

健康元 (600380)

证券研究报告

2019年04月18日

2018 稳健前行，呼吸制剂业务扬帆起航

2018 年业绩实现快速增长

公司公告 2018 年年报：实现营收 112.04 亿元，同比增长 3.94%；归母净利润 6.99 亿元，同比减少 67.21%；归母扣非后净利润 6.31 亿元，同比增长 26.35%；整体业绩基本符合市场预期。公司业绩下滑主要是去年同期珠海维星实业有限公司股权转让交易的影响所致，影响公司 2017 年归母净利润 14.85 亿元。展望 2019 年，公司主业有望保持快速增长，同时复方异丙托溴铵吸入溶液的获批标志着公司迈出关键第一步，公司有望成为呼吸制剂领军企业。

化学制剂稳健增长，原料药及中间体盈利提升，中成药承压

细分分板块看：1、公司化学制剂收入 52.55 亿元，同比增长 10.93%，毛利率下滑 1.3%至 80.15%。制剂产品中，重点品种艾普拉唑（片剂+针剂）收入 5.88 亿元，同比大增 37.35%；亮丙瑞林微球销售 7.61 亿元，同比大增 40.34%；尿促卵泡素收入 5.93 亿元，同比增长 7.80%，鼠神经生长因子收入 4.44 亿元，同比下滑 14.09%，主要受到医保控费等大环境影响，占公司营收比降至 3.97%。公司不断深化营销改革，全力推行渠道下沉，加快销售专科领域建设，提升单位医院产出，有望助力整体制剂业务实现稳健增长。2、公司化学药及中间体收入 34.47 亿元，同比增长 12.37%，毛利率提升 4.55%至 29.90%，公司通过资源整合、调整产品结构，加大国际认证等措施，实现了重点高毛利产品持续稳定增长。重要的原料药及中间体市场价格回升，重点产品 7-ACA 利润贡献显著提升。3、公司中药收入 15.47 亿元，同比下滑 24.64%，毛利率下滑 2.79%至 76.08%。其中核心品种参芪扶正注射液收入 10.02 亿元，同比下滑 36.31%，主要是受医保控费、招标降价等政策影响，占公司营收比已降至 9.21%，后续对公司的影响已经较小。报告期内参芪扶正注射液获美国 FDA 批准 I 期临床，目前处于临床研究阶段。4、保健品相对平稳，收入 2.05 亿元，小幅下降 3.57%；诊断试剂及设备收入 6.97 亿元，同比增长 9.68%，实现了稳健增长；公司持续开拓海外市场。报告期内公司实现境外营业收入约 17.64 亿元，较上年同期增长 16.70%。报告期内销售费用相对平稳，为 39.79 亿元，同比增长 0.38%；管理费用 7.13 亿元，同比增长 9.18%。

持续加大研发投入，管线不断推进，呼吸制剂业务起航

公司持续加大研发投入，研发费用达到 7.08 亿元，同比增长 34.13%。呼吸系统疾病已成为国内仅次于心脑血管的第二大疾病，其中慢性疾病主要包括哮喘和慢阻肺，患者人群大，吸入制剂是主流的用药。相对于普通化药制剂而言吸入制剂一般药物和给药装置通常需要搭配，在吸入产品特点及给药装置的设计等工艺方面需考虑很多因素，吸入剂型对于产品颗粒大小有很高的要求，极大提升了仿制药方面的难度。公司拥有以首席科学家金方为核心的吸入制剂的精英研发团队，在吸入制剂技术方面积累丰富。在管线方面，复方异丙托溴铵吸入溶液获批，成为公司首个呼吸制剂产品，迈出了关键第一步，此外截至报告期末，异丙托溴铵气雾剂、布地奈德气雾剂已完成发补资料研究并申报生产，有望年内获批。妥布霉素吸入溶液正在进行临床试验研究。沙美特罗氟替卡松吸入粉雾剂、盐酸铵溴索吸入溶液、富马酸福莫特罗吸入溶液、吸入用布地奈德混悬液等项目获批临床。左旋沙丁胺醇吸入溶液项目已提交注册申报。公司在吸入制剂的布局处于领先地位，未来有望成为行业的领军企业。

丽珠单抗当量：重组人绒促性素完成 III 期临床并申报生产；HER2 单抗完成 I 期临床试验研究并准备开展 II 期临床研究；IL-6R 单抗项目取得临床批件并完成 I 期临床研究准备工作；PD-1 单抗中美 I 期临床试验研究进入最后研究阶段，并开始启动中国的化疗联合用药的临床研究工作；注射用重组人源化抗人肿瘤坏死因子 α 单克隆抗体 II 期临床试验完成；CD20 单抗正在进行 I 期临床；RANKL 单抗处于 I 期临床；CAR-T 项目组完成技术平台的建立，并已完成多个靶点的开发，正在积极推进临床研究和临床申报。

看好公司长期发展，维持“买入评级”

除了重点布局的吸入制剂平台外，公司还力争打造国内领先全球一流的单抗、缓释微球、脂微乳等生物制药、给药载体技术平台，为长期发展奠定了坚实的基础。我们看好公司吸入制剂发展潜力，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.46、0.55 及 0.64 元（其中 19/20 年小幅变化 -1.54%/-0.55%），对应估值分别为 19、16 及 14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：呼吸制剂研发进展及销售低于预期，艾普拉唑等化学制剂增长低于预期，单抗等创新研发管线进度低于预期，中药业务下滑超预期

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.77 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,938.03
流通 A 股股本(百万股)	1,938.03
A 股总市值(百万元)	16,996.55
流通 A 股市值(百万元)	16,996.55
每股净资产(元)	4.98
资产负债率(%)	34.77
一年内最高/最低(元)	12.64/6.28

作者

潘海洋	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com	
郑薇	分析师
SAC 执业证书编号：	S1110517110003
zhengwei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《健康元-公司点评:首个呼吸产品获批，打造吸入制剂领军企业迈出关键第一步》 2019-04-10
- 《健康元-首次覆盖报告:业绩持续增长，吸入制剂有望引领公司再上新台阶》 2018-12-01

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,779.26	11,203.96	12,293.89	13,569.46	15,145.66
增长率(%)	10.88	3.94	9.73	10.38	11.62
EBITDA(百万元)	6,157.04	2,508.20	2,035.12	2,414.09	2,819.79
净利润(百万元)	2,133.04	699.41	893.73	1,062.09	1,243.40
增长率(%)	372.52	(67.21)	27.78	18.84	17.07
EPS(元/股)	1.10	0.36	0.46	0.55	0.64
市盈率(P/E)	8.11	24.74	19.36	16.29	13.92
市净率(P/B)	2.34	1.79	1.68	1.54	1.40
市销率(P/S)	1.61	1.54	1.41	1.28	1.14
EV/EBITDA	2.53	3.82	6.66	5.01	3.92

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,063.24	11,471.26	13,994.39	16,076.24	17,739.78
应收账款	2,035.35	1,942.63	2,360.23	2,313.70	2,734.86
预付账款	195.39	255.04	203.57	356.13	275.41
存货	1,355.56	1,410.83	1,611.52	1,864.49	2,124.17
其他	1,671.12	1,495.24	1,901.99	1,714.24	1,961.13
流动资产合计	14,320.66	16,575.01	20,071.70	22,324.79	24,835.34
长期股权投资	370.56	476.71	486.71	508.71	522.71
固定资产	4,242.82	4,047.20	3,989.78	3,892.73	3,742.75
在建工程	276.78	472.16	319.30	239.58	173.75
无形资产	544.62	588.24	554.90	521.57	488.23
其他	2,456.16	2,826.44	1,989.74	2,279.90	2,650.12
非流动资产合计	7,890.93	8,410.74	7,340.42	7,442.49	7,577.56
资产总计	22,211.59	24,985.76	27,412.12	29,767.28	32,412.89
短期借款	460.66	2,500.00	2,300.00	2,180.00	2,080.00
应付账款	2,671.29	2,891.38	2,759.11	3,574.30	3,538.81
其他	3,798.42	2,244.64	2,902.78	2,657.64	3,151.82
流动负债合计	6,930.37	7,636.02	7,961.89	8,411.94	8,770.63
长期借款	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
应付债券	1,195.25	498.73	1,129.01	941.00	856.25
其他	467.41	553.27	429.24	483.31	488.61
非流动负债合计	1,663.36	1,052.71	1,558.94	1,425.00	1,345.55
负债合计	8,593.74	8,688.72	9,520.84	9,836.94	10,116.18
少数股东权益	6,232.63	6,653.52	7,583.72	8,689.17	9,957.68
股本	1,573.78	1,938.03	1,938.03	1,938.03	1,938.03
资本公积	930.01	2,391.40	2,391.40	2,391.40	2,391.40
留存收益	5,800.07	7,681.52	8,369.53	9,303.14	10,400.99
其他	(918.64)	(2,367.43)	(2,391.40)	(2,391.40)	(2,391.40)
股东权益合计	13,617.85	16,297.03	17,891.29	19,930.34	22,296.71
负债和股东权益总	22,211.59	24,985.76	27,412.12	29,767.28	32,412.89

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4,672.73	1,459.60	893.73	1,062.09	1,243.40
折旧摊销	543.23	569.68	253.62	260.11	264.15
财务费用	141.34	94.86	(300.00)	(350.00)	(350.00)
投资损失	(4,333.56)	64.92	(5.00)	(20.00)	(18.00)
营运资金变动	1,968.75	(2,910.05)	553.81	165.82	(489.29)
其它	(1,122.11)	2,546.52	944.15	1,110.09	1,264.11
经营活动现金流	1,870.38	1,825.54	2,340.30	2,228.10	1,914.37
资本支出	225.77	577.32	134.03	(4.07)	9.70
长期投资	(12.57)	106.15	10.00	22.00	14.00
其他	4,508.62	(3,593.19)	(388.88)	(250.64)	(203.25)
投资活动现金流	4,721.83	(2,909.71)	(244.84)	(232.71)	(179.54)
债权融资	2,655.56	3,698.75	4,063.31	3,898.98	3,640.35
股权融资	204.69	2,103.34	366.37	469.60	452.49
其他	(3,195.87)	(4,397.40)	(4,002.00)	(4,282.13)	(4,164.13)
筹资活动现金流	(335.63)	1,404.69	427.68	86.46	(71.29)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	6,256.57	320.51	2,523.14	2,081.85	1,663.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,779.26	11,203.96	12,293.89	13,569.46	15,145.66
营业成本	4,008.12	4,214.15	4,730.65	5,302.39	5,982.99
营业税金及附加	165.63	158.61	188.43	202.86	224.33
营业费用	3,963.76	3,978.86	4,056.98	4,206.53	4,483.12
管理费用	1,181.08	712.87	1,475.27	1,628.33	1,817.48
财务费用	87.41	(167.56)	(300.00)	(350.00)	(350.00)
资产减值损失	133.36	107.10	80.00	100.00	95.70
公允价值变动收益	(25.71)	26.11	13.94	4.65	(4.41)
投资净收益	4,333.56	(64.92)	5.00	20.00	18.00
其他	(8,940.62)	644.51	(37.87)	(49.29)	(27.18)
营业利润	5,872.67	1,594.23	2,081.50	2,503.99	2,905.64
营业外收入	94.08	179.38	141.08	138.18	152.88
营业外支出	26.36	40.61	25.06	30.68	32.11
利润总额	5,940.38	1,733.00	2,197.52	2,611.49	3,026.40
所得税	1,267.65	273.40	373.58	443.95	514.49
净利润	4,672.73	1,459.60	1,823.94	2,167.53	2,511.92
少数股东损益	2,539.69	760.19	930.21	1,105.44	1,268.52
归属于母公司净利润	2,133.04	699.41	893.73	1,062.09	1,243.40
每股收益(元)	1.10	0.36	0.46	0.55	0.64

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	10.88%	3.94%	9.73%	10.38%	11.62%
营业利润	465.18%	-72.85%	30.56%	20.30%	16.04%
归属于母公司净利润	372.52%	-67.21%	27.78%	18.84%	17.07%
获利能力					
毛利率	62.82%	62.39%	61.52%	60.92%	60.50%
净利率	19.79%	6.24%	7.27%	7.83%	8.21%
ROE	28.88%	7.25%	8.67%	9.45%	10.08%
ROIC	71.69%	22.41%	23.52%	27.25%	35.12%
偿债能力					
资产负债率	38.69%	34.77%	34.73%	33.05%	31.21%
净负债率	13.90%	-19.18%	-36.23%	-42.83%	-45.47%
流动比率	2.07	2.17	2.52	2.65	2.83
速动比率	1.87	1.99	2.32	2.43	2.59
营运能力					
应收账款周转率	5.27	5.63	5.71	5.81	6.00
存货周转率	7.77	8.10	8.14	7.81	7.59
总资产周转率	0.56	0.47	0.47	0.47	0.49
每股指标(元)					
每股收益	1.10	0.36	0.46	0.55	0.64
每股经营现金流	0.97	0.94	1.21	1.15	0.99
每股净资产	3.81	4.98	5.32	5.80	6.37
估值比率					
市盈率	8.11	24.74	19.36	16.29	13.92
市净率	2.34	1.79	1.68	1.54	1.40
EV/EBITDA	2.53	3.82	6.66	5.01	3.92
EV/EBIT	2.77	4.80	7.61	5.62	4.33

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com