

公司研究/公告点评

2020年07月26日

医药生物/化学制药 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 19.41
合理价格区间(元): 22.22~24.60

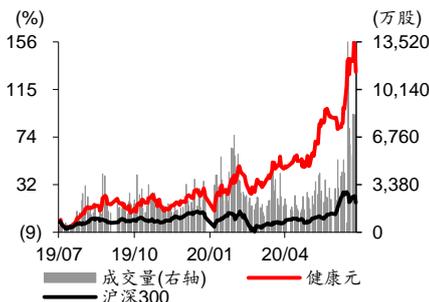
代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

岳梅梅 021-38476098
联系人 yuemeimei@htsc.com

相关研究

- 1 《健康元(600380 SH,买入): 高瓴战略入股, 夯实龙头地位》2020.07
- 2 《健康元(600380 SH,买入): 呼吸龙头, 静待花开》2020.04
- 3 《健康元(600380 SH,买入): 呼吸龙头, 高歌猛进》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

布地奈德获批, 呼吸攻克战略要地

健康元(600380)

重磅产品获批, 呼吸再下一城

公司 2020 年 7 月 23 日发布公告, 布地奈德混悬液获批上市, 呼吸板块拿下战略性一局。我们认为公司未来受益于: 1) 呼吸制剂渗透率的提升 (GOLD/CPH 调查显示 19 年我国哮喘患者~4570 万, COPD~1 亿人, 诊疗率为个位数水平); 2) 进口替代 (PDB 数据显示 19 年外资销售额占比超 90%); 3) 管线产品获批上市 (20-22 年有望上市十余个品种), 公司呼吸管线价值有望快速体现, 跻身一线公司行列。2020 年公司将迎来戴维斯双击 (丽珠业绩提速+原料药涨价+布地奈德获批), 我们维持公司 20-22 年 EPS 为 0.57/0.66/0.88 元, 维持目标价 22.22-24.60 元, 维持买入评级。

布地奈德混悬液: 重磅现金流品种

布地奈德混悬液为吸入制剂中的第一大单品, 2001 年由 AZ 推入中国市场, 2019 年样本医院销售额达 56 亿元 (IQVIA 数据)。截至 2020 年 7 月 23 日, 正大天晴与健康元仿制药产品获批上市, 长风药业与四川普瑞特申报生产。我们认为布地奈德未来大概率将纳入集采, 考虑到以下假设: 1) 纳入第四批集采并于 2022 年执行; 2) 平均价格降幅为 60%-70%; 3) 公司获取全国 35% 份额 (2022 年三家竞争); 4) 集采后净利率达 40% (高毛利产品, 集采降低销售费用), 则 2022 年布地奈德将为公司贡献 5.0-6.5 亿净利润 (vs 2019 年归母净利润 8.9 亿), 后续仍将不断贡献现金流。

呼吸管线, 强势来袭

公司拥有丰富且深厚的呼吸管线, 其中不乏颇具看点的独家品种, 打造呼吸全家桶的同时, 降低集采可能造成的收入波动: 1) 我们预计复方异丙托溴铵与左沙 20 年有望实现 1.5-2 亿元销售; 2) 布地奈德混悬液获批上市, 贡献业绩弹性; 3) 妥布霉素 (吸入型抗生素, 独家产品) 处于三期临床阶段, 有望于 21 年获批上市。公司未来每年将有 3-5 个新品种上市, 我们预计 2025 年呼吸板块销售额将突破 50 亿元, 贡献 12 亿以上利润 (高壁垒领域, 净利率预计超 25%), 有望再造一个健康元。

呼吸为矛, 丽珠为盾, 呼吸龙头, 攻守兼备

2020 年公司基本盘表现亮眼: 1) 1H20 丽珠集团归母净利润预计同比增长 30%-40%, 考虑到下半年试剂盒仍有增量、艾普针剂入院提速、原料药利润高速增长, 丽珠全年有望冲击 30% 的利润增速; 2) 7ACA 自 3M20 以来价格维持高位 (1-2M20 价格~350 元/kg, 3-6M20 价格~450 元/kg, vs 1-6M19 价格 430-440 元/kg), 考虑到全球疫情尚未得到有效控制, 我们预计高价有望维持较长时间 (7-12M19 价格走低, 均价 385 元/kg), 全年利润增幅可期; 3) 美罗培南制剂与保健品逐季恢复。公司基本盘表现稳健, 呼吸产品落地将逐步打开上升空间。

风险提示: 产品研发进展不及预期、核心产品降价超预期的风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,948
流通 A 股 (百万股)	1,948
52 周内股价区间 (元)	8.07-21.59
总市值 (百万元)	37,802
总资产 (百万元)	23,892
每股净资产 (元)	5.47

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	11,204	11,980	14,685	16,415	20,712
+/-%	3.94	6.93	22.58	11.78	26.18
归属母公司净利润 (百万元)	699.41	894.35	1,111	1,294	1,709
+/-%	(67.21)	27.87	24.22	16.48	32.04
EPS (元, 最新摊薄)	0.36	0.46	0.57	0.66	0.88
PE (倍)	54.05	42.27	34.03	29.21	22.12

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

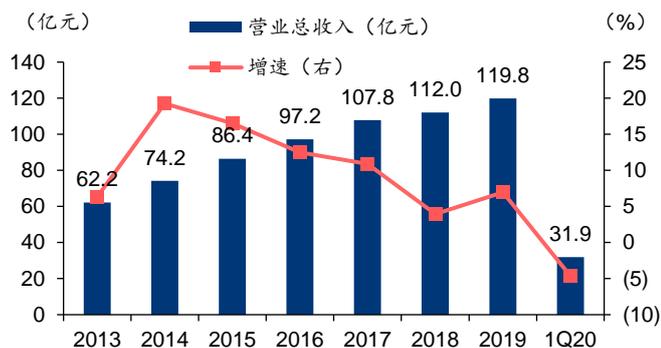
图表1: 可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)			19-21E EPS 增速
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
制剂板块										
白云山	600332 CH	34.28	482	1.96	1.97	2.28	17	17	15	3%
浙江医药	600216 CH	18.30	177	0.36	1.31	1.60	51	14	11	62%
华东医药	000963 CH	26.12	457	1.61	1.65	1.93	16	16	14	8%
平均值							28	16	13	24%
原料药板块										
新和成	002001 CH	28.55	613	1.01	1.86	2.10	28	15	14	14%
浙江医药	600216 CH	18.30	177	0.36	1.31	1.60	51	14	11	62%
平均值							40	15	12	38%
保健品及 OTC 可比公司										
华润三九	000999 CH	29.13	285	2.16	1.78	1.96	13	16	15	10%
千金药业	600479 CH	9.65	40	0.70	0.66	0.74	14	15	13	7%
平均值							14	15	14	8%

资料来源: Bloomberg, wind 一致性预期, 华泰证券研究所

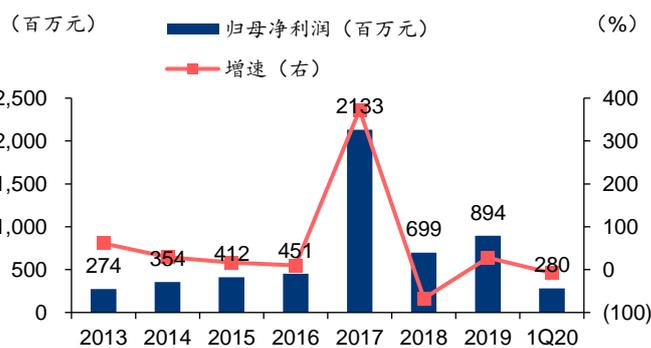
公司经营指标概览

图表2: 公司营业收入



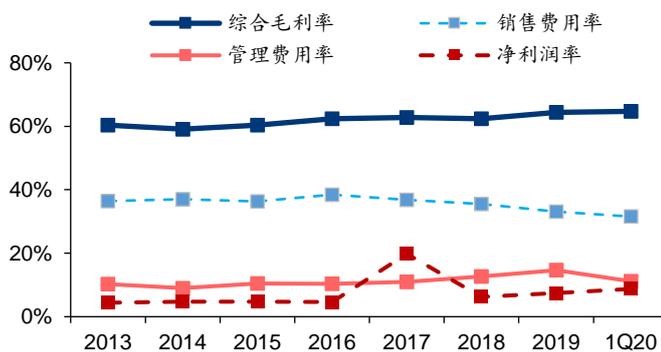
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司归母净利润



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

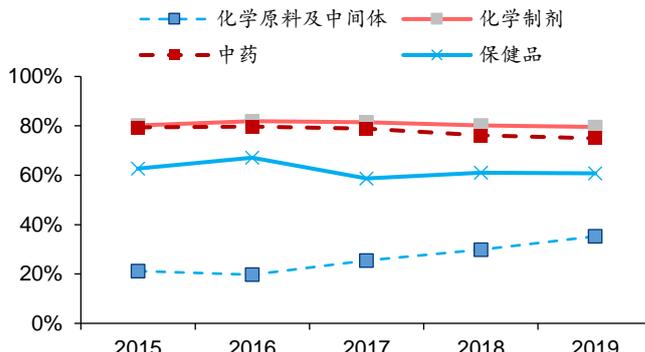
图表4: 公司销售毛利率、净利率和费用率



注: 管理费用中包含研发费用

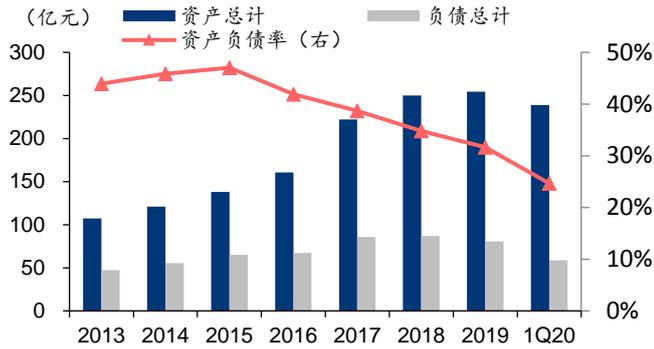
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 公司各项业务毛利率



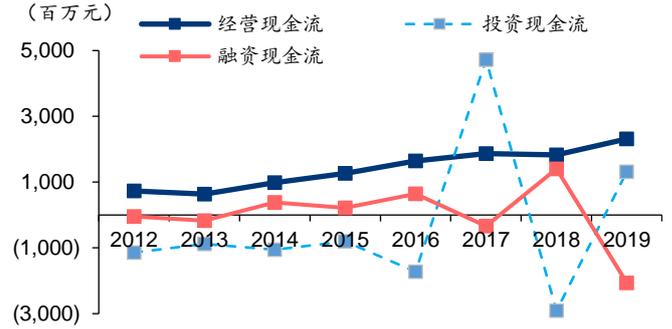
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 公司资产负债率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

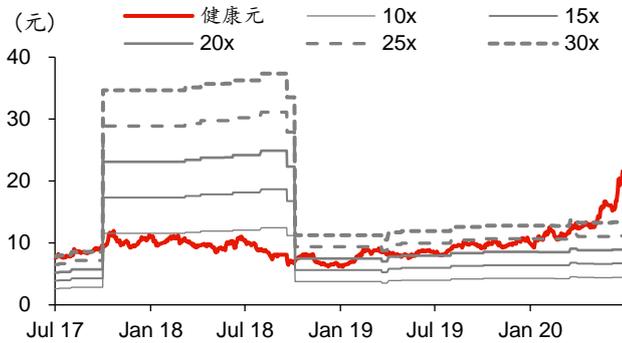
图表7: 公司现金流量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

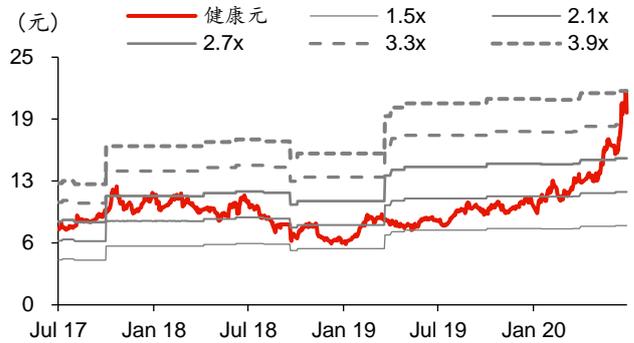
PE/PB - Bands

图表8: 健康元历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 健康元历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 报告提及公司信息

公司	股票代码	评级	目标价 (元)
丽珠集团	000513 CH	买入	54.60-60.06
白云山	600332 CH	无	无
浙江医药	600216 CH	无	无
华东医药	000963 CH	买入	23.91-26.86
新和成	002001 CH	增持	32.76-38.22
华润三九	000999 CH	增持	27.74-33.91
千金药业	600479 CH	无	无
阿斯利康	AZN LN	无	无
正大天晴	未上市	无	无
长风药业	未上市	无	无
四川普锐特	未上市	无	无

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	16,575	16,585	19,445	22,231	26,691
现金	11,471	11,189	13,029	15,144	17,981
应收账款	1,881	1,997	2,448	2,737	3,453
其他应收账款	61.90	97.82	119.91	134.04	169.12
预付账款	255.04	246.34	281.47	307.02	362.30
存货	1,411	1,528	1,736	1,885	2,218
其他流动资产	1,495	1,526	1,830	2,024	2,508
非流动资产	8,411	8,853	9,068	9,387	9,895
长期投资	476.71	511.35	511.35	511.35	511.35
固定投资	4,022	4,069	4,199	4,379	4,650
无形资产	400.99	374.19	350.07	328.37	308.84
其他非流动资产	3,511	3,899	4,007	4,168	4,425
资产总计	24,986	25,438	28,512	31,618	36,586
流动负债	7,636	7,373	8,459	9,273	11,155
短期借款	2,500	2,162	2,650	2,962	3,737
应付账款	633.55	631.69	721.79	787.29	929.06
其他流动负债	4,502	4,579	5,088	5,524	6,489
非流动负债	1,053	680.92	680.92	680.92	680.92
长期借款	0.70	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,052	680.92	680.92	680.92	680.92
负债合计	8,689	8,054	9,140	9,954	11,836
少数股东权益	6,654	7,028	8,215	9,598	11,424
股本	1,938	1,938	1,948	1,948	1,948
资本公积	2,391	2,404	2,511	2,511	2,511
留存公积	5,290	5,897	6,698	7,607	8,867
归属母公司股东权益	9,644	10,356	11,157	12,066	13,326
负债和股东权益	24,986	25,438	28,512	31,618	36,586

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,826	2,312	2,356	2,898	3,415
净利润	699.41	894.35	1,111	1,294	1,709
折旧摊销	569.68	561.83	591.49	631.03	677.66
财务费用	(167.56)	(221.85)	(223.57)	(261.57)	(303.58)
投资损失	64.92	1.74	1.74	1.74	1.74
营运资金变动	(434.45)	(183.25)	(341.45)	(179.84)	(525.69)
其他经营现金	1,094	1,260	1,217	1,413	1,856
投资活动现金	(2,910)	1,310	(827.90)	(972.22)	(1,207)
资本支出	655.02	703.20	791.78	936.10	1,171
长期投资	216.98	(31.08)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	2,038	(1,983)	36.12	36.12	36.12
筹资活动现金	1,405	(2,060)	311.36	188.58	630.19
短期借款	2,039	(338.39)	488.05	312.21	775.30
长期借款	0.00	(0.70)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	364.26	0.00	9.50	0.00	0.00
资本公积增加	1,461	12.26	107.44	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,460)	(1,733)	(293.64)	(123.63)	(145.11)
现金净增加额	320.51	1,563	1,840	2,115	2,838

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,204	11,980	14,685	16,415	20,712
营业成本	4,214	4,271	4,880	5,323	6,281
营业税金及附加	158.61	147.40	180.68	201.97	254.84
营业费用	3,979	3,962	5,110	5,713	7,249
管理费用	1,421	1,755	2,173	2,429	3,210
财务费用	(167.56)	(221.85)	(223.57)	(261.57)	(303.58)
资产减值损失	107.10	57.14	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	(26.11)	(2.26)	(2.26)	(2.26)	(2.26)
投资净收益	(64.92)	(1.74)	(1.74)	(1.74)	(1.74)
营业利润	1,594	2,187	2,715	3,161	4,171
营业外收入	179.38	12.40	12.40	12.40	12.40
营业外支出	40.61	21.43	21.43	21.43	21.43
利润总额	1,733	2,178	2,706	3,152	4,162
所得税	273.40	328.08	407.56	474.73	626.85
净利润	1,460	1,850	2,298	2,677	3,535
少数股东损益	760.19	955.67	1,187	1,383	1,826
归属母公司净利润	699.41	894.35	1,111	1,294	1,709
EBITDA	1,946	2,368	2,893	3,340	4,355
EPS (元, 基本)	0.36	0.46	0.57	0.66	0.88

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	3.94	6.93	22.58	11.78	26.18
营业利润	(72.85)	37.19	24.12	16.43	31.95
归属母公司净利润	(67.21)	27.87	24.22	16.48	32.04
获利能力 (%)					
毛利率	62.39	64.35	66.77	67.57	69.67
净利率	6.24	7.47	7.57	7.88	8.25
ROE	8.21	8.94	10.33	11.15	13.46
ROIC	18.76	19.35	22.29	24.62	30.92
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.77	31.66	32.06	31.48	32.35
净负债比率 (%)	36.83	33.28	34.66	34.97	35.96
流动比率	2.17	2.25	2.30	2.40	2.39
速动比率	1.99	2.04	2.09	2.19	2.19
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.48	0.54	0.55	0.61
应收账款周转率	5.98	6.18	6.61	6.33	6.69
应付账款周转率	7.28	6.75	7.21	7.05	7.32
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.46	0.57	0.66	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	1.19	1.21	1.49	1.75
每股净资产(最新摊薄)	4.95	5.32	5.73	6.20	6.84
估值比率					
PE (倍)	54.05	42.27	34.03	29.21	22.12
PB (倍)	3.92	3.65	3.39	3.13	2.84
EV_EBITDA (倍)	19.43	15.97	13.07	11.32	8.68

免责声明

分析师声明

本人，代雯，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师代雯本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司