

加大研发投入，推进创新转型

事件：

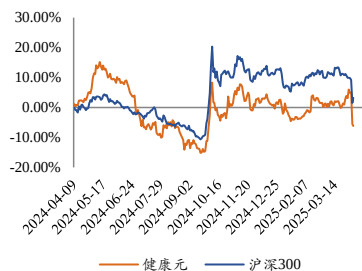
相关研究：

1. 《健康元首次覆盖：吸入制剂龙头，开启创新驱动新周期》

2023.3.31

公司评级：增持（维持）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-4.41	-4.72	-15.20
绝对收益	-9.25	-4.24	-8.17

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：张德燕

证书编号：S0500521120003

Tel: (8621) 50295326

Email: zhangdy @xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

公司发布 2024 年度报告。根据 2024 年公司年报，公司实现营业收入 156.19 亿元，同比下降 6.17%；归母净利润 13.87 亿元，同比下降 3.90%；扣非归母净利润为 13.19 亿元，同比下降 3.99%；EPS 为 0.74 元/股，同比下降 2.63%，基本符合预期。

核心要点：

□ 抗感染恢复增长，呼吸业务集采影响显现，保健及 OTC 增长 53.91%

近几年处方药业务存量核心品种相继受到集采影响，从影响节奏来看，抗感染集采影响消退，恢复增长，同比增长 9.69%。左沙丁胺醇集采报表影响显现，同时叠加 2023 年呼吸疾病高基数因素，导致呼吸业务收入同比下滑 36.98%。预计 2025 年集采影响边际逐步减弱。

保健食品及 OTC 板块保持快速增长，受益于品牌数字营销体系建设，板块实现营业收入 6.97 亿元，同比增长 53.91%。

原料药及中间体板块整体保持相对稳定，实现营业收入 20.25 亿元，同比下降 2.63%。其中，7-ACA 价格呈现稳定增长态势，美罗培南原料药受价格下滑，市场竞争加剧等因素影响，收入有所下滑。

丽珠单抗（持股 54.52%）较去年同期减亏 3.18 亿元。丽珠单抗研发管线调整，降本增效，经营情况有所改善，亏损额有所减少。对公司当期归属上市公司净利润影响金额约为-2.91 亿元，较去年同期减亏 3.18 亿元。

子公司丽珠集团多元化产品管线布局优势凸显，业绩呈现韧性：促性激素、精神及诊断试剂业务保持稳健增长，同比增长分别为 1.64%、0.63% 和 9.02%。消化道、中药受续约价格下降及高基数等因素影响，收入出现一定下滑，原料药保持相对稳定。

□ 加大研发投入，快速推进临床进展

公司全面聚焦创新，加大研发投入，布局丰富产品管线，2024 年健康元研发费用同比增加 30%。2025 年创新药管线步入收获期，首款流感新药玛帕西沙韦已于 2024 年 8 月提交 NDA 申请。TSLP 单抗、IL-4R 单抗、MABA 吸入溶液和 GSNOR 抑制剂处于 II 期临床阶段，其中 TSLP 单抗中重度 COPD 适应症研发进度位居国内药企前列。

□ 毛利率保持稳定，精细化管理效果显著，费用率有所下降

公司医药制造毛利率 63.08%，同比增加 0.64 个百分点，保持相对稳定。受益于公司精细化管理及集采产品费用下降等因素，公司整体费用有所下降，其中销售费用 39.2 亿元，同比下降 11.53%。研发费用 14.3 亿元，同比下降 13.62%，研发管线更加聚焦创新，同时提升研发效率，降本增效效果显现。

□ 投资建议

公司经营稳健，业务涉及化药、生物药、中药、原料药、诊断试剂、原料药及保健品等医药产业链多个领域，打造吸入制剂、缓释微球等特色高壁

垒复杂制剂技术平台，构建多元化产品矩阵，保障业绩持续稳健增长。当前公司步入创新转型加速新阶段，创新产品有望为公司发展注入新动力。考虑到呼吸产品管线放量节奏因素及当前国际环境扰动，我们小幅调低 2025-2026 年收入及利润预测，同时更新 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年营业收入为 160.4、170.0、180.2 亿元（2025-2026 原预测值 164.7、176.3 亿元，下调幅度为 2.64%、3.58%），同比增速分别为 2.7%、6.0%和 6.0%，归母净利润为 14.6、15.6 和 16.8 亿元（2025-2026 原预测值 15.3、16.7 亿元，下调幅度为 4.59%、6.83%），同比增速分别为 5.3%、6.6%和 8.0%，EPS 分别为 0.80、0.85 和 0.92 元。当前股价对应 2025-2027 PE 分别为 13.0、12.2 和 11.3 倍，维持公司“增持”评级。

□ 风险提示

创新药管线研发推进、临床数据及商业化低于预期风险；

集采政策收紧风险；

原料药国际化推进不及预期风险；

消费市场恢复不及预期风险；

上游中药材价格波动风险；

国际环境持续紧张风险。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	156.2	160.4	170.0	180.2
同比	-6.2%	2.7%	6.0%	6.0%
净利润	13.9	14.6	15.6	16.8
同比	-3.9%	5.3%	6.6%	8.0%
毛利率	62.7%	62.9%	64.1%	65.1%
ROE	9.5%	9.2%	9.1%	9.1%
每股收益（元）	0.74	0.80	0.85	0.92
PE	13.7	13.0	12.2	11.3
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：天软科技、湘财证券研究所；单位：亿元

附表 健康元公司财务报表以及相应指标

资产负债表				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	23006	25550	27694	30834
货币资金	14852	17486	18961	21652
应收账款	2430	2485	2671	2873
其他应收款	51	42	53	56
预付账款	241	244	252	259
存货	2621	2752	2846	2927
其他流动资产	2810	2540	2910	3068
非流动资产	12712	13123	13290	13150
长期股权投资	1446	1446	1446	1446
固定资产	5689	5723	5706	5603
在建工程	531	698	824	647
无形资产	687	787	887	987
其他非流动资产	4358	4469	4427	4467
资产总计	35718	38674	40983	43985
流动负债	9271	9512	9429	9682
短期借款	2455	2219	2250	2308
应付账款	766	781	802	826
其他流动负债	6050	6513	6377	6547
非流动负债	3047	2701	2122	1659
长期借款	2425	2022	1471	994
其他非流动负债	623	679	651	665
负债合计	12318	12213	11551	11341
归属母公司股东权益	14535	15918	17099	18378
股本	1874	1829	1829	1829
资本公积	1654	1654	1654	1654
留存收益	11376	12460	13649	14924
少数股东权益	8865	10543	12333	14266
负债和股东权益	35718	38674	40983	43985
现金流量表				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3636	4013	3481	4273
净利润	2983	3137	3346	3614
资产减值准备	293	-112	4	-1
折旧摊销	900	915	1004	1091
财务费用	66	-212	-179	-98
投资损失	-64	-70	-67	-69
营运资金变动	-423	275	-616	-299
其他经营现金流	-119	79	-11	34
投资活动现金流	-1154	-1035	-1210	-900
资本支出	979	900	900	600
长期投资	169	0	-0	0
其他投资现金流	-5	-135	-311	-300
筹资活动现金流	-3036	-343	-796	-683
短期借款	379	-236	31	58
长期借款	-698	-403	-550	-477
普通股增加	9	-45	0	0
资本公积增加	53	0	0	0
其他筹资现金流	-2779	341	-276	-264
现金净增加额	-498	2634	1475	2690

利润表				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	15619	16036	16998	18019
营业成本	5828	5943	6108	6292
税金及附加	190	194	207	219
销售费用	3923	4041	4386	4649
管理费用	912	936	994	1056
研发费用	1435	1483	1581	1679
财务费用	-302	-212	-179	-98
信用减值损失	-7	-1	-1	-1
资产减值损失	-293	-100	-100	-100
公允价值变动收益	-17	-20	-19	-19
投资收益	64	70	67	69
营业利润	3616	3799	4050	4370
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	49	49	49	49
利润总额	3575	3757	4008	4329
所得税	592	620	663	715
净利润	2983	3137	3346	3614
少数股东损益	1596	1678	1790	1933
归属母公司净利润	1387	1460	1556	1681
EBITDA	4214	4502	4875	5364
EPS (元)	0.74	0.80	0.85	0.92
主要财务比率				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-6.2%	2.7%	6.0%	6.0%
营业利润	3.1%	5.0%	6.6%	7.9%
归属母公司净利润	-3.9%	5.3%	6.6%	8.0%
获利能力				
毛利率	62.7%	62.9%	64.1%	65.1%
净利率	8.9%	9.1%	9.2%	9.3%
ROE	9.5%	9.2%	9.1%	9.1%
ROIC	29.2%	30.8%	30.7%	33.4%
偿债能力				
资产负债率	34.5%	31.6%	28.2%	25.8%
流动比率	2.48	2.69	2.94	3.18
速动比率	2.20	2.40	2.64	2.88
利息保障倍数	26.89	26.22	32.41	40.56
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.43	0.43	0.42
应收账款周转率	5.90	6.32	6.39	6.31
存货周转率	1.99	2.09	2.11	2.11
每股指标 (元)				
每股收益	0.74	0.80	0.85	0.92
每股经营现金流	1.99	2.19	1.90	2.34
每股净资产	7.94	8.70	9.35	10.05
估值比率				
P/E	13.72	13.03	12.23	11.32
P/B	1.31	1.20	1.11	1.04
EV/EBITDA	3.42	3.20	2.96	2.69

资料来源：天软科技、湘财证券研究所；单位：百万元

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，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多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。