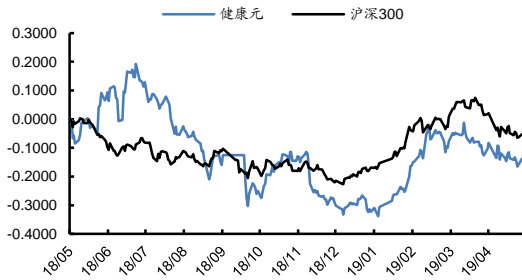


研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：冯雪云 S0350118100002
fengxy@ghzq.com.cn

非激素液体车间吸入溶液生产线获 GMP 认证 ——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 | -1.3 | 3.1 | -14.0 |
| 沪深 300 | -6.5 | -0.9 | -5.1 |

市场数据

2019-05-27

| | |
|-------------|--------------|
| 当前价格（元） | 8.08 |
| 52 周价格区间（元） | 0.00 - 11.21 |
| 总市值（百万） | 15659.31 |
| 流通市值（百万） | 15659.31 |
| 总股本（万股） | 193803.33 |
| 流通股（万股） | 193803.33 |
| 日均成交额（百万） | 156.90 |
| 近一月换手（%） | 10.34 |

相关报告

《健康元（600380）年报点评：业绩稳健，呼吸吸入制剂进展顺利》——2019-04-23

《健康元（600380）事件点评：首个呼吸管线产品获批，研发稳步推进》——2019-04-11

《健康元（600380）事件点评：推出股权激励，彰显公司长远发展信心》——2018-11-27

《健康元（600380）事件点评：新增两品种获批临床，呼吸吸入制剂研发进展顺利》——2018-11-21

《健康元（600380）三季报点评：自身业务业绩增长靓丽》——2018-10-30

事件：

近日，公司全资子公司太太药业非激素液体车间吸入溶液生产线收到《药品 GMP 证书》，该生产线将用于生产吸入用复方异丙托溴铵溶液。

投资要点：

- 公司全资子公司太太药业非激素液体车间吸入溶液生产线通过新版 GMP 认证，将可以进行吸入用复方异丙托溴铵溶液的生产及销售。吸入用复方异丙托溴铵溶液是国内首仿，竞争格局好。吸入用复方异丙托溴铵溶液是中重度哮喘和 COPD 患者的临床用药，组成成分为异丙托溴铵和硫酸沙丁胺醇，可同时作用于肺部的毒蕈碱和 $\beta 2$ -肾上腺素受体。目前国内已上市的复方异丙托溴铵溶液厂家仅有原研药企 BI，根据 IQVIA 的数据，2018 年该产品在国内的销售规模约为 3.4 亿人民币。在研厂家中，目前仅有山东京卫制药在 2019 年年初提交注册申请，目前仍在审评审批中。公司的吸入用复方异丙托溴铵溶液作为首仿药物，未来有望凭借价格优势和先发优势，获得较大的市场份额。
- 吸入制剂研发壁垒高，吸入用复方异丙托溴铵溶液是国内首个按照新 4 类获批的吸入制剂，彰显公司研发实力。截至 2019 年 4 月 11 日，被收入《中国上市药品目录集》中以“按化学药品新注册分类批准的仿制药”的吸入制剂仅有恒瑞的吸入用地氟烷，而恒瑞的吸入用地氟烷实际是按照旧注册分类上市，可能是由于产品同时在海外销售而被纳入目录。因此，公司的吸入用复方异丙托溴铵溶液是国内首个按照新 4 类获批的吸入制剂。吸入制剂仿制药研发壁垒高，公司是能够按照更高标准的吸入制剂审批路径获得产品批准的第一家企业，这充分彰显了公司在呼吸吸入制剂领域的研发实力。公司拥有以金方教授为首的精英研发团队，在吸入制剂领域有多年研究经验，我们认为这支靠谱的团队将持续推动公司吸入制剂产品研发活动的稳步进行。吸入用复方异丙托溴铵溶液是公司呼吸管线中首个获批产品，其余在研产品正在稳步进行中。
- 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，其中吸入用复方异丙托溴铵溶液已经获批，布地奈德气雾剂、异丙托溴铵气雾剂已报产，另有重磅品种布地奈德混悬液、舒利迭仿制药等 4 个品种已经进入临床，左旋沙丁胺醇吸入溶液等 2 个品种正在进行申报，公司现有西药制剂板块稳定

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%。

增长，原料药板块目前处于景气阶段。预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 8.22 亿元、9.78 亿元、12.14 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.50 元和 0.63 元，对应当前价的 PE 分别为 19、16、13 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 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元） | 11204 | 12444 | 14383 | 17060 |
| 增长率(%) | 4% | 11% | 16% | 19% |
| 净利润（百万元） | 699 | 822 | 978 | 1214 |
| 增长率(%) | -67% | 18% | 19% | 24% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.44 | 0.42 | 0.50 | 0.63 |
| ROE(%) | 4.29% | 4.96% | 5.77% | 7.00% |

资料来源：Wind 资讯、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: | 8.08 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2019-05-27 | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------|--------|--------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 财务指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 每股指标与估值 | | | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | | |
| ROE | 4% | 5% | 6% | 7% | EPS | 0.44 | 0.42 | 0.50 | 0.63 | | | |
| 毛利率 | 62% | 63% | 64% | 67% | BVPS | 6.13 | 4.66 | 4.29 | 3.83 | | | |
| 期间费率 | 42% | 47% | 48% | 50% | 估值 | | | | | | | |
| 销售净利率 | 6% | 7% | 7% | 7% | P/E | 18.32 | 19.19 | 16.14 | 12.99 | | | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 1.33 | 1.75 | 1.90 | 2.12 | | | |
| 收入增长率 | 4% | 11% | 16% | 19% | P/S | 1.14 | 1.27 | 1.10 | 0.92 | | | |
| 利润增长率 | -67% | 18% | 19% | 24% | | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | | | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 总资产周转率 | 0.45 | 0.46 | 0.51 | 0.57 | 营业收入 | 11204 | 12444 | 14383 | 17060 | | | |
| 应收账款周转率 | 3.41 | 3.21 | 3.21 | 3.21 | 营业成本 | 4214 | 4643 | 5107 | 5644 | | | |
| 存货周转率 | 2.99 | 2.97 | 2.97 | 2.97 | 营业税金及附加 | 159 | 187 | 216 | 256 | | | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 3979 | 4418 | 5307 | 6568 | | | |
| 资产负债率 | 35% | 39% | 40% | 42% | 管理费用 | 713 | 1195 | 1366 | 1621 | | | |
| 流动比 | 2.17 | 1.97 | 1.90 | 1.82 | 财务费用 | (168) | 9 | 7 | 4 | | | |
| 速动比 | 1.99 | 1.80 | 1.73 | 1.65 | 其他费用/(-收入) | (146) | (50) | (50) | (50) | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 营业利润 | 1594 | 1943 | 2330 | 2918 | | | |
| 现金及现金等价物 | 11471 | 12294 | 12557 | 12890 | 营业外净收支 | 139 | 100 | 100 | 100 | | | |
| 应收款项 | 3284 | 3876 | 4480 | 5314 | 利润总额 | 1733 | 2043 | 2430 | 3018 | | | |
| 存货净额 | 1411 | 1625 | 1791 | 1985 | 所得税费用 | 273 | 327 | 389 | 483 | | | |
| 其他流动资产 | 409 | 649 | 746 | 880 | 净利润 | 1460 | 1716 | 2041 | 2535 | | | |
| 流动资产合计 | 16575 | 18445 | 19574 | 21070 | 少数股东损益 | 760 | 894 | 1063 | 1321 | | | |
| 固定资产 | 4022 | 3920 | 3828 | 3745 | 归属于母公司净利润 | 699 | 822 | 978 | 1214 | | | |
| 在建工程 | 472 | 572 | 672 | 772 | 现金流量表 (百万元) | | | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 无形资产及其他 | 401 | 355 | 320 | 295 | 经营活动现金流 | 1826 | 3728 | 3613 | 4358 | | | |
| 长期股权投资 | 477 | 477 | 477 | 477 | 净利润 | 1460 | 1716 | 2041 | 2535 | | | |
| 资产总计 | 24986 | 27008 | 28310 | 29997 | 少数股东权益 | 760 | 894 | 1063 | 1321 | | | |
| 短期借款 | 2500 | 2500 | 2500 | 2500 | 折旧摊销 | 515 | 442 | 427 | 415 | | | |
| 应付款项 | 1399 | 1560 | 1719 | 1905 | 公允价值变动 | 26 | 0 | 0 | 0 | | | |
| 预收帐款 | 0 | 78 | 90 | 106 | 营运资金变动 | (935) | (2769) | (1815) | (2411) | | | |
| 其他流动负债 | 3737 | 5221 | 5998 | 7044 | 投资活动现金流 | (2910) | (198) | (208) | (217) | | | |
| 流动负债合计 | 7636 | 9359 | 10307 | 11556 | 资本支出 | 26 | 2 | (8) | (17) | | | |
| 长期借款及应付债券 | 499 | 499 | 499 | 499 | 长期投资 | (106) | 0 | 0 | 0 | | | |
| 其他长期负债 | 553 | 563 | 573 | 583 | 其他 | (2829) | (200) | (200) | (200) | | | |
| 长期负债合计 | 1053 | 1063 | 1073 | 1083 | 筹资活动现金流 | 1907 | (1417) | (1687) | (2097) | | | |
| 负债合计 | 8689 | 10421 | 11379 | 12639 | 债务融资 | 1343 | 0 | 0 | 0 | | | |
| 股本 | 1574 | 1938 | 1938 | 1938 | 权益融资 | 2018 | 0 | 0 | 0 | | | |
| 股东权益 | 16297 | 16586 | 16931 | 17358 | 其它 | (1454) | (1417) | (1687) | (2097) | | | |
| 负债和股东权益总计 | 24986 | 27008 | 28310 | 29997 | 现金净增加额 | 823 | 2114 | 1719 | 2043 | | | |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【医药组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

冯雪云，2018年加入国海证券医药组，主要覆盖化药、生物药等板块。

【分析师承诺】

代鹏举，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。