



## 健民集团 (600976.SH)

## 立足儿科品牌单品，体培牛黄持续提供业绩增量

## 买入(首次评级)

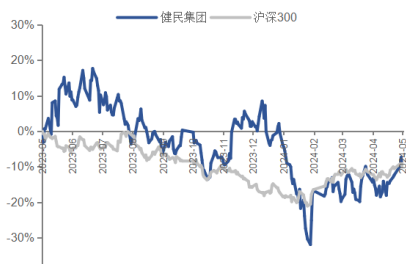
当前价格: 58.95元

目标价格: 82.92元

## 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	153/153
总市值/流通市值(百万元)	9043/9014
每股净资产(元)	14.11
资产负债率(%)	45.60
一年内最高/最低(元)	79.89/42.24

## 一年内股价相对走势



## 团队成员

分析师 盛丽华

执业证书编号: S0210523020001

邮箱: slh30021@hfzq.com.cn

研究助理 万喆瑞

邮箱: wZR30132@hfzq.com.cn

## 投资要点:

➤ **深耕儿科OTC品牌大单品龙牡壮骨颗粒。**1) 2022年OTC端儿科中成药市场份额居首，市场竞争力较强。2) 龙牡壮骨颗粒适用人群广泛，主推儿童广阔市场。3) 公司销售策略优化，向高利润60袋/盒规格倾斜，高毛利结构将持续优化。4) 医保支付范围解限，有望开拓院内市场，提高患者首次购买意愿，为公司业绩增长带来新的催化因素。

➤ **双跨品种立足院内向院外倾斜。**1) 儿科：夯实儿科传统优势OTC品种龙牡壮骨颗粒，打造小儿感冒产品集群。公司儿科RX主要品种为：小儿宣肺止咳颗粒、小儿宝泰康颗粒、小儿解感颗粒等，主攻院内广阔市场。2) 特色中药：便通胶囊等独家品种积极开拓院外市场。七蕊胃舒胶囊为公司新上市的1.1类中药创新药，进医保后放量较快。3) 妇科：以健脾生血颗粒、健脾生血片、小金胶囊等重点品种为主，2023年销售额达到5.73亿元。

➤ **公司依托健民大鹏体培牛黄独家业务，持续获得业绩增量。**1) 天然牛黄价格持续上涨，供不应求。体培牛黄价格低，与天然牛黄功能相近且质量稳定，生产周期较短需求强烈。2) 健民大鹏为体培牛黄独家生产企业，健民集团持股比例稳定。体培牛黄业务为公司输送利润持续增长。

➤ **盈利预测与投资建议：**健民集团立足中成药领域，以儿科用药为主体，妇科和特色中药共同驱动。同时，子公司健民大鹏的体培牛黄业务为公司持续注入业绩增量。我们预测2024/2025/2026年公司营收分别为48.7/56.5/65.5亿元，增速为16%/16%/16%。2024/2025/2026年公司净利润分别为6.3/7.6/9.1亿元，增速为22%/21%/19%。我们看好公司产品的品牌竞争优势，加之体培牛黄独家地位，给予公司2024年20倍PE，目标价格为82.9元，首次覆盖，给“买入”评级。

➤ **风险提示：**主要产品销售不及预期；健民大鹏体培牛黄业务不及预期；政策波动风险；原材料中药材价格波动风险。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万)	3,641	4,213	4,870	5,646	6,549
增长率	10%	16%	16%	16%	16%
净利润(百万元)	408	521	634	764	913
增长率	34%	28%	22%	21%	19%
EPS(元/股)	2.66	3.40	4.14	4.98	5.95
市盈率(P/E)	22.2	17.3	14.3	11.8	9.9
市净率(P/B)	4.9	4.0	3.4	2.6	2.1

数据来源:公司公告、华福证券研究所

## 相关报告

## 投资要件

### 关键变量

**变量 1：儿科：**公司儿科品牌产品龙牡壮骨颗粒立足 OTC，2022 年中国城市实体药店儿科中成药销售额位列第一。2022 年，公司营销策略向高利润 60 袋/盒包装龙牡倾斜，无糖龙牡在医院端销售推广，叠加龙牡壮骨颗粒医保解限，预计未来持续放量。公司儿科感冒咳嗽类药品：小儿宣肺止咳颗粒、小儿宝泰康颗粒、小儿解感颗粒等，独家产品或类独家产品居多，销售推广拥有较大潜力。我们假设 2024-2026 年儿科板块收入增速分别为 13.00%/13.50%/14.00%，毛利率分别为 79.80%/79.82%/79.84%。

**变量 2：特色中药：**公司特色中药以健民咽喉片、便通胶囊为主。健民咽喉片、便通胶囊作为独家品种，市场空间为广阔。另外公司自主研发的中药创新药七蕊胃舒颗粒上市后 2023 年首年进入医保全年销售发出在 7000 万左右，有望持续放量。我们假设 2024-2026 年特色中药板块收入增速分别 40.00%/35.00%/30.00%，毛利率分别为 83.10%/83.20%/83.30%。

**变量 3：妇科：**公司妇科产品线包括健脾生血颗粒/片、小金胶囊等。健脾生血颗粒/片立足院内开拓零售，小金胶囊进入集采持续培育市场。我们假设 2024-2026 年妇科板块收入增速分别 4.00%/4.50%/5.00%，毛利率分别为 77.40%/77.50%/77.60%。

**变量 4：健民大鹏体培牛黄业务：**健民大鹏是健民集团的参股子公司，健民大鹏体培牛黄业务为健民集团业绩提供保障。我们预测，2024-2026 年健民大鹏的净利润同比增速分别为 25.00%/23.00%/20.00%。根据健民集团分红比例为 32.76%。我们预测 2024-2026 年健民大鹏为健民集团输送的投资收益分别为 2.31/2.85/3.42 亿元

### 我们区别于市场的观点

市场认为公司更多是依靠龙牡壮骨颗粒单一品种，其余产品业绩贡献有限。我们认为：公司做好龙牡壮骨颗粒营销拓展外，OTC 端与 RX 端双轮驱动，医药工业与医药商业齐头并进。

### 股价上涨的催化因素

龙牡壮骨颗粒等主要产品销量超预期。

### 估值与目标价格

我们预测 2024/2025/2026 年公司营收分别为 48.7/56.5/65.5 亿元，增速为 16%/16%/16%。2024/2025/2026 年公司净利润分别为 6.3/7.6/9.1 亿元，增速为 22%/21%/19%。我们看好公司产品的品牌竞争优势，加之体培牛黄独家地位，给予公司 2024 年 20 倍 PE，目标价格为 82.9 元，首次覆盖，给“买入”评级。

### 风险提示

主要产品销售不及预期；健民大鹏体培牛黄业务不及预期；政策波动风险；原材料中药材价格波动风险。

## 正文目录

1	健民集团：儿科用药领跑市场，体培牛黄持续注入业绩增量.....	5
1.1	依托三大品牌，产品矩阵广泛布局 OTC 与处方药 .....	5
1.2	财务数据整体优化.....	6
1.2.1	收入端.....	6
1.2.2	利润端.....	7
1.2.3	费用端.....	8
2	医药工业：儿科用药为主体，妇科和特色中药共同驱动 .....	8
2.1	儿科：夯实 OTC 品牌大单品龙牡壮骨颗粒，打造小儿感冒产品集群.....	8
2.1.1	政策利好催化儿科中成药产研结合同步发展 .....	8
2.1.2	深耕儿科用药蓝海市场，供需矛盾尚未解决 .....	9
2.1.3	龙牡壮骨颗粒：公司品牌 OTC 第一大单品，医保解限利好.....	13
2.1.4	RX 产品矩阵：感冒处方药主攻院内市场.....	16
2.2	特色中药产品：独家品种带来增长潜力 .....	16
2.2.1	健民咽喉片：后疫情时代咽喉中成药回暖反弹 .....	17
2.2.2	便通胶囊：销售院内向院外开拓新市场 .....	18
2.2.3	七蕊胃舒胶囊：优效的胃病领域中药创新药，放量在即.....	19
2.3	妇科产品：销售已成一定规模.....	20
2.3.1	健脾生血颗粒（片）：写入贫血指南，院内销量位于第一梯队.....	21
2.3.2	小金胶囊：集采中标，扩大院端市场份额 .....	22
3	健民大鹏：立足体培牛黄独家业务，为集团提供稳定收入 .....	23
3.1	天然牛黄价格持续上涨，体培牛黄供不应求 .....	23
3.2	健民大鹏立足体培牛黄，业绩拥有保障 .....	27
4	盈利预测及投资建议.....	29
4.1	盈利预测.....	29
4.2	估值与投资建议.....	31
5	风险提示 .....	32

## 图表目录

图表 1：健民集团股权架构.....	5
图表 2：健民集团主要产品矩阵.....	6
图表 3：健民集团营业收入（亿元） .....	7
图表 4：医药工业各领域销售额（亿元） .....	7
图表 5：公司 2018-2023 归母净利润（亿元） .....	8
图表 6：公司销售毛利率与净利率（%） .....	8
图表 7：健民集团销售费用、管理费用与研发费用趋势变化.....	8
图表 8：中国 0-14 岁儿童数量（万人） .....	9
图表 9：公立医疗机构中成药儿科用药销售（亿元） .....	10
图表 10：城市实体药店儿科中成药销售（亿元） .....	10
图表 11：2022 年中国公立医疗机构儿科中成药销售排行.....	11
图表 12：2022 年中国城市实体药店儿科中成药销售排行 .....	12
图表 13：健民集团儿科药品销售额（亿元） .....	12
图表 14：中国城市实体药店终端儿科中成药亚类格局（%） .....	13
图表 15：中国补钙品行业市场规模（亿元） .....	13
图表 16：旧版龙牡壮骨颗粒（18 袋/盒；40 袋/盒） .....	14
图表 17：新版龙牡壮骨颗粒（30 袋/盒；60 袋/盒） .....	15

图表 18: 龙牡壮骨颗粒销量 (万袋)	15
图表 19: 健民集团特色中药产品销售额 (亿元)	16
图表 20: 2021 年中国城市实体药店终端咽喉中成药品牌 TOP10	17
图表 21: 健民咽喉片销量 (万盒)	18
图表 22: 2021 年中国非处方药产品 (中成药) 便秘泄泻综合排名	18
图表 23: 便通胶囊销量 (万盒)	19
图表 24: 健民集团妇科产品销售额 (亿元)	20
图表 25: 常用口服铁剂	21
图表 26: 健脾生血片/颗粒销量 (万盒)	22
图表 27: 乳腺增生症治疗中成药	23
图表 28: 小金胶囊销量 (万盒)	23
图表 29: 天然牛黄价格走势 (元/千克)	24
图表 30: 全球牛存栏量 (头)	25
图表 31: 四种牛黄对比	25
图表 32: 使用牛黄 (天然+体培) 一览	26
图表 33: 公司体培牛黄研发历史	27
图表 34: 健民大鹏营业收入实现增长 (亿元)	29
图表 35: 健民大鹏净利润逐年上涨 (亿元)	29
图表 36: 健民集团盈利预测	30
图表 37: 可比公司估值	32
图表 38: 财务预测摘要	33

## 1 健民集团：儿科用药领跑市场，体培牛黄持续注入业绩增量

### 1.1 依托三大品牌，产品矩阵广泛布局 OTC 与处方药

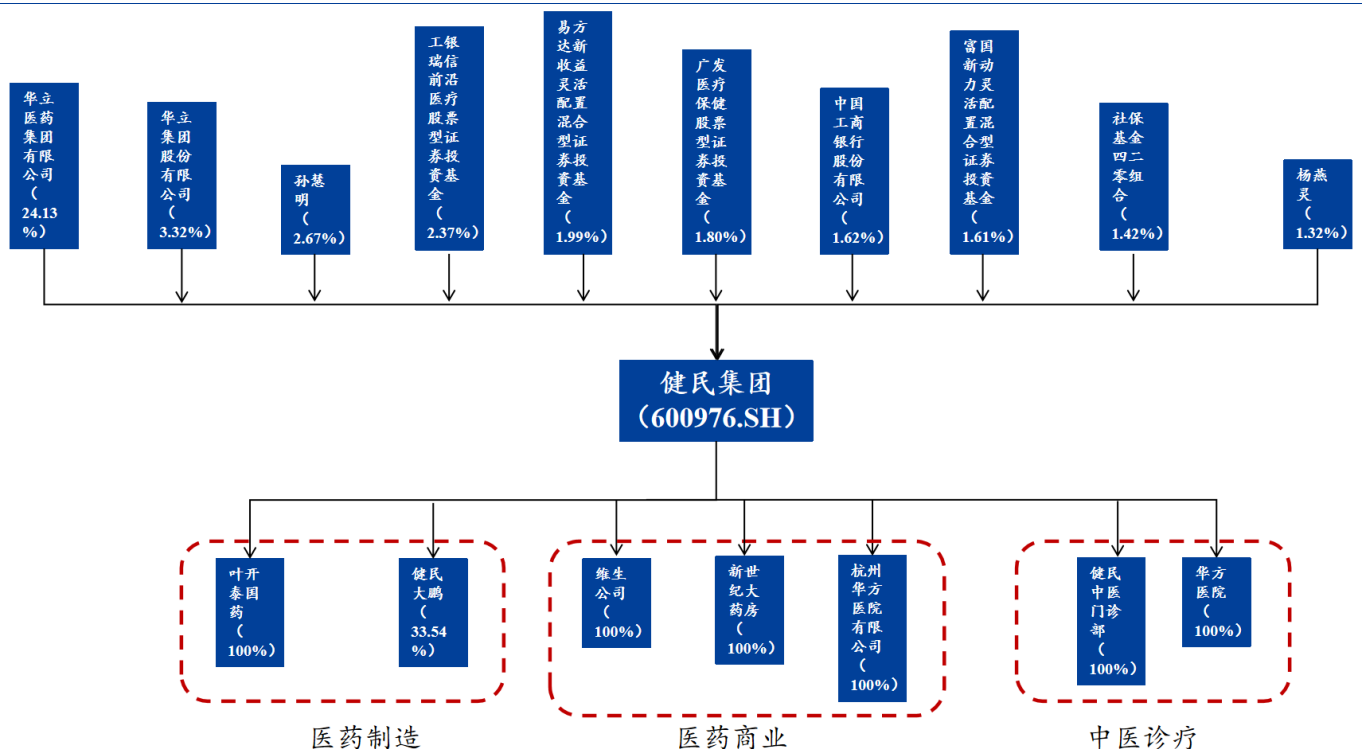
健民集团，始创于明崇祯十年（1637 年），原名“叶开泰”。1953 年，叶开泰号制药部分被改造为“武汉市健民制药厂”，2004 年在上海证券交易所上市（600976）。

**在医药工业端：**药品研发、制造及销售业务主要通过母公司和全资子公司叶开泰国药开展。按照治疗领域划分，公司依托“健民”、“龙牡”、“叶开泰”三大品牌，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。按照药品流通的渠道划分为 OTC 产品线和 Rx 产品线。

**在医药商业端：**药品批发业务主要通过公司下属子公司福高公司、维生公司开展，业务区域主要集中在广东、湖北等地；零售业务主要通过子公司新世纪大药房开展，主要经营品种有中成药、化学药品、生物制剂、保健品等。

**在中医诊疗端：**中医诊疗业务是公司近年来持续培育的新兴业务，目前公司已有中医馆 3 家，发展势头良好。汉阳馆是 2018 年开业，初具规模，盈利能力逐渐增强；汉口馆 2023 年 3 月开业运营，现已实现盈利；第三家中医馆武昌馆 2024 年 3 月开业。

图表 1：健民集团股权架构



数据来源：iFinD，健民集团 2024 年一季报，华福证券研究所

公司及全资子公司叶开泰国药合计持有药品批文 261 个，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。其中儿科产品线有龙牡壮骨颗粒、小儿宝泰康颗粒、小儿紫贝宣肺糖浆、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、雌二醇凝胶等品种，特色中药产品线主要包括通便胶囊、七蕊胃舒胶囊、健胃消食片、健民咽喉片、拔毒生肌散等品种。。

图表 2: 健民集团主要产品矩阵

治疗领域	产品名称	适应症	是否独家品种	是否处方药	是否进医保	是否进基药
儿科	龙牡壮骨颗粒	强筋壮骨，和胃健脾。本品用于治疗 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、发育迟缓也有治疗作用。	是	OTC	是	否
	小儿宝泰康颗粒	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。	否	RX	是	是
	小儿宣肺止咳颗粒	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。	否	RX	是	否
	小儿解感颗粒	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。	否	RX	否	否
妇科	健脾生血颗粒	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，食少纳呆，腹胀腕闷，大便不调，烦躁多汗，倦怠乏力。	是	RX	是	是
	健脾生血片	健脾和胃，养血安神。用于脾胃虚弱及心脾两虚所致的血虚症，症见面色萎黄或皖白、食少纳呆、腕腹胀闷、大便不调、烦躁多汗、倦怠乏力、舌胖色淡、苔薄白、脉细弱；缺铁性贫血见上述证候者。	是	RX	是	是
	小金胶囊	散结消肿，化瘀止痛。用于阴性初起，皮色不变，肿硬作痛，多发性脓肿，瘰疬，瘰疬，乳岩，乳癖。	否	RX	是	是
	雌二醇凝胶	绝经期综合症如潮热、出汗、失眠、急躁等症。（自然绝经、手术或药物绝经）。各种原因所致卵巢功能失调、雌激素水平低落。对雌激素水平下降的妇女有预防尿钙丢失、保护骨量、减少骨质疏松发生和降低骨折率的作用。	否	RX	是	否
特色中药产品	通便胶囊	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，腰膝酸软等；原发性习惯性便秘、肛周疾患所引起的便秘见上述证候者。	是	OTC	是	否
	健胃消食片	健胃消食。用于脾胃虚弱所致的食积，症见不思饮食、嗳腐酸臭、脘腹胀满；消化不良见上述证候者。	否	OTC	是	否
	健民咽喉片	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、失音及上呼吸道感染。	是	OTC	否	否
	拔毒生肌散	拔毒生肌。用于疮疡阳证已溃，脓腐未清，久不生肌。	是	RX	是	否
	七蕊胃舒胶囊	活血化瘀，燥湿止痛。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，舌质紫黯或瘀斑瘀点、舌苔黄腻、脉弦涩或弦滑。	是	RX	是	否

数据来源：2022 年年报，国家药监局，华福证券研究所

## 1.2 财务数据整体优化

### 1.2.1 收入端

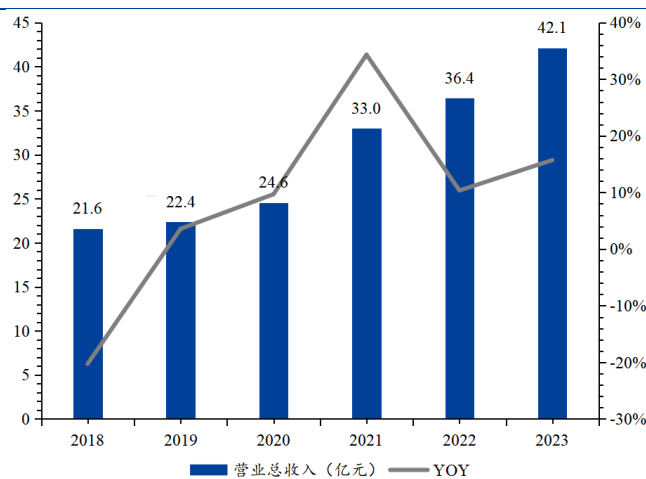
公司自 2018 以来营业收入逐年提高。从 2018 年的 21.6 亿提升至 2023 年

42.1 亿元，复合增长率为 14.3%。2023 年营收同比增长 15.7%，主要原因为龙牡壮骨颗粒、便通胶囊、健脾生血、七蕊胃舒等主导产品收入增长赋能。

从业务板块看，医药工业板块营业收入由 2018 年的 10.69 亿元增加到 2023 年的 21.64 亿元，复合增长率为 15.2%；医药商业板块营业收入由 2018 年的 13.53 亿元增加到 2023 年的 20.1 亿元，复合增长率为 8.2%。公司医药工业的拓展快于医药商业。

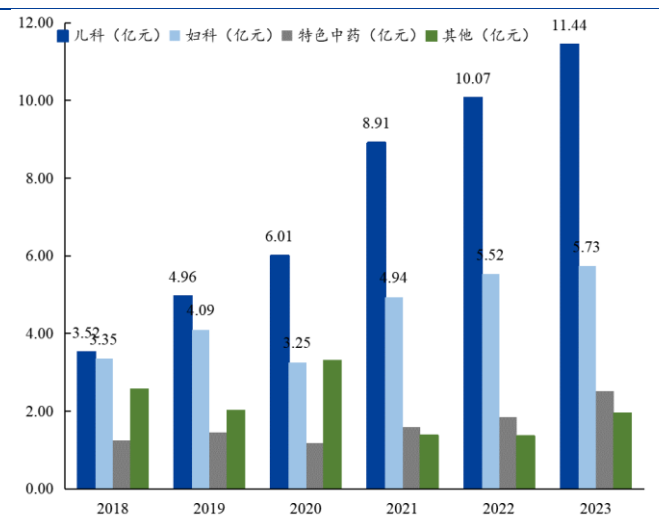
从医药工业的产品治疗领域看，2018-2023 年公司儿科、妇科、特色中产品营收呈波动上涨趋势。其中以龙牡壮骨颗粒为代表产品的儿科用药销售额始终居于首位并且增速最快，2023 年营收达 11.44 亿元，同比增长 13.7%，2018-2023 年复合增长率为 26.6%。2023 年妇科与特色中药销售额分别为 5.73 和 2.51 亿元，同比增长分别为 3.8%和 36.3%，2018-2023 年复合增长率分别为 11.4%和 15%。

图表 3：健民集团营业收入（亿元）



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 4：医药工业各领域销售额（亿元）



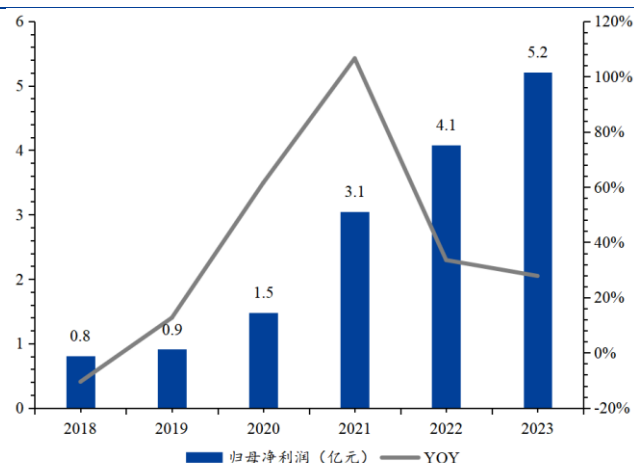
数据来源：iFinD，华福证券研究所

### 1.2.2 利润端

自 2018 年以来，公司归母净利润稳步提高。由 2018 年的 0.81 亿元增长至 2023 年的 5.2 亿元，期间复合增长率为 45.1%。2023 年公司归母净利润同比增长 27.8%，净利润的增长主要是公司龙牡壮骨颗粒、便通胶囊、健脾生血片/颗粒、七蕊胃舒胶囊等主导产品收入增长及投资收益增长所致。

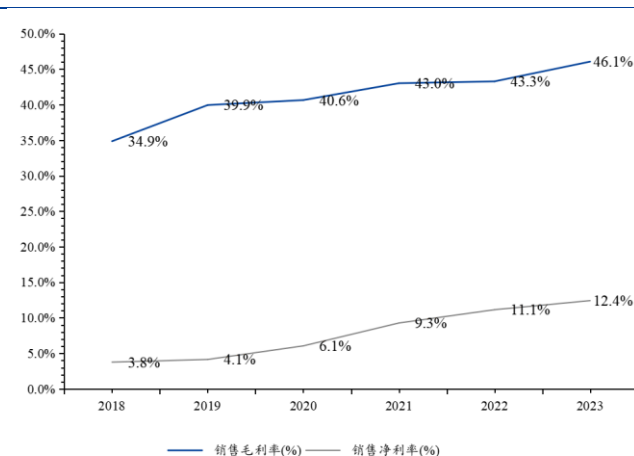
公司销售毛利率与净利率持续增长，2023 年二者已分别达到 46.1%和 12.4%。其中医药工业板块销售毛利率远高于医药商业板块，2023 年医药工业板块和医药商业板块的销售毛利率分别为 77.8%和 12.1%。

图表 5: 公司 2018-2023 归母净利润 (亿元)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 6: 公司销售毛利率与净利率 (%)

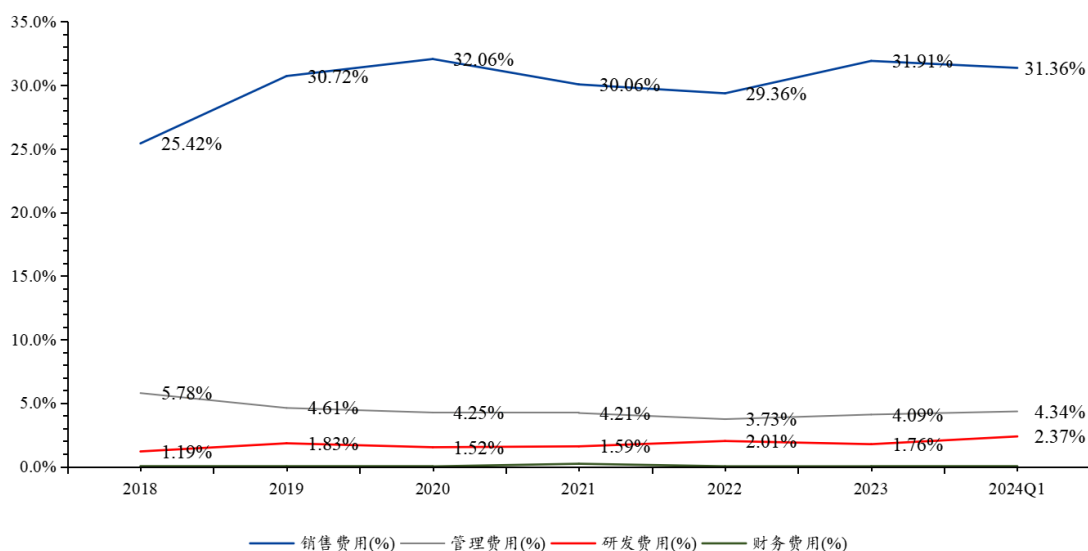


数据来源: iFinD, 华福证券研究所

### 1.2.3 费用端

健民集团三费整体稳定。2023 年, 公司销售费用率和管理费用率稳中有升, 分别为 31.9%和 4.1%, 较去年提高 2.6pct 和 0.4pct。销售费用变动原因主要为营业收入增长带来销售费用同向增长; 管理费用变动原因为公司业务规模扩大带来的薪酬、中介、租赁、折旧等管理费用增长。研发费用率和财务费用率较为稳定, 分别为 1.8%和 0.03%。

图表 7: 健民集团销售费用、管理费用与研发费用趋势变化



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

## 2 医药工业: 儿科用药为主体, 妇科和特色中药共同驱动

### 2.1 儿科: 夯实 OTC 品牌大单品龙牡壮骨颗粒, 打造小儿感冒产品集群

#### 2.1.1 政策利好催化儿科中成药产研结合同步发展



2023 年以来国家不断出台利好政策促进儿科中成药发展。2023 年 1 月，国家卫健委办公厅印发《关于进一步加强儿童临床用药管理工作的通知》，通知提出：

1.加强儿童用药遴选和配备管理：开展儿科医疗服务的二级以上医疗机构要在本机构药事管理与药物治疗学委员会下成立儿童用药工作组，定期对本机构药品供应目录中儿童用药进行评估和调整。遴选儿童用药（仅限于药品说明书中有明确儿童适应证和儿童用法用量的药品）时，可不受“一品两规”和药品总品种数限制，进一步拓宽儿童用药范围。城市医疗集团、县域医共体等医联体要建立儿童用药联动管理机制，加强儿童用药目录的统一衔接，促进儿童用药在医联体内共享使用。不受一种药品在同一医疗机构只能有两个规格或剂型的管理后有利于：成人药品开发儿童用剂量和适应症，激发已上市成人药品以及在研药品布局儿科领域并进行不同年龄段患者的剂量探索。政策利好大量中成药企业。

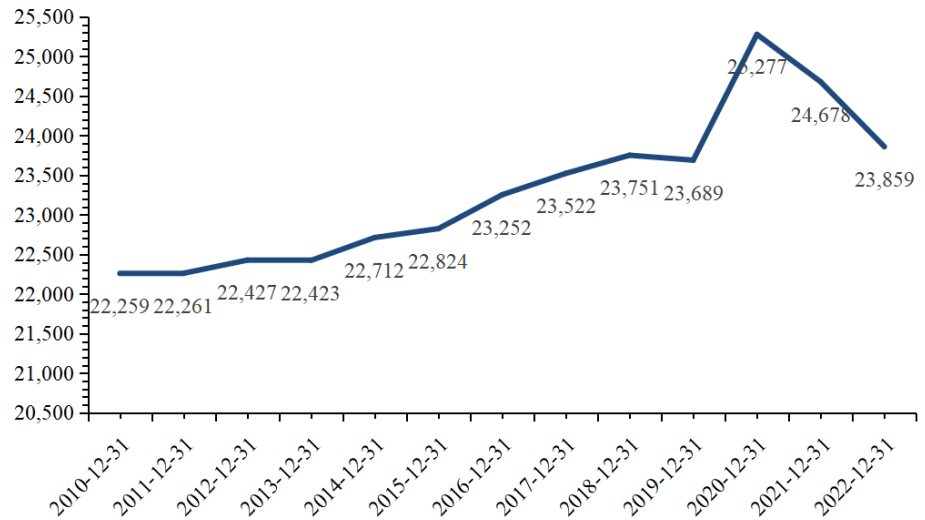
2. 强化儿童用药临床合理使用。
3. 加强药师配备并提供儿科药学服务。
4. 做好儿童用药处方调剂和专项点评。
5. 开展儿童用药临床监测。
6. 加强儿童用药指导和健康宣教。

2023 年 5 月，国家中医药管理局、国家药品监督管理局积极组织推进古代经典名方关键信息考证研究工作，将《古代经典名方关键信息表（“异功散”等儿科 7 首方剂）》予以公布，包括异功散、泻黄散、白术散、消乳丸、苏葶丸、人参五味子汤、清宁散。儿科古代经典名方中药复方制剂有望加速上市。

### 2.1.2 深耕儿科用药蓝海市场，供需矛盾尚未解决

我国儿童就诊用药人群广泛。根据国家统计局披露数据显示，我国 0-14 岁儿童自 2010-2020 年持续增长，随后下降至 2022 年的 2.39 亿，总体规模仍较为庞大。根据 2021 年我国发布的《2020 中国卫生健康统计年鉴》中所发布的数据，2018 年 0~14 岁儿童两周就诊率达到 36.7%，住院率达 16.8%，两周患病率 35.1%;2020 年儿童医院入院人次达到 4791 万，病床使用率达到 68.86%。

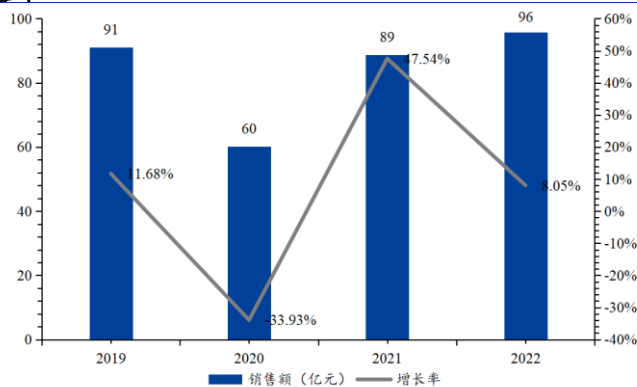
图表 8: 中国 0-14 岁儿童数量 (万人)



数据来源: iFind, 国家统计局, 华福证券研究所

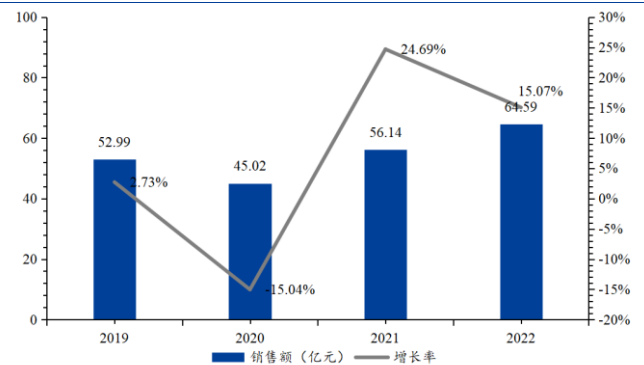
我国儿童用药市场广阔。从零售端看, 根据米内网数据显示, 在中国城市公立医院、县级公立医院、城市社区中心及乡镇卫生院终端中成药市场, 儿科用药销售额在 2022 年升至 96 亿元。在中国城市实体药店终端和中国网上药店终端中成药市场, 儿科用药合计销售额超过 72 亿元。其中实体药店销售额达到 64.59 亿元, 同比增长 15.07%。

图表 9: 公立医疗机构中成药儿科用药销售 (亿元)



数据来源: 米内网, 华福证券研究所

图表 10: 城市实体药店儿科中成药销售 (亿元)



数据来源: 米内网, 华福证券研究所

儿童对医药资源的需求与我国儿科用药短缺存在矛盾。作为药品消费的特殊群体, 儿童药品的种类占药物总量的比例却不足 10%, 国内 90% 以上的儿童用药为非儿童专用药。我国儿童用药的现状为: 儿童药品规格和药品剂型少、临床试验数据缺乏、儿童药品说明书不规范或缺失、儿童用药不合理、儿科药品重复研发较多而高端药品较少, 儿童药品供不应求已成为亟待解决的问题。

根据米内网数据显示, 在中国公立医疗机构终端中成药儿科用药市场中, 2022

年有 2 个产品销售额超过 10 亿元、1 个产品销售额在 5-10 亿元之间，15 个产品销售额在 1-5 亿元。其中超过 10 亿的大品种有济川药业的小儿豉翘清热颗粒和康缘药业的金振口服液，超过 5 亿的品种有贵州三力的开喉剑喷雾剂(儿童型)。公司产品小儿保泰康院内销售过亿，仍存在推广空间。

图表 11：2022 年中国公立医疗机构儿科中成药销售排行

排名	药品名称	生产企业	销售额	是否独家	是否进医保	是否进基药
1	小儿豉翘清热颗粒	济川药业集团有限公司	大于 10 亿	是	是	否
2	金振口服液	江苏康缘药业股份有限公司	大于 10 亿	是	是	是
3	开喉剑喷雾剂(儿童型)	贵州三力制药股份有限公司	5-10 亿	是	是	否
4	四磨汤口服液	湖南汉森制药股份有限公司	1-5 亿	是	是	否
5	小儿肺咳颗粒	天圣制药集团股份有限公司 长春人民药业集团有限公司	1-5 亿	否	是	是
6	小儿消积止咳口服液	鲁南厚普制药有限公司	1-5 亿	是	是	是
7	小儿肺热咳喘颗粒	海南葫芦娃药业集团股份有限公司 上海医药集团青岛国风药业股份有限公司 黑龙江葵花药业股份有限公司 四川光大制药有限公司	1-5 亿	否	是	是
8	醒脾养儿颗粒	贵州健兴药业有限公司	1-5 亿	是	是	是
9	小儿热速清颗粒	哈尔滨圣泰生物制药有限公司 江西倍肯药业有限公司	1-5 亿	否	是	是
10	小儿柴桂退热颗粒	贵州百灵企业集团制药股份有限公司 葵花药业集团(襄阳)隆中有限公司	1-5 亿	否	是	是
11	神曲消食口服液	扬子江药业集团江苏龙凤堂中药有限公司	1-5 亿	是	是	否
12	小儿青翘颗粒	四川德峰制药有限公司	1-5 亿	是	是	是
13	清宣止咳颗粒	江苏苏中药业集团股份有限公司	1-5 亿	是	是	是
14	小儿咳喘灵口服液	贵州益佰制药股份有限公司等	1-5 亿	否	是	否
15	小儿宝泰康颗粒	云南白药集团股份有限公司 健民集团叶开泰国药(随州)有限公司	1-5 亿	否	是	是
16	小儿肺热咳喘口服液	黑龙江葵花药业股份有限公司	1-5 亿	是	是	是
17	安儿宁颗粒	金诃藏药股份有限公司	1-5 亿	是	是	否
18	王氏保赤丸	精华制药集团股份有限公司	1-5 亿	是	是	否
19	小儿定喘口服液	荣昌制药(淄博)有限公司	小于 1 亿	是	是	否
20	小儿咳喘灵颗粒	山西华康药业股份有限公司等	小于 1 亿	否	是	否

数据来源：米内网，国家药监局，华福证券研究所

根据米内网数据显示，在中国城市实体药店儿科中成药市场中，2022 年有 2 个产品销售额超过 5 亿元、10 个产品销售额在 1-5 亿元之间。其中健民集团的龙牡壮骨颗粒、济川药业的小儿豉翘清热颗粒、葫芦娃药业的小儿肺热咳喘颗粒销量排名前三，龙牡壮骨颗粒和小儿豉翘清热颗粒为超 5 亿大品种。公司产品龙牡壮骨颗粒在实体药店中市场份额拥有绝对优势。

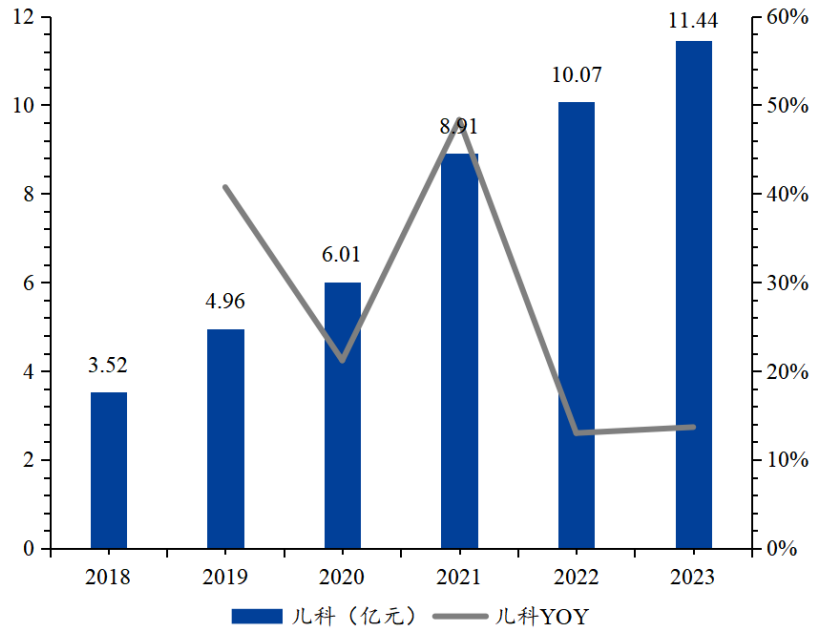
图表 12: 2022 年中国城市实体药店儿科中成药销售排行

排名	产品名称	企业简称	销售额	是否独家	是否进医保	是否进基药
1	龙牡壮骨颗粒	健民药业集团股份有限公司	5-10 亿	是	是	否
2	小儿豉翘清热颗粒	济川药业集团有限公司	5-10 亿	是	是	否
3	小儿肺热咳喘颗粒	海南葫芦娃药业集团股份有限公司	1-5 亿	否	是	是
4	小儿感冒颗粒	华润三九（枣庄）药业有限公司等	1-5 亿	否	是	否
5	丁桂儿脐贴	亚宝药业集团	1-5 亿	是	否	是
6	小儿肺热咳喘口服液	黑龙江葵花药业	1-5 亿	是	是	是
7	小儿柴桂退热颗粒	贵州百灵企业集团制药股份有限公司 葵花药业集团（襄阳）隆中有限公司	1-5 亿	否	是	是
8	金振口服液	江苏康缘药业	1-5 亿	是	是	是
9	开喉剑喷雾剂(儿童型)	贵州三力制药	1-5 亿	是	是	否
10	小儿肺热咳喘颗粒	海南葫芦娃药业集团股份有限公司 上海医药集团青岛国风药业股份有限公司 黑龙江葵花药业股份有限公司 四川光大制药有限公司	1-5 亿	否	是	是
11	小儿消积止咳口服液	鲁南厚普制药	1-5 亿	是	是	是
12	小儿七星茶颗粒	广州王老吉药业	1-5 亿	否	是	否
13	四磨汤口服液	湖南汉森制药	小于 1 亿	是	是	否
14	小儿清肺化痰颗粒	神威药业集团有限公司 北京长城制药有限公司	小于 1 亿	否	否	否
15	小儿柴桂退热口服液	吉林敖东延边药业股份有限公司	小于 1 亿	是	是	是
16	小儿止咳糖浆	健民药业集团股份有限公司等	小于 1 亿	否	否	否
17	小儿咽扁颗粒	兰州和盛堂制药股份有限公司等	小于 1 亿	否	是	否
18	清宣止咳颗粒	苏中药业集团股份有限公司	小于 1 亿	是	是	否
19	小儿清肺化痰口服液	葵花药业集团(冀州)有限公司 北京长城制药有限公司	小于 1 亿	否	否	否
20	静灵口服液	辽宁东方人药业有限公司	小于 1 亿	是	否	否

数据来源：米内网，国家药监局，药智网，华福证券研究所

公司儿科产品线包括龙牡壮骨颗粒、小儿宝泰康颗粒、小儿宣肺止咳颗粒、小儿解感颗粒等品种。健民集团儿科用药销售额逐年上涨，至 2023 年销售额已达到 11.44 亿元，2018-2023 年复合增长率为 26.57%，2023 年同比增长 13.7%。

图表 13: 健民集团儿科药品销售额（亿元）



数据来源: iFind, 华福证券研究所

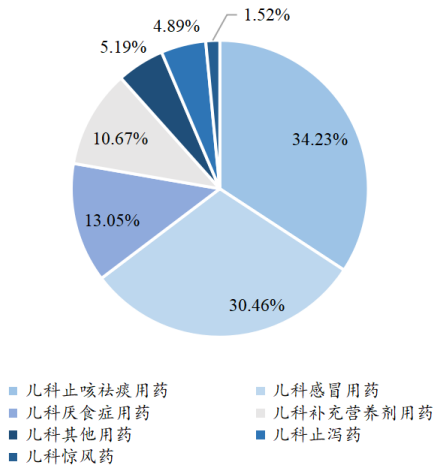
### 2.1.3 龙牡壮骨颗粒：公司品牌 OTC 第一大单品，医保解限利好

龙牡壮骨颗粒是公司 OTC 产品线第一大单品，为首批国家中药一级保护品种，属于儿科补益类产品。产品为中西合用方剂，由 14 味中草药（党参、黄芪、山麦冬、醋龟甲、炒白术、山药、醋南五味子、龙骨、煅牡蛎、茯苓、大枣、甘草、炒鸡内金等）和西药维生素 D2、葡萄糖酸钙和乳酸钙组成；其组方由益气固表经典名方“玉屏风散”、健脾益气经典名方“四君子汤”、补肾壮骨经典名方“龙骨汤”进行加减而得。在中国非处方药物协会发布的“中国非处方药产品（中成药）综合排名”中，健民龙牡壮骨颗粒位居儿科消化类第一（2021）。

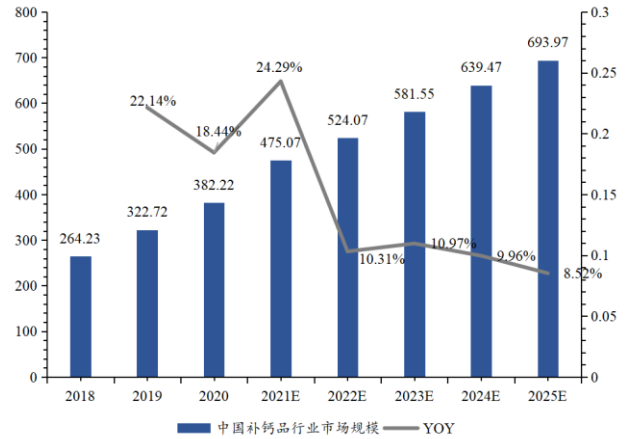
龙牡壮骨颗粒适用人群广泛。作为儿童补充营养剂和厌食症用药，龙牡壮骨颗粒具有强筋壮骨，和胃健脾的功效，用于治疗 and 预防小儿佝偻病、软骨病，对小儿多汗、夜惊、食欲不振、消化不良、发育迟缓也有治疗作用。2022 年，这两种儿科亚类在近百亿中国城市实体药店终端儿科产品市场中占比约为 23.72%。同时龙牡壮骨颗粒不仅适用于儿童，对于肾精亏虚的中老年人也食用。具体表现为工作压力大，心神烦乱，睡眠不安，腰膝酸软的成年人；骨质疏松的老年人；更年期需要补钙的女性；多汗、夜惊、食欲不振的成年人等。据国家统计局数据显示，中国 14 亿人口中，有 40% 的儿童和 60% 的中老年人缺钙。未来随着人口老龄化的不断加剧，补钙品行业市场规模及增速保持较高的增速，我国补钙品的千亿市场值得深耕挖掘。

图表 14：中国城市实体药店终端儿科中成药亚类格局 (%)

图表 15：中国补钙品行业市场规模 (亿元)



数据来源：米内网，华福证券研究所



数据来源：观研天下，华福证券研究所

**销售策略优化，向高利润规格倾斜。**龙牡壮骨颗粒（有糖）两种规格分别为 30 袋和 60 袋，二者利润率和销售渠道有所差异。根据 2022 年公司营销策略的调整，利润率较高的 60 袋规格龙牡保持稳定增长，利润率较低的 30 袋规格龙牡公司从渠道管控、销售政策调整、减少发货等方面进行价值链的维护，通过调整，终端价格有所恢复，渠道库存趋于良性。今年龙牡壮骨颗粒高毛利结构将持续优化。

**龙牡壮骨颗粒品牌换新，提高产品价格。**2019 年 10 月，健民集团新一代龙牡壮骨颗粒上市并进行提价，此次提价对产品的规格、工艺、品质和口感均进行优化。  
**价格方面：**根据药品价格 315 网，旧版龙牡壮骨颗粒的价格分别为 66 元/40 袋（5g）和 38 元/18 袋（5g）。新版龙牡壮骨颗粒的终端最高报价分别为 110 元/30 袋（5g）和 186 元/60 袋（5g）。  
**工艺方面：**新版龙牡引进密闭动态提取的新技术，使质优效佳的道地药材中有效成分得以最大限度提取并保留在浸膏之中，浓缩含量提高有效成分。同时，在颗粒制粒中特殊高溶解性糊精，对高浓度的药物有效成分进行包埋，使易于儿童吸收的有机酸钙、维生素 D 能够稳定存储并高效溶解，促进日常饮食中蛋白质、脂肪和糖类三大营养素的全面吸收，使钙元素有效地转运和沉积到骨骼上。  
**口感方面：**在配方比例中，没有添加蔗糖，而是选用从新鲜香橙果中提取健康安全的天然橙油，通过全新味觉掩蔽技术，最大程度的还原甜橙本身的味道，使其有恰到好处的香橙味，口感更好，儿童更爱喝。  
**品质方面：**每袋产品 30ml 水即可完全溶解，婴幼儿服用更方便。

图表 16：旧版龙牡壮骨颗粒（18 袋/盒；40 袋/盒）



数据来源：药品价格 315 网，华福证券研究所

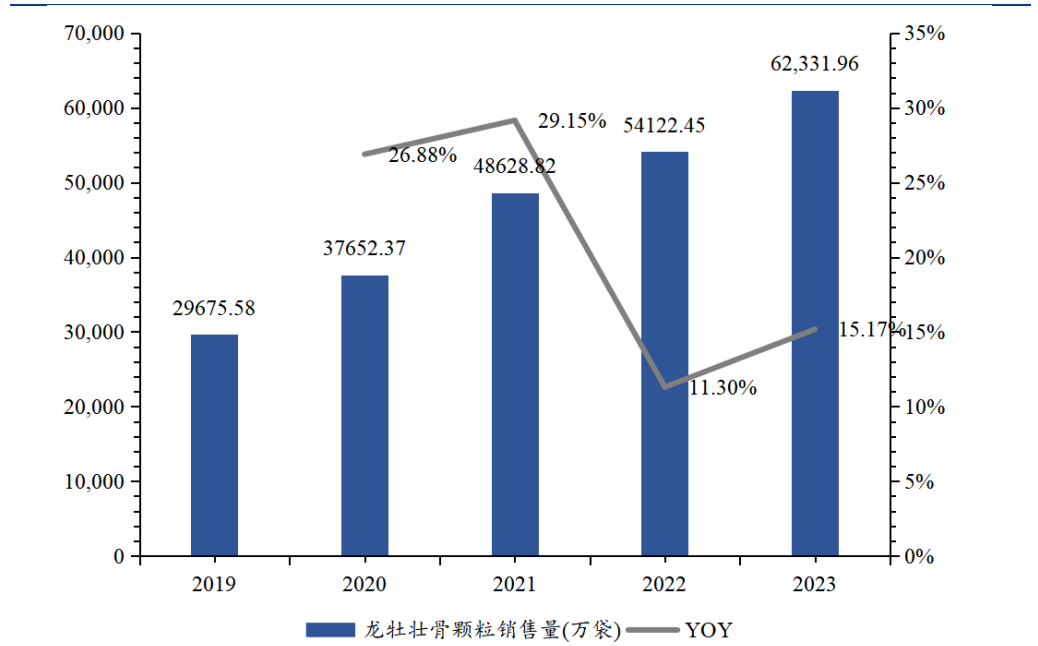
图表 17：新版龙牡壮骨颗粒（30 袋/盒；60 袋/盒）



数据来源：药品价格 315 网，华福证券研究所

销量逐年增长，公司业绩最强催化因素。自 2019 年龙牡壮骨颗粒更新包装并提价后，销量保持快速增长，从 2019 年的 29675.58 万袋增长至 2023 年的 62331.96 万袋，四年复合增长率为 20.39%。根据米内网数据显示，龙牡壮骨颗粒是 2022 年中国城市实体药店和网上药店儿科中成药销售第一大单品，市场份额占有率居首。

图表 18：龙牡壮骨颗粒销量（万袋）



数据来源：公司年报，华福证券研究所

**龙牡壮骨颗粒医保支付解限，市场有望开拓。**龙牡壮骨颗粒 2023 年国家医保目录对龙牡取消了“限小儿佝偻病”的报销范围限制，有望开拓院内市场，提高患者首次购买意愿。

#### 2.1.4 RX 产品矩阵：感冒处方药主攻院内市场

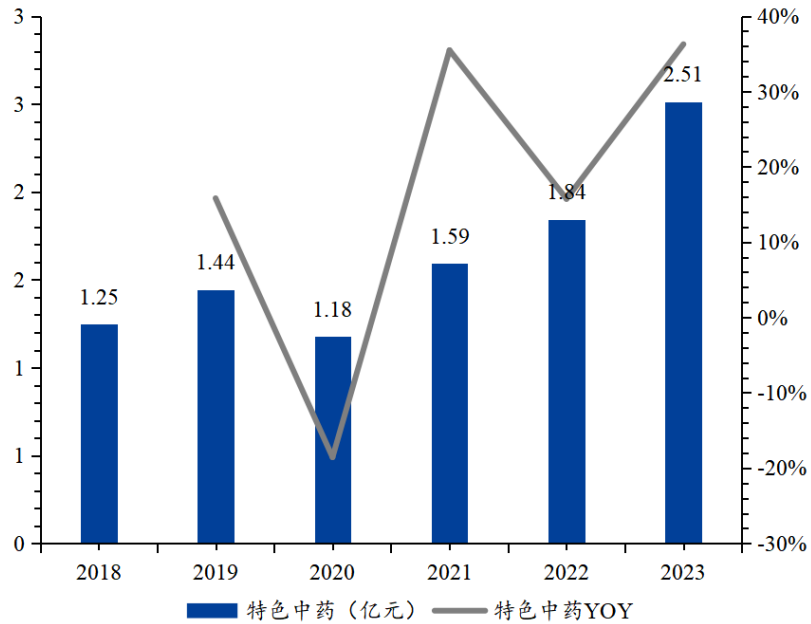
公司儿科 RX 主要品种为治疗小儿感冒咳嗽类药品，有小儿宣肺止咳颗粒、小儿宝泰康颗粒、小儿解感颗粒等。小儿解感颗粒：清热解表，消炎止咳。小儿宣肺止咳颗粒：宣肺解表，清热化痰。小儿保泰康颗粒：解表清热，止咳化痰。其中小儿宣肺止咳颗粒和小儿解感颗粒分别于 2020 年和 2021 年获批上市，2022 年小儿宝泰康颗粒销售已超一亿元。

#### 2.2 特色中药产品：独家品种带来增长潜力

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、七蕊胃舒胶囊等品种。健民集团特色中药产品销售额波动上涨，至 2023 年销售额达到 2.51 亿元，同比增长 36.3%。2023 年中药创新药七蕊胃舒胶囊经谈判进入 2022 版国家医保目录对药品销售将起到积极的作用，同时老产品放量，板块实现高速增长。

图表 19: 健民集团特色中药产品销售额（亿元）





数据来源: iFinD, 华福证券研究所

### 2.2.1 健民咽喉片：后疫情时代咽喉中成药回暖反弹

健民咽喉片历史悠久，是国家首批国家二级中药保护品种，为公司的独家产品。健民咽喉片传承了中医“玄麦甘桔汤”“铁笛丸”“诃子清音汤”的经典名方，主要成分有玄参、麦冬、蝉蜕、诃子、桔梗、板蓝根、胖大海、地黄、西青果、甘草、薄荷素油、薄荷脑等。健民咽喉片的适应症为清利咽喉，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，可实现高达 95.9%的咽喉炎治疗有效率，达到标本兼治的疗效。

咽喉中成药市场广泛，健民咽喉片有望做成大单品。根据米内网数据显示，疫情前中国三大终端咽喉中成药市场规模超过 100 亿元；疫情期间医院诊疗人数减少，销售规模有所下滑；后疫情时代，咽喉中成药市场有望回暖至疫情前水平，健民咽喉片拥有广阔的市场空间。

图表 20: 2021 年中国城市实体药店终端咽喉中成药品牌 TOP10

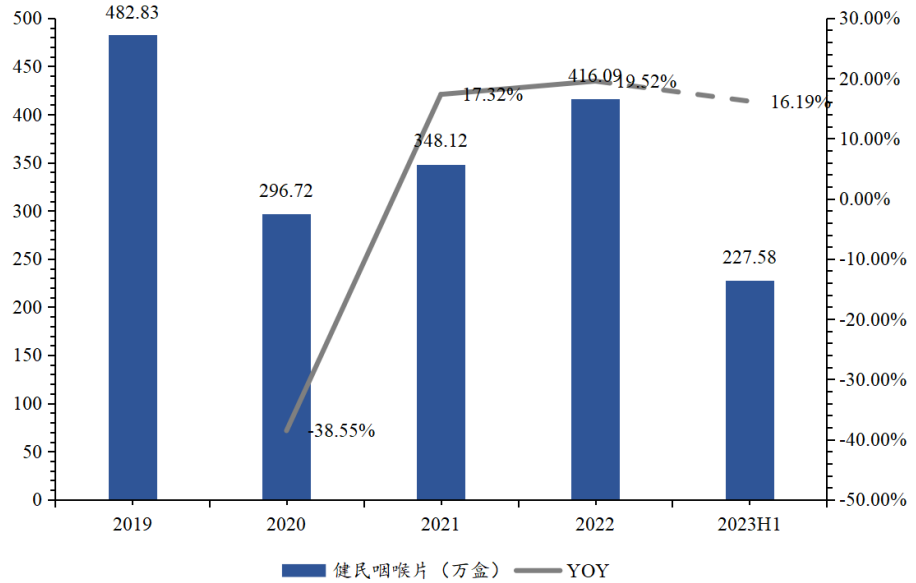
排序	产品名称	2021 年销售额 (亿元)	生产厂家
1	蓝芩口服液	8 亿+	扬子江药业
2	金嗓子喉片	5 亿+	广西金嗓子
3	咽炎片	1-5 亿	山东健民药业
4	桂林西瓜霜	1-5 亿	桂林三金药业
5	清喉利咽颗粒	1-5 亿	桂龙药业等
6	西瓜霜润喉片	1-5 亿	桂林三金药业
7	复方草珊瑚含片	1-5 亿	江中药业
8	玄麦甘桔颗粒	1-5 亿	成都九芝堂金鼎药业等
9	银黄颗粒	1-5 亿	广州大光制药等
10	银黄滴丸	1-5 亿	浙江维康药业等

数据来源: 米内网, 国家药监局, 华福证券研究所

健民咽喉片的规格为 24 片/盒。2019 年健民咽喉片销量为 482.83 万盒，2020

年受疫情影响销量缩减。伴随疫情常态化咽喉片的销售量逐步恢复，2023 年销售量达到 416.09 万盒，2020-2022 年销量复合增长率为 18.42%。2023 年 H1，健民咽喉片的销量为 227.58 万盒，同比增加 16.19%。

图表 21：健民咽喉片销量（万盒）



数据来源：公司年报，华福证券研究所

### 2.2.2 便通胶囊：销售院内向院外开拓新市场

便通胶囊历史悠久，主要成分为白术、肉苁蓉、当归、桑葚、枳实、芦荟。便通胶囊的适应症为健脾益肾，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；原发性习惯性便秘、肛周疾患所引起的便秘见以上证候者。

中国成人便秘患病率高，患者群体广泛。根据《中国慢性便秘专家共识意见（2019）》显示，我国成人慢性便秘的患病率为 4%~10%，而随着年龄的增长，便秘的患病率逐渐升高，70 岁以上人群慢性便秘的患病率达 23%，80 岁以上可达 38%，且女性患病率高于男性。

目前我国治疗便秘的药物主要以泻药为主。便秘患者多通过自我治疗，因此在 OTC 市场上，中成药治疗便秘药物均有较好表现。常见的治疗便秘中成药包括新复方芦荟胶囊、新复方芦荟胶囊、轻舒颗粒、养阴口香合剂等。在中国非处方药物协会发布的“2021 年中国非处方药产品（中成药）综合排名”中，健民便通胶囊位居便秘泄泻类第二。

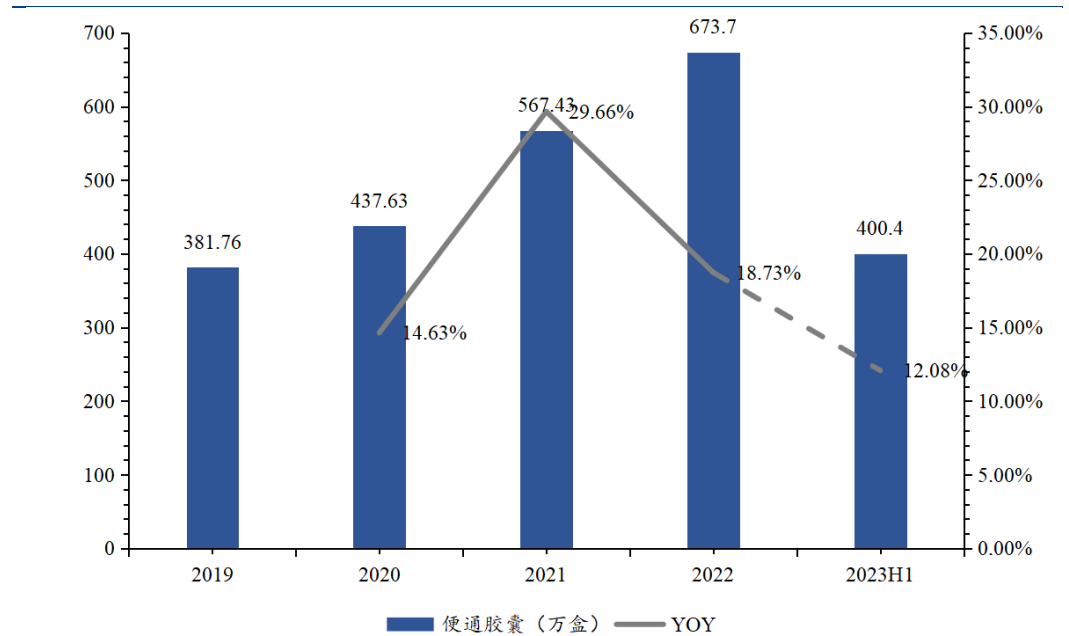
图表 22：2021 年中国非处方药产品（中成药）便秘泄泻综合排名

排名	商品名(商标名)	药品通用名	企业名称
1	盘龙云海	排毒养颜胶囊	云南盘龙云海药业有限公司
2	健民	便通胶囊	健民药业集团股份有限公司
3	可伊	新复方芦荟胶囊	河北万邦复临药业有限公司
4	本草纲目	香连胶囊	李时珍医药集团有限公司
5	白云山、陈李济	补脾益肠丸	广州白云山陈李济药厂有限公司

数据来源：中国非处方药物协会，华福证券研究所

便通胶囊拥有 24 粒/盒和 48 粒/盒两种规格，逐渐从过往院内端销售向 OTC 端拓展。2019 年便通胶囊销量为 381.76 万盒，销量逐步增加，2022 年销售量达到 673.7 万盒，2019-2022 年销量复合增长率为 20.84%。2023 年销售 2.9 亿粒，同比增长 44.59%。

图表 23: 便通胶囊销量 (万盒)



数据来源：公司年报，华福证券研究所

### 2.2.3 七蕊胃舒胶囊：优效的胃病领域中药创新药，放量在即

七蕊胃舒胶囊是公司 2021 年底上市的中药 1.1 类创新药，由三七、枯矾、煅花蕊石等药材组成，组方来源于中国中医科学院广安门医院的院内制剂，适应症为活血化瘀，燥湿止痛。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，舌质紫黯或瘀斑瘀点、舌苔黄腻、脉弦涩或弦滑。

我国消化系统发病率高。据流行病学调查，我国消化系统发病率是 30%，由于多数慢性胃炎患者无任何症状，因此难以获得确切的患病率。我国在接受胃镜检查的患者中，慢性胃炎约占 90%，慢性非萎缩性胃炎伴糜烂的内镜诊断率为慢性胃炎的 42.3%，慢性非萎缩性胃炎的发病率较高。根据米内网统计数据，用于胃炎、溃疡的胃药（中成药）在中国样本医院终端保持较好的市场规模，其中 2019 年销售

73.80 亿元，2020 年销售 67.47 亿元。

我国目前用于胃炎、溃疡的胃药品种较多。据米内网中国样板医院用于胃炎、溃疡的胃药（中成药）终端竞争格局数据，2020 年度市场份额占比超过 1%的品种有康复新液、胃苏颗粒、气滞胃痛颗粒、元胡止痛滴丸、三九胃泰颗粒等 18 个，其中康复新液占 32.39%、胃苏颗粒占 11.3%、气滞胃痛颗粒占 4.65%、元胡止痛滴丸 4.37%、三九胃泰颗粒占 3.45%。

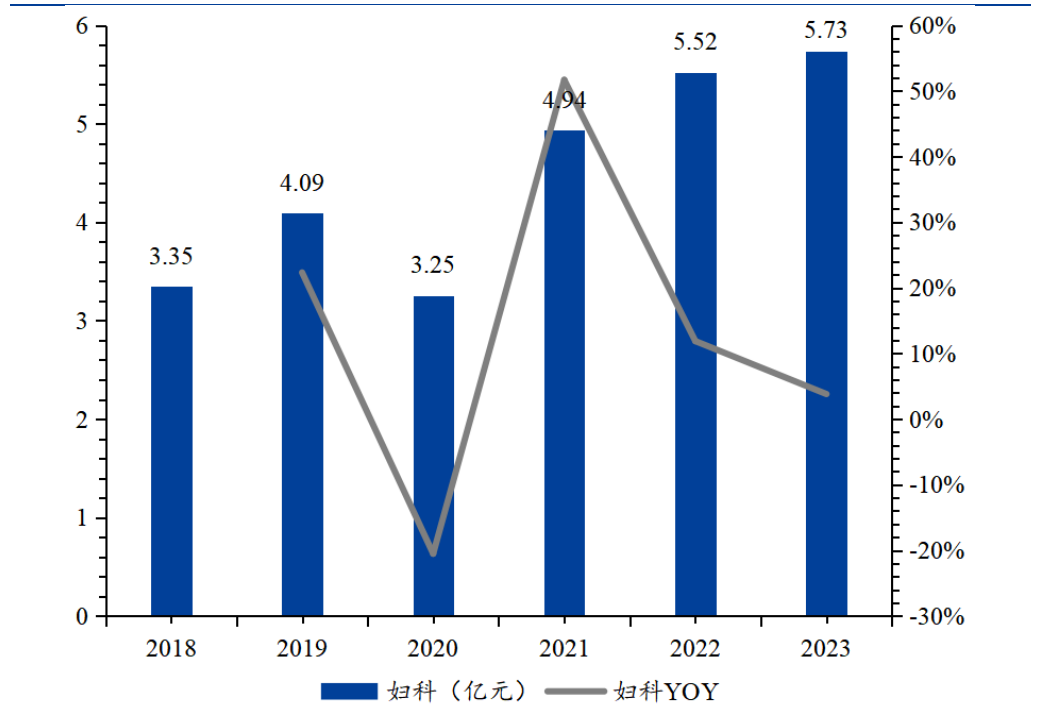
获批上市前七蕊胃舒胶囊开展了多项关键临床试验，其中一项关键随机、双盲、阳性药平行对照、多中心临床试验，纳入 231 例作为研究对象，随机分为观察组、对照组及安慰剂组。观察组口服七蕊胃舒胶囊，对照组患者口服三九胃泰胶囊，安慰剂组患者口服安慰剂。**结果显示七蕊胃舒胶囊具有有效性：**观察组胃脘疼痛消失率高于对照组及安慰剂组；观察组胃黏膜糜烂痊愈率显著高于对照组及安慰剂组；观察组证候疗效的痊愈率及总显效率显著高于对照组及安慰剂组；观察组幽门螺杆菌根除率高于对照组及安慰剂组。**安全性：**观察组不良反应发生率为 2.6%，对照组无不良反应记录，安慰剂组不良反应发生率为 1.8%，3 组差异无统计学意义。**试验结论：**七蕊胃舒胶囊在治疗慢性浅表性胃炎伴糜烂湿热瘀滞证方面临床疗效显著，安全性较好。

七蕊胃舒胶囊于 2023 年 1 月通过国谈进入医保目录，2023 年全年销售发出在 7000 万左右，有望持续放量。

### 2.3 妇科产品：销售已成一定规模

妇科产品线有健脾生血颗粒、健脾生血片、小金胶囊、雌二醇凝胶等品种。健民集团妇科产品销售额波动上涨，至 2023 年销售额达到 5.73 亿元。

图表 24：健民集团妇科产品销售额（亿元）



数据来源：iFinD，华福证券研究所

### 2.3.1 健脾生血颗粒（片）：写入贫血指南，院内销量位于第一梯队

健脾生血片/颗粒的成分为党参、茯苓、炒白术、甘草、黄芪、山药、炒鸡内金、醋龟甲、山麦冬、醋南五味子、龙骨、煅牡蛎、大枣、硫酸亚铁。健脾生血片/颗粒适应症为健脾和胃，养血安神，用于小儿脾胃虚弱及心脾两虚型缺铁性贫血和成人气血两虚型缺铁性贫血的治疗。

缺铁性贫血（IDA）是最常见的贫血类型。据世界卫生组织（WHO）调查报告，全世界约有 10—30% 的人群有不同程度的缺铁。小儿发病率高达 52%，男性成人约为 10%，女性 20% 以上，孕妇 40%。目前中国缺铁性贫血发生率高达 15% 至 20%，全国约有 2 亿人患有缺铁性贫血和铁营养不良症，其中妇女、儿童、老年为高发人群。

中华医学会《铁缺乏和缺铁性贫血诊治和预防多学科专家共识》推荐常用口服铁剂中：无机铁以硫酸亚铁为代表，有机铁包括多糖铁复合物、蛋白琥珀酸铁口服溶液、富马酸亚铁、琥珀酸亚铁和葡萄糖酸亚铁，唯一推荐的中药补铁剂为健脾生血片/颗粒，其中元素铁含量 20 mg / 片(袋)，对胃肠道刺激小，荣获武汉名品认定。

图表 25：常用口服铁剂

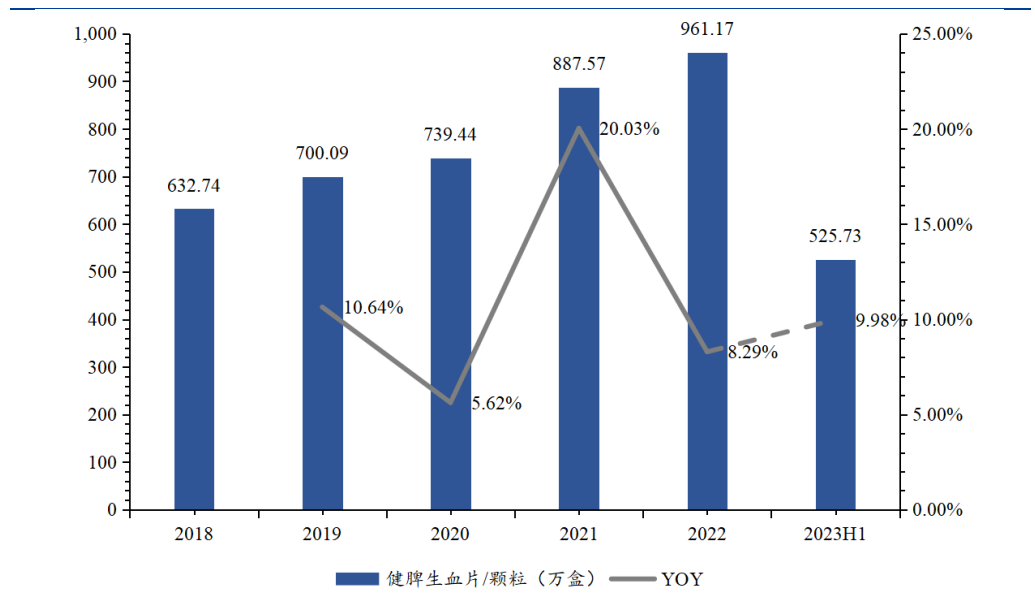
常用口服铁剂	用法用量
硫酸亚铁	60 mg/次，3 次/d
多糖铁复合物	300 mg/次，1 次/d
蛋白琥珀酸铁口服溶液	40 mg/次，2 次/d

富马酸亚铁	60~120 mg/次, 3 次/d
琥珀酸亚铁	100~200 mg/次, 2 次/d
葡萄糖酸亚铁	300~600 mg/次, 3 次/d
中药补铁剂: 健脾生血片	每次 1~3 片, 3 次/d

数据来源:《铁缺乏和缺铁性贫血诊治和预防多学科专家共识》, 华福证券研究所

健脾生血颗粒的规格为 24 袋/盒和 36 袋/盒, 健脾生血片的规格为 24 片/盒、36 片/盒和 60 片/盒。2018 年健脾生血片/颗粒销量为 632.74 万盒, 销量逐步增加, 2022 年销售量达到 961.17 万盒, 2018-2022 年销量复合增长率为 11.02%。健脾生血颗粒/片是公司医院端的第一梯队产品, 公司积极开拓院外市场, 2023 年销量已达 40126 万袋/片, 同比增长 17.8%。

图表 26: 健脾生血片/颗粒销量 (万盒)



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

### 2.3.2 小金胶囊:集采中标, 扩大院端市场份额

小金胶囊、小金丸主要成分为人工麝香、木鳖子 (去壳去油)、制草乌、枫香脂、乳香 (制)、没药 (制), 五灵脂 (醋炒)、地龙、香墨。具有散结消肿, 化瘀止痛之功效, 广泛用于包括乳腺增生、甲状腺结节、妇科包块在内的各种疾病的治疗。小金胶囊标准化项目荣获 2018 年度国家科学技术进步二等奖。

中国乳腺疾病调查报告显示, 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。2020 年中国乳腺癌新发病例数多达 42 万例, 而且呈明显年轻化趋势。30-50 岁为发病高峰期, 发生乳腺癌的危险比健康妇女高 2-4 倍。

乳腺增生症 (HDBA) 是乳腺正常发育和退化过程失常导致的一种既非炎症又

非肿瘤的良性乳房疾病，主要表现为乳房结节或肿块及乳房疼痛为主。《中成药治疗乳腺增生症临床应用指南》（2021年）推荐乳癖散结胶囊、乳癖消片、丹鹿胶囊、红花逍遥片、红金消结胶囊、夏枯草口服液、小金胶囊及逍遥丸等8个中成药品种作为乳腺增生症治疗的应用参考。

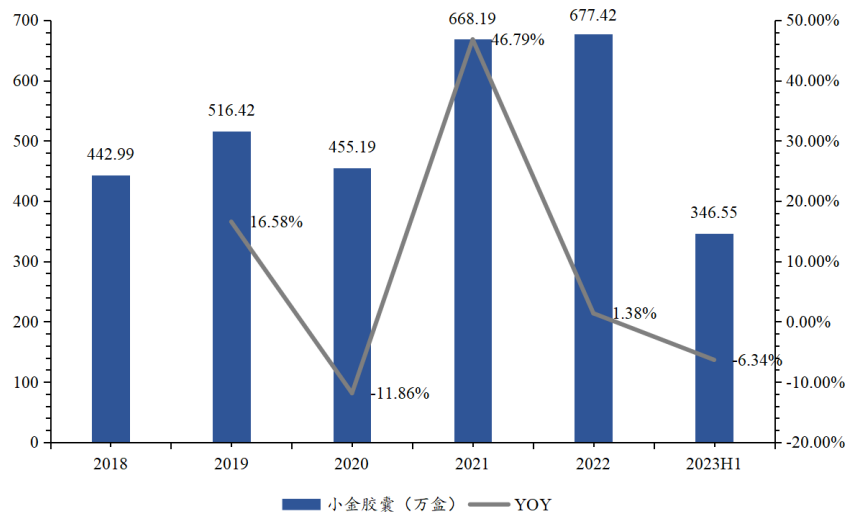
图表 27: 乳腺增生症治疗中成药

推荐药物	中医辨证	症状
乳癖散结胶囊或乳癖消片	肝郁气滞症	HDBA 者主要表现为乳房胀痛或走窜样疼痛，乳腺结节或肿块质韧不坚，或无明显结节肿块，症状随情绪喜怒或月经周期消长变化，可伴随胸闷胁胀、善郁寡欢、心烦易怒等，多见于青壮年女性，辨证属中医肝郁气滞证者。
夏枯草口服液	兼肝火上炎症明显	HDBA 者在主证临床表现基础上，兼夹肝火上炎症状明显者主要表现为乳房胀痛、有灼热感，可伴随口干口苦，急躁易怒，月经提前，量多色深等。
丹鹿胶囊	冲任失调症	HDBA 者主要表现为乳房结节或肿块明显，乳房疼痛较轻，可伴随月经量少、色淡或闭经、腰膝酸软、乏力等，多见于中老年女性，辨证属中医冲任失调证者。
逍遥丸	兼脾虚证明显	HDBA 者在主证临床表现基础上，兼夹脾虚症状明显者主要表现为乳房疼痛不甚，可伴随胸闷、易叹息、神疲倦怠、月经量少色淡、舌体胖大、有齿痕等。
红花逍遥片或红金消结胶囊	兼血瘀证明显	HDBA 者在主证临床表现基础上，兼夹血瘀症状明显者主要表现为乳房针刺样疼痛，结节或肿块明显，可伴随月经色暗、有血块，舌暗有瘀斑、瘀点等。
小金胶囊	兼痰凝证明显	HDBA 者在主证临床表现基础上，兼夹痰凝症状明显者主要表现为乳房结节或肿块质韧，可见局限性或弥漫性腺体增厚，乳房疼痛不甚，多体胖，伴随腹胀有痰等。

数据来源：中国中西医结合外科杂志社，《中成药治疗乳腺增生症临床应用指南》（2021年），华福证券研究所

小金胶囊的规格为 9 粒/盒、12 粒/盒、18 粒/盒和 24 粒/盒。2018 年小金胶囊销量为 442.99 万盒，销量波动上涨，2022 年销售量达到 677.42 万盒，2018-2022 年销量复合增长率为 11.20%。2023 年销量达 9091 万粒，同比增长 5.3%。

图表 28: 小金胶囊销量（万盒）



数据来源：公司年报，华福证券研究所

### 3 健民大鹏：立足体培牛黄独家业务，为集团提供稳定收入

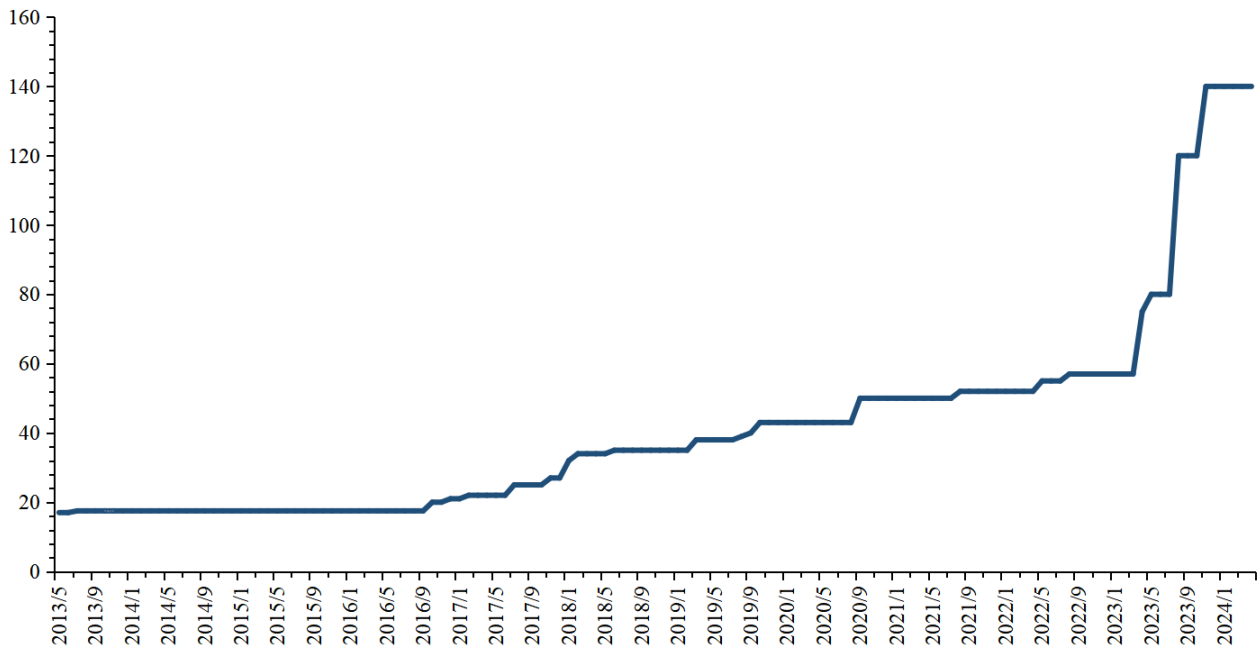
#### 3.1 天然牛黄价格持续上涨，体培牛黄供不应求

牛黄为牛科动物牛的干燥胆结石，是中国四大名贵珍稀动物药材之一，始载于《神农本草经》，在我国药用已有 2000 多年的历史。牛黄的功效为清心，豁痰，开

窍，凉肝，息风，解毒。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。

**天然牛黄供给端稀缺。1.天然牛黄价格持续上涨：**根据安国药市数据回顾近十年天然牛黄价格，2013年-2015年底价格维持在17万元/kg，从2016年9月起逐步上涨，2022年底达到约60万元/kg，6年之间价格翻了3倍多。2023年初开始快速上涨，2023年底不到一年的时间，价格翻倍达140万元/千克。

图表 29: 天然牛黄价格走势图 (元/千克)



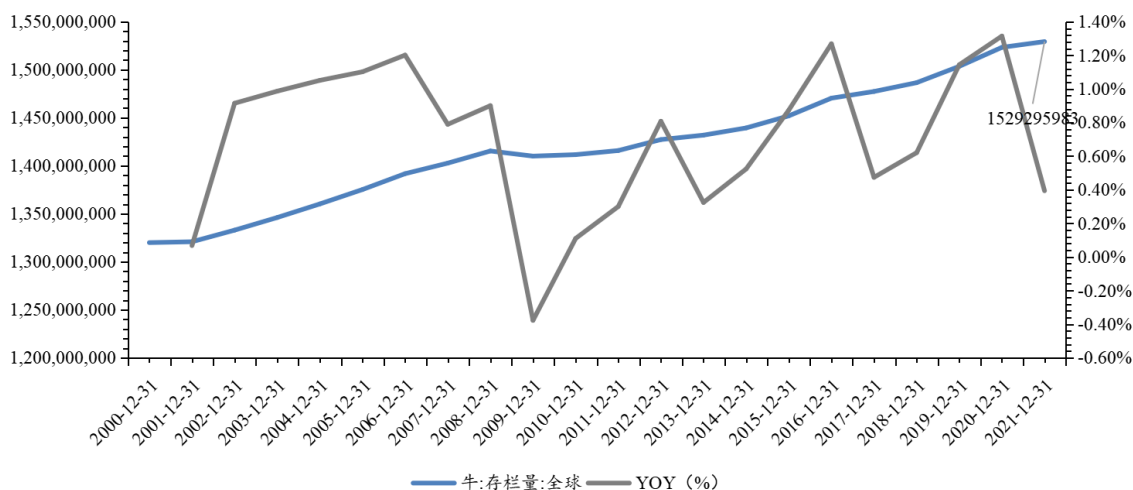
数据来源: iFinD, 华福证券研究所

**2.牛黄产生条件苛刻，可遇不可求：**牛黄形成机理复杂，牛黄为牛科动物牛的干燥胆结石（少数为胆管或肝管结石）。牛黄的形成主要是由于牛的肝脏中受到细菌（如大肠杆菌）的侵染，导致胆道发炎或者是患有胆汁排除障碍，胆汁中的胆固醇、钙盐和胆色素沉淀并凝结，影响正常代谢最终形成粒状物或者块状物。

**3.牛患病概率低，病牛来源下降：**牛得胆结石病的概率仅有千分之一至千分之二，100万头牛才能产3-4公斤牛黄。全球牛存栏量自2000年，以每年0.7%的速度至2021年达15亿头左右。牛增速不能满足牛黄需求的快速上涨。同时养殖场的牛喂以饲料，患胆道疾病的几率变小。天然牛黄的形成时间较长，一般要5岁以上的牛才会有牛黄，10多年的老牛患胆结石的概率更大。伴随农业机械化的不断发展，农业生产脱离牛耕。全球养牛产业以食用牛为主，一般在1.5-2岁出栏宰杀，而天然牛黄一般出现在年老的病牛体内，产出具有随机性，不具备批量生产的能力。



图表 30: 全球牛存栏量 (头)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

**4.我国禁止进口牛黄入药:** 为了防止疯牛病通过牛黄等用药途径的传播, 国家药监局于 2000 年和 2001 年相继发布《关于加强牛源性药品进口管理有关问题的通知》和《关于禁止药品、生物制品生产中使用疫区牛源性材料的通知》。自 2002 年国家药监局发布《关于进一步加强牛源性及其相关药品监督管理的公告》, 公告规定我国禁止使用进口牛源性材料如牛黄等制备中成药。

为解决天然牛黄市场的供需不平衡问题, 国家药品监督管理部门自 1972 年以来陆续批准了 3 个牛黄代用品, 即: 人工牛黄、培植牛黄和体外培育牛黄。1.天然牛黄为牛科动物牛的干燥胆结石, 其生于牛的胆囊或胆管, 属于病理产物; 2.人工牛黄是按照天然牛黄的主要成分——胆红素、胆酸、胆固醇等, 人工配制的一种牛黄代用品; 3. 培植牛黄是于活体牛的胆囊中培植的干燥胆结石, 是采用外科手术的方法, 在活体牛的胆囊内植入致黄因子, 经过一段时间的培育, 使之生成牛黄; 4. 体外培育牛黄是体外模拟体内胆结石形成的原理和生化过程, 在体外利用牛胆汁培育的胆红素钙结石。

**体培牛黄优势得天独厚:** 1. 体外培育牛黄与天然牛黄相比, 功能相近, 且颜色、质地、稳定性, 胆红素含量等体外培育牛黄都比天然牛黄更稳定更优效。2. 价格大大低于天然牛黄, 目前仅为 12 万元/千克。3.生产周期较短, 仅为 1 周, 解决了天然牛黄的稀缺性。

图表 31: 四种牛黄对比

	天然牛黄	培植牛黄	体外培植牛黄	人工牛黄
来源	牛的干燥胆结石, 天然牛黄的发现概率只有 1%-2%, 来源稀缺	用活体牛, 外科手术的方法在牛的胆囊内插入致黄因子, 使之生成牛黄。生产周	以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。生产周期仅为 1	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

质量检测指标	胆酸≥4.0%，胆红素≥25.0%	胆酸≥7~13.0%，胆红素≥35.0%	胆酸≥6.0%，胆红素≥35.0%	胆酸≥13.0%，胆红素≥0.63%
功能主治	清心，豁痰，开窍，凉肝，息风，解毒。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	同天然牛黄	同天然牛黄	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
价格（元/千克）	800000		120000	810

数据来源：东方汉康学术中心公众号，华福证券研究所

**体培牛黄需求端迫切：1. 天然牛黄的缺口需要体培牛黄弥补：**目前有 650 多种中成药制剂处方中含有牛黄及其代用品，其中 2020 年版《中国药典》收载含牛黄及其代用品的中成药制剂共有 95 个品种。23 个中药制剂使用牛黄，占比达 24.2%，1 个制剂二十五味珍珠丸使用体外培育牛黄，1 个制剂西黄丸使用的是牛黄或体外培育牛黄。其中安宫牛黄丸、片仔癀、大活络丸、猴枣牛黄散、牛黄清心丸（局方）、人参再造丸、天黄猴枣散、万氏牛黄清心丸、西黄丸、小儿牛黄清心散等终端大产品对牛黄（天然+体培）的需求愈发强烈。

**图表 32：使用牛黄（天然+体培）一览**

种类	2020年版《中国药典》收载含牛黄及其代用品的中成药制剂品种	种类	38种含牛黄的临床急重病症用药品种不可使用人工牛黄替代
牛黄	二十五味松石丸(藏族验方)、十二味翼首散(藏族验方)、十香返生丸、七十味珍珠丸、人参再造丸、九味石灰华散(藏族验方)、万氏牛黄清心丸、万应胶囊、万应锭、小儿百寿丸、牛黄千金散、牛黄抱龙丸、牛黄清心丸(局方)、牛黄镇惊丸、仁青常觉(藏族验方)、仁青芒觉、片仔癀、片仔癀胶囊、六应丸、安宫牛黄丸、安宫牛黄散、局方至宝散、梅花点舌丸	牛黄	安宫牛黄丸、八宝玉枢丸、保赤一粒金散、保赤一粒金丸、保婴夺命散、大活络丸、癩狂龙虎丸、瓜子锭、广羚散、猴枣牛黄散、回春丹、回天再造丸、金黄抱龙丸、局方至宝散、六应丸、梅花点舌丸、牛黄抱龙丸、牛黄千金散、牛黄清热散、牛黄清心丸（局方）、牛黄醒脑丸、牛黄镇惊丸、片仔癀、人参再造丸、十香返生丸、天黄猴枣散、万氏牛黄清心丸（含浓缩丸）、万应锭、五粒回春丸、西黄丸、小儿百寿丸、小儿回春丸、小儿羚羊散、小儿牛黄清心散、小儿清热镇惊散、小儿珠黄散、至圣保元丸、琥珀保婴散
牛黄或体培牛黄	西黄丸		
体培牛黄	二十五味珍珠丸		

数据来源：中医中药网，中国药典，华福证券研究所

**2.部分含牛黄的临床急重病症用药品种不得以人工牛黄代替：**国家药监局在《关于牛黄及其代用品使用问题的通知》中对牛黄及其代用品的使用做了一系列规定：对于国家药品标准处方中含牛黄的临床急重病症用药品种，包括安宫牛黄丸等 42 种国家药品监督管理部门批准的含牛黄的新药，可以将处方中的牛黄以培植牛黄、体外培育牛黄替代牛黄等量投料使用，但不得以人工牛黄替代。

**3.体培牛黄替代人工牛黄，待开发市场空间大：**目前人工合成牛黄总需求量旺盛，根据中研网数据显示，我国人工牛黄需求量在 500 吨左右。中药领域，2020 年版《中国药典》收载含牛黄及其代用品的中成药制剂中 70 个中药制剂使用人工牛黄，占比达 73.7%。其中，牛黄上清胶囊、牛黄消炎片、牛黄蛇胆川贝液和牛黄解毒片

等为人工牛黄重点中药产品。化药领域，人工牛黄多用于感冒清热和口腔咽喉类疾病药物。未来体培牛黄替代率即使小幅提升，需求空间将大幅开拓。

### 3.2 健民大鹏立足体培牛黄，业绩拥有保障

健民大鹏是健民集团的子公司，健民集团拥有健民大鹏 33.54%股份，是健民大鹏的第二大股东。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。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大学蔡红娇教授呕心沥血 30 年研制而成的高科技产品。

图表 33: 公司体培牛黄研发历史

时间	研究历史
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 ZL 89 1 00505.6）
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
2001 年	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
2002 年	国家科技部“863”重大专项，2005 年通过验收
2002 年	国家原经贸委“双高一优”重点项目
2002 年	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
2003 年	荣获中国药学会发展奖学科奖
2003 年	国家发改委中药材扶持资金项目
2003 年	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
2006 年	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：健民大鹏公司官网，华福证券研究所

武汉大鹏药业有限公司于 2001 年申报了专利（专利公开号：CN1347700A），该方法是先对天然牛胆汁进行牛磺酸调节和细菌发酵，制取发酵牛胆汁。在发酵牛胆汁中加入澄清饱和钙盐溶液，搅拌、加热至沸，滤取棕红色沉淀物，对其加水进行搅拌、洗涤，静置滤去上清液后，根据药用要求加入胆红素、胆酸、去氧胆酸、无机盐等药用有效成份，搅拌混匀，制取复合胆红素钙。按适当的比例定量取出发酵牛胆汁和复合胆红素钙，加入水溶液进行搅拌后，用酸性溶液调节其 pH。

健民集团体培牛黄创新成果在原有体外培育牛黄专利基础上申请了数十个系列

专利，覆盖生产技术、工艺、设备、外观等各领域，建立知识产权保护的防火墙。目前“体外培育牛黄”专利申请通过国际专利合作协定审查。

健民大鹏体培牛黄拥有充足的临床数据支持，其在各临床试验基地先后治疗中风、乙脑、急性咽炎、牙周炎、疖肿等共 1852 例。结果表明：体外培育牛黄与天然牛黄具有相同的临床疗效。

1. 中风痰热闭窍证：以单味体外培育牛黄与单味天然牛黄胶囊为对照组，共治疗 127 例，用药皆每日 3 次每次 2 粒，疗程 5d，总有效率分别为 86.3% 和 80.6%，无显著性差异。用含体外培育的安宫牛黄丸和含天然牛黄的安宫牛黄丸对照，共治疗 396 例，每日 2 次每次 1 丸，疗程 5d，总有效率分别为 84.7% 和 85.1%，无显著性差异。

2. 乙脑风痰闭窍证：以单味体外培育牛黄和单味天然牛黄治疗乙脑风痰闭窍证为对照组，共治疗 165 例，均用胶囊剂，每日 2 次，2 岁~11 岁每次 1 粒，12 岁以上每次 2 粒，疗程 5d。总有效率分别为 99.2% 和 87.8%，无显著性差异。以含体外培育牛黄的安宫牛黄丸与含天然牛黄的安宫牛黄丸为对照组，共治疗 260 例，均每日 2 次，2 岁~3 岁每次四分之一丸，4 岁~10 岁每次半丸，11 岁以上每次 1 丸，疗程 5d。其总有效率分别为 99.5% 与 92.3%，对照组与治疗组比较，无显著性差异。

3. 急性咽炎：用含体外培育牛黄的片仔癀胶囊和含天然牛黄的片仔癀胶囊为对照组，共治疗 507 例，每日 3 次，每次各 0.6g，口服，疗程 5d，总有效率分别为 95.8% 和 97.1%，两者无显著性差异。

4. 牙周炎：以单味体外培育牛黄和用单味天然牛黄为对照组，共治疗 187 例，每天 1 次，每次 0.3g，用茶油调成糊状涂于患处，疗程 5d，总有效率分别为 94.9% 与 99.3%，无显著性差异。

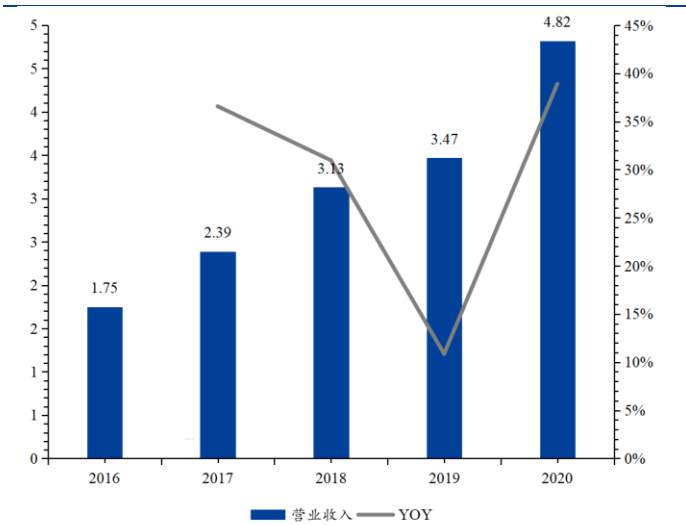
5. 疖肿：以单味体外培育牛黄和用单味天然牛黄为对照组，共治疗疖肿 149 例，两药均每日以 0.5g 涂病灶，5d 为 1 个疗程。治疗结果，两组总有效率分别为 93.9% 和 96.6%，无显著性差异。

健民大鹏充分利用自身优势，自主开发成品和体培牛黄保健品如西黄丸、安宫牛黄丸、牛黄痔清栓、脑血栓片和复方小儿退热栓等。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。

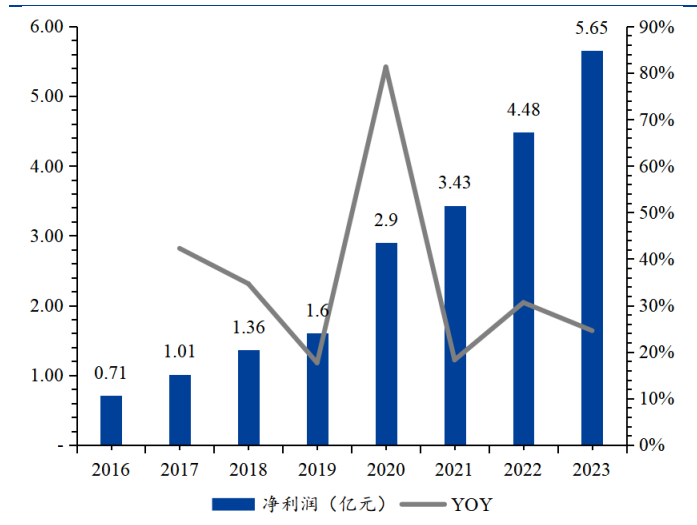
健民大鹏体培牛黄业务为健民集团业绩提供保障。2016-2020 年健民大鹏营收和净利润高速增长，营收从 2016 年的 1.75 亿元增长至 2020 年的 4.82 亿元，四年 CAGR 为 28.9%。净利润从 2016 年的 0.71 至 2023 年的 5.65 亿元，七年 CAGR 为 34.5%，2023 年较去年同期上涨 26%。健民集团持股健民大鹏的比例较为稳定，近年始终维持在 33.54%，2023 年为健民集团输送的投资收益为 1.9 亿元，约占总净利润的 35.5%。

图表 34：健民大鹏营业收入实现增长（亿元）



数据来源：公司年报，公司公告，华福证券研究所

图表 35：健民大鹏净利润逐年上涨（亿元）



数据来源：公司年报，公司公告，华福证券研究所

## 4 盈利预测及投资建议

### 4.1 盈利预测

变量 1：医药工业：（1）儿科：公司儿科品牌产品龙牡壮骨颗粒立足 OTC，2022 年中国城市实体药店儿科中成药销售额位列第一。2022 年，公司营销策略向高利润 60 袋/盒包装龙牡倾斜，无糖龙牡在医院端销售推广，叠加龙牡壮骨颗粒医保解禁，预计未来持续放量。公司儿科感冒咳嗽类药品：小儿宣肺止咳颗粒、小儿宝泰康颗粒、小儿解感颗粒等，独家产品或类独家产品居多，销售推广拥有较大潜力。我们假设 2024-2026 年儿科板块收入增速分别为 13.00%/13.50%/14.00%，毛利率分别为 79.80%/79.82%/79.84%。

（2）特色中药：公司特色中药以健民咽喉片、便通胶囊为主。健民咽喉片、便通胶囊作为独家品种，市场空间为广阔。另外公司自主研发的中药创新药七蕊胃舒

颗粒上市后 2023 年首年进入医保全年销售发出在 7000 万左右，有望持续放量。我们假设 2024-2026 年特色中药板块收入增速分别 40.00%/35.00%/30.00%，毛利率分别为 83.10%/83.20%/83.30%。

(3) 妇科：公司妇科产品线包括健脾生血颗粒/片、小金胶囊等。健脾生血颗粒/片立足院内开拓零售，小金胶囊进入集采持续培育市场。我们假设 2024-2026 年妇科板块收入增速分别 4.00%/4.50%/5.00%，毛利率分别为 77.40%/77.50%/77.60%。

综上，结合儿科、妇科、特色中药和其他产品，我们预测 2024-2026 年公司医药工业业务板块收入增速分别为 16.19%/16.71%/16.69%，毛利率分别为 78.68%/78.50%/78.34%。

变量 2：医药商业：公司医药商业板块主要为药品的批发和零售。药品批发业务主要依托下属子公司福高公司、维生公司开展，销售本公司及其他企业的医药产品；零售业务主要依托子公司新世纪大药房开展。医药商业是公司营收的重要组成部分，伴随下属商业公司新业务拓展，我们预测公司医药商业板块 2024-2026 年增速保持稳定分别约为 15.00%/15.00%/15.00%；毛利率过去三年呈上涨趋势，我们预测未来三年医药商业毛利率将持续上涨，分别为 12.20%/12.40%/12.60%。

变量 3：费用率：未来几年，我们预计公司为了维护现有产品市场持续扩张，以及对新上市产品及院外市场大力推广，销售费用率略高于 2023 年。假设 2024-2026 年销售费用为 32.00%/32.00%/32.00%；管理费用率保持稳定，分别为 4.10%/4.10%/4.10%；公司有多条在研管线，假设研发费用率分别为 2.00%/2.00%/2.00%；财务费用率保持稳定，分别为-0.24%/-0.40%/-0.47%。

变量 4：健民大鹏是健民集团的参股子公司，健民大鹏体培牛黄业务为健民集团业绩提供保障。我们预测，2024-2026 年健民大鹏的净利润同比增速分别为 25.00%/23.00%/20.00%。根据健民集团分红比例为 32.76%。我们预测 2024-2026 年健民大鹏为健民集团输送的投资收益分别为 2.31/2.85/3.42 亿元。

图表 36：健民集团盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3640.80	4213.15	4870.11	5646.30	6548.80
yoy	10.35%	15.72%	15.59%	15.94%	15.98%
毛利率	43.27%	46.05%	46.83%	47.14%	47.43%
按业务划分					

医药工业	收入	1879.56	2163.96	2514.20	2934.31	3424.02
	yoy	11.73%	15.13%	16.19%	16.71%	16.69%
	毛利率	76.85%	77.75%	78.68%	78.50%	78.34%
儿科用药	收入	1006.67	1144.26	1293.01	1467.57	1673.03
	yoy	13.00%	13.67%	13.00%	13.50%	14.00%
	毛利率	83.51%	79.98%	79.80%	79.82%	79.84%
特色中药产品	收入	184.48	251.38	351.93	475.11	617.64
	yoy	15.73%	36.26%	40.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	86.80%	83.09%	83.10%	83.20%	83.30%
妇科产品	收入	552.29	573.32	596.25	623.08	654.24
	yoy	11.88%	3.81%	4.00%	4.50%	5.00%
	毛利率	79.23%	77.39%	77.40%	77.50%	77.60%
其他	收入	136.12	195.00	273.00	368.55	479.12
	yoy	-1.57%	43.26%	40.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	4.51%	58.64%	58.00%	58.00%	58.00%
医药商业	收入	1723.49	2010.25	2311.79	2658.56	3057.34
	yoy	-1.77%	16.64%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	7.21%	12.07%	12.20%	12.40%	12.60%
医疗	收入	20.34	15.35	12.28	10.44	9.39
	yoy	-4.06%	-24.53%	-20.00%	-15.00%	-10.00%
	毛利率	-28.12%	-6.78%	-6.50%	-6.40%	-6.30%
其他业务	收入	17.41	23.59	31.85	42.99	58.04
	yoy	123.21%	35.50%	35.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	71.22%	67.40%	67.40%	67.40%	67.40%
健民大鹏	净利润	447.69	565.27	706.59	869.10	1042.92
	yoy	30.42%	26.26%	25.00%	23.00%	20.00%
	健民集团股权比例	32.76%	32.76%	32.76%	32.76%	32.76%
	健民集团投资收益	146.66	185.18	231.48	284.72	341.66

数据来源：公司公告，华福证券研究所预测

## 4.2 估值与投资建议

我们预测 2024/2025/2026 年公司营收分别为 48.7/56.5/65.5 亿元，增速为 16%/16%/16%。2024/2025/2026 年公司净利润分别为 6.3/7.6/9.1 亿元，增速为 22%/21%/19%。我们选取与健民集团同样布局中成药 OTC 的品牌中药公司作为类比，包括：太极集团、华润三九、葵花药业等。另外，健民大鹏的体培牛黄业务属于消费属性较强的名贵中成药品种，我们选择东阿阿胶作为可比公司。

健民集团立足中成药工业领域，以儿科用药为主体，妇科和特色中药共同驱动。同时，子公司健民大鹏的体培牛黄业务为公司持续注入业绩增量。我们看好公司目前产品的品牌竞争优势，加之未来院外扩张的潜力。我们给予公司 2024 年 20PE，市值为 126.87 亿，对应目标价格为 82.92 元。首次覆盖，给“买入”评级。

图表 37: 可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600129.SH	太极集团	214.6	11.1	14.2	16.9	19.3	15.2	12.7
000999.SZ	华润三九	601.6	33.1	37.9	43.1	18.2	15.9	14.0
002737.SZ	葵花药业	171.3	11.8	13.2	14.8	14.5	13.0	11.6
000423.SZ	东阿阿胶	455.0	14.0	16.8	19.9	32.4	27.1	22.9
经调整平均值 (剔除最高值和最低值)						18.8	15.5	13.3
600976.SH	健民集团	90.4	6.3	7.6	9.1	14.3	11.8	9.9

数据来源: iFinD, 华福证券研究所(数据截止 2024/5/9)

## 5 风险提示

**主要产品销售不及预期:** 龙牡壮骨颗粒若销量增长不及预期或对公司产生较大风险。

**健民大鹏体培牛黄业务不及预期:** 健民大鹏为健民集团带来的投资收益占健民集团净利润比例较高, 若体外培育牛黄产能或者市场竞争力下降, 公司业绩将受到影响。

**政策波动风险:** 医药板块受政策影响较大, 集采、医保等相关政策对产品价格的影响很大。中成药集采价格下降幅度超预期或会对公司业绩产生较大影响。

**原材料中药材价格波动风险:** 国内中药材价格不稳定, 中药材的价格将直接影响公司产品的成本, 对公司的业绩有较大影响。



**图表 38: 财务预测摘要**

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	305	870	1,030	2,179	营业收入	4,213	4,870	5,646	6,549
应收票据及账款	874	849	1,041	1,226	营业成本	2,273	2,589	2,985	3,443
预付账款	90	102	118	136	税金及附加	29	33	39	44
存货	451	388	924	690	销售费用	1,344	1,558	1,807	2,096
合同资产	2	1	2	2	管理费用	172	200	231	269
其他流动资产	1,047	1,040	1,118	1,186	研发费用	74	97	113	131
流动资产合计	2,766	3,248	4,230	5,418	财务费用	1	-13	-23	-31
长期股权投资	410	410	410	410	信用减值损失	-10	-10	-10	-10
固定资产	376	386	395	413	资产减值损失	-15	-15	-15	-15
在建工程	41	41	41	31	公允价值变动收益	6	-3	-3	0
无形资产	29	30	29	28	投资收益	231	278	331	388
商誉	0	0	0	0	其他收益	42	42	42	42
其他非流动资产	545	546	546	551	<b>营业利润</b>	574	697	840	1,003
非流动资产合计	1,402	1,414	1,422	1,435	营业外收入	1	2	1	1
<b>资产合计</b>	<b>4,168</b>	<b>4,662</b>	<b>5,652</b>	<b>6,853</b>	营业外支出	4	4	4	4
短期借款	79	0	0	0	<b>利润总额</b>	571	695	837	1,000
应付票据及账款	783	798	926	1,106	所得税	48	59	70	84
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	523	636	767	916
合同负债	41	48	55	64	少数股东损益	2	2	3	3
其他应付款	150	150	150	150	<b>归属母公司净利润</b>	521	634	764	913
其他流动负债	804	903	1,028	1,171	EPS (按最新股本摊薄)	3.40	4.14	4.98	5.95
流动负债合计	1,857	1,899	2,159	2,491	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	0	0	0		<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
应付债券	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	55	55	55	55	营业收入增长率	15.7%	15.6%	15.9%	16.0%
非流动负债合计	55	55	55	55	EBIT 增长率	30.5%	19.2%	19.4%	19.0%
<b>负债合计</b>	<b>1,911</b>	<b>1,953</b>	<b>2,213</b>	<b>2,546</b>	归母公司净利润增长率	27.9%	21.6%	20.5%	19.5%
归属母公司所有者权益	2,248	2,698	3,425	4,290	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	9	11	14	17	毛利率	46.0%	46.8%	47.1%	47.4%
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,256</b>	<b>2,709</b>	<b>3,439</b>	<b>4,307</b>	净利率	12.4%	13.1%	13.6%	14.0%
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,168</b>	<b>4,662</b>	<b>5,652</b>	<b>6,853</b>	ROE	23.1%	23.4%	22.2%	21.2%
					ROIC	67.7%	56.2%	41.9%	34.5%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	45.9%	41.9%	39.2%	37.2%
<b>经营活动现金流</b>	<b>268</b>	<b>610</b>	<b>-89</b>	<b>850</b>	流动比率	1.5	1.7	2.0	2.2
现金收益	576	678	799	941	速动比率	1.2	1.5	1.5	1.9
存货影响	-88	63	-537	234	<b>营运能力</b>				
经营性应收影响	-182	27	-193	-188	总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0
经营性应付影响	195	15	128	180	应收账款周转天数	64	63	60	62
其他影响	-234	-173	-287	-316	存货周转天数	64	58	79	84
<b>投资活动现金流</b>	<b>-77</b>	<b>206</b>	<b>263</b>	<b>317</b>	<b>每股指标 (元)</b>				
资本支出	-78	-65	-63	-63	每股收益	3.40	4.14	4.98	5.95
股权投资	-115	0	0	0	每股经营现金流	1.75	3.98	-0.58	5.54
其他长期资产变化	116	271	326	380	每股净资产	14.65	17.59	22.33	27.97
<b>融资活动现金流</b>	<b>-86</b>	<b>-251</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	<b>估值比率</b>				
借款增加	55	-79	0	0	P/E	17	14	12	10
股利及利息支付	-156	-39	-49	-60	P/B	4	3	3	2
股东融资	2	0	0	0	EV/EBITDA	5	4	4	3
其他影响	13	-133	35	43					

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn