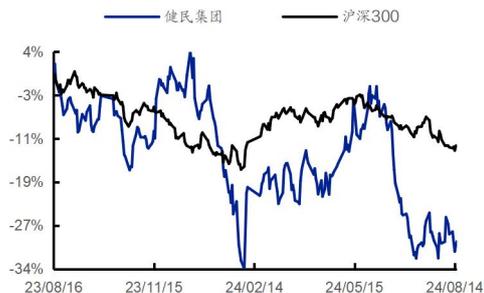


研究所:
 证券分析师: 周小刚 S0350521090002
 zhouxg@ghzq.com.cn
 证券分析师: 赵宁宁 S0350523040002
 zhaonn@ghzq.com.cn

主业启动营销体系改革, 体外培育牛黄稳健增长

——健民集团(600976)2024年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
健民集团	1.2%	-23.4%	-29.6%
沪深300	-4.4%	-8.1%	-12.4%

市场数据

市场数据	2024/08/16
当前价格(元)	47.34
52周价格区间(元)	42.24-72.30
总市值(百万)	7,261.89
流通市值(百万)	7,248.41
总股本(万股)	15,339.86
流通股本(万股)	15,311.38
日均成交额(百万)	87.74
近一月换手(%)	1.23

相关报告

《健民集团(600976)2023年年报点评报告: 二线梯队产品高弹性, 体外培育牛黄稳健增长(买入)*
 *中药II*周小刚, 赵宁宁》——2024-03-18
 《健民集团(600976)公司动态研究: OTC培育第二梯队产品, 处方药新品上市增加竞争力(买入)*
 *中药II*周小刚, 赵宁宁》——2024-01-31
 《健民集团(600976)三季报点评报告: 三季度体外培牛黄高增长, 业绩整体增长稳健(买入)*
 *中药II*周小刚, 赵宁宁》——2023-10-23
 《健民集团(600976)2023年中报点评: OTC品牌势能释放, 体外培育牛黄发货恢复常态(买入)*

事件:

2024年8月15日, 健民集团发布2024年中报: 2024H1公司实现营业收入20.10亿元(同比-7.02%), 归母净利润2.39亿元(同比-5.16%), 扣非归母净利润1.94亿元(同比-16.65%)。

投资要点:

- **营销改革启动, 优化考核方式, 改善销售运营能力。**2024年公司启动营销体系全面改革, 营销考核模式由发出考核转变为纯销考核, 我们认为考核方式的优化将促进销售管理端长期良性发展, 短期则产生阶段性的发货负面影响, 上半年主导产品龙牡壮骨颗粒销售收入有所下降, 但渠道库存优化, 市占率持续提升。
- **2024年上半年加大品牌建设及研发投入, 费用前置影响短期利润, 增加长期品牌影响力及产品储备。**公司持续加强“龙牡”和“健民”两大品牌的建设, 与央视建立战略合作关系, 通过长视频、电梯媒体和短视频媒体的整合营销传播, 进一步提升品牌的影响力, 2024年上半年增加了“健民”牌便通胶囊的广告投入。同时公司持续加大研发投入, 研发费用同比增长。
- **二线梯队产品便通胶囊是公司独家医保品种, 中国非处方药物协会发布的“2023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。**此外, 公司OTC产品线还有健脾生血颗粒、健民咽喉片、复方紫草油等多个品种。**持续性的品牌培育将助力公司OTC产品渗透率增加。**
- **处方药近几年多个药品获批上市, 研发产品管线丰富。**七蕊胃舒胶囊为公司2021年底获批的中药1.1类新药, 通过谈判进入国家医保目录; 小儿紫贝宣肺糖浆为公司2023年获批的中药1.1类创新药。2024H1公司有硫酸特布他林雾化吸入用溶液、普瑞巴林口服溶液、地跨磷酸钠滴眼液等三个药品获批上市, 处方线产品进一步丰富。中药创新药领域, 牛黄小儿退热贴、枳术通便颗粒、通降颗粒等项目审评和临床研究进展顺利, 新立项中药项目4项, 进一步丰富研发产品管线。
- **体外培育牛黄维持稳定增长。**2024H1公司对联营企业和合营企业的

药 II*周小刚, 赵宁宁》——2023-08-17

《健民集团(600976)点评报告:自有工业增长稳健,看好公司长期业绩持续性(买入)*中药 II*周小刚》——2023-04-19

投资收益为 1.16 亿(同比+20%)。牛黄需求受益老龄化具有增量逻辑,天然牛黄短缺,体外培育牛黄具有较大替代空间。下游含牛黄原料产品品类丰富,如安宫牛黄丸、片仔癀、牛黄清心丸等是临床应用当中重要中成药,随着老龄化社会发展及居民健康需求的增加,下游牛黄产品有望持续增长,上游牛黄也将受益该增量市场。

- **盈利预测和投资评级** 考虑到销售改革的短期影响,我们调整 2024-2026 年营收为 45.60/53.20/61.77 亿元,归母净利润为 5.79/7.09/8.73 亿元,对应当前股价 PE 为 12.54/10.24/8.32 倍,我们认为龙牡壮骨颗粒的市占率提升空间还较大,OTC 端二线品种逐步成长,处方药新药上市带来增量;同时看好体外培育牛黄长期成长空间及对公司持续性的利润贡献,维持“买入”评级。
- **风险提示** 产品销售不及预期;中药原材料价格大幅上涨;产品竞争加剧;医药商业收入波动;宏观经济发展不及预期;医药政策风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4213	4560	5320	6177
增长率(%)	16	8	17	16
归母净利润(百万元)	521	579	709	873
增长率(%)	28	11	23	23
摊薄每股收益(元)	3.41	3.77	4.62	5.69
ROE(%)	23	20	20	20
P/E	19.13	12.54	10.24	8.32
P/B	4.45	2.54	2.04	1.64
P/S	2.38	1.59	1.36	1.18
EV/EBITDA	24.12	17.40	13.15	9.07

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：健民集团盈利预测表

证券代码:	600976				股价:	47.34				投资评级:	买入				日期:	2024/08/16			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	23%	20%	20%	20%	EPS	3.41	3.77	4.62	5.69										
毛利率	46%	47%	49%	51%	BVPS	14.65	18.62	23.25	28.94										
期间费率	36%	38%	39%	40%	估值														
销售净利率	12%	13%	13%	14%	P/E	19.13	12.54	10.24	8.32										
成长能力					P/B	4.45	2.54	2.04	1.64										
收入增长率	16%	8%	17%	16%	P/S	2.38	1.59	1.36	1.18										
利润增长率	28%	11%	23%	23%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	1.01	0.96	0.94	0.92	营业收入	4213	4560	5320	6177										
应收账款周转率	4.91	5.27	5.28	5.28	营业成本	2273	2396	2703	3044										
存货周转率	9.35	10.26	10.57	10.86	营业税金及附加	29	32	37	43										
偿债能力					销售费用	1344	1528	1862	2211										
资产负债率	46%	40%	37%	34%	管理费用	172	182	213	247										
流动比	1.49	1.81	2.11	2.41	财务费用	1	1	-6	-13										
速动比	1.20	1.52	1.80	2.10	其他费用/(-收入)	74	91	106	124										
					营业利润	574	637	780	959										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-3	-3	-3	-3										
现金及现金等价物	1000	1555	2169	2956	利润总额	571	634	777	956										
应收款项	874	877	1023	1188	所得税费用	48	53	65	80										
存货净额	451	445	503	569	净利润	523	581	712	876										
其他流动资产	4	5	5	6	少数股东损益	2	2	2	3										
流动资产合计	2766	3330	4215	5307	归属于母公司净利润	521	579	709	873										
固定资产	376	401	405	404															
在建工程	41	51	36	21	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	6	6	6	6	经营活动现金流	268	359	325	418										
长期股权投资	410	410	410	410	净利润	521	579	709	873										
资产总计	4168	4767	5640	6714	少数股东损益	2	2	2	3										
短期借款	79	40	20	20	折旧摊销	59	42	46	50										
应付款项	783	755	852	959	公允价值变动	-6	0	0	0										
合同负债	41	48	54	61	营运资金变动	-78	-11	-116	-136										
其他流动负债	10	10	11	12	投资活动现金流	-77	234	312	371										
流动负债合计	1857	1840	2001	2199	资本支出	-62	-55	-35	-45										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-8	0	0	0										
其他长期负债	1	1	1	1	其他	0	3	3	4										
长期负债合计	55	60	60	60	筹资活动现金流	-86	-38	-23	-2										
负债合计	1911	1899	2061	2259	债务融资	57	-34	-20	0										
股本	153	153	153	153	权益融资	2	0	0	0										
股东权益	2256	2867	3579	4455	其它	-1	0	0	0										
负债和股东权益总计	4168	4767	5640	6714	现金净增加额	105	555	614	788										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有 5 年医药实业工作经验、9 年医药研究工作经验。

林羽茜，分析师，悉尼大学数据分析硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

赵宁宁，医药分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。

孔维崎，分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，4.5 年医药股权投资经验，2.5 年医药二级研究经验，主要覆盖创新药和 CXO 板块。

沈崇皓，华东师范大学药化硕士，分析师，3 年海外医药投研经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

万鹏辉，分析师，中科院药物所药物化学硕士，浙江大学药学学士，4 年医药二级市场投研经验，主要覆盖 CXO、软镜、创新药等板块。

年庆功，分析师，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022 年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖中药、零售药店、干扰素、疫苗和血制品等板块。

李畅，医药分析师，北京大学药理学硕士，具有 1 年医疗实业工作经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，分析师，北京大学金融科技硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务板块。

【分析师承诺】

周小刚，赵宁宁，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内

部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。