

立志打造中国儿童药第一品牌，健民大鹏增添投资收益

——健民集团（600976）首次覆盖

买入（首次）

2022 年 05 月 18 日

报告关键要素：

公司是传承“叶开泰”近 400 年历史文化的“中华老字号”企业，核心业务包括医药工业和医药商业两大板块，产品聚焦儿科、妇科和特色中药领域。公司通过大单品带动大品牌战略、积极创新的理念、线上线下结合的营销方式等推动业绩持续增长。

投资要点：

大品牌战略和创新战略，驱动 OTC 和处方药双轮成长。1) 打造黄金大单品，重视品牌塑造，“龙牡”品牌已逐步发展成为中国儿童营养补益剂的强势领导品牌。2020 年公司成功推出焕新升级的龙牡壮骨颗粒，2021 年通过同样的模式，推出焕新升级的龙牡®牌便通胶囊和健民咽喉片，通过龙牡品牌的牵引，配合品牌营销矩阵，打造黄金单品；2) 积极进行营销改革，加大广告投放，发展线上线下结合的营销策略。公司与众多知名连锁药店保持长期战略合作，并积极与电商平台合作，电商业务 2021 年实现 177.10% 的同比增长；3) 重视新药研发。2022 年 4 月，CDE 官网公开征求《中药新药用于慢性胃炎的临床疗效评价指导原则》和《中药新药用于胃食管反流病的临床疗效评价指导原则》意见，受益于政策红利，公司慢性胃炎领域新产品七蕊胃舒胶囊未来有望迎来发展契机。

以儿童用药为核心，深耕大品种。1) 公司深耕儿童领域用药，受益于儿童药市场供需失衡和顶层政策支持，儿童药领域具备长期发展潜力。2) 公司妇儿三大单品具备过硬的产品实力：龙牡壮骨颗粒通过升级品质进一步提升，定价权带来产品量价齐升；妇科大单品小金胶囊受益于省级联盟带量采购中标以价换量，医院市场份额将进一步扩大；健脾生血颗粒/片产品优势获临床认可，销量稳步提升；3) 公司积极开发潜力大单品，通过龙牡品牌牵引打造第二增长曲线。2021 年推出的龙牡®牌便通胶囊和健民咽喉片两大独家潜力大单品在营销投入加大、各战略伙伴共同驱动下有望快速放量。

健民大鹏是体外培育牛黄独家生产商，增厚公司投资收益。体外培育牛

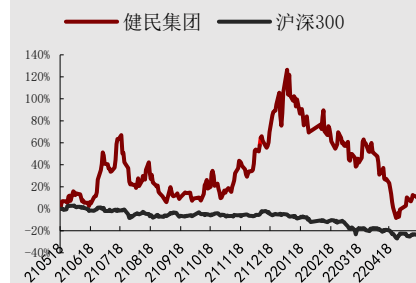
	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3278.18	3978.05	4803.52	5789.74
增长率(%)	33	21	21	21
净利润(百万元)	324.74	389.82	532.49	669.02
增长率(%)	120	20	37	26
每股收益(元)	2.12	2.54	3.47	4.36
市盈率(倍)	19.84	16.53	12.10	9.63
市净率(倍)	4.13	3.30	2.59	2.04

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	153.40
流通A股(百万股)	152.24
收盘价(元)	42.00
总市值(亿元)	64.43
流通A股市值(亿元)	63.94

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：

黄婧婧

执业证书编号：

S0270522030001

电话：

18221003557

邮箱：

huangjj@wlzq.com.cn

黄是天然牛黄最佳替代，准入门槛高，健民大鹏多年来持续创新，在原有专利基础上申请了 48 个专利，并开启国家化之路，独家地位稳固。我们对国内（包括出口部分）天然牛黄需求量测算，推算出在合理假设下，2021 年体外培育牛黄市场空间是 4530 千克（假设条件：片仔癀内销市场中药店销售占比 50%、安宫牛黄丸和片仔癀使用的天然牛黄量在天然牛黄总需求量占比 70%、体外培育牛黄对天然牛黄替代率是 100%），健民大鹏 5000 千克的产能能够满足此假设下推算出的国内市场需求。未来随相关中成药销售量增加，市场对体外培育牛黄需求将稳步提升，健民大鹏对公司收益贡献可持续性较强。

盈利预测与投资建议：公司聚焦儿童领域用药，实行大单品带动大品牌策略，核心产品具备竞争优势，未来将积极布局线上线下营销渠道。同时，联营企业健民大鹏掌握体外培育牛黄核心专利，是体外培育牛黄唯一供应商。预计 2022/2023/2024 年收入为 39.78 亿元/ 48.04 亿元/ 57.90 亿元，对应归母净利润 3.90 亿元/ 5.32 亿元/ 6.69 亿元，对应 EPS 为 2.54 元/股、3.47 元/股、4.36 元/股，对应 PE 为 16.53/12.10/9.63（对应 2022 年 5 月 17 日收盘价 42 元）。基于公司产品的竞争优势，终端渠道的扩张、以及健民大鹏收益贡献的持续性，预计公司未来将保持持续增长，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：原辅材料价格波动风险，研发不达预期风险，集中带量降价风险，竞争格局恶化风险等

正文目录

1 近 400 年“中华老字号”，立志打造中国儿童药第一品牌	5
1.1 历史文化悠久，品牌优势助业务多元化发展	5
1.2 股权分散，机构投资者数量较多	6
1.3 业绩高增长，财务指标不断改善	6
2 大品牌战略和创新战略，驱动 OTC 和处方药双轮成长	11
2.1 OTC 产品：大品牌带动大品类	11
2.2 Rx 产品：产品价值提升+营销队伍夯实，有助于提高医疗终端覆盖率	12
2.3 谋创新抓发展，让品牌焕然一新	12
3 以儿童用药为核心，深耕大品种	14
3.1 儿童专用药市场供给缺口大，顶层设计支撑行业长期发展	14
3.2 龙牡壮骨颗粒：手握定价权+产品升级，黄金大单品实现量价齐升	15
3.3 小金胶囊：集采中标以价换量，院内市场规模有望提高	16
3.4 健脾生血颗粒/片：产品优势获认可，销量稳步提升	17
3.5 积极开发潜力大单品，通过龙牡品牌牵引打造第二增长曲线	18
4 健民大鹏：体培牛黄独家生产商，增厚公司投资收益	19
4.1 健民大鹏对健民集团收益贡献大	19
4.2 天然牛黄价格逐年新高，体外培育牛黄是最佳替代	19
4.3 准入门槛高+专利创新，大鹏独家地位稳固	20
4.4 体外培育牛黄需求天花板高，大鹏对公司收益贡献持续性强	21
4.4.1 国内天然牛黄需求量测算	21
4.4.2 天然牛黄需求缺口和体外培育牛黄空间测算	26
5 盈利预测	27
6 风险提示	29
 图表 1: 健民集团子公司和联营公司（数据截止 2021 年 12 月 31 日）	5
图表 2: 健民集团主要产品介绍	5
图表 3: 健民集团股权结构（数据截止 2022 年 3 月 31 日）	6
图表 4: 健民集团营业收入和增速（2012-2022Q1）	7
图表 5: 健民集团归母净利润和增速（2012-2022Q1）	7
图表 6: 健民集团工业和商业板块销售额和增速（2015-2021 年）	7
图表 7: 健民集团工业板块各业务线销售额和增速（2015-2021 年）	7
图表 8: 健民集团收入结构（2015-2021 年）	8
图表 9: 健民集团毛利结构（2015-2021 年）	8
图表 10: 健民集团各板块毛利率(2012-2022Q1)	8
图表 11: 健民集团工业各业务线毛利率（2015-2021 年）	8
图表 12: 健民集团工业板块占比提升	9
图表 13: 健民集团工业板块中三条高毛业务线占比提升	9
图表 14: 健民集团三大费用率(年度数据)	9
图表 15: 健民集团三大费用率(季度数据)	9
图表 16: 健民集团销售净利率和净资产收益率（年度数据）	10
图表 17: 健民集团销售净利率和净资产收益率（季度数据）	10
图表 18: 健民集团总资产周转率（2018Q1-2022Q1）	10
图表 19: 健民集团经营活动产生的现金流量净额和增速（2018-2022Q1）	11

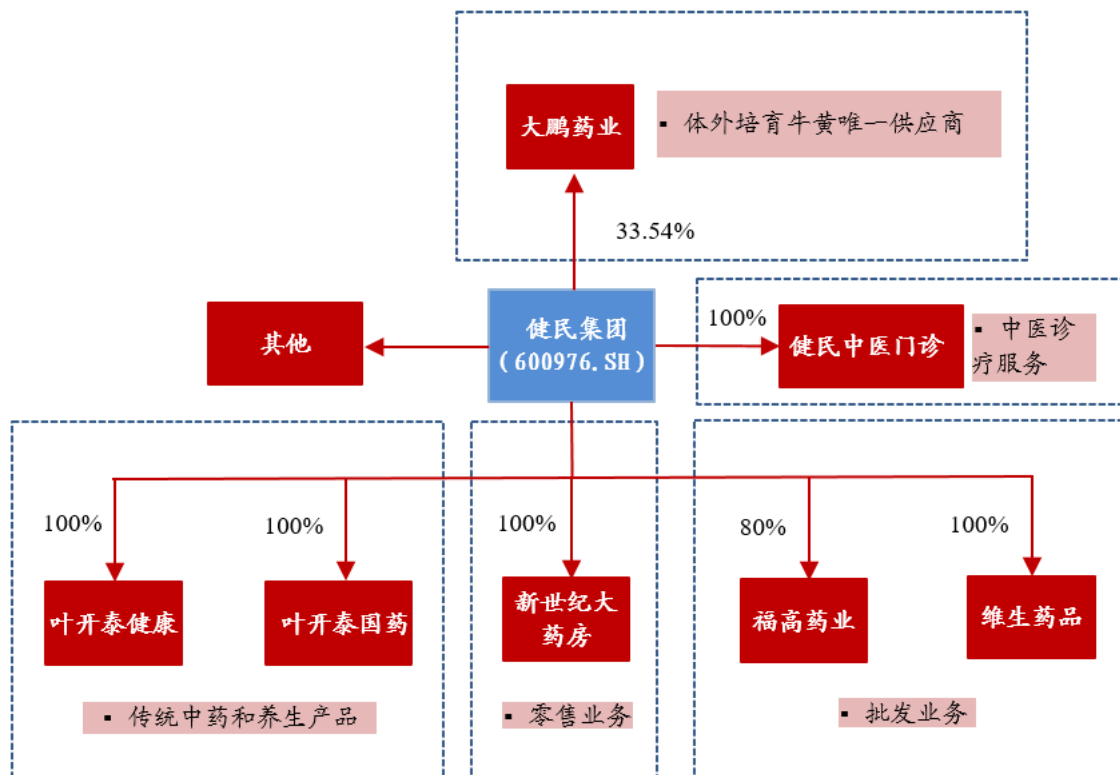
图表 20: 健民集团近五年一季度经营活动产生的现金流量净额: 亿元	11
图表 21: 龙母壮骨颗粒在 2020 年中国城市实体药店终端儿科中成药销量排行第一	11
图表 22: 健民集团研发费用和增速 (2017-2022Q1)	13
图表 23: 健民集团研发费用/工业收入 (2017-2021 年)	13
图表 24: 健民集团研发项目 (含一致性评价项目) (数据截止 2021 年 12 月 31 日)	13
图表 25: 2021 年末 15 周岁以下人口占比 18.6%。	14
图表 26: 2020 年中国儿童药品种类占全部药物种类的 10%	14
图表 27: 2011-2021 年期间儿童用药政策梳理	14
图表 28: 龙牡壮骨颗粒院内市场销量占比	16
图表 29: 龙牡壮骨颗粒院外市场销售额增速高于销量增速	16
图表 30: 龙牡壮骨颗粒销量和增速	16
图表 31: 健民集团小金胶囊近年收入增速和销量增速	17
图表 32: 健民集团小金胶囊近 5 年中标价加权均值	17
图表 33: 健民集团小金胶囊院内市场销售额占比	17
图表 34: 健民集团小金胶囊销售量和增速	17
图表 35: 常用口服铁剂的用法用量及疗程	18
图表 36: 健脾生血颗粒/片近五年销量和增速	18
图表 37: 健民集团便通胶囊销售量和增速	19
图表 38: 健民集团健民咽喉片销售量和增速	19
图表 39: 健民大鹏近五年净利润和增速	19
图表 40: 健民大鹏近五年对健民集团净利润贡献占比	19
图表 41: 天然牛黄近十年价格趋势 (天然胆黄_较广)	20
图表 42: 牛黄及其代用品成分特点	20
图表 43: 体外培育牛黄研究历史	21
图表 44: 安宫牛黄丸各成分占比 (重量口径)	22
图表 45: 片仔癀各成分占比 (重量口径)	22
图表 46: 体外培育牛黄市场空间测算流程图	23
图表 47: 安宫牛黄丸和片仔癀出口市场的天然牛黄需求量和增速测算	24
图表 48: 安宫牛黄丸和片仔癀内销市场的天然牛黄需求量和增速测算 (片仔癀部分分为药店销售占比 50%、55%、60%三种情况)	24
图表 49: 安宫牛黄丸对天然牛黄总需求量和增速	24
图表 50: 片仔癀对天然牛黄总需求量和增速	25
图表 51: 安宫牛黄丸和片仔癀天然牛黄需求量总和和增速测算	25
图表 52: 天然牛黄总需求量测算: 千克	25
图表 53: 天然牛黄 2021 年国内需求缺口	26
图表 54: 2021 年体外培育牛黄市场空间测算: 千克	27
图表 55: 健民集团主营业务盈利预测 (亿元)	28

1 近 400 年“中华老字号”，立志打造中国儿童药第一品牌

1.1 历史文化悠久，品牌优势助业务多元化发展

公司的前身叶开泰药号创始于1637年，是传承“叶开泰”近400年历史文化的“中华老字号”企业，业务包括医药工业和医药商业两大板块，依托“健民”、“龙牡”、“叶开泰”三大品牌，深耕儿童用药和儿童大健康领域，形成了以龙牡壮骨颗粒为主的儿科产品系列，以小金胶囊、雌二醇凝胶为主的妇科产品系列，以健民咽喉片、便通胶囊为主的特色中药产品系列。医药商业板块包括药品的批发和零售，经营模式包括分销和纯销。公司还布局中医诊疗、大健康产品等创新领域。公司联营企业健民大鹏是体外培育牛黄唯一的供应商。

图表1:健民集团子公司和联营公司（数据截止 2021 年 12 月 31 日）



资料来源：同花顺iFind，公司公告，万联证券研究所

图表2:健民集团主要产品介绍

治疗领域	药（产）品名称	适应症或功能主治	处方药	国家基药目录 (2018)	国家医保目录 (2021)	独家品种
儿科	龙牡壮骨颗粒	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、发育迟缓等症也有治疗作用			✓	✓
	小儿宝泰康颗粒	小儿风热外感，证见发热、流涕、咳嗽、脉浮		✓	✓	
	小儿解感颗粒	感冒发烧、头痛鼻塞、咳嗽喷嚏、咽喉肿痛				

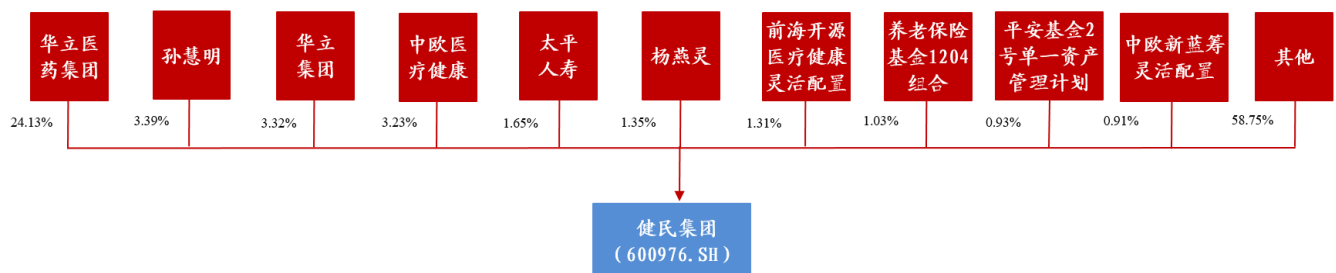
	小儿宣肺止咳颗粒	小儿外感咳嗽，痰热壅肺所致的咳嗽痰多、痰黄粘稠、咳痰不爽			✓	
	健脾生血颗粒/片	治疗缺铁性贫血	✓	✓	✓	✓
妇科	小金胶囊	乳腺增生类疾病	✓	✓	✓	
	雌二醇凝胶	绝经期综合症如潮热、出汗、失眠、急躁等症状；各种原因所致卵巢功能失调、雌激素水平低落等	✓		✓	✓
特色中药	便通胶囊	脾肾不足，肠腑气滞所致的便秘。			✓	✓
	健胃消食片	健胃消食			✓	
	健民咽喉片	咽喉肿痛，失音及上呼吸道感染				✓
	拔毒生肌散	疮疡阳证已溃，脓腐未清，久不生肌	✓		✓	✓

资料来源：公司公告，国家药监局，万联证券研究所

1.2 股权分散，机构投资者数量较多

公司实际控制人为华立集团股份有限公司董事局主席汪力成。截止2022年3月31日，控股股东华立医药集团持有24.13%股权，前十大股东持股合计41.25%。其中，机构投资者包括中欧基金、太平人寿、前海开源基金、基本养老保险基金、平安基金。

图表3:健民集团股权结构（数据截止 2022 年 3 月 31 日）



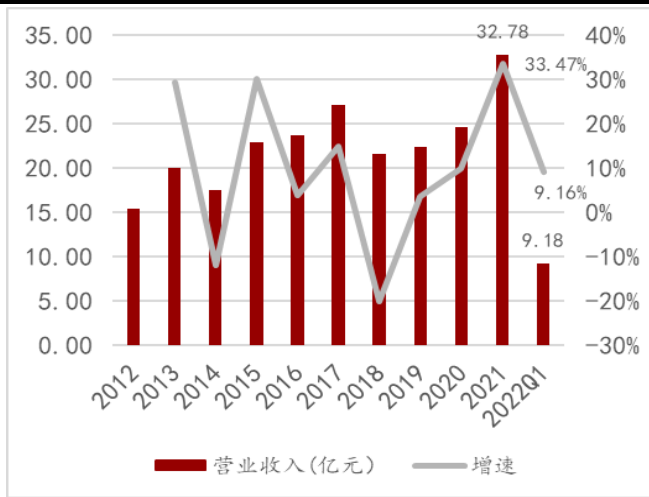
资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

1.3 业绩高增长，财务指标不断改善

► 收入增长稳定，儿科贡献主要收入和毛利

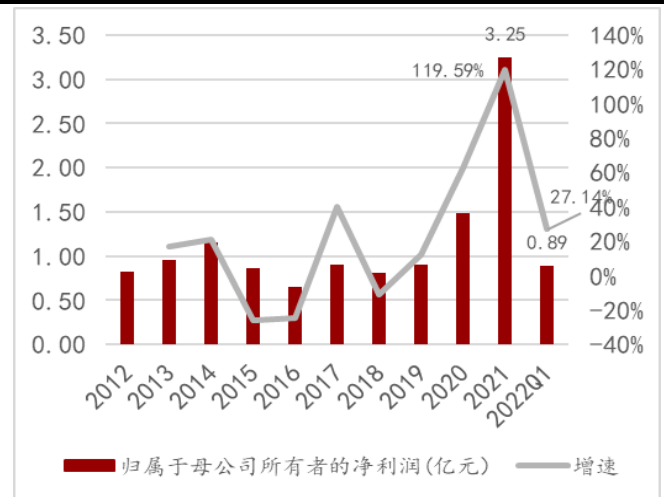
公司收入稳定增长，从2018年开始，收入加速增长。2021年和2022年一季度公司分别实现营业收入32.78亿元（+33.47%）和9.18亿元（+9.16%），归母净利润3.25亿元（+119.59%）和0.89亿元（+27.14%），净利润的增长主要是因为公司龙牡壮骨颗粒等主导产品收入增长。2021年工业和商业板块分别实现收入16.82亿元（+22.42%），17.55亿元（+17.00%）。2021年儿科、妇科和特色中药三条业务线均实现高增长，增速分别为48.25%、52%、34.75%。

图表4:健民集团营业收入和增速 (2012-2022Q1)



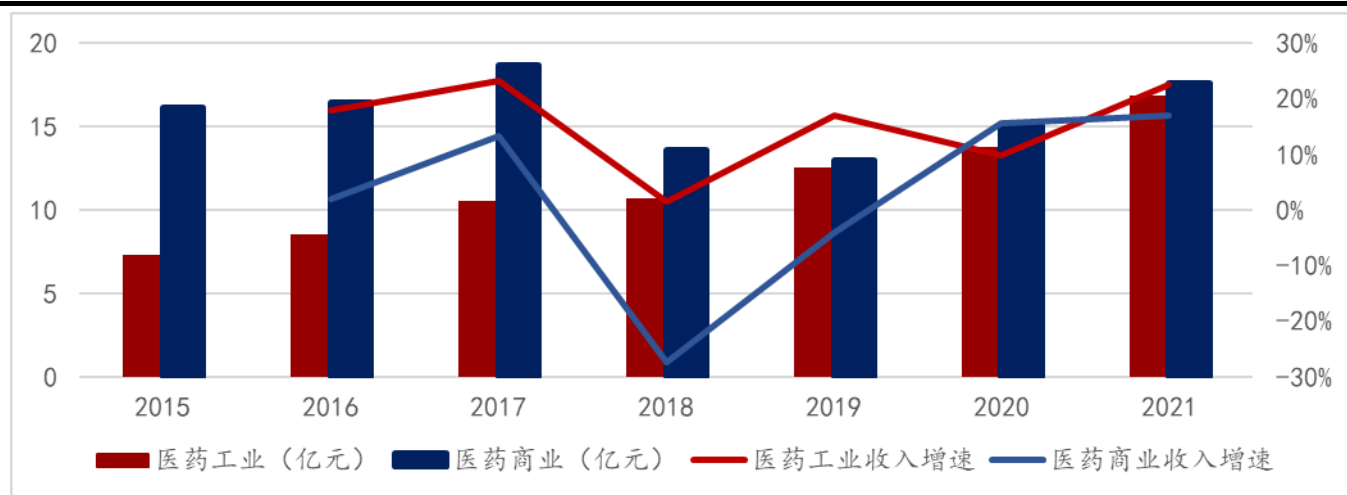
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表5:健民集团归母净利润和增速 (2012-2022Q1)



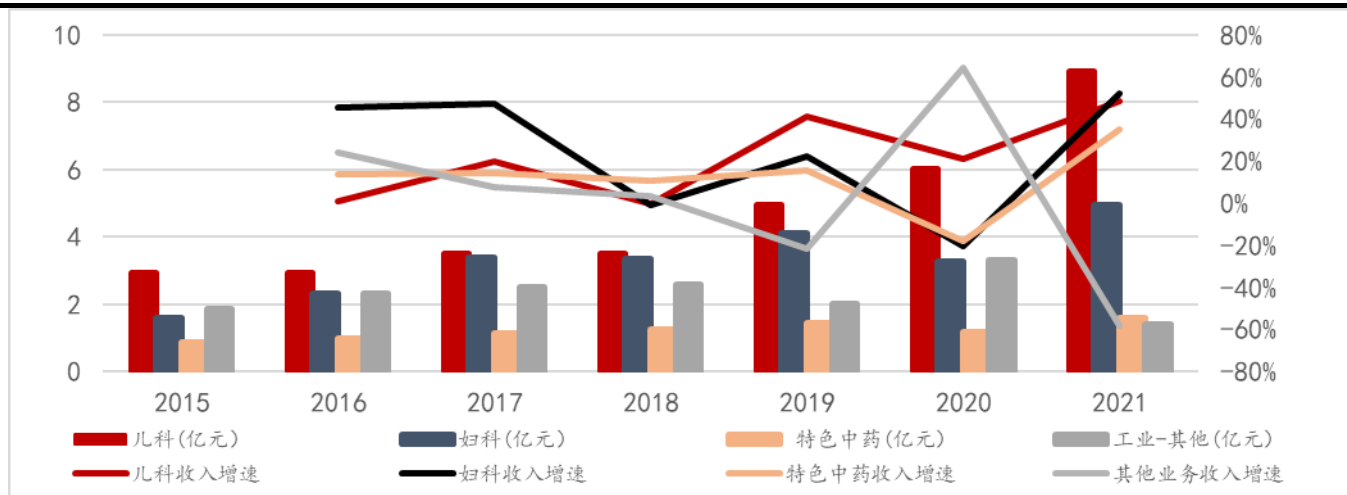
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6:健民集团工业和商业板块销售额和增速 (2015-2021 年)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

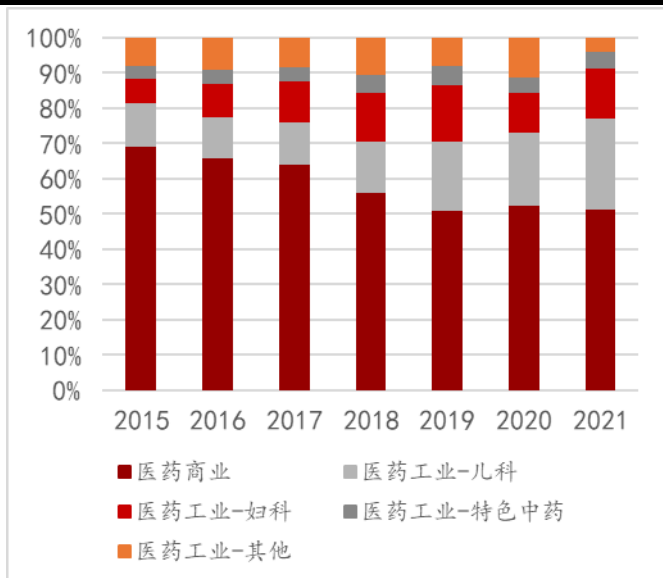
图表7:健民集团工业板块各业务线销售额和增速 (2015-2021 年)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

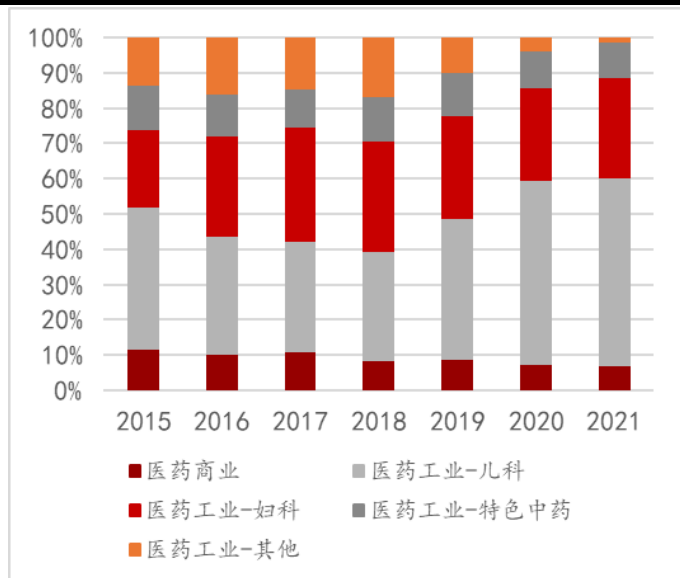
从业务结构来看，工业板块收入和毛利占比均逐年上升，2021年分别为16.82亿元（占比48.94%）和13.22亿元（占比93.10%），其中，儿科是贡献比例最高的业务线，其次是妇科。2021年，儿科收入和毛利分别是8.91亿元（占总收入25.92%）和7.57亿元（占总毛利53.31%）。

图表8:健民集团收入结构（2015-2021年）



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表9:健民集团毛利结构（2015-2021年）



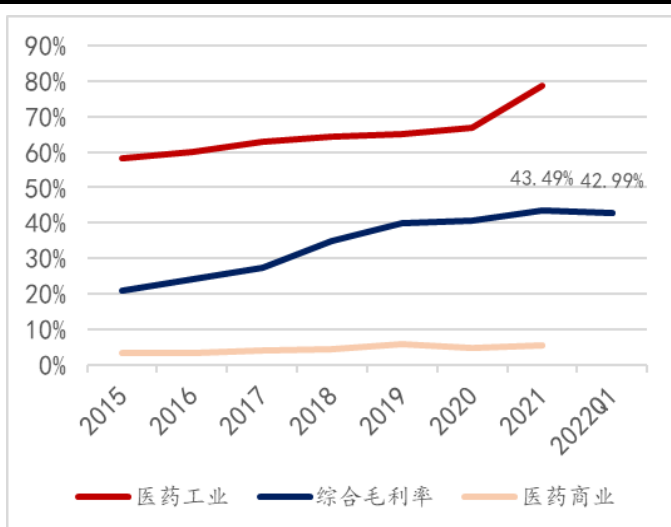
资料来源: Wind, 万联证券研究所

► 高毛利率业务占比提升有望带动综合毛利率稳步增长

毛利率方面，公司工业板块毛利率多年维持在60%以上水平且逐年提升，2021年提升至78.59%。儿科、妇科、特色中药三条业务线2021年毛利率分别提升至84.98%、81.49%和87.54%。商业板块毛利率较低，不足10%。在医药工业业务带动下，公司销售毛利率稳步提升。

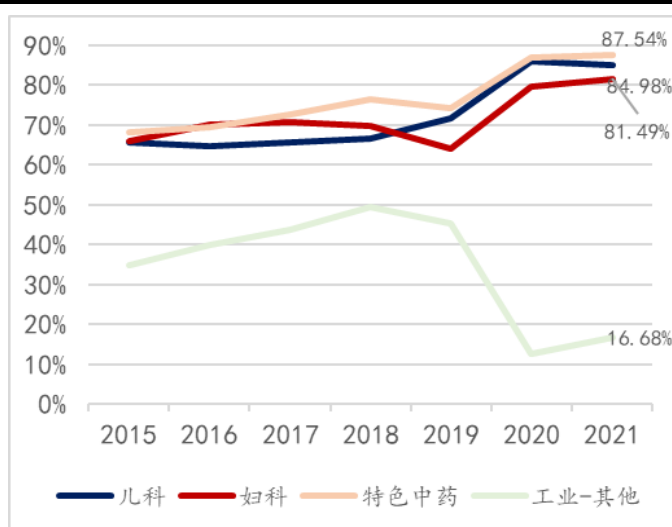
2022年一季度商业板块收入增速高于工业板块，医药工业板块毛利率变化不大，导致综合毛利率从2021年的43.49%下降到42.99%。未来随着工业板块业务占比提升，以及三条高毛利率业务线在工业板块中比重提升，综合毛利率有望稳步增长。

图表10:健民集团各板块毛利率(2012-2022Q1)



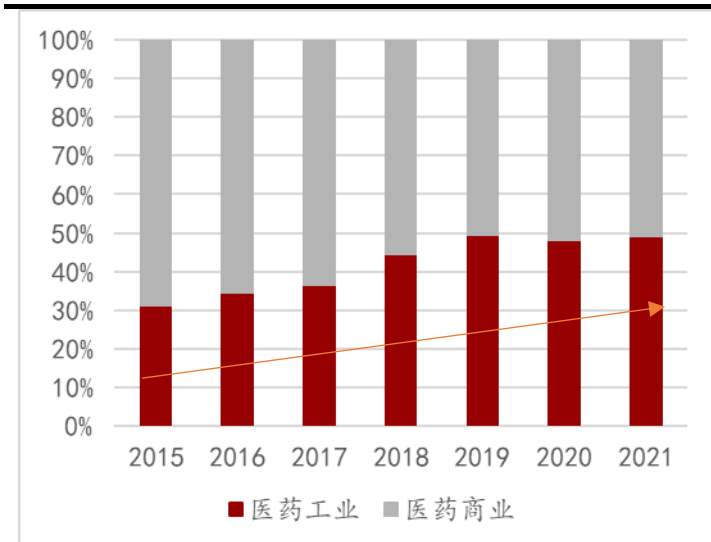
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表11:健民集团工业各业务线毛利率（2015-2021年）



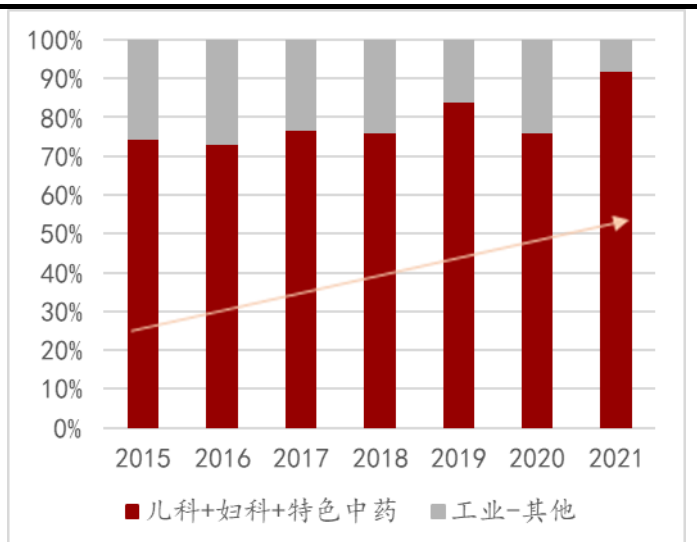
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12:健民集团工业板块占比提升



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表13:健民集团工业板块中三条高毛业务线占比提升

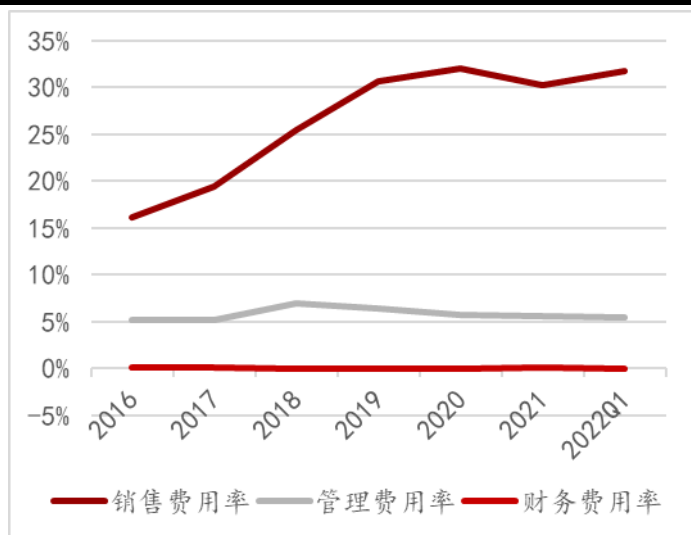


资料来源: Wind, 万联证券研究所

► 盈利能力加速提升, 边际贡献未来有望随规模扩大进一步提高

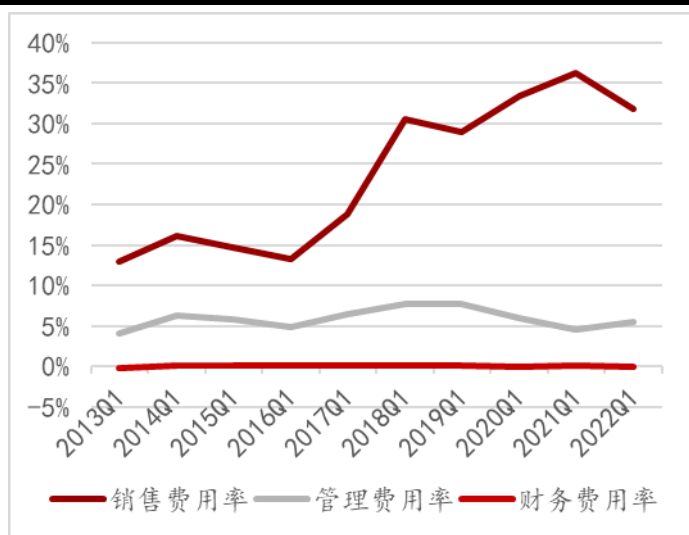
2022年一季度销售费用率同比下降, 主要是因为1) 2022年一季度公司商业板块增速高于工业板块, 商业板块的销售费用率较工业的销售费用率低; 2) 一季度受疫情影响, 部分市场推广、促销活动无法正常开展, 销售费用同比有所下降。从环比数据看, 销售费用率2022年一季度相较于2021年有所提升, 显示公司在加大营销投入。随着公司营销改革的推进, 对大单品营销投入增加将带来品牌塑造和销量提升。

图表14:健民集团三大费用率(年度数据)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

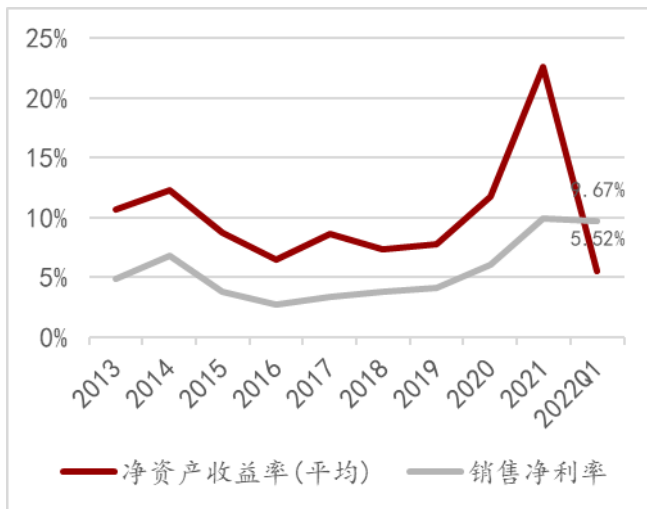
图表15:健民集团三大费用率(季度数据)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

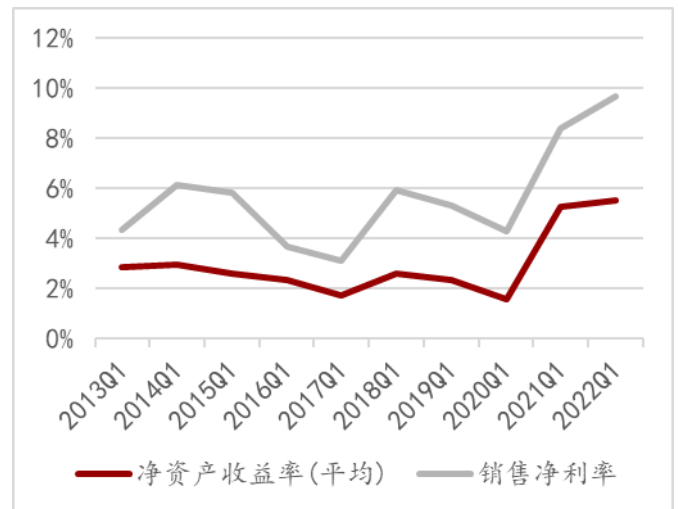
公司2022年一季度销售净利率环比下降, 主要是公司工业板块销售净利率受跨期因素等影响有正常的较小波动导致, 公司加大队伍建设, 处方线和OTC线都增加了人员配置。受销售净利率环比减小以及资产周转率周期性波动影响, 2022年一季度公司净资产收益率环比小幅下跌。不考虑周期性因素影响, 销售净利率和净资产收益率同比呈现上升趋势。未来随公司规模提升, 边际贡献会逐步释放。

图表16:健民集团销售净利率和净资产收益率（年度数据）



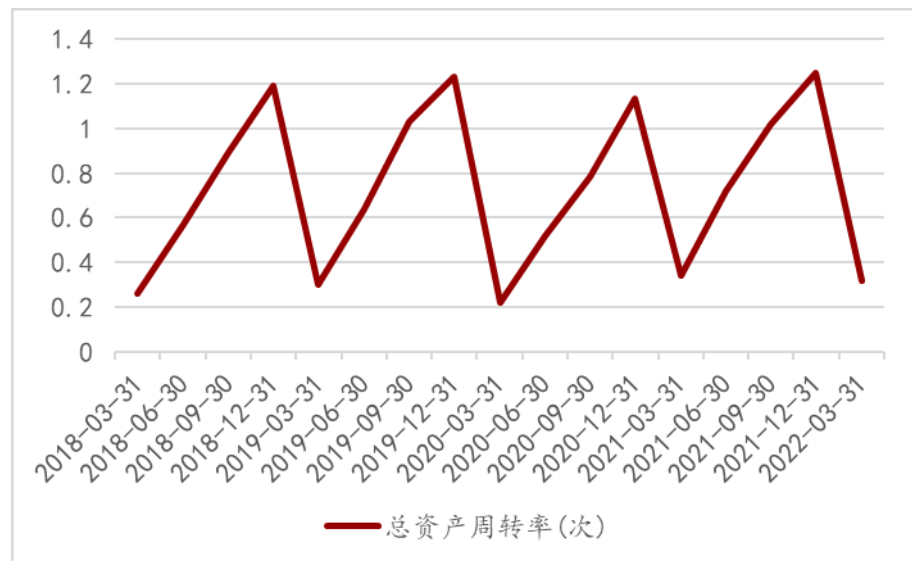
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17:健民集团销售净利率和净资产收益率（季度数据）



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表18:健民集团总资产周转率（2018Q1-2022Q1）

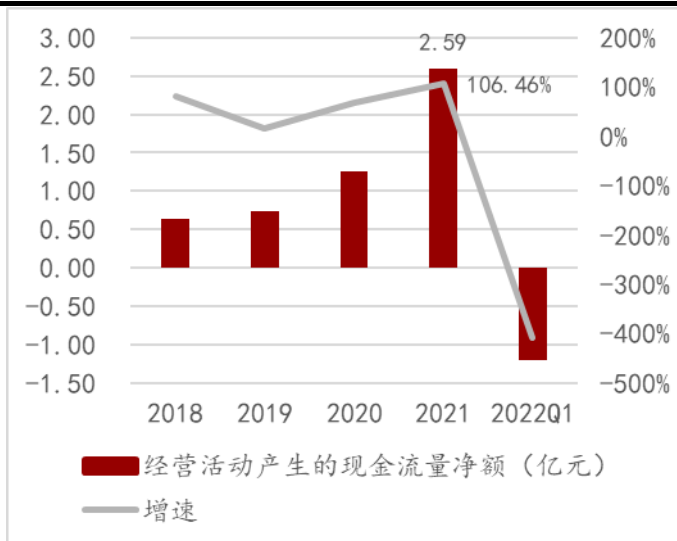


资料来源: Wind, 万联证券研究所

► 全年经营性净现金流高增长，未来有望继续和利润保持正向同步

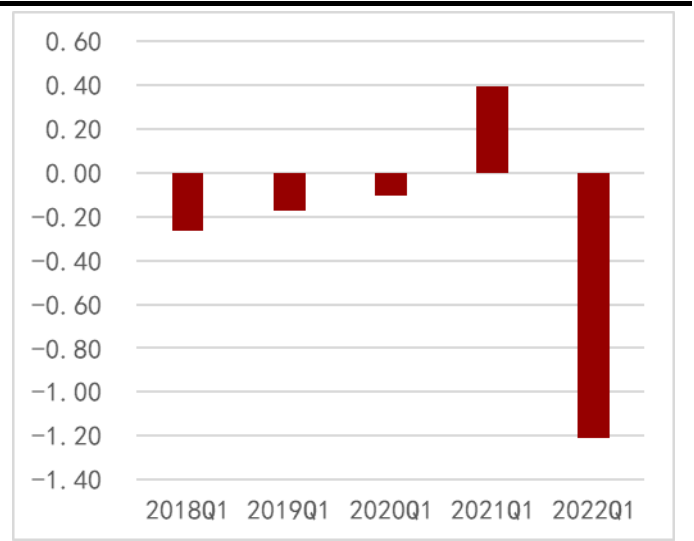
现金流方面，2021年经营活动产生的现金流量净额2.59亿元，同比增加106.46%，主要受益于销售规模增长带来的利润增长，相应产生的现金流量增加。2022年一季度经营活动产生的现金流量净额-1.21亿元，比上年同期下降 408.03%，主要原因包括2021年四季度做了一些票据贴现，导致2022年一季度经营性净现金流受到一些影响；受疫情影响以及原材料价格变动因素，公司加大原材料的储备；公司支付的广告费用同比增加；公司支付的工资、税费同比增加。从历年一季度经营净现金流看，多数为负净额，显示经营净现金流具有一定季度周期性。全年看，公司未来有望保持跟利润基本正向的经营性净现金流。

图表19:健民集团经营活动产生的现金流量净额和增速
(2018-2022Q1)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表20:健民集团近五年一季度经营活动产生的现金流量净额: 亿元



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 大品牌战略和创新战略, 驱动 OTC 和处方药双轮成长

2.1 OTC 产品: 大品牌带动大品类

打造黄金大单品, 持续品牌塑造。公司通过龙牡壮骨颗粒、小金胶囊等黄金单品打造, 加大广告投放, 聚焦品牌形象, 构建具有健民特色的产品品类, 把健民龙牡品牌打造成为中医药界知名C端品牌。黄金大单品龙牡壮骨颗粒在2020年中国城市实体药店终端儿科中成药销量排行第一, “龙牡”品牌已逐步发展成为中国儿童营养补益剂的强势领导品牌。

图表21:龙母壮骨颗粒在2020年中国城市实体药店终端儿科中成药销量排行第一

排名	产品	备注
1	龙牡壮骨颗粒	独家/医保/OTC
2	小儿感冒颗粒	医保/OTC
3	丁桂儿脐贴	独家/医保增补/OTC
4	小儿鼓翘清热颗粒	独家/医保
5	小儿肺热咳嗽颗粒	医保/OTC/基药
6	小儿七星茶颗粒	医保/OTC
7	小儿柴桂退热颗粒	医保/OTC/基药
8	小儿肺热咳嗽口服液	独家/医保/OTC/基药
9	小儿止咳糖浆	医保增补/OTC
10	金针口服液	独家/医保/OTC/基药

资料来源: 公司官网, 米内网, 万联证券研究所

营销改革、线上线下结合。近两年, 公司做了营销变革, 2020年调整龙牡壮骨颗粒营销方式, 恢复广告投放, 进一步提高龙牡壮骨颗粒的市场占有率。公司与众多知名连锁药店保持长期战略合作, 并积极与电商平台合作, 电商业务2021年实现177.10%的同比增长。与京东大药房合作以来, 公司京东业绩连续3年同比增长超过200%, 2021年, 公司主打的龙牡品牌已位列京东儿科用药top2, 儿科类目占比高达23.7%。公司

OTC销售2021年收入9.04亿元，同比增加51.28%。随着OTC销售模式的逐步调整、逐步成熟，公司将会打造一个更快速的高增长模式，实现产品铺货率、市场占有率进一步提升。

2.2 Rx 产品：产品价值提升+营销队伍夯实，有助于提高医疗终端覆盖率

积极开展循证医学研究，不断增强产品医学价值。《人工流产后促进子宫内膜修复专家共识》成功发布，拓展了雌二醇凝胶临床适应症；联合中华医学会各学会组织，开展健脾生血片多中心临床研究、雌二醇多中心临床研究、拔毒生肌散循证医学研究。加强处方药营销团队建设，不断增强产品市场价值。公司加强地方经理配置，所有地州都配备地区经理，进一步夯实营销队伍。2021年，公司营销中心处方药业务实现连续突破：雌二醇三年复合增长率超100%，小儿宝泰康销售同比增长超50%，公司Rx业务实现销售收入7.79亿元，同比增长36.23%。同时，公司产品小金胶囊、银杏叶片中选，有望通过集采获得更大的市场份额。

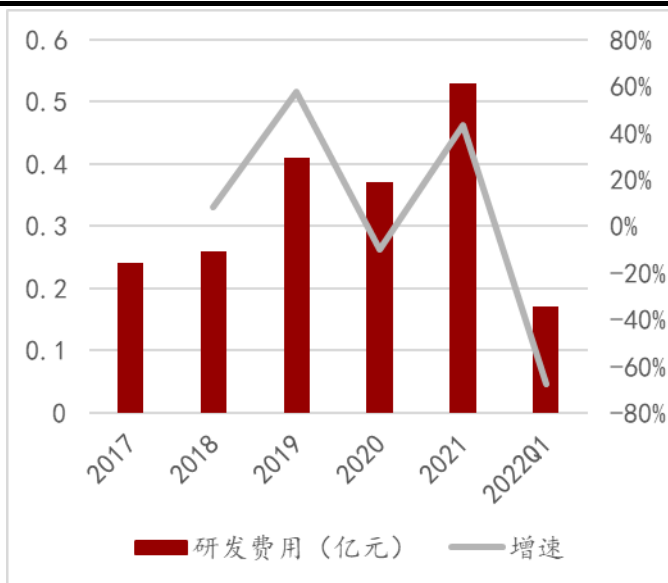
2.3 谋创新抓发展，让品牌焕然一新

重点研发儿童新制剂、新适应症，对产品升级，延长产品生命周期。为了推动儿童药物研发进程，打造儿童药物研发基地，公司联合国内儿童药物研究权威机构，组建工程实验室，组建了儿童经皮吸收药物研究平台（含膜剂）、儿童液体制剂研究平台、儿童固体制剂研究平台、分析技术平台等4大技术平台。公司高度重视研发，不断进行创新和对产品品质的升级。2020年，公司成功推出焕新升级龙牡壮骨颗粒，实现了龙牡品牌华丽升级。2021年通过同样的模式，复制焕新升级的龙牡®牌便通胶囊和健民咽喉片。

加大大健康产品、中医诊疗等创新业务布局。公司围绕特色中医服务探索中医诊疗，夯实医师队伍，建立名中医团队，以妇儿专科为特色，运用中医药技术开展妇儿预防保健和诊疗服务，2021年公司中医馆实现扭亏为盈。大健康业务布局方面，公司扩充婴童线产品，推出“茁倍高”儿童成长奶粉，组建专业团队。

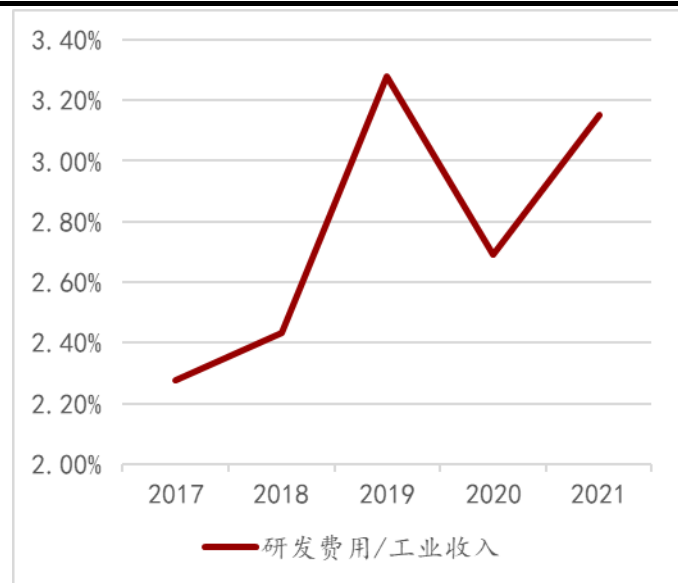
受益于新政红利，公司慢性胃炎中药新药七蕊胃舒胶囊未来可期。七蕊胃舒胶囊2021年获批，临床试验研究结果显示可用于轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证所致的胃脘疼痛的治疗，是近十年来首个获批上市的胃病中药1类新药，是在医疗机构制剂基础上研制的中药创新药。截止2021年1月，七蕊胃舒胶囊累计投入研发费用约为人民币2704.82万元。2022年4月29日，CDE官网公开征求《中药新药用于慢性胃炎的临床疗效评价指导原则》和《中药新药用于胃食管反流病的临床疗效评价指导原则》意见，指导原则以期引导慢性胃炎、胃食管反流的中药新药研发能够突出中医药治疗的优势和特点。在新政指导下，胃药中药市场有望迎来契机，受益于政策带来的行业发展机会，公司新产品七蕊胃舒胶囊未来可期。

图表22:健民集团研发费用和增速 (2017-2022Q1)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表23:健民集团研发费用/工业收入 (2017-2021 年)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表24:健民集团研发项目 (含一致性评价项目) (数据截止 2021 年 12 月 31 日)

药 (产) 品名称	注册分类	适应症或功能主治	处方药	研发 (注册) 阶段
利胃胶囊 (获批名称为七蕊胃舒胶囊)	中药1类	化瘀除湿, 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。	✓	获得注册批件
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。	-	III 期临床研究
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。	✓	完成临床研究
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。	✓	临床前研究
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。	✓	临床前研究
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。	✓	制剂研究
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。	✓	临床研究
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)。	✓	ANDA
拉科酰胺口服溶液	化药3类	用于4岁及以上癫痫患者部分发作性癫痫 (伴或不伴继发性全身性发作) 的治疗。	✓	ANDA

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

说明: 标黄部分代表处于注册上市阶段药 (产) 品

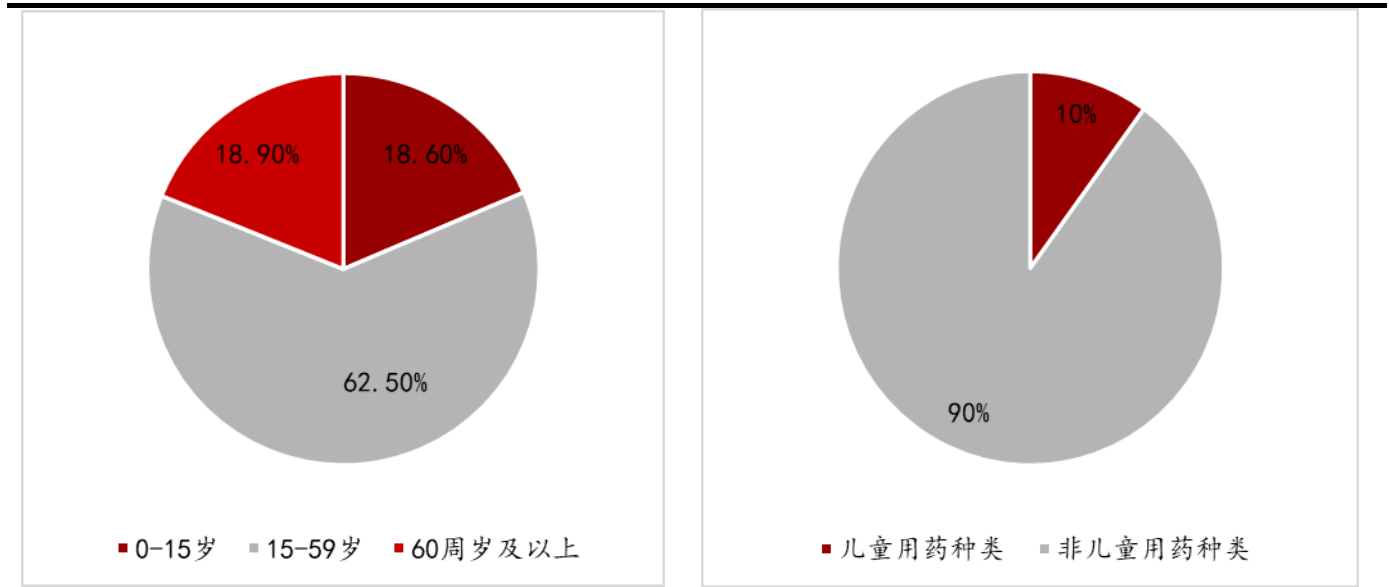
3 以儿童用药为核心，深耕大品种

3.1 儿童专用药市场供给缺口大，顶层设计支撑行业长期发展

中国儿童药市场供需失衡，亟需满足临床需求的药品。作为药品消费的特殊群体，我国15周岁以下人群2021年末占比18.6%，从2020年的数据看，儿童药品的种类占药物总量的比例却不足10%。适宜儿童的剂型、规格也非常缺乏，尤其是低龄儿童、新生儿用药普遍“成人化”，儿科专用药的缺乏导致儿童使用成人药现象普遍。

图表25:2021 年末 15 周岁以下人口占比 18.6%。

图表26:2020 年中国儿童药品种类占全部药物种类的 10%



资料来源：《2021年国民经济和社会发展统计公报》，万联证券研究所
资料来源：药渡，万联证券研究所

三孩放开+顶层政策支持，推动儿童药市场成长。随着二孩三孩政策落地，儿童医疗需求不断高涨，诊疗人次以每年400万~500万人次递增，占全国门诊总量10%以上。同时，儿童药市场不断迎来顶层设计与政策支持，市场增长驱动力明确。

图表27:2011-2021 年期间儿童用药政策梳理

年份	单位	文件名称	主要内容
2011	国务院	《中国儿童发展纲要（2011-2020年）》	首次把儿童用药短缺问题提到国家层面
2012	国务院	《国家药品安全“十二五”规划》	明确指出鼓励儿童事宜剂型的研发
2013	药监局	《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励创新的意见》	鼓励生产企业研发仿制药的儿童专用规格和剂型
2014	多部委联合	《关于保障儿童用药的若干意见》	对鼓励研发创新、加快申报审批提出要求
2015	国务院	《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	加快包括儿童用药在内的创新药审批审批
2016	国务院	《关于促进医疗产业健康发展的指导意见》	明确提出开发符合儿童生理特征的新品种、剂型和规格的指导原则
	多部委联合	《首批鼓励研发申报儿童药品清单》	对临床急需的儿童适宜剂型药品的研发实施政策鼓励

	药监局	《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	优先审评审批具有明显临床优势的儿童用药
	药审中心	《临床急需儿童用药申请优先审评审批品种评定的基本原则》	公布儿童用药优先审评审批品种目录
2017	药监局	《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	优先审评审批的范围包括儿童用药
	多部 联合	《第二批鼓励研发申报儿童药品清单》	对临床急需的儿童适宜剂型药品的研发实施政策鼓励
2019	全国人大常委 会	《药品管理法》	鼓励儿童用药的研制和创新。儿童用药优先审评审批
	多部委联 合	《第三批鼓励研发申报儿童药品清单》	对临床急需的儿童适宜剂型的研发实施政策鼓励
2020	市场监 管局	《药品注册管理办法》	优先审评程序：（二）符合儿童生理特征的儿童用药品新品种、剂型和规格
	药监局	《药品上市许可优先审评审批工作程序（试行）》	对儿童用药的优先审评审批条件进行了明确
2021	国务院	《中国儿童发展纲要（2021-2030）》	促进儿童健康成长，是建设社会主义现代化强国、实现中华民族伟大复兴中国梦的必然要求

资料来源：药渡，万联证券研究所

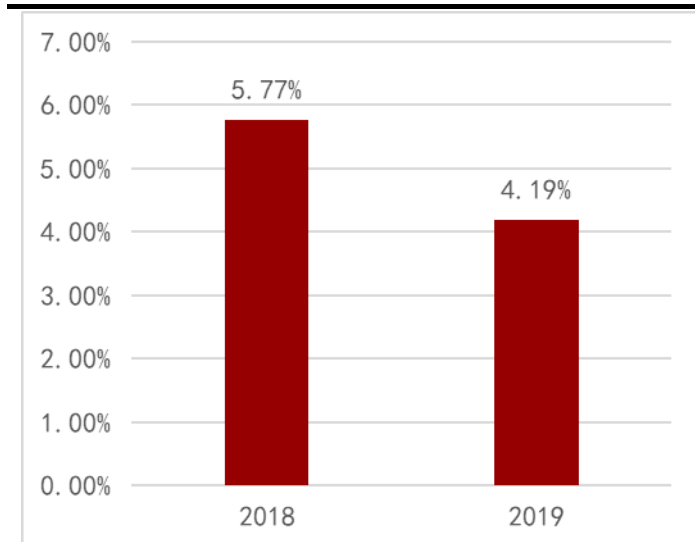
3.2 龙牡壮骨颗粒：手握定价权+产品升级，黄金大单品实现量价齐升

《中国居民膳食营养参考摄入量》显示，我国6岁以下儿童的平均钙摄入量为239mg/日，7-17岁儿童、青少年的平均钙摄入量为328mg/日，仅占推荐量的30%-40%。这说明我国儿童钙摄取不足较严重，儿童在膳食平衡的情况下，仍需要通过钙制剂额外补钙。2016年的《营养性佝偻病防治全球共识》对维生素D缺乏性佝偻病命名重新定义为营养性佝偻病，明确了其是由于儿童维生素D缺乏和（或）钙摄入量过低导致生长板软骨细胞分化异常、生长板和类骨质矿化障碍的一种疾病。随着居民收入的提高，健康需求的上涨，家长对孩子的成长以及保健管理极其重视，在人口优势和消费需求的双擎驱动下，儿童钙制剂市场前景光明。

龙牡壮骨颗粒是公司已上市36年的黄金单品，是中国儿童健康成长药物领域的领导品牌，以“脾肾双补”的中医理论为基础，由党参、黄芪、山麦冬等13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。

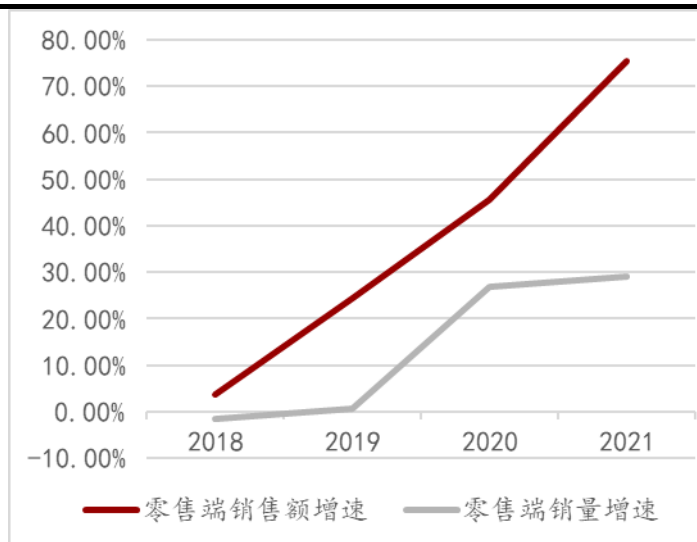
定价权和产品升级带来龙牡壮骨颗粒量价齐升。2020年，公司成功推出焕新升级龙牡壮骨颗粒，升级后的龙牡壮骨颗粒产品品质得到了进一步提升——采用全新密闭动态提取技术，以“新技术、冲水少、口感好”的形象展现在大众眼前。通过数据分析和处理，我们发现龙牡壮骨颗粒近年的收入增速远高于销量增速，且增速差距有加大趋势，说明龙牡壮骨颗粒掌握定价权。根据中康CHIS数据显示，龙牡壮骨颗粒的平均单价从2017年的30元/盒上升到2021年的132元。销量方面，龙牡壮骨颗粒近五年销量增速一直创新高，2021年销量实现48629万袋，增速达29.15%。

图表28:龙牡壮骨颗粒院内市场销量占比



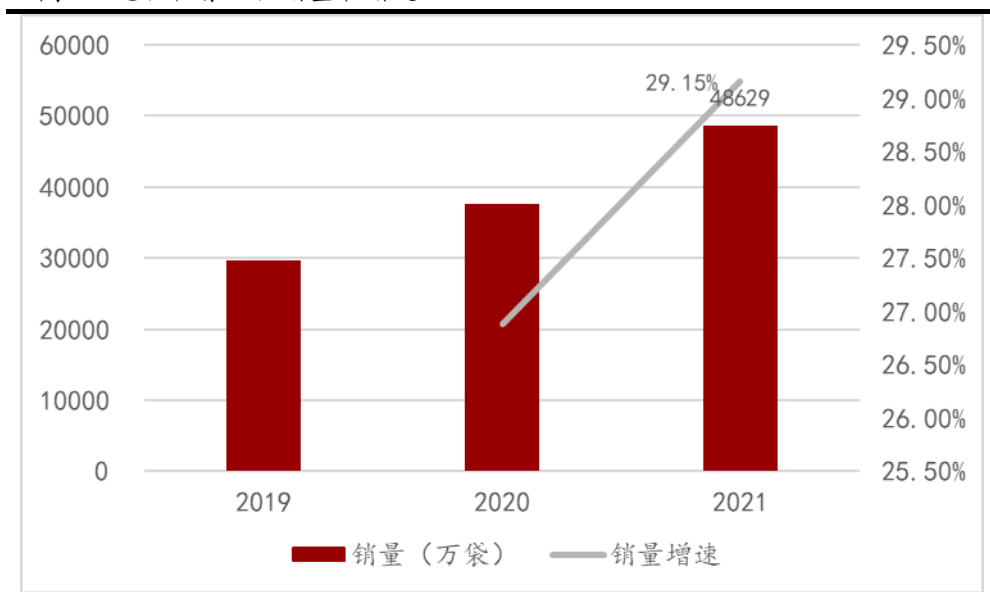
资料来源:公司公告, 万联证券研究所测

图表29:龙牡壮骨颗粒院外市场销售额增速高于销量增速



资料来源:公司公告, 中康CHIS系统, 万联证券研究所测算
说明:龙牡壮骨颗粒院内市场销量占比较小, 我们用总销量增速近似代替院外市场销量增速

图表30:龙牡壮骨颗粒销量和增速



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

3.3 小金胶囊: 集采中标以价换量, 院内市场规模有望提高

小金胶囊用于乳腺增生类疾病, 由经典名方小金丹经剂型改造而成, 原材料包括人工麝香、木鳖子(去壳去油)、制草乌等九味散寒止痛、活血行气之类中药材。我国乳腺增生病的发病率为52.4%, 约3.5亿人群, 占乳腺疾病的75%。乳腺增生患者有3%~5%存在恶变为乳腺癌的风险。对于乳腺增生, 西医方面认为只是生理现象, 一般不需治疗, 因此临床上一一般采用中药调理。目前临床上常用活血化瘀、疏肝理气、软坚散结等作用的中成药进行治疗。因此, 乳腺增生治疗类中成药市场需求非常大。

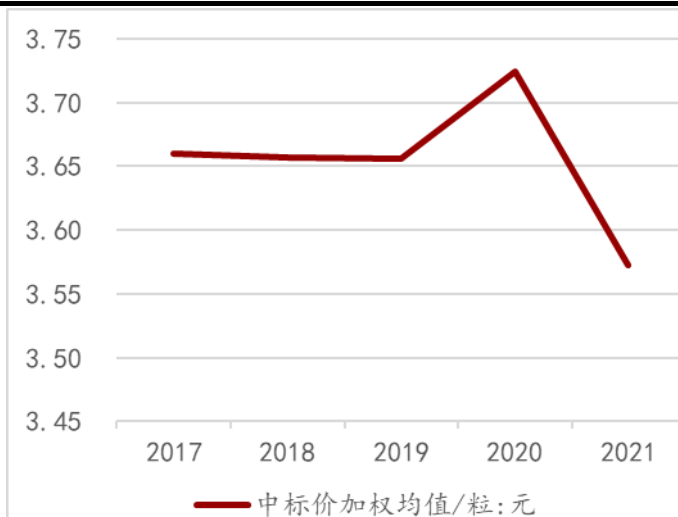
随着小金胶囊中标价格的波动和医疗机构采购量的变化, 小金胶囊销售额增速和销量增速也在波动。2019年后, 中标价加权均值逐年下降, 销量增速开始高于销售额增速, 显示虽然中标价格在降低, 但医疗端对公司小金胶囊的需求量在加速提高。

图表31:健民集团小金胶囊近年收入增速和销量增速



资料来源:公司公告,中康CHIS系统,万联证券研究所测算
说明:2017-2021中标省份数量分别是29/29/29/29/30个,未中标省份未纳入销售额测算,零售端只将药店渠道纳入销售额测算

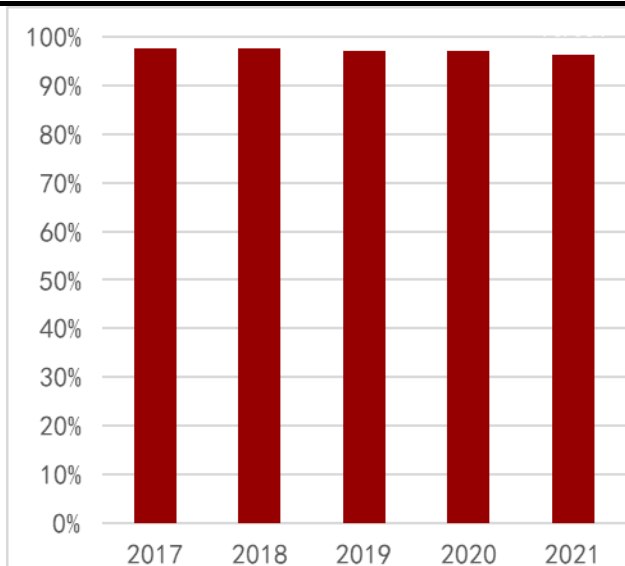
图表32:健民集团小金胶囊近5年中标价加权均值



资料来源:公司公告,万联证券研究所测算
说明:中标价取中标价区间中最高价格和最低价格平均值;中标价加权均值是按照不同规格采购量进行加权

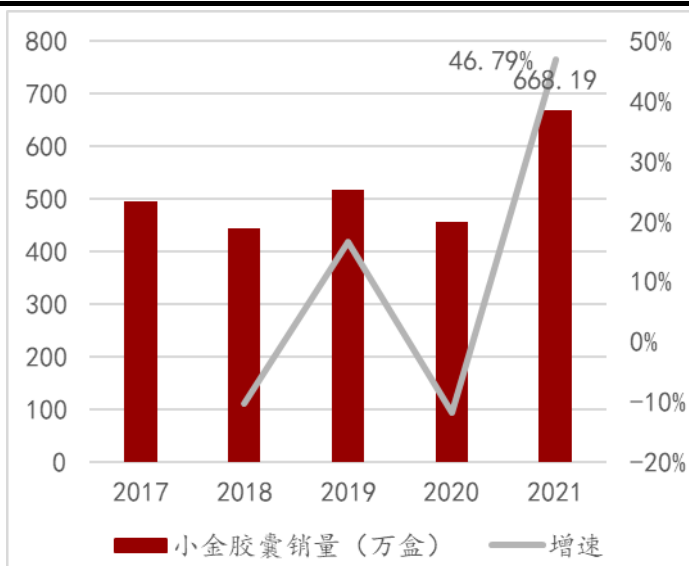
小金胶囊是处方药,近几年院内市场占比97%左右,所以在省级联盟集采中中标意义重大。小金胶囊生产厂家只有健民集团和天基生物,在2022年湖北联盟中成药集中带量采购中,只有公司的小金胶囊中标,广东联盟集采中两家公司均中标。2021年公司小金胶囊销售量实现46.79%的增速,带量采购落地后,价格有所下降,但销售费用也会下降,同时有利于快速扩大医院端销售规模。

图表33:健民集团小金胶囊院内市场销售额占比



资料来源:公司官网,中康CHIS系统,万联证券研究所测算

图表34:健民集团小金胶囊销售量和增速



资料来源:公司公告,万联证券研究所

3.4 健脾生血颗粒/片: 产品优势获认可, 销量稳步提升

在我国,除了化学药以外,中药在治疗缺铁性贫血方面也表现出了很好的疗效,中西复方制剂也被证实具有确切的治疗缺铁性贫血效果,健脾生血颗粒和健脾生血片是公司开发的3类新药,是这类缺铁性贫血治疗产品的典型代表,具有稳定而快速的生血作用,主要成分有党参、茯苓、白术、甘草、黄芪、山药、鸡内金、龟甲、麦冬、南五味子、牡蛎、大枣、硫酸亚铁等。健脾生血颗粒累计开展临床医学研究近百项,

因其显著疗效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。

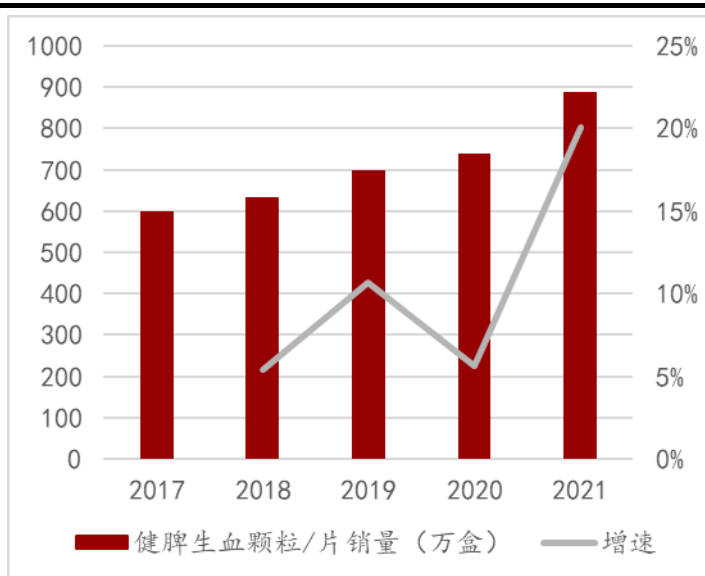
健脾生血颗粒在妇产科应用非常广泛。众所周知，妊娠期妇女需要补充足够的铁来维持胎儿的健康生长与发育，当铁摄入不足时，孕妇会出现系列铁缺乏/贫血症状。为了在补充铁元素的基础上，改善伴随的脾虚症状，增进食欲，临床医生往往会选择健脾生血颗粒/片来进行治疗。健脾生血片/颗粒中元素铁含量20 mg/片(袋)，对胃肠道刺激小，并且，临床研究显示健脾生血颗粒具有良好的安全性。2021年健脾生血颗粒/片总销量887.57万盒，实现20.03%的增长。

图表35:常用口服铁剂的用法用量及疗程

常用口服铁剂	含铁量(ms / 片)
多糖铁复合物	150
硫酸亚铁	60
硫酸亚铁缓释片	50
富马酸亚铁	60
葡萄糖酸亚铁	36
琥珀酸亚铁	33
中药补铁剂(如健脾生血颗粒/片)	20/袋

资料来源:《铁缺乏症和缺铁性贫血诊治和预防多学科专家共识》，万联证券研究所

图表36:健脾生血颗粒/片近五年销量和增速



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

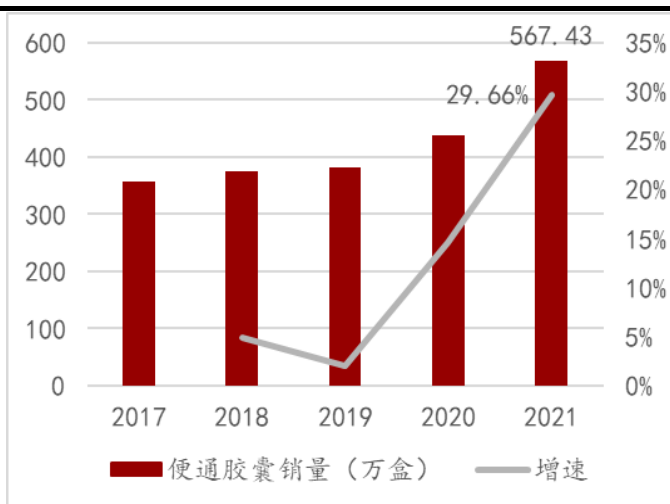
3.5 积极开发潜力大单品，通过龙牡品牌牵引打造第二增长曲线

2021年，公司重磅推出龙牡®牌通便胶囊和健民咽喉片两大独家潜力大单品，以满足消费者消费能力升级后多元的健康需求。公司在全国范围内进行13场品牌发布会，联合各战略合作伙伴共同着力双轮驱动，快速推进通便胶囊（OTC渠道）、健民咽喉片（新包装）等产品上市销售。新品上市半年内，通便胶囊开发进场700家连锁，健民咽喉片开发进场500家连锁。

我国成人慢性便秘的患病率为4%-10%，70岁以上人群慢性便秘患病率达23%，患病率随年龄增长而升高。公司通便胶囊在中国非处方药物协会“2020年度中国非处方中成药便秘泄泻类产品综合统计排名”中位列第二，临床应用中得到了消费者和临床医生的高度认可，2021年销量567.43万盒，同比增长29.66%，未来将持续凭借过硬的产品实力推动品牌强势扩张。OTC渠道的通便胶囊去年刚刚上市，2022年一季度环比增速实现翻番，目前OTC渠道覆盖率还不高，未来将加大广告牌投放，随着OTC渠道覆盖率提升，销售预计会有较大的提升空间。

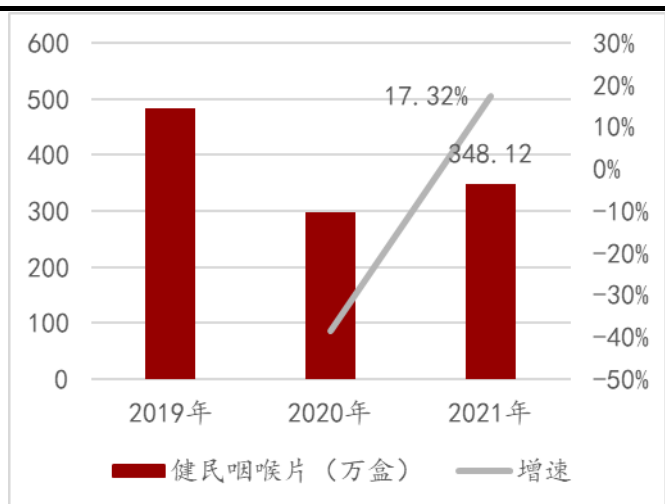
健民咽喉片以中医经典名方“玄麦甘桔汤”为基础，结合现代医学理论化裁而来，对于咽喉肿痛、失音、上呼吸道炎症等症状效果显著。2021年通过制剂改良、口感升级和包装焕新，为其注入了新生命力，实现348.12万盒销量和17.32%的增长率。

图表37:健民集团便通胶囊销售量和增速



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

图表38:健民集团健民咽喉片销售量和增速



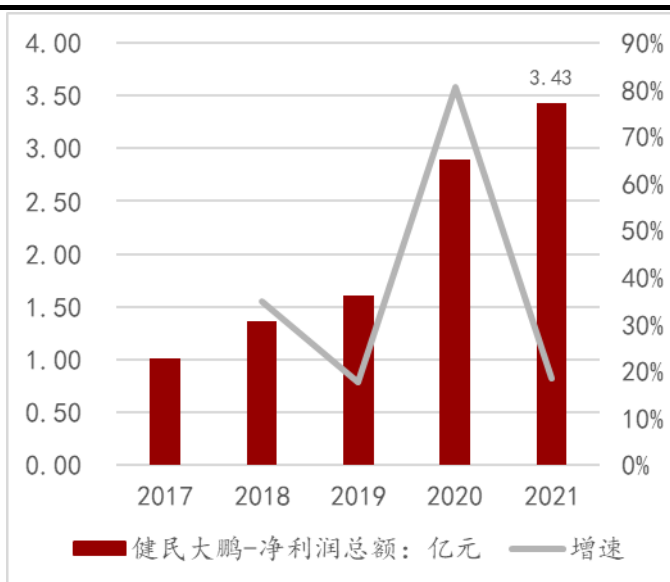
资料来源:公司公告, 万联证券研究所

4 健民大鹏: 体培牛黄独家生产商, 增厚公司投资收益

4.1 健民大鹏对健民集团收益贡献大

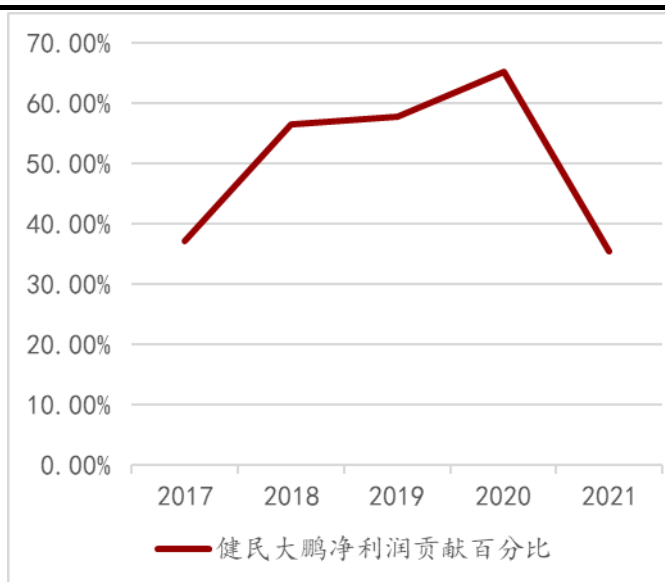
体外培育牛黄技术1993年取得中国发明专利, 由武汉生物化学制药厂生产, 1999年以约3000万元转让给武汉大鹏药业独家生产。2005年, 公司与与武汉大鹏药业成立联营企业健民大鹏, 并持股比例多年维持在33.54%。健民大鹏业绩增长稳定, 2021年净利润1.15亿元, 2017到2021四年复合增速达35.76%。健民大鹏对公司收益贡献占比较大, 净利润贡献比例多年稳定在30%-70%之间。

图表39:健民大鹏近五年净利润和增速



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

图表40:健民大鹏近五年对健民集团净利润贡献占比

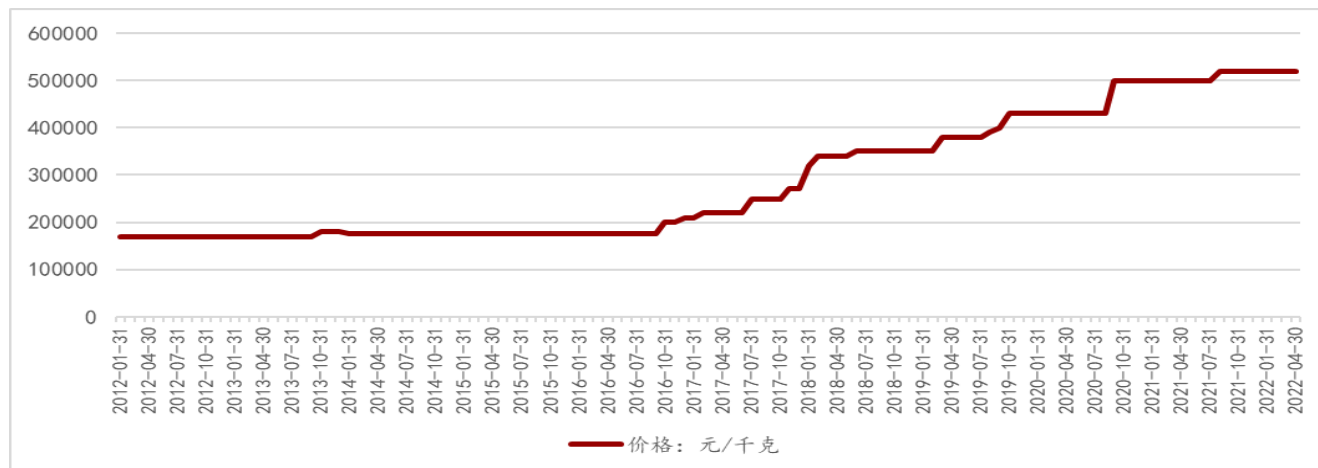


资料来源:公司公告, 万联证券研究所

4.2 天然牛黄价格逐年新高, 体外培育牛黄是最佳替代

牛黄是牛的胆结石, 并不是每头牛都会长牛黄。国内天然牛黄资源稀缺, 过去主要依赖进口。1999年, 受疯牛病影响, 国家明令禁止从境外疫区进口牛黄。天然牛黄资源稀缺导致价格逐年抬升, 2022年的价格已超过50万元/千克。

图表41:天然牛黄近十年价格趋势（天然胆黄_较广）



资料来源：萝卜投研，中药材商贸网，万联证券研究所

体外培育牛黄是天然牛黄最好替代。1) 成分和药效方面和天然牛黄基本相同，人工牛黄的核心成分胆红素不及天然牛黄的 2%，功效与天然牛黄相去甚远。研究表明，培植牛黄和体外培育牛黄指标成分（胆汁酸类和胆红素）含量、药效方面都和天然牛黄基本相同；2) 解决了传统中药只能天然生长，不能大规模工业化生产的限制。天然牛黄在活牛体内成石周期长，体内培植牛黄技术复杂（给活牛做两次外科手术，即先把牛的胆囊切开植入菌种，几个月后再取出来），成本高、周期长、产量低，无法形成规模化和产业化。体外培育牛黄技术突破了规模限制；3) 突破了中药成分，特别是有害成分及其成分含量难以控制的缺陷，运用指纹图谱，有效成分的分析已达 97.6%，游离胆红素含量（平均值0.544）远低于天然牛黄游离胆红素含量（平均值 3.153），而且各成分稳定可控，解决了我国牛黄难以参与国际市场竞争的问题。

图表42:牛黄及其代用品成分特点

品种	生产方式	胆酸 (%)		胆红素 (%)	
		测定方法	含量限度	测定方法	含量限度
天然牛黄	牛科动物牛Bos taurus domesticus Gmelin的干燥胆结石或胆管结石	薄层扫描法	≥4.0	紫外-可见分光光度法	≥35.0
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	紫外-可见分光光度法	≥13.0	紫外-可见分光光度法	≥0.63
培植牛黄	牛科动物牛Bos taurus domesticus Gmelin的活体胆囊中培植的干燥胆结石	紫外-可见分光光度法	7.0-13.0	紫外-可见分光光度法	≥35.0
体外培育牛黄	以牛科动物牛Bos taurus domesticus 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	薄层扫描法	≥6.0	紫外-可见分光光度法	≥35.0

资料来源：CNKI，万联证券研究所

4.3 准入门槛高+专利创新，大鹏独家地位稳固

体外培育牛黄技术稳定性要求高，此外，国家新药审批严格，周期长，企业投入动力

小，提高了行业准入门槛。2021年，2001年申请的体外培育牛黄专利将结束20年保护期。国家知识产权专家库专家张火春介绍，健民大鹏多年来持续创新，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、行政保护建立了知识产权保护的防火墙。即使原有专利到期，也不会影响企业的高质量发展。2021年5月30日，体外培育牛黄海外专利申请通过国际专利合作协定(PCT)审查，开启产业国际化之路。

图表43:体外培育牛黄研究历史

年份	重要事件	年份	重要事件
1971年	国家重大科研课题“胆结石形成机理研究”立项	2003年	荣获中国药学会发展奖学科奖
1983年	胆固醇结石研究成功，荣获卫生部科技成果一等奖	2003年	国家发改委中药材扶持资金项目
1987年	胆红素钙结石研究成功	2003年	03年度中国医药十大科技新闻
1989年	申请体外培育牛黄发明专利	2004年	体外培育牛黄在大鹏药业GMP生产基地投产
1993年	获得国家发明专利证书（专利号ZL 89 1 00505.6）	2005年	收载于《中国药典》（2005年版）
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	2006年	武汉市重大科技产业化专项
2001年	专用设备获得国家实用新型专利证书	2006年	湖北省重大科技产业化专项
2001年	荣获湖北省技术发明奖一等奖	2007年	国家发改委高技术产业化示范专项
2002年	荣获武汉市政府科技进步奖一等奖	2010年	收载于《中国药典》（2010年版）
2002年	国家科技部“863”重大专项，2005年通过验收	2015年	收载于《中国药典》（2015年版）
2002年	国家原经贸委“双高一优”重点项目	2020年	收载于《中国药典》（2020年版）
2002年	荣获国家技术发明奖二等奖（一等奖空缺）	2021年	一项中医药创新专利发展到48项专利
2003年	荣获国家重点新产品证书	2021年	海外专利申请通过国际专利合作协定（PCT）审查，开启产业国际化之路

资料来源：健民大鹏官网，湖北日报，中国药典，万联证券研究所

4.4 体外培育牛黄需求天花板高，大鹏对公司收益贡献持续性强

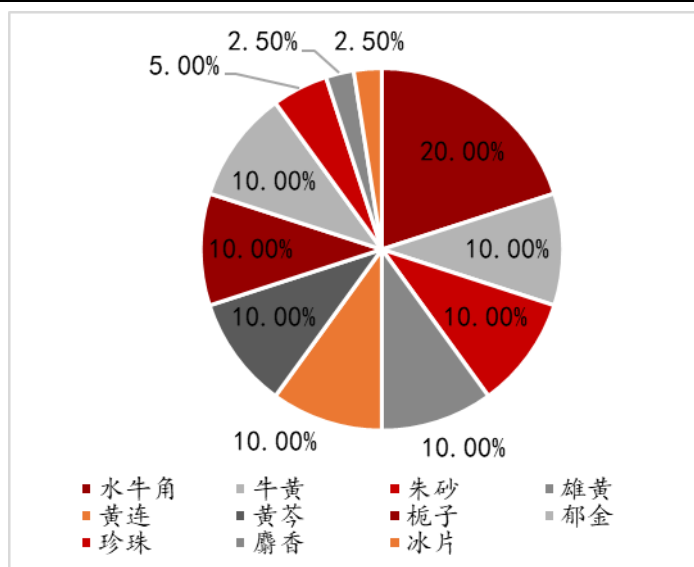
4.4.1 国内天然牛黄需求量测算

① 测算假设

- 1) 牛黄含量：0.1g牛黄/1g安宫牛黄丸；0.05g牛黄/1g片仔癀（包括锭剂及胶囊剂两种剂型，二者具有相同的成分）
- 2) 零售端价格：安宫牛黄丸零售端均价用北京同仁堂售价近似替代（因为市占率最高）；片仔癀零售端价格用官方定价
- 3) 零售端样本数据：安宫牛黄丸和片仔癀均为高端消费品，样本药店数据里县级及以下终端未覆盖部分忽略不计
- 4) 此推算是假设片仔癀药店渠道占内销总销售50%、55%、60%三种情况下的结果。如果实际占比高于此假设，则需求量测算结果相应减少，反之增加。
- 5) 此推算是假设安宫牛黄丸和片仔癀使用的天然牛黄量在天然牛黄总需求量中占比分别为70%、80%、90%三种情况下的结果。如果实际占比低于此假设，则需求量测

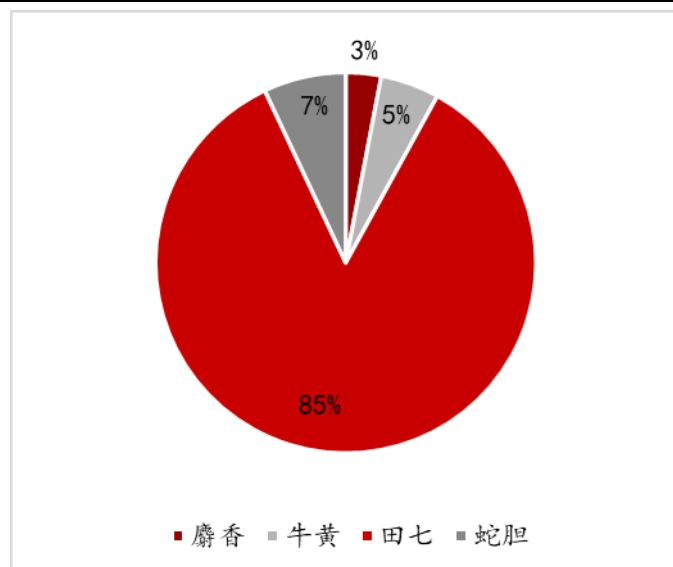
算结果相应增加，反之减少。

图表44:安宫牛黄丸各成分占比（重量口径）



资料来源：赛柏蓝，万联证券研究所

图表45:片仔癀各成分占比（重量口径）



资料来源：浙江中医药大学图书馆官网，万联证券研究所

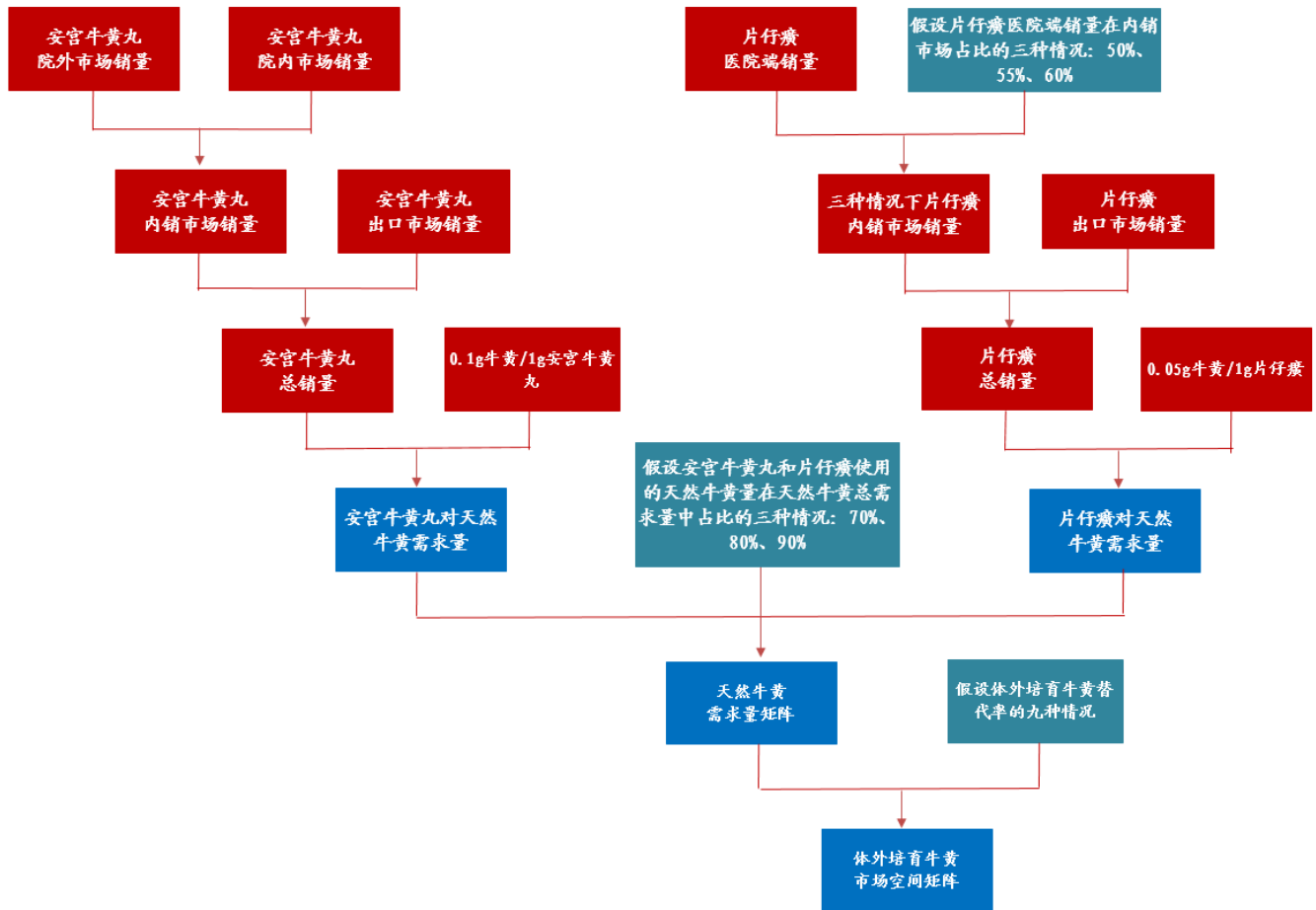
②测算逻辑

国家药品监督管理部门先后发文，要求国家药品标准处方中含牛黄的临床急重病症用药品种，包括安宫牛黄丸、片仔癀等38个品种，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。我们通过测算安宫牛黄丸、片仔癀对天然牛黄的需求量，再假设二者的天然牛黄需求量在这38种中药中占比，从而推算出国内天然牛黄总需求量（包括出口部分）。安宫牛黄丸和片仔癀各自销售量均通过细分市场销售量汇总得出。

出口市场：销量均参考海关总署数据；

内销市场：根据新康界披露，片仔癀药店渠道占内销总销售50%以上，通过假设实体药店三个销售占比：50%、55%、60%，推算出三种情况下片仔癀内销市场的总销量；我们通过处理不同渠道数据之间的关系推算出安宫牛黄丸院内市场销量，通过北京同仁堂销量和市占率推算出院外市场所有厂家安宫牛黄丸总销量。

图表46:体外培育牛黄市场空间测算流程图



资料来源: 万联证券研究所

说明: 因为实际数据的不可得, 上述各部分销量是根据公开数据和合理假设推算得出

③测算结果

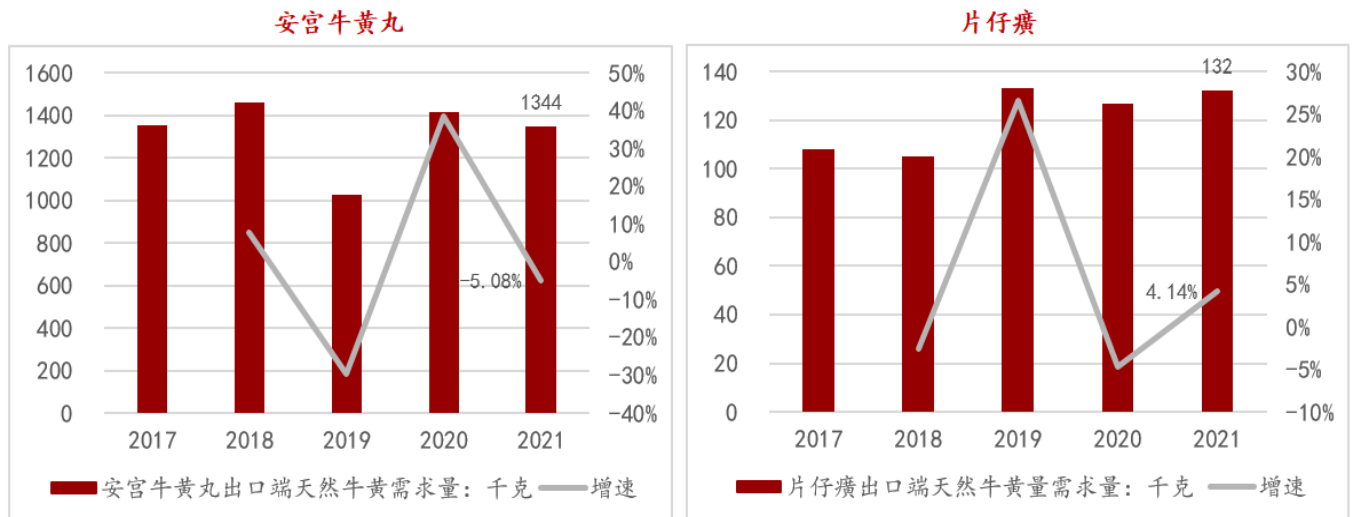
安宫牛黄丸和片仔癀的天然牛黄需求如下:

1) 出口市场: 安宫牛黄丸和片仔癀出口市场销量较稳定, 对天然牛黄需求量分别在1400千克左右和120千左右, 2021年需求量分别是1344千克 (-5.08%) 和132千克 (+4.14%);

2) 内销市场: 近年, 安宫牛黄丸和片仔癀内销市场加速放量。2021年安宫牛黄丸内销市场的天然牛黄需求量是1721千克(+42.14%), 片仔癀内销市场天然牛黄需求量在药店销售占比50%、55%、60%情况下分别是534千克、485千克、445千克, 增速为41.43%。

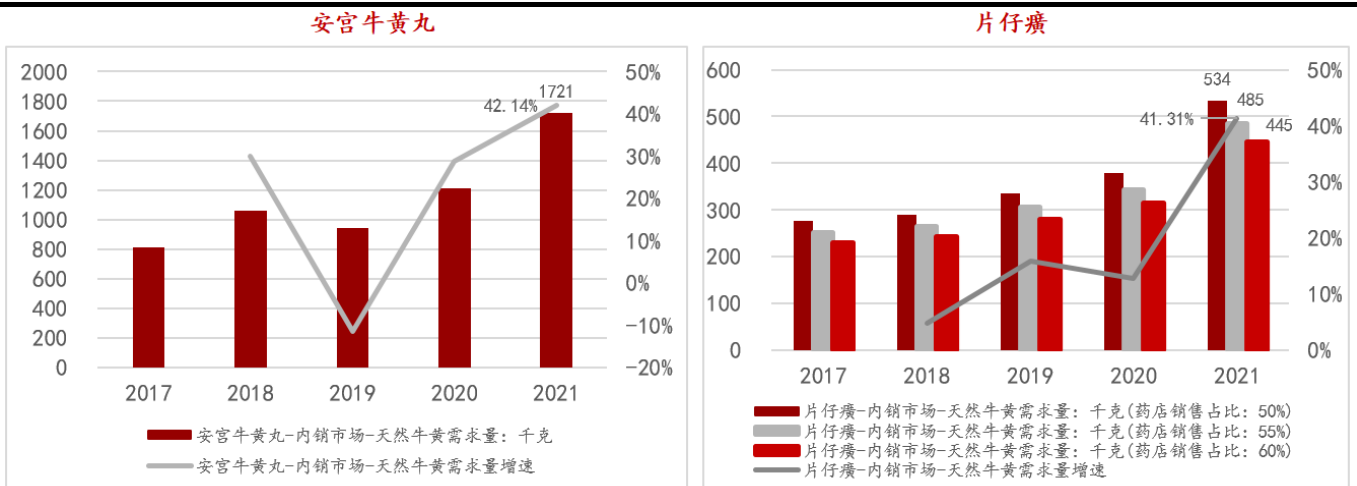
综上, 2021年, 安宫牛黄丸的天然牛黄需求总量是3065千克(+16.69%), 片仔癀在药店销售占比50%、55%、60%情况下的天然牛黄需求合计总量分别是666千克、617千克、577千克, 增速约30.64%。二者的天然牛黄合计需求量在上述三种情况下分别是3731千克、3683千克、3642千克, 增速约18.70%。

图表47:安宫牛黄丸和片仔癀出口市场的天然牛黄需求量和增速测算



资料来源: 海关总署, 萝卜投研, 万联证券研究所测算

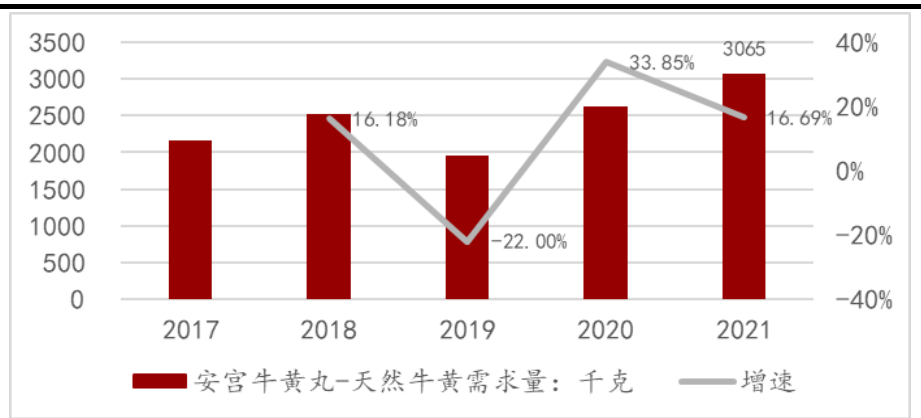
图表48:安宫牛黄丸和片仔癀内销市场的天然牛黄需求量和增速测算 (片仔癀部分分为药店销售占比 50%、55%、60%三种情况)



资料来源: IMS health, wind医药库, 中康开思, 萝卜投研, 公司公告, 万联证券研究所测算

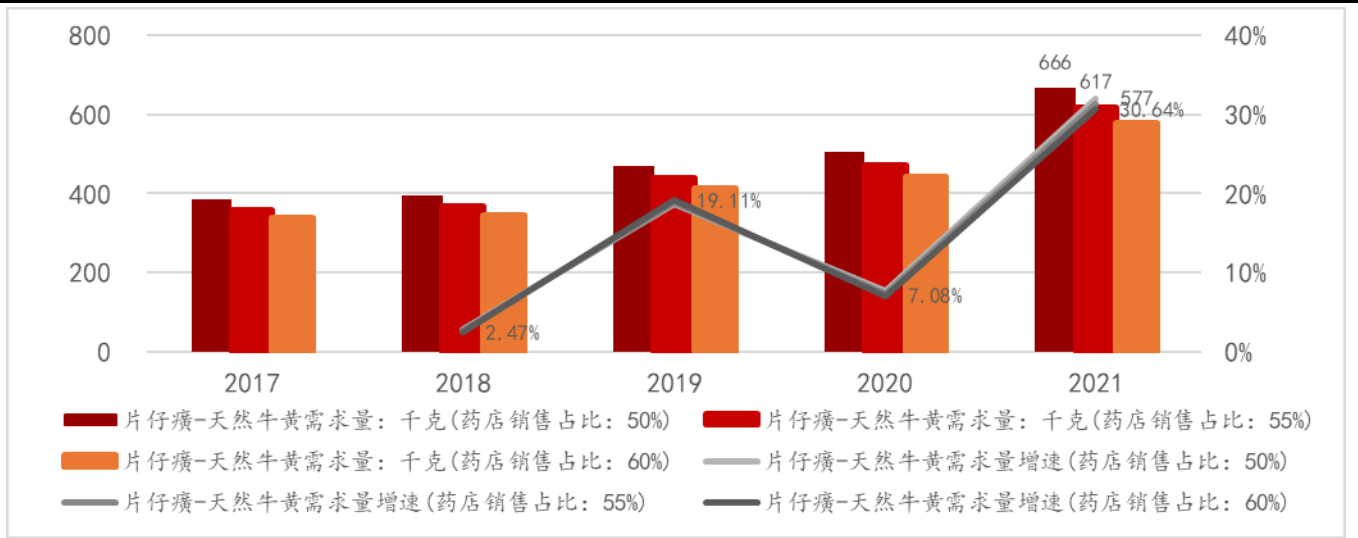
说明: 图中50%、55%、60%为片仔癀内销市场中药店销售占比

图表49:安宫牛黄丸对天然牛黄总需求量和增速



资料来源: IMS health, wind医药库, 中康开思, 海关总署, 万联证券研究所测算

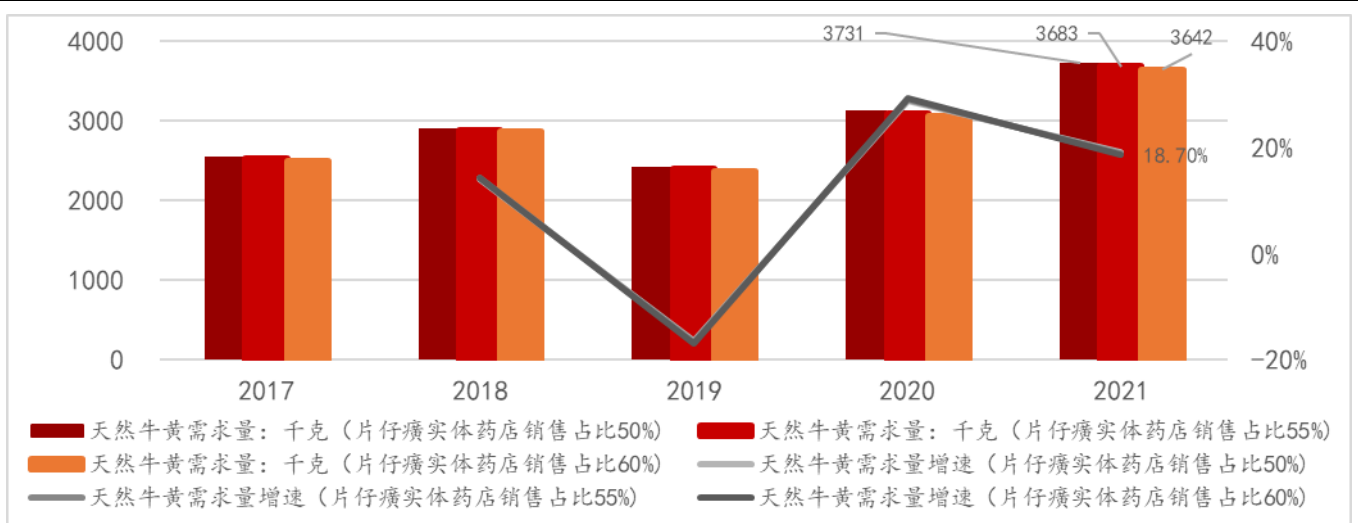
图表50:片仔癀对天然牛黄总需求量和增速



资料来源: 中康开思, 萝卜投研, 公司公告, 海关总署, 万联证券研究所测算

说明: 图中50%、55%、60%为片仔癀内销市场中药店销售占比

图表51:安宫牛黄丸和片仔癀天然牛黄需求量总和和增速测算



资料来源: IMS health, wind医药库, 中康开思, 萝卜投研, 公司公告, 海关总署, 万联证券研究所测算

说明: 图中50%、55%、60%为片仔癀内销市场中药店销售占比

- 假设安宫牛黄丸和片仔癀使用的天然牛黄量在天然牛黄总需求量占比分别为70%, 80%, 90%, 则天然牛黄总需求量矩阵如下:

图表52: 天然牛黄总需求量测算: 千克

安宫牛黄丸和片仔癀使用的天然牛黄量在天然牛黄总需求量占比 70%

	2017	2018	2019	2020	2021
天然牛黄需求量 (片仔癀药店销售占比 50%)	3642	4158	3473	4474	5330
天然牛黄需求量 (片仔癀药店销售占比 55%)	3607	4120	3429	4425	5261

天然牛黄需求量（片仔癀药店销售占比 60%）	3577	4089	3393	4384	5203
安宫牛黄丸和片仔癀使用的天然牛黄量在天然牛黄总需求量占比 80%					
	2017	2018	2019	2020	2021
天然牛黄需求量（片仔癀药店销售占比 50%）	3187	3638	3039	3914	4664
天然牛黄需求量（片仔癀药店销售占比 55%）	3156	3605	3001	3872	4603
天然牛黄需求量（片仔癀药店销售占比 60%）	3130	3578	2969	3836	4553
安宫牛黄丸和片仔癀使用的天然牛黄量在天然牛黄总需求量占比 90%					
	2017	2018	2019	2020	2021
天然牛黄需求量（片仔癀药店销售占比 50%）	2833	3234	2701	3480	4146
天然牛黄需求量（片仔癀药店销售占比 55%）	2805	3205	2667	3441	4092
天然牛黄需求量（片仔癀药店销售占比 60%）	2782	3180	2639	3410	4047

资料来源：万联证券研究所测算

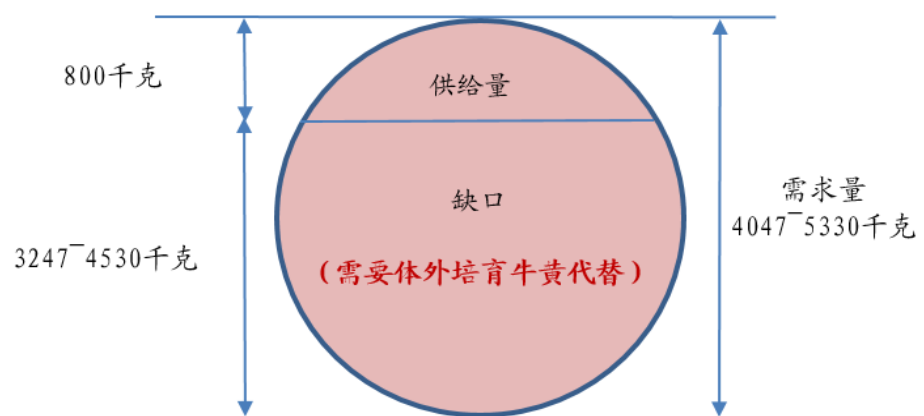
说明：表中50%、55%、60%为片仔癀内销市场中药店销售占比

4.4.2天然牛黄需求缺口和体外培育牛黄空间测算

通过查阅文献，我们发现生活在不同地区的牛群、生活在同一地区而不同年龄或不同品种的牛群，其牛黄产生率均有很大差异。不同地区的天然牛黄的产量也区别较大，例如，对生活在四川省的6784头牛的调查表明其牛黄平均产量是1.35g/头；对生活在陕西的21头牛调查表明其牛黄平均产品是8.67 g/头。因此，我们直接参考天然牛黄产量相关的第三方信息。健民大鹏官网披露我国天然牛黄年产量仅为1000公斤，赛柏蓝披露我国每年天然牛黄产量仅400-700公斤。

► 假设我国天然牛黄年产量为800公斤，根据上述我们对天然牛黄需求量的测算，2021年我国天然牛黄存在3247~4530千克的需求缺口。（假设天然牛黄产量为800千克，如果实际产量高于此假设，则需求缺口测算结果相应较少，反之增加。）

图表53:天然牛黄 2021 年国内需求缺口



资料来源：万联证券研究所测算

说明：①此推算是假设片仔癀药店渠道占内销总销售50%-60%情况下的结果。如果实际占比高于此假设，则所有测算结果相应增加，反之减少；②此推算是假设安宫牛黄丸和片仔癀使用的天然牛黄量在天然牛黄总需求量占比70%-90%，如果实际占比低于此假设，则需求量测算结果相应增加，反之减少

► 假设体外培育牛黄替代率是10%~90%之间，则体外培育牛黄市场空间如下：

图表54:2021 年体外培育牛黄市场空间测算：千克

		体外培育牛黄替代率									
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
天然牛黄	3247	325	649	974	1299	1624	1948	2273	2598	2922	3247
需求缺口：千克	4530	453	906	1359	1812	2265	2718	3171	3624	4077	4530

资料来源：万联证券研究所测算

说明：①此推算假设片仔癀药店渠道占内销总销售50%-60%情况下的结果。如果实际占比高于此假设，则所有测算结果相应增加，反之减少；②此推算假设安宫牛黄丸和片仔癀使用的天然牛黄量在天然牛黄总需求量占比70%-90%，如果实际占比低于此假设，则需求量测算结果相应增加，反之减少

健民大鹏体外培育牛黄的设计年产能可为5000公斤，可以覆盖基于上述各种假设下测算出的体外培育牛黄市场空间。随着未来相关中成药销售量增加，市场对体外培育牛黄需求将稳步提升，健民大鹏对公司收益贡献可持续性较强。

5 盈利预测

1、医药工业板块

► **儿科：**儿童专用药市场供给缺口大，顶层设计支撑行业长期发展。公司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。黄金单品龙牡壮骨颗粒具备定价权，并完成了产品升级，未来将和儿科其他产品共同在营销改革、线上线下相结合的策略下实现持续增长。预计2022-2024年实现同比增速30%、30%、30%。

► **妇科：**妇科产品线有健脾生血颗粒、健脾生血片、小金胶囊等。小金胶囊集采中标以价换量，院内市场份额有望提高；健脾生血颗粒优势获临床认可，具备市场竞争力。预计2022-2024年实现同比增速30%、30%、30%。

► **特色中药：**特色中药产品线主要包括通便胶囊、健胃消食片、健民咽喉片、拔毒生肌散等。2021年，公司重磅推出龙牡®牌通便胶囊和健民咽喉片两大独家潜力大单品，并在全国范围内进行多场品牌发布会，联合各战略合作伙伴共同着力双轮驱动，快速推进通便胶囊（OTC渠道）、健民咽喉片（新包装）等产品上市销售。预计2022-2024年实现同比增速30%，35%，35%。

► **工业其他业务：**其他业务包括大健康产品等，目前处于探索阶段。预计2022-2024年实现同比增速10%，7%，5%。

2、医药商业板块

商业板块伴随工业板块共同成长。预计2022-2024年实现同比增速15%，12%，10%。

毛利率：未来随着公司产品规模增加，规模化效应提高，工业板块的儿科、妇科和特色中药产品线以及商业板块毛利率均稳步提升。预计2022-2024年儿科业务毛利率分别为85%，86%，87%，妇科业务毛利率分别为83%，84%，85%，特色中药业务毛利率分别为88%，89%，90%；其他业务毛利率分别为15%，15%，15%；商业板块毛利率分别为6%，7%，8%。

费用率：未来公司将加大广告投放，销售费用率将逐渐提升；管理费用率和财务费用率预计保持平稳；公司注重儿童用药新制剂、新适应症以及其他中药创新领域布局等，

预计未来研发费用率稳步提升。

估值

公司聚焦儿童领域用药，实行大单品带动大品牌策略，核心产品具备竞争优势，未来将积极布局线上线下营销渠道。同时，联营企业健民大鹏掌握体外培育牛黄核心专利，是体外培育牛黄唯一供应商。预计2022/2023/2024年收入为39.78亿元/ 48.04亿元/ 57.90亿元，对应归母净利润3.90亿元/ 5.32亿元/ 6.69亿元，对应EPS为2.54元/股、3.47元/股、4.36元/股，对应PE为16.53/12.10/9.63（对应2022年5月17日收盘价42元）。基于公司产品的竞争优势，终端渠道的扩张、以及健民大鹏收益贡献的持续性，预计公司未来将保持持续增长，首次覆盖给予“买入”评级。

图表55:健民集团主营业务盈利预测（亿元）

		2021A	2022E	2023E	2024E
	营业收入	32.78	39.78	48.04	57.90
	营业收入增速	33.47%	21.36%	20.75%	20.53%
	营业成本	18.52	21.47	23.93	26.23
	营业成本增速	27.02%	15.93%	11.45%	9.62%
	毛利率	43.50%	46.03%	50.18%	54.69%
医药工业					
儿科	营业收入	8.91	11.58	15.06	19.58
	营业收入增速	48.25%	30%	30%	30%
	营业成本	1.34	1.74	2.11	2.54
	营业成本增速	59.52%	29.66%	21.33%	20.71%
	毛利率	84.98%	85%	86%	87%
妇科	营业收入	4.94	6.42	8.35	10.85
	营业收入增速	52.00%	30%	30%	30%
	营业成本	0.91	1.09	1.34	1.63
	营业成本增速	35.82%	19.97%	22.35%	21.88%
	毛利率	87.54%	83%	84%	85%
特色中药	营业收入	1.59	2.07	2.79	3.77
	营业收入增速	34.75%	30%	35%	35%
	营业成本	0.2	0.37	0.47	0.60
	营业成本增速	33.33%	86.03%	27.50%	27.06%
	毛利率	81.49%	82%	83%	84%
其他	营业收入	1.38	1.52	1.62	1.71
	营业收入增速	-58.18%	10%	7%	5%
	营业成本	1.15	1.29	1.38	1.45
	营业成本增速	-60.21%	12.20%	7.00%	5.00%
	毛利率	16.68%	15%	15%	15%
医药商业					
	营业收入	17.55	20.18	22.60	24.86
	营业收入增速	17.00%	15%	12%	10%
	营业成本	16.57	18.97	21.02	22.88
	营业成本增速	16.04%	14.49%	10.81%	8.82%
	毛利率	5.56%	6%	7%	8%
(内部抵消)					

营业收入	1.66	1.99	2.39	2.87
营业收入增速	-61.31%	20%	20%	20%
营业成本	1.66	1.99	2.39	2.87
营业成本增速	-61.31%	20%	20%	20%

资料来源：公司公告，万联证券研究所

6 风险提示

原辅材料价格波动风险，研发不达预期风险，集中带量降价风险，竞争格局恶化风险等

利润表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3278	3978	4804	5790
%同比增速	33%	21%	21%	21%
营业成本	1852	2147	2393	2623
毛利	1426	1831	2410	3167
%营业收入	43%	46%	50%	55%
税金及附加	23	27	32	39
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	992	1313	1729	2316
%营业收入	30%	33%	36%	40%
管理费用	132	167	199	240
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	53	64	77	93
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	2	-2	-4	-7
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	0	0	2	1
信用减值损失	-6	-4	-5	-4
其他收益	23	20	26	32
投资收益	126	152	187	223
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	365	430	587	738
%营业收入	11%	11%	12%	13%
营业外收支	-4	-4	-4	-4
利润总额	361	426	583	734
%营业收入	11%	11%	12%	13%
所得税费用	36	34	48	62
净利润	325	392	535	672
%营业收入	10%	10%	11%	12%
归属于母公司的净利润	325	390	532	669
%同比增速	120%	20%	37%	26%
少数股东损益	1	2	2	3
EPS（元/股）	2.12	2.54	3.47	4.36

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	2.12	2.54	3.47	4.36
BVPS	10.18	12.72	16.20	20.57
PE	19.84	16.53	12.10	9.63
PEG	0.17	0.82	0.33	0.38
PB	4.13	3.30	2.59	2.04
EV/EBITDA	41.78	21.24	14.71	10.87
ROE	21%	20%	21%	21%
ROIC	14%	12%	14%	14%

资产负债表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	298	360	625	978
交易性金融资产	539	642	720	811
应收票据及应收账款	518	650	830	1041
存货	222	280	321	349
预付款项	82	104	122	131
合同资产	1	1	1	2
其他流动资产	194	319	389	474
流动资产合计	1853	2356	3007	3785
长期股权投资	303	349	410	464
固定资产	352	402	439	483
在建工程	17	29	39	49
无形资产	33	38	46	53
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	118	118	118	118
其他非流动资产	149	156	160	166
资产总计	2826	3448	4220	5118
短期借款	45	0	0	0
应付票据及应付账款	372	469	535	584
预收账款	0	7	4	6
合同负债	37	42	52	56
应付职工薪酬	28	32	36	40
应交税费	94	109	143	179
其他流动负债	689	787	904	1029
流动负债合计	1220	1446	1676	1896
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	1	1	1
其他非流动负债	36	41	47	53
负债合计	1257	1487	1724	1949
归属于母公司的所有者权益	1561	1952	2485	3155
少数股东权益	7	9	11	14
股东权益	1568	1961	2496	3169
负债及股东权益	2826	3448	4220	5118

现金流量表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	259	206	298	364
投资	0	-154	-147	-150
资本性支出	-55	-94	-79	-86
其他	62	147	186	220
投资活动现金流净额	8	-102	-39	-16
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	45	-45	0	0
筹资成本	-59	-2	-1	-1
其他	-37	4	7	5
筹资活动现金流净额	-50	-42	6	4
现金净流量	216	62	265	353

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场