

吸入制剂领军企业，全年业绩符合预期

——健康元（600380.SH）2020年业绩预报点评

买入（维持）

当前价：14.05元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

分析师：吴佳青

执业证书编号：S0930519120001

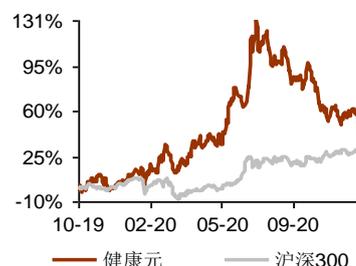
021-52523697

wujiaqing@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	19.53
总市值(亿元)	326.31
一年最低/最高(元)	9.24/22.47
近3月换手率	72.56%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.75	-32.90	1.00
绝对	0.65	-14.17	52.01

资料来源：Wind

相关研报

研发加大力度，前三季度业绩符合预期——健康元（600380.SH）2020年三季度报点评（2020-10-28）

20Q2业绩回暖，吸入制剂重磅品种再下一城——健康元（600380.SH）2020年半年报点评（2020-08-28）

定增引入高瓴战投，彰显公司长期发展动力——健康元（600380.SH）事件点评（2020-07-13）

要点

事件：公司发布2020年业绩预告，2020年全年实现归母净利润10.73~11.63亿元，同比增长20~30%；实现扣非归母净利润9.12~9.95亿元，分别同比增长10~20%；符合此前预期。

点评：

全年业绩逐季加速，整体符合预期。以预告中位数计算，20Q1/Q2/Q3/Q4单季度分别实现归母净利润2.80/3.96/2.51/1.91亿元，同比增长-9.39%/64.59%/8.11%/65.14%；实现扣非归母净利润2.81/3.11/2.11/1.51亿元，同比增长1.66%/36.40%/-6.76%/55.23%。全年业绩呈现逐季加速趋势，其中单三季度扣非归母净利润端增速放缓是由于研发投入增加所致（20Q3研发费用3.23亿元，同比19Q3的2.20亿元增长46.8%），全年业绩整体符合预期。化学制剂主要品种注射用艾普拉唑钠借助新进医保优势实现快速上量，中药制剂主要品种抗病毒颗粒、原料药美罗培南实现大幅增长，此外新冠病毒抗体检测试剂产品实现新增销售，保障了公司整体业绩的稳步增长。

吸入制剂布局全面，逐步进入管线收获期。公司在吸入制剂领域布局完善且进度均靠前：复方异丙托溴铵吸入溶液、左旋沙丁醇胺19年上市以来营销团队组建完成，销售进展良好，其中后者已于20年12月纳入医保目录；布地奈德混悬液（0.5mg）于20年7月获批上市，有望成为15~20亿元峰值的重磅品种；异丙托溴铵吸入剂（0.25mg及0.5mg）于20年9月获批上市。在研品种异丙托溴铵气雾剂、沙美特罗氟替卡松吸入粉雾剂、布地奈德福莫特罗等重磅吸入剂梯队有序，此外盐酸氨溴索吸入溶液、马来酸茛菪达特罗粉雾剂陆续获得临床试验批件，有望持续为呼吸板块贡献业绩弹性。

盈利预测与估值评级。公司呼吸制剂管线正在加速兑现，吸入制剂重磅新品种上市提供增量，疫情控制以来公司业绩回暖明显，我们维持20~22年EPS分别为0.55元/0.64/0.76元，同比增长20.0%/16.5%/18.6%，维持‘买入’评级。

风险提示：药品带量采购风险，审批政策风险，原料药价格波动等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,204	11,980	13,409	15,405	17,264
营业收入增长率	3.94%	6.93%	11.93%	14.88%	12.07%
净利润（百万元）	699	894	1,073	1,250	1,482
净利润增长率	-67.21%	27.87%	19.98%	16.50%	18.57%
EPS（元）	0.36	0.46	0.55	0.64	0.76
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.25%	8.64%	9.65%	10.42%	11.36%
P/E	39	30	25	22	18
P/B	2.8	2.6	2.5	2.3	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-22

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,204	11,980	13,409	15,405	17,264
营业成本	4,214	4,271	4,696	5,316	5,855
折旧和摊销	515	523	572	590	608
税金及附加	159	147	134	172	183
销售费用	3,979	3,962	4,421	5,079	5,693
管理费用	713	849	950	1,061	1,155
研发费用	708	906	912	1,106	1,207
财务费用	-168	-222	-140	-194	-239
投资收益	-65	-2	0	0	0
营业利润	1,594	2,187	2,622	3,053	3,619
利润总额	1,733	2,178	2,613	3,044	3,610
所得税	273	328	394	459	544
净利润	1,460	1,850	2,220	2,586	3,066
少数股东损益	760	956	1,147	1,336	1,584
归属母公司净利润	699	894	1,073	1,250	1,482
EPS(按最新股本计)	0.36	0.46	0.55	0.64	0.76

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,826	2,312	2,762	2,528	2,993
净利润	699	894	1,073	1,250	1,482
折旧摊销	515	523	572	590	608
净营运资金增加	1,241	759	1,503	2,314	2,177
其他	-629	137	-386	-1,626	-1,274
投资活动产生现金流	-2,910	1,310	-48	-325	-300
净资本支出	-654	-701	63	-250	-250
长期投资变化	477	511	0	0	0
其他资产变化	-2,732	1,500	-111	-75	-50
融资活动现金流	1,405	-2,060	-1,379	-339	-877
股本变化	364	0	9	0	0
债务净变化	1,043	-1,018	-1,317	-161	-683
无息负债变化	-948	383	37	391	332
净现金流	394	1,580	1,335	1,863	1,816

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	62.4%	64.4%	65.0%	65.5%	66.1%
EBITDA 率	17.9%	22.1%	23.0%	22.3%	23.1%
EBIT 率	12.8%	17.4%	18.7%	18.5%	19.6%
税前净利润率	15.5%	18.2%	19.5%	19.8%	20.9%
归母净利润率	6.2%	7.5%	8.0%	8.1%	8.6%
ROA	5.8%	7.3%	8.5%	9.1%	10.0%
ROE (摊薄)	7.3%	8.6%	9.7%	10.4%	11.4%
经营性 ROIC	7.1%	9.8%	11.5%	11.7%	12.7%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	35%	32%	26%	25%	22%
流动比率	2.17	2.25	2.95	3.27	3.89
速动比率	1.99	2.04	2.80	3.10	3.69
归母权益/有息债务	2.61	3.86	8.16	9.99	25.15
有形资产/有息债务	6.31	8.82	18.33	22.79	57.11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	24,986	25,438	26,067	28,511	30,793
货币资金	11,471	11,189	12,524	14,388	16,204
交易性金融资产	16	18	10	10	10
应收帐款	1,881	1,997	2,682	3,081	3,453
应收票据	1,341	1,347	1,341	1,540	1,726
其他应收款 (合计)	68	109	280	321	359
存货	1,411	1,528	935	1,063	1,171
其他流动资产	121	132	167	217	264
流动资产合计	16,575	16,585	18,188	20,893	23,480
其他权益工具	1,394	1,505	1,505	1,505	1,505
长期股权投资	477	511	511	511	511
固定资产	4,022	4,069	3,722	3,351	2,959
在建工程	472	564	528	501	481
无形资产	401	374	411	452	493
商誉	614	614	609	609	609
其他非流动资产	338	375	445	445	445
非流动资产合计	8,411	8,853	7,879	7,618	7,312
总负债	8,689	8,054	6,773	7,003	6,653
短期借款	2,500	2,162	844	683	0
应付账款	634	632	695	786	866
应付票据	766	741	815	922	1,016
预收账款	0	0	0	770	863
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	7,636	7,373	6,164	6,394	6,043
长期借款	1	0	0	0	0
应付债券	499	0	0	0	0
其他非流动负债	440	499	608	608	608
非流动负债合计	1,053	681	610	610	610
股东权益	16,297	17,384	19,294	21,507	24,140
股本	1,938	1,938	1,947	1,947	1,947
公积金	2,811	2,858	2,956	3,081	3,229
未分配利润	4,870	5,443	6,099	6,852	7,753
归属母公司权益	9,644	10,356	11,119	11,997	13,046
少数股东权益	6,654	7,028	8,175	9,510	11,094

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	35.51%	33.07%	32.97%	32.97%	32.97%
管理费用率	6.36%	7.09%	7.09%	6.89%	6.69%
财务费用率	-1.50%	-1.85%	-1.04%	-1.26%	-1.39%
研发费用率	6.32%	7.56%	6.80%	7.18%	6.99%
所得税率	16%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.16	0.16	0.19	0.22	0.26
每股经营现金流	0.94	1.19	1.42	1.30	1.54
每股净资产	4.98	5.34	5.71	6.16	6.70
每股销售收入	5.78	6.18	6.89	7.91	8.87

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	39	30	25	22	18
PB	2.8	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	22	17	14	14	12
股息率	1.0%	1.0%	1.3%	1.5%	1.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳