



Research and  
Development Center

# 打造儿药优势品种，体培牛黄有望持续 贡献收益

—健民集团(600976)公司首次覆盖报告

刘嘉仁 社零&美护首席分析师  
S1500522110002  
15000310173  
liujiaren@cindasc.com

## 证券研究报告

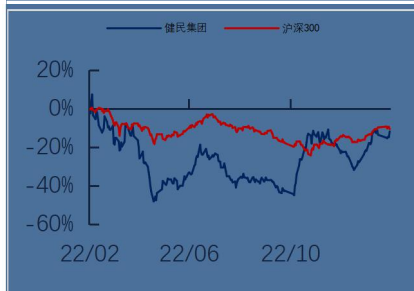
## 公司研究

## 公司首次覆盖报告

健民集团(660976)

投资评级 **增持**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

### 公司主要数据

收盘价(元)	57.37
52周内股价波动区间(元)	72.64-35.10
最近一月涨跌幅(%)	3.89
总股本(亿股)	1.53
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	88.00

资料来源：wind，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

# 打造儿药优势品种，体培牛黄有望持续贡献收益

2023年02月12日

### 报告内容摘要：

- ◆ **中药老字号传承，打造中成药知名品牌。**健民集团传承于中药老字号“叶开泰”，始终坚持以发展中医药为核心，以儿科产品为特色的发展战略，逐渐构建完善了以中成药为主的儿科、妇科、特色中药生产线，在小儿中成药市场取得龙头地位。同时公司的参股公司健民大鹏作为体外培育牛黄独家供应商，对公司投资收益影响较大。2022年前三季度公司实现营业收入27.95亿元(+7.25%)，归母净利润(+26.84%)，业绩表现亮眼。
- ◆ **龙牡壮骨颗粒为公司打造的钻石单品，产品销售具备增长潜力。**龙牡壮骨颗粒具有治疗和预防小儿佝偻病、软骨病的功能。据米内网统计，2021年在儿科中成药领域龙牡壮骨颗粒在实体药店与网上药店终端销售额均具备领先优势。近年来我国人口出生率处于下滑趋势，三孩政策及支持辅助生殖纳入医保等支持性政策出台有望提振我国人口出生率，儿药市场具备发展潜力，我们认为公司产品仍具备较强的业绩发展潜力。
- ◆ **终端成品需求旺盛，体培牛黄原料市场规模具备增长潜力。**天然牛黄产量稀缺，体外培育牛黄为天然牛黄的优质代用品，其理化性质、化学成分、内部有效含量与天然牛黄无显著性差异且稳定性较好，更适应于工业化大生产。近年来天然牛黄价格持续提升，终端成品如安牛需求旺盛，为体外培育牛黄原料市场带来机遇，作为体外培育牛黄的独家供应商，健民大鹏给健民集团带来的净利润贡献占比在2018-2021年平均维持在50%以上，我们认为健民大鹏或有望为公司持续提供较强投资收益。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**基于以上盈利预测假设条件，我们预计公司2022-2024年营业收入分别为40.07/46.00/52.70亿元，归母净利润分别为4.09/4.86/6.09亿元，EPS分别为2.67/3.17/3.97元，PE分别为22/18/14X。首次覆盖，我们给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**体培牛黄终端涨价，儿药产品销售较好。
- ◆ **风险因素：**原材料价格风险、政策风险、产品集中风险、投资风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(亿元)	2,456	3,278	4,007	4,600	5,270
增长率 YoY %	9.7%	33.5%	22.2%	14.8%	14.6%
归属母公司净利润(亿元)	148	325	409	486	609
增长率 YoY%	61.5%	119.7%	26.0%	18.9%	25.1%
毛利率%	40.6%	43.5%	42.1%	43.2%	44.2%
净资产收益率 ROE%	11.2%	20.8%	22.4%	22.7%	24.1%
EPS(摊薄)(元)	0.96	2.12	2.67	3.17	3.97
市盈率 P/E(倍)	26.35	37.27	21.51	18.09	14.46
市净率 P/B(倍)	2.96	7.75	4.82	4.11	3.48

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年02月10日收盘价

## 目录

一、 公司分析:	4
1、 公司概况:	4
2、 财务分析	5
3、 公司的竞争优势分析	6
4、 公司未来发展战略	7
二、 行业分析	8
1、 三孩政策及支持辅助生殖纳入医保有望提振出生率, 儿药市场具备发展潜力	8
2、 终端成品需求旺盛, 体培牛黄原料市场规模具备增长潜力	10
3、 七蕊胃舒纳入 2022 版国家医保, 新药上市支撑长期发展	12
三、 盈利预测、估值与投资评级	13
1、 盈利预测和假设	13
2、 盈利预测结果	13
3、 估值结论与投资评级	13
四、 风险因素	15
1、 原材料价格波动风险	15
2、 政策变动风险	15
3、 产品集中风险	15
4、 长期股权投资风险	15

## 表 目 录

表 1: 公司主要产品及功能主治介绍	5
表 2: 2021 年中国城市实体药店终端儿科中成药销售额 TOP10	9
表 3: 2021 年中国网上药店终端儿科中成药销售额 TOP10	9
表 4: 健民集团在研项目介绍	12
表 5: 健民集团盈利预测假设	13
表 6: 健民集团盈利预测结果	13
表 7: 健民集团可比公司估值	14

## 图 目 录

图 1: 健民集团股权结构 (据 2022 年公司三季报统计)	4
图 2: 2018-2022 前三季度公司营业收入情况	5
图 3: 2018-2022 前三季度公司归母净利润情况	5
图 4: 2018-2021 公司收入结构变化	6
图 5: 2018-2021 公司重要业务毛利率情况	6
图 6: 2018-2022 前三季度公司整体毛利率与净利率情况	6
图 7: 2018-2022 前三季度公司四项费用率变化	6
图 8: 2008-2022 年我国人口出生率趋势图	8
图 9: 健民集团龙牡壮骨颗粒 2018-2022E 销量情况	9
图 10: 我国天然牛黄单价趋势图 (安国药市)	10
图 11: 我国人工牛黄单价趋势图 (安国药市)	10
图 12: 2017-2021 年我国安宫牛黄丸零售市场销售额 (单位: 亿元)	11
图 13: 2018-2022H1 健民大鹏净利润情况	12
图 14: 2018-2022H1 健民大鹏对健民集团净利润贡献占比	12

## 一、 公司分析：

### 1、 公司概况：

健民药业集团股份有限公司（以下简称“健民集团”或“公司”）成立于1993年，传承于明崇祯十年（1637年）中药老字号“叶开泰”。公司主要从事医药工业、医药商业两大板块，据公司2021年报，医药工业主要负责药品和大健康产品的研发、制造及销售，公司和全资子公司叶开泰国药主要从事药品生产，合计持有药品批文257个；医药商业板块主要为药品的批发和零售。

同济医学院蔡红娇教授在1993年成功研究“体外培育牛黄”技术，获国家发明专利。“体外培育牛黄”1997年获国家一类中药新药证书。2000年武汉大鹏药业高价购入该技术，2005年公司与武汉大鹏药业成立联营企业武汉健民大鹏药业有限公司（以下简称“健民大鹏”），据公司2022年三季报记载，公司持股健民大鹏33.54%股权。2014年3月18日，“体外培育牛黄”获重大成果转化奖，宣告其成功实现产业化，价格仅为天然牛黄的三分之一。

据健民大鹏官网，体外培育牛黄是天然牛黄的优质替代品，健民大鹏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**；公司建有8条通过国家GMP认证的中成药生产线，生产栓剂、胶囊剂、片剂、颗粒剂、丸剂等8种剂型40余种产品。

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。公司股权结构较为分散，截至2022年9月31日，前十大股东持股比例为42.54%，公司实控人为汪力成先生，控股股东为华立医药集团。

图1：健民集团股权结构（据2022年公司三季报统计）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

公司产品资源丰富，品类结构完善，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通便胶囊、健胃消食片、健民咽喉片、拔毒生肌散等。其中，据公司官网介绍，

钻石单品“龙牡壮骨颗粒”是治疗儿童不爱吃饭、发育迟缓、夜惊多汗和儿童补钙的优良品种，上市 30 多年来，创造了累积销售 300 亿袋的记录。

表 1：公司主要产品及功能主治介绍

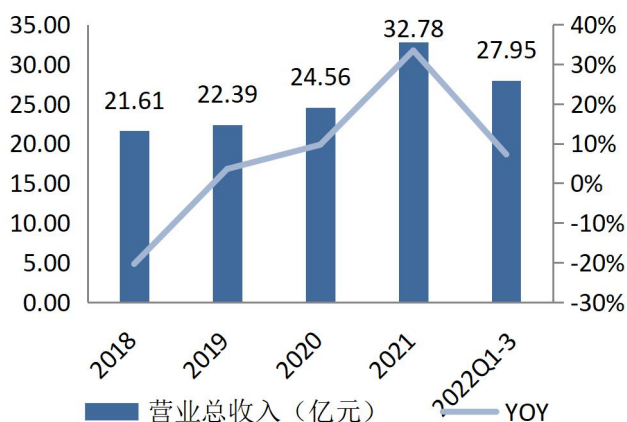
序号	主要产品	功能主治
1	龙牡壮骨颗粒	用于治疗 and 预防小儿佝偻病、软骨病；对小儿多汗、夜惊、食欲不振、消化不良、发育迟缓有治疗作用
2	健脾生血颗粒/片	用于小儿脾胃虚弱及心脾两虚型缺铁性贫血；成人气血两虚型缺铁性贫血
3	小金胶囊	用于阴疽初起，皮色不变，肿硬作痛，多发性脓肿，瘰癧，瘰癧，乳岩，乳癖
4	便通胶囊	用于脾肾不足，肠腑气滞所致的便秘
5	健民咽喉片	用于热盛津伤、热毒内盛所致的咽喉肿痛、失音及上呼吸道感染
6	雌二醇凝胶	用于治疗更年期综合征；预防卵巢功能失调、雌激素水平低落；预防尿钙丢失、减少骨质疏松

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

## 2、财务分析

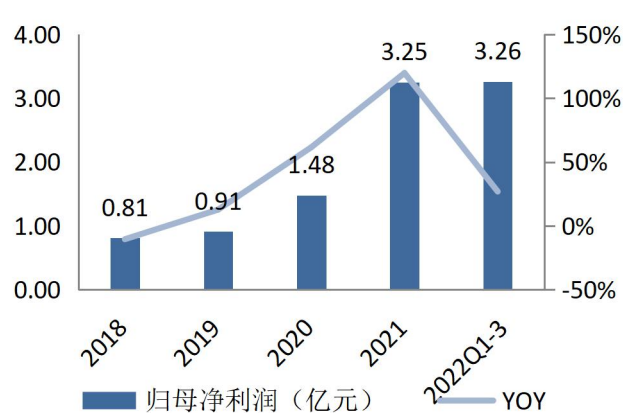
公司自 2018 年以来营业收入和归母净利润保持正增长趋势，2018-2021 年公司营业收入由 21.61 亿元增长至 32.78 亿元，归母净利润由 0.81 亿元增长至 3.25 亿元，系公司坚持优势单品龙牡壮骨颗粒为核心，依托“健民”、“龙牡”、“叶开泰”三大品牌，立足中药产业，以中药制造为核心，深耕儿童用药和儿童大健康领域所致。2022 前三季度公司实现营收 27.95 亿元（+7.25%），归母净利润 3.26 亿元（+26.84%），我们认为增速放缓或受疫情和 2021 年营收基数较高等因素影响。

图 2：2018-2022 前三季度公司营业收入情况



资料来源：iFind, 信达证券研发中心

图 3：2018-2022 前三季度公司归母净利润情况

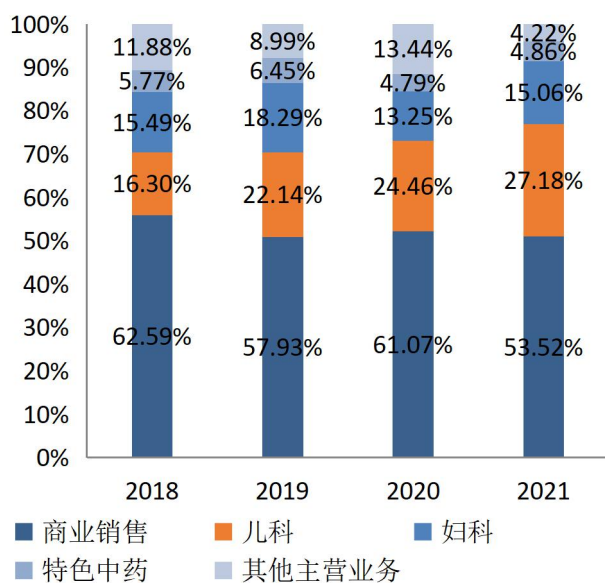


资料来源：iFind, 信达证券研发中心

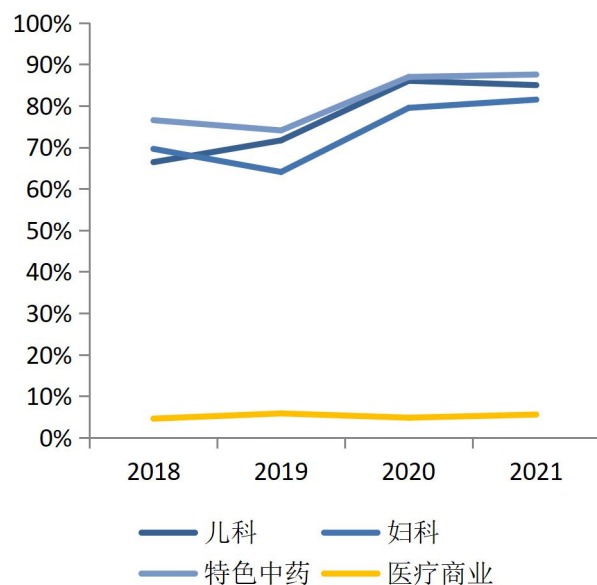
从收入结构来看，2018-2022 前三季度公司医疗商业板块收入占比波动下滑，儿科业务收入占比持续提升。此外，核心单品龙牡壮骨颗粒、小金胶囊、健脾生血颗粒/片三者的合计销售收入占 2022 年前三季度医疗工业收入的一半以上。

从分业务毛利率来看，2019 年起公司工业板块儿科、妇科、特色中药等业务毛利率波动上升，结合公司主营业务的收入结构变化来看，医疗工业板块为公司整体毛利率与净利率的上升做出贡献，我们认为系公司以龙牡壮骨颗粒为主的优势 OTC 单品定价能力强，处方药产品线收入高速抬升，顺应国家大力支持中医药事业，深化医疗保障制度改革与医疗服务定价改革的潮流，抓住机遇，聚焦中医药核心业务，积极布局和推进中药研发创新；2018-2022Q3 期间，医疗商业板块毛利率保持稳定，无显著变化。

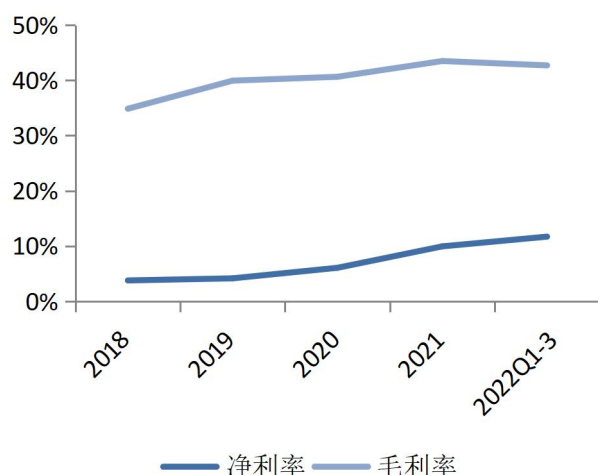


**图 4：2018-2021 公司收入结构变化**


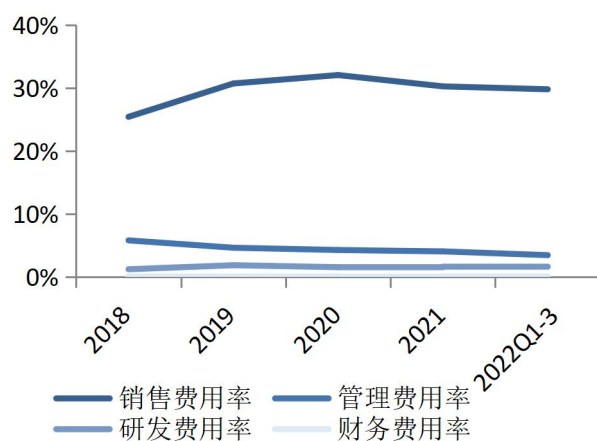
资料来源：iFind, 信达证券研发中心

**图 5：2018-2021 公司重要业务毛利率情况**


资料来源：iFind, 信达证券研发中心

**图 6：2018-2022 前三季度公司整体毛利率与净利率情况**


资料来源：iFind, 信达证券研发中心

**图 7：2018-2022 前三季度公司四项费用率变化**


资料来源：iFind, 信达证券研发中心

从费用率角度来看，2018-2022Q3 公司销售费率波动上升，系公司营业收入增长带来销售费用同向增长，其他三项费用率较为稳定，系公司运营进入稳定期。

综上所述，我们认为公司财务运营质量较好。

### 3、公司的竞争优势分析

据公司 2022 年半年度报，公司的竞争优势分析如下：

**具备较强品牌优势。**公司始终坚持品牌建设，加大学术推广力度，聚焦大产品，加快新产品培育，探索组织变革，加强人才引进和团队专业化，克服疫情频发的不利因素，工业销售基本稳定。公司品牌优势强大，“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》；龙牡壮骨颗粒荣获“2021-2022 年度医药零售市场潜力品牌”称号，被评选为“中国医药高质量发展成果品牌”。

公司始终坚持爱奇艺、腾讯视频等大型网络视频平台投放；加强与中央电视台、湖南卫视的战略合作；加强广告对下沉市场的辐射，提升品牌公信力和美誉度。

**科研能力突出，研究层面良性发展。**公司拥有优秀的研发团队和良好的研发机制，建有国家级企业技术中心、博士后科研工作站、湖北省和武汉市中药现代工程技术中心。2021年，公司儿童药物研究所拥有科研人员160人，涵盖中成药、化学药、药理分析、药理毒理、临床医学等医学专业领域，人员专业分布合理；科研管理落实研发项目责任制，优化考核激励，持续开展人才培养，不断提升公司自主研发能力。截至2022年6月30日，公司共拥有国家专利127项，其中发明专利69项。

**优化生产结构，提振产品质量。**公司制造中心通过优化排产、工艺改进、技能提升等多种方式，提升产能和效率，保障市场供应。加大生产投入，淘汰落后产能，投用叶开泰智能制造车间，大幅提升前加工和提取产能；完成龙牡智能制造车间改造，从原辅材料破碎到成品包装，全面实现自动化联线生产；公司决定投资27981万元建设综合制剂车间，投资1919万元改造质量中心，在生产数据采集、可视化管理、物流管理等方面进行信息化建设，并持续优化公司的生产能力。同时，公司从源头采购优质地道药材，分品种优化产品工艺，严格产品生产过程管理和质量指标控制，实现全过程精准控制；继续开展“黄金批次”打造，2022上半年完成小金胶囊、小儿宝泰康颗粒等品种的黄金批次输出；优化组织结构，完善培训考核机制，不断提高生产人员技能水平，为输出优质产品打下坚实基础。

**股权激励计划正式施行，提振投资者信心。**2022年9月5日公司召开会议确定以2022年9月5日为授予日，向符合授予条件的6名激励对象，包括公司董事长、总裁、部分副总裁、董事会秘书及核心技术人员，授予价格为20.58元/股，授予369,600股限制性股票，占公司总股本的0.24%。本次激励计划授予的限制股票解除限售考核年度为2022-2023年，公司层面业绩考核目标为以2021年归母净利润32473.68万元为基数，2022-2023年归母净利润增长分别不低于10%/21%。本次股权激励计划有利于提高激励对象的工作积极性，提振投资者信心。

#### 4、公司未来发展战略

根据公司2022年10月投资者交流公告，公司未来发展战略如下：

**管线扩容强化及渠道管控优化，产品有望做大做强。**在OTC产品线，公司将继续坚持以龙牡壮骨颗粒为主的营销模式，实现以下战略发展目标：一，加大渠道的整体管控力度，加强产品价值链的维护，在销售策略上加大与大型连锁的合作，提升单店销量；二，加快培养第二梯队产品，便通胶囊加大铺货，该产品经过多中心临床验证，在医院有二十余年的销售基础，具有良好的治疗效果；三，梳理类独家产品，如安眠补脑口服液、克伤痛搽剂等，通过以龙牡为主的OTC营销模式打造新产品渠道；四，强化营销队伍建设。

**提升处方药研发投入，新药上市支撑长期发展。**在处方药产品线，公司未来长期发展的战略支撑基于：一，当前主要产品的增长潜力；二，中药1.1类创新药七蕊胃舒胶囊在2021年获批，公司在研的产品储备充足；三，妇儿领域高端制剂、创新给药途径等的仿制药研发投入充足；四，营销团队实现整合，注重循证医学研究、二次开发、规格替换等方面。

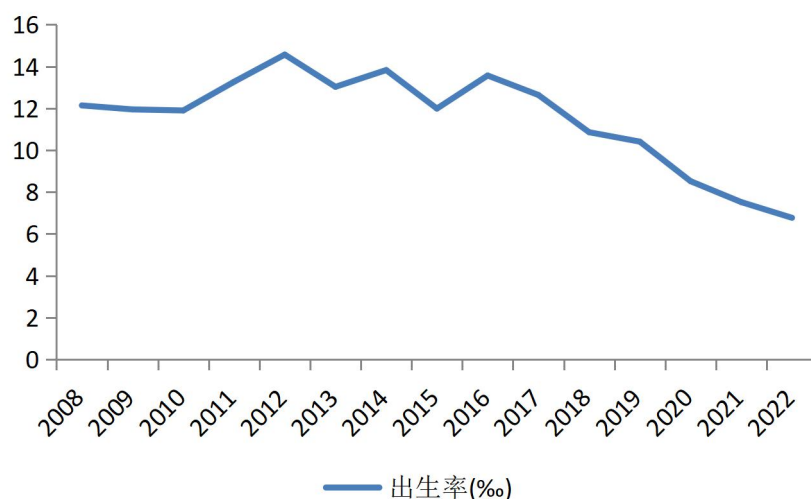
## 二、 行业分析

### 1、 三孩政策及支持辅助生殖纳入医保有望提振出生率，儿药市场具备发展潜力

据国家统计局数据与 2023 年 1 月 17 日国务院所发表的《2022 年国民经济顶住压力再上新台阶》一文，近 15 年来我国新生儿出生率正处于缓速下降的阶段，2022 年全年出生人口 956 万人，人口出生率为 6.77%。2012-2021 年，中国居民人均可支配收入和人均消费支出逐年增长，人均医疗消费支出占总消费支出比重由 6.95% 增加至 8.78%，医疗支付比重提升显示我国居民维持健康的投入意愿增强。

2021 年 6 月 26 日，中共中央国务院发布《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，决定实施一对夫妻可以生育三个子女政策，并取消社会抚养费等制约措施、清理和废止相关处罚规定，配套实施积极生育支持措施。2022 年 7 月 25 日，国家卫生健康委、国家医保局等 17 部门印发《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》，提出要指导地方综合考虑医保(含生育保险)基金可承受能力、相关技术规范性等因素，逐步将适宜的分娩镇痛和辅助生殖技术项目纳入基金支付范围。两项政策的出台有望在后疫情时代提振我国人口出生率，对应儿药市场规模具备发展潜力。

图 8：2008-2022 年我国人口出生率趋势图

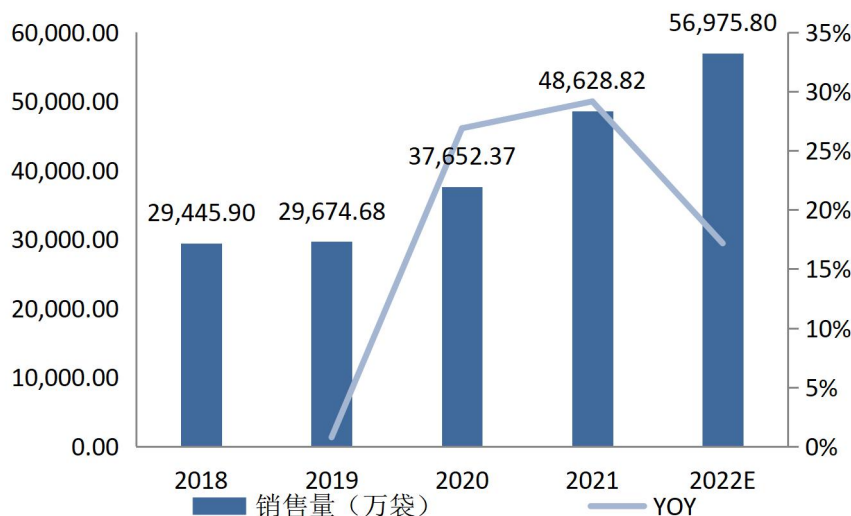


资料来源：国家统计局，信达证券研究中心整理

龙牡壮骨颗粒是公司上市 36 年的钻石单品，是中国儿童健康成长用药领域的领先品牌，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 制备而成，具有强筋骨、健脾胃的功效。2018-2022 期间，龙牡壮骨颗粒的销量处于上升态势。据米内网统计，龙牡壮骨颗粒在药店以及线上销售终端儿科中成药细分领域占据龙头地位。我们看好该产品持续放量，带动公司实现业绩增长。



图 9：健民集团龙牡壮骨颗粒 2018-2022E 销量情况



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

表 2：2021 年中国城市实体药店终端儿科中成药销售额 TOP10

排名	产品名称	企业简称	销售额 (亿元)	同比增长
1	龙牡壮骨颗粒	健民药业集团	6+	35.81%
2	小儿豉翘清热颗粒	济川药业集团	4+	66.63%
3	丁桂儿脐贴	亚宝药业集团	3+	11.64%
4	小儿感冒颗粒	华润三九 (枣庄) 药业	3+	1.47%
5	小儿消积止咳口服液	鲁南厚普制药	*	62.91%
6	小儿肺热咳嗽颗粒	海南葫芦娃药业集团	*	54.95%
7	开喉剑喷雾剂 (儿童型)	贵州三力制药	*	33.32%
8	金振口服液	江苏康缘药业	*	23.92%
9	小儿柴桂退热颗粒	葵花药业 (襄阳) 隆中	*	3.36%

资料来源：米内网,信达证券研发中心,注：销售额低于 3 亿元用\*表示

表 3：2021 年中国网上药店终端儿科中成药销售额 TOP10

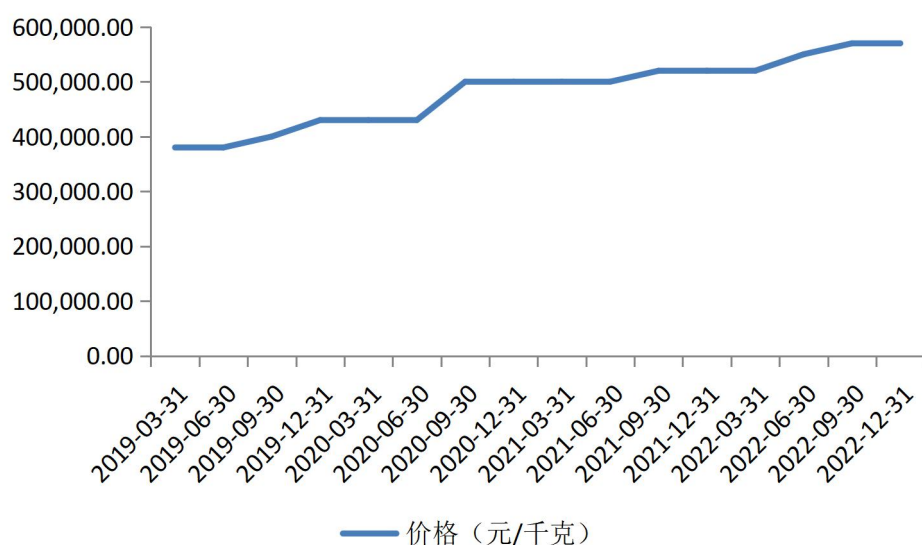
排名	产品名称	企业简称	销售额 (亿元)	同比增长
1	龙牡壮骨颗粒	健民药业集团	1+	98.34%
2	小儿豉翘清热颗粒	济川药业集团	*	190.01%
3	静灵口服液	辽宁东方人药业	*	79.30%
4	丁桂儿脐贴	亚宝药业集团	*	90.22%
5	小儿消积止咳口服液	鲁南厚普制药	*	194.68%
6	神曲消食口服液	扬子江江苏龙凤堂中药	*	159.59%
7	芪斛楂颗粒	葵花药业 (贵州) 宏奇	*	72.28%
8	开喉剑喷雾剂 (儿童型)	贵州三力制药	*	173.20%
9	薏芽健脾凝胶	亚宝药业贵阳制药	*	35.07%

资料来源：米内网,信达证券研发中心,注：销售额低于 1 亿元用\*表示

## 2、终端成品需求旺盛，体培牛黄原料市场规模具备增长潜力

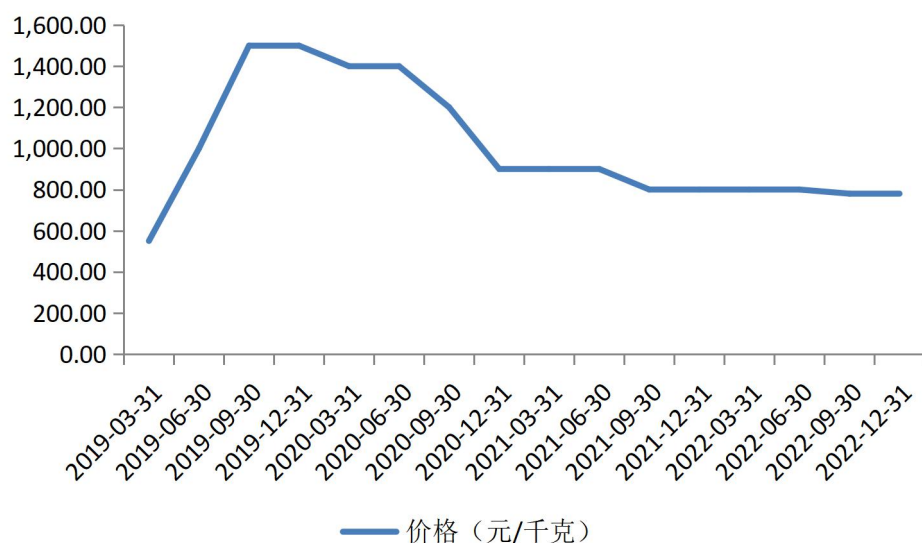
牛黄是来源于牛科动物牛的胆囊或胆管取得的干燥胆结石，是牛的病理产物，较为稀缺，在《神农本草经》、《本草通玄》、《名医别录》均有记载，距今已有 2000 多年的药用历史。牛黄具有清心、豁痰、开窍、凉肝、息风、解热、解毒的作用，主要用于热病神昏、中风痰迷、惊痫抽搐、癫痫发狂、咽喉肿痛、口舌生疮和臃肿疔疮等病症，被广泛应用于临床。1999 年因受疯牛病的影响，国家开始禁止境外疫区牛黄进口，这导致了天然牛黄价格提升较快。近年来我国学者陆续研制出了天然牛黄的代用品，《中国药典》（2020 年版）中收录了人工牛黄、体外培育牛黄等代用品。人工牛黄（安国药市）单价 2021 年来走势则较为平稳。

图 10：我国天然牛黄单价趋势图（安国药市）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 11：我国人工牛黄单价趋势图（安国药市）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

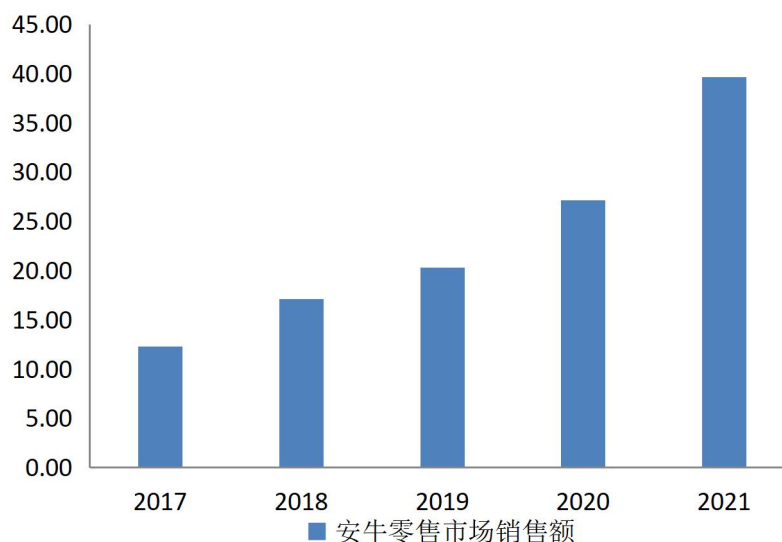
据《天然牛黄和体外培育牛黄中不同胆红素含量及比例的初步探究》一文，天然牛黄中有效

成分总胆红素含量范围为 17.393%-47.584%,体外培育牛黄中有效成分总胆红素含量范围为 22.347%-29.187%,虽然部分天然牛黄拥有高含量总胆红素,但其有效成分含量波动性较大,其成品中成药质量稳定性可能劣于体培牛黄的成品。

**综合天然牛黄及其代用品的分析,我们认为体外培育牛黄具有以下优势:**1) 体外培育牛黄理化性质、化学成分、药理作用与天然牛黄相似;2) 体外培育牛黄质量稳定可控,不会出现天然牛黄质量差异较大的现象;3) 体外培育牛黄生产周期短且成本较低,适应大规模工业化生产。其竞品人工牛黄胆红素含量为 0.63%左右,二者相差近 40 倍,虽然人工牛黄的价格更加低廉,但有效成份含量的差异决定了体外培育牛黄药效作用和临床疗效均优于人工牛黄。因此,我们认为体外培育牛黄为天然牛黄的优质替代产品。

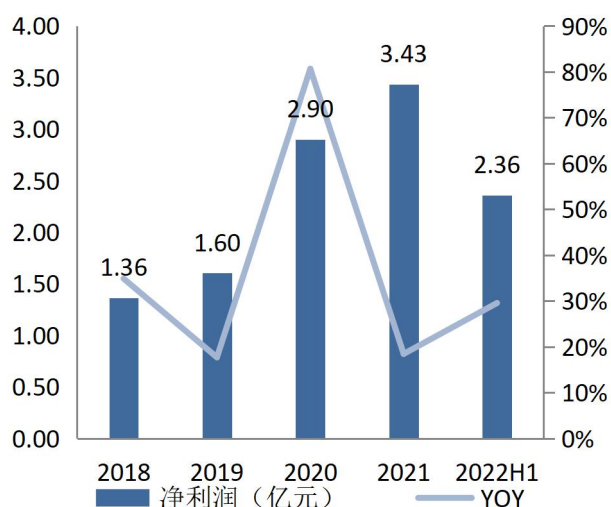
**终端成品需求旺盛,体培牛黄原料销售具备增长潜力。**据 2020 版《中国药典》,以应用牛黄的典型中成药安宫牛黄丸为例,处方共 11 味,其牛黄克重占比为 10%,据中康 CHIS 统计,安宫牛黄丸在 2017-2021 期间在零售终端销售额呈快速增长态势,在终端产品市场规模增长带动下,作为其主要原材料的体外培育牛黄的需求增长具备潜力,我们认为健民大鹏以体外培育牛黄为核心的经营业务在未来仍具有较强业绩增长持续性。

图 12: 2017-2021 年我国安宫牛黄丸零售市场销售额 (单位: 亿元)

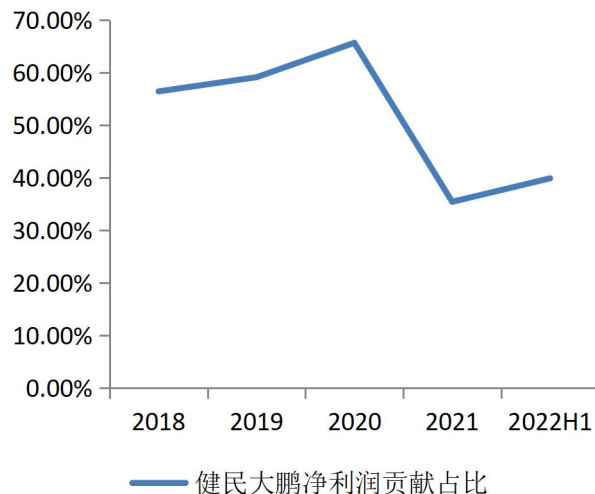


资料来源: 新康界, 中康 CHIS 系统, 健康界, 信达证券研发中心

健民大鹏作为体外培育牛黄的独家生产商,近五年来净利润持续上升,为健民集团整体收益做出重要贡献。鉴于健民大鹏独家拥有“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,在天然牛黄产量较低且牛黄市场需求旺盛的背景下,我们认为健民大鹏对健民集团总收益的提升或具有可持续性。

**图 13：2018-2022H1 健民大鹏净利润情况**


资料来源：公司年报，信达证券研究中心整理

**图 14：2018-2022H1 健民大鹏对健民集团净利润贡献占比**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心整理

### 3、七蕊胃舒纳入 2022 版国家医保，新药上市支撑长期发展

**七蕊胃舒胶囊进入国家医保目录，有利于终端放量。**七蕊胃舒胶囊于 2021 年 12 月获批上市，主要用于治疗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，舌质紫黯或瘀斑瘀点、舌苔黄腻、脉弦涩或弦滑等症状，是近十年来首个获批上市的胃病中药 1.1 类药品。据公司 2023 年 1 月公告，公司药品七蕊胃舒胶囊经谈判首次纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2022 年)》，这代表公司相关科研研发项目已逐步实现了价值的兑现，未来公司其他研发项目储备有望逐步跟进，新品上市有望增强公司未来营收增长潜力。

**表 4：健民集团在研项目介绍**

药品名称	注册分类	适应症或功能主治	药品属性	研发阶段
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	Rx	完成临床研究
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。	OTC	III 期临床研究
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。	Rx	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。	Rx	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。	Rx	制剂研究
吸入用盐酸氨溴索	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炎感染中的分泌失调。	Rx	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)。	Rx	ANDA
拉科酰胺口服溶液	化药 5 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。	Rx	ANDA

资料来源：公司 2021 年年报, 信达证券研发中心

### 三、盈利预测、估值与投资评级

#### 1、盈利预测和假设

我们基于对各业务未来发展的研究，假设：

(1) 医药工业板块：我们估计 2022-2024 年该板块营收增速分别为 19.14%/18.33%/17.67%，其中，儿科业务：考虑龙牡壮骨颗粒在小儿中成药市场的优势地位，我们看好其销售增长，估计 2022-2024 年该业务营收增速分别为 30.0%/18.0%/18.0%；妇科类业务：考虑小金胶囊在院线的持续增长态势，我们估计 2022-2024 年该业务营收增速分别为 25.0%/24.0%/21.0%；特色中药类业务：我们估计 2022-2024 年该业务营收增速分别为 22.0%/19.0%/19.0%。

(2) 医疗商业板块：我们估计 2022-2024 年该板块营收增速分别为 15.0%/12.0%/12.0%；

(3) 其他业务：我们估计其他业务 2022-2024 年营收增速分别为 8.0%/9.0%/9.0%；

表 5：健民集团盈利预测假设

	项目	2021A	2022E	2023E	2024E
医药工业	营业收入（亿元）	15.44	18.39	21.77	25.61
	YOY	47.89%	19.14%	18.33%	17.67%
医药商业	营业收入（亿元）	17.55	20.18	22.6	25.32
	YOY	17.00%	15.00%	12.00%	12.00%
其他业务	营业收入（亿元）	1.38	1.49	1.63	1.77
	YOY	-58.18%	8.00%	9.00%	9.00%
费用率	销售费用率	30.26%	30.00%	31.00%	31.00%
	管理费用率	4.03%	3.70%	3.50%	3.50%
	研发费用率	1.60%	1.70%	1.70%	1.70%

资料来源：Wind, 信达证券研发中心预测

#### 2、盈利预测结果

基于以上盈利预测假设条件，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 40.07/46.00/52.70 亿元，归母净利润分别为 4.09/4.86/6.09 亿元，EPS 分别为 2.67/3.17/3.97 元，PE 分别为 22/18/14X。

表 6：健民集团盈利预测结果

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,456	3,278	4,007	4,600	5,270
同比（%）	9.7%	33.5%	22.2%	14.8%	14.6%
归属母公司净利润（百万元）	148	325	409	486	609
同比（%）	61.5%	119.7%	26.0%	18.9%	25.1%
毛利率（%）	40.6%	43.5%	42.1%	43.2%	44.2%
ROE%	11.2%	20.8%	22.4%	22.7%	24.1%
EPS(摊薄)(元)	0.96	2.12	2.67	3.17	3.97
P/E	26.35	37.27	21.51	18.09	14.46

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测，股价为 2023 年 02 月 10 日收盘价

#### 3、估值结论与投资评级

我们选取同仁堂、华润三九和片仔癀作为可比公司，2022 年行业可比公司平均 PE 估值为 29.53 倍。我们认为，公司具备品牌知名度优势，儿药优势品种有望继续发力，终端成



品需求旺盛，体培牛黄原料市场规模具备增长潜力，健民大鹏有望持续贡献投资收益。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

**表 7：健民集团可比公司估值**

证券代码	证券名称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE(倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002603.SZ	以岭药业*	487.34	13.44	22.33	19.63	36.26	21.82	24.83
600129.SH	太极集团*	182.55	-5.23	3.6	5.41	-	50.71	33.74
000999.SZ	华润三九*	466.8	20.47	24.58	28.71	22.80	18.99	16.26
行业均值						29.53	30.51	24.94
600976.SH	健民集团*	88	3.25	4.09	4.86	37.27	21.51	18.09

资料来源：Wind, 信达证券研发中心，注：收盘价截至 2023 年 02 月 10 日，\*为信达证券研发中心预测

## 四、 风险因素

---

### 1、 原材料价格波动风险

公司上游企业为中成药药材的原材料供应商，中药材价格持续受到宏观经济、货币政策、自然灾害、种植端信息不对称等多种因素的影响，容易出现较大的波动，对中药生产成本造成影响，最终反映在产品出厂价格的提升上。

### 2、 政策变动风险

随着医药卫生体制改革的深入，医疗管理体制和运行机制、医疗卫生保障体系、医疗监管等改革措施相继出台。药企原有经营模式或受到冲击，医药市场格局不断发生变化，行业竞争加剧。

### 3、 产品集中风险

公司核心单品龙牡壮骨颗粒、小金胶囊、健脾生血颗粒/片三者的合计销售收入占当期医疗工业收入的一半以上，同时医疗工业板块的毛利率显著高于医疗商业板块。上述产品的生产销售情况将很大程度上决定公司未来的业绩与盈余状况，一旦其原材料价格、产销情况、市场竞争格局等发生重大不利变化，将对公司未来经营业绩产生不利影响。

### 4、 长期股权投资风险

公司长期参股健民大鹏有限公司，且健民大鹏对公司的净利润贡献长期维持在 35% 以上，其主要业务为体外培育牛黄及体外培育牛黄衍生产品。而体外培育牛黄的需求与价格受天然牛黄的价格与供应的影响，若外部市场环境发生重大不利变化，健民大鹏主要产品将受到不利影响，进而影响到整个公司的盈利状况。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1,513</b>	<b>1,853</b>	<b>2,337</b>	<b>2,716</b>	<b>3,258</b>
货币资金	91	298	119	394	601
应收票据	47	43	70	93	121
应收账款	332	475	768	774	949
预付账款	93	82	126	129	152
存货	229	222	321	337	393
其他	721	733	932	989	1,041
<b>非流动资产</b>	<b>904</b>	<b>972</b>	<b>984</b>	<b>984</b>	<b>978</b>
长期股权投资	227	303	303	303	303
固定资产(合计)	328	352	361	369	375
无形资产	22	33	36	40	43
其他	327	284	284	272	257
<b>资产总计</b>	<b>2,417</b>	<b>2,826</b>	<b>3,321</b>	<b>3,699</b>	<b>4,236</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,068</b>	<b>1,220</b>	<b>1,449</b>	<b>1,515</b>	<b>1,659</b>
短期借款	20	45	40	40	40
应付票据	179	167	247	257	301
应付账款	197	205	285	305	352
其他	672	803	876	913	965
<b>非流动负债</b>	<b>26</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他	26	37	37	37	37
<b>负债合计</b>	<b>1,094</b>	<b>1,257</b>	<b>1,486</b>	<b>1,552</b>	<b>1,696</b>
少数股东权益	6	7	8	8	9
归属母公司股东权益	1,317	1,561	1,828	2,139	2,530
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,417</b>	<b>2,826</b>	<b>3,321</b>	<b>3,699</b>	<b>4,236</b>

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,456	3,278	4,007	4,600	5,270
同比(%)	9.7%	33.5%	22.2%	14.8%	14.6%
归属母公司净利润	148	325	409	486	609
同比(%)	61.5%	119.7%	26.0%	18.9%	25.1%
毛利率(%)	40.6%	43.5%	42.1%	43.2%	44.2%
ROE%	11.2%	20.8%	22.4%	22.7%	24.1%
EPS(摊薄)(元)	0.96	2.12	2.67	3.17	3.97
P/E	26.35	37.27	21.51	18.09	14.46
P/B	2.96	7.75	4.82	4.11	3.48
EV/EBITDA	45.15	44.51	32.86	26.49	19.94

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>2,456</b>	<b>3,278</b>	<b>4,007</b>	<b>4,600</b>	<b>5,270</b>
营业成本	1,458	1,852	2,320	2,611	2,942
营业税金及附加	15	23	26	29	34
销售费用	787	992	1,202	1,426	1,634
管理费用	104	132	148	161	184
研发费用	37	53	68	78	90
财务费用	0	2	-3	-3	-10
减值损失合计	-2	0	-2	0	1
投资净收益	104	126	167	191	219
其他	4	15	39	45	52
<b>营业利润</b>	<b>161</b>	<b>365</b>	<b>450</b>	<b>534</b>	<b>669</b>
营业外收支	-3	-4	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>158</b>	<b>361</b>	<b>449</b>	<b>533</b>	<b>667</b>
所得税	9	36	39	46	58
<b>净利润</b>	<b>149</b>	<b>325</b>	<b>410</b>	<b>487</b>	<b>610</b>
少数股东损益	1	1	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>148</b>	<b>325</b>	<b>409</b>	<b>486</b>	<b>609</b>
EBITDA	85	266	266	319	414
EPS(当年)(元)	0.96	2.12	2.67	3.17	3.97

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	<b>126</b>	<b>259</b>	<b>42</b>	<b>337</b>	<b>280</b>
净利润	149	325	410	487	610
折旧摊销	31	40	23	25	27
财务费用	1	3	2	2	2
投资损失	-104	-126	-167	-191	-219
营运资金变动	78	39	-229	12	-140
其它	-28	-24	3	2	1
<b>投资活动现金流</b>	<b>-165</b>	<b>8</b>	<b>-65</b>	<b>120</b>	<b>149</b>
资本支出	-46	-55	-31	-21	-20
长期投资	1	0	-200	-50	-50
其他	-120	62	167	191	219
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-43</b>	<b>-50</b>	<b>-157</b>	<b>-182</b>	<b>-222</b>
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	20	25	-5	0	0
支付利息或股息	-32	-59	-152	-182	-222
<b>现金流净增加额</b>	<b>-82</b>	<b>216</b>	<b>-179</b>	<b>275</b>	<b>207</b>

## 研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016 年加入兴业证券社会服务团队，2019 年担任社会服务首席分析师，2020 年接管商贸零售团队，2021 年任现代服务业研究中心总经理。2022 年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021 年获新财富批零与社服第 2 名、水晶球社服第 1 名/零售第 1 名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 1 名/零售第 2 名/社服第 3 名、上证报最佳分析师批零社服第 3 名，2022 年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 2 名/社服第 2 名/零售第 2 名、医美行业白金分析师。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在 PPC 佳生和 Paraxel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2 年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022 年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

赵骁翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiyue@cindasc.com">hanqiyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华北区销售	张澜夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>

华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:caijing1@cindasc.com">caijing1@cindasc.com</a>
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。