

2025年03月24日

证券研究报告·2024年年报点评

健民集团 (600976) 医药生物

当前价: 44.87元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 体培牛黄持续高增长，渠道改革迎来拐点

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年年报, 2024 年实现营收 35.0 亿元, 同比-16.8%, 实现归母净利润 3.6 亿元, 同比-30.5%; 扣非归母净利润 3.0 亿元, 同比-30.8%。
- **业绩遭遇改革阵痛, 核心产品销量下降。** 2024 年, 公司营收 35.0 亿元 (-16.8%), 归母净利润 3.6 亿元 (-30.5%), 毛利率 47.7% (+1.7pp)。医药工业营收 17.5 亿元 (-19.3%), 毛利率 76.4% (-1.4pp), 系营销体系改革以及核心产品销量下降导致。其中, 2024 年儿科/妇科/特色中药板块分别实现销量 2110.4 万/1502.1 万/1124.6 万盒, 同比-32.4%/-13.7%/-16.9%, 系 OTC 线梳理渠道经销商, 清理库存导致。其中, 龙牡壮骨颗粒梳理渠道经销商, 库存降至合理水平。健脾生血颗粒快速启动与重点连锁药店战略合作, 积极拓展院外市场。便通胶囊纯销保持高速增长, 市占率显著提升; 1.1 类新药小儿紫贝宣肺糖浆进入医保, 七蕊胃舒胶囊医保续约, 院端覆盖率提升。除医药工业收入下降外, 公司净利润下降的原因还有: 便通胶囊广告投入增加、研发投入增长、中药材价格上涨。
- **持续推进研发创新。** 2024 年, 公司销售费用同比-8.6%, 系公司营销体系改革, 加强销售费用合理化应用; 管理费用同比+11.6%, 系薪酬费用增长所致; 财务费用同比+972.6%, 因票据贴现息调整至财务费用核算; 研发费用同比+7.4%, 系本期加大研发投入, 新增研发项目。具体来说, 1) 新品开发方面, 全年在研项目 31 项。中成药创新领域, 牛黄小儿退热贴提交上市申请; 枳术通便颗粒、通降颗粒研发投入分别增加 574.9%、42.8%, 临床研究进展顺利。化药领域, 乳果糖口服溶液等 4 项制剂获批上市, 丰富 Rx 端产品矩阵。同时, 4 项制剂完成中试研究, 新增 6 项新药项目。2) 二次开发方面, 致力于提升产品品质和临床应用价值, 全年在研项目 19 项。
- **投资收益稳中有进, 体培牛黄业绩亮眼。** 2024 年, 公司实现投资收益 2.3 亿元 (-2.3%), 其中对联营企业和合营企业的投资收益为 2.3 亿元 (+22.0%), 主要是子公司大鹏药业体外培育牛黄业务贡献业绩。2024 年子公司大鹏药业实现净利润 6.9 亿元 (+22.1%)。公司积极拓展含有牛黄的其它下游产品, 体外培育牛黄将进一步替代除安宫牛黄丸之外其它含有牛黄的中药产品, 销量持续保持稳定增长。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到公司龙牡壮骨颗粒渠道变革重焕生机, 便通胶囊那和健脾生血院外提高市占率。预计 2025-2027 年归母净利润分别为 5.3 亿元、6.6 亿元和 8.2 亿元, 对应 PE 为 13 倍、10 倍和 8 倍, 建议保持关注。
- **风险提示:** 销售推广或不及预期, 研发进展或不及预期, 集采降价风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	3504.99	3778.37	4133.54	4534.50
增长率	-16.81%	7.80%	9.40%	9.70%
归属母公司净利润(亿元)	362.18	527.00	658.94	816.16
增长率	-30.54%	45.51%	25.03%	23.86%
每股收益 EPS(元)	2.36	3.44	4.30	5.32
净资产收益率 ROE	15.01%	19.05%	20.29%	21.26%
PE	19	13	10	8
PB	2.81	2.40	2.04	1.73

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 阮雯  
执业证号: S1250522100004  
电话: 021-68416017  
邮箱: rw@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.53
流通 A 股(亿股)	1.53
52 周内股价区间(元)	40.08-66.0
总市值(亿元)	68.83
总资产(亿元)	42.78
每股净资产(元)	15.88

### 相关研究

1. 健民集团 (600976): 营销改革持续推进, 新药研发成效显著 (2024-08-19)

## 关键假设：

假设 1：儿科：公司儿科主导产品龙牡壮骨颗粒立足 OTC。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。2023 年，《国家医保目录（2023 年）》取消龙牡报销范围限制，促进院端推广。尽管 2024 年公司梳理渠道经销商、清理库存举措使龙牡销量有所下降，但随着营销体系改革推进，销售费用合理化应用，将有利于产品量价提升。预计龙牡壮骨颗粒 2025-2027 销量增速为 10%、10%、10%，价格保持不变。

假设 2：妇科：公司妇科产品线包括小金胶囊、健脾生血颗粒等。其中，小金胶囊进入集采持续培育市场；健脾生血颗粒 2024 年快速启动与重点连锁药店战略合作，纯销保持高速增长，市占率显著提升。假设 2025-2027 年小金胶囊销量增速分别为 5%、5%、5%，价格保持不变；健脾生血颗粒销量增速分别为 20%、20%、20%，价格增速分别为 10%、10%、10%。

假设 3：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，2024 年铺货率和纯销量快速增长。另外，公司自主研发的七蕊胃舒胶囊 2023 年进入国家医保目录，2024 年医保续约，加快各省级市场导入；小儿紫贝宣肺糖浆 2024 年进入国家医保目录，有望持续放量。假设 2025-2027 年健民咽喉片、便通胶囊销量增速分别为 20%、20%、20%，价格增速分别为 10%、10%、10%。假设 2025-2027 年七蕊胃舒胶囊、小儿紫贝宣肺糖浆销量增速分别为 30%、30%、30%，价格保持不变。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

**表 1：健民集团收入及毛利分析**

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
医药工业-儿科	收入	7.8	8.5	9.4	10.3
	增速	-32.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	77.8%	82.0%	82.0%	82.0%
医药工业-妇科	收入	5.5	6.4	7.3	8.4
	增速	-3.6%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	77.6%	78.0%	78.0%	78.0%
医药工业-特色中药	收入	2.6	2.7	3.4	4.2
	增速	3.3%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	83.1%	85.0%	85.0%	85.0%
医药工业-其他	收入	1.6	1.8	1.9	2.1
	增速	-18.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	54.2%	51.0%	51.0%	51.0%
商业	收入	17.4	18.2	19.2	20.1
	增速	-13.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	18.9%	18.0%	19.0%	20.0%
其他	收入	0.2	0.2	0.2	0.2
	增速	-45.7%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	52.8%	50.0%	51.0%	52.0%
合计	收入	35.0	37.8	41.3	45.4
	增速	-16.8%	7.8%	9.4%	9.7%
	毛利率	47.7%	49.0%	50.7%	52.5%

数据来源：wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3504.99	3778.37	4133.54	4534.50	净利润	367.75	546.69	682.83	845.77
营业成本	1831.99	1926.97	2037.84	2153.89	折旧与摊销	64.23	69.09	69.09	69.09
营业税金及附加	22.30	49.12	53.74	58.95	财务费用	11.67	7.60	7.01	9.36
销售费用	1228.18	1284.65	1405.40	1541.73	资产减值损失	-1.40	0.00	0.00	0.00
管理费用	192.30	302.27	330.68	362.76	经营营运资本变动	62.34	71.30	-33.15	-37.69
财务费用	11.67	7.60	7.01	9.36	其他	-270.31	-402.56	-423.14	-489.53
资产减值损失	-1.40	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>234.27</b>	<b>292.13</b>	<b>302.64</b>	<b>397.00</b>
投资收益	226.09	351.20	405.44	470.53	资本支出	-167.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	28.40	28.40	28.40	28.40	其他	-79.71	108.40	108.40	108.40
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-246.90</b>	<b>108.40</b>	<b>108.40</b>	<b>108.40</b>
<b>营业利润</b>	<b>396.78</b>	<b>587.37</b>	<b>732.72</b>	<b>906.75</b>	短期借款	61.45	-44.02	53.13	50.00
其他非经营损益	-4.16	-3.71	-3.70	-3.78	长期借款	4.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>392.62</b>	<b>583.66</b>	<b>729.02</b>	<b>902.97</b>	股权融资	2.74	0.00	0.00	0.00
所得税	24.87	36.97	46.18	57.20	支付股利	-184.08	-127.85	-186.04	-232.61
净利润	367.75	546.69	682.83	845.77	其他	15.33	-13.99	-7.01	-9.36
少数股东损益	5.57	19.68	23.90	29.60	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-100.56</b>	<b>-185.87</b>	<b>-139.91</b>	<b>-191.97</b>
归属母公司股东净利润	362.18	527.00	658.94	816.16	<b>现金流量净额</b>	<b>-113.20</b>	<b>214.66</b>	<b>271.13</b>	<b>313.44</b>
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	163.17	377.84	648.97	962.41	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	948.73	948.61	1054.74	1155.46	销售收入增长率	-16.81%	7.80%	9.40%	9.70%
存货	354.31	373.44	395.15	418.20	营业利润增长率	-30.86%	48.03%	24.75%	23.75%
其他流动资产	1135.22	1009.25	1014.42	1020.26	净利润增长率	-29.72%	48.66%	24.90%	23.86%
长期股权投资	430.08	701.28	1026.72	1417.25	EBITDA 增长率	-24.57%	40.49%	21.80%	21.81%
投资性房地产	8.23	8.23	8.23	8.23	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	567.70	510.57	453.45	396.32	毛利率	47.73%	49.00%	50.70%	52.50%
无形资产和开发支出	51.19	50.03	48.86	47.69	三费率	40.86%	42.20%	42.17%	42.21%
其他非流动资产	618.99	608.19	597.39	586.59	净利率	10.49%	14.47%	16.52%	18.65%
<b>资产总计</b>	<b>4277.63</b>	<b>4587.43</b>	<b>5247.93</b>	<b>6012.41</b>	ROE	15.01%	19.05%	20.29%	21.26%
短期借款	140.90	96.87	150.00	200.00	ROA	8.60%	11.92%	13.01%	14.07%
应付和预收款项	848.81	815.97	884.93	942.71	ROIC	42.41%	65.89%	85.97%	105.82%
长期借款	4.00	4.00	4.00	4.00	EBITDA/销售收入	13.49%	17.58%	19.57%	21.73%
其他负债	833.58	801.41	843.02	886.57	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1827.29</b>	<b>1718.25</b>	<b>1881.95</b>	<b>2033.29</b>	总资产周转率	0.83	0.85	0.84	0.81
股本	153.40	153.40	153.40	153.40	固定资产周转率	9.51	11.36	15.01	20.78
资本公积	523.42	523.42	523.42	523.42	应收账款周转率	3.93	4.31	4.51	4.45
留存收益	1758.48	2157.64	2630.54	3214.09	存货周转率	4.45	5.18	5.19	5.19
归属母公司股东权益	2435.31	2834.46	3307.36	3890.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.33%	—	—	—
少数股东权益	15.03	34.71	58.61	88.22	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2450.34</b>	<b>2869.17</b>	<b>3365.97</b>	<b>3979.13</b>	资产负债率	42.72%	37.46%	35.86%	33.82%
负债和股东权益合计	4277.63	4587.43	5247.93	6012.41	带息债务/总负债	7.93%	5.87%	8.18%	10.03%
					流动比率	1.49	1.66	1.73	1.82
					速动比率	1.29	1.43	1.51	1.61
					股利支付率	50.83%	24.26%	28.23%	28.50%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	472.68	664.06	808.82	985.20	每股收益	2.36	3.44	4.30	5.32
PE	19.00	13.06	10.45	8.43	每股净资产	15.97	18.70	21.94	25.94
PB	2.81	2.40	2.04	1.73	每股经营现金	1.53	1.90	1.97	2.59
PS	1.96	1.82	1.67	1.52	每股股利	1.20	0.83	1.21	1.52
EV/EBITDA	11.38	7.70	6.06	4.70					
股息率	2.67%	1.86%	2.70%	3.38%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
北京	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn

---