

研究所

证券分析师：

胡博新 S0350517060001
hubx@ghzq.com.cn

被低估的潜在呼吸吸入制剂龙头 ——健康元（600380）调研简报

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
健康元	5.9	8.7	35.2
沪深 300	1.3	-4.7	-3.4

市场数据

2018-07-25

当前价格（元）	11.91
52 周价格区间（元）	8.57 - 13.78
总市值（百万）	18733.58
流通市值（百万）	18716.73
总股本（万股）	157292.83
流通股（万股）	157151.43
日均成交额（百万）	302.66
近一月换手（%）	42.86

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

近期我们对健康元进行了实地调研。

投资要点：

- 我国 COPD 和哮喘吸入制剂市场是增量市场，潜在增长空间大。一方面 COPD 和哮喘患者数量大而且不断上升；另一方面我国 COPD 和哮喘患者治疗的比例仍有较大提高空间。从用药结构的角度看，欧美等发达国家 COPD 和哮喘用药市场以院外治疗的气/粉雾剂为主，而我国仍以院内治疗使用的雾化液/混悬液为主，气/粉雾剂仍有较大的未被开拓的市场空间。根据 PDB 样本医院的数据，2017 年我国 COPD 和哮喘吸入制剂市场规模为 21 亿元，同比增长 12%；COPD 和哮喘市场吸入制剂占比从 2012 年的 53.6% 上升到 2017 年的 57.0%。
- 呼吸吸入制剂生产和研发壁垒高，护城河明显。吸入制剂研发、审批和生产壁垒较高，这是导致我国市场长期为外企占据的原因；但对于能够攻克这些壁垒的国内药企，这些壁垒将成为良好的护城河。研发壁垒主要体现在对吸入制剂的粒径大小有严格的要求，均一性和稳定性较难确保，以及给药装置的研发上。审批壁垒主要体现在吸入制剂进行 BE 试验流程较为复杂，产生的花费亦较高，而且需要药械结合联合申报。生产壁垒主要体现在生产设备的投入较高。
- 公司是国内为数不多的呼吸吸入制剂全面布局且进度较快的药企，预计 2 年内会有 2-3 个产品获批上市。公司目前已经进入到申报上市或临床阶段的品种有 9 项。布地奈德吸入气雾剂、异丙托溴铵气雾剂和左旋沙丁胺醇吸入溶液这三个品种是短期内有望获批的品种，其中公司在研的布地奈德吸入气雾剂和异丙托溴铵气雾剂采用新型物质替代氟利昂作为抛射剂，获得 CDE 的绿色通道，目前这两个药物已经申报生产，预计今年下半年或明年年初获批上市；左旋沙丁胺醇吸入溶液有望获批免临床直接上市。在公司已经开始进行注册申请的 9 个品种中，布地奈德和沙美特罗氟替卡松最有可能成为重磅品种。
- 公司原有西药制剂、原料药、保健品及 OTC 业务稳定增长。西药制剂和保健品及 OTC 业务预计维持稳定的低增长状态。公司美罗培南制剂在样本医院销售终端市占率约 27%，仅次于日本住友，预计该

品种未来能保持略高于我国美罗培南行业增速的增长。保健品及 OTC 业务预计未来保持稳定增长。原料药 7-ACA 受益于 2017 年下半年环保限产带来的价格上行趋势，预计 2018 年净利润持续增长，有望达到 1.4 亿元。

- **公司除去丽珠集团和丽珠单抗业务后，自身业务价值被严重低估。** 公司最新市值 185 亿元，丽珠集团市值 339 亿元，公司对丽珠集团的持股比例为 44.8%，因此目前市场对公司自身业务的估值仅有 33 亿元。而公司自身业务（除去丽珠集团及丽珠单抗后）2017 年净利润为 3.6 亿元，这说明目前市场对公司自身业务的估值（PE）仅有 9.2 倍。根据我们的估算，我们认为公司目前的合理市值在 260 亿元左右。公司现有业务稳定增长，而且在呼吸吸入制剂领域储备丰富，预计将来会有较好的成长性，因此，我们认为目前市场对公司自身业务板块存在严重低估的情况。
- **盈利预测和投资评级：**公司是国内潜在呼吸吸入制剂龙头企业，产品布局全面且研发进展相对靠前，其中布地奈德气雾剂和异丙托溴铵气雾剂已报产，左旋沙丁胺醇吸入溶液有望获批免临床直接上市，另有重磅品种布地奈德混悬液和舒利迭仿制药已经进入临床，公司现有西药制剂板块稳定增长，原料药板块受益于 2017 年下半年提价利润贡献增加。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.51 元、0.59 元和 0.71 元，对应 PE 分别为 23.24、20.08 和 16.83 倍。公司未来随着新产品上市，将逐渐打开成长空间，**给予买入评级。**
- **风险提示：**临床或 BE 试验结果不如预期；市场开拓不如预期；产品价格下降；研发失败风险；监管标准变化风险

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	10779	12225	14054	16384
增长率(%)	11%	13%	15%	17%
净利润（百万元）	2133	806	933	1113
增长率(%)	373%	-62%	16%	19%
摊薄每股收益（元）	1.36	0.51	0.59	0.71
ROE(%)	15.66%	5.32%	5.50%	5.83%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

事件:

近期我们对健康元进行了实地调研。

评论:

1、我国呼吸吸入制剂市场潜在空间大

我国 COPD 和哮喘吸入制剂市场为增量市场，一方面 COPD 和哮喘患者数量大而且不断上升，另一方面我国 COPD 和哮喘患者治疗的比例仍有较大提高空间。长期以来由于吸入制剂和给药装置生产存在壁垒，国内呼吸吸入制剂市场主要为外企占据。近些年来，随着国内技术的不断进步和发展，以健康元为代表的药企逐渐攻克吸入制剂的生产壁垒。未来国产企业在吸入制剂市场的发展空间将主要体现在 2 个方面：（1）替代进口的份额；（2）开拓增量市场。

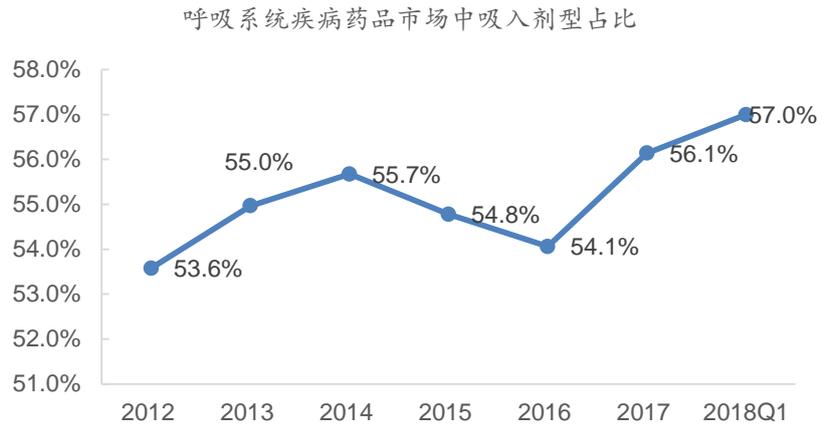
根据 PDB 样本医院的数据，2017 年我国 COPD 和哮喘吸入制剂市场规模为 21 亿元，同比增长 12%；COPD 和哮喘市场吸入制剂占比从 2012 年的 53.6% 上升到 2017 年的 57.0%。

图 1：我国样本医院 COPD/哮喘吸入制剂药品市场规模变化



资料来源：PDB、国海证券研究所

图 2: 我国样本医院 COPD/哮喘吸入制剂药品市场规模变化



资料来源: PDB、国海证券研究所

1.1、我国 COPD 和哮喘用药市场为增量市场

我国 COPD 和哮喘用药市场为增量市场主要体现在以下两个方面:

第一,我国 COPD 和哮喘患病率呈现上升趋势。2007 年钟南山领导的一项针对我国 2 万多名 40 岁及以上城乡居民进行的全国流行病学调查显示,我国 40 岁及以上人群 COPD 患病率为 8.2%。根据 2018 年 Lancet 上发布的一项研究显示我国 COPD 粗发病率为 8.6%,40 岁以上人群发病率高达 13.7%,这意味着中国目前约存在 9990 万 COPD 患者。我国哮喘患病率也逐年上升。根据我国全国儿童哮喘防治协作组于 1995 年、2003 年、2013 年公布的儿童哮喘流行病学调查数据显示,我国城区 0~14 岁儿童哮喘总患病率从 1.00% 上升至 3.02%。

图 3: 我国 40 岁及以上人群 COPD 患病率

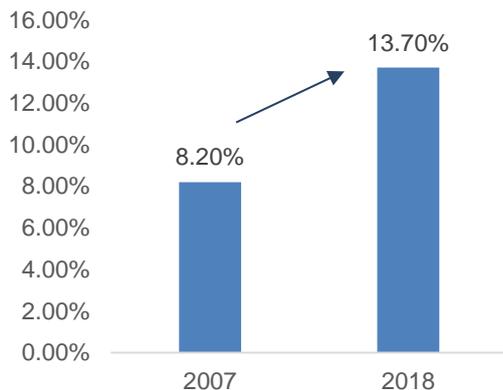
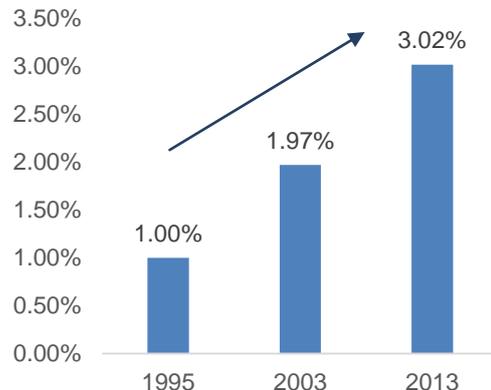


图 4: 我国儿童支气管哮喘患病率



资料来源: Prevalence of COPD in China、Lancet、国海证券研究所

资料来源: 全国儿童哮喘防治协作组、国海证券研究所

第二，我国 COPD 和哮喘的诊断率、知晓率、依从性均不足，可通过患者教育、学术推广等途径不断扩大用药人群数量。我国 COPD 的临床诊断率远低于实际患病率。张荣葆等统计了 2000-2011 年的流行病学调查，发现在流行病学调查前仅 32.90% 的患者知道自己患有 COPD，仅 9.13% COPD 患者曾经做过肺功能检查。我国慢性呼吸系统疾病的疾病认知水平仍需进一步提高。以公众知晓率相对较高的哮喘为例，中国哮喘联盟公布的 2016 年调查显示，仅有 61.6% 的用药患者对吸入糖皮质激素或复合制剂应当作为慢性持续期哮喘每日规律使用的一线治疗药物有正确的认知。据北京大学人民医院呼吸内科主任医师何权瀛教授等人调查，目前仅约 50% 的慢阻肺患者遵医嘱用药，一旦病情缓解 42% 的患者会停药。

1.2、COPD 和哮喘患者用药结构：院外吸入制剂应为主流

目前 COPD 和哮喘的主要用药相似，主要为糖皮质激素和支气管扩张剂（ $\beta 2$ 受体激动剂、抗胆碱药物等），根据患者实际情况，辅以茶碱、抗 IgE 单克隆抗体等共同治疗。COPD 和哮喘均为长期慢性疾病，需要长期用药维持治疗，院外吸入制剂治疗应为主要治疗场景。

表 1：COPD 和哮喘常用药物梳理

类别	分类	优势	劣势	常见品种
单药	吸入性糖皮质激素（ICS）	主要通过和受体结合影响炎症相关基因转录。不良反应发生率低，安全性较好。	高剂量下副作用严重，长期使用对咽喉部和免疫力影响较大	布地奈德、丙酸氟替卡松
	短效 $\beta 2$ 受体激动剂（SABA）	迅速缓解支气管痉挛，也可用于预防运动性哮喘。	不宜长期、单一、过量使用。不良反应包括骨骼肌震颤、低血钠、心律紊乱	沙丁胺醇、特布他林
	长效 $\beta 2$ 受体激动剂（LABA）			沙美特罗、福莫特罗
	短效抗胆碱药物（SAMA）	支气管舒张。与 $\beta 2$ 受体激动剂联用具有互补作用	较 $\beta 2$ 受体激动剂弱、起效慢。	异丙托溴铵
	长效抗胆碱药物（LAMA）			噻托溴铵、乌美溴铵
	抗 IgE 单克隆抗体	可显著改善重症哮喘患者的症状、肺功能，降低哮喘严重急性发作率，具有良好的安全性和耐受性	远期疗效与安全性有待进一步观察	奥马珠单抗、美泊利单抗、瑞利珠单抗
	白三烯调节剂（LTRA）	可单独长期应用，可减轻哮喘症状、改善肺功能、减少哮喘恶化。	抗炎作用不如 ICS	扎鲁司特、孟鲁司特
茶碱	对常规治疗仍未控制的哮喘患者，可加用缓释茶碱作为维持治疗	不良反应有恶心呕吐、心律失常、血压下降及多尿等，个体差异大	茶碱缓释片	
联用	LAMA+LABA	使用方便，可一次吸入多种药物，治疗效果更好。适用于病症较重的患者。	价格相对昂贵。	Bevespi Aerosphere
	LABA+ICS			沙美特罗氟替卡松 布地奈德福莫特罗
	ICS+LAMA+LABA			Trelegy Ellipta

资料来源：支气管哮喘防治指南(2016 年版)、clinicaltrials.gov、国海证券研究所

目前对于呼吸道疾病治疗的常用给药方法有吸入、口服、静脉、透皮等。WHO 已推荐吸入治疗为哮喘及慢性阻肺疾病的首选治疗制剂。

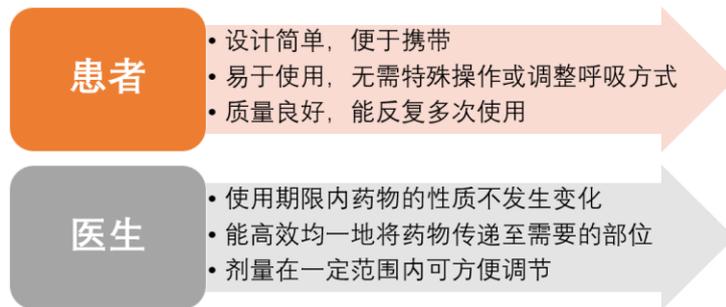
表 2: 不同给药方式优劣势比较

	吸入	口服	静脉注射	透皮
优点	<ul style="list-style-type: none"> 起效迅速, 气溶胶与气道表面黏膜上皮细胞具有很大的接触面。 用药量少, 仅需口服用药的十分之一, 注射用药的三十分之一。 不良反应少、适合长期治疗。 患者可自行院外操作。 	<ul style="list-style-type: none"> 操作简便易行, 无需配合装置使用 患者可自行院外操作。 	<ul style="list-style-type: none"> 部分重症喘息或无法使用吸入治疗者, 可能需要静脉注射。 药物吸收速度最快, 起效快。 	<ul style="list-style-type: none"> 局部用药, 全身不良反应小。 每天仅敷 1 次, 药效可维持 24 h。 操作简便, 患者可自行院外操作。
缺点	需要配合吸入装置使用。	用药量大, 副作用较大, 全身发生不良反应比例较高。	<ul style="list-style-type: none"> 需要院内操作。 用药量大, 全身发生不良反应比例较高。 	不适用于重度患者

资料来源: 支气管舒张剂在儿童呼吸道常见疾病中应用的专家共识、国海证券研究所

吸入治疗可以选择雾化液或压力定量气雾剂 (pressurized metered-dose inhaler, pMDI)、干粉吸入剂 (dry powder inhalers, DPI) 等。针对不同的吸入装置, 医患双方的关注要点也不同, 患者希望吸入装置能便于携带和使用, 临床医生希望吸入装置能够保持药物性质、能高效均一地传递药物至指定部位、能在相应范围内方便调节剂量。

图 5: 医生和患者对吸入治疗关注的要点



资料来源: 干粉吸入给药装置的研究进展、国海证券研究所

软雾剂和干粉剂是未来吸入剂市场的有力竞争者。对于需要长期用药的慢性病, 患者的院外治疗才是日常, 相对住院治疗而言频率更高、整体市场空间也更大。目前常见吸入方式中, 鉴于雾化吸入多用于住院治疗、喷雾剂液滴大使用受限、气雾剂由于氟利昂污染环境正在逐渐淘汰, 我们认为软雾剂和干粉剂是未来的主要发展趋势。

图 6: 不同吸入剂型的比较

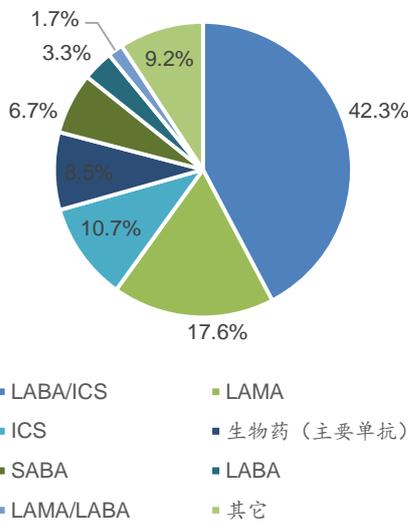
	雾化液	气雾剂	软雾剂	干粉剂	喷雾剂
药物分散程度	★★★	★★	★★	★★	★
药物吸收效果	★★★	★★	★★	★★	★
使用便捷程度	★	★★	★★★	★★★★	★★★★
无需患者配合	★★★	★	★	★	★

资料来源：国海证券研究所整理

1.3、我国 COPD 和哮喘患者用药结构的不足之处：院内治疗为主，气/粉雾剂销售占比较低

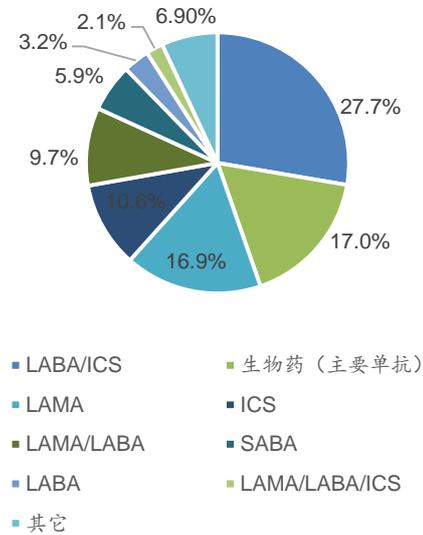
全球用药市场院外治疗占 80-90%，LABA/ICS、LAMA 及 ICS 为主流用药。全球哮喘、COPD 药品市场中，目前 LABA/ICS、LAMA 及 ICS 为主流用药，2015 年这三类药物合计占据 70.6% 的市场份额。全球范围内市场占有率最高的药物种类是 LABA/ICS，常见的有葛兰素史克的 Advair（沙美特罗/氟替卡松）和阿斯利康的 Symbicort（福莫特罗/布地奈德）。预计到 2020 年，单抗等生物药和 LAMA/LABA、LAMA/LABA/ICS 等复方药的市场份额将有所提升，但 LABA/ICS、LAMA 及 ICS 仍能占据 55.2% 的市场份额。

图 7：2015 年全球哮喘、COPD 市场药品格局



资料来源：Clarivate Analytics、国海证券研究所

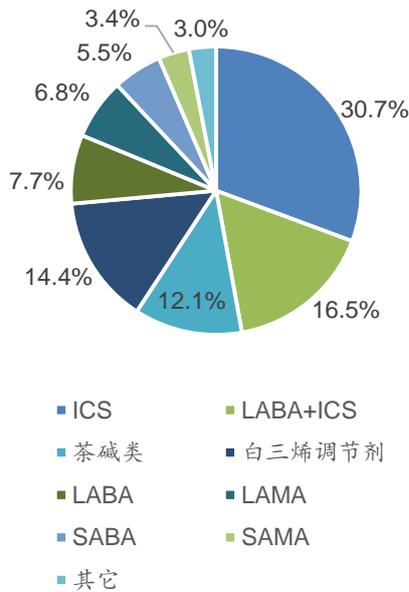
图 8：2020 年全球哮喘、COPD 市场药品格局



资料来源：Clarivate Analytics、国海证券研究所

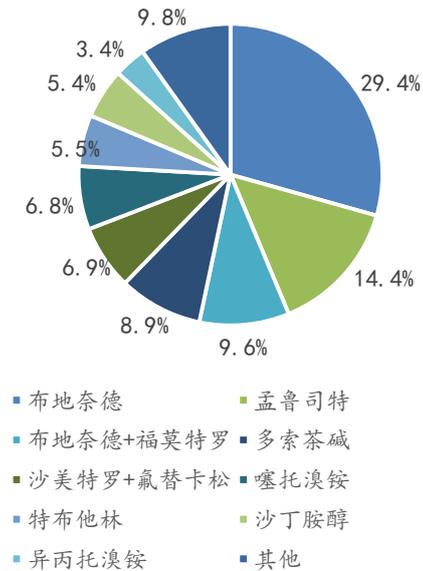
国内呼吸吸入剂市场目前还是以院内治疗所用混悬液为主，占比超 55%，气/粉雾剂占比不到 45%。我国 COPD、哮喘用药市场中，主流用药为 ICS、LABA/ICS、茶碱类和白三烯调节剂，四者合计占据 73.7% 的市场份额。2017 年该领域样本医院销售额最高的是布地奈德（4.43 亿元，市占率 29.4%），其中混悬液占比高达 93.8%，而混悬液一般用于院内雾化治疗。我们认为气/粉雾剂占比较低的主要原因是我国气/粉雾剂早期高度依赖进口、研发开始较晚，因此预计未来我国哮喘、COPD 治疗市场将逐渐向全球格局趋近，转变成以院外治疗为主的典型慢性病管理模式。

图 9: 2017 年样本医院平喘/COPD 治疗药物市场格局



资料来源: PDB、国海证券研究所

图 10: 2017 年样本医院平喘/COPD 治疗药物市场格局



资料来源: PDB、国海证券研究所

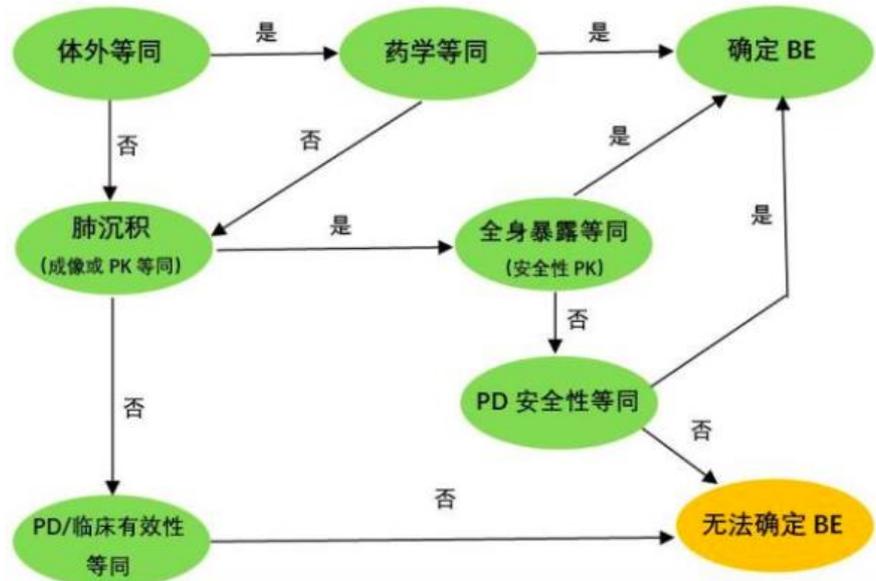
吸入制剂研发、审批和生产壁垒较高，这是导致我国市场长期为外企占据的原因；但对于能够攻克这些壁垒的国内药企，这些壁垒将成为良好的护城河。

研发壁垒: ①对于吸入剂使用的溶液或粉剂，对粒径大小有严格的要求，在相应范围内的粒径才能附着吸收，稳定吸收；②吸入制剂的均一性和稳定性较难确保；③给药装置的研发。

审批壁垒: ①由于吸入制剂是肺部给药，基本不进入血液循环，无法通过血药浓度来进行 PK/PD 试验。吸入制剂进行 BE 试验流程较为复杂，产生的花费亦较高。②药械结合联合申报。

生产壁垒: 吸入溶液因为生产过程中 API 不能高温灭菌，无菌生产的设备就有几千万，车间就是上亿级的投入，门槛高，只能是大企业做。

图 11: EMA 建立的经口吸入药物 BE 的方法图

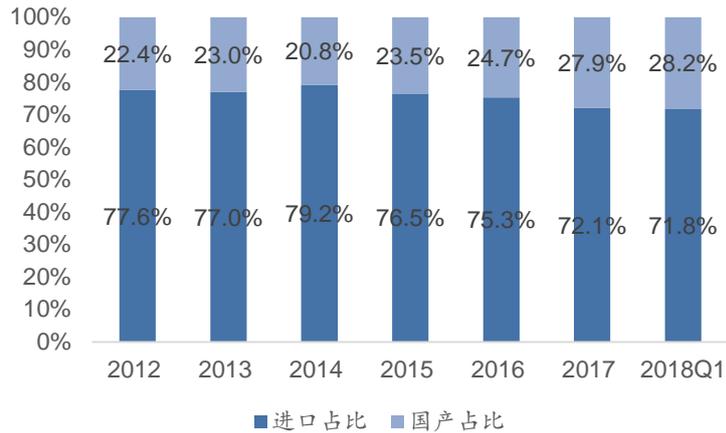


资料来源: EMA、药渡、国海证券研究所

1.4、我国 COPD 和哮喘用药市场仍以进口药为主，但国产化程度逐渐提高

全国平喘、COPD 治疗市场仍以进口药物为主，但呈现出缓慢国产化趋势。多年以来，我国样本医院平喘、COPD 治疗药物市场以进口药物为主导，部分重磅品种目前更是仅有进口制剂，如沙美特罗/氟替卡松、布地奈德/福莫特罗、噻托溴铵等。但是同时也呈现出缓慢的国产化趋势，2012-2018Q1 年进口药物占比从 77.6% 下降到 71.8%，国产药物份额逐步上升。

图 12: 我国 COPD/哮喘用药市场进口和国产竞争格局变化



资料来源：PDB、国海证券研究所

2、公司呼吸吸入制剂全面布局且进度较快

公司是国内为数不多的在吸入呼吸制剂领域全面布局的药企。公司目前已经进入审评阶段的品种有 9 项。其中公司在研的布地奈德吸入气雾剂和异丙托溴铵气雾剂采用新型物质替代氟利昂作为抛射剂，获得 CDE 的绿色通道，目前这两个药物已经申报生产，预计今年下半年或明年年初获批上市；左旋沙丁胺醇吸入溶液有望获批免临床直接上市。因此，布地奈德吸入气雾剂、异丙托溴铵气雾剂和左旋沙丁胺醇吸入溶液这三个品种是短期内有望获批的品种。

图 13：公司在吸入制剂领域在研品种梳理

CDE 评审	临床研究	申报生产
左旋沙丁胺醇吸入溶液	妥布霉素吸入溶液	异丙托溴铵气雾剂
富马酸福莫特罗吸入溶液	沙美特罗氟替卡松吸入粉雾剂	布地奈德气雾剂
盐酸氨溴索吸入溶液	布地奈德吸入混悬液	
复方异丙托溴铵吸入溶液		

资料来源：药智网、国海证券研究所

表 3：公司在研吸入制剂各个品种具体临床进展

药品名称	化药分类	研发进展	国内已上市的厂家	国内在研厂家进展	PDB 销售情况
布地奈德吸入气雾剂	4 类	申报生产，2018 年 1 月进入审评审批状态（2016 年获批临床，2018 年上市申请）	Ingelheim（2002）、阿斯利康（2003）、鲁南贝特（2003）、上海信谊（2003）、Chiesi Farmaceutici（2012）	京卫制药、裕欣药业、益得生物科技股份有限公司 2016 年获批临床	一开始进口药主导，鲁南贝特后来居上，上海信谊销售额较小
异丙托溴铵气雾剂	4 类	申报生产，2017 年 10 月进入审评审批状态（2016 年 8 月获批临床）	勃林格殷格翰（2004）、北京海德润（2003）、华润双鹤（2010）	太太药业已报产	勃林格殷格翰占据 90%以上市场份额

盐酸左旋沙丁胺醇吸入溶液	3类	申报临床/生产, 2017年11月进入审评审批状态	国内上市的沙丁胺醇均为硫酸根	无	-
沙美特罗氟替卡松吸入粉雾剂	4类	2018年7月获批临床(2017年4月注册受理, 2017年11月进入审评中心, 2018年6月底审评完成)	阿斯利康(2001)	正大天晴 2018年6月申请上市(2014年获批临床)	AZ是独家
妥布霉素吸入溶液	2.4类	2017年10月获批临床	-	-	没有用于呼吸疾病的妥布霉素的销售额
布地奈德吸入混悬液	4类	2018年3月获批临床	阿斯利康(2001)	正大天晴 2017年8月完成BE试验, 已申请生产批件; TEVA和长风药业 2018年获批临床	仅有阿斯利康; 混悬剂剂型约占所有剂型的95%
复方异丙托溴铵吸入溶液	4类	申报临床试验批件, 2018年1月进入审评审批状态	勃林格殷格翰(2002)	信东生技股份(进口)正在进行临床试验; NORTON获得临床试验批件	仅有鲁南贝特, 但鲁南贝特 2017年起无销售额
盐酸氨溴索吸入溶液	3类	申报 ANDA, 2018年3月进入审评审批状态	无	石家庄四药、博全健、瑞阳制药等多家企业已获批临床	-
富马酸福莫特罗吸入溶液	3类	申报临床试验批件, 2018年3月进入审评审批状态	阿斯利康(2000)、正大天晴(2010); 天津力生原料药(2004)、福安药业原料药(2008)	Schering-Plough Research Institute (进口)正在进行临床试验; 四川普锐特医药临床试验批件在审评中	正大天晴后来居上, 而且正大天晴的放量带动整个福莫特罗销售额增速的提高

资料来源: CDE、药智网、国海证券研究所

在公司已经开始进行注册申请的9个品种中, 布地奈德和沙美特罗氟替卡松最有可能成为重磅品种。

图 14: 公司布局产品在国内外销售情况

剂型	药物成分	国际市场销额 (单位: 亿美元)		国内市场销额 (单位: 亿元)		国内上市厂家
		2015年	2016年	2016年	2017年	
		吸入溶液	布地奈德	19.0	17.3	
吸入溶液	福莫特罗	1.6	1.9			
	沙丁胺醇	3.0	3.1	2.2	3.3	3家(GSK等)
	左沙丁胺醇	1.9	1.4			
	异丙托溴铵	1.7	1.7	3.1	3.9	2家(勃林格殷格翰等)
干粉吸入剂	氟替卡松/沙美特罗	67.4	62.8	7.8	8.0	1家(GSK)
气雾剂	布地奈德	0.6	0.7	0.2	0.3	3家(阿斯利康等)
	异丙托溴铵	3.2	3.2	0.2	0.2	3家(勃林格殷格翰等)

资料来源: 医药魔方、公司调研、国海证券研究所

公司具有专业化的研发团队, 为研发工作的顺利完成奠定基础。公司的研发工作主要由上海方予健康承担, 该公司成立于2013年9月, 现已拥有一支由研究员、博士、硕士和本科等多层次科学技术人员组成的90多人的优秀研发团队,

已配备 3000 多万元的专业设备。2015 年 7 月，方予健康与钟南山院士所领导的广州呼研所公司合资成立广州健康元呼吸药物工程技术有限公司，现有员工 30 余人。金方是公司的首席科学家，金方是博士生导师，美国 VCU 大学博士后，享受国务院特殊津贴，第九、十、十一届中国药典委员会专业委员，中国药学会制药工程专业委员会委员；发改委价格审评专家；CDE 药审中心客座专家等，现为广州医科大学呼吸疾病国家重点实验室特聘教授，广州健康元呼吸药物工程技术有限公司总经理，上海方予健康医药科技有限公司总经理，上海脂肪乳剂工程技术研究中心副主任。

3、预计美罗培南稳定增长

美罗培南是人工合成的广谱碳青霉烯类抗生素，由日本住友制药公司与阿斯利康共同开发，1994 年在意大利上市，1999 年进入我国市场，目前是国家医保乙类用药。美罗培南能通过抑制细菌细胞壁的合成而产生抗菌作用，适用于成人和儿童由单一或多种对美罗培南敏感的细菌引起的感染。

国内美罗培南注射液整体市场正处于稳定增长阶段，2012-2017 年 PDB 样本医院销售额 CAGR 为 12.8%，2017 年国内样本医院市场规模 18.01 亿元，增速有所放缓。

公司生产的注射用美罗培南的销售额趋势与整体市场类似，2012-2017 年 PDB 样本医院销售额 CAGR 为 13.39%，2017 年国内样本医院销售总额为 4.90 亿元；市占率基本稳定在~27%，为国产企业中市占率最高。预计未来该品种能够继续维持略高于行业增速的增长。

图 15: 我国样本医院美罗培南销售额



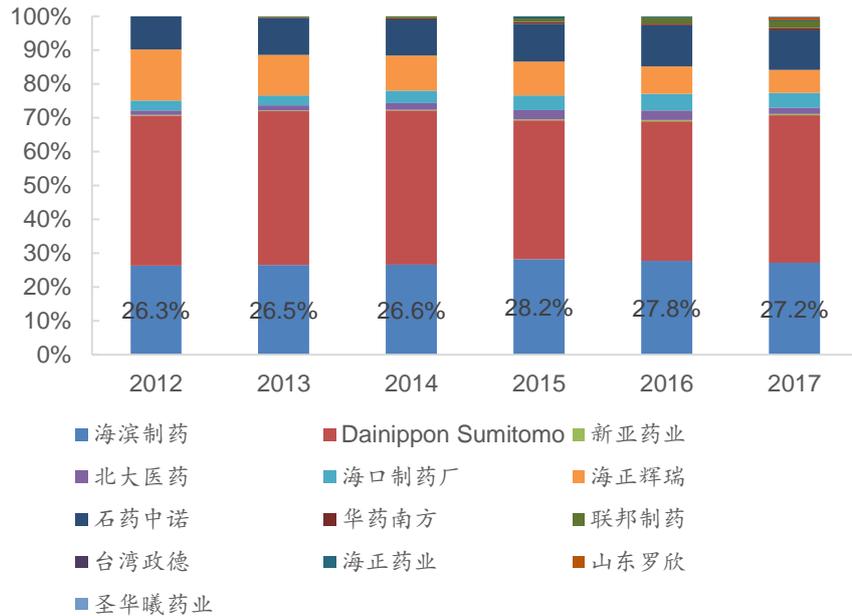
资料来源：PDB、国海证券研究所

图 16: 公司美罗培南样本医院销售额



资料来源：PDB、国海证券研究所

图 17: 2012-2017 年度海滨制药爱罗培南市场份额稳定在 27%左右



资料来源：PDB、国海证券研究所

4、预计 7-ACA 持续贡献增量净利润

7-ACA（7-氨基头孢烷酸）是头孢菌素中最常用的母核，头孢菌素在抗感染治疗中发挥重要作用，与青霉素相比具有抗菌谱较广，耐青霉素酶，疗效高、毒性低，过敏反应少等优点。

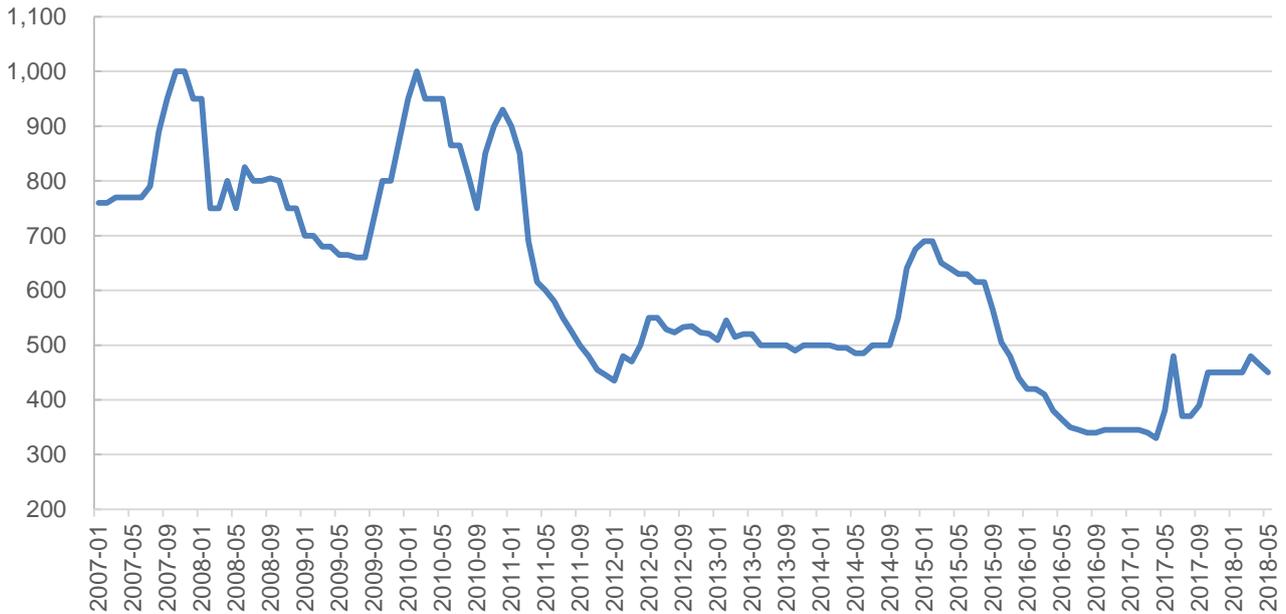
该产品由全资子公司焦作健康元负责生产销售。公司是国内首家采用酶法的生产单位，年生产能力达到 2500 吨，生产成本基本为行业最低。

供需关系：行业需求在 6000-7000 吨左右。目前国内产能超过需求量，其中科伦药业（4000 吨）、健康元（产能 2500 吨）、国药威奇达（产能 1500 吨）和石药集团（1600 吨）。

价格判断：头孢的需求呈现缓慢低增长的趋势。今年下半年伴随国药威奇达环保压力的解除、科伦药业实现满产，行业供给增加。预计今年下半年 7-ACA 价格会呈现下行趋势。

价格弹性测试：假设 2018 年公司销量为 2300 吨（考虑到竞争更加激烈，假设略低于 2017 年的 2572 吨），年平均销售价格为 425 元/kg（考虑到下半年价格下行趋势），那么 2018 年 7-ACA 有望贡献净利润 1.4 亿元。

图 18：7-ACA 价格变化趋势



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 19: 7-ACA 价格弹性变化

净利润 (亿)		销售价格 (元/kg)								
		350	375	400	425	450	475	500	525	550
销售量 (吨)	1000	-0.01	0.19	0.38	0.58	0.77	0.97	1.17	1.36	1.56
	1500	-0.01	0.28	0.57	0.87	1.16	1.46	1.75	2.04	2.34
	2000	-0.02	0.37	0.77	1.16	1.55	1.94	2.33	2.72	3.12
	2200	-0.02	0.41	0.84	1.27	1.70	2.14	2.57	3.00	3.43
	2300	0.01	0.47	0.94	1.40	1.86	2.32	2.78	3.24	3.70
	2400	-0.02	0.45	0.92	1.39	1.86	2.33	2.80	3.27	3.74
	2500	-0.02	0.47	0.96	1.45	1.94	2.43	2.92	3.41	3.89
	2600	-0.02	0.49	1.00	1.51	2.01	2.52	3.03	3.54	4.05
	2700	-0.02	0.51	1.03	1.56	2.09	2.62	3.15	3.68	4.21
	2800	-0.02	0.52	1.07	1.62	2.17	2.72	3.27	3.81	4.36
	3000	-0.03	0.56	1.15	1.74	2.32	2.91	3.50	4.09	4.67

资料来源：Wind、国海证券研究所

5、盈利预测与评级

公司除去丽珠集团和丽珠单抗业务后，自身业务价值被严重低估。公司最新市值 185 亿元，丽珠集团市值 339 亿元，公司对丽珠集团的持股比例为 44.8%，因此目前市场对公司自身业务的估值仅有 33 亿元。而公司自身业务（除去丽珠集团及丽珠单抗后）2017 年净利润为 3.6 亿元，这说明目前市场对公司自身业务的估值（PE）仅有 9.2 倍。公司现有业务稳定增长，而且在呼吸吸入制剂领域储备丰富，预计将来会有较好的成长性，因此，我们认为目前市场对公司自身业务板块存在严重低估的情况。

根据我们的测算，我们认为公司目前的合理市值在 260 亿元左右。

图 20: 健康元估值拆分

健康元总价值 (亿元)	264
丽珠单抗估值 (亿元)	35
丽珠集团估值 (亿元)	339
丽珠集团持股比例%	44.8%
丽珠单抗持股比例% (除去丽珠集团)	35.8%
健康元估值-丽珠集团 (亿元)	152
健康元估值-丽珠单抗 (除去丽珠集团持股的部分) (亿元)	13
海滨制药2018年净利润E (亿元)	2.3
海滨制药PE (倍)	15
健康元估值-海滨制药 (亿元)	33.9
焦作健康元2018年净资产 (亿元)	9.4
焦作健康元PB (倍)	2.5
健康元估值-焦作健康元 (亿元)	23.5
太太药业2018年净利润 (亿元)	0.6
太太药业PE (倍)	15
健康元估值-太太药业 (亿元)	8.3
健康元估值-呼吸吸入制剂产品线 (亿元)	34

资料来源: Wind、国海证券研究所 注: 丽珠集团估值为 7 月 26 日总市值, 丽珠单抗估值为 A 轮融资估值。

图 21: 健康元呼吸吸入制剂管线估值

剂型	药物成分	国际市场销售额 (单位: 亿美元)		国内市场销售额 (单位: 亿元)		公司研发进展	预计市场份额	峰值销售额 (亿元)	PS
		2015年	2016年	2016年	2017年				
		吸入溶液	布地奈德	19.0	17.3				
吸入溶液	福莫特罗	1.6	1.9			第二家国产		0.50	2
	沙丁胺醇	3.0	3.1	2.2	3.3	第一家左旋沙 丁胺醇	30%	1.00	2
	异丙托溴铵	1.7	1.7	3.1	3.9	第三家国产	10%	0.39	2
干粉吸入 剂	氟替卡松/沙美特罗	67.4	62.8	7.8	8.0	第一家国产或 第二家国产	30%	2.40	2
气雾剂	布地奈德	0.6	0.7	0.2	0.3	第三家国产	10%	0.03	2
	异丙托溴铵	3.2	3.2	0.2	0.2	第三家国产	10%	0.02	2
估值总计 (亿元)									34

资料来源: 医药魔方、公司调研、药智网、国海证券研究所 注: 国内呼吸吸入制剂市场仍处于增长阶段, 此处根据 2017 年国内市场销售额估计未来峰值销售额是偏保守的。

公司是国内潜在呼吸吸入制剂龙头企业, 产品布局全面且研发进展相对靠前, 其中布地奈德气雾剂和异丙托溴铵气雾剂已报产, 左旋沙丁胺醇吸入溶液有望获批免临床直接上市, 另有重磅品种布地奈德混悬液和舒利迭仿制药已经进入临床, 公司现有西药制剂板块稳定增长, 原料药板块受益于 2017 年下半年提价利润贡献增加。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.51 元、0.59 元和 0.71 元, 对应 PE 分别为 23.24、20.08 和 16.83 倍。公司未来随着新产品上市, 将逐渐打开成长空间, 给予买入评级。

图 22: 盈利预测

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	10779	12225	14054	16384
增长率(%)	11%	13%	15%	17%
净利润(百万元)	2133	806	933	1113
增长率(%)	373%	-62%	16%	19%
摊薄每股收益(元)	1.36	0.51	0.59	0.71
ROE(%)	15.66%	5.32%	5.50%	5.83%

资料来源: 国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 临床或 BE 试验结果不如预期;
- 2) 市场开拓不如预期;
- 3) 产品价格下降;
- 4) 研发失败风险;
- 5) 监管标准变化风险;

附表：健康元盈利预测表

证券代码:	600380.SH				股价:	11.91	投资评级:	买入	日期:	2018-07-25
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标					
ROE	16%	5%	6%	6%	EPS	1.36	0.51	0.59	0.71	
毛利率	63%	62%	63%	63%	BVPS	4.69	5.08	5.52	6.05	
期间费率	50%	45%	45%	45%	估值					
销售净利率	20%	7%	7%	7%	P/E	8.79	23.24	20.08	16.83	
成长能力					P/B	2.54	2.34	2.16	1.97	
收入增长率	11%	13%	15%	17%	P/S	1.74	1.53	1.33	1.14	
利润增长率	373%	-62%	16%	19%						
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	0.49	0.51	0.53	0.54	营业收入	10779	12225	14054	16384	
应收账款周转率	3.03	3.21	3.21	3.21	营业成本	4008	4595	5233	6023	
存货周转率	2.96	2.76	2.76	2.76	营业税金及附加	166	232	267	311	
偿债能力					销售费用	3964	4523	5200	6062	
资产负债率	39%	37%	37%	36%	管理费用	1181	782	885	1032	
流动比	2.07	2.24	2.30	2.34	财务费用	87	(22)	(4)	(22)	
速动比	1.87	1.99	2.05	2.10	其他费用/(-收入)	4174	35	35	35	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	5873	2149	2507	3012	
现金及现金等价物	9063	9762	11459	13491	营业外净收支	68	70	60	50	
应收款项	3556	3804	4373	5098	利润总额	5940	2219	2567	3062	
存货净额	1356	1752	1995	2298	所得税费用	1268	466	539	643	
其他流动资产	346	620	711	828	净利润	4673	1753	2028	2419	
流动资产合计	14321	15937	18538	21716	少数股东损益	2540	946	1095	1306	
固定资产	4243	4119	4007	3906	归属于母公司净利润	2133	806	933	1113	
在建工程	277	377	477	577	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	415	371	335	308	经营活动现金流	1870	2435	3617	4215	
长期股权投资	371	371	371	371	净利润	4673	1753	2028	2419	
资产总计	22212	23960	26713	30063	少数股东权益	2540	946	1095	1306	
短期借款	461	461	461	461	折旧摊销	522	466	449	434	
应付款项	1258	1457	1660	1912	公允价值变动	(26)	0	0	0	
预收帐款	134	135	155	181	营运资金变动	(5838)	(1106)	(1853)	(2344)	
其他流动负债	5077	5067	5792	6714	投资活动现金流	4722	(176)	(188)	(199)	
流动负债合计	6930	7119	8068	9267	资本支出	117	24	12	1	
长期借款及应付债券	1196	1196	1196	1196	长期投资	13	0	0	0	
其他长期负债	467	477	487	497	其他	4592	(200)	(200)	(200)	
长期负债合计	1663	1673	1683	1693	筹资活动现金流	(5894)	(192)	(224)	(269)	
负债合计	8594	8792	9751	10961	债务融资	(37)	0	0	0	
股本	1574	1573	1573	1573	权益融资	15	0	0	0	
股东权益	13618	15168	16962	19102	其它	(5872)	(192)	(224)	(269)	
负债和股东权益总计	22212	23960	26713	30063	现金净增加额	699	2067	3205	3746	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【医药组介绍】

胡博新，药学专业，7年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对 OTC 和原料药行业有长期跟踪经验。

王安艺，香港中文大学生物医学工程硕士，2年证券行业医药研究经验，2017年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械和中药 OTC 板块。

周超泽，哥伦比亚大学化学工程/罗格斯大学金融工程双硕士，浙江大学工学学士，生物工程和金融复合背景，2017年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药、生物制药、原料药、制剂出口板块。

【分析师承诺】

胡博新，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。