陈皮液	口服液	蛇胆汁、陈皮。辅料为蔗糖、苯甲酸钠。	顺气，止咳，化痰。用于咳嗽、痰多
大活络丸	丸剂	人工麝香、松香、体外培育牛黄、冰片、红参、制草乌、天麻、全蝎、何首乌等	祛风止痛、除湿豁痰，舒筋活络。用于中风痰厥引起的瘫痪，足萎痹痛，筋脉拘急，腰腿疼痛及跌打损伤，行走不便，胸痹等症
复方小儿退热栓	栓剂	对乙酰氨基酚、体外培育牛黄、南板蓝根浸膏粉。辅料为混合脂肪酸甘油酯、聚山梨酯80、羟苯乙脂、乙醇	解热镇痛，利咽解毒，祛痰定惊。用于小儿发热，惊悸不安，咽喉肿痛及肺热痰多咳嗽

数据来源：公司官网，中国药典，西南证券整理

4 盈利预测

关键假设：

假设 1：儿科类产品中，核心大单品龙牡壮骨颗粒预计 2021-2023 年每年销量增长 50%、30% 和 30%，价格保持不变；

假设 2：妇科类产品中，健脾生血颗粒和小金胶囊预计 2021-2023 年每年销量增长 30%、20% 和 20%；

假设 3：大鹏药业的体外培育牛黄逐步实现对于人工牛黄的替代，每年销量实现 30% 的增长。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 8：主营业务收入拆分

单位：万元	2020A	2021E	2022E	2023E
医药工业和医药商业测算				
医药工业	收入	137392	189447	239226
	增速	10%	38%	26%
	毛利率	41%	44%	45%
	净利润	5148	17997	25119
医药商业	收入	149995	172494	198369
	增速	16%	15%	15%
	毛利率	5%	5%	5%
	净利润率	0%	1%	1%
	净利润	0	1725	1984
大鹏药业投资收益测算（持股 34%）				
大鹏药业	收入	48178	62631	81421
	增速	39%	30%	30%
	净利润率	60%	60%	60%
	净利润	28981	37579	48852
	投资收益	9720	12777	16610
合计	收入	245600	311941	382594
	增速	10%	27%	23%
	毛利率	41%	44%	45%
	净利润率	6%	10%	11%
	归母净利润	14869	32714	43618
工业板块详细拆分				
工业-儿科	收入	60071	90107	117139
	增速	21%	50%	30%
	毛利率	86%	86%	86%
工业-妇科	收入	32548	42312	50775
				60930

单位：万元		2020A	2021E	2022E	2023E
工业-特色中药	增速	-21%	30%	20%	20%
	毛利率	80%	80%	80%	80%
	收入	11767	14120	15532	17086
工业-其他	增速	-19%	20%	10%	10%
	毛利率	87%	87%	87%	87%
	收入	33006	42907	55780	72514
	增速	64%	30%	30%	30%
	毛利率	13%	13%	13%	13%

数据来源：西南证券

5 风险提示

龙牡壮骨颗粒销量增长不及预期、体外培育牛黄销量增长不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2456.00	3119.41	3825.94	4709.33	净利润	148.69	329.41	439.25	585.37
营业成本	1457.90	1741.12	2105.52	2555.31	折旧与摊销	30.59	59.01	60.89	61.45
营业税金及附加	14.97	18.72	22.96	28.26	财务费用	0.23	0.00	0.00	0.00
销售费用	787.34	998.21	1224.30	1506.99	资产减值损失	-1.55	0.00	0.00	0.00
管理费用	104.30	134.13	168.34	207.21	经营营运资本变动	93.95	98.72	51.53	60.13
财务费用	0.23	0.00	0.00	0.00	其他	-146.37	-127.08	-166.35	-215.92
资产减值损失	-1.55	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	125.54	360.06	385.32	491.02
投资收益	104.19	127.77	166.10	215.93	资本支出	-42.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.60	0.00	0.00	0.00	其他	-122.78	127.77	166.10	215.93
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-164.83	127.77	166.10	215.93
营业利润	160.81	355.00	470.92	627.50	短期借款	20.00	-20.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.20	-3.00	-3.44	-3.25	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	157.61	352.00	467.48	624.25	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.92	22.59	28.23	38.88	支付股利	-30.68	-49.56	-109.70	-146.26
净利润	148.69	329.41	439.25	585.37	其他	-31.84	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.90	2.27	3.07	4.15	筹资活动现金流净额	-42.52	-69.56	-109.70	-146.26
归属母公司股东净利润	147.79	327.14	436.18	581.21	现金流量净额	-81.81	418.27	441.72	560.69
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	91.17	509.44	951.15	1511.84	成长能力				
应收和预付款项	481.09	601.95	742.54	905.36	销售收入增长率	9.69%	27.01%	22.65%	23.09%
存货	229.00	274.46	334.08	407.35	营业利润增长率	53.10%	120.75%	32.66%	33.25%
其他流动资产	711.84	509.73	515.15	521.93	净利润增长率	60.51%	121.54%	33.35%	33.26%
长期股权投资	226.96	226.96	226.96	226.96	EBITDA 增长率	45.79%	116.04%	28.45%	29.55%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	371.59	321.13	268.80	215.91	毛利率	40.64%	44.18%	44.97%	45.74%
无形资产和开发支出	43.61	42.77	41.92	41.08	三费率	36.31%	36.30%	36.40%	36.40%
其他非流动资产	261.92	254.20	246.49	238.77	净利润率	6.05%	10.56%	11.48%	12.43%
资产总计	2417.18	2740.64	3327.10	4069.21	ROE	11.24%	20.55%	22.73%	24.68%
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.15%	12.02%	13.20%	14.39%
应付和预收款项	460.58	459.91	580.51	715.25	ROIC	24.61%	59.54%	88.69%	125.40%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.80%	13.27%	13.90%	14.63%
其他负债	613.34	677.61	813.94	982.20	营运能力				
负债合计	1093.92	1137.53	1394.44	1697.45	总资产周转率	1.13	1.21	1.26	1.27
股本	153.40	153.40	153.40	153.40	固定资产周转率	8.61	9.80	13.35	19.64
资本公积	301.46	301.46	301.46	301.46	应收账款周转率	7.40	8.08	7.83	7.88
留存收益	863.71	1141.29	1467.76	1902.71	存货周转率	7.65	6.68	6.72	6.73
归属母公司股东权益	1316.91	1594.48	1920.96	2355.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.50%	—	—	—
少数股东权益	6.35	8.62	11.70	15.85	资本结构				
股东权益合计	1323.26	1603.11	1932.66	2371.76	资产负债率	45.26%	41.51%	41.91%	41.71%
负债和股东权益合计	2417.18	2740.64	3327.10	4069.21	带息债务/总负债	1.83%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	流动比率	1.42	1.71	1.86	2.00
EBITDA	191.64	414.01	531.81	688.95	速动比率	1.20	1.46	1.61	1.76
PE	73.23	33.08	24.81	18.62	股利支付率	20.76%	15.15%	25.15%	25.17%
PB	8.18	6.75	5.60	4.56	每股指标				
PS	4.41	3.47	2.83	2.30	每股收益	0.96	2.13	2.84	3.79
EV/EBITDA	52.60	23.29	17.30	12.54	每股净资产	8.63	10.45	12.60	15.46
股息率	0.28%	0.46%	1.01%	1.35%	每股经营现金	0.82	2.35	2.51	3.20
					每股股利	0.20	0.32	0.72	0.95

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn