

2018年10月30日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

证券分析师：胡博新 S0350517060001

hubx@ghzq.com.cn

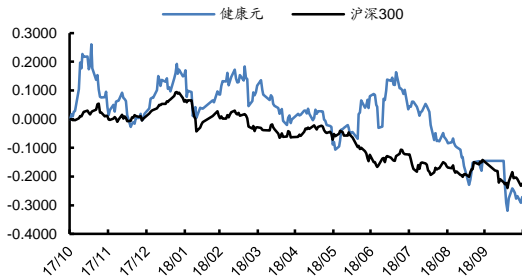
联系人：冯雪云

fengxy@ghzq.com.cn

自身业务业绩增长靓丽

——健康元（600380）三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
健康元	-14.7	-33.9	-25.6
沪深300	-9.6	-11.5	-22.4

市场数据

2018-10-29

当前价格（元）	6.93
52周价格区间（元）	6.58 - 12.47
总市值（百万）	13430.57
流通市值（百万）	13425.21
总股本（万股）	193803.33
流通股（万股）	193725.93
日均成交额（百万）	281.88
近一月换手（%）	8.49

相关报告

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

2018-08-28

《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年三季度报：2018年前三季度公司实现总收入86.36亿元，同比增长5.22%，实现归母净利润6.41亿元，同比减少68.34%，实现扣非后归母净利润5.71亿元，同比增加41.28%；2018年三季度单季度公司收入28.89亿元，同比增长4.49%，实现归母净利润2.16亿元，同比增长减少87.3%，实现扣非后归母净利润1.80亿元，同比增长57.5%。业绩增长符合预期。

投资要点：

- **公司自身业务（去除丽珠集团）2018年三季度业绩增长靓丽。**2018年三季度单季度归母净利润同比增长262.5%，主要由于7-ACA提价带来较大业绩弹性，并且其它化学药和OTC业务板块稳定增长。分板块看：（1）焦作健康元的7-ACA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。根据Wind统计，2018年9月7-ACA报价从8月的450元/kg小幅回落到440元/kg。我们也可以看到公司2018Q3归母净利润环比有所下降，我们推测这主要是受到7-ACA价格下滑的影响。（2）海滨制药、保健品和OTC业务预计仍然维持稳定慢增长的状态。（3）丽珠集团整体收入增速有所放缓，对公司整体业绩有所拖累。
- **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提升明显，从2017年的58.86%提高到2018年Q1-Q3的65.09%。根据目前的市场情况，我们认为健康元目前的合理市值为183亿元，仍有45亿元（+32%）的上升空间（具体计算过程见图3）。
- **盈利预测和评级：**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，原料药板块目前处于景气阶段。预计2018-2020年公司归母净利润分别为7.72亿元、9.05亿元、11.25亿元，EPS分别为0.40元、0.47元和0.58元，对应当前价的PE分别为18、15、12倍。公司未来随着新产品上市，将逐渐打开成长空间，**维持买入评级。**

- **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	13491	15359	17663
增长率 (%)	11%	25%	14%	15%
净利润 (百万元)	2133	772	905	1125
增长率 (%)	373%	-64%	17%	24%
摊薄每股收益 (元)	1.36	0.40	0.47	0.58
ROE (%)	15.66%	5.10%	5.36%	5.90%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 1: 健康元 2018 年三季度业绩测算

年份 单位: 万元	2017年			2018年				
	2017年H1	2017年Q1-Q3	2018Q3	2018Q1	2018Q2	2018年H1	2018年Q1-Q3	2018Q3
健康元总计								
归母净利润	32,707	202,550	169,844	19,994	21,563	42,574	64,127	21,553
同比增长%				47.6%	-87.3%	30.2%	-68.3%	-87.3%
环比增长%								
扣非后归母净利润	28,982	40,390	11,408	19,604	17,968	39,094	57,063	17,970
同比增长%				61.7%	57.5%	34.9%	41.3%	57.5%
环比增长%								
丽珠集团 (包括丽珠单抗)								
归母净利润	50,400	424,624	374,224	34,736	28,599	63,335	94,012	30,676
同比增长%				26.3%	24.9%	25.7%	-77.9%	-91.8%
扣非后归母净利润	45,527	67,916	22,390	28,496	28,616	57,113	79,564	22,451
同比增长%				19.6%	31.9%	25.4%	17.2%	0.3%
注: 丽珠集团业绩根据业绩预告增速的中值计算								
持有丽珠集团股份比例	44.81%	44.81%	44.81%	44.81%	44.81%	44.81%	44.81%	44.81%
健康元自身业务								
归母净利润	10122	12276	2,154	4429	8748	14194	22001	7,807
同比增长%						40.2%	79.2%	262.5%
环比增长%								-10.8%

资料来源: Wind、国海证券研究所

图 2: 健康元自身业务毛利率水平拆分 (百万元)

百万元	2015	2016	2017	2018H1	2018Q3
丽珠集团收入	6621	7652	8531	4565	6841
丽珠集团毛利率	61.10%	64.09%	63.86%	63.17%	62.64%
丽珠集团毛利润	4045	4904	5448	2884	4285
健康元收入	8642	9722	10779	5748	8636
健康元整体毛利率	60.35%	62.33%	62.82%	63.17%	63.15%
健康元毛利润	5215	6060	6771	3631	5454
健康元自身业务收入	2021	2070	2248	1183	1795
健康元自身业务毛利润	1169	1155	1323	747	1168
健康元自身业务毛利率	57.87%	55.83%	58.86%	63.17%	65.09%

资料来源: Wind、国海证券研究所

图 3: 健康元估值拆分测算(测算时间为 2018 年 10 月 30 日)

估值时间	2018/10/30	
健康元合理估值价值 (亿元)	183	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)	202	最新市值
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)	90	
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)	10	保守估计
健康元估值-海滨制药 (亿元)	26.9	
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)	1	保守估计
健康元估值-焦作健康元 (亿元)	10.2	
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)	10	保守估计
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	
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)	92	
实际市场给健康元自身业务的估值 (亿元)	48	
健康元最新市值 (亿元)	138	最新市值
健康元成长空间 (亿元)	45	
健康元目标估值 (亿元)	183	

资料来源: Wind、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:	6.93	投资评级:	买入	日期:	2018-10-29		
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	0.40	0.47	0.58			
毛利率	63%	63%	64%	65%	BVPS	4.69	4.11	4.46	4.89			
期间费率	50%	48%	48%	48%	估值							
销售净利率	20%	6%	6%	6%	P/E	5.26	17.91	15.26	12.28			
成长能力					P/B	1.52	1.74	1.60	1.46			
收入增长率	11%	25%	14%	15%	P/S	1.04	1.02	0.90	0.78			
利润增长率	373%	-64%	17%	24%								
营运能力					利润表 (百万元)				2017	2018E	2019E	2020E
总资产周转率	0.49	0.55	0.56	0.58	营业收入	10779	13491	15359	17663			
应收账款周转率	3.03	3.21	3.21	3.21	营业成本	4008	4969	5511	6113			
存货周转率	2.96	2.76	2.76	2.76	营业税金及附加	166	202	230	265			
偿债能力					销售费用	3964	4857	5606	6447			
资产负债率	39%	39%	38%	38%	管理费用	1181	1417	1613	1855			
流动比	2.07	2.11	2.18	2.25	财务费用	87	(23)	(38)	(56)			
速动比	1.87	1.87	1.94	2.02	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	2020	2387	2990			
现金及现金等价物	9063	9905	11595	13637	营业外净收支	68	100	100	100			
应收款项	3556	4198	4779	5496	利润总额	5940	2120	2487	3090			
存货净额	1356	1876	2083	2314	所得税费用	1268	424	497	618			
其他流动资产	346	683	777	892	净利润	4673	1696	1990	2472			
流动资产合计	14321	16662	19233	22338	少数股东损益	2540	924	1084	1347			
固定资产	4243	4119	4007	3906	归属于母公司净利润	2133	772	905	1125			
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	2547	3592	4268			
长期股权投资	371	371	371	371	净利润	4673	1696	1990	2472			
资产总计	22212	24685	27408	30685	少数股东权益	2540	924	1084	1347			
短期借款	461	461	461	461	折旧摊销	522	466	449	434			
应付款项	1258	1560	1733	1925	公允价值变动	(26)	0	0	0			
预收帐款	134	149	169	195	营运资金变动	(5838)	(2461)	(1832)	(2140)			
其他流动负债	5077	5722	6480	7340	投资活动现金流	4722	(176)	(188)	(199)			
流动负债合计	6930	7892	8842	9919	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	(5751)	(184)	(217)	(272)			
负债合计	8594	9565	10526	11613	债务融资	(37)	0	0	0			
股本	1574	1938	1938	1938	权益融资	15	0	0	0			
股东权益	13618	15120	16882	19072	其它	(5728)	(184)	(217)	(272)			
负债和股东权益总计	22212	24685	27408	30685	现金净增加额	842	2188	3187	3796			

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。

冯雪云，北京大学金融学硕士、北京大学医学经济学双学士，医学和金融复合背景，2018年加入国海证券医药组，主要覆盖化药、生物药、OTC等板块。

【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。