



## 武汉健民 (600976)

推荐 (上调)

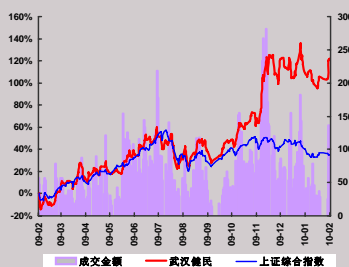
所属行业: 医药

行业评级: 推荐

### 股本结构

总市值 (亿元)	23.79
流通市值 (亿元)	23.79
总股本 (亿股)	1.53
流通A股 (亿股)	1.53

### 股价表现图



### 相关报告:

《股权激励&营销改革, 双管齐下引领高速增长——武汉健民调研简报》2010.2.1

齐鲁证券研究所  
行业公司部

分析师

许均华  
胡德军  
吕国启

Tel: (86531) 8177-6395  
Fax: (86531) 8128-3791  
Email: xujh@qlzq.com.cn

## 狠抓营销改革, 催化业绩高速增长

——武汉健民 2009 年报点评

### 报告起因:

2010年2月26日, 武汉健民公布2009年年度报告。

### 投资要点:

- ◇ 公司 2009 年的业绩增长速度较快, 盈利能力加强。公司 2009 年实现营业收入 153386.57 万元, 同比增长 83.62%; 实现营业利润 5284.49 万元, 同比增长 190.72%; 实现净利润 4642.25 万元, 同比增长 198.59%; 实现摊薄每股收益 0.32 元, 实现了快速的增长; 公司的期间费用率同比下降 7.76%, 其中销售费用率同比下降 3.54%, 管理费用率同比下降 3.26%; 公司盈利能力加强, 销售净利率同比上升 1.17%, 权益净利率维持 2.18% 不变。
- ◇ 公司以产品战略为核心, 以做大主导产品、做好重点产品, 完善产品结构为主线。公司目前产品结构是“一品独大”, 补钙产品龙牡壮骨颗粒是公司最具品牌的主导产品, 占营业收入的 75% 以上, 其他产品销售额均较小, 公司目前正在采取措施, 完善产品结构, 扩大其他产品的销量。
- ◇ 公司营销策略变革, 努力改变“一品独大”的局面。公司产品龙牡壮骨颗粒一直以来是公司主导产品, 是公司收入与利润的发动机, 因此历史形成的“一品独大”的销售格局一直难以撼动。2009 年, 公司积极采取措施, 力图改善产品销售格局: (1) 公司加大主导产品的营销力度, 通过资源的优化配置, 广告宣传模式的创新和精准投放, 以及营销人员的定位管理; (2) 公司实施差异化的产品营销策略, 借助品牌效应和积极的营销行为, 以主导产品销售为重点, 合理调整产品结构, 加大重点产品及新产品的市场推广力度, 重点培育健民咽喉片、健脾生血颗粒、小儿宣肺颗粒、小金胶囊等重点产品。
- ◇ 公司营销改革成效显著。公司以营销为龙头, 着力营销资源的配置, 加大对主导产品、重点产品、重点市场、营销资源的倾斜, 适时调整营销策略与优化产品结构, 严格营销团队的业绩考核, 进一步提升营销人员的专业能力和执行力, 公司营销取得了实质性突破: (1) 实施“商圈”渠道管理模式, 进一步划分商业类型, 加强价格管理, 发挥商业公司的覆盖力和推动力, 为公司产品销售的持续性增长夯实基础; (2) 运用管理工具, 建立市场销售数据分析模型, 使营销策略科学化和精准化, 提升区域市场的管理能力, 增强营销力; (3) 加大以提升执行力为导向的营销行为和营销业绩考核, 激发营销活力, 提升营销力。2009 年公司的主导产品龙牡壮骨颗粒的



销售较上一年增长 15.6%，重点产品健脾生血颗粒、小金胶囊分别较上一年增长 18%、340%；（4）深化品牌营销，充分发挥市场策划中心职能，深入开展市场投入有效性和结构性研究，有步骤、有重点、有策略地实施媒体广告投放，逐步实现广告投放的科学性、精准性，通过学术推广、网络投放、公益活动、信息平台、小媒体广告等途径扩宽推广渠道。

- ◇ **公司进一步深化营销改革，做强核心业务。**2010 年公司将以发展战略为导向，围绕年度经营目标，继续以营销为动力，优化产品结构，持续推进产品梯队建设；以目标、激情、责任为核心，加强人力资源管理与企业软实力建设，借医改契机全面推动公司向更高的水平发展：（1）培育公司产品梯队，以龙牡壮骨颗粒销售为核心，适时推动以“龙牡”为品牌的龙牡系列品种销售，努力将“龙牡”品牌打造成为儿童药品的首选品牌；积极推进大品种战略，加大重点产品的营销力度，培育规模品种，为公司业绩增长奠定良好的产品基础；（2）深化“商圈”营销模式，加强渠道建设：①通过销售引导、统一管理，促进销售商盟间的和谐、共赢，巩固现有销售网络，吸引更多的商业合作单位，进一步夯实公司销售网络，②密切关注农村医疗体系建设，适时开拓农村市场，构建农村销售网络，③建立“扁平化”商业分销网络；（3）以精确品牌定位，提升品牌形象为目标，充分发挥公司品牌效应，提升品牌的影响力，使品牌成为优质、信誉、疗效的标识。
- ◇ **公司研发侧重加强技术公关与工艺创新。**公司充分利用公司研发资源，一手抓新产品开发，一手抓老产品二次开发，全面推进公司产品战略规划的实施：（1）新产品研发按照重点发展中成药，做大、做强儿科系列药品的战略路径，坚持以应用研究为核心，通过自主研发和产、学、研合作的方式努力推进公司研发计划的实施。到目前为止，公司已拥有在研产品 9 个，其中已进入临床的有 5 个，已获得生产批文的 2 个；（2）老产品二次开发围绕“疗效、质量、口感、适应性”等二次研发方向，对公司主导产品和重点产品进行技术攻关和工艺改善。经过研发人员的不懈努力，在报告期内圆满完成了“龙牡壮骨颗粒、小金胶囊、健脾生血颗粒”等产品的二次开发目标，为公司主导产品、重点产品的进一步做大、做强提供了技术支持。
- ◇ **体外培养牛黄项目前景广阔，成为子公司大鹏药业一大亮点。**2009 年，公司通过对子公司实施导向性、指导性、协同性等综合管理，使子公司的经营能力显著增强，盈利能力普遍提升。公司大多数子公司实现扭亏为盈，健民福高公司、健民维生公司等医药商业公司盈利大幅增长，公司参股的健民大鹏药业也实现扭亏为盈，并呈现良好的发展态势：（1）健民大鹏药业的体外培育牛黄项目是湖北省重大科技产业化专项，其具有体外牛黄的独家生产权。体外培育牛黄工业生产解决了牛黄的质量稳定性的重大难题，对于充分利用牛黄的独特的药理，开发相应的系列药品、保健品、化妆品将起到显著的带动作用，具备形成新兴产业的条件，将有着广阔的市场前景和良好的社会与经济效益；（2）健民大鹏药业生产的牛黄为重



要的中药材，主要销售给其它制药企业，并于 2009 年与中国药材集团公司战略联盟，共同推动体外培育牛黄项目的营销。2009 年上半年，体外培养牛黄项目已经扭亏为盈，2010 年实现净利润 713.73 万元，为公司业绩增长添加新的驱动力。

- ◇ **公司建立不同层次的激励机制，未来业绩增长可期。**（1）公司针对总裁班子成员实施限制性股票激励计划，这极大的调动了公司高管的积极性，未来几年在充分调动高管积极性的情况下，只要能保持目前的增长速度与盈利能力，其股权激励能否实现的悬念将消除；（2）对其他核心技术与营销人员采取其他有效的激励方式，极大的调动了其积极性。
- ◇ **公司的成长性较好，具备较积极的投资价值。**预计 2010 年——2012 年的每股收益分别为 0.43 元、0.51 元和 0.60 元，对应的动态 PE 分别为 36.07 倍、30.41 倍和 25.85 倍，鉴于公司的成长性较好，认为公司具备较积极的投资价值，给予公司“推荐”的投资评级。

### 盈利预测及估值简表(单位：百万)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	835.35	1533.87	1840.64	2245.58	2694.70
同比	-19.38%	83.62%	20.00%	22.00%	20.00%
营业利润	18.18	52.84	77.27	91.50	107.29
同比	-9.97%	190.72%	46.22%	18.42%	17.25%
归属母公司净利润	15.78	48.86	65.77	78.08	91.75
同比	89.50%	209.65%	34.61%	18.73%	17.50%
EPS(摊薄，元/股)	<b>0.10</b>	<b>0.32</b>	<b>0.43</b>	<b>0.51</b>	<b>0.60</b>

资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所


**表 1: 公司季度分析**

单位: 万元

	2008	2009	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	09-3Q	09-4Q
主营业务收入	83535.18	153386.57	11506.30	22685.95	24783.75	24559.17	24787.29	45658.83	38506.31	44434.14
增长率%(同比)	-19.38%	83.62%	-70.25%	-47.72%	135.84%	121.86%	115.42%	101.26%	55.37%	80.93%
增长率%(环比)			3.95%	97.16%	9.25%	-0.91%	0.93%	84.20%	-15.67%	15.39%
毛利率(%)	25.37%	18.60%	39.17%	25.19%	23.40%	21.06%	24.26%	13.26%	18.43%	21.07%
主营毛利	21192.68	28530.42	4506.72	5714.88	5798.78	5172.30	6014.55	6054.23	7097.30	9364.34
增长率%(同比)	10.48%	34.62%	28.08%	14.09%	19.02%	-11.08%	33.46%	5.94%	22.39%	81.05%
增长率%(环比)			-22.52%	26.81%	1.47%	-10.80%	16.28%	0.66%	17.23%	31.94%
销售费用	11243.72	15218.23	1860.86	2821.98	3523.53	3037.34	3040.96	3557.47	3684.69	4935.11
销售费用/收入(%)	13.46%		16.17%	12.44%	14.22%	12.37%	12.27%	7.79%	9.57%	11.11%
管理费用	6584.84	7090.35	1235.32	1777.09	1374.39	2198.04	1479.28	1833.73	2103.43	1673.91
管理费用/收入(%)	7.88%		10.74%	7.83%	5.55%	8.95%	5.97%	4.02%	5.46%	3.77%
财务费用	461.35	-622.52	115.16	164.56	126.18	55.45	104.82	-316.04	-212.82	-198.48
期间费用率(%)	21.89%	14.14%	27.91%	21.00%	20.27%	21.54%	18.66%	11.12%	14.48%	14.43%
营业利润	1817.74	5284.49	575.85	788.68	525.75	-72.54	1298.66	1469.33	1329.72	1186.78
增长率%(同比)	-9.97%	190.72%	311.64%	8.96%	-36.37%	-122.04%	125.52%	86.30%	152.92%	-1736.14%
增长率%(环比)			75.00%	36.96%	-33.34%	-113.80%	-1890.37%	13.14%	-9.50%	-10.75%
利润总额	2462.50	5895.33	601.87	793.20	715.11	352.32	1297.37	1457.77	1448.28	1691.91
增长率%(同比)	16.31%	139.40%	63.88%	10.37%	-13.54%	72.62%	115.56%	83.78%	102.53%	380.21%
增长率%(环比)			194.88%	31.79%	-9.85%	-50.73%	268.23%	12.36%	-0.65%	16.82%
净利润	1554.72	4642.25	283.72	491.56	418.51	360.93	1112.46	1123.98	1216.87	1188.95
增长率%(同比)	77.25%	198.59%	21.69%	87.19%	-8.93%	-561.83%	292.09%	128.66%	190.76%	229.41%
增长率%(环比)			-463.03%	73.25%	-14.86%	-13.76%	208.22%	1.04%	8.26%	-2.29%
EPS(元)	0.10	0.32	0.02	0.04	0.02	0.02	0.07	0.07	0.08	0.10

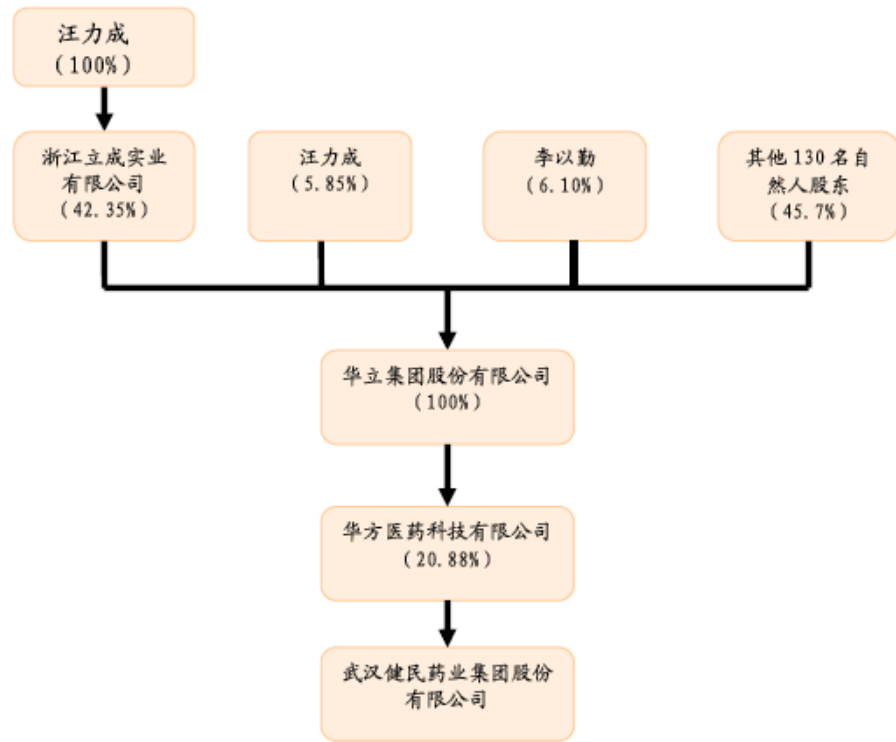
资料来源: 公司报告、齐鲁证券研究所





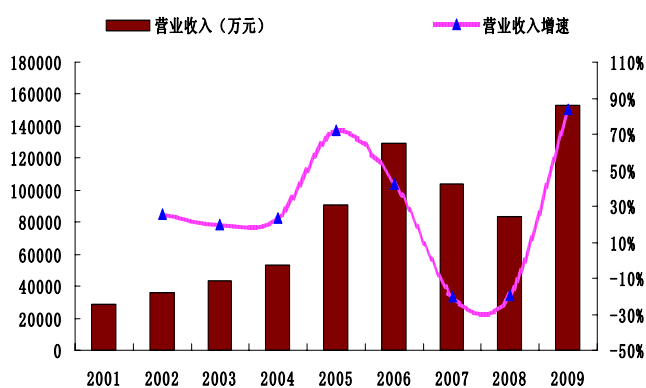


图1: 公司股权结构



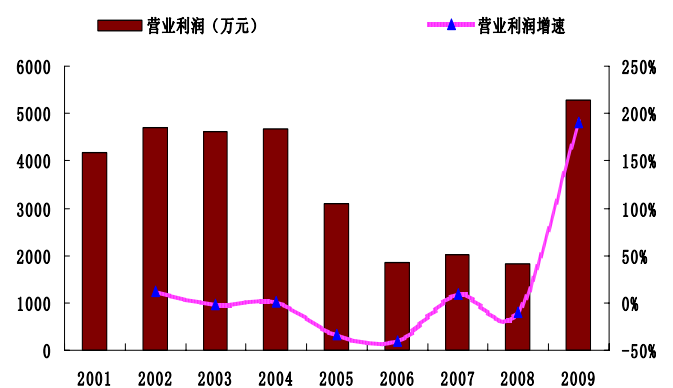
数据来源: 公司报告、齐鲁证券研究所

图2: 公司2001-2009年营业收入及其增速



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

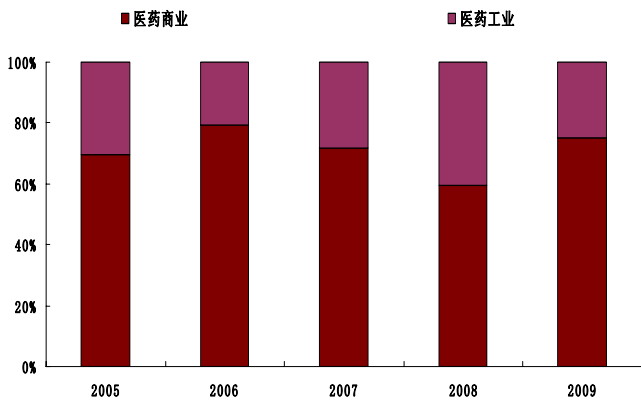
图3: 公司2001-2009年营业利润及其增速



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

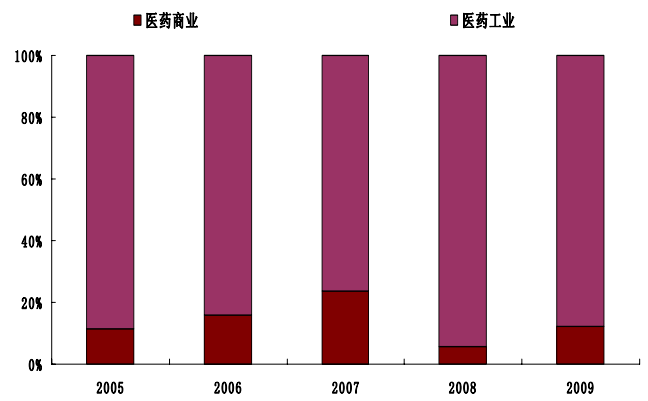


图4: 公司销售收入结构



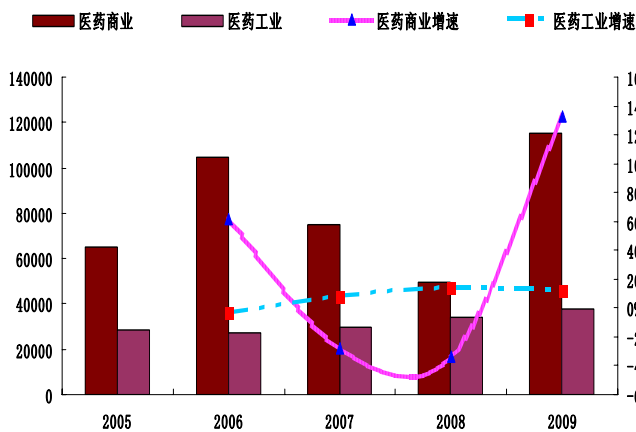
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图5: 公司销售毛利结构



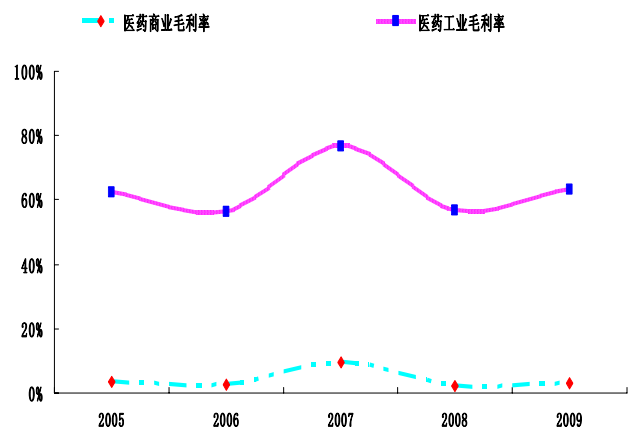
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图6: 2005-2009年公司各项业务营业收入及其增速



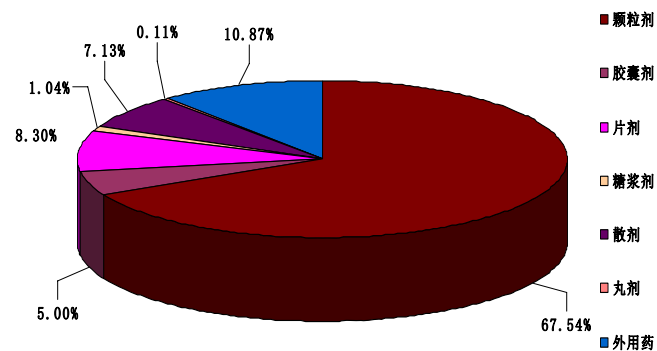
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图7: 公司各项业务毛利率变化



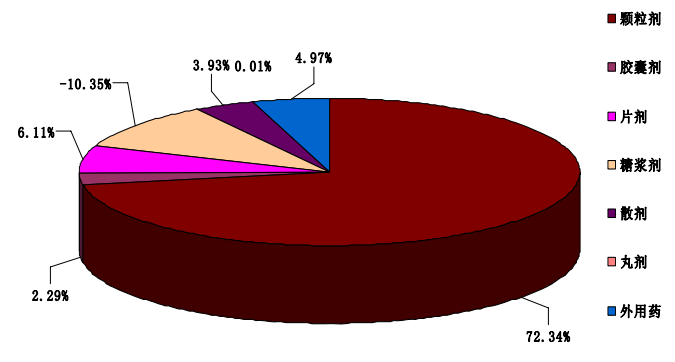
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图8: 公司2009年各产品剂型营业收入及其占比



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

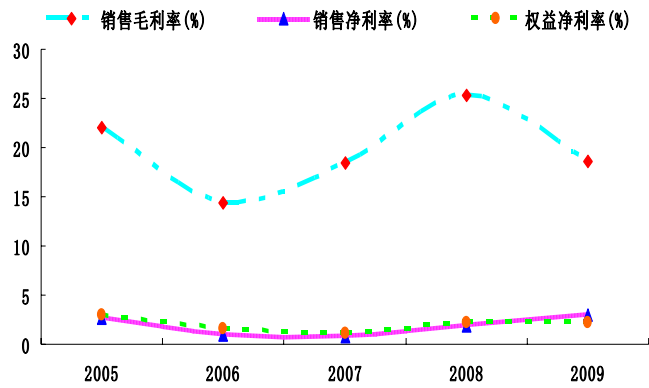
图9: 公司2009年各产品剂型营业利润及其占比



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

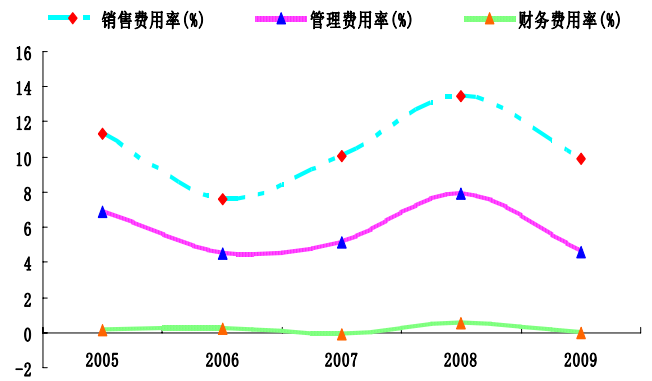


图10: 公司营销改革前后利润指标的变动



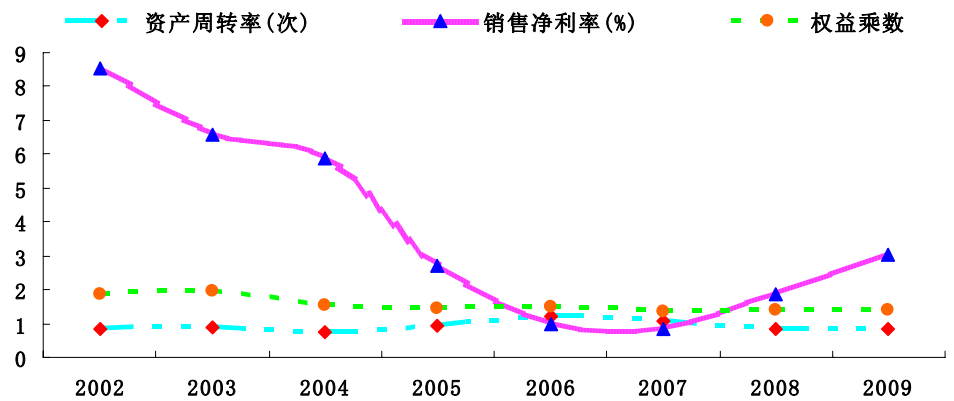
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图11: 公司营销改革前后费用指标的变动



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

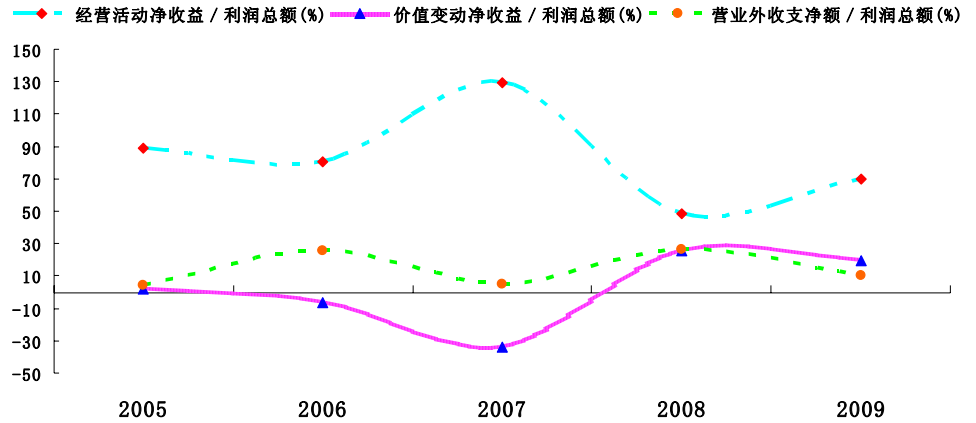
图12: 公司杜邦分析指标在营销改革前后变化情况



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

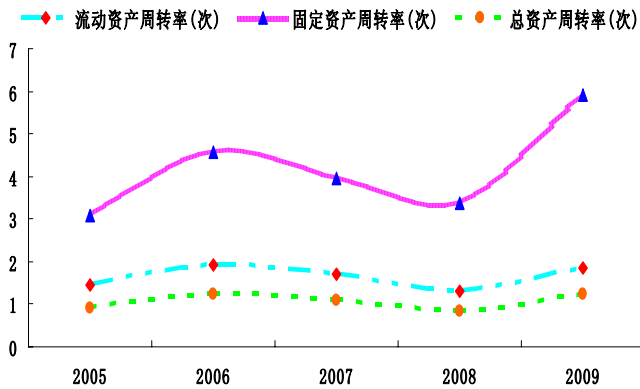


图13: 公司盈利质量分析



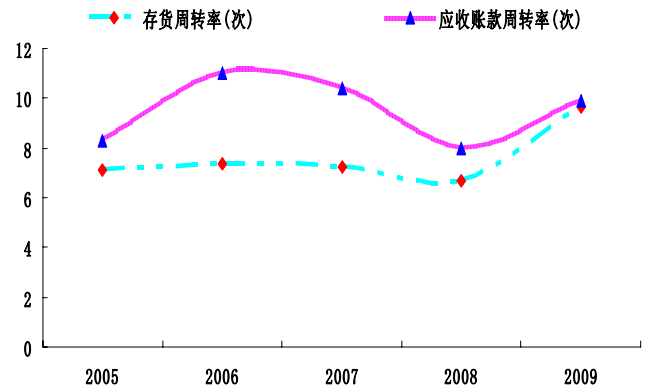
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图14: 公司营运能力分析



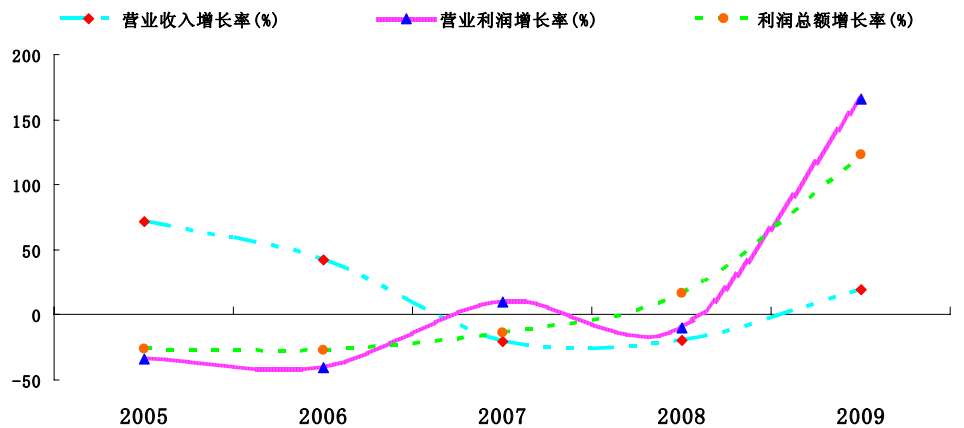
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图15: 公司流动资产营运能力分析



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图16: 公司成长能力分析



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所




**附表、公司盈利预测与估值**

资产负债表 (万元)					利润表 (万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	52614.75	63137.70	77028.00	92433.60	营业收入	153386.57	184063.89	224557.94	269469.53
应收账款	18709.97	22451.97	27391.40	32869.68	营业成本	124856.15	148647.57	181350.03	217620.04
存货净额	14430.89	17317.07	21126.83	25352.19	营业毛利	28530.42	35416.32	43207.91	51849.49
其他流动资产	0.55	0.66	0.81	0.97	营业税金及附加	759.93	861.46	1050.98	1261.18
<b>流动资产合计</b>	<b>92279.60</b>	<b>110735.52</b>	<b>135097.34</b>	<b>162116.81</b>	销售费用	15218.23	17372.27	21194.16	25433.00
固定资产	27515.30	33018.36	40282.40	48338.88	管理费用	7090.35	9150.51	11163.63	13396.35
无形资产及其他	2663.92	3196.71	3899.98	4679.98	财务费用	-622.52	230.20	280.84	337.01
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	1164.96	1257.50	1257.50	1257.50
长期股权投资	6074.81	7289.77	8893.51	10672.22	资产减值损失	1964.91	1332.42	1625.55	1950.66
<b>资产总计</b>	<b>218205.73</b>	<b>261846.88</b>	<b>319453.19</b>	<b>383343.83</b>	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0
短期借款及交易性金融					其他收入	0.00	0.00	0.00	1.00
负债	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	<b>5284.49</b>	<b>7726.97</b>	<b>9150.25</b>	<b>10728.80</b>
应付款项	69456.30	83347.56	101684.02	122020.83	营业外收入	707.37	1004.13	1225.03	1470.04
其他流动负债	1128.99	1354.79	1652.84	1983.41	营业外支出	96.53	272.72	332.71	399.26
<b>流动负债合计</b>	<b>79984.16</b>	<b>95980.99</b>	<b>117096.81</b>	<b>140516.17</b>	<b>利润总额</b>	<b>5895.33</b>	<b>8458.38</b>	<b>10042.57</b>	<b>11799.59</b>
长期借款及债券	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税费用	1253.08	1797.87	2134.60	2508.06
其他长期负责	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	<b>4642.25</b>	<b>6660.51</b>	<b>7907.98</b>	<b>9291.53</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>117.18</b>	<b>140.62</b>	<b>171.55</b>	<b>205.86</b>	少数股东权益	58.40	83.79	99.49	116.90
<b>负债合计</b>	<b>80101.34</b>	<b>96121.60</b>	<b>117268.36</b>	<b>140722.03</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4885.78</b>	<b>6576.72</b>	<b>7808.49</b>	<b>9174.63</b>
少数股东权益	7395.92	8875.10	10827.62	12993.15	<b>现金流量表 (万元)</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股东权益	138104.40	165725.27	202184.84	242621.80	<b>净利润</b>	<b>4642.25</b>	<b>6660.51</b>	<b>7907.98</b>	<b>9291.53</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>218205.73</b>	<b>261846.88</b>	<b>319453.19</b>	<b>383343.83</b>	资产减值准备	1964.91	1332.42	1625.55	1950.66
<b>关键财务指标 (万元)</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	折旧摊销	1584.26	1609.39	1634.92	1660.86
每股收益	0.32	0.43	0.51	0.60	公允价值变动净损益	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	9.00	10.80	13.18	15.82	财务费用	-622.52	230.20	280.84	337.01
ROIC	3.36%	4.02%	3.91%	3.83%	营运资本变动	13073.32	14049.10	15097.71	16224.59
ROE	3.36%	4.02%	3.91%	3.83%	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	18.60%	19.24%	19.24%	19.24%	<b>经营活动现金流量</b>	<b>11629.21</b>	<b>12282.35</b>	<b>12972.18</b>	<b>13700.75</b>
净利率	3.03%	3.62%	3.52%	3.45%	资本开支	-15821.94	-16794.20	-17826.20	-18921.63
EBIT margin	45.00	61.79	60.18	58.96	其他投资现金流	317.76	330.19	343.10	356.52
EBITDA margin	51.93	66.40	63.19	60.96	<b>投资活动现金流量</b>	<b>16139.69</b>	<b>15779.22</b>	<b>15426.80</b>	<b>15082.26</b>
资产负债率	0.37	0.37	0.37	0.37	权益性融资	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	1.15	1.15	1.15	1.15	负债净变化	19086.28	23071.81	27889.60	33713.41
速动比率	0.97	0.97	0.97	0.97	支付股利、利息	35753.11	51589.24	62987.34	76903.72
收入增长	83.62%	20.00%	22.00%	20.00%	其他融资现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率	198.59%	43.48%	18.73%	17.50%	<b>融资活动现金流量</b>	<b>-16666.83</b>	<b>-16444.78</b>	<b>-16225.69</b>	<b>-16009.51</b>
P/E	48.70	36.18	30.47	25.93	货币资金期初余额	12045.21	12430.56	12828.23	13238.62
P/B	1.72	1.44	1.18	0.98	货币资金期末余额	24503.50	29978.20	36676.10	44870.46
PEG	0.25	0.83	1.63	1.48	<b>现金净变动</b>	<b>12045.21</b>	<b>12430.56</b>	<b>12828.23</b>	<b>13238.62</b>
EV/EBITDA	19.30	31.11	31.11	31.11					

资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所





## 投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

## 重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的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。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

