

2025 年 04 月 29 日

## 健民集团 (600976.SH)

投资评级：买入（首次）

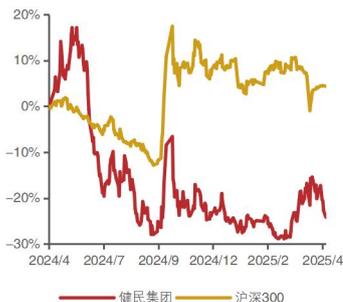
——儿药龙头焕新机，品牌+创新打开成长空间

## 证券分析师

刘闯  
SAC: S1350524030002  
liuchuang@huayuanstock.com  
孙洁玲  
SAC: S1350524120004  
sunjieling@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 04 月 28 日

收盘价 (元)	42.73
一年内最高/最低 (元)	66.80/39.75
总市值 (百万元)	6,554.72
流通市值 (百万元)	6,550.45
总股本 (百万股)	153.40
资产负债率 (%)	40.15
每股净资产 (元/股)	16.59

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- 健民集团始创于明崇祯十年（1637 年），前身为历史悠久的“叶开泰”，1953 年改制为“武汉健民制药厂”，并于 2004 年登陆上交所。公司传承近 400 年历史文化，旗下拥有“健民”“龙牡”“叶开泰”三大品牌。目前集团及全资子公司叶开泰国药共持有 264 个药品批文，89 个医保产品，40 余个儿科药品，构建了“龙牡”儿药和“健民”家庭常备药两大产品线。2024 年，公司实现营收 35.05 亿元(yoy-16.81%)，归母净利润 3.62 亿元(yoy-30.54%)；从收入结构来看，医药工业和医药商业收入各占 50%，其中工业板块以儿科药、妇科药和特色中药为主，收入占比分别为 44%、32%和 15%。
- OTC 产品线 2024 年实现收入 7.68 亿元，公司坚持“龙牡”儿药品牌和“健民”慢病及家庭常备药品牌的双品牌战略，核心产品包括，1) 龙牡壮骨颗粒：畅销 40 年的儿科大单品，渠道库存优化已完成，预计将实现恢复性增长；2) 便通胶囊：24H1 占据中国城市实体药店便秘用药中成药市场第二，持续广告投放，驱动 OTC 渠道快速增长；3) 健脾生血颗粒：作为独家、基药品种，正重点培育为 OTC 渠道第三大单品。我们预计随着龙牡壮骨颗粒市场份额保持稳定，以及公司推动“龙牡”品牌由单一产品品牌向儿童药品类品牌升级，便通胶囊和健脾生血颗粒两大单品加速增长，OTC 产品线营收将保持较快增长。未来随着销售规模效应显现，整体盈利能力有望进一步提升。公司持续推进“专业品牌+消费者品牌”“院内+院外”双轮驱动策略，更多特色产品将从院内市场向院外市场拓展。
- 处方药产品线 2024 年实现收入 9.79 亿元，其中健脾生血片、小金胶囊、小儿宝泰康颗粒、便通胶囊等产品年销售额均过亿元，七蕊胃舒胶囊、拔毒生肌散等新品保持快速增长势头。我们预计未来处方线有望保持较快增长，主要增长动能来自：1) 中药创新药加速放量：中药 1.1 类新药七蕊胃舒胶囊（2022 年纳入医保）、小儿紫贝宣肺糖浆（2024 年纳入医保）持续加快医院终端覆盖，2025 年 4 月新获批的小儿牛黄退热贴膏将进一步增强儿科产品线竞争力；2) 持续加大中药创新药研发投入，2024 年研发投入达到 9716 万元（同比+22.73%），在研管线中，通降颗粒与枳术通便颗粒目前已完成 II 期临床试验，未来将进一步丰富公司在消化领域的产品布局。
- 健民大鹏为健民集团贡献稳定投资收益。武汉健民大鹏药业专注于体外培育牛黄原料药及相关制剂的研发、生产与销售，是国内体培牛黄的唯一生产商与供应商，在该领域占据独特地位。“体外培育牛黄”1997 年获国家一类中药新药证书。2005 年，健民集团与武汉大鹏药业携手合作，共同成立了联营企业——武汉健民大鹏药业，近年来公司对健民大鹏维持 33.54%的稳定持股比例。在业绩表现方面，2024 年健民大鹏实现净利润 6.90 亿元，2018 至 2024 年年均复合增长率高达 31%，为上市公司贡献的投资收益占公司归母净利润的比重处于 30%-70%区间。
- 盈利预测与评级：我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 5.06/6.09/7.11 亿元，同比增速 40%/20%/17%，当前股价对应 PE 分别为 13X、11X、9X。选取华润三九

(国内品牌 OTC 龙头)、同仁堂(品牌积淀深厚的安宫牛黄丸龙头)和羚锐制药(中药贴膏细分龙头)作为可比公司,考虑到公司是国内领先的中华老字号儿药企业,OTC 业务以“龙牡”和“健民”双品牌引领,院内中药创新药产品梯队放量节奏明确,体培牛黄收益稳定,首次覆盖,给予“买入”评级。

➤ **风险提示。业绩不及预期风险、医药行业政策调整风险、原材料价格波动风险。**

#### 盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,213	3,505	3,604	3,837	4,178
同比增长率 (%)	15.72%	-16.81%	2.83%	6.45%	8.90%
归母净利润 (百万元)	521	362	506	609	711
同比增长率 (%)	27.78%	-30.54%	39.80%	20.21%	16.85%
每股收益 (元/股)	3.40	2.36	3.30	3.97	4.64
ROE (%)	23.20%	14.87%	18.38%	19.40%	19.83%
市盈率 (P/E)	12.57	18.10	12.95	10.77	9.22

资料来源:公司公告,华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司是国内具有近 400 年历史的中华老字号儿药龙头企业，OTC 业务以“龙牡”和“健民”双品牌引领，院内中药创新药产品梯队放量节奏明确，体培牛黄收益稳定。我们预计 2025–2027 年归母净利润分别为 5.06/6.09/7.11 亿元，同比增速 40%/20%/17%，当前股价对应 PE 分别为 13X、11X、9X。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

我们预计 2025–2027 年公司收入分别为 36.04/38.37/41.78 亿元，同比增速分别为 2.83%/6.45%/8.90%，关键假设如下：

1. **医药工业**：我们预计医药工业 2025–2027 年收入同比增速分别为 19%/15%/14%，其中：

1.1 **儿科药**：我们预计儿科药 2025–2027 年收入同比增速分别为 19%/15%/14%，核心驱动因素包括：1) 加大广告投放力度，强化“龙牡”儿科专业品牌形象；2) 构建“龙牡”品牌儿童药品矩阵，以品牌驱动品类发展，加速小儿宣肺止咳颗粒等二线产品放量；3) 积极布局创新研发，小儿紫贝宣肺糖浆等儿科中药新药或将为儿科产品线带来收入增量。

1.2 **妇科药**：我们预计妇科药 2025–2027 年收入同比增速分别为 15%/12%/12%，核心驱动因素包括：1) 健脾生血片和小金胶囊等院内产品销售稳健增长；2) 在院内院外双轮驱动战略推动下，叠加补血用药中成药市场扩容，健脾生血颗粒 OTC 市场有望实现加速增长。

1.3 **特色中药**：我们预计特色中药 2025–2027 年收入同比增速分别为 33%/22%/21%，核心驱动因素包括：1) 老年慢病独家品种便通胶囊院内外协同发展，院内保持稳健发展，OTC 渠道持续加大广告投放、市占率快速提升；2) 公司持续加强渠道管理及纯销提升工作，七蕊胃舒胶囊与拔毒生肌散等新产品有望保持快速增长。

2. **商业业务**：我们预计商业业务 2025–2027 年收入同比增速分别为 -12%/-5%/0%，其中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，零售业务主要通过新世纪大药房开展。公司将持续优化业务结构，战略聚焦高毛利业务。

### 投资逻辑要点

公司是中华老字号儿药龙头企业，OTC 业务以“龙牡”和“健民”双品牌引领，院内中药创新药产品梯队放量节奏明确，体培牛黄收益稳定，公司业绩持续增长可期。

### 核心风险提示

业绩不及预期风险、医药行业政策调整风险、原材料价格波动风险。

## 内容目录

---

1. 中华老字号企业，“龙牡”“健民”双品牌驱动成长 .....	7
2. OTC 产品线：坚持品牌引领战略，新品培育贡献增量 .....	10
2.1. 围绕龙牡壮骨颗粒，打造龙牡品牌儿童药产品矩阵 .....	11
2.2. 便通胶囊：加大广告投入，打造便秘黄金单品 .....	13
2.3. 健脾生血颗粒：OTC 渠道重点培育的第三大单品 .....	15
3. 处方药产品线：新药快速放量，创新驱动增长 .....	15
3.1. 妇科线：院内产品保持平稳增长 .....	16
3.2. 七蕊胃舒胶囊：有效改善胃痛，1.1 类新药加速放量 .....	17
3.3. 小儿紫贝宣肺糖浆：组方温和的儿童药新药，商业化首年 .....	18
3.4. 小儿牛黄退热贴膏：儿童退热贴膏中药创新药获批上市 .....	19
3.5. 中药创新药管线布局领先，多款新品处于临床后期 .....	20
4. 健民大鹏：体外培育牛黄业务持续贡献投资收益 .....	20
5. 盈利预测与评级 .....	22
5.1. 盈利预测 .....	22
5.2. 估值分析 .....	23
6. 风险提示 .....	24

---

## 图表目录

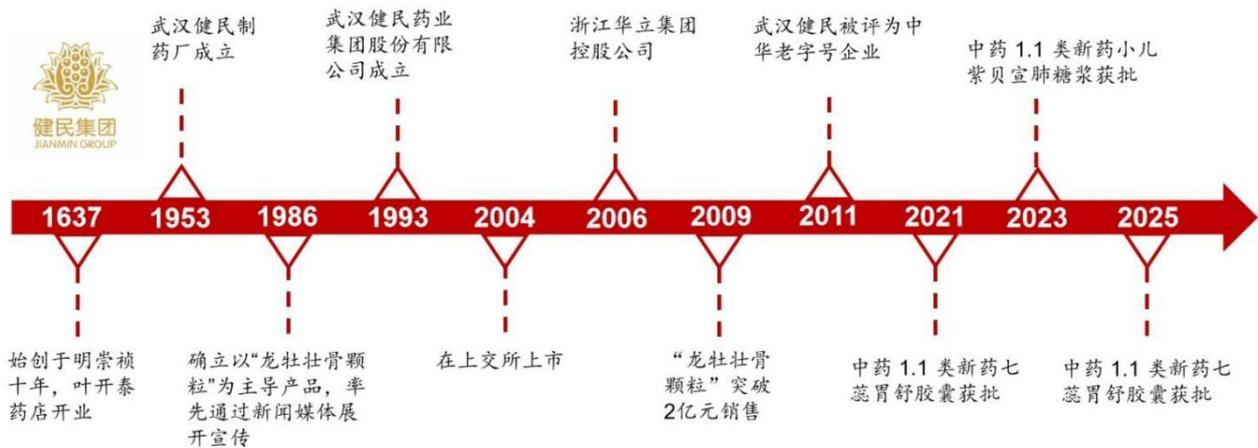
图表 1: 健民集团发展历程.....	7
图表 2: 健民集团股权结构.....	7
图表 3: 公司主要产品情况.....	8
图表 4: 公司营业收入及增速 (2018–2024) .....	9
图表 5: 公司归母净利润、扣非归母净利润及增速 (2018–2024) .....	9
图表 6: 公司营业收入结构 (2018–2024) .....	9
图表 7: 公司医药工业收入结构 (2018–2024) .....	9
图表 8: 公司销售毛利率情况 (2018–2024) .....	10
图表 9: 公司期间费用率情况 (2018–2024) .....	10
图表 10: 公司 OTC 产品线营收及增速 (2021–2024) .....	11
图表 11: 公司“龙牡”“健民”双品牌产品矩阵.....	11
图表 12: 中国城市实体药店儿科药中成药销售规模.....	12
图表 13: 中国城市实体药店儿科药中成药竞争格局 (2024H1) .....	12
图表 14: 龙牡壮骨颗粒中国城市实体药店销售情况.....	12
图表 15: 公司龙牡壮骨颗粒销量情况.....	12
图表 16: 龙牡壮骨颗粒与主要竞品比较.....	13
图表 17: 公司儿科药营收及增速 (2018–2024) .....	13
图表 18: 中国城市实体药店便秘用药中成药销售规模.....	14
图表 19: 便通胶囊中国城市实体药店市占率显著提升.....	14
图表 20: 便通胶囊中国城市公立医院销售情况.....	14
图表 21: 便通胶囊广告投入力度较大.....	14
图表 22: 健脾生血颗粒中国城市实体药店销售情况.....	15
图表 23: 公司处方药产品线营收及增速 (2021–2024) .....	16
图表 24: 公司妇科药营收及增速 (2018–2024) .....	16
图表 25: 健脾生血片中国城市公立医院销售情况.....	16
图表 26: 中国城市公立医院补血用药中成药销售规模.....	17
图表 27: 中国城市公立医院补血用药中成药竞争格局 (2024H1) .....	17
图表 28: 小金中国城市公立医院竞争格局 (2024H1) .....	17
图表 29: 公司小金胶囊院内中标均价.....	17

图表 30: 七蕊胃舒胶囊医保支付标准 .....	18
图表 31: 七蕊胃舒胶囊销量情况 (万粒) .....	18
图表 32: 七蕊胃舒胶囊中国城市公立医院销售情况 .....	18
图表 33: 小儿紫贝宣肺糖浆医保支付标准 .....	19
图表 34: 我国出生人口数量 (2014-2024) .....	19
图表 35: 公司研发投入情况 (2018-2024) .....	20
图表 36: 公司中药创新药在研管线 .....	20
图表 37: 健民大鹏净利润、增速及净利润占比情况 .....	21
图表 38: 天然牛黄价格走势 (2020-2025M4) .....	21
图表 39: 《关于牛黄及其代用品使用问题的通知》中对牛黄代用品的使用规定 .....	22
图表 40: 国家药品标准处方中含牛黄的临床急重病症用药品种名单 .....	22
图表 41: 2025-2027 年健民集团收入预测 (百万元) .....	23
图表 42: 可比公司估值表 .....	24

## 1. 中华老字号企业，“龙牡”“健民”双品牌驱动成长

健民集团始创于明崇祯十年（1637年），前身为历史悠久的“叶开泰”，1953年改制为“武汉健民制药厂”，并于2004年登陆上交所。集团传承“叶开泰”近400年历史文化，致力于精品中药的研发与生产，旗下拥有“健民”“龙牡”“叶开泰”三大品牌，其中“健民”“龙牡”为中国驰名商标，“健民”为中华老字号品牌。目前集团及全资子公司叶开泰国药共持有264个药品批文，89个医保产品，40余个儿科药品，构建了“龙牡”牌儿药产品线以及“健民”牌家庭常备药产品线，产品资源丰富，品类结构完善。

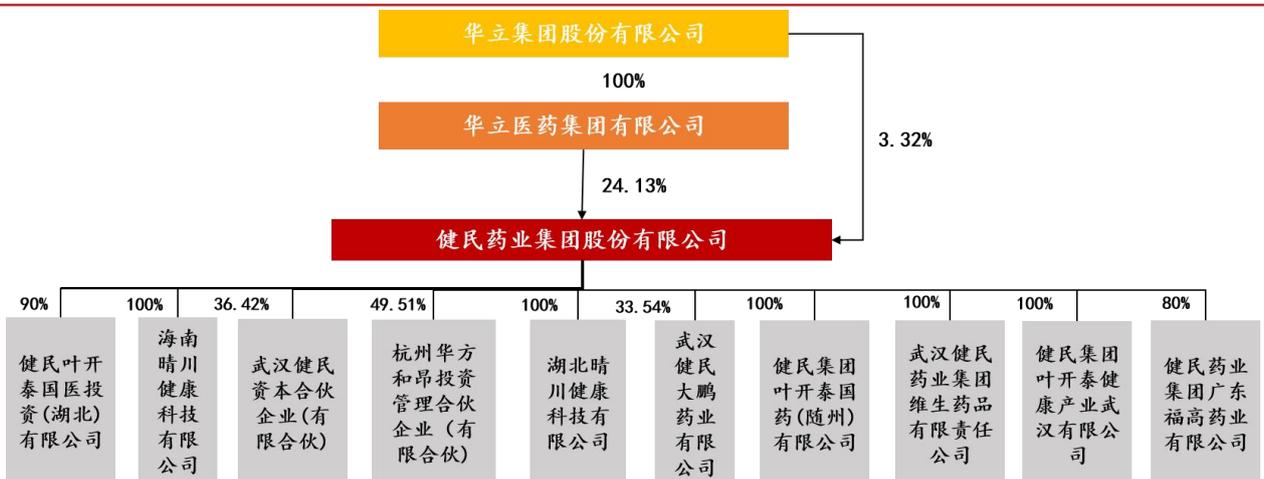
图表 1：健民集团发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，华源证券研究所

华立医药集团控股，股权结构稳定。截至2025年Q1，控股股东华立医药集团（华立集团全资子公司）直接持有公司24.13%股份，华立集团直接持有3.32%公司股份。公司实控人为华立集团董事会主席汪力成先生。

图表 2：健民集团股权结构



资料来源：Wind，华源证券研究所；备注：数据截至2025/03/31

公司以医药制造为核心，多元创新发展。公司医药工业主要以 OTC 产品线和处方药产品线为主，院内院外市场协同发展。1) **OTC 产品线**以品牌为引领，第一大单品为龙牡壮骨颗粒，是公司独家品种、医保乙类药品；便通胶囊是 OTC 产品线第二个过亿的单品，健脾生血颗粒是公司重点培育的第三大单品，已成功实现由医院市场向院外市场的拓展，并保持较快的发展态势。2) **处方药产品线**近几年保持良好发展态势，健脾生血片、小金胶囊、小儿宝泰康颗粒、便通胶囊等销售过亿的大品种持续稳健发展，新产品七蕊胃舒胶囊、拔毒生肌散保持较快增速。

**图表 3：公司主要产品情况**

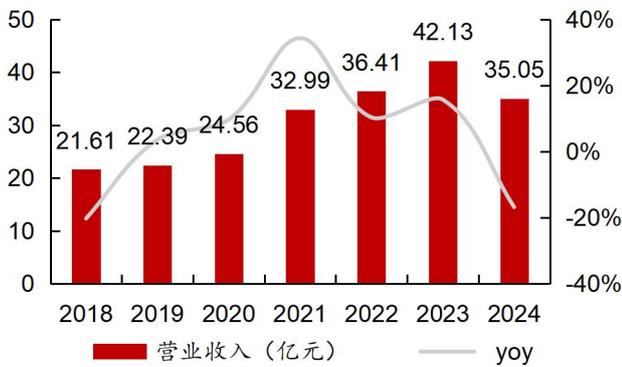
治疗领域	药品名称	上市年份	注册分类	适应症	处方药	基药目录	国家医保目录
儿科	龙牡壮骨颗粒	1985	中药 6 类	强筋壮骨，和胃健脾。用于治疗 and 预防小儿佝偻病、软骨病；对小儿多汗、夜惊、食欲不振、消化不良、发育迟缓等症也有治疗作用。	×	×	√
儿科	小儿宝泰康颗粒	1992	-	解表清热，止咳化痰。用于小儿风热外感，证见发热、流涕、咳嗽、脉浮。	×	√	√
儿科	小儿解感颗粒	2006	中药 9 类	清热解表，消炎止咳。用于感冒发烧、头痛鼻塞、咳嗽喷嚏、咽喉肿痛。	×	×	×
儿科	小儿紫贝宣肺糖浆	2023	中药 1.1 类	治疏散风热，宣肺止咳，用于小儿急性支气管炎风热犯肺证咳嗽，伴咳痰、汗出、咽痛、口渴，舌苔薄黄，脉浮数。	√	×	√
消化科	便通胶囊	1999	中药 6 类	健脾益肾，润肠通便。用于脾肾不足，肠腑气滞所致的便秘。	×	×	√
消化科	七蕊胃舒胶囊	2021	中药 1.1 类	活血化瘀，燥湿止痛。用于轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂性湿热瘀阻证。	√	×	√
妇科	健脾生血颗粒/片	1994/ 1999	中药 6 类	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。	×	√	√
肿瘤	小金胶囊	1997	中药 8 类	散结消肿，化痰止痛。用于阴疽初起，皮色不变，肿硬作痛，多发性脓肿，瘰疬，癰疽，乳岩，乳癖。	√	√	√
皮肤科	拔毒生肌散	2004	-	拔毒生肌。用于疮疡阳证已溃，脓腐未清，久不生肌。	√	×	√

资料来源：公司公告、米内网，华源证券研究所

**短期业绩承压，核心产品渠道库存去化。**2018-2023 年公司业绩保持稳健增长态势：营业收入由 21.61 亿元提升至 42.13 亿元，年均复合增速达到 14.28%；归母净利润由 0.81 亿元提升至 5.21 亿元，CAGR 达到 45.10%；扣非归母净利润由 0.62 亿元提升至 4.38 亿元，CAGR 达到 47.85%。2024 年度受到核心产品渠道去库存影响，业绩出现阶段性调整，全年实现营业收入 35.05 亿元，同比下滑 16.81%，主要系龙牡壮骨颗粒为减少渠道库存销售下滑，导致儿科线产品收入承压；归母净利润 3.62 亿元，同比下滑 30.54%。截至 2024 年末，

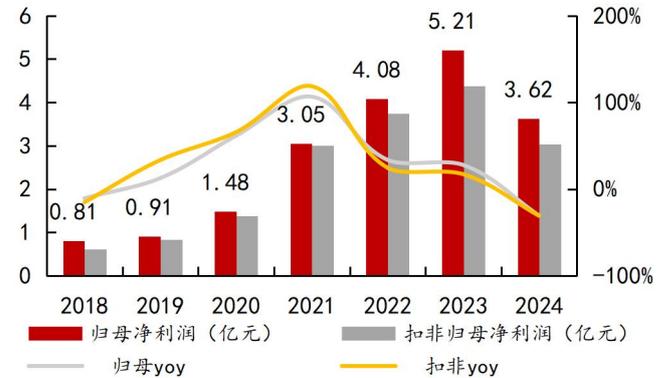
公司 OTC 线龙牡壮骨颗粒及处方线主要产品渠道库存基本降至合理水平。2025Q1，公司实现营业收入 8.92 亿元（同比-8.04%），归母净利润 1.10 亿元（同比+10.70%），扣非归母净利润 1.03 亿元（同比+13.92%）。

图表 4：公司营业收入及增速（2018-2024）



资料来源：Wind，华源证券研究所

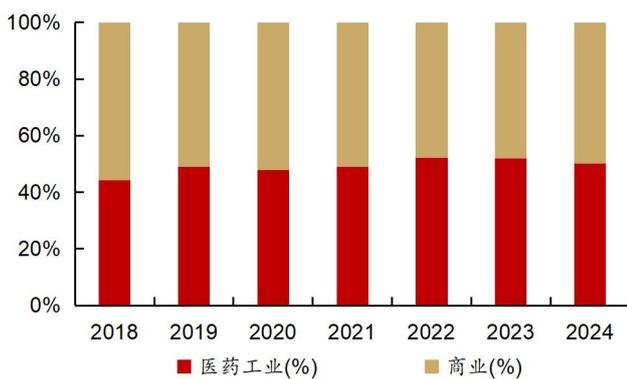
图表 5：公司归母净利润、扣非归母净利润及增速（2018-2024）



资料来源：Wind，华源证券研究所

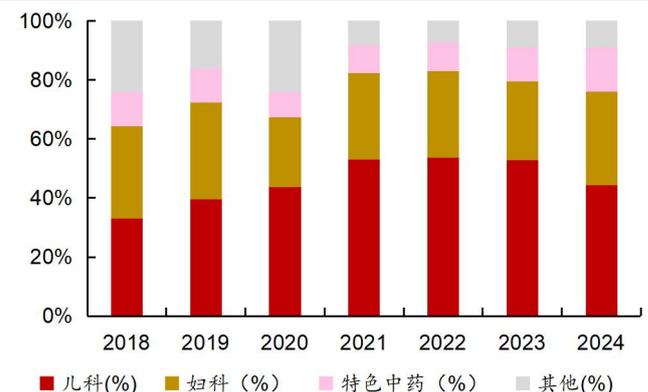
儿科与妇科药占工业收入比重近 80%。从营收结构来看，2024 年，医药工业与医药商业板块营收分别为 17.47、17.37 亿元，收入占比各达 50%。医药工业板块产品矩阵丰富，形成了以龙牡壮骨颗粒为核心的儿科产品系列，以便通胶囊为主的特色中药产品系列，以健脾生血颗粒/片为主的妇科产品系列，分治疗领域来看，2024 年，儿科药收入为 7.75 亿元，占医药工业收入比重达 44%，妇科药和特色中药收入分别为 5.53 和 2.60 亿元，分别占比 32% 和 15%，其他产品合计收入 1.59 亿元，占比 9%。

图表 6：公司营业收入结构（2018-2024）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 7：公司医药工业收入结构（2018-2024）

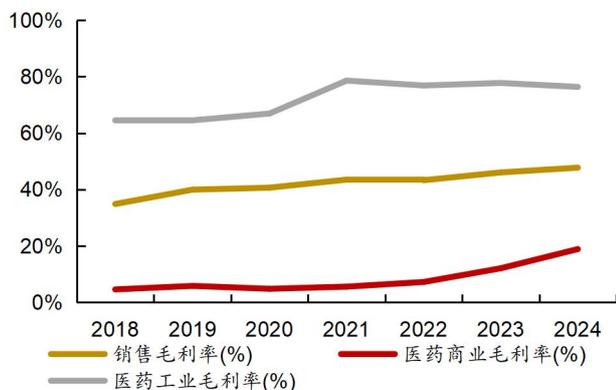


资料来源：Wind，华源证券研究所

毛利率稳步提升，期间费用率持续优化。公司销售毛利率呈现上升趋势，从 2020 年的 40.6% 提升 7.1pct 至 2024 年的 47.7%，其中医药工业和商业板块 2024 年毛利率分别为 76.4% 和 18.9%。2024 年期间费用率 35.39%，为近五年最低水平，其中销售费用率持续优化，2024

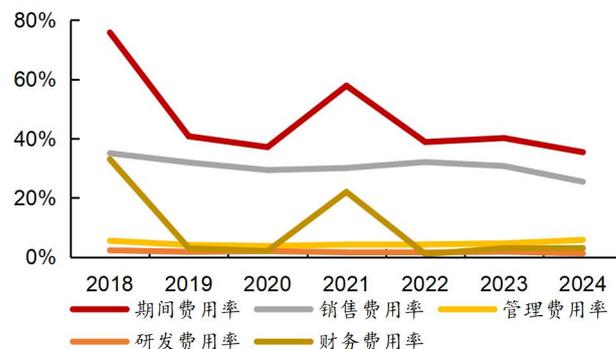
年降低 5.3pct 至 25.42%；2024 年，管理费用率/财务费用率/研发费用分别为 5.78%/3.00%/1.19%，同比+1.17pct/+0.0pct/-0.64pct。

图表 8：公司销售毛利率情况（2018-2024）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：公司期间费用率情况（2018-2024）



资料来源：Wind，华源证券研究所

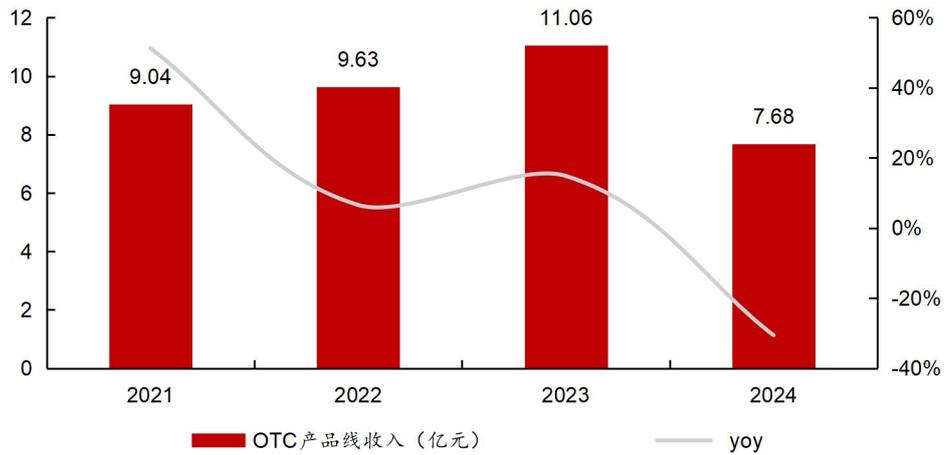
## 2. OTC 产品线：坚持品牌引领战略，新品培育贡献增量

OTC 产品线 2024 年实现收入 7.68 亿元（yoy-30.58%），短期收入阵痛，长期来看，公司围绕双品牌建设，持续打造“龙牡”儿药品牌和“健民”慢病及家庭常备药品牌，推动“龙牡”品牌由单一产品品牌向儿童药品类品牌延伸，以便通胶囊为基础打造“健民”品牌。

**核心产品布局包括：**1）第一大单品龙牡壮骨颗粒，是公司独家品种，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”中已连续四年位居儿科消化类第一；2）便通胶囊是 OTC 产品线第二个过亿的单品，在便秘用药中成药市场份额快速提升；3）健脾生血颗粒是公司重点培育的第三大单品，已成功实现由医院市场向院外市场的拓展，并保持较快增长态势。

我们预计在龙牡壮骨颗粒市占率保持稳定的基础上，便通胶囊、健脾生血颗粒两大黄金单品有望加速增长，持续提高 OTC 产品线营收规模。公司持续推进“专业品牌+消费者品牌”“院内+院外”双轮驱动的核心策略，更多独家、类独家的产品有望从院内市场引入院外市场。

图表 10：公司 OTC 产品线营收及增速（2021-2024）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 11：公司“龙牡”“健民”双品牌产品矩阵



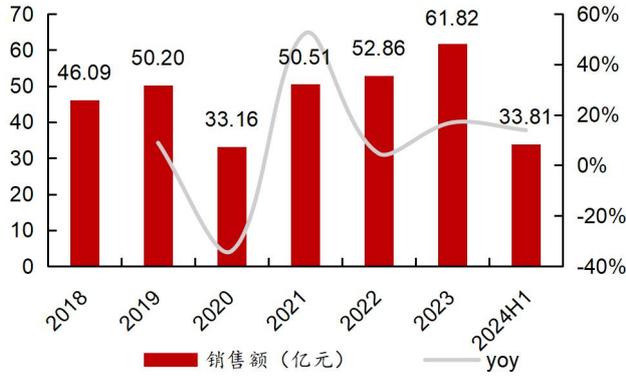
资料来源：公司官网、华源证券研究所

## 2.1. 围绕龙牡壮骨颗粒，打造龙牡品牌儿童药产品矩阵

**畅销四十年的儿科大单品。**龙牡壮骨颗粒（以下简称“龙牡”）是公司独家品种、医保乙类药品，由 13 味中草药和维生素 D2、乳酸钙、葡萄糖酸钙组成，具有强筋壮骨，和胃健脾之功效，不仅用于补钙，还用于治疗小儿多汗、夜惊、食欲不振、消化不良、发育迟缓等症状。龙牡自 1985 年上市销售至今已有 40 年，产品的疗效与安全性得到广泛的验证，2023 年销量达 6.2 亿袋，2024H1 销量 2.2 亿袋。考虑到龙牡经过一年的渠道调整，渠道库存已降至合理水平，且 30 袋/60 袋规格的销售结构得到改善，我们预计龙牡销售有望实现恢复性增长。

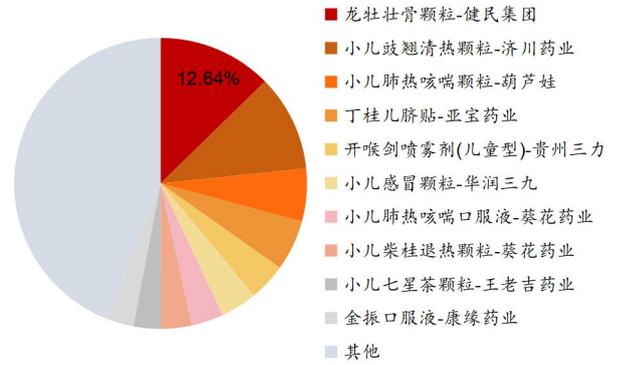
**龙牡位居儿童药中成药品牌榜首。**据米内网数据，中国城市实体药店儿科中成药市场呈现稳健增长态势，2023年销售额达到61.82亿元，2018-2023年市场规模年均复合增长率达6.0%；从市场排名来看，公司的龙牡24H1城市实体药店销售额达到3.70亿元，以12.64%的市场份额稳居药店市场儿童药中成药品牌榜首，具备较强的品牌护城河。

图表 12：中国城市实体药店儿科药中成药销售规模



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 13：中国城市实体药店儿科药中成药竞争格局 (2024H1)



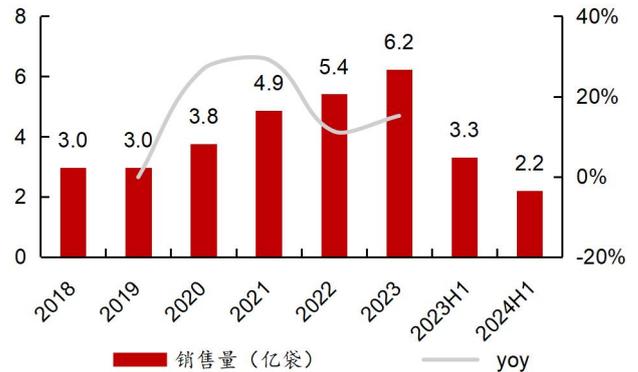
资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 14：龙牡壮骨颗粒中国城市实体药店销售情况



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 15：公司龙牡壮骨颗粒销量情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

**儿童补钙市场需求大，龙牡市占率保持领先。**中华预防医学会儿童保健分会制定的《中国儿童钙营养专家共识（2019年版）》表明：1）儿童处于生长发育的关键时期，骨矿含量随年龄增长、体格发育快速增加，需要较高的钙摄入，儿童期钙缺乏会对远期骨健康产生影响，因此婴童补钙至关重要；2）全国抽样调查数据中，2~11岁前儿童的钙摄入量平均不到300mg/日，11~18岁儿童的钙摄入量最高也不到380mg/日，达到适宜摄入量（AI）的儿童仅有10%左右。展望未来，一方面，三孩生育政策的推行有望带来增量的新生儿补钙需求，另一方面，消费者购买力提升、健康投资的意愿增强，都将促使补钙需求进一步释放。与市场上的竞品钙补充剂相比，龙牡兼具中药调理与钙营养补充功能，适用场景更广，且作为独家品种消费者认知度较高，价格带较为合理，在市场中具备较强的竞争力。我们认为龙牡品牌力突出，有望持续巩固其在儿童专业补钙市场的领先地位，市占率预计将保持稳定。

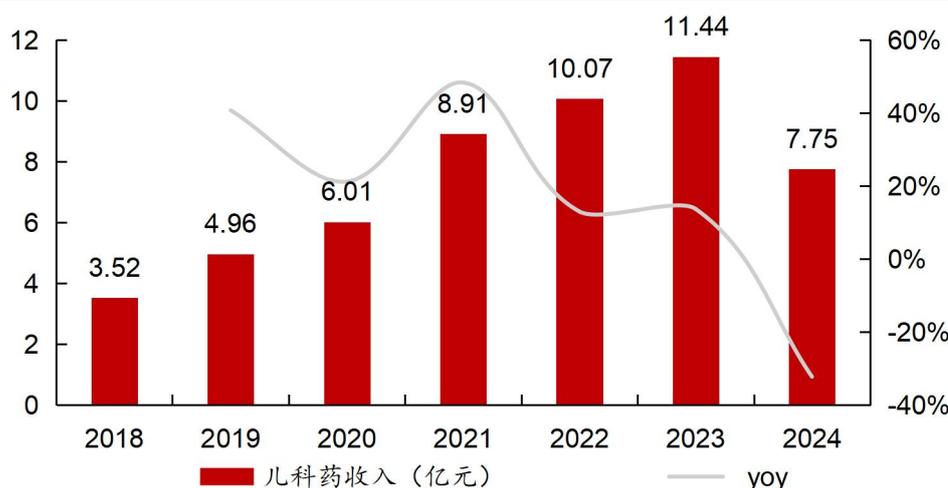
图表 16: 龙牡壮骨颗粒与主要竞品比较

产品名称	企业名称	适应症	价格 (元/盒)	规格	用法用量	日均费用 (元)	医保目录
龙牡壮骨颗粒	健民集团	强筋壮骨, 和胃健脾。	88	5g*30 袋	二岁以下一次 5 克, 二岁至七岁一次 7 克, 七岁以上一次 10 克, 一日 3 次。	13.2	医保 (乙)
葡萄糖酸钙锌口服溶液	澳诺制药	用于治疗因缺钙、锌引起的疾病。	48	5ml*36 支	婴幼儿一日 5~10 毫升, 成人一日 20~30 毫升。	婴幼儿 2, 成人 6.7	-
复方葡萄糖酸钙口服溶液	哈药三精制药	预防和治疗钙缺乏症。	36	10ml*12 支	0-12 个月婴儿: 一次 5 毫升, 一日 1-2 次; 13~48 个月幼儿: 一次 10 毫升, 一日 2~3 次; 4~11 岁儿童: 一次 10 毫升, 一日 2~4 次; 大于 11 岁儿童: 一次 10~20 毫升, 一日 2~3 次; 成人: 一次 10~20 毫升, 一日 2~3 次。	儿童 9.8, 成人 12	-

资料来源: 阿里健康大药房、米内网, 华源证券研究所; 备注: 价格数据基于 2025/04/08

**持续打造“龙牡”品牌儿童药产品矩阵。**2024 年, 公司儿科药业务实现收入 7.75 亿元 (yoy-32%), 毛利率 77.80%。我们预计儿科药整体收入有望恢复良好增长态势, 基于 1) 公司持续加大广告精准投放力度, 精心打造“龙牡”品牌的儿科药专业品牌形象, 不断增强品牌影响力和消费者信赖度; 2) 公司积极构建儿药产品矩阵, 以品牌为核心驱动力推动产品发展, 儿科药二线产品小儿宝泰康颗粒、小儿宣肺止咳颗粒、小儿解感颗粒等产品有望加快实现增长。此外, 中药 1.1 类新药小儿紫贝宣肺糖浆 2024 年通过谈判纳入国家医保目录, 将为儿科药产品线带来收入增量。

图表 17: 公司儿科药营收及增速 (2018-2024)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

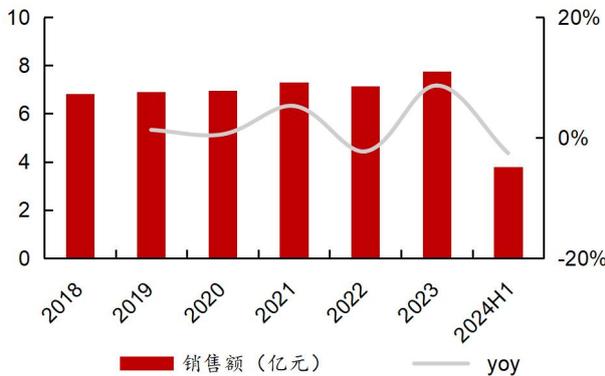
## 2.2. 便通胶囊: 加大广告投入, 打造便秘黄金单品

便通胶囊作为公司独家品种、双跨产品，现已成长为继龙牡壮骨颗粒后第二个过亿单品，其主要成分为白术（炒）、肉苁蓉、当归、桑椹、枳实、芦荟，用于脾肾不足，肠腑气滞所致的便秘，在中国非处方药物协会发布的“2024 年中国非处方药产品（中成药）综合排名”中位居便秘泄泻类第二。

院内外协同发展，OTC 市占率显著提升。便通胶囊此前主要在医院端市场销售，院内销售规模过亿，且保持稳健增长态势。2021 年，公司将便通胶囊推向 OTC 渠道，并持续加大在央视、卫视、省级电视台、爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 等媒体的品牌广告投放力度，实现高速增长，根据米内网数据，便通胶囊中国城市实体药店销售额 2021-2023 年复合增速达 84%，在便秘用药中成药市场的份额从 2021 年的 3% 提升至 2024 上半年的 16%，市占率快速提升至便秘类中成药第二位。

广告高效投放，OTC 市场盈利拐点可期。2024 年 OTC 渠道便通胶囊产生的销售利润暂时无法完全覆盖费用增长，主要由于广告高投入。考虑到便秘用药市场规模持续扩大，特别是在老龄化社会背景下，老年人群便秘发病率较高，市场空间广阔。便通胶囊疗效显著且安全性较好，我们预计随着公司保持较高的广告精准投放，持续扩大品牌影响力，有效触达老年慢病患者群体并实现较高的品牌粘性，便通胶囊 OTC 渠道有望保持快速增长，随着收入规模增长，规模效应将带动产品加速迎来盈利拐点。

图表 18：中国城市实体药店便秘用药中成药销售规模



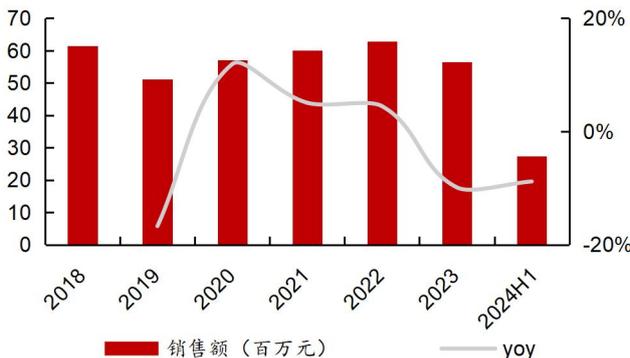
资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 19：便通胶囊中国城市实体药店市占率显著提升



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 20：便通胶囊中国城市公立医院销售情况



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 21：便通胶囊广告投入力度较大



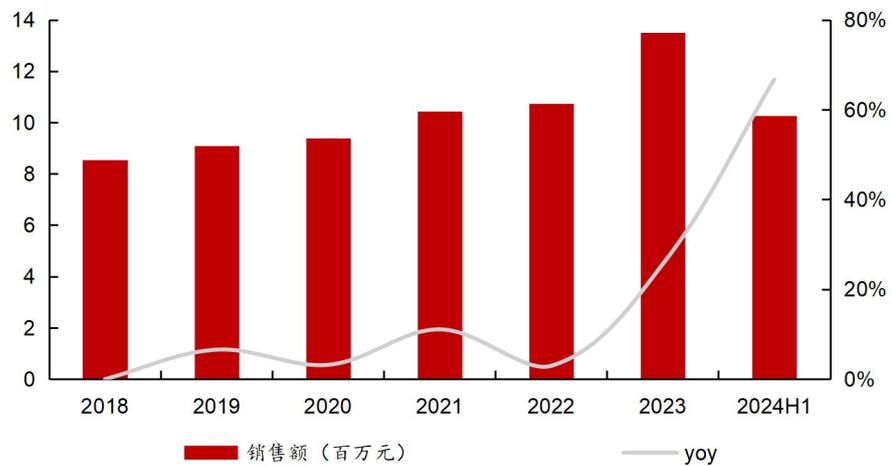
资料来源：米内网，华源证券研究所

资料来源：公司广告短片，华源证券研究所

### 2.3. 健脾生血颗粒：OTC 渠道重点培育的第三大单品

健脾生血颗粒是公司独家产品、基药品种，也是公司在 OTC 渠道重点培育的第三大单品。该产品具有健脾和胃，养血安神之功效，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。目前，健脾生血颗粒已成功实现从医院市场向院外市场的拓展，并保持较快增速，根据米内网数据，2024 年上半年，健脾生血颗粒在中国城市实体药店销售额同比增长 66.72%，展现出强劲的市场增长潜力。

图表 22：健脾生血颗粒中国城市实体药店销售情况

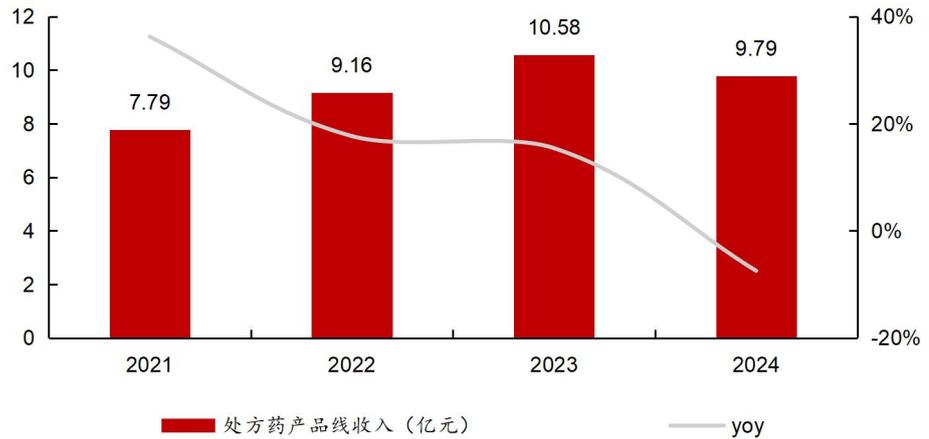


资料来源：米内网，华源证券研究所

### 3. 处方药产品线：新药快速放量，创新驱动增长

公司处方药产品线 2024 年实现收入 9.79 亿元 (yoy-7.46%)，其中销售过亿的产品有健脾生血片、小金胶囊、小儿宝泰康颗粒、便通胶囊等，同时新产品七蕊胃舒胶囊、拔毒生肌散保持较快增速。我们预计未来处方线有望保持较快增长，主要增长动能来自：1) 中药创新药加速放量：中药 1.1 类新药七蕊胃舒胶囊 (2022 年纳入医保)、小儿紫贝宣肺糖浆 (2024 年纳入医保) 持续加快医院终端覆盖，2025 年 4 月新获批的小儿牛黄退热贴膏将进一步增强儿科产品线竞争力；2) 持续加大中药创新药研发投入，多款新品有望陆续上市。

图表 23：公司处方药产品线营收及增速（2021-2024）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

### 3.1. 妇科线：院内产品保持平稳增长

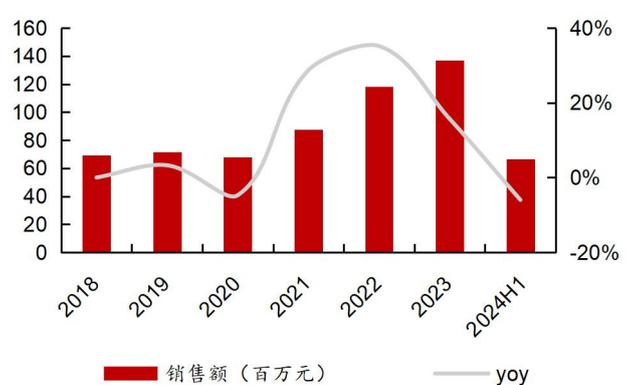
公司妇科产品线主要包括健脾生血片/颗粒、小金胶囊、雌二醇凝胶等产品，目前以医院端销售为主，2024 年妇科药实现收入 5.53 亿元（yoy-3.58%），毛利率为 77.58%。我们预计妇科线收入未来维持平稳增长。

图表 24：公司妇科药营收及增速（2018-2024）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

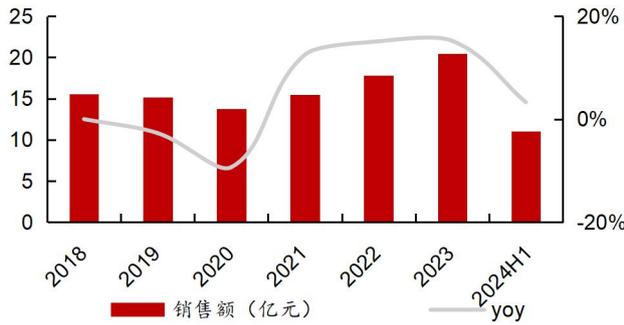
图表 25：健脾生血片中国城市公立医院销售情况



资料来源：米内网，华源证券研究所

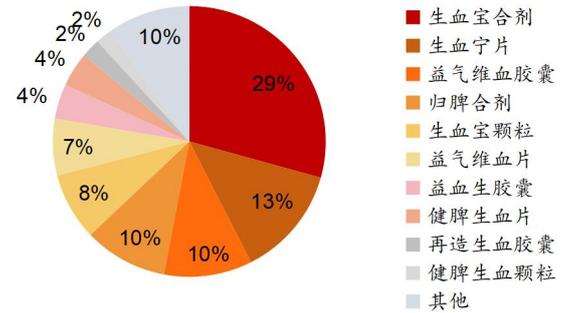
健脾生血片为公司的独家产品、基药品种，24 年院内销售过亿，其适应症为健脾和胃，养血安神，用于小儿脾胃虚弱及心脾两虚型缺铁性贫血；成人气血两虚型缺铁性贫血。根据米内网数据，近年来补血用药中成药市场规模呈稳步攀升态势，2024 年上半年，中国城市公立医院销售规模达到 11.05 亿元，同比增长 3.28%，20-23 年期间复合增速达到 14.27%；从产品 TOP10 格局看，2024H1，健脾生血片和健脾生血颗粒以 4%和 2%市场份额分别位列第八和第十。我们预计健脾生血片院内销售有望保持稳步增长；同时，在公司“院内+院外”双轮驱动战略的推动下，健脾生血颗粒 OTC 市场销售有望快速突破。

图表 26：中国城市公立医院补血用药中成药销售规模



资料来源：米内网，华源证券研究所

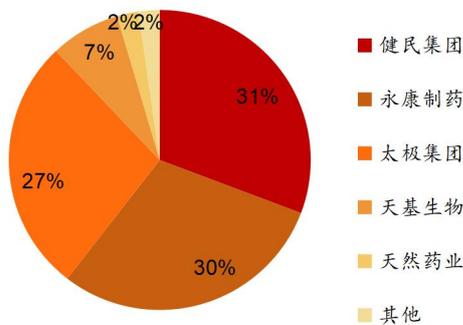
图表 27：中国城市公立医院补血用药中成药竞争格局 (2024H1)



资料来源：米内网，华源证券研究所

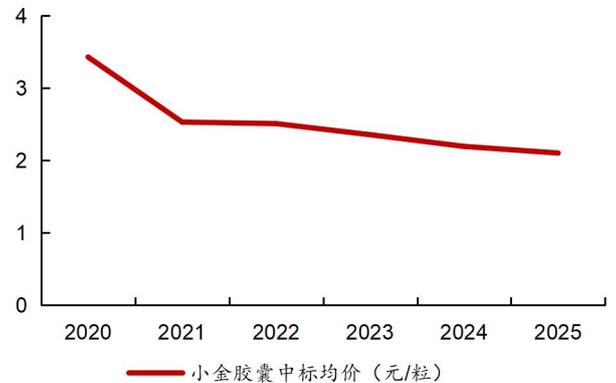
**小金胶囊为国采品种，24 年院内销售过亿，产品具有散结消肿，化瘀止痛之功效，临床上广泛用于包括乳腺增生、甲状腺结节、妇科包块在内的各种疾病的治疗。小金有丸剂、胶囊、片剂三种剂型，2024 年上半年，公司的小金胶囊占据 31% 市场份额。2021 年，由湖北牵头 19 省联盟开展首批中成药集采，公司的小金胶囊中选，中选价为 25.49 元(12 粒/每盒)，较 2020 年中标均价降价 38%。在 2024 年底的全国中成药采购联盟首批扩围接续中，公司小金胶囊不降价拟中选，随着集采政策推进，预计小金胶囊价格将保持稳定，销量有望稳步提升。**

图表 28：小金中国城市公立医院竞争格局 (2024H1)



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 29：公司小金胶囊院内中标均价



资料来源：米内网，华源证券研究所

### 3.2. 七蕊胃舒胶囊：有效改善胃痛，1.1 类新药加速放量

七蕊胃舒胶囊为公司首个获批的中药 1.1 类新药，产品于 2021 年 12 月 31 日获批上市，2022 年通过谈判进入国家医保，2024 年底国谈顺利续约。

七蕊胃舒胶囊功能主治活血化瘀，燥湿止痛，是首个明确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的中成药。其组方源自经典名方“硝石矾石散”、“化

血丹”加减，作为院内制剂在中国中医科学院广安门医院应用三十余年，具有良好的临床应用基础；临床Ⅲ期数据表明，本品在治疗慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀滞证方面疗效显著，尤其是在改善胃脘疼痛、中医证候等方面，疗效显著优于阳性对照药，并且安全性好，具有较好的临床应用价值。

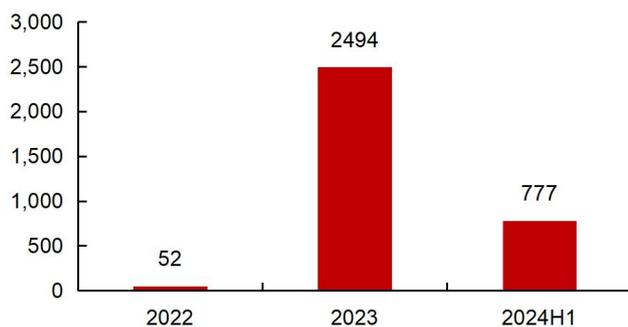
2023年，七蕊胃舒胶囊实现销售发出金额约7500万元，销量达2494万粒；2024年1-9月销售发出约4063万元，考虑到公司在消化领域具有较强的销售基础，预计七蕊胃舒胶囊有望加速拓展入院，提高医院市场覆盖率，实现销售业绩的快速增长。

图表 30：七蕊胃舒胶囊医保支付标准

适应症	医保支付价 (元/粒)	用法用量	日用药金额 (元)	单个疗程用药 金额 (元)
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。	3.01	一次4粒，一日2次。一个疗程4周。	24	674

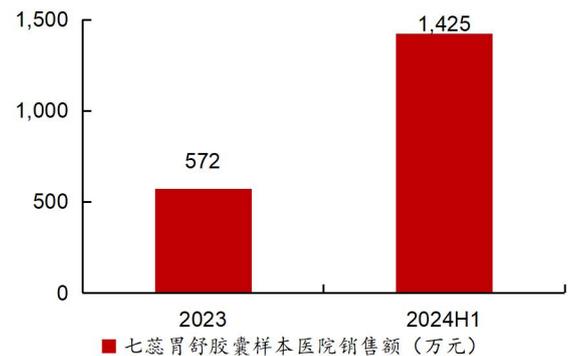
资料来源：米内网，公司公告，华源证券研究所

图表 31：七蕊胃舒胶囊销量情况 (万粒)



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 32：七蕊胃舒胶囊中国城市公立医院销售情况



资料来源：米内网，华源证券研究所

### 3.3. 小儿紫贝宣肺糖浆：组方温和的儿童药新药，商业化首年

小儿紫贝宣肺糖浆为公司获批的第二款中药 1.1 类创新药，产品于 2023 年获批上市，是首个明确用于治疗儿童急性支气管炎风热犯肺证的 1.1 类中药创新药，2024 年谈判纳入医保。

儿童急性支气管炎是儿科常见的呼吸道疾病，婴幼儿发病率高，往往继发于上呼吸道感染之后，也常为肺炎的早期表现。该病属于中医“咳嗽”范畴，目前西医对于该病的治疗主要以控制感染和对症治疗为主，疗效有限且副作用较多。

小儿紫贝宣肺糖浆组方源于清·吴鞠通《温病条辨》经典名方“桑菊饮”，由首批国家级名老中医张珍玉先生依据六十余载的临床实践创立。产品具有多重临床优势：1) 选用质轻温和的药材和独特的组方配伍，是治疗小儿支气管炎的中成药中唯一一个不含麻黄、石膏、半夏、杏仁等大辛大寒的药品，也是唯一含贝母的药品；2) 专为儿童设计，用法用量依据年

龄进行调整，且糖浆制剂口感佳、依从性强、易为患儿接受。我们预计小儿紫贝宣肺糖浆有望凭借公司专业的儿科学术推广能力，加快入院并实现销售放量。

**图表 33：小儿紫贝宣肺糖浆医保支付标准**

适应症	医保支付价 (元/ (100ml/瓶))	用法用量	日用药金额 (元)	单个疗程用药 金额 (元)
治疏散风热，宣肺止咳，用于小儿急性支气管炎风热犯肺证咳嗽，伴咳痰、汗出、咽痛、口渴，舌苔薄黄，脉浮数。	86.7	1~3 岁一次 7ml, 4~7 岁一次 10ml, 8~14 岁一次 15ml; 一日 3 次。疗程 7 天。	18-39	127-273

资料来源：米内网，公司公告，华源证券研究所

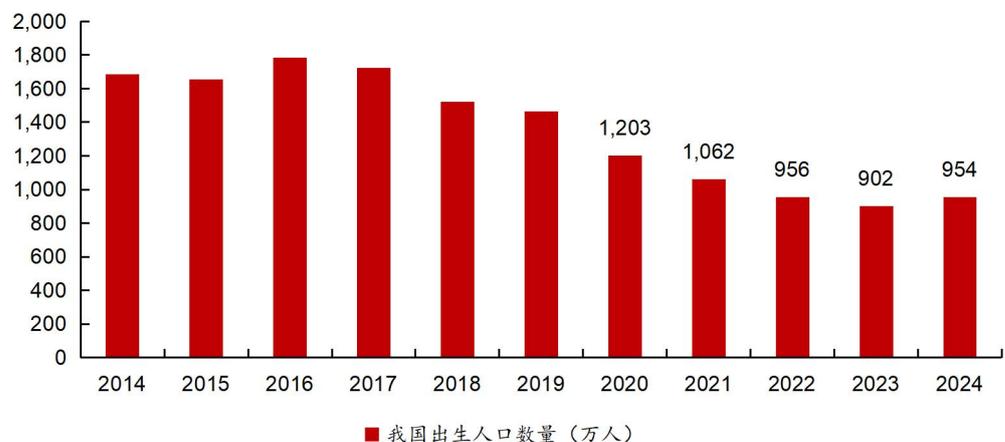
### 3.4. 小儿牛黄退热贴膏：儿童退热贴膏中药创新药获批上市

小儿牛黄退热贴膏为公司获批的第三款中药 1.1 类创新药，于 2025 年 4 月正式获批上市，该药品由体外培育牛黄、金银花、柴胡等药味组成，组方来源于国家级名老中医的临床经验方，贴于大椎穴和神阙穴，具有退热解表、清热解毒功效，用于小儿急性上呼吸道感染风热证所致的发热(38.5℃及以下)，其创新性在于目前市场上主流医用退热贴多为物理降温的械字号产品，而本药作为儿童专用中药退热贴膏，结合了药物成分透皮吸收和物理降温的双重作用，为急性上呼吸道感染风热证所致的 1 至 5 岁发热儿童患者提供了新的治疗选择。

根据国家统计局数据，2020-2024 年我国累计新生儿数量达到 5077 万人，广阔的儿童群体为儿科用药市场提供了稳定需求。同时，国家近年大力推动儿科创新药研发，2025 年 3 月 20 日，国务院办公厅发布《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》，明确提出推进中药科技创新，加大国家科技计划对中药的支持力度，文件强调推出一批临床疗效突出、竞争优势显著的中药创新药，并鼓励儿童药品研发申报，政策红利有望加速其市场渗透。

我们预计小儿牛黄退热贴膏有望参与 2025 年国家医保谈判，若成功纳入医保目录，将显著提升其在院内市场的可及性，填补儿童退热领域院内市场的空白，从而进一步增强公司在儿科领域的竞争优势。

**图表 34：我国出生人口数量 (2014-2024)**

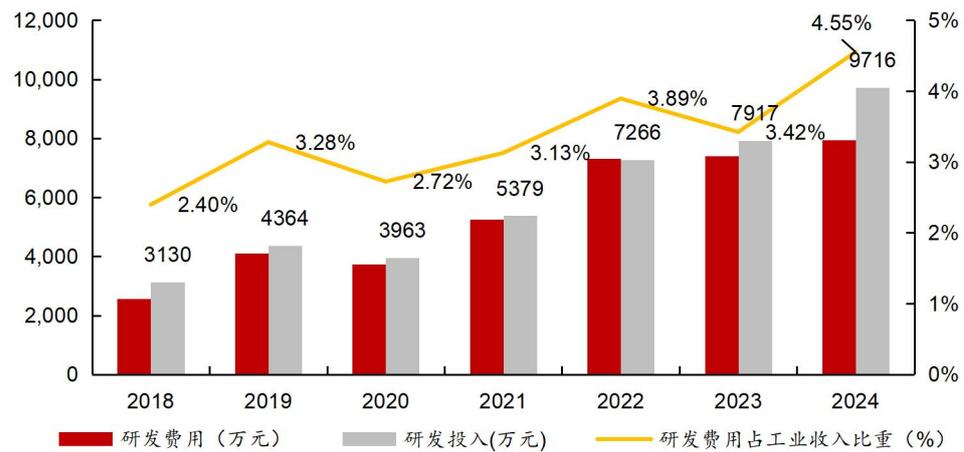


资料来源：国家统计局，华源证券研究所

### 3.5. 中药创新药管线布局领先，多款新品处于临床后期

持续加大研发创新投入，在研管线丰富。公司以中药创新药研发为导向，一方面围绕中药创新药持续投入，加快创新药的研发进度；另一方面围绕“龙牡”品牌布局儿童仿制药及改良型新药，同时深入挖掘现有产品潜力，加大产品二次开发力度，全方位构建优质的产品管线。2024年，公司研发投入达9716万元，同比增长22.73%；研发费用为7949万元，占医药工业收入比重的4.55%。中药创新药在研管线中，通降颗粒与枳术通便颗粒目前已完成II期临床试验，未来有望进一步丰富公司在消化领域的产品矩阵。

图表 35：公司研发投入情况（2018-2024）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 36：公司中药创新药在研管线

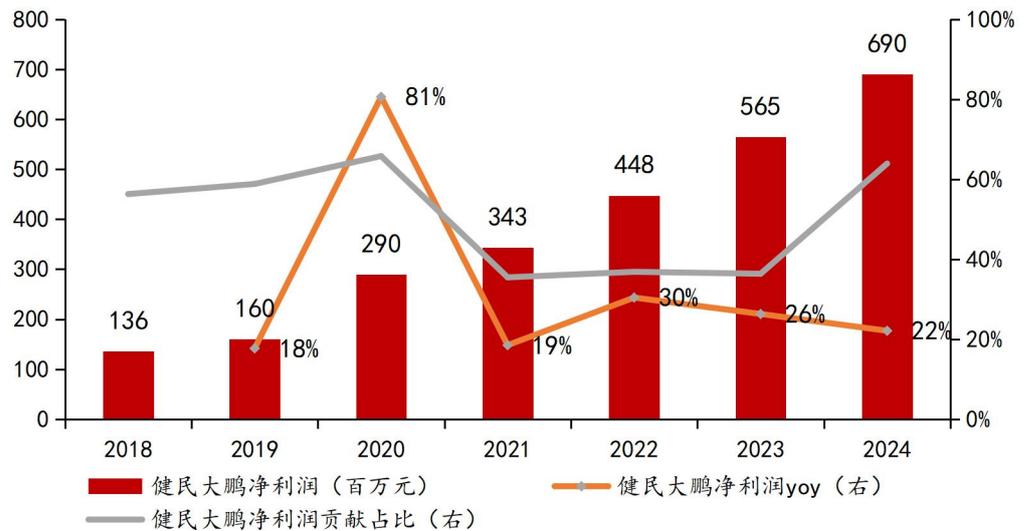
药品名称	注册分类	研发进展	适应症
枳术通便颗粒	1.1类	已完成II期临床	行气化滞，健脾和中，润肠通便。用于气滞所致的便秘。
通降颗粒	1.1类	已完成II期临床	舒肝和胃，抑酸止痛。用于非糜烂性胃食管返流病肝胃不和证。

资料来源：公司公告，米内网，华源证券研究所

### 4. 健民大鹏：体外培育牛黄业务持续贡献投资收益

健民大鹏为健民集团贡献稳定投资收益。武汉健民大鹏药业专注于体外培育牛黄原料药及相关制剂的研发、生产与销售，是国内体外培育牛黄的唯一生产商与供应商，在该领域占据独特地位。“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，由实验室到标准化生产历时两年，2002年获得国家技术发明奖二等奖（一等奖空缺）。2005年，健民集团与武汉大鹏药业合资组建了联营企业——武汉健民大鹏药业，近年来公司对健民大鹏维持33.54%的稳定持股比例。在业绩表现方面，2024年健民大鹏实现净利润6.90亿元，2018至2024年净利润年均复合增长率达31%，为上市公司贡献的投资收益占公司归母净利润的比重处于30%-70%区间。

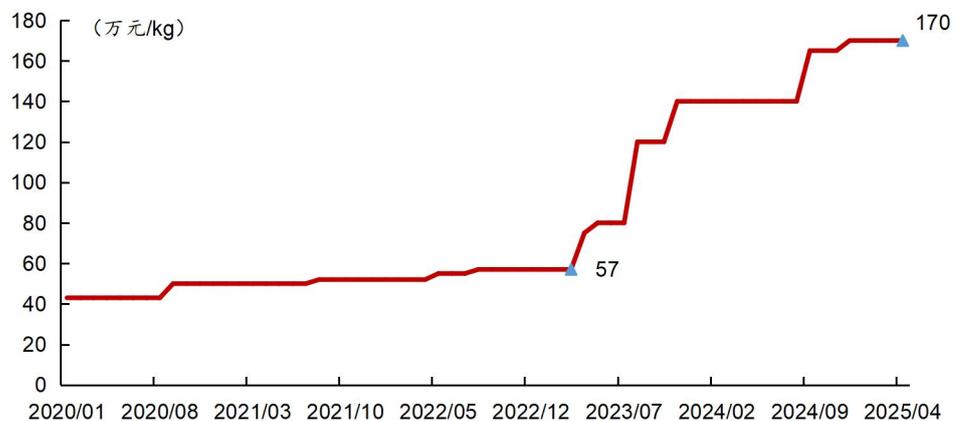
图表 37：健民大鹏净利润、增速及净利润占比情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

**天然牛黄供应短缺，价格维持高位。**天然牛黄是传统名贵中药材，为牛科动物牛（*Bos taurus domesticus* Gmelin）的干燥胆结石，其性味甘凉，具有清心、豁痰、开窍、凉肝、息风及解毒的功效，用于热病神昏，中风痰迷，惊痫抽搐，癫病发狂，咽喉肿痛，口舌生疮，痈肿疔疮。由于天然牛黄供应稀缺，其市场价格持续走高，截至 2025 年 4 月，天然牛黄价格仍维持在 170 万元/公斤的历史高位。

图表 38：天然牛黄价格走势（2020-2025M4）



资料来源：中药材天地网，华源证券研究所

**体培牛黄的质量指标与优质天然牛黄相近，可以等同替代天然牛黄。**体培牛黄以牛的新鲜胆汁作母液，经过细菌发酵后，加入去氢胆酸、胆酸、胆红素等物质，运用生物化学、物理化学、流体力学等技术手段，在模拟胆囊内进行培育，通过工业化设备生产而成。

根据北京同仁堂科技公众号，研究论文《含牛黄中成药的质量控制现状》中指出，体外培育牛黄在成分含量和稳定性上已接近天然牛黄；另一研究《牛黄及其代用品化学成分、分析方法和药理作用研究进展》提出，体外培育牛黄的抗惊厥、解热作用与天然牛黄一致。2004 年，国家药监局正式下发文件《关于牛黄及其代用品使用问题的通知》，同意在中成药生产

中以体培牛黄替代天然牛黄等量投料使用，缓解了天然牛黄资源紧缺的局面，保障了安宫牛黄丸等传统名方名药的持续生产。

**图表 39：《关于牛黄及其代用品使用问题的通知》中对牛黄代用品的使用规定**

中成药类别	牛黄代用品使用要求
对于国家药品标准处方中含牛黄的临床急重症用药品种和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
其他含牛黄的品种	可以将处方中的牛黄以培植牛黄、体外培育牛黄或人工牛黄替代牛黄等量投料使用

资料来源：国家药监局，华源证券研究所

**图表 40：国家药品标准处方中含牛黄的临床急重症用药品种名单**

序号	药品名称	序号	药品名称	序号	药品名称
1	安宫牛黄丸	15	灵宝护心丹	29	同仁大活络丸
2	八宝玉枢丸	16	六应丸	30	同仁牛黄清心丸
3	保赤一粒金散	17	梅花点舌丸	31	万氏牛黄清心丸(含浓缩丸)
4	保赤一粒金丸	18	牛黄抱龙丸	32	万应锭
5	保婴夺命散	19	牛黄千金散	33	五粒回春丸
6	大活络丸	20	牛黄清热散	34	西黄丸
7	癩狂龙虎丸	21	牛黄清心丸(局方)	35	小儿百寿丸
8	瓜子锭	22	牛黄醒脑丸	36	小儿回春丸
9	广羚散	23	牛黄镇惊丸	37	小儿羚羊散
10	猴枣牛黄散	24	片仔癀	38	小儿牛黄清心散
11	回春丹	25	人参再造丸	39	小儿清热镇惊散(原小儿清热散)
12	回天再造丸	26	麝香保心丸	40	小儿珠黄散
13	金黄抱龙丸	27	十香返生丸	41	至圣保元丸
14	局方至宝散	28	天黄喉枣散	42	珠珀保婴散(珠珀保婴丹)

资料来源：国家药监局，华源证券研究所

## 5. 盈利预测与评级

### 5.1. 盈利预测

我们预计 2025–2027 年公司收入分别为 36.04/38.37/41.78 亿元，同比增速分别为 2.83%/6.45%/8.90%，关键假设如下：

**1.医药工业：**我们预计医药工业 2025–2027 年收入同比增速分别为 19%/15%/14%，其中：

**1.1 儿科药：**我们预计儿科药 2025–2027 年收入同比增速分别为 19%/15%/14%，核心驱动因素包括：1) 加大广告投放力度，强化“龙牡”儿科专业品牌形象；2) 构建“龙牡”品牌儿童药品矩阵，以品牌驱动品类发展，加速小儿宣肺止咳颗粒等二线产品放量；3) 积极布局创新研发，小儿紫贝宣肺糖浆等儿科中药新药或将为儿科产品线带来收入增量。

**1.2 妇科药：**我们预计妇科药 2025–2027 年收入同比增速分别为 15%/12%/12%，核心驱动因素包括：1）健脾生血片和小金胶囊等院内产品销售稳健增长；2）在院内院外双轮驱动战略推动下，叠加补血用药中成药市场扩容，健脾生血颗粒 OTC 市场有望实现加速增长。

**1.3 特色中药：**我们预计特色中药 2025–2027 年收入同比增速分别为 33%/22%/21%，核心驱动因素包括：1）老年慢病独家品种便通胶囊院内外协同发展，院内保持稳健发展，OTC 渠道持续加大广告投放、市占率快速提升；2）公司持续加强渠道管理及纯销提升工作，七蕊胃舒胶囊与拔毒生肌散等新产品有望保持快速增长。

**2. 商业业务：**我们预计商业业务 2025–2027 年收入同比增速分别为–12%/–5%/0%，其中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，零售业务主要通过新世纪大药房开展。公司将持续优化业务结构，战略聚焦高毛利业务。

图表 41：2025–2027 年健民集团收入预测（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>总营收</b>	<b>4,213.15</b>	<b>3,504.99</b>	<b>3,604.17</b>	<b>3,836.77</b>	<b>4,178.26</b>
同比	15.72%	-16.81%	2.83%	6.45%	8.90%
毛利率	45.69%	47.73%	53.18%	57.40%	58.70%
<b>1. 医药工业</b>	<b>2,163.96</b>	<b>1,746.69</b>	<b>2,075.47</b>	<b>2,384.50</b>	<b>2,725.99</b>
yoy	15.13%	-19.28%	18.82%	14.89%	14.32%
毛利率	82.86%	76.36%	77.62%	77.85%	78.02%
1.1 儿科	1,144.00	775.19	921.18	1,062.52	1,215.05
yoy	13.7%	-32.2%	18.8%	15.3%	14.4%
1.2 妇科	471.66	552.78	633.21	707.95	789.79
yoy	-14.55%	-3.58%	14.55%	11.80%	11.56%
1.3 特色中药	251.38	259.60	346.04	421.49	509.36
yoy	36.27%	3.27%	33.30%	21.80%	20.85%
1.4 其他	195.00	159.12	175.04	192.54	211.79
yoy	43.25%	-18.40%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>2. 商业</b>	<b>2,010.25</b>	<b>1,737.16</b>	<b>1,528.70</b>	<b>1,452.27</b>	<b>1,452.27</b>
yoy	16.64%	-13.58%	-12.00%	-5.00%	0.00%
毛利率	12.07%	18.88%	20.00%	23.82%	22.44%

资料来源：Wind，华源证券研究所

## 5.2. 估值分析

我们预计 2025–2027 年归母净利润分别为 5.06/6.09/7.11 亿元，同比增速 40%/20%/17%，当前股价对应 PE 分别为 13X、11X、9X。选取华润三九（国内品牌 OTC 龙头）、同仁堂（品牌积淀深厚的安宫牛黄丸龙头）和羚锐制药（中药贴膏细分龙头）作为可比公司，考虑到公司是国内具有近 400 多年历史的儿药龙头企业，OTC 业务以“龙牡”和“健民”双品牌引领，院内中药创新药产品梯队放量节奏明确，体培牛黄收益稳定，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 42：可比公司估值表**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)			EPS (元/股)			PE	
		2025/4/28	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
000999.SZ	华润三九	42.05	2.63	3.00	3.43	16.00	14.00	12.26	
600085.SH	同仁堂	36.04	1.26	1.34	1.55	28.67	26.88	23.30	
600285.SH	羚锐制药	23.03	1.22	1.46	1.69	18.89	15.78	13.61	
	算术平均	33.71				21.19	18.89	16.39	
600976.SH	健民集团	42.73	3.30	3.97	4.64	12.95	10.77	9.22	

资料来源：Wind、iFind，华源证券研究所。注：可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期，健民集团为华源研究预测

## 6. 风险提示

**业绩不及预期风险：**若公司产品收入增长不及预期，或渠道调整不及预期，盈利能力受限。

**医药行业政策调整风险：**院内反腐、医保控费等政策可能延缓新药入院进度，政策环境收紧或影响新品放量速度，此外，医保支付标准调整可能对价格体系形成冲击，同时，行业竞争加剧可能挤压市场份额，尤其是儿科用药领域的同质化竞争风险。

**原材料价格波动风险：**中药材受气候、种植周期及市场投机因素影响较大，供应链稳定性风险加剧，公司核心原材料如采购成本显著上升，直接挤压工业板块毛利率。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	163	360	479	666
应收票据及账款	958	943	1,004	1,093
预付账款	95	99	105	115
其他应收款	26	31	33	36
存货	354	319	309	326
其他流动资产	1,005	1,000	1,003	1,008
<b>流动资产总计</b>	<b>2,601</b>	<b>2,753</b>	<b>2,934</b>	<b>3,244</b>
长期股权投资	430	679	952	1,254
固定资产	389	399	416	430
在建工程	207	182	148	113
无形资产	28	29	31	33
长期待摊费用	108	78	48	18
其他非流动资产	514	508	501	494
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,676</b>	<b>1,876</b>	<b>2,097</b>	<b>2,343</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,278</b>	<b>4,628</b>	<b>5,030</b>	<b>5,587</b>
短期借款	141	357	377	397
应付票据及账款	742	588	570	601
其他流动负债	862	837	858	918
<b>流动负债合计</b>	<b>1,745</b>	<b>1,782</b>	<b>1,805</b>	<b>1,917</b>
长期借款	28	21	14	7
其他非流动负债	54	54	54	54
<b>非流动负债合计</b>	<b>82</b>	<b>75</b>	<b>68</b>	<b>61</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,827</b>	<b>1,857</b>	<b>1,873</b>	<b>1,978</b>
股本	153	153	153	153
资本公积	523	523	523	523
留存收益	1,758	2,077	2,461	2,909
归属母公司权益	2,435	2,754	3,138	3,586
少数股东权益	15	17	20	23
<b>股东权益合计</b>	<b>2,450</b>	<b>2,772</b>	<b>3,158</b>	<b>3,609</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4,278</b>	<b>4,628</b>	<b>5,030</b>	<b>5,587</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	368	214	294	370
折旧与摊销	71	71	74	77
财务费用	12	11	15	15
投资损失	-226	-268	-293	-321
营运资金变动	-25	-134	-59	-31
其他经营现金流	36	314	339	367
<b>经营性现金净流量</b>	<b>234</b>	<b>209</b>	<b>370</b>	<b>478</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-247</b>	<b>-22</b>	<b>-24</b>	<b>-26</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-101</b>	<b>11</b>	<b>-228</b>	<b>-265</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-113</b>	<b>197</b>	<b>119</b>	<b>187</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>3,505</b>	<b>3,604</b>	<b>3,837</b>	<b>4,178</b>
<b>营业成本</b>	<b>1,832</b>	<b>1,687</b>	<b>1,634</b>	<b>1,726</b>
税金及附加	22	23	24	27
销售费用	1,228	1,334	1,500	1,630
管理费用	192	198	211	234
研发费用	79	87	100	111
财务费用	12	11	15	15
资产减值损失	-1	-8	-8	-9
信用减值损失	-46	-28	-30	-32
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	226	268	293	321
公允价值变动损益	28	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	51	50	50	50
<b>营业利润</b>	<b>397</b>	<b>547</b>	<b>656</b>	<b>766</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	6	5	5	5
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>393</b>	<b>543</b>	<b>653</b>	<b>763</b>
所得税	25	34	41	48
<b>净利润</b>	<b>368</b>	<b>509</b>	<b>611</b>	<b>714</b>
少数股东损益	6	2	3	3
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>362</b>	<b>506</b>	<b>609</b>	<b>711</b>
EPS(元)	2.36	3.30	3.97	4.64

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-16.81%	2.83%	6.45%	8.90%
营业利润增长率	-30.86%	37.79%	20.07%	16.76%
归母净利润增长率	-30.54%	39.80%	20.21%	16.85%
经营现金流增长率	-12.71%	-10.85%	77.23%	29.17%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	47.73%	53.18%	57.40%	58.70%
净利率	10.49%	14.11%	15.94%	17.10%
ROE	14.87%	18.38%	19.40%	19.83%
ROA	8.47%	10.94%	12.10%	12.73%
<b>估值倍数</b>				
P/E	18.10	12.95	10.77	9.22
P/S	1.87	1.82	1.71	1.57
P/B	2.69	2.38	2.09	1.83
股息率	2.11%	2.86%	3.44%	4.02%
EV/EBITDA	11	9	8	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。