

# 健康元 (600380.SH)

## 大品种布地奈德获批，呼吸科管线快速迈向成熟期

**具体事件。**公司公告吸入用布地奈德混悬液（2ml:0.5mg）获得药品注册批件，主要用于治疗支气管哮喘，并可替代或减少口服类固醇。

**观点：大品种布地奈德获批，呼吸科管线快速迈向成熟期。**

1. 此次上市的吸入用布地奈德混悬液，是吸入剂的最大品种，2019年销售额14.66亿美金（+14.0%），国内销售约80亿元。国内吸入混悬液上市厂家仅原研阿斯利康及上市不久的正大天晴，健康元有望快速实现国产替代，公司产品有望成为十亿级销售体量的大品种，快速贡献业绩。同时，大品种的获批再次证明了公司呼吸科领域研发能力，并增强了市场信心。

2. 公司已有复方异丙托溴铵吸入溶液、盐酸左沙丁胺醇吸入溶液获批上市，在研产品30余个，并另有四个品种申报生产（布地奈德气雾剂、异丙托溴铵气雾剂、异丙托溴铵吸入溶液、乙酰半胱氨酸吸入溶液），有望在近两年获批，快速贡献业绩弹性，也标志着公司呼吸科快速迈向成熟期。

3. 我们预计，丽珠支撑270亿市值（丽珠明年20亿利润给30倍估值，支撑600亿市值，健康元占比44.81%）+呼吸科支撑150亿市值（5年销售峰值50亿，给3倍PS）+其他部分支撑80亿市值（海滨+焦作+保健品预计贡献4亿利润，给20倍PE），公司明年市值有望达500亿。

呼吸科领域是健康元重点布局的研发领域，公司已有两个产品成功上市，布地奈德成功获批，自身能力得到证明，逐步迈入收获期。在研管线丰富，未来业绩提升空间巨大；呼吸科仿制药不同于普通品种，由于其高壁垒的特性，我们认为有估值提升的可能性。公司在研产品30余项，已投产2项，获批1项，申报生产4项，临床中5项。其中9个项目2017年经评审入选国家“重大新药创制”科技重大专项高端制剂类的支持。

- **已投产：**复方异丙托溴铵吸入溶液、盐酸左沙丁胺醇吸入溶液。
- **已获批：**吸入用布地奈德混悬液。
- **申报生产：**布地奈德气雾剂、异丙托溴铵气雾剂、异丙托溴铵吸入溶液、乙酰半胱氨酸吸入溶液。
- **临床中：**妥布霉素吸入溶液、沙美特罗氟替卡松吸入粉雾剂、富马酸福莫特罗吸入溶液、马来酸茚达特罗吸入粉雾剂、盐酸氨溴索吸入溶液。

**盈利预测与结论。**展望2020年，我们认为丽珠集团将继续贡献稳定业绩，丽珠单抗研发布局持续推进，呼吸科新产品开始贡献业绩，尤其值得关注大品种布地奈德获批带来的业绩弹性，呼吸科研发管线持续推进。暂不考虑增发摊薄，我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为10.57亿元、12.53亿元、14.80亿元，增长分别为18.2%、18.5%、18.1%。EPS分别为0.54元、0.64元、0.76元，对应PE分别为40x、34x、28x，维持“买入”评级。

**风险提示：**药品销售低预期风险；新药研发失败风险；原料药价格波动风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,204	11,980	13,508	15,213	17,150
增长率 yoy (%)	3.9	6.9	12.8	12.6	12.7
归母净利润(百万元)	699	894	1,057	1,253	1,480
增长率 yoy (%)	-67.2	27.9	18.2	18.5	18.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.36	0.46	0.54	0.64	0.76
净资产收益率 (%)	9.0	10.6	11.6	12.2	12.7
P/E(倍)	60.1	47.0	39.8	33.6	28.4
P/B(倍)	4.4	4.1	3.8	3.5	3.2

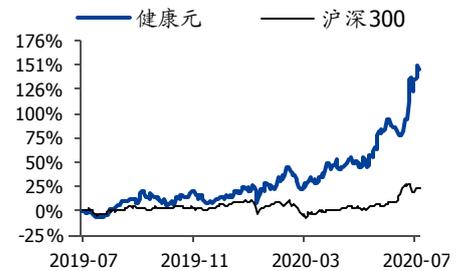
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

### 股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
最新收盘价	21.08
总市值(百万元)	41,054.09
总股本(百万股)	1,947.54
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	36.08

### 股价走势



### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡倩碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

研究助理 应沁心

邮箱：yingqinxin@gszq.com

### 相关研究

- 1、《健康元(600380.SH)：定增战投入高瓴，有望在多领域展开战略合作》2020-07-12
- 2、《健康元(600380.SH)：千亿呼吸科市场空间巨大，公司进入收获期，有望迎来戴维斯双击》2020-06-21
- 3、《健康元(600380.SH)：业绩符合预期，疫情有一定影响，静待2020硕果累累》2020-04-24



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	16575	16585	18481	20962	24380
现金	11471	11189	12119	14125	16381
应收票据及应收账款	3222	3344	4059	4278	5121
其他应收款	68	109	91	135	119
预付账款	255	246	319	318	400
存货	1411	1528	1725	1939	2192
其他流动资产	148	167	167	167	167
<b>非流动资产</b>	8411	8853	9122	9359	9584
长期投资	477	511	555	597	637
固定资产	4047	4069	4386	4655	4907
无形资产	588	687	678	675	671
其他非流动资产	3299	3585	3503	3432	3369
<b>资产总计</b>	24986	25438	27603	30321	33964
<b>流动负债</b>	7636	7373	7566	7938	8794
短期借款	2500	2162	2162	2162	2162
应付票据及应付账款	1399	1372	1696	1760	2136
其他流动负债	3737	3839	3709	4017	4496
<b>非流动负债</b>	1053	681	707	722	726
长期借款	499	0	26	41	45
其他非流动负债	553	681	681	681	681
<b>负债合计</b>	8689	8054	8273	8660	9520
少数股东权益	6654	7028	8217	9617	11244
股本	1938	1938	1948	1948	1948
资本公积	2391	2404	2404	2404	2404
留存收益	5290	5897	7310	9104	11057
归属母公司股东权益	9644	10356	11113	12044	13201
<b>负债和股东权益</b>	24986	25438	27603	30321	33964

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1826	2312	2279	2878	3149
净利润	1460	1850	2246	2652	3107
折旧摊销	570	562	521	604	690
财务费用	-168	-222	-218	-262	-325
投资损失	65	2	-9	-7	-5
营运资金变动	-426	-154	-261	-109	-311
其他经营现金流	325	275	-0	-1	-7
<b>投资活动现金流</b>	-2910	1310	-781	-833	-902
资本支出	655	703	225	195	185
长期投资	-217	31	-44	-40	-40
其他投资现金流	-2472	2045	-599	-678	-757
<b>筹资活动现金流</b>	1405	-2060	-568	-40	10
短期借款	2039	-338	0	0	0
长期借款	-697	-499	26	15	4
普通股增加	364	0	10	0	0
资本公积增加	1461	12	0	0	0
其他筹资现金流	-1764	-1234	-604	-54	5
<b>现金净增加额</b>	394	1580	930	2005	2256

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	11204	11980	13508	15213	17150
营业成本	4214	4271	4728	5324	6002
营业税金及附加	159	147	197	214	236
营业费用	3979	3962	4352	4871	5459
管理费用	713	849	946	1019	1115
研发费用	708	906	878	913	1029
财务费用	-168	-222	-218	-262	-325
资产减值损失	107	-57	0	0	0
其他收益	110	180	0	0	0
公允价值变动收益	26	2	0	1	7
投资净收益	-65	-2	9	7	5
资产处置收益	0	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	1594	2187	2635	3140	3646
营业外收入	179	12	109	99	100
营业外支出	41	21	24	28	29
<b>利润总额</b>	1733	2178	2720	3211	3717
所得税	273	328	474	559	610
<b>净利润</b>	1460	1850	2246	2652	3107
少数股东损益	760	956	1189	1399	1627
<b>归属母公司净利润</b>	699	894	1057	1253	1480
EBITDA	2143	2535	3023	3554	4082
EPS (元)	0.36	0.46	0.54	0.64	0.76

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	3.9	6.9	12.8	12.6	12.7
营业利润(%)	-72.9	37.2	20.5	19.2	16.1
归属于母公司净利润(%)	-67.2	27.9	18.2	18.5	18.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	62.4	64.4	65.0	65.0	65.0
净利率(%)	6.2	7.5	7.8	8.2	8.6
ROE(%)	9.0	10.6	11.6	12.2	12.7
ROIC(%)	9.6	12.4	15.0	16.5	17.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	34.8	31.7	30.0	28.6	28.0
净负债比率(%)	-45.0	-46.1	-48.8	-52.7	-55.9
流动比率	2.2	2.2	2.4	2.6	2.8
速动比率	1.9	2.0	2.2	2.3	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.4	3.6	3.6	3.6	3.6
应付账款周转率	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.46	0.54	0.64	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	1.19	1.17	1.48	1.62
每股净资产(最新摊薄)	4.95	5.32	5.70	6.18	6.77
<b>估值比率</b>					
P/E	60.1	47.0	39.8	33.6	28.4
P/B	4.4	4.1	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	19.3	16.2	13.5	11.3	9.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com