

公司研究

主业转型过渡，投入创新可期

——健康元（600380.SH）更新点评

要点

吸入制剂收入有所波动，期待妥布霉素放量。24 年公司呼吸制剂产品销售收入 10.97 亿元，同比下降 36.98%。吸入制产品收入有所波动主要是由于：1) 妥布霉素 24 年收入主要来自于 ICU 科室销售，放量较慢；2) 左沙丁胺醇受集采政策影响收入下滑；3) 23 年呼吸疾病高发形成较高基数。整体来看，24 年收入有所波动，随着集采等负面因素消退，预计 25 年有望依托妥布霉素、舒利迭、TG-1000 等产品的逐步放量拉动吸入制剂板块收入增长。

保健品和 OTC 产品快速发展，驱动板块收入快速增长。24 年健康元（不含丽珠集团、丽珠单抗）保健食品及 OTC 板块实现营业收入 6.97 亿元，同比增长约 53.91%。保健食品与 OTC 板块利用小红书、抖音、微信等新媒体内容渠道，通过达人推荐、健康科普、达人直播带货等方式创作优质的内容触达用户，传递品牌理念，驱动品牌全渠道的销售增长。我们预计 25~26 年板块发展势头良好，收入有望维持较快增速。

研发有序投入，创新转型可期。在创新药领域，公司正逐步推进“机制创新+多适应症覆盖”战略，向“抗感染+呼吸+镇痛”等多元协同方向发展。其中：1) 抗流感新药 TG-1000 已报产，预计 2025 年下半年获批上市，该新药具有较长的有效治疗期；2) 在高壁垒复杂制剂方面，沙美特罗替卡松吸入粉雾剂、丙酸氟替卡松雾化吸入用混悬液获得注册批件，均实现国内首仿。3) 在前沿靶点布局方面，TSLP 单抗与 IL-4R 单抗均已进入 II 期临床研究阶段。在创新药加速向机制升级、适应症精准拓展演进的趋势下，公司在其呼吸系统疾病治疗主线之外，开始布局多元化创新领域，Nav1.8 作为外周神经系统疼痛信号传导的重要钠通道，具有机制选择性高、不影响中枢、依赖风险低等特征，中枢神经项目有望强化公司慢病协同价值。

盈利预测与估值评级。公司传统主业因集采等因素正进入过渡维稳时期，整体来看，创新转型正在有序推进中，我们下调 25~26 年归母净利润预测为 13.20/15.11 亿元（原值为 15.99/17.64 亿元，分别下调 17.5%/14.4%），新增 27 年归母净利润预测为 16.65 亿元，对应 25~27 年 EPS 分别为 0.72/0.83/0.91 元，对应 P/E 为 15/13/12 倍，考虑到公司在吸入制剂领域的领先地位，核心品种有望放量且后续管线梯队有序，维持“买入”评级。

风险提示：药品带量采购风险，审批政策风险，原料药价格波动等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	16,646	15,619	15,760	16,696	17,739
营业收入增长率	-2.90%	-6.17%	0.90%	5.94%	6.25%
归母净利润（百万元）	1,443	1,387	1,320	1,511	1,665
归母净利润增长率	-3.98%	-3.90%	-4.84%	14.49%	10.22%
EPS（元）	0.77	0.74	0.72	0.83	0.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.49%	9.54%	8.52%	9.08%	9.31%
P/E	14	15	15	13	12
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-06-27（23~24 年总股本数为 1860.52/1874.20 百万股，25~27 年总股本数为 1829.45 百万股）

买入（维持）

当前价：11.04 元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebsecn.com

分析师：吴佳青

执业证书编号：S0930519120001

021-52523697

wujiaqing@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	18.29
总市值(亿元):	201.97
一年最低/最高(元):	9.40/13.05
近 3 月换手率:	57.35%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.11	-5.55	-13.64
绝对	-0.99	-4.66	-0.88

资料来源：Wind

相关研报

吸入制剂收入有所波动，创新转型可期——健康元（600380.SH）事件点评（2025-03-26）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,646	15,619	15,760	16,696	17,739
营业成本	6,298	5,828	5,939	6,262	6,602
折旧和摊销	1,022	784	914	962	1,014
税金及附加	203	190	192	204	216
销售费用	4,434	3,923	3,879	4,105	4,358
管理费用	930	912	867	872	951
研发费用	1,662	1,435	1,576	1,686	1,792
财务费用	-405	-302	-134	-229	-276
投资收益	79	64	0	0	0
营业利润	3,507	3,616	3,443	3,936	4,334
利润总额	3,466	3,575	3,402	3,895	4,293
所得税	615	592	564	645	711
净利润	2,851	2,983	2,839	3,250	3,582
少数股东损益	1,408	1,596	1,519	1,739	1,917
归属母公司净利润	1,443	1,387	1,320	1,511	1,665
EPS(元)	0.77	0.74	0.72	0.83	0.91

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,929	3,636	6,055	3,730	4,027
净利润	1,443	1,387	1,320	1,511	1,665
折旧摊销	1,022	784	914	962	1,014
净营运资金增加	-133	-411	-1,560	1,139	1,282
其他	1,597	1,876	5,382	118	66
投资活动产生现金流	-877	-1,154	-493	-925	-900
净资本支出	-1,115	-978	-537	-850	-850
长期投资变化	1,411	1,446	0	0	0
其他资产变化	-1,174	-1,623	44	-75	-50
融资活动现金流	-1,927	-3,036	-2,679	-128	-132
股本变化	-64	9	-45	0	0
债务净变化	497	-641	-2,455	0	0
无息负债变化	-487	-759	-200	125	123
净现金流	1,162	-498	2,883	2,677	2,995

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	62.2%	62.7%	62.3%	62.5%	62.8%
EBITDA 率	28.8%	30.0%	29.5%	28.2%	28.9%
EBIT 率	22.2%	24.4%	23.7%	22.5%	23.2%
税前净利润率	20.8%	22.9%	21.6%	23.3%	24.2%
归母净利润率	8.7%	8.9%	8.4%	9.0%	9.4%
ROA	7.8%	8.4%	8.0%	8.4%	8.6%
ROE (摊薄)	10.5%	9.5%	8.5%	9.1%	9.3%
经营性 ROIC	11.7%	12.2%	13.3%	12.8%	13.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	38%	34%	27%	25%	24%
流动比率	2.42	2.48	3.51	3.88	4.29
速动比率	2.15	2.20	3.36	3.73	4.14
归母权益/有息债务	2.32	2.76	5.49	5.90	6.34
有形资产/有息债务	5.69	6.26	12.10	13.19	14.37

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	36,358	35,718	35,527	38,545	41,841
货币资金	15,692	14,852	17,735	20,411	23,407
交易性金融资产	83	89	10	10	10
应收账款	2,693	2,430	3,049	3,230	3,432
应收票据	1,941	1,951	1,576	1,670	1,774
其他应收款 (合计)	46	51	315	334	355
存货	2,656	2,621	993	1,039	1,085
其他流动资产	77	159	163	186	212
流动资产合计	23,875	23,006	24,138	27,190	30,598
其他权益工具	1,155	1,027	1,027	1,027	1,027
长期股权投资	1,411	1,446	1,446	1,446	1,446
固定资产	5,626	5,689	5,307	4,949	4,592
在建工程	531	531	818	1,033	1,195
无形资产	683	687	690	651	616
商誉	636	636	631	631	631
其他非流动资产	957	1,273	1,230	1,230	1,230
非流动资产合计	12,483	12,712	11,389	11,355	11,243
总负债	13,719	12,318	9,663	9,788	9,911
短期借款	2,076	2,455	0	0	0
应付账款	894	766	780	823	867
应付票据	1,469	1,385	1,411	1,488	1,569
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	51	12	12	12	12
流动负债合计	9,861	9,271	6,884	7,010	7,132
长期借款	3,122	2,425	2,425	2,425	2,425
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	460	335	352	352	352
非流动负债合计	3,858	3,047	2,779	2,779	2,779
股东权益	22,640	23,400	25,864	28,757	31,931
股本	1,866	1,874	1,829	1,829	1,829
公积金	2,461	2,538	2,614	2,614	2,614
未分配利润	9,442	10,492	11,405	12,560	13,816
归属母公司权益	13,756	14,535	15,479	16,633	17,890
少数股东权益	8,884	8,865	10,384	12,124	14,040

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	26.64%	25.12%	24.61%	24.59%	24.56%
管理费用率	5.59%	5.84%	5.50%	5.23%	5.36%
财务费用率	-2.43%	-1.93%	-0.85%	-1.37%	-1.56%
研发费用率	9.98%	9.19%	10.00%	10.10%	10.10%
所得税率	18%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.18	0.20	0.19	0.22	0.25
每股经营现金流	2.11	1.94	3.31	2.04	2.20
每股净资产	7.37	7.76	8.46	9.09	9.78
每股销售收入	8.92	8.33	8.61	9.13	9.70

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	14	15	15	13	12
PB	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.1	9.2	8.5	8.7	8.4
股息率	1.6%	1.8%	1.8%	2.0%	2.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
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%至 15%；
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；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP