

Q3 主营业务超预期增长，体培牛黄稳中向好

2022 年 10 月 23 日

➤ **事件：**健民集团公布 2022 年三季度报，2022 年 1-9 月公司经营稳健，实现营业总收入 27.95 亿元，同比增长 7.25%；实现归母净利润 3.26 亿元，同比增长 26.84%；实现扣非归母净利润 2.89 亿元，同比增长 20.04%。

➤ **Q3 营收与毛利率双升，利润超预期增长。**2022 年 Q3 实现营业总收入 9.68 亿元 (YOY +18.98%)，收入增速显著恢复；实现归母净利润 1.28 亿元 (YOY+41.96%)，实现扣非归母净利润 1.20 亿元 (+45.51%)。Q3 利润实现高增的主要原因：1) 产品营收恢复性增长，毛利率同比提升 3pct，主营业务营收和毛利率双增长；2) 健民大鹏贡献利润 0.38 亿元 (YOY+10%)，联营企业投资收益稳中向好；3) 获政府补贴 480 万元，与 2021Q3 情况接近。

➤ **看好龙牡壮骨颗粒价值链维护完成后放量，便通胶囊销量预期实现稳增。**1) 龙牡壮骨颗粒作为公司主力产品，2022 年上半年进行价值链维护，2022H1 销售量总计 2.5 亿袋，同比下降 3%，其中 60 袋规格保持稳定增长，30 袋规格公司则从渠道管控、销售政策调整、减少发货等角度进行价值链维护，终端价格有所恢复、渠道库存趋于良性。我们看好下半年龙牡壮骨颗粒价值链维护完成后，产品销售量的逐步恢复。2) 便通胶囊作为 OTC 渠道新品，公司对其采取加快其连锁开发、门店铺货，加强 KA 连锁战略合作等举措进行培育。2022H1 实现销售量总计 357 万盒，OTC 渠道销售收入同比增长 79%，下半年有望维持销售量高增长。

➤ **天然牛黄价格维持高位，健民大鹏体培牛黄利润贡献持续性好。**健民大鹏是国内生产和供应体外培育牛黄的企业，天然牛黄价格自 2021 年突破 50 万元/公斤以后，2022 年维持在 52-55 万元/公斤的高位，牛黄成本提升下，健民大鹏体培牛黄具备提价潜力和较大市场空间。历史数据来看，2020 年健民大鹏贡献 0.9 亿利润，2021 年贡献 1.12 亿元，2022Q1-Q3 贡献 1.15 亿元 (Q1 为 0.4 亿元，Q2 为 0.37 亿元，Q3 为 0.38 万元)，预计可持续贡献利润。

➤ **投资建议：**公司医药工业端大单品龙牡壮骨颗粒、便通胶囊等重点 OTC 产品带动业绩提升，联营企业健民大鹏具备体培牛黄的生产与供应优势，业绩可预见较稳定的增长。预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.58/3.29/3.89 元/股，PE 分别为 20/15/13 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**产品销售不及预期的风险；质量控制风险；研发风险

推荐
维持评级
当前价格：
50.72 元

分析师 周超泽

执业证书：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师 许睿

执业证书：S0100521110007

电话：021-80508867

邮箱：xurui@mszq.com

研究助理 宋丽莹

执业证书：S0100121120015

邮箱：songliyong@mszq.com

相关研究

1.健民集团 (600976.SH) 2022 年半年度报告点评：重点产品表现强劲，体培牛黄持续贡献利润-2022/07/21

2.健民集团 (600976.SH) 事件点评：再发股权激励，业绩增长确定性增强-2022/06/01

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,278	3,899	4,534	5,199
增长率 (%)	33.5	18.9	16.3	14.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	325	396	505	597
增长率 (%)	119.7	22.0	27.5	18.3
每股收益 (元)	2.12	2.58	3.29	3.89
PE	24	20	15	13
PB	5.0	4.1	3.4	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 21 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,278	3,899	4,534	5,199
营业成本	1,852	2,215	2,538	2,897
营业税金及附加	23	23	27	32
销售费用	992	1,162	1,342	1,534
管理费用	132	168	195	224
研发费用	53	55	63	73
EBIT	244	276	368	440
财务费用	2	2	3	2
资产减值损失	-0	-5	-5	-5
投资收益	126	156	181	208
营业利润	365	432	550	650
营业外收支	-4	-4	-4	-4
利润总额	361	429	546	646
所得税	36	30	38	45
净利润	325	399	508	601
归属于母公司净利润	325	396	505	597
EBITDA	284	319	411	486

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	298	610	1,004	1,494
应收账款及票据	518	545	621	712
预付款项	82	89	102	116
存货	222	243	257	278
其他流动资产	733	790	822	864
流动资产合计	1,853	2,276	2,806	3,464
长期股权投资	303	300	297	294
固定资产	352	356	380	420
无形资产	33	33	34	34
非流动资产合计	972	1,047	1,132	1,215
资产合计	2,826	3,324	3,938	4,678
短期借款	45	61	62	64
应付账款及票据	372	431	522	595
其他流动负债	803	900	999	1,165
流动负债合计	1,220	1,392	1,583	1,824
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	37	45	60	78
非流动负债合计	37	45	60	78
负债合计	1,257	1,437	1,643	1,903
股本	153	153	153	153
少数股东权益	7	9	12	16
股东权益合计	1,568	1,887	2,295	2,776
负债和股东权益合计	2,826	3,324	3,938	4,678

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	33.48	18.95	16.27	14.68
EBIT 增长率	306.38	13.50	33.11	19.53
净利润增长率	119.73	22.00	27.48	18.28
盈利能力 (%)				
毛利率	43.49	43.19	44.02	44.28
净利率	9.93	10.22	11.21	11.56
总资产收益率 ROA	11.49	11.92	12.82	12.77
净资产收益率 ROE	20.80	21.10	22.13	21.65
偿债能力				
流动比率	1.52	1.64	1.77	1.90
速动比率	1.27	1.40	1.55	1.68
现金比率	0.24	0.44	0.63	0.82
资产负债率 (%)	44.50	43.23	41.72	40.67
经营效率				
应收账款周转天数	52.85	47.00	46.00	46.00
存货周转天数	43.69	40.00	37.00	35.00
总资产周转率	1.16	1.17	1.15	1.11
每股指标 (元)				
每股收益	2.12	2.58	3.29	3.89
每股净资产	10.22	12.30	14.96	18.10
每股经营现金流	1.69	2.32	2.98	3.57
每股股利	0.81	0.52	0.65	0.78
估值分析				
PE	24	20	15	13
PB	5.0	4.1	3.4	2.8
EV/EBITDA	26.56	22.75	16.74	13.18
股息收益率 (%)	1.59	1.03	1.29	1.54

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	325	399	508	601
折旧和摊销	40	42	43	46
营运资金变动	39	55	70	91
经营活动现金流	259	356	457	548
资本开支	-55	-50	-66	-87
投资	0	0	0	1
投资活动现金流	8	15	25	45
股权募资	0	0	0	0
债务募资	25	23	16	20
筹资活动现金流	-50	-60	-87	-103
现金净流量	216	311	394	489

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026