

产品梯队逐渐成熟，渠道拓展仍将继续

投资要点

- **事件:** 公司 2021 年实现收入 32.8 亿元(+33%), 归母净利润 3.3 亿元(+120%), 扣非归母净利润 3 亿元(+119%)。
- **龙牡壮骨颗粒量价齐升, Q4 增速放缓。** 分业务来看, 2021 年工业收入 16.8 亿元(+44%), 商业收入 17.5 亿元(+17%)。工业产品毛利率为 78.6%, 同比增长 11.7pp, 主要受益于龙牡壮骨颗粒换包装, 实现产品提价。商业毛利率为 5.6%, 增长 0.76pp。四个季度收入分别实现 8.4 亿元(+91%)、9.5 亿元(+62%)、8.1 亿元(+41%)、6.7 亿元(-21%), 归母净利润分别为 0.7 亿元(+272%)、1 亿元(+153%)、0.9 亿元(+31%) 和 0.7 亿元(+208%), Q4 收入端增速有所回落。
- **产品端: 大单品快速增长, 不断培育新品。** 1) 大单品保持快速增长: 龙牡壮骨颗粒收入同比上涨 48%, 我们预计销量同比增长 29%, 平均价格同比增长 15%, 小金胶囊、健脾生血颗粒(片)、小儿宝泰康及雌二醇凝胶等保持增长, 实现院内端销售收入同比增长 36.23%。2) 加快培育新单品, 新增广告投放费用, 预计 2022 年投放超过 3.6 亿元, 快速推进便通胶囊 OTC 渠道端销售、健民咽喉片替换新包装。3) 推进拔毒生肌散上市销售, 全力打造公司产品的第二增长曲线。
- **渠道端: 产品渠道变革带来多个渠道快速增长。** OTC 端加大广告投入与铺货率, 实现收入 9 亿元, 收入同比增长 51.3%, 院内端积极开展循证医学研究及学术营销, 实现收入 7.8 亿元, 同比增长 36.2%。预计未来将持续加大营销队伍建设, 2021 年销售人员超过千人, 加强终端覆盖, 通过营销数字化建设, 精准管控渠道库存。2022 年将推动龙牡壮骨颗粒走向院内, 便通胶囊和健民咽喉片走向院外, 实现产品进一步增长。2022 年 OTC 端收入目标预计实现 25% 快速增长, 其中便通胶囊有望突破 1 亿元 OTC 销售额。
- **联营企业大鹏药业持续快速增长贡献投资收益。** 2021 年子公司大鹏药业实现收入 6.8 亿元(+40%), 净利润为 3.4 亿元(+18%), 净利润率 51%。预计给公司贡献投资收益 1.1 亿元。2021 年上游胆汁、胆红素价格上涨, 带来成本端压力增大, 2021Q3 以来产能逐渐触及瓶颈, 2022 年有望伴随天然牛黄进行提价。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.59 元、3.29 元、4.24 元, 未来三年归母净利润将保持 26.1% 的复合增长率, 给予“买入”评级。
- **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。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3278.18	3972.52	4861.99	5959.30
增长率	33.48%	21.18%	22.39%	22.57%
归属母公司净利润(百万元)	324.74	396.75	504.55	651.13
增长率	119.73%	22.18%	27.17%	29.05%
每股收益 EPS(元)	2.12	2.59	3.29	4.24
净资产收益率 ROE	20.75%	21.63%	3.05%	24.57%
PE	28	23	18	14
PB	5.70	4.85	4.06	3.36

数据来源: Wind, 西南证券

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
 联系人: 阮雯
 电话: 021-68416017
 邮箱: rw@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)	26.1-86.78
总市值(亿元)	89.45
总资产(亿元)	28.26
每股净资产(元)	10.18

相关研究

1. 健民集团(600976): 儿科用药快速增长, 体外培育牛黄增厚业绩 (2022-02-07)

关键假设：

假设 1：工业端-儿科用药开拓院内市场销量预计 2022-2024 年每年有望维持 20%以上增长；

假设 2：便通胶囊 2022 年全面开拓院外市场，2022-2024 年销量预计同比增长 50%，价格实现产品替换新包装，院外市场价格有大幅提升，预计带动整体价格提升 20%；

假设 3：联营企业大鹏药业的体外培育牛黄具有稀缺属性，具有提价的潜力，并且产能有进一步提高的预期，预计 2022-2024 年每年销量增长 13%，价格增长 15%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：万元		2021A	2022E	2023E	2024E
医药工业和医药商业测算					
医药工业	收入	168224	208498	263210	332769
	增速	44%	24%	26%	26%
	毛利率	79%	78%	78%	78%
	净利润	17486	21475	28953	36605
医药商业	收入	175451	205278	240175	281005
	增速	17%	17%	17%	17%
	毛利率	6%	5%	5%	5%
	净利润率	0%	0%	0%	0%
	净利润	0	0	0	0
大鹏药业投资收益测算（持股 34%）					
大鹏药业	收入	67622	85542	111204	144566
	增速	40%	27%	30%	30%
	净利润率	51%	52%	52%	52%
	净利润	34328	44626	58014	75419
	投资收益	11672	15173	19725	25642
合计	收入	327043	396312	485049	594520
	增速	33%	21%	22%	23%
	毛利率	43%	44%	45%	46%
	净利润率	10%	9%	10%	10%
	归母净利润	32474	36648	48678	62247
工业板块详细拆分					
工业-儿科	收入	89089	112153	145799	189538
	增速	48.3%	25.9%	30.0%	30.0%
	毛利率	85.0%	86.0%	86.0%	86.0%
工业-妇科	收入	49366	59239	71087	85305
	增速	51.7%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	81.5%	80.0%	80.0%	80.0%

单位：万元		2021A	2022E	2023E	2024E
工业-特色中药	收入	15941	19129	22954	27545
	增速	35.5%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	87.5%	87.0%	87.0%	87.0%
工业-其他	收入	13829	17977	23370	30381
	增速	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%

数据来源：Wind，西南证券

参考可比公司估值，公司工业板块主要是以品牌 OTC 中药为主，可比公司为马应龙、华润三九和中新药业，对应 2022 年的平均估值为 25 倍。子公司大鹏药业主营业务为体外培育牛黄，下游客户包括片仔癀和同仁堂，由于体外培育牛黄具有独占专利和文号，具有稀缺属性，因此估值可以对标同仁堂和片仔癀。可比公司平均估值为 47 倍。根据分部估值法，给予公司工业业务板块 25 倍 PE，对应市值 54 亿元，大鹏药业考虑到其稀缺属性，给予 40 倍 PE，对应市值 61 亿元，合计市值 114 亿元，目标价 74.51 元。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS			PE		
			22E	23E	24E	22E	23E	24E
600085.SH	马应龙	43.39	1.24	1.44	1.64	34.99	30.13	26.46
000999.SZ	华润三九	37.89	2.42	2.79	3.36	15.66	13.58	11.28
600329.SH	中新药业	26.74	1.13	1.4	1.73	23.66	19.10	15.46
平均值						24.77	20.94	17.73
600436.SH	片仔癀	310.55	5.07	6.31		61.25	49.22	
600085.SH	同仁堂	36.33	1.11	1.31	1.5	32.73	27.73	24.22
平均值						46.99	38.47	24.22

数据来源：wind，西南证券整理

表 3：健民集团分部估值测算

	2022 年净利润（万元）	PE	市值（亿元）
工业	21475	25	54
商业	0	8	0
大鹏药业	15173	40	61
合计	36648		114

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3278.18	3972.52	4861.99	5959.30	净利润	325.42	398.90	507.23	654.56
营业成本	1852.46	2237.56	2684.10	3220.72	折旧与摊销	37.96	60.21	60.93	61.15
营业税金及附加	23.02	23.84	29.17	35.76	财务费用	1.92	-0.66	-4.11	-6.23
销售费用	991.88	1251.34	1580.15	1966.57	资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	132.05	170.82	209.07	268.17	经营营运资本变动	56.45	191.13	72.52	48.42
财务费用	1.92	-0.66	-4.11	-6.23	其他	-162.57	-147.37	-198.00	-256.77
资产减值损失	-0.01	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	259.18	502.21	438.57	501.13
投资收益	125.67	151.73	197.25	256.42	资本支出	11.81	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-2.46	0.00	0.00	0.00	其他	-4.30	151.73	197.25	256.42
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	7.50	151.73	197.25	256.42
营业利润	365.24	441.35	560.86	730.74	短期借款	25.00	-45.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.31	-3.00	-3.47	-3.45	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	360.93	438.35	557.39	727.29	股权融资	-1.00	0.00	0.00	0.00
所得税	35.51	39.45	50.17	72.73	支付股利	-56.01	-123.07	-150.36	-191.21
净利润	325.42	398.90	507.23	654.56	其他	-18.48	-2.60	4.11	6.23
少数股东损益	0.68	2.15	2.68	3.44	筹资活动现金流净额	-50.48	-170.67	-146.25	-184.98
归属母公司股东净利润	324.74	396.75	504.55	651.13	现金流量净额	216.20	483.27	489.57	572.57
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	298.36	781.63	1271.20	1843.77	成长能力				
应收和预付款项	621.58	752.19	911.32	1120.20	销售收入增长率	33.48%	21.18%	22.39%	22.57%
存货	221.73	263.47	317.68	382.26	营业利润增长率	127.12%	20.84%	27.08%	30.29%
其他流动资产	711.79	564.11	569.81	576.85	净利润增长率	118.86%	22.58%	27.16%	29.05%
长期股权投资	303.13	303.13	303.13	303.13	EBITDA 增长率	111.40%	23.64%	23.31%	27.19%
投资性房地产	9.83	9.83	9.83	9.83	获利能力				
固定资产和在建工程	368.97	317.14	264.60	211.84	毛利率	43.49%	43.67%	44.79%	45.95%
无形资产和开发支出	43.40	42.31	41.22	40.14	三费率	34.34%	35.78%	36.72%	37.40%
其他非流动资产	246.81	239.51	232.21	224.91	净利率	9.93%	10.04%	10.43%	10.98%
资产总计	2825.60	3273.33	3920.99	4712.91	ROE	20.75%	21.63%	23.05%	24.57%
短期借款	45.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.52%	12.19%	12.94%	13.89%
应付和预收款项	494.70	618.61	755.08	898.18	ROIC	54.23%	75.51%	119.66%	159.40%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.36%	12.61%	12.70%	13.18%
其他负债	717.65	810.63	964.97	1150.43	营运能力				
负债合计	1257.35	1429.24	1720.04	2048.61	总资产周转率	1.25	1.30	1.35	1.38
股本	153.40	153.40	153.40	153.40	固定资产周转率	9.63	11.96	16.90	25.12
资本公积	300.46	300.46	300.46	300.46	应收账款周转率	8.13	7.64	7.75	7.75
留存收益	1132.44	1406.12	1760.31	2220.22	存货周转率	8.07	9.14	9.11	9.11
归属母公司股东权益	1561.21	1834.89	2189.08	2649.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.64%	—	—	—
少数股东权益	7.04	9.19	11.87	15.31	资本结构				
股东权益合计	1568.25	1844.09	2200.95	2664.30	资产负债率	44.50%	43.66%	43.87%	43.47%
负债和股东权益合计	2825.60	3273.33	3920.99	4712.91	带息债务/总负债	3.58%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.52	1.70	1.82	1.95
					速动比率	1.34	1.51	1.64	1.76
					股利支付率	17.25%	31.02%	29.80%	29.37%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	405.12	500.90	617.69	785.66	每股收益	2.12	2.59	3.29	4.24
PE	27.54	22.54	17.73	13.74	每股净资产	10.22	12.02	14.35	17.37
PB	5.70	4.85	4.06	3.36	每股经营现金	1.69	3.27	2.86	3.27
PS	2.73	2.25	1.84	1.50	每股股利	0.37	0.80	0.98	1.25
EV/EBITDA	19.63	14.82	11.22	8.09					
股息率	0.63%	1.38%	1.68%	2.14%					

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

行业评级

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
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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	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
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 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	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn