

公司研究

研发及销售加大力度，呼吸板块推进顺利

——健康元（600380.SH）2021年上半年业绩点评

要点

事件：

公司发布2021年半年报，上半年实现收入78.35亿、归母净利润6.87亿、扣非归母净利润5.98亿，分别同比增长21.00%、1.64%、0.94%；实现EPS0.35元。

点评：

业绩基本符合预期，21H1 费用投入加大。20Q1/Q2 单季度分别实现收入41.44/36.90亿元，同比增长30.05%/12.22%；分别实现归母净利润3.67/3.20亿元，同比增长31.10%/-19.16%；分别实现扣非归母净利润3.35/2.63亿元，同比增长19.10%/-15.43%。上半年收入端增长良好，扣非归母净利润端增速慢于收入端主要是由于研发投入及销售费用增加所致（21H1 研发费用6.23亿元，同比增长67.23%；销售费用25.00亿元，同比增加38.64%），业绩整体上基本符合预期。收入端稳健增长，其中化学制剂同比增长54.10%；化学原料药及中间体同比增长16.17%；诊断试剂及设备同比下降56.05%，剔除新冠检测试剂同比增长21.96%。

吸入制剂推进顺利，板块放量可期。公司在吸入制剂领域布局完善且进度均靠前：公司营销团队组建完成，销售进展良好；复方异丙托溴铵吸入溶液、布地奈德混悬液、替硝唑片已中选第五批集采，有望快速切入市场，提高市占率。在研品种硫酸特布他林雾化吸入溶液申报生产；妥布霉素吸入溶液正在进行III期临床试验，富马酸福莫特罗吸入溶液完成III期临床试验期中分析；富马酸福莫特罗吸入气雾剂、莫米松福莫特罗吸入气雾剂、阿地溴铵吸入粉雾剂获得临床试验批准通知书，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，我们维持21净利润预测为12.50亿元，考虑吸入制剂费用投入等因素，略下调22年净利润预测为14.64亿元（下调约1.2%），新增23年净利润预测为16.96亿元，对应21~23年EPS分别为0.64/0.75/0.87元，对应P/E为19/16/14倍，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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,980	13,522	15,135	17,387	19,486
营业收入增长率	6.93%	12.87%	11.93%	14.88%	12.07%
净利润（百万元）	894	1,120	1,250	1,464	1,696
净利润增长率	27.87%	25.28%	11.53%	17.17%	15.86%
EPS（元）	0.46	0.57	0.64	0.75	0.87
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.64%	10.10%	10.37%	11.21%	11.93%
P/E	26	21	19	16	14
P/B	2.3	2.1	1.9	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-25

买入（维持）

当前价：12.04元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：吴佳青

执业证书编号：S0930519120001

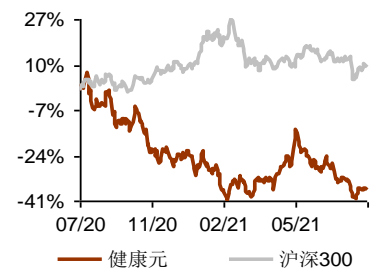
021-52523697

wujiaqing@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	19.60
总市值(亿元):	235.93
一年最低/最高(元):	11.38/19.90
近3月换手率:	60.01%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.76	6.63	-5.39
绝对	-1.31	-1.31	-1.31

资料来源：Wind

相关研报

吸入制剂领军企业，全年业绩符合预期——健康元（600380.SH）2020年业绩预报表点评（2021-01-24）

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）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,980	13,522	15,135	17,387	19,486
营业成本	4,271	4,874	5,300	6,000	6,609
折旧和摊销	523	547	501	534	570
税金及附加	147	163	182	209	234
销售费用	3,962	3,940	4,580	5,240	5,854
管理费用	849	951	1,064	1,188	1,312
研发费用	906	1,072	1,211	1,391	1,559
财务费用	-222	-99	-156	-226	-279
投资收益	-2	182	0	0	0
营业利润	2,187	2,973	3,313	3,878	4,490
利润总额	2,178	2,950	3,290	3,855	4,467
所得税	328	372	415	486	563
净利润	1,850	2,578	2,876	3,369	3,904
少数股东损益	956	1,458	1,626	1,905	2,208
归属母公司净利润	894	1,120	1,250	1,464	1,696
EPS(按最新股本计)	0.46	0.57	0.64	0.75	0.87

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,312	3,025	3,490	3,252	3,771
净利润	894	1,120	1,250	1,464	1,696
折旧摊销	523	547	501	534	570
净营运资金增加	739	1,121	1,584	2,468	2,330
其他	156	237	155	-1,215	-825
投资活动产生现金流	1,310	-500	-499	-925	-900
净资本支出	-701	-781	-451	-850	-850
长期投资变化	511	628	0	0	0
其他资产变化	1,500	-347	-48	-75	-50
融资活动现金流	-2,060	-1,238	-1,525	-280	-878
股本变化	0	15	7	0	0
债务净变化	-1,018	-200	-1,446	-46	-618
无息负债变化	383	1,067	-77	527	448
净现金流	1,580	1,182	1,466	2,046	1,993

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	64.4%	64.0%	65.0%	65.5%	66.1%
EBITDA 率	22.1%	25.4%	22.9%	24.0%	24.5%
EBIT 率	17.4%	21.1%	19.6%	21.0%	21.6%
税前净利润率	18.2%	21.8%	21.7%	22.2%	22.9%
归母净利润率	7.5%	8.3%	8.3%	8.4%	8.7%
ROA	7.3%	9.2%	9.8%	10.3%	10.9%
ROE (摊薄)	8.6%	10.1%	10.4%	11.2%	11.9%
经营性 ROIC	10.0%	12.8%	12.6%	13.6%	14.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	32%	32%	25%	24%	22%
流动比率	2.25	2.36	3.12	3.34	3.85
速动比率	2.04	2.12	2.96	3.16	3.65
归母权益/有息债务	3.86	4.47	11.66	13.23	38.54
有形资产/有息债务	8.82	10.50	27.14	31.79	93.65

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	25,438	28,157	29,216	32,607	35,801
货币资金	11,189	12,289	13,755	15,802	17,794
交易性金融资产	18	28	10	10	10
应收帐款	1,997	2,447	3,027	3,477	3,897
应收票据	1,347	1,343	1,513	1,739	1,949
其他应收款 (合计)	109	177	303	348	390
存货	1,528	1,832	1,056	1,200	1,322
其他流动资产	132	58	98	155	207
流动资产合计	16,585	18,405	20,035	23,030	25,893
其他权益工具	1,505	1,576	1,576	1,576	1,576
长期股权投资	511	628	628	628	628
固定资产	4,069	4,380	4,352	4,359	4,381
在建工程	564	648	906	1,099	1,245
无形资产	374	468	503	543	581
商誉	614	614	609	609	609
其他非流动资产	375	392	409	409	409
非流动资产合计	8,853	9,752	9,181	9,576	9,908
总负债	8,054	8,920	7,396	7,878	7,708
短期借款	2,162	2,111	664	618	0
应付账款	632	833	905	1,025	1,129
应付票据	741	1,088	1,183	1,339	1,475
预收账款	0	0	757	869	974
其他流动负债	0	6	6	6	6
流动负债合计	7,373	7,802	6,420	6,901	6,731
长期借款	0	360	360	360	360
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	499	555	614	614	614
非流动负债合计	681	1,118	976	976	976
股东权益	17,384	19,237	21,820	24,729	28,094
股本	1,938	1,953	1,960	1,960	1,960
公积金	2,858	3,049	3,167	3,313	3,483
未分配利润	5,443	6,231	7,063	7,921	8,908
归属母公司权益	10,356	11,096	12,053	13,057	14,214
少数股东权益	7,028	8,141	9,767	11,672	13,880

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	33.07%	29.14%	30.26%	30.14%	30.04%
管理费用率	7.09%	7.03%	7.03%	6.83%	6.73%
财务费用率	-1.85%	-0.73%	-1.03%	-1.30%	-1.43%
研发费用率	7.56%	7.93%	8.00%	8.00%	8.00%
所得税率	15%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.16	0.15	0.23	0.28	0.32
每股经营现金流	1.19	1.55	1.78	1.66	1.92
每股净资产	5.34	5.68	6.15	6.66	7.25
每股销售收入	6.18	6.92	7.72	8.87	9.94

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	26	21	19	16	14
PB	2.3	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	15.1	12.2	12.5	11.3	10.7
股息率	1.3%	1.2%	1.9%	2.3%	2.6%

行业及司评级体系

	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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE