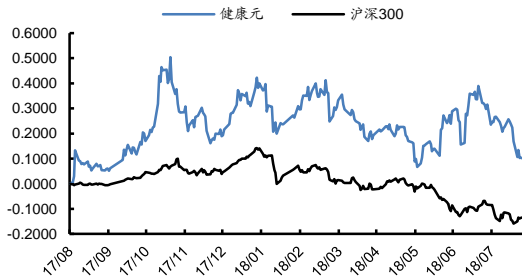


研究所

证券分析师：胡博新 S0350517060001
hubx@ghzq.com.cn

7-ACA 和 OTC 业绩超预期，呼吸吸入制剂研发进展顺利——健康元（600380）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
健康元	-15.1	-5.8	10.9
沪深 300	-5.6	-12.9	-12.4

市场数据

2018-08-24

当前价格（元）	9.98
52 周价格区间（元）	8.84 - 13.78
总市值（百万）	15697.82
流通市值（百万）	15690.10
总股本（万股）	157292.83
流通股（万股）	157215.43
日均成交额（百万）	309.56
近一月换手（%）	23.91

相关报告

《健康元（600380）调研简报：被低估的潜在呼吸吸入制剂龙头》——2018-07-27

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：

健康元发布 2018 年中报：2018 年上半年公司实现总收入 57.48 亿元，同比增长 5.59%，实现归母净利润 4.26 亿元，同比增长 30.17%；实现扣非后归母净利润 3.90 亿元，同比增长 34.89%。业绩增长超出预期。

投资要点：

■ 公司 2018 年上半年业绩增长超出预期，主要由于 7-ACA 提价带来较大业绩弹性和其它业务板块的稳健增长。具体分业务板块来看，丽珠集团整体收入增速有所放缓，但通过加强费用控制提高盈利能力，2018 年上半年为公司贡献归母净利润 3.03 亿元，同比增长 27%，业绩增长稳健。海滨制药 2018 年上半年贡献收入 6.44 亿元，同比下降 7%，净利润贡献为 1.31 亿元，同比增长 5%。收入略有下滑，主要由于美罗培南制剂和原料药销售价格有所下滑，销售数量的增长未能弥补价格下滑带来的影响。但公司通过成本控制提高净利率，使得海滨制药净利润贡献略有增长。预计未来海滨制药净利润贡献将呈现稳定慢增长的状态。焦作健康元 2018 年上半年贡献收入 6.21 亿元，同比上升 28%，净利润贡献为 1.18 亿元，同比增长 307%，业绩增长超出预期。焦作健康元的主要业务为 7-ACA，7-ACA 提价带来较大业绩弹性。今年上半年 7-ACA 销售价格稳定在 450 元/kg，处于近 1 年半以来的高位。公司生产能力为全国第二，生产成本基本为全行业最低，预计全年仍可保持高增长的态势，通过弹性测算我们认为焦作健康元全年贡献净利润可达到约为 2.1 亿元。保健品及 OTC 业务 2018 年上半年贡献收入 1.82 亿元，同比上升 15%，净利润贡献为 0.41 亿元，同比上升 52%。公司不断加强渠道和营销的丰富与创新，提高客户粘性，增加复购率。

■ 健康元自身业务毛利率水平提升，盈利能力提升。通过将丽珠集团的收入和毛利润拆分出去，可以看到，健康元自身业务的毛利率水平在 2018 年上半年提升明显。

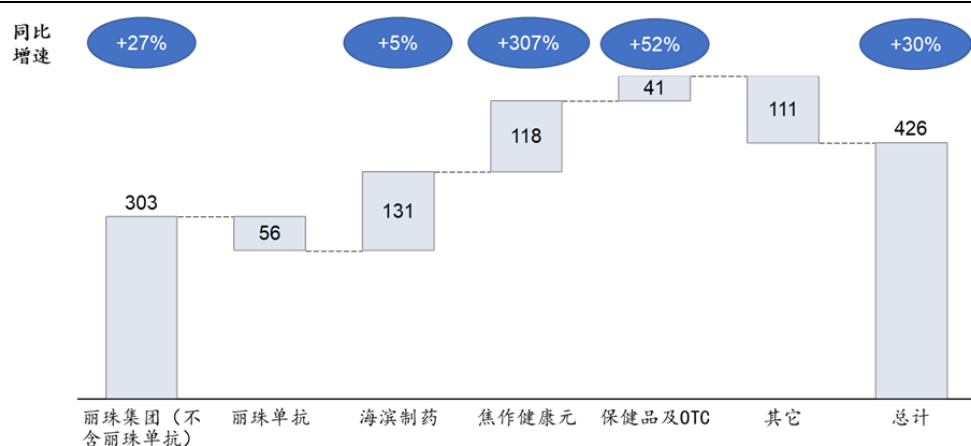
■ 健康元自身业务（除去丽珠集团的业务板块）估值有所提升，但仍处于明显低估的水平。我们认为公司除去丽珠集团之后自身业务的合理估值约为 125 亿元，但公司目前除去丽珠集团市值后自身业务估值仅有 45 亿元，虽相较我们 7 月 26 日发布报告估算的 33 亿元有所增长，但公司市值仍有 80 亿元的成长空间（+50%以上）。

- 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 年公司归母净利润分别为 8.18 亿元、9.24 亿元、10.94 亿元, EPS 分别为 0.52 元、0.59 元和 0.70 元。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	11860	13365	15390
增长率(%)	11%	10%	13%	15%
净利润(百万元)	2133	818	924	1094
增长率(%)	373%	-62%	13%	18%
摊薄每股收益(元)	1.36	0.52	0.59	0.70
ROE(%)	15.66%	5.37%	5.43%	5.72%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 1: 健康元 2018 年上半年净利润拆解图 (百万元)



资料来源: Wind、公司 2018 年半年报、国海证券研究所

图 2: 7-ACA 价格弹性变化 (焦作健康元净利润测算)

净利润 (亿)		销售价格 (元/kg)								
		350	375	400	425	450	475	500	525	550
销售量 (吨)	1000	0.05	0.25	0.45	0.65	0.85	1.05	1.25	1.45	1.65
	1500	0.08	0.38	0.68	0.98	1.28	1.58	1.88	2.18	2.48
	2000	0.10	0.50	0.90	1.30	1.70	2.10	2.50	2.90	3.30
	2200	0.11	0.55	0.99	1.43	1.87	2.31	2.75	3.19	3.63
	2300	0.15	0.62	1.09	1.56	2.03	2.50	2.97	3.45	3.92
	2400	0.12	0.60	1.08	1.56	2.04	2.52	3.00	3.48	3.96
	2500	0.13	0.63	1.13	1.63	2.13	2.63	3.13	3.63	4.13
	2600	0.13	0.65	1.17	1.69	2.21	2.73	3.25	3.77	4.29
	2700	0.14	0.68	1.22	1.76	2.30	2.84	3.38	3.92	4.46
	2800	0.14	0.70	1.26	1.82	2.38	2.94	3.50	4.06	4.62
3000	0.15	0.75	1.35	1.95	2.55	3.15	3.75	4.35	4.95	

资料来源: Wind、公司 2018 年半年报、国海证券研究所

图 3: 健康元自身业务毛利率水平拆分 (百万元)

百万元	2015	2016	2017	2018H1
丽珠集团收入	6621	7652	8531	4565
丽珠集团毛利率	61.10%	64.09%	63.86%	63.17%
丽珠集团毛利润	4045	4904	5448	2884
健康元收入	8642	9722	10779	5748
健康元整体毛利率	60.35%	62.33%	62.82%	63.17%
健康元毛利润	5215	6060	6771	3631
健康元自身业务收入	2021	2070	2248	1183
健康元自身业务毛利润	1169	1155	1323	747
健康元自身业务毛利率	57.87%	55.83%	58.86%	63.17%

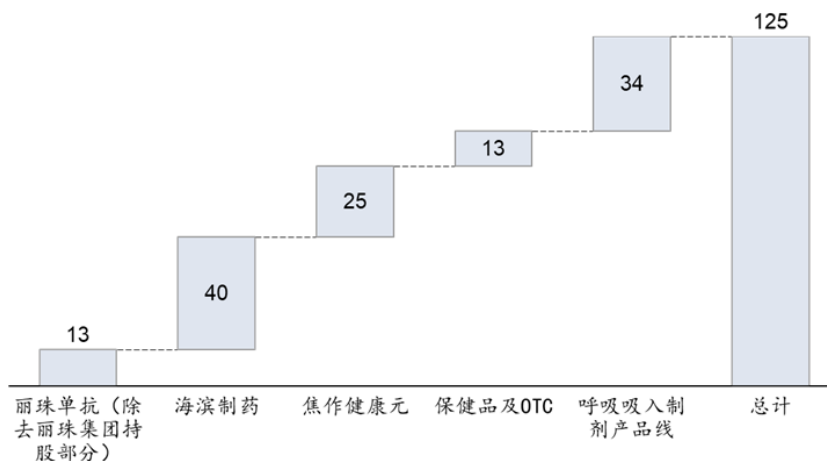
资料来源: Wind、公司 2018 年半年报、国海证券研究所

图 4: 健康元估值拆分测算

健康元合理估值价值 (亿元)	237	备注
丽珠单抗估值 (亿元)	35	A轮融资估值
丽珠集团估值 (亿元)	250	根据8月26日市值计算
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)	112	
健康元估值-丽珠单抗 (除去丽珠集团持股的部分) (亿元)	13	A轮融资估值
海滨制药2018年净利润E (亿元)	2.7	8月26日更新盈利预测
海滨制药PE (倍)	15	15-25
健康元估值-海滨制药 (亿元)	40.4	
焦作健康元2018年净资产 (亿元)	10.2	8月26日更新
焦作健康元PB (倍)	2.5	0-10
健康元估值-焦作健康元 (亿元)	25.4	
太太药业2018年净利润 (亿元)	0.8	8月26日更新盈利预测
太太药业PE (倍)	15	
健康元估值-太太药业 (亿元)	12.5	
健康元估值-呼吸吸入制剂产品线 (亿元)	34	
健康元估值-总部+南山生产基地 (亿元)	0	或有资产暂时不纳入计算
除去丽珠集团部分的合理估值 (亿元)	125	
实际市场给健康元自身业务的估值 (亿元)	45	
健康元成长空间 (亿元)	80	

资料来源: Wind、公司 2018 年半年报、国海证券研究所

图 5: 健康元自身业务估值拆解 (亿元)



资料来源: Wind、公司 2018 年半年报、国海证券研究所

附表：健康元盈利预测表

证券代码:	600380.SH				股价:	9.98	投资评级:	买入	日期:	2018-08-24
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%	5%	6%	EPS		1.36	0.52	0.59	0.70
毛利率	63%	62%	62%	63%	BVPS		4.69	5.08	5.52	6.04
期间费率	50%	44%	43%	43%	估值					
销售净利率	20%	7%	7%	7%	P/E		7.36	19.18	16.99	14.34
成长能力					P/B		2.13	1.96	1.81	1.65
收入增长率	11%	10%	13%	15%	P/S		1.46	1.33	1.18	1.02
利润增长率	373%	-62%	13%	18%	利润表 (百万元)					
营运能力					营业收入	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	0.49	0.50	0.51	0.52	营业收入	10779	11860	13365	15390	
应收账款周转率	3.03	3.21	3.21	3.21	营业成本	4008	4496	5061	5754	
存货周转率	2.96	2.76	2.76	2.76	营业税金及附加	166	178	200	231	
偿债能力					销售费用	3964	4293	4811	5540	
资产负债率	39%	36%	35%	35%	管理费用	1181	712	802	923	
流动比	2.07	2.30	2.38	2.44	财务费用	87	(21)	(3)	(20)	
速动比	1.87	2.05	2.13	2.19	其他费用/(-收入)	4174	(50)	(50)	(50)	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	5873	2152	2443	2911	
现金及现金等价物	9063	9688	11352	13319	营业外净收支	68	100	100	100	
应收款项	3556	3677	4143	4771	利润总额	5940	2252	2543	3011	
存货净额	1356	1690	1902	2164	所得税费用	1268	473	534	632	
其他流动资产	346	600	675	775	净利润	4673	1779	2009	2379	
流动资产合计	14321	15656	18072	21030	少数股东损益	2540	961	1085	1285	
固定资产	4243	4119	4007	3906	归属于母公司净利润	2133	818	924	1094	
在建工程	277	377	477	577	现金流量表 (百万元)					
无形资产及其他	415	371	335	308	经营活动现金流	1870	2375	3565	4117	
长期股权投资	371	371	371	371	净利润	4673	1773	2001	2370	
资产总计	22212	23679	26247	29377	少数股东权益	2540	957	1080	1280	
短期借款	461	461	461	461	折旧摊销	522	466	449	434	
应付款项	1258	1406	1582	1800	公允价值变动	(26)	0	0	0	
预收帐款	134	130	147	169	营运资金变动	(5838)	(600)	(1540)	(2014)	
其他流动负债	5077	4823	5418	6202	投资活动现金流	4722	(176)	(188)	(199)	
流动负债合计	6930	6820	7608	8632	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	(5967)	(195)	(221)	(264)	
负债合计	8594	8493	9291	10325	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	15186	16956	19052	其它	(5945)	(195)	(221)	(264)	
负债和股东权益总计	22212	23679	26247	29377	现金净增加额	625	2005	3156	3655	

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。

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、展示或以其他任何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。