

公司研究/首次覆盖

2019年10月15日

医药生物/化学制药 II

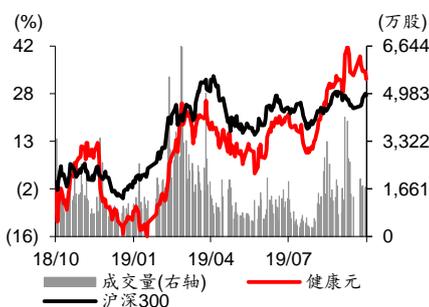
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 9.73
合理价格区间(元): 13.82~14.94

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

一年内股价走势图



资料来源: Wind

冉冉升起的呼吸制剂明星

健康元(600380)

打造国产呼吸制剂龙头企业, 给予买入评级, 目标价 13.82-14.94 元

公司为国内大型综合性医药企业, 且在呼吸吸入领域布局已久, 我们预计其有望在未来一年内获批数个重磅单品, 成长为国内呼吸吸入龙头。随着产品获批, 我们认为呼吸吸入管线的价值将迅速体现。我们预计公司 19-21 年归母净利润增速为 24.6%/17.6%/16.3%, 对应 EPS 为 0.45/0.53/0.61 元, 采用分部估值法计算合理估值为 267.28-289.39 亿元, 对应 19 年 PE 30.7-33.2x, 目标价 13.82-14.94 元, 首次覆盖给予买入评级。

呼吸吸入市场: 空间大、难度高、寡头垄断

我国呼吸系统疾病患者众多(哮喘~4570 万, COPD~1 亿人)且诊疗率低下, 潜藏巨大的临床未满足需求。吸入制剂作为呼吸疾病的治疗首选(2018 全球销售额占比~80%), 经我们测算 2029 年国内市场规模有望达到 521 亿元(2019-2029CAGR=10.5%)。呼吸吸入制剂由于制剂技术难度大、药械合一, 专利等壁垒, 样本医院数据显示 2018 年国内市场外资占比高达 93%, 国产仿制药处于突围前夕。

奠定呼吸吸入龙头地位

我们根据 insight 数据库梳理了国内企业的呼吸吸入产品管线, 公司与正大天晴是目前国内产品最多, 管线最全, 进度最快的厂家, 奠定了该领域的双寡头格局。公司多项重磅卡位领先, 我们预计: 1) 复方异丙托溴铵吸入溶液 2019.4 获批上市(5 亿销售峰值); 2) 左旋沙丁胺醇吸入溶液 2019.9 获批上市(10 亿销售峰值); 3) 布地奈德气雾剂、异丙托溴铵气雾剂有望年内获批; 4) 布地奈德混悬液(20 亿销售峰值) 1H20 上市。我们采用 DCF 估值法计算公司呼吸管线估值约为 50.8 亿元。

全产业链布局的平台型企业

公司业务涵盖化药、生物药、原料药、保健品、OTC、诊断试剂及设备等众多领域, 核心子公司增长稳健: 1) 受益于艾普拉唑的放量提速(新省标+医保拓展)与中药产品的下滑放缓, 我们预计丽珠集团 19-21 年有望实现净利润 13.83/16.12/18.53 亿元(公司持股 44.8%); 2) 受益于美罗培南制剂新中标与原料药的海外出口, 我们预计海滨制药 19-21 年有望实现净利润 2.34/2.72/3.13 亿元; 3) 受四川科伦满产影响, 19 年下半年 7-ACA 价格承压, 我们预计焦作健康元 19-21 年净利润 1.81/2.03/2.19 亿元。2019-2021 公司整体净利润预计为 8.72/10.25/11.91 亿元。

价值低估, 公司合理估值为 267.28-289.39 亿元

我们采用分部估值法计算估值: 1) 预计丽珠集团/海滨制药/焦作健康元/保健品及 OTC 19 年实现净利润 13.83/2.34/1.81/0.47 亿元, 参考可比公司给予 21-23/14-16/15-17/8-11xPE, 合计贡献估值 193.81-215.92 亿元; 2) 参考 A 轮融资结果, 给予丽珠单抗 37.4 亿估值(持股 60.5%); 3) DCF 方法计算呼吸制剂管线估值为 50.8 亿元。以持股比例赋权计算得到公司公允价值 267.28-289.39 亿元, 对应 19 年 PE 30.7-33.2x, 给予买入评级。

风险提示: 产品研发进展不及预期、核心产品降价的风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,938
流通 A 股(百万股)	1,938
52 周内股价区间(元)	6.32-10.45
总市值(百万元)	18,857
总资产(百万元)	23,901
每股净资产(元)	5.20

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,779	11,204	12,504	14,493	16,572
+/-%	10.88	3.94	11.60	15.91	14.35
归属母公司净利润(百万元)	2,133	699.41	871.59	1,025	1,191
+/-%	372.52	(67.21)	24.62	17.57	16.25
EPS(元, 最新摊薄)	1.10	0.36	0.45	0.53	0.61
PE(倍)	8.84	26.96	21.64	18.40	15.83

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

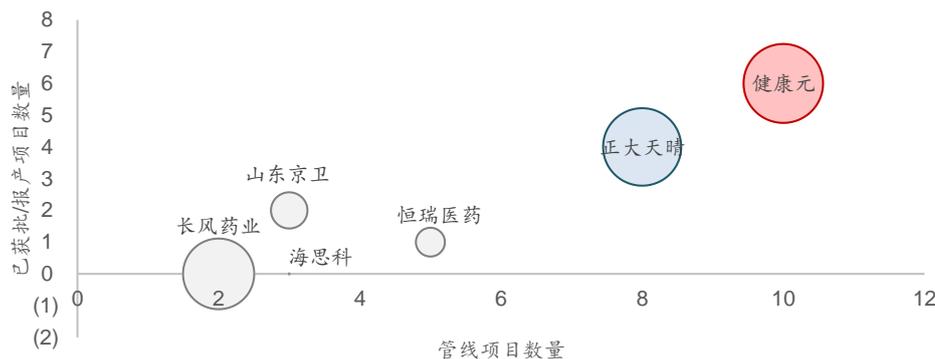
正文目录

投资要点	3
公司概况	5
呼吸制剂：高壁垒的黄金赛道	7
呼吸系统疾病：潜藏巨大的临床未满足需求	7
研发壁垒高筑，国产化率极低	10
健康元：手握重器，强势来袭	13
异丙托溴铵单方/复方制剂	14
左旋沙丁胺醇吸入溶液	15
布地奈德单方制剂	16
沙美特罗+氟替卡松粉雾剂	17
黄金研发团队加持，产品嫁接快速放量	19
多业务线条构建平台型公司	20
丽珠集团：公司利润主力军	20
丽珠单抗：仿创转型制高点	21
海滨制药：原料制剂一体化，美罗培南进军海外市场	21
焦作健康元：贡献稳定现金流	23
保健品/OTC 板块：新品上市丰富产品组合	24
盈利预测及估值分析	25
盈利预测	25
公司估值	26
风险提示	27
附录	28
PE/PB – Bands	29

投资要点

健康元：领航百亿级呼吸慢病大蓝海。呼吸系统疾病为我国仅次于心血管与糖尿病的第三大慢性病，患者众多（哮喘~4570万，COPD~1亿人），市场规模巨大（我们测算2019年市场规模约192亿，2019-2029CAGR=10.5%）。呼吸吸入制剂受制剂技术（药物颗粒1-5 μ m）、药械合一、专利（药物专利+器械专利）等壁垒限制，研发难度极大，国内呈现外资垄断格局。健康元与正大天晴为目前国内呼吸领域产品深度、广度、进度全方位领先的厂家，重磅产品上市在即，有望成为呼吸领域的先锋。

图表1：国内公司呼吸制剂管线数量、进度及市场空间对比



注：圆圈大小表征公司管线产品对应品种2018年样本医院的销售总额

资料来源：insight, PDB, 华泰证券研究所

最强在研管线，打造国产呼吸制剂龙头。公司广泛布局呼吸制剂品种，多项重磅研发进度居前，我们预计：1) 首个产品复方异丙托溴铵吸入溶液2019年4月获批上市，销售峰值有望超过5亿元；2) 独家产品左旋沙丁胺醇吸入溶液2019年9月上市，有望凭借安全性优势（儿童用药定价更高）与首仿地位实现近10亿销售峰值；3) 重磅产品布地奈德吸入混悬液有望于1H20上市，销售峰值预计达20亿。我们认为公司未来有望凭借强大的研发团队+居前的临床进度+成熟的销售队伍，一举成为国内吸入制剂的龙头企业。

图表2：公司呼吸制剂在研管线

管线产品	产品类型	临床进度	已获批国产厂家	已申报国产厂家	公司排位	全球销售额 (2018, 亿美元)	国内销售额 (2018, 亿元)	销售峰值预测 (亿元)
布地奈德气雾剂	ICS	申报生产	2	4	3	/	/	/
布地奈德吸入混悬液	ICS	申报生产	0	5	2	12.9	72.9	20.8
复方异丙托溴铵吸入溶液	SAMA+SABA	已获批	1	3	1	/	7.1	5.1
异丙托溴铵气雾剂	SAMA	申报生产	2	3	3	/	/	/
异丙托溴铵吸入溶液	SAMA	申报生产	1	2	2	/	9.4	/
左旋沙丁胺醇吸入溶液	SABA	已获批	1	1	1	/	/	10.1
沙美特罗氟替卡松粉雾剂	ICS+LABA	临床研究	0	8	前三	29.3	15.5	15.3
富马酸福莫特罗吸入溶液	LABA	临床研究	0	3	1	/	/	/
妥布霉素吸入溶液	抗菌药物	临床研究	0	1	1	/	/	/
盐酸氨溴索吸入溶液	粘液溶解剂	临床研究	0	15+	非前三	/	/	/

资料来源：insight, Bloomberg, 米内数据库, 华泰证券研究所

图表3: 公司呼吸制剂研发进程



资料来源: insight, 华泰证券研究所

健康元: 被低估的沧海遗珠, 合理估值为 267.28-289.39 亿元。公司持有丽珠集团 44.81% 股份, 既往市场表现“影子效应”明显, 我们认为未来随着呼吸重磅的逐步获批, 公司呼吸管线价值将迅速体现, 提升其独立投资价值。我们预计公司整体 19-21 年有望实现收入 125.04/144.93/165.72 亿元 (CAGR=13.9%), 实现净利润 8.72/10.25/11.91 亿元 (CAGR=19.4%), 采用 SOTP 估值法计算公司合理估值: 1) 预计丽珠集团/海滨制药/焦作健康元/保健品及 OTC 板块 2019 年分别实现净利润 13.83/2.34/1.81/0.47 亿元, 参考可比公司分别给予其 19 年 21-23/14-16/15-17/8-11x PE; 2) 参考上一轮融资结果, 给予丽珠单抗 37.4 亿估值; 3) 使用 DCF 方法计算呼吸制剂管线估值为 50.8 亿元, 以持股比例加权计算公司整体估值为 267.28-289.39 亿元, 对应 19 年 PE 30.7-33.2x。当前呼吸管线估值仅考虑 2019-2021 年间已上市/有望上市的 4 个核心品种, 未来随着更多产品的上市, 呼吸管线有望持续贡献估值弹性。

图表4: 呼吸管线估值

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
布地奈德吸入混悬液销售额	0.0	0.8	4.1	8.8	12.3	16.0	18.8	20.8	20.0	18.9	17.5
氟替卡松+沙美特罗粉雾剂销售额	0.0	0.0	0.0	1.4	3.3	5.9	9.1	12.2	15.3	14.7	14.3
复方异丙托溴铵溶液剂销售额	0.2	0.7	1.2	1.9	2.8	3.8	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7
左旋沙丁胺醇溶液剂销售额	0.2	2.0	3.7	5.8	8.0	9.5	10.1	9.2	8.3	7.5	6.4
销售总额	0.4	3.5	9.0	17.8	26.4	35.1	43.2	47.2	48.4	45.8	43.0
净利润率	32%										
Free Cash Flow	0.1	1.1	2.9	5.7	8.4	11.2	13.8	15.1	15.5	14.7	13.8
PV of FCF	13.0			WACC		6.9%					
Terminal value	73.4			Perpetual Growth		-10%					
PV of terminal value	37.8										
NPV	50.8										

资料来源: 华泰证券研究所

图表5: 健康元估值表

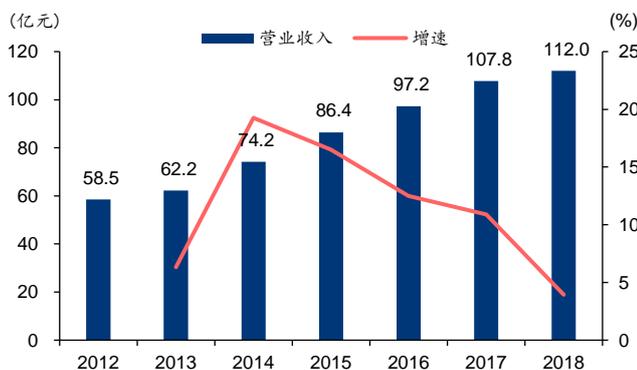
子公司名称	2019E 净利润(亿元)	可比公司 PE (x)	PE (x)	估值 (亿元)	持股比例	计入健康元估值 (亿元)
丽珠集团	13.83	23	21-23	290.43-318.09	44.8%	130.14-142.54
海滨制药	2.34	18	14-16	32.76-37.44	100%	32.76-37.44
焦作健康元	1.81	19	15-17	27.15-30.77	100%	27.15-30.77
保健品及 OTC	0.47	13	8-11	3.76-5.17	100%	3.76-5.17
丽珠单抗				37.44	60.5%	22.63
呼吸管线				50.84	100%	50.84
总计						267.28-289.39

资料来源: 华泰证券研究所

公司概况

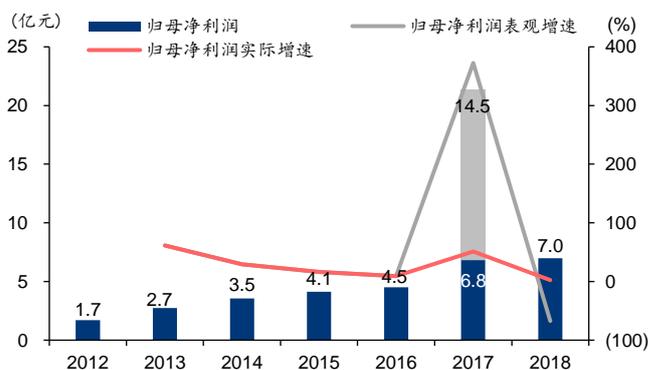
健康元药业集团创始于1992年并于2001年登录上交所，历经20余年的经营，公司由保健品企业逐步发展成一家集药品研发、销售、服务为一体的综合性集团公司，2018年实现收入112亿元，归母净利润7亿元，销售规模持续增加(2012-2018营收CAGR=11.4%)，盈利水平稳步扩升(2012-2018归母CAGR=26.6%)。

图表6: 健康元: 收入规模及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 健康元: 归母净利润规模及增速

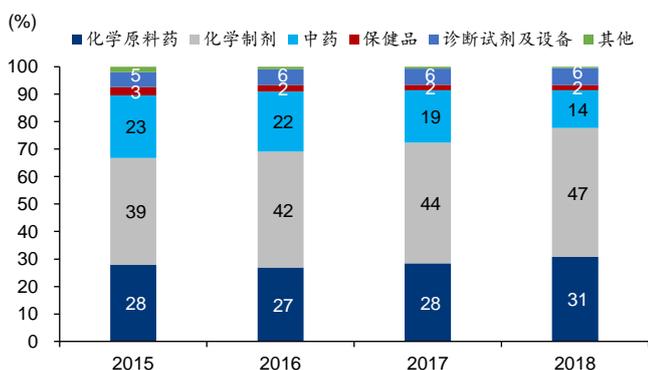


注: 公司2017年出售维星实业100%股权, 获得净利润14.5亿元

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

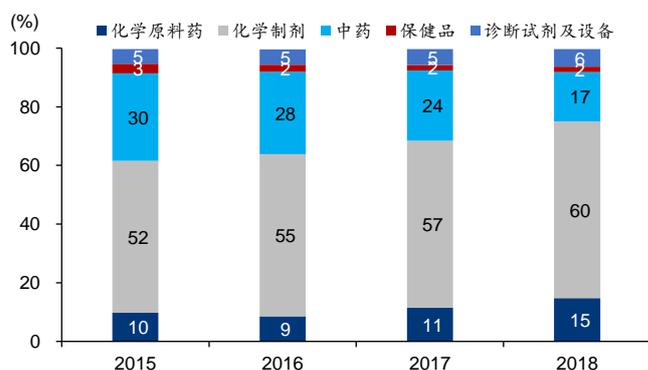
平台型企业, 业务范围广泛。公司旗下拥有30余家主要控股子公司和10000余名员工, 产品范围包含保健品、中药、化学制剂、原料药、单抗等多个领域, 业务范围广泛。从板块划分来看, 公司收入主要来自于化学制剂(2018: 47%)与化学原料药(2018: 31%); 从子公司划分来看, 丽珠集团为核心利润来源。

图表8: 收入结构: 按板块拆分



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表9: 毛利结构: 按板块拆分



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

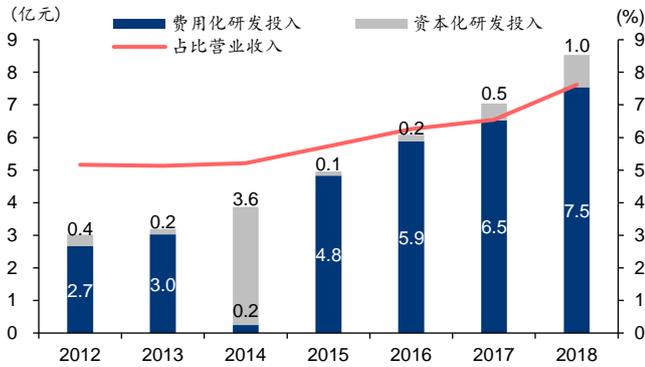
图表10: 核心子公司/业务板块业绩表现

(百万元)	2016		2017		2018		16-18 净利润 CAGR
	收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润	
丽珠集团	7,652	830	8,531	4,488	8,861	1,182	19.3%
海滨制药	1,167	181	1,283	206	1,196	215	9.0%
焦作健康元	901	9	1,018	87	1,270	211	384.3%
保健及 OTC 板块	322	41	330	64	327	51	11.5%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

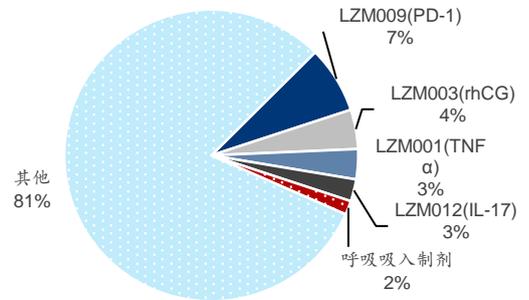
三管齐下，研发加码。2018年公司研发支出共计8.5亿元（占比营业收入7.6%），投入持续攀升（2012-2018 CAGR=18.9%）。依托抗体技术、微球缓释技术及呼吸给药技术三大平台，公司重点布局抗肿瘤、促性激素、消化、神经及呼吸等领域，搭建起聚焦且极具竞争力的研发管线。

图表11：研发投入规模及增速



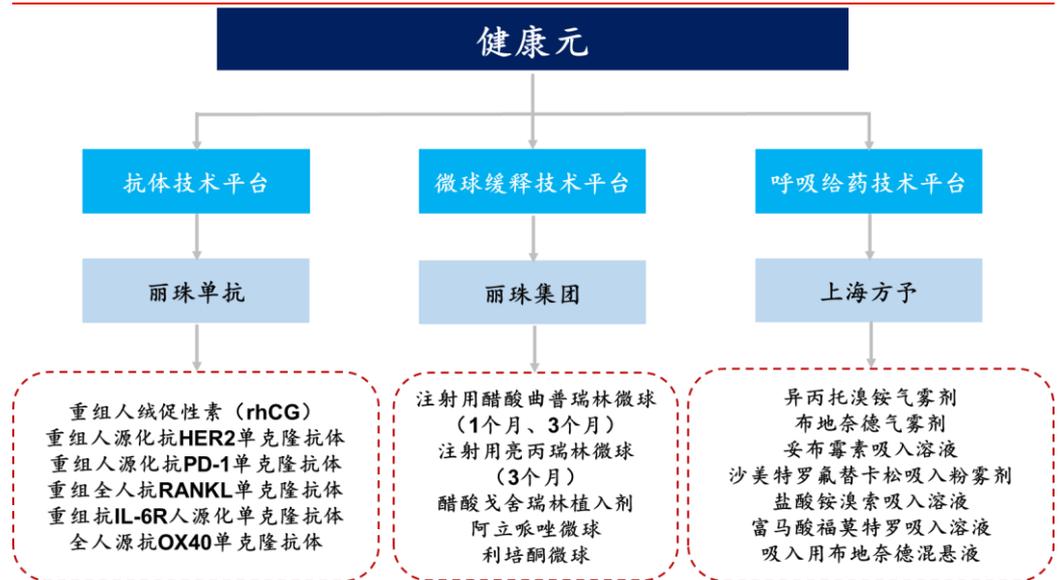
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表12：重点产品研发投入拆分（2018）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表13：公司研发布局



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

呼吸制剂：高壁垒的黄金赛道

我国呼吸系统疾病患者众多（GOLD与支气管哮喘指南显示：哮喘~4570万，COPD~1亿人），但诊疗率低下，潜藏巨大的临床未满足需求，其中吸入制剂作为呼吸系统疾病的治疗首选，我们测算（测算过程见后文）2029年市场规模有望达到521亿元（2019-2029 CAGR=10.5%）。吸入制剂研发壁垒高，国产化率低，公司广泛布局呼吸领域重磅产品，我们认为未来有望凭借强大的研发团队+居前的临床进度+成熟的销售队伍，一举成为国内吸入制剂的龙头企业。

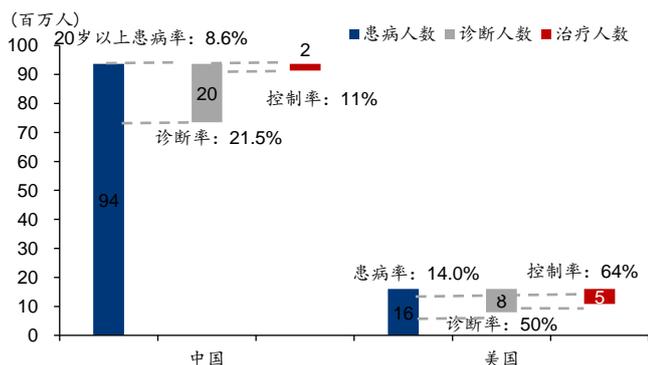
呼吸系统疾病：潜藏巨大的临床未满足需求

哮喘/COPD：存在广阔空白市场。呼吸系统疾病为我国仅次于心血管与糖尿病的第三大慢性病，受大气污染、吸烟及人口老龄化等因素影响，发病率与死亡率（居民第三大死因）居高不下，其中COPD与哮喘为主要疾病类型：

1) COPD：一种由于气流受限所导致的进行性且几乎不可逆的肺部疾病。GOLD、COPD专家共识等资料显示，中国患者接近1亿人，其中重度以上占比30%，年死亡人数约占全球死亡总数的31.1%，疾病控制情况大幅低于发达国家（控制率11% VS 美国64%）；

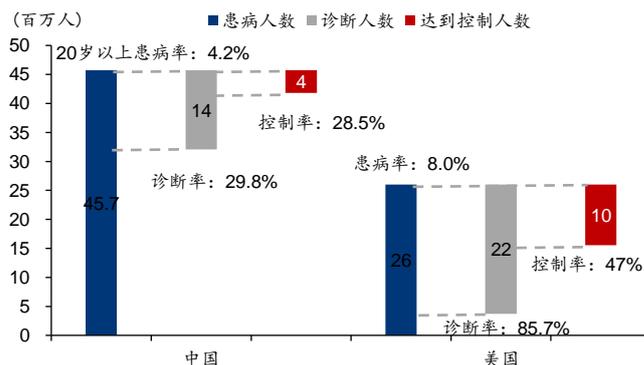
2) 哮喘：一种由多种细胞参与的气道慢性炎症性疾病，全球至少有3亿患者，中国患者约4570万，诊断率与控制率均不足三成。

图表14：COPD：中国患病人数多但诊疗率低



资料来源：GOLD, Lancet, Treatment persistence and compliance with medications for chronic obstructive pulmonary disease, 华泰证券研究所

图表15：哮喘：中国患病人数多但控制率低



资料来源：支气管哮喘防治指南（2016），中国肺部健康（CPH）研究，Prevalence of possible undiagnosed asthma and associated morbidity among urban schoolchildren, 华泰证券研究所

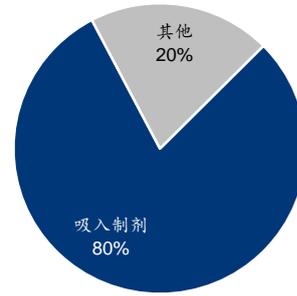
中国市场快速增长，吸入制剂成为主流（2018：市场规模约192亿）。受益于1)肺部吸收面积大（200m²）、2)直达靶器官，起效时间快（5min）、3)剂量低、副作用小、4)避免肝脏的首过效应等优势，吸入给药已成为哮喘与COPD的首选疗法。全球哮喘/COPD品牌药市场规模趋于稳定，年销售额维持在220亿美元左右，吸入制剂占据主要份额（80%）。中国市场仍处于快速增长阶段，2018年样本医院市场规模为42.1亿（2012-2018 CAGR=14%），吸入制剂亦为主力剂型（67%）。

图表16: 全球哮喘/COPD 品牌药市场规模及增速



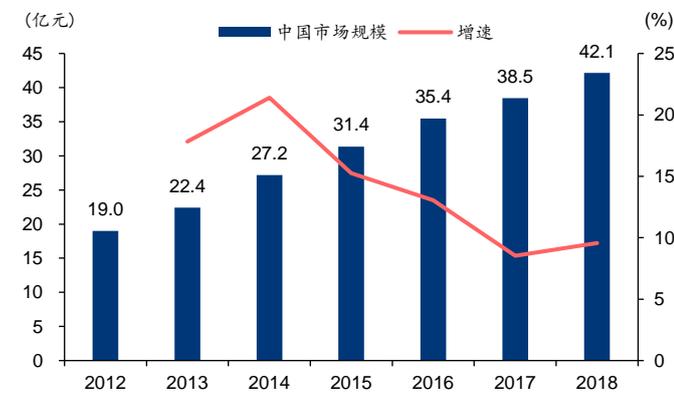
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表17: 全球: 哮喘/COPD 药物剂型格局 (2018)



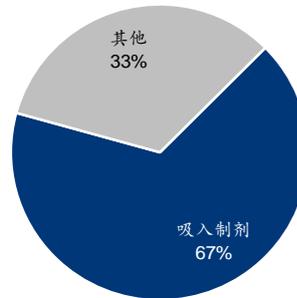
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表18: 中国哮喘/COPD 样本医院市场规模及增速



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

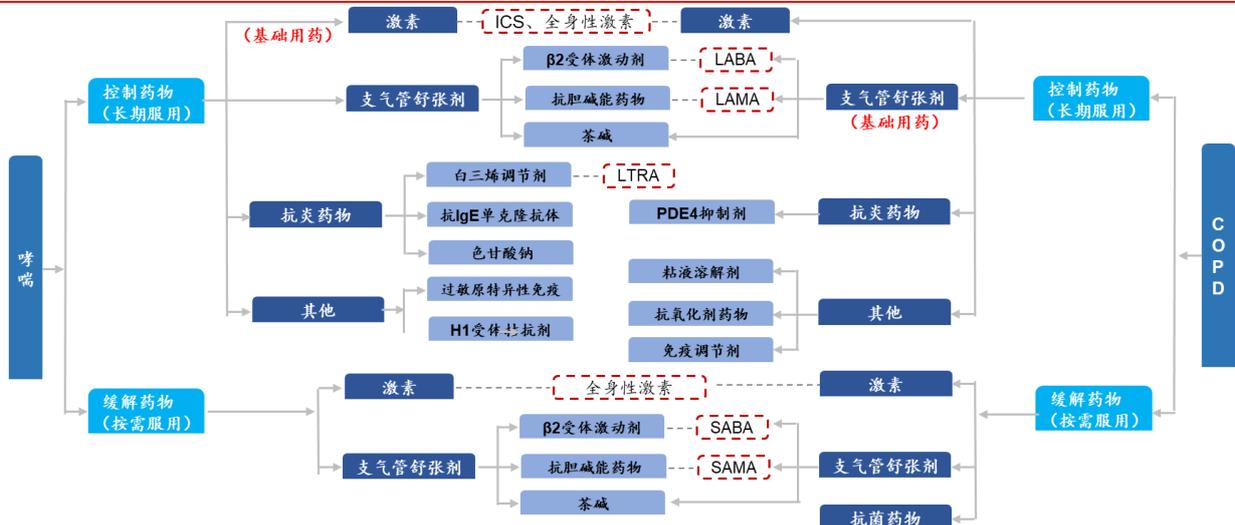
图表19: 中国: 哮喘/COPD 药物剂型格局 (2018)



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

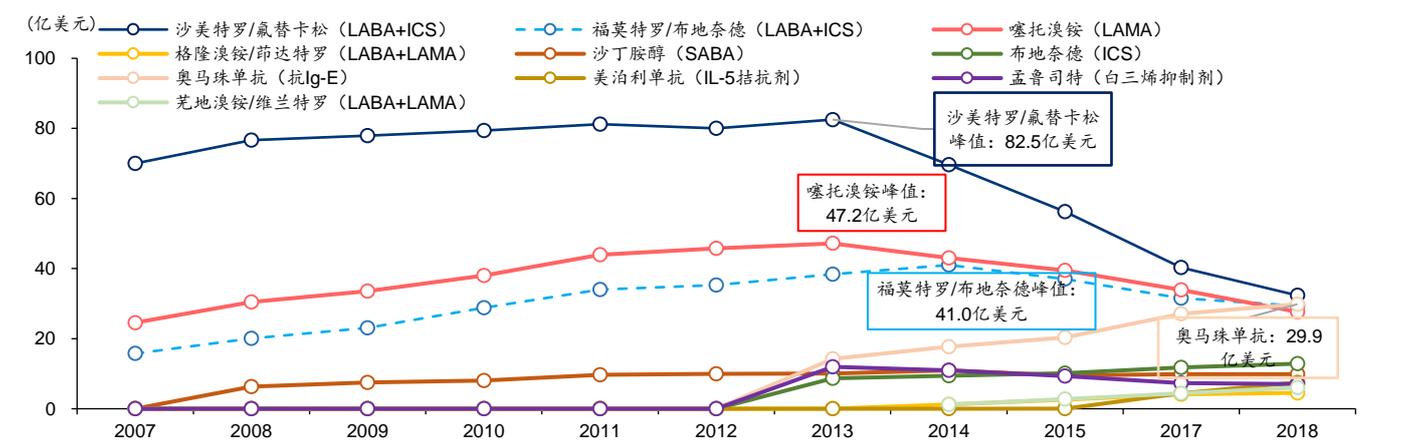
复方制剂雄霸天下, 生物药异军突起。哮喘与 COPD 的治疗均以吸入性糖皮质激素(ICS)与支气管舒张剂为主, 慢病大领域成就多个明星单品(舒利迭峰值销售达 82.5 亿美元)。当前市场呈现出如下特点: 1) 复方制剂成为吸入制剂主流: 2018 年全球前十大药物中复方制剂于吸入制剂中的金额占比超过 50% (疗效优于单方, 提升患者依从性); 2) 新型生物药强势崛起(抗 IgE 抗体、IL-5 拮抗剂等)。

图表20: 哮喘/COPD 治疗药物



资料来源: 支气管哮喘防治指南(2016), COPD 诊疗指南, 华泰证券研究所

图表21: 哮喘/COPD 领域明星单品

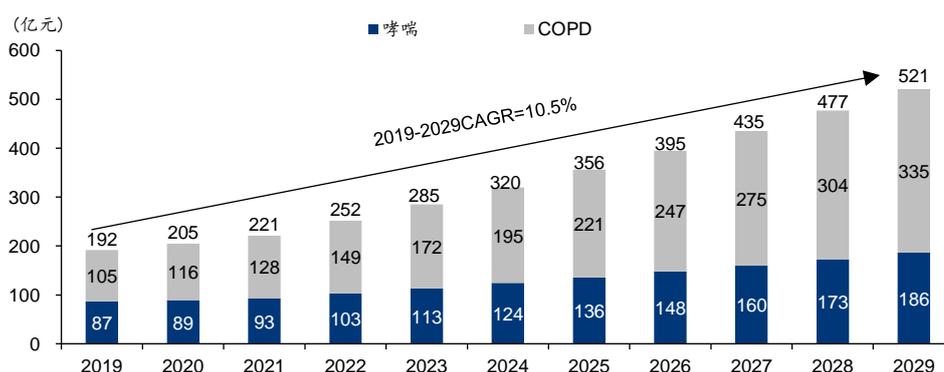


资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

经我们测算呼吸吸入制剂 2029 年市场规模有望达 521 亿元。呼吸吸入制剂市场潜力巨大，经测算 2019 年市场规模约 192 亿元（米内数据库扣除七氟烷后吸入剂型产品市场规模约 195 亿，与测算结果基本一致），未来十年年均复合增速超过 10%，核心假设如下：

- 1) 受空气污染、吸烟、老龄化等因素影响，哮喘/COPD 患病率逐步上升，至 2029 年分别达 3.78%/7.25%（全人群标准化患病率）；
- 2) 文献《健康教育对支气管哮喘病人生存质量的影响》显示我国哮喘患者年均急性发作次数约 1.5 次，慢阻肺急性加重专家共识（2017）显示我国 COPD 患者每年发生 0.5-3.5 次急性加重，测算中取平均值 2 次；
- 3) 年化治疗费用采用小类加权法计算，品种内部进口与国产费用以 76%与 24%加权（进口产品在我国整个呼吸制剂中销售占比 76%）；
- 4) 2020 年起重磅国产制剂逐步上市，拉低整体治疗费用，吸入制剂由于研发壁垒较高，预计未来保持较好的竞争格局，预计后续价格逐年小幅下降；
- 5) 吸入制剂作为哮喘/COPD 主流治疗手段占比逐年上升，至 2029 年达到 69%。

图表22: 国内呼吸吸入制剂市场快速增长



资料来源: 华泰证券研究所

图表23: 国内呼吸吸入制剂市场规模测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
哮喘市场规模测算											
总人口数量 (百万人)	1395	1402	1409	1416	1423	1431	1438	1445	1452	1459	1467
哮喘患病率 (%)	3.28%	3.33%	3.38%	3.43%	3.48%	3.53%	3.58%	3.63%	3.68%	3.73%	3.78%
哮喘患者池 (百万人)	46	47	48	49	49	50	51	52	53	54	55
诊断率 (%)	30%	32%	34%	36%	38%	40%	42%	44%	46%	48%	50%
控制率 (%)	29%	31%	33%	35%	37%	39%	41%	43%	45%	47%	49%
急性期患者池 (百万人)	13.7	14.9	16.2	17.5	18.8	20.2	21.6	23.0	24.5	26.1	27.7
年均急性发作次数 (次)	1.50	1.45	1.40	1.35	1.30	1.25	1.20	1.15	1.10	1.05	1.00
急性期治疗费用 (元)	135	122	112	110	107	105	103	101	99	97	95
费用降幅 (%)		-10%	-8%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
急性期用药规模 (亿元)	27.8	26.3	25.3	25.8	26.2	26.5	26.7	26.8	26.7	26.6	26.3
缓解期患者池 (百万人)	4.0	4.6	5.3	6.1	7.0	7.9	8.9	9.9	11.0	12.3	13.6
年化治疗费用 (元)	2550	2295	2111	2069	2028	1987	1947	1909	1870	1833	1796
费用降幅 (%)		-10%	-8%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
缓解期用药规模 (亿元)	101.4	106.2	112.7	126.5	141.0	156.3	172.4	189.1	206.6	224.8	243.7
吸入制剂占比 (%)	67.0%	67.2%	67.4%	67.6%	67.8%	68.0%	68.2%	68.4%	68.6%	68.8%	69.0%
哮喘市场吸入制剂规模 (亿元)	86.5	89.0	93.0	103.0	113.4	124.3	135.8	147.7	160.1	173.0	186.3
COPD 市场规模测算											
总人口数量 (百万人)	1395	1402	1409	1416	1423	1431	1438	1445	1452	1459	1467
COPD 患病率 (%)	6.75%	6.80%	6.85%	6.90%	6.95%	7.00%	7.05%	7.10%	7.15%	7.20%	7.25%
COPD 患者池 (百万人)	94	95	97	98	99	100	101	103	104	105	106
诊断率 (%)	22%	24%	26%	28%	30%	32%	34%	36%	38%	40%	42%
控制率 (%)	11%	13%	15%	17%	19%	21%	23%	25%	27%	29%	31%
急性期患者池 (百万人)	20.3	22.4	24.6	26.9	29.2	31.5	34.0	36.4	38.9	41.5	44.1
年均急性发作次数 (次)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
急性期治疗费用 (元)	135	122	112	110	107	105	103	101	99	97	95
费用降幅 (%)		-10%	-8%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
急性期用药规模 (亿元)	54.7	51.7	49.5	50.1	50.1	49.8	49.0	47.8	46.3	44.3	42.0
缓解期患者池 (百万人)	2.2	2.9	3.7	4.6	5.5	6.6	7.8	9.1	10.5	12.0	13.7
年化治疗费用 (元)	4600	4140	3809	3733	3658	3585	3513	3443	3374	3307	3240
费用降幅 (%)		-10%	-8%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
缓解期用药规模 (亿元)	102.5	120.6	140.6	170.5	202.8	237.5	274.4	313.5	354.7	398.0	443.3
吸入制剂占比 (%)	67.0%	67.2%	67.4%	67.6%	67.8%	68.0%	68.2%	68.4%	68.6%	68.8%	69.0%
COPD 吸入制剂市场规模 (亿元)	105.3	115.8	128.2	149.1	171.5	195.3	220.6	247.1	275.1	304.3	334.8
吸入制剂市场规模 (亿元)	192	205	221	252	285	320	356	395	435	477	521

资料来源: GOLD, 支气管哮喘防治指南 (2016), 中国肺部健康 (CPH) 研究, Lacent, 华泰证券研究所, 华泰证券研究所

研发壁垒高筑, 国产化率极低

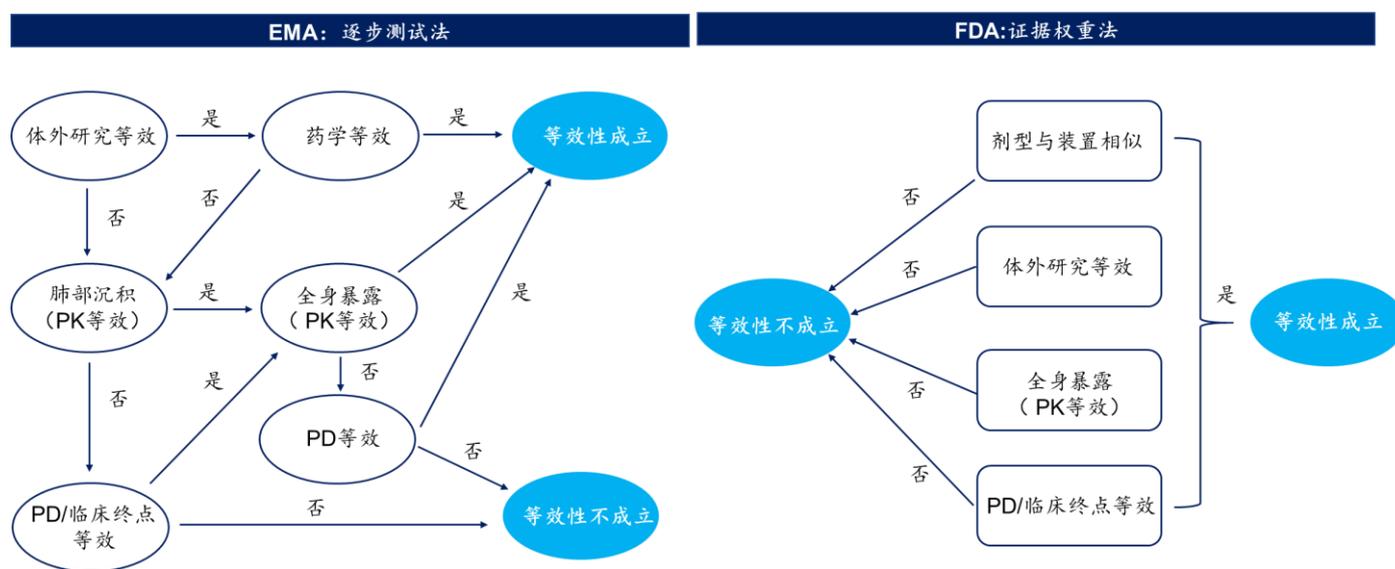
高壁垒领域, 仿制难度大。吸入制剂为药械一体化制剂, 其研发难度主要体现在: 1) 过程复杂: 在研发过程中不仅要考虑产品处方、装置设计, 还要考虑药物与装置间的相互作用 (浸出物研究、空气动力学粒径分布研究); 2) BE 难度高: 吸入制剂不同于口服和注射剂型, 其局部药物浓度与血液、尿液中的药物浓度缺乏相关性, 仿制药的生物等效性证明颇具挑战; 3) 审评标准严苛: 当前我国尚未出台吸入制剂仿制药审评标准, EMA 主张采用逐步测试法证明生物等效性, FDA 则要求同时达到体外、体内 (PK/PD/临床终点)、装置等效。

图表24：吸入制剂研发重点



资料来源：FDA MDI & DPI products quality considerations-guidance for industry, 华泰证券研究所

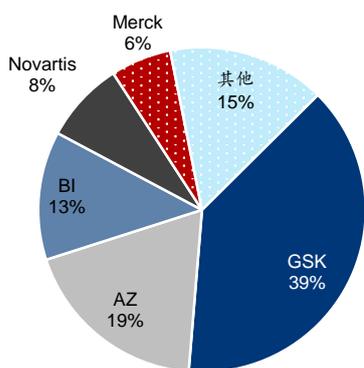
图表25：EMA与FDA对于吸入制剂BE的监控方法



资料来源：International Guideline for Bioequivalence of Locally Acting Orally Inhaled Drug Products: Similarities and Difference, 华泰证券研究所

全球：寡头垄断格局。受制于高启的研发仿制壁垒，全球呼吸系统用药呈现头部公司垄断的竞争格局 (CR5=85%)，其中 GSK 独占 39% 的市场份额。吸入制剂仿制难度极大，以吸入制剂霸主舒利迭为例 (沙美特罗+氟替卡松)，2011 年其化合物专利过期，但独特的给药装置专利使其保护期延长至 2016 年。由于该药处方复杂、给药方式独特，患者对给药装置依赖性高，直至 2019 年 Mylan 才实现首仿上市。

图表26：全球：哮喘/COPD 品牌药市场格局 (2018)



资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

图表27：全球：重磅品种专利到期及仿制格局

药品名称	所属分类	原研企业	美国专利到期时间	仿制企业
沙美特罗+氟替卡松	LABA+ICS	GSK	2011 (化合物), 2016 (粉末剂装置), 2019 (气雾剂装置)	Mylan (2019)
福莫特罗+布地奈德	LABA+ICS	AZ	2019	无
噻托溴铵	LAMA	BI	2018	无
布地奈德	ICS	AZ	2018-2019	8
维兰特罗+乌美溴铵	LABA+LAMA	GSK	2027 (化合物), 2027-2030 (装置)	无
沙丁胺醇	SABA	GSK	化合物已过期, 2019 (气雾剂装置)	10+
氟替卡松	ICS	GSK	已过期 (粉末剂装置), 2019 (气雾剂装置)	8

资料来源：公司年报, Bloomberg, 华泰证券研究所

中国：国产化率极低。当前我国呼吸吸入制剂以外资为主导（样本医院数据：2018 外资占比 93%），国产化率极低，且在复方吸入制剂上尚未取得突破。近年来随着国内企业研发投入的加大，涌现出一批优秀的在研企业，有望为居民带来兼具有效性、安全性与经济性的产品：1) 布地奈德混悬液：正大天晴与健康元已申报上市，长风药业完成 BE 试验；2) 氟替卡松/沙美特罗：正大天晴、江苏恒瑞、杭州京瑞上市申请均无进展，健康元与长风药业紧随其后；3) 异丙托溴铵溶液剂（及复方制剂）：健康元复方异丙托溴铵溶液剂获批上市，单方溶液剂申请上市；4) 左旋沙丁胺醇：健康元首仿上市。

图表28：国内重磅呼吸吸入制剂在研地图

	药品名称	企业名称	剂型	申请临床	获批临床	BE/临床试验	申请上市	获批上市	2018年样本医院销售额（百万元）
ICS									
	布地奈德	AZ	混悬液						1246.2
	布地奈德	正大天晴	混悬液						
	布地奈德	健康元	混悬液						
	布地奈德	长风药业	混悬液			已完成			
	布地奈德	AZ	粉雾剂/气雾剂						0.4
	布地奈德	上海信谊药厂	粉雾剂/气雾剂						0.0
	布地奈德	鲁南贝特	气雾剂						5.3
	布地奈德	健康元	气雾剂						
	氟替卡松	GSK	气雾剂/鼻喷剂						23.7
	氟卓斯汀/氟替卡松	长风药业	鼻喷剂						
	氟卓斯汀/氟替卡松	江苏恒瑞	鼻喷剂						
	氟替卡松	江苏恒瑞	吸入溶液						
ICS+LABA									
	布地奈德/福莫特罗	AZ	粉雾剂						405.2
	氟替卡松/维兰特罗	GSK	粉雾剂						/
	氟替卡松/维兰特罗	正大天晴	粉雾剂						
	氟替卡松/沙美特罗	GSK	粉雾剂						265.4
	氟替卡松/沙美特罗	正大天晴	粉雾剂				未获批		
	氟替卡松/沙美特罗	江苏恒瑞	粉雾剂				发补		
	氟替卡松/沙美特罗	杭州京瑞	粉雾剂						
	氟替卡松/沙美特罗	润生药业	粉雾剂						
	氟替卡松/沙美特罗	健康元	粉雾剂						
	氟替卡松/沙美特罗	长风药业	气雾剂						
	氟替卡松/沙美特罗	四川普瑞特	粉雾剂						
	氟替卡松/沙美特罗	欧米尼	粉雾剂						
	氟替卡松/沙美特罗	山东京卫制药	粉雾剂						
LAMA+LABA									
	乌美溴铵/维兰特罗	GSK	粉雾剂						0.2
	噻托溴铵/奥达特罗	BI	喷雾剂						/
	乌美溴铵/维兰特罗	正大天晴	粉雾剂						
	格隆溴铵/茚达特罗	正大天晴	粉雾剂						
	格隆溴铵/茚达特罗	江苏恒瑞	粉雾剂						
LABA									
	福莫特罗	AZ	粉雾剂						0.2
	福莫特罗	正大天晴	粉雾剂						3.5
	福莫特罗	健康元	吸入溶液						
	茚达特罗	Norvatis	粉雾剂						2.5
	茚达特罗	江苏恒瑞	粉雾剂						
	茚达特罗	正大天晴	粉雾剂						
LAMA									
	噻托溴铵	BI	喷雾剂/粉雾剂						194.6
	噻托溴铵	正大天晴	粉雾剂						87.1
	噻托溴铵	仙琚制药	粉雾剂						10.1
	噻托溴铵	南昌弘益	粉雾剂						2.7
	格隆溴铵	江苏恒瑞	粉雾剂						

	药品名称	企业名称	剂型	申请临床	获批临床	BE/ 临床试验	申请上市	获批上市	2018年样本医院 销售额(百万元)
SAMA+SABA									
	复方异丙托溴铵	BI	吸入溶液						92.2
	复方异丙托溴铵	健康元	吸入溶液						/
	复方异丙托溴铵	信东生技	吸入溶液						
SAMA									
	异丙托溴铵	BI	吸入溶液						144.0
	异丙托溴铵	山东京卫制药	吸入溶液						
	异丙托溴铵	四川普瑞特	吸入溶液						
	异丙托溴铵	健康元	吸入溶液						
	异丙托溴铵	BI	粉雾剂/气雾剂						4.1
	异丙托溴铵	山东京卫制药	粉雾剂						
	异丙托溴铵	华润双鹤	气雾剂						
	异丙托溴铵	北京海德润	气雾剂						0.5
	异丙托溴铵	健康元	气雾剂						
SABA									
	沙丁胺醇	GSK	溶液剂						29.1
	沙丁胺醇	GSK	气粉雾剂						12.0
	沙丁胺醇	上药信谊	气粉雾剂						51.0
	沙丁胺醇	深圳大佛药业	气粉雾剂						19.9
	左旋沙丁胺醇	健康元	溶液剂						

资料来源: insight, PDB, 华泰证券研究所

健康元：手握重器，强势来袭

多项重磅排位领先，打造呼吸国产龙头。呼吸吸入制剂的研发困难重重，当前国内尚未有重磅仿制药获批，多家企业进度停滞。公司受业界专家金方教授加盟，管线自2019年起进入收获期，19-22年间多项重磅产品逐步获批，复方异丙托溴铵吸入溶液（已上市，5亿销售峰值）、左旋沙丁胺醇溶液剂（独家、儿童用药、已上市，10亿销售峰值）、布地奈德混悬液（申请上市，20亿销售峰值）、沙美特罗/氟替卡松粉雾剂（获批临床，15亿销售峰值）上市后有望借助现有呼吸销售队伍快速放量，打造最强呼吸产品线。

图表29：公司吸入制剂研发管线

药品名称	临床进展	预计获批时间	2018PDB 销售额 (百万元)	2018yoy(%)	国产排位	备注
雾化吸入剂						
复方异丙托溴铵吸入溶液	已获批	2019	92.2	3.3	1	首仿上市
左旋沙丁胺醇吸入溶液	已获批	2019	99.1	54.6	1	首仿上市，沙丁胺醇国内2家上市
布地奈德吸入混悬液	申报生产	1H20	1246.2	11.2	2	
富马酸福莫特罗吸入溶液	临床研究	2021	/	/	1	
异丙托溴铵吸入溶液	申报生产	2021	144.1	14	2	
妥布霉素吸入溶液	临床研究	2022	/	/	1	新增适应症
盐酸氨溴索吸入溶液	临床研究	2022	/	/	非前3	
干粉吸入剂						
沙美特罗/氟替卡松粉雾剂	临床研究	2021	265.44	0.1	前3	优先审评，全球销售最大的品种，当前申报生产的企业无实质性进展
吸入气雾剂						
异丙托溴铵气雾剂	申报生产	2019	4.67	-12.2	3	
布地奈德气雾剂	申报生产	2019	6.42	-31.7	3	

资料来源: insight, PDB, 华泰证券研究所

异丙托溴铵单方/复方制剂

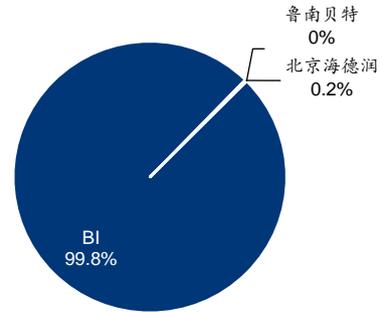
异丙托溴铵单方(医保甲类)为 SAMA 制剂,复方(异丙托溴铵+沙丁胺醇)为 SAMA+SABA 复合制剂,2018 年样本医院合计销售约 2.4 亿元。异丙托溴铵单方/复方均分为溶液剂与气(粉)雾剂,其中溶液剂占据近 98%的市场份额,并被 BI 所垄断,2012-2018 价格年均复合降幅不足 1%。

图表30: 单方/复方异丙托溴铵样本医院销售额及增速



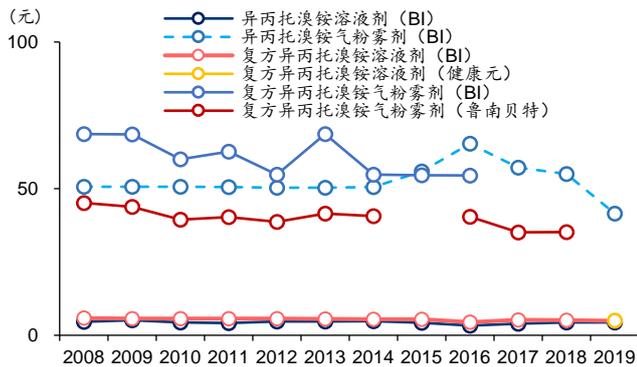
资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表31: 单方/复方异丙托溴铵公司格局 (2018)



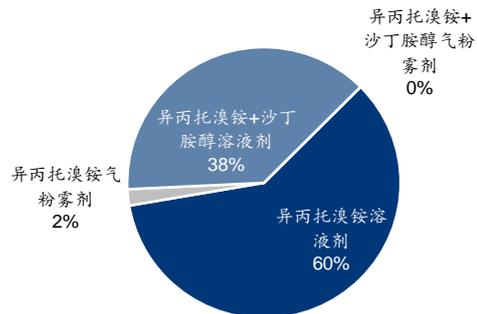
资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表32: 单方/复方异丙托溴铵招标价格稳定



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表33: 单方/复方异丙托溴铵剂型格局 (2018)



资料来源: PDB, Bloomberg, 华泰证券研究所

经我们测算公司复方异丙托溴铵吸入溶液销售峰值近 5 亿, 核心假设如下:

- 1) 公司复方异丙托溴铵吸入溶液于 2019 年 4 月首仿获批上市, 竞争格局良好, 有望获取近 35%的市场份额;
- 2) SAMA+SABA 品类 2018 年占据我国哮喘/COPD 市场近 3.1%的份额, 考虑到慢阻肺患者每年有 0.5-3.5 次的急性加重而短效制剂为 AECOPD 患者的首选推荐用药, 且复方制剂为当前治疗趋势, 我们预计 SAMA+SABA 市场份额有望缓慢提升;
- 3) 复方异丙托溴铵当前为我国 SAMA+SABA 领域的唯一获批药物, 且并非研发热点, 后续新药上市概率低, 假设其维持 100%的市场份额。

图表34: 健康元异丙托溴铵销售收入预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
哮喘/COPD 市场规模 (亿元)	192	205	221	252	285	320	356	395	435	477	521
SAMA+SABA 占比 (%)	3.1%	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%
异丙托溴铵占比 (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
健康元占比 (%)	4%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	30%	26%	23%	20%
健康元销售额 (亿元)	0.2	0.7	1.2	1.9	2.8	3.8	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7

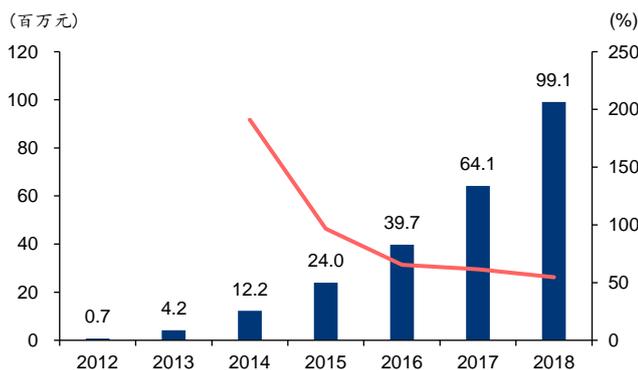
资料来源: PDB, insight, Bloomberg, 华泰证券研究所

左旋沙丁胺醇吸入溶液

沙丁胺醇（医保甲类）为 SABA 用药，起效迅速，是目前临床上治疗哮喘急性发作应用最广泛的药物，假设以样本医院 4 倍放大 2018 年市场规模约为 4 亿元（临床使用量大但单价仅为 5 元/支），市场快速增长（2018PDB+54.6%yoy）。沙丁胺醇当前国内主要有三家生产企业，其中上海信谊份额最大，占据约一半市场份额，原研 GSK 占据 29% 市场，深圳大佛药业占据 20% 的市场。公司左旋沙丁胺醇为独家产品，安全性更优（左旋体具有治疗性作用，右旋体会产生头痛、头晕、心悸、手指颤抖等副作用），更适合老人和儿童使用，上市后有望凭借安全性优势享受溢价。

图表35：沙丁胺醇吸入溶液样本医院销售额及增速

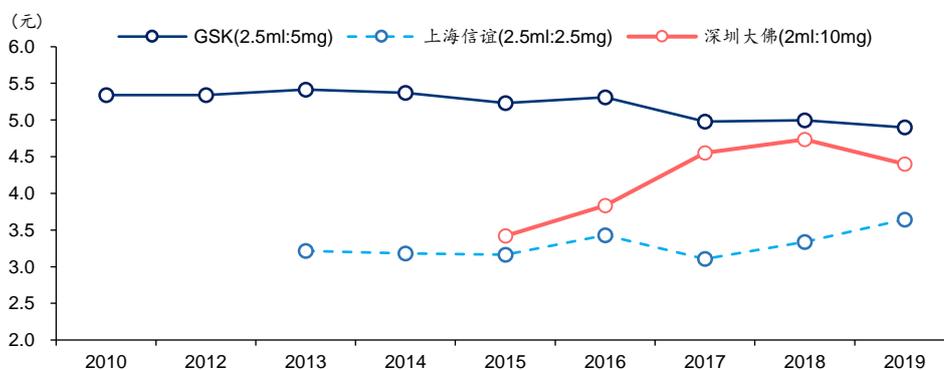
图表36：沙丁胺醇吸入溶液市场格局（2018，企业口径）



资料来源：PDB，华泰证券研究所

资料来源：PDB，华泰证券研究所

图表37：沙丁胺醇吸入溶液招标价格稳定



资料来源：PDB，华泰证券研究所

经我们测算健康元左旋沙丁胺醇吸入溶液销售峰值近 10 亿。我们分哮喘与 COPD 两个适应症分别测算产品销售，其中哮喘适应症进一步拆分儿童用药与成人用药，核心假设如下：

- 1) 左旋沙丁胺醇吸入溶液于 2019 年 9 月首仿上市，公司有望凭借安全性优势与儿童用药：1>享受溢价：以 GSK 2.5ml: 5mg 规格沙丁胺醇吸入溶液为参考，其 2019 年平均售价约为 5 元/支，我们假设左旋沙丁胺醇吸入溶液价格为其 4 倍，2021 年降价 10% 进入医保；2>在儿童用药市场攫取 75% 市场份额，在成人市场获得 25% 市场份额；
- 2) 《我国儿童哮喘患病与诊治现状》数据显示，2019 年我国儿童哮喘患者的诊断率约 69%，高于整体 30% 的水平，未来随着患者教育的进行与药物普及性的增强，诊断率水平有望持续提升；
- 3) 以 GSK 2.5ml: 5mg 规格沙丁胺醇为参考，儿童急性发作一次用药约为 5 支，成人约为 10 支。

图表38: 健康元左旋沙丁胺醇吸入溶液销售收入预测

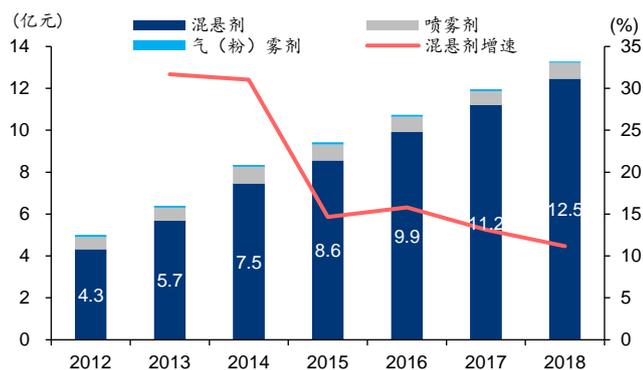
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
哮喘适应症											
哮喘患者(百万人)	46	47	48	49	49	50	51	52	53	54	55
诊断率(%)	30%	32%	34%	36%	38%	40%	42%	44%	46%	48%	50%
哮喘患者池(百万人)	14	15	16	17	19	20	22	23	25	26	28
年均急性发作次数(次)	1.50	1.45	1.40	1.35	1.30	1.25	1.20	1.15	1.10	1.05	1.00
吸入制剂使用占比(%)	67.0%	67.2%	67.4%	67.6%	67.8%	68.0%	68.2%	68.4%	68.6%	68.8%	69.0%
SABA单方使用占比(%)	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%
其中:儿童患者	5.6	5.7	5.8	5.9	6.0	6.2	6.3	6.4	6.5	6.6	6.8
儿童患者占比(%)	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
诊断率(%)	69%	71%	73%	75%	77%	79%	81%	83%	85%	87%	89%
儿童患者池(百万人)	3.8	4.0	4.2	4.4	4.6	4.8	5.1	5.3	5.5	5.7	6.0
急性发作儿童年均用量(支)	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
健康元渗透率(%)	1%	5%	10%	20%	40%	60%	70%	75%	70%	65%	60%
价格(元)	20	20	18	18	17	17	17	16	16	16	15
费用年化降幅(%)			-10%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
健康元销售规模(亿元)	0.0	0.1	0.2	0.3	0.7	1.0	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
其中:成人患者	40.1	40.9	41.8	42.6	43.4	44.3	45.1	46.0	46.9	47.7	48.6
成人患者池(百万人)	9.9	10.9	12.0	13.0	14.2	15.3	16.5	17.8	19.0	20.4	21.7
每次发作使用量(支)	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
健康元渗透率(%)	1%	5%	10%	15%	20%	23%	25%	23%	22%	20%	18%
价格(元)	20	20	18	18	17	17	17	16	16	16	15
费用降幅(%)			-10%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
健康元规模(亿元)	0.0	0.5	1.0	1.5	2.1	2.4	2.7	2.5	2.4	2.2	2.0
COPD适应症											
COPD患者(百万人)	94	95	97	98	99	100	101	103	104	105	106
诊断率(%)	22%	24%	26%	28%	30%	32%	33%	34%	35%	36%	37%
COPD患者池(百万人)	20.3	22.4	24.6	26.9	29.2	31.5	32.9	34.4	35.8	37.3	38.8
年均急性发作次数(次)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
吸入制剂使用占比(%)	67.0%	67.2%	67.4%	67.6%	67.8%	68.0%	68.2%	68.4%	68.6%	68.8%	69.0%
SABA单方使用占比(%)	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%	48%
每次发作使用量(支)	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
健康元渗透率(%)	1%	5%	10%	15%	20%	23%	25%	23%	22%	20%	18%
价格(元)	20	20	18	18	17	17	17	16	16	16	15
费用降幅(%)			-10%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
健康元规模(亿元)	0.1	1.4	2.6	3.9	5.3	6.0	6.3	5.5	4.9	4.2	3.5
健康元左旋沙丁胺醇总规模(亿元)	0.2	2.0	3.7	5.8	8.0	9.5	10.1	9.2	8.3	7.5	6.4

资料来源: PDB, insight, Bloomberg, 华泰证券研究所

布地奈德单方制剂

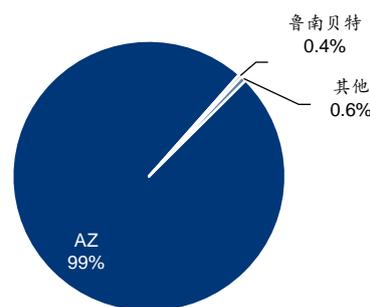
布地奈德(医保乙类)为经典ICS用药,分为混悬剂、气(粉)雾剂和喷雾剂三种剂型,其中混悬剂占据94%的份额,主要应用于院内雾化场景。当前混悬剂与喷雾剂均被AZ所垄断,混悬剂2018年规模约72亿(米内数据库),且快速增长(2018+10.7%yoy)。布地奈德气(粉)雾剂有2家国产企业上市但销售规模较小。受益于良好的竞争格局,布地奈德制剂价格基本维持稳定(2012-2018混悬剂价格CAGR=-2%)。

图表39: 布地奈德样本医院销售额及增速



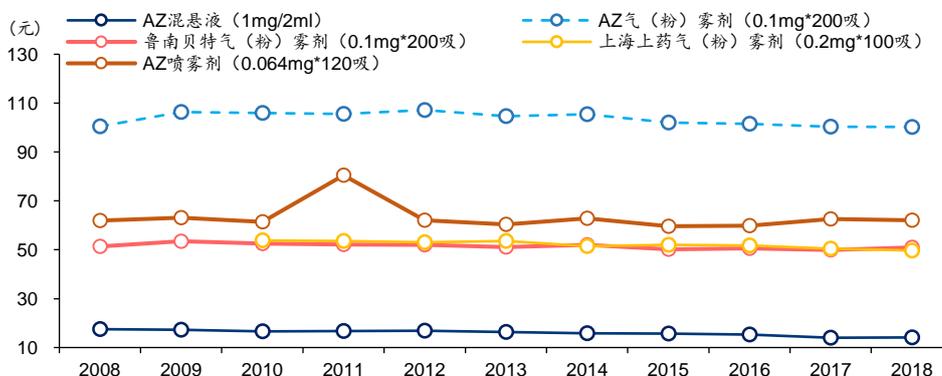
资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表40: 布地奈德市场格局 (2018, 企业口径)



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表41: 布地奈德制剂招标价格稳定



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

经我们测算健康元布地奈德混悬剂销售峰值近 20 亿。核心假设如下:

- 1) 公司布地奈德混悬剂 2019 年 2 月提交上市申请, 当前进度居国产第一, 有望于 2020 年上半年获批上市, 攫取近 25% 的市场份额;
- 2) ICS 品类 2018 年占据我国哮喘/COPD 市场近 44% 的份额, 2020 年国产产品上市后价格预期大幅下降, 假设 2021 年 ICS 品类占比降低到 33%, 同时考虑到未来更多的复方制剂上市, 并且参考成熟市场药物格局 (美国 ICS 占比稳定在 13% 左右), 我们假设 ICS 占比逐年下降, 至 2029 年降低到 17%;
- 3) 布地奈德为经典 ICS 用药, 考虑到后续新产品上市, 假设其份额稳中有降。

图表42: 健康元布地奈德混悬剂销售收入预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
哮喘/COPD 市场规模 (亿元)	192	205	221	252	285	320	356	395	435	477	521
ICS 占比 (%)	44%	43%	33%	31%	29%	27%	25%	23%	21%	19%	17%
布地奈德占比 (%)	95.0%	94.5%	94.0%	93.5%	93.0%	92.5%	92.0%	91.5%	91.0%	90.5%	90.0%
健康元占比 (%)		1%	6%	12%	16%	20%	23%	25%	24%	23%	22%
健康元销售额 (亿元)		0.8	4.1	8.8	12.3	16.0	18.8	20.8	20.0	18.9	17.5

资料来源: PDB, insight, Bloomberg, 华泰证券研究所

沙美特罗+氟替卡松粉雾剂

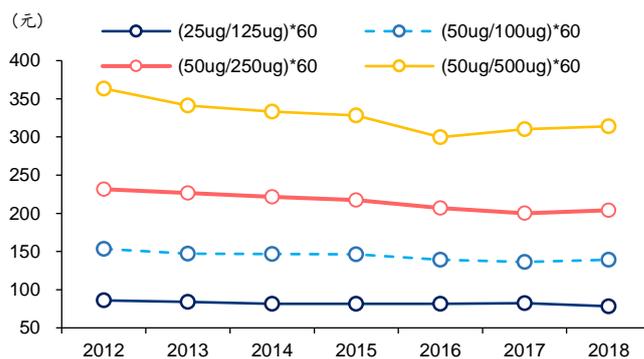
沙美特罗+氟替卡松粉雾剂 (医保乙类) 属 LABA+ICS 复方制剂, 为全球第一畅销的呼吸吸入制剂, 2018 年国内销售额约为 15 亿 (米内数据库), 增长潜力巨大。沙美特罗+氟替卡松粉雾剂由 GSK 垄断, 2012-2018 年价格平均降幅仅为 1%。

图表43: 沙美特罗+氟替卡松样本医院销售额及增速



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表44: 沙美特罗+氟替卡松招标价格稳定



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

经我们测算健康元沙美特罗+氟替卡松粉雾剂销售峰值近15亿。核心假设如下:

- 1) 公司于2018年6月获批临床,正大天晴、恒瑞医药等公司上市申请均无实质性进展,公司产品有望于2021年获批上市,获取近25%的市场份额;
- 2) LABA+ICS 品类2018年占据我国哮喘/COPD市场近23%的份额,考虑到复方制剂具备更优的疗效与更好的患者依从性,同时参考成熟市场药物格局(美国LABA+ICS占比稳定在36%左右),我们假设LABA+ICS占比逐年上升,至2029年升至33%;
- 3) 沙美特罗+氟替卡松作为经典LABA+ICS用药,其市场份额稳中有升。

图表45: 健康元沙美特罗+氟替卡松粉雾剂销售收入预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
哮喘/COPD 市场规模 (亿元)	192	205	221	252	285	320	356	395	435	477	521
LABA+ICS 占比 (%)	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%	31%	32%	33%
沙美特罗+氟替卡松占比 (%)	40.0%	41.0%	42.0%	43.0%	44.0%	44.5%	45.0%	45.5%	46.0%	46.5%	47.0%
健康元占比 (%)				5%	10%	15%	20%	23%	25%	21%	18%
健康元销售额 (亿元)				1.4	3.3	5.9	9.1	12.2	15.3	14.7	14.3

资料来源: PDB, insight, Bloomberg, 华泰证券研究所

黄金研发团队加持，产品嫁接快速放量

专注吸入给药研发，学科大拿加盟牵头。公司重点布局呼吸类药品领域，于2013年和2015年分别成立上海方予（公司持股65%，金方持股35%）和健康元呼吸（公司持股40%，金方持股30%，广州呼研所持股30%）专注该类产品的研发。团队负责人金方教授具有丰富的吸入制剂研发（曾负责国内20多项新药研发、获中国专利18项、欧洲专利2项）和审评经验（曾任CFDA新药审评专家），率先在国内开展吸入粉雾剂的研究，建立了实验室和大生产的质控标准和测定方法，填补了国内剂型的空白。

图表46：金方教授简介



金方 上海方予总经理

- 1987年毕业于中国药科大学药剂学专业；
- 2004年获上海医药工业研究院药剂学/美国VCU大学博士学位；
- 曾任上海医工院“创新药物与制药工艺国家重点实验室”副主任
- 曾任上海呼吸系统药物工程技术研究中心主任；
- 曾任CFDA新药审评专家、中国药学会制剂专业委员会委员；
- 享受国务院特殊津贴。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

现有呼吸团队助力新品上市放量。公司在呼吸领域积淀深厚，拳头产品美罗培南注射剂2018年销售额近12亿元，广泛应用于呼吸领域的抗感染治疗。公司2018年共有销售人员1481人，辐射终端8000-10000CSO，呼吸线条于今年年底有望达到800人，现有呼吸管线产品上市后有望发挥协同作用，助力产品放量，抢占市场份额。

多业务线条构建平台型公司

丽珠集团：公司利润主力军

丽珠集团为一家集医药研发、生产、销售为一体的综合性集团公司，创建于1985年，1993年登陆深交所。2002年健康元入股丽珠，成为其第一大股东（持股44.81%），实现两家企业的强强联手。考虑到公司1) 艾普拉唑放量提速；2) 参芪与NGF下滑幅度放缓；3) 单抗及微球平台逐步推进，我们预计丽珠集团19-21年有望实现净利润13.83/16.12/18.53亿元，2018-2021CAGR=16.2%。

图表47：丽珠集团收入及净利润

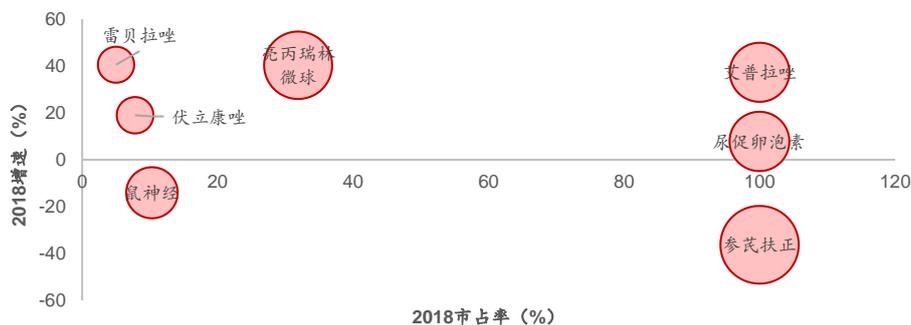


注：2017年转让子公司股权实现一次性收入32.84亿元

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

西药制剂强势增长，中药降幅逐步收窄。我们预计丽珠2019年西药板块全年有望实现20%以上销售增速：1) 消化道领域增长提速（1H19 +51%yoy），其中艾普拉唑随着新省标和医保拓展，叠加严格的销售考核和1类新药价格优势，19年两剂型有望合计实现超10亿销售额；2) 促性激素产品快速增长（1H19+19%yoy）。中药板块降幅放缓：1) 参芪基层渗透叠加软袋新品推出，19年销售额跌幅或在15-20%；2) NGF移出医保目录，预计全年销售下滑趋势依旧。

图表48：丽珠核心产品概览



资料来源：公司公告，PDB，华泰证券研究所

微球平台：新药研发有序推进。公司为国内少数具有微球制剂产业化能力的公司，已成功上市我国首个微球缓释产品（亮丙瑞林微球注射剂，1个月缓释）。公司微球管线丰富，注射用醋酸曲普瑞林微球（1个月缓释）当前处于1期临床阶段，预计年底前启动3期，2021年报产；注射用醋酸亮丙瑞林（3个月缓释）已获临床批件，后续已立项品种还包括奥曲肽微球、阿立哌唑微球、戈舍瑞林植入剂等。

图表49：微球平台研发进展（截至2019.10.10）

在研项目	适应症	临床进展
注射用醋酸曲普瑞林微球（1个月缓释）	用于治疗前列腺癌、性早熟、子宫内膜异位症、女性不孕症及子宫肌瘤等病症	1期临床
注射用醋酸亮丙瑞林微球（3个月缓释）	子宫内膜异位症、子宫肌瘤	获批临床
奥曲肽微球	前列腺癌、乳腺癌、子宫内膜异位症、绝经	临床前研究
阿立哌唑微球	精神分裂	临床前研究
醋酸戈舍瑞林植入剂	前列腺癌、乳腺癌、子宫内膜异位症	临床前研究

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

丽珠单抗：仿创转型制高点

丽珠单抗成立于2010年，公司持股比例为60.45%。丽珠单抗在研管线丰富，未来产品上市助力公司转型创新：1) 重组人绒促性素已申报生产，有望于1H20获批；2) IL-6R III期试验已经启动，预计2021年报产；3) Her2 (Perjeta me-too 类新药) 乳腺癌新辅助治疗已进入Ib阶段；4) PD-1中美成功完成I期临床，已递交III期临床方案申请。

图表50：丽珠单抗核心在研管线（截至2019.10.10）

在研项目	靶点	适应症	临床进展	原研公司	2018原研销售额 (亿美元)	2018PDB销售额 (亿元)
促性（肽类）						
注射用重组人绒促性素（rhCG）	rhCG	辅助生殖用药	申报生产	默克	/	/
单抗						
重组抗IL-6R人源化单克隆抗体	IL-6	类风湿关节炎	III期临床	罗氏	22.0	0.2
注射用重组抗HER2人源化单抗	HER2	乳腺癌	Ib期临床	罗氏	28.2	13.1
重组人源化抗PD-1单抗	PD-1	实体瘤	完成I期临床	BMS	67.35	/
重组全人抗RANKL单克隆抗体	RANKL	骨质疏松	I期临床	安进	40.8	/
全人源抗OX40单克隆抗体	OX40	肿瘤	获批临床	诺华	/	/

资料来源：insight, PDB, 华泰证券研究所

海滨制药：原料制剂一体化，美罗培南进军海外市场

海滨制药成立于1989年，主要从事抗菌类药物原料和制剂的研发、生产和销售。1998年公司收购海滨制药，涉足化学制药领域。2018海滨制药实现营业收入11.96亿元(-6.8%yoy)，实现净利润2.15亿元(+4.4%yoy)，系重点产品美罗培南制剂及原料药价格下降，但销量仍保持一定增长。考虑到2019年美罗培南制剂新进广州GPO与原料药的海外出口，我们预计海滨制药19-21年有望实现净利润2.34/2.72/3.13亿，2018-2021CAGR=13.4%。

图表51：海滨制药收入及净利润



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

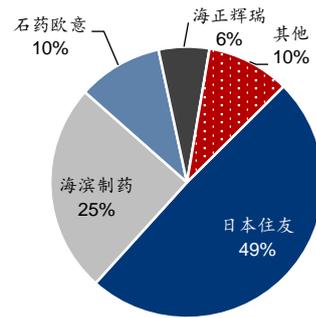
美罗培南国内市场企稳，公司占据龙头地位。美罗培南制剂（医保乙类）为人工合成的广谱碳青霉烯类抗生素，适用于成人和儿童由单一或多种对美罗培南敏感的细菌引起的感染。受限抗令影响，2014-2017年行业增速大幅下滑，2018年基本维稳，样本医院销售额小幅增长至18.7亿元。公司为国内龙头，占据约四成市场份额。

图表52: 美罗培南样本医院销售规模及增速



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表53: 美罗培南样本医院竞争格局 (2018)



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

高质量产品出海, 国际市场提供增量。公司为国内最大的美罗培南(原料药)生产商(2018年产量占比64%)与出口商(2018年产量占比76%),并同时获得欧盟EU-GMP制剂(首家)与原料药双认证,产品质量达到美国药典标准。近年来美罗培南全球制剂市场略有增长,原料药消耗量快速上升,价格面临一定下行压力,未来公司有望凭借优异的质量标准和稳定的供应能力在海外获得更大的市场份额。

图表54: 美罗培南全球销售规模及增速



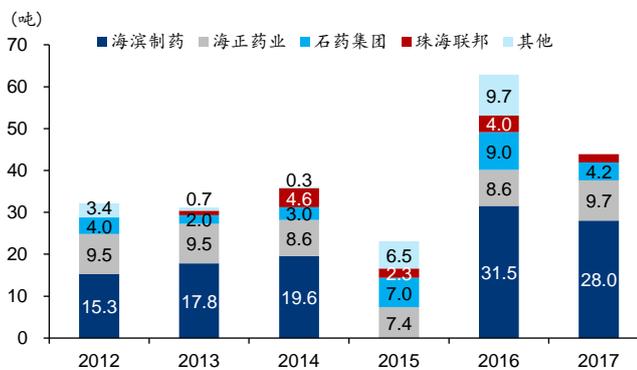
资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表55: 美罗培南全球原料药消耗量



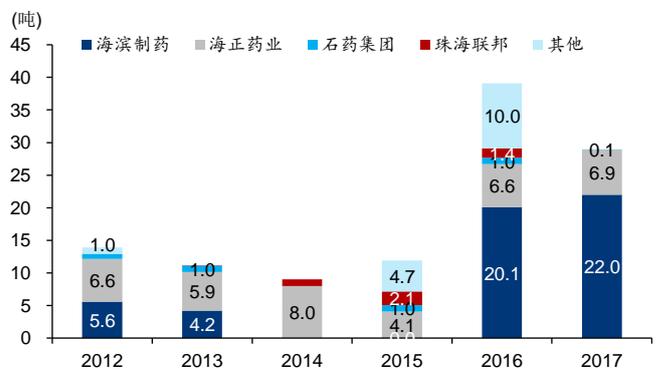
资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表56: 美罗培南国内原料药产量



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

图表57: 美罗培南原料药出口量



资料来源: PDB, 华泰证券研究所

焦作健康元：贡献稳定现金流

焦作健康元成立于2005年，为公司的全资子公司，主要负责头孢菌素原料药7-ACA的生产及销售。2H17受地方环保限产影响，7-ACA原料药价格上涨，2018年焦作健康元实现销售收入12.70亿元(+24.7%yoy)，实现净利润2.11亿元(+142%yoy)。考虑到自2019年起四川科伦满产，7-ACA价格面临一定下行压力，我们预计焦作健康元19-21年有望实现净利润1.81/2.03/2.19亿元。

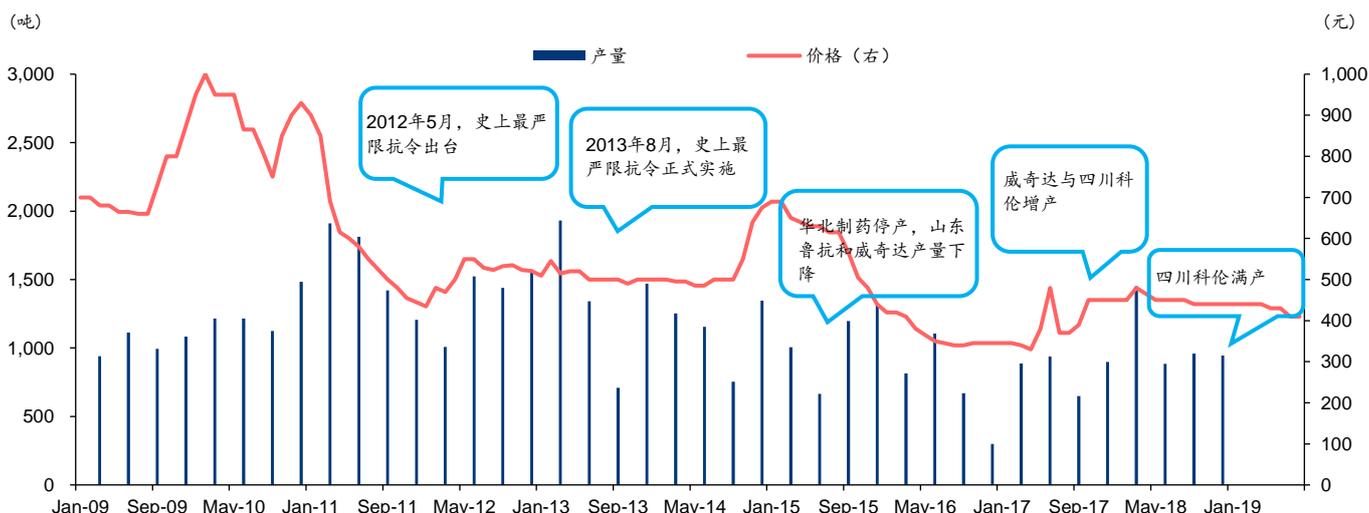
图表58：焦作健康元收入及净利润



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

7-ACA价格回落，公司盈利承压。2012年最严限抗令出台之后，2012-2015年7-ACA市场大幅萎缩（2011年产量5754吨 VS 2015年产量3986吨），2016-2017受环保核查影响，许多企业遭遇限产或停产，7-ACA价格显著提升（从2017年4月330元/千克上涨至2018年4月465元/千克）。2019年以来随着科伦川宁产能逐步释放、国药威奇达环保压力解除，7-ACA价格呈现回落趋势（2019年8月410元/千克）。公司固定资产已折旧完毕，未来有望凭借成本优势持续贡献利润。

图表59：7ACA量价走势图



资料来源：工业制造协会，wind，华泰证券研究所

图表60: 7ACA 市场产能格局

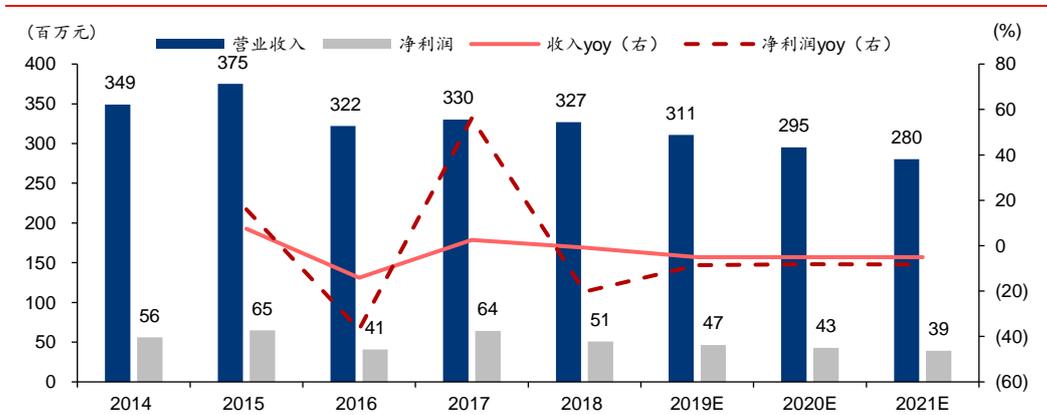
公司	产能 (吨)	2018 产能利用率
焦作健康元	2500	60-70%
科伦药业	3000	70-90%
石药集团	1500	/
国药威奇达	1600	已复产

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

保健品/OTC 板块: 新品上市丰富产品组合

公司以保健品行业起家, 旗下拥有知名品牌“太太”、“静心”及“鹰牌”, 市场知名度高。受市场竞争加剧与公司战略方向转移的影响, 近年来保健品板块收入与营收占比持续下降 (2018 营收占比 1.8%VS2014 占比 3.7%)。2019 年公司在传统保健品基础上, 相继推出镜舒、差小伴等特医/功能性食品, 丰富公司产品组合, 锚定临床/日常生活的未满足需求。

图表61: 保健品/OTC 板块收入及净利润



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表62: 不断开发新产品



特医配方食品
国内首家科学配方肠镜准备餐

- 市场完全取代传统饮食
- 效果提高肠道准备清洁度
- 增加患者肠道准备依从性
- 实现内镜检查饮食标准化

- 180亿CFU活菌添加技术
- 双重管理, 三级检测, 严控质量
- 4项专利, 真空冻干
- 3层包埋耐酸耐胆盐

新一代益生菌固体饮料

益生菌系列



资料来源: 产品说明书, 华泰证券研究所

盈利预测及估值分析

盈利预测

公司搭建起极具深度与广度的呼吸制剂管线，有望打造成为国内呼吸吸入制剂龙头企业。公司现有业务稳健发展，我们预计 19-21 年有望实现收入 125.04/144.93/165.72 亿元，归母净利润 8.72/10.25/11.91 亿元，对应 EPS 0.45/0.53/0.61 元。核心假设如下：

- 1) 原料药板块 19-21 年收入同比增长 6.7%/9.0%/8.2%，2019 年增速较低系 7-ACA 价格承压，同时毛利率降低 0.7pct；
- 2) 化学制剂受益于丽珠集团艾普拉唑提速与呼吸管线产品上市，预计 19-21 年收入实现 23.2%/26.3%/21.2% 增长，同时因高毛利呼吸产品上市，板块毛利率稳中有升；
- 3) 辅助用药影响逐步减小，中药板块跌幅放缓，19-21 年收入同比下降 11.3%/7.5%/5.6%；
- 4) 诊断试剂及设备板块保持平稳增长，19-21 年收入同比增加 8.0%/10.0%/12.0%；
- 5) 随着公司战略中心转移，保健品板块收入呈现逐步下降趋势；
- 6) 我们预计公司 19-21 年毛利率水平为 63.8%/65.0%/66.0%，毛利率水平呈现提升趋势系高毛利呼吸制剂产品上市提升化学制剂板块毛利率；
- 7) 公司自 19 年起呼吸制剂新产品逐渐上市，市场推广力度加强，我们预计 19-21 年销售费用率提升至 35.6%/36.0%/36.5%；
- 8) 公司加大研发管线建设力度，随着在研产品进入临床阶段，我们预计 19-21 年管理费用率提升至 12.9%/13.1%/13.2%。

图表 63：公司业绩拆分

单位：百万元		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入		9,722	10,779	11,204	12,504	14,493	16,572
	yoy	12.5%	10.9%	3.9%	11.6%	15.9%	14.3%
营业成本		3,662	4,008	4,214	(4,522)	(5,071)	(5,629)
	毛利率	62.3%	62.8%	62.4%	63.8%	65.0%	66.0%
药品	收入	8,849	9,858	10,249	11,520	13,449	15,434
	yoy	14.4%	11.4%	4.0%	12.4%	16.7%	14.8%
	毛利率	62.9%	63.5%	62.6%	64.1%	65.3%	66.3%
化学原料药及中间体	收入	2,619	3,067	3,447	3,676	4,008	4,335
	yoy	8.6%	17.1%	12.4%	6.7%	9.0%	8.2%
	毛利率	19.7%	25.4%	29.9%	29.2%	29.2%	29.2%
化学制剂	收入	4,096	4,737	5,255	6,472	8,172	9,901
	yoy	21.8%	15.7%	10.9%	23.2%	26.3%	21.2%
	毛利率	81.9%	81.5%	80.2%	81.5%	81.6%	81.7%
中药	收入	2,134	2,054	1,547	1,373	1,269	1,198
	yoy	8.8%	(3.8%)	(24.6%)	(11.3%)	(7.5%)	(5.6%)
	毛利率	79.7%	78.9%	76.1%	75.5%	74.5%	73.5%
保健品	收入	217.6	212.3	204.7	174.0	156.6	148.8
	yoy	(18.3%)	(2.4%)	(3.6%)	(15.0%)	(10.0%)	(5.0%)
	毛利率	67.1%	58.7%	61.0%	61.0%	60.0%	59.0%
诊断试剂及设备	收入	568.6	635.8	697.4	753.2	828.5	927.9
	yoy	21.1%	11.8%	9.7%	8.0%	10.0%	12.0%
	毛利率	56.3%	58.1%	60.6%	61.5%	62.5%	63.5%
其他主营业务	收入	6.5	5.5	4.2	4.4	4.6	4.8
	yoy	(53.4%)	(14.7%)	(24.1%)	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	21.7%	59.3%	57.3%	57.3%	57.3%	57.3%

资料来源：华泰证券研究所

图表64： 公司核心指标

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营业务收入净额	9,721.5	10,779.3	11,204.0	12,504	14,493	16,572
yoy	12.5%	10.9%	3.9%	11.6%	15.9%	14.3%
主营业务成本	(3,662.0)	(4,008.1)	(4,214.2)	(4,522)	(5,071)	(5,629)
yoy	6.9%	9.5%	5.1%	7.3%	12.2%	11.0%
毛利率%	62.3%	62.8%	62.4%	63.8%	65.0%	66.0%
销售费用	(3,738.2)	(3,963.8)	(3,978.9)	(4,445.0)	(5,217.3)	(6,048.9)
占主营业务收入%	38.5%	36.8%	35.5%	35.6%	36.0%	36.5%
管理费用	(1,008.2)	(1,181.1)	(1,421.3)	(1,613.0)	(1,898.5)	(2,187.5)
占主营业务收入%	10.4%	11.0%	12.7%	12.9%	13.1%	13.2%
财务费用	(116.5)	(87.4)	167.6	262.0	287.9	328.2
占主营业务收入%	1.2%	0.8%	(1.5%)	(2.1%)	(2.0%)	(2.0%)
营业利润	1,039.1	5,872.7	1,594.2	2,020.9	2,400.2	2,812.9
yoy	19.8%	465.2%	(72.9%)	26.8%	18.8%	17.2%
所得税	(206.2)	(1,267.7)	(273.4)	(340.7)	(400.6)	(465.7)
有效税率%	17.5%	21.3%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%
净利润	974.4	4,672.7	1,459.6	1,818.9	2,138.4	2,486.0
少数股东损益	(523.0)	(2,539.7)	(760.2)	(947.3)	(1,113.7)	(1,294.8)
少数股东损益占比 %	53.7%	54.4%	52.1%	52.1%	52.1%	52.1%
归属母公司所有者净利润	451.4	2,133.0	699.4	871.6	1,024.7	1,191.2
净利润率 %	4.6%	19.8%	6.2%	7.0%	7.1%	7.2%
yoy	9.4%	372.5%	(67.2%)	24.6%	17.6%	16.3%
每股收益 (元)	0.23	1.10	0.36	0.45	0.53	0.61

资料来源：华泰证券研究所

公司估值

我们采用分部估值法计算公司公允价值约为 **267.28-289.39** 亿元：

- 1) 预计丽珠集团/海滨制药/焦作健康元/保健品及 OTC 板块 2019 年分别实现净利润 13.83/2.34/1.81/0.47 亿元，参考可比公司分别给予其 19 年 21-23/14-16/15-17/8-11x PE；
- 2) 参考上一轮融资结果，给予丽珠单抗 37.4 亿估值；
- 3) 使用 DCF 方法计算呼吸制剂管线估值为 50.8 亿元，以持股比例赋权计算公司整体估值为 267.28-289.39 亿元，对应 19 年 PE 30.7-33.2x。当前呼吸管线估值仅考虑 2019-2021 年间已上市/有望上市的 4 个核心品种，未来随着更多产品的上市，呼吸管线有望持续贡献估值弹性。

图表65： 呼吸管线估值

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
布地奈德吸入混悬液销售额	0.0	0.8	4.1	8.8	12.3	16.0	18.8	20.8	20.0	18.9	17.5
氟替卡松+沙美特罗粉雾剂销售额	0.0	0.0	0.0	1.4	3.3	5.9	9.1	12.2	15.3	14.7	14.3
复方异丙托溴铵溶液剂销售额	0.2	0.7	1.2	1.9	2.8	3.8	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7
左旋沙丁胺醇溶液剂销售额	0.2	2.0	3.7	5.8	8.0	9.5	10.1	9.2	8.3	7.5	6.4
销售总额	0.4	3.5	9.0	17.8	26.4	35.1	43.2	47.2	48.4	45.8	43.0
净利润率	32%										
Free Cash Flow	0.1	1.1	2.9	5.7	8.4	11.2	13.8	15.1	15.5	14.7	13.8
PV of FCF	13.0			WACC		6.9%					
Terminal value	73.4			Perpetual Growth		-10%					
PV of terminal value	37.8										
NPV	50.8										

资料来源：华泰证券研究所

图表66: 健康元估值表

子公司名称	2019E 净利润(亿元)	可比公司 PE (x)	PE (x)	估值(亿元)	持股比例	计入健康元估值(亿元)
丽珠集团	13.83	23	21-23	290.43-318.09	44.8%	130.14-142.54
海滨制药	2.34	18	14-16	32.76-37.44	100%	32.76-37.44
焦作健康元	1.81	18	15-17	27.15-30.77	100%	27.15-30.77
保健品及 OTC	0.47	13	8-11	3.76-5.17	100%	3.76-5.17
丽珠单抗				37.44	60.5%	22.63
呼吸管线				50.84	100%	50.84
总计						267.28-289.39

资料来源: 华泰证券研究所

图表67: 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)			18-20E EPS 增速
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
丽珠集团可比公司										
恩华药业	002262.SZ	11.21	114	0.51	0.64	0.78	22	18	14	24%
通化东宝	600867.SH	17.43	355	0.41	0.48	0.58	43	36	30	19%
华东医药	000963.SZ	26.00	455	1.55	1.60	1.93	17	16	13	12%
平均值							27	23	19	18%
海滨制药可比公司										
白云山	600332.SH	35.87	504	2.12	2.16	2.49	17	17	14	8%
浙江医药	600216.SH	11.73	113	0.38	0.58	0.79	31	20	15	44%
华东医药	000963.SZ	26.00	455	1.55	1.60	1.93	17	16	13	12%
平均值							22	18	14	21%
焦作健康元可比公司										
翰宇药业	300199.SZ	6.70	61	(0.73)	0.40	0.49	(9)	17	14	/
海普瑞	002399.SZ	16.54	206	0.49	0.87	0.84	34	19	20	31%
平均值							34	18	17	31%
保健品及 OTC 可比公司										
华润三九	000999.SZ	31.63	310	1.46	2.35	1.97	22	13	16	16%
葵花药业	002737.SZ	14.73	86	0.96	1.23	1.54	15	12	10	27%
平均值							19	13	13	21%

注: 翰宇药业 2018 年亏损, 计算 2018 年平均 PE 时予以剔除

资料来源: wind, 华泰证券研究所

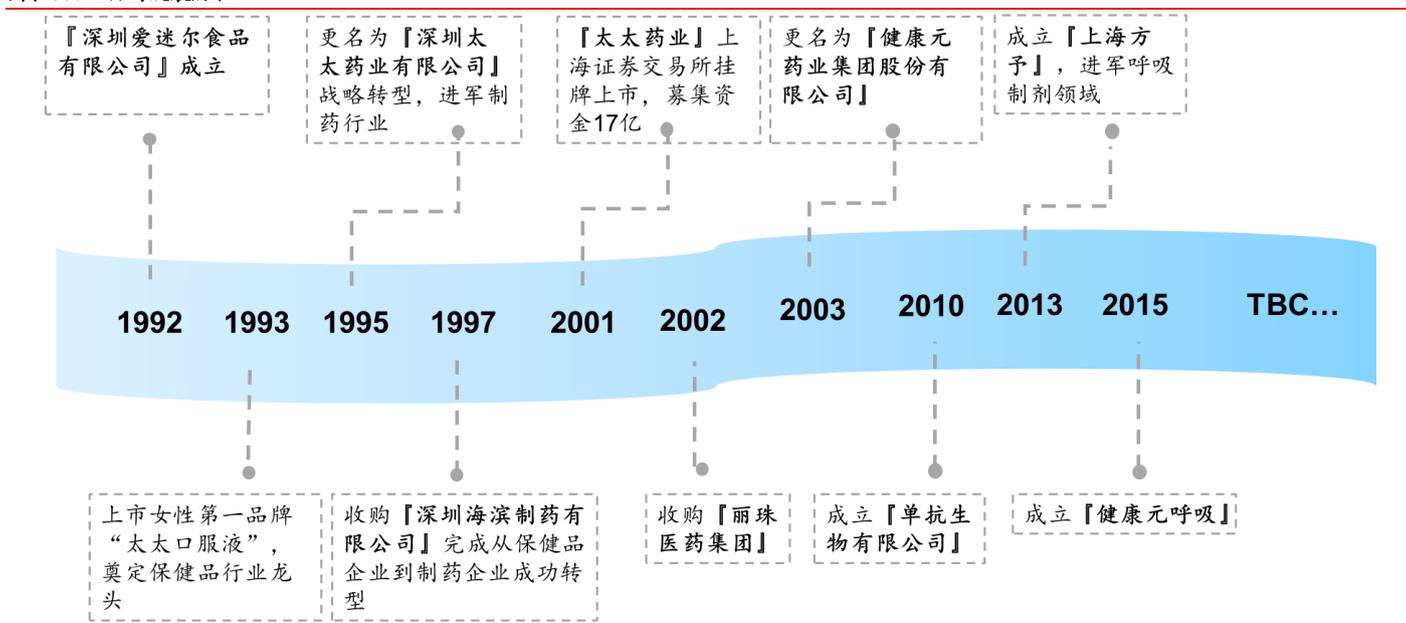
风险提示

- 产品研发进展不及预期:** 基于 19-21 年公司数个呼吸重磅产品获批上市预期, 我们以 DCF 估值法计算公司呼吸管线估值约为 50.8 亿元, 但产品的研发和审评周期较长, 面临不确定性, 公司存在产品研发进展不及预期的风险;
- 新上市产品销售放量不及预期:** 公司 2019 年已获批复方异丙托溴铵吸入溶液和左旋沙丁胺醇吸入溶液两个产品, 但呼吸用药属专科领域, 若公司销售团队推广力度欠佳则存在产品放量低于预期的风险;
- 复方产品降维打击的风险:** 复方产品因其具备更优的疗效与更好的患者依从性, 逐步成为治疗趋势, 当前以二联治疗为主, 国外跨国企业着力研发三联产品, 若未来三联产品成为治疗主流, 则会对单方/二联产品销售带来打击;
- 核心产品降价的风险:** 在当前医保趋紧, 带量采购背景下, 公司现有制剂品种面临价格下降的风险。

附录

健康元药业集团创始于1992年，主营保健品业务，1997年收购海滨制药成功进军制药行业，2002年收购丽珠集团，公司再添虎将。2010年，公司成立丽珠单抗，开始向创新药企业转型。当前公司业务广泛涵盖原料药、化药、保健品、生物药和检测试剂，已成为一家多品类多领域的平台型公司。

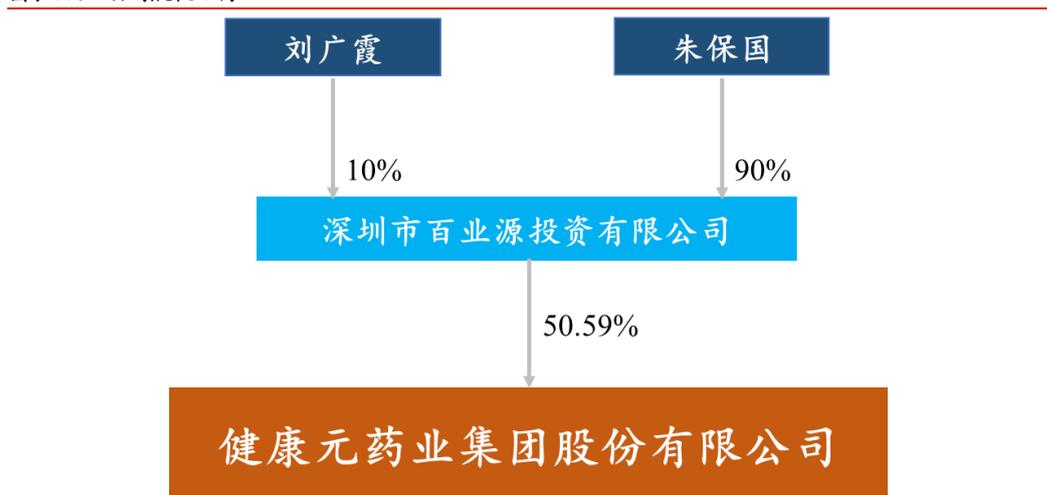
图表68：公司发展历程



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

民营控股，股权结构稳定。公司实际控制人为董事长朱保国先生（同时担任丽珠集团董事长），其与一致行动人刘广霞女士（夫妻关系）共计持股 50.59%，公司股权结构稳定。

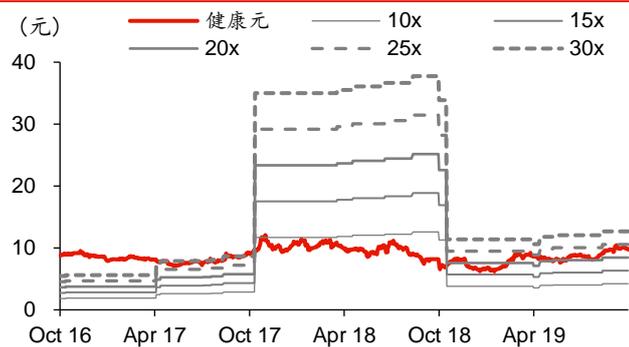
图表69：公司股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

PE/PB – Bands

图表70: 健康元历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表71: 健康元历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	14,321	16,575	16,095	18,347	20,799
现金	9,063	11,471	10,601	12,081	13,730
应收账款	1,867	1,881	2,099	2,433	2,782
其他应收账款	168.40	61.90	69.07	80.06	91.55
预付账款	195.39	255.04	273.66	306.92	340.65
存货	1,356	1,411	1,402	1,558	1,717
其他流动资产	1,671	1,495	1,651	1,889	2,138
非流动资产	7,891	8,411	8,419	8,541	8,760
长期投资	370.56	476.71	476.71	476.71	476.71
固定投资	4,243	4,022	3,983	3,959	3,979
无形资产	414.60	400.99	388.42	376.79	366.05
其他非流动资产	2,863	3,511	3,571	3,729	3,938
资产总计	22,212	24,986	24,514	26,889	29,560
流动负债	6,930	7,636	6,154	6,777	7,416
短期借款	460.66	2,500	250.07	289.85	331.45
应付账款	523.79	633.55	679.78	762.41	846.19
其他流动负债	5,946	4,502	5,224	5,725	6,238
非流动负债	1,663	1,053	553.89	554.04	554.18
长期借款	0.70	0.70	0.61	0.77	0.91
其他非流动负债	1,663	1,052	553.27	553.27	553.27
负债合计	8,594	8,689	6,708	7,331	7,970
少数股东权益	6,233	6,654	7,601	8,715	10,009
股本	1,574	1,938	1,938	1,938	1,938
资本公积	930.01	2,391	2,415	2,415	2,415
留存公积	4,870	5,290	5,852	6,490	7,227
归属母公司股东权益	7,385	9,644	10,205	10,843	11,580
负债和股东权益	22,212	24,986	24,514	26,889	29,560

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,870	1,826	2,219	2,378	2,705
净利润	2,133	699.41	871.59	1,025	1,191
折旧摊销	543.23	569.68	589.73	620.76	655.75
财务费用	87.41	(167.56)	(261.96)	(287.87)	(328.18)
投资损失	(4,334)	64.92	64.92	64.92	64.92
营运资金变动	811.55	(434.45)	(51.93)	(217.21)	(232.61)
其他经营现金	2,629	1,094	1,006	1,173	1,354
投资活动现金	4,722	(2,910)	(694.46)	(839.37)	(970.83)
资本支出	480.68	655.02	575.16	720.07	851.53
长期投资	(678.47)	216.98	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(4,524)	2,038	119.30	119.30	119.30
筹资活动现金	(335.63)	1,405	(2,395)	(58.61)	(84.39)
短期借款	460.66	2,039	(2,250)	39.78	41.59
长期借款	0.00	0.00	(0.09)	0.15	0.14
普通股增加	(13.36)	364.26	(0.00)	0.00	0.00
资本公积增加	(15.42)	1,461	23.97	0.00	0.00
其他筹资现金	(767.51)	(2,460)	(168.68)	(98.55)	(126.13)
现金净增加额	6,257	320.51	(870.59)	1,480	1,650

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,779	11,204	12,504	14,493	16,572
营业成本	4,008	4,214	4,522	5,071	5,629
营业税金及附加	165.63	158.61	177.01	205.17	234.61
营业费用	3,964	3,979	4,445	5,217	6,049
管理费用	1,181	1,421	1,613	1,899	2,188
财务费用	87.41	(167.56)	(261.96)	(287.87)	(328.18)
资产减值损失	133.36	107.10	58.91	58.91	58.91
公允价值变动收益	25.71	(26.11)	(26.11)	(26.11)	(26.11)
投资净收益	4,334	(64.92)	(64.92)	(64.92)	(64.92)
营业利润	5,873	1,594	2,021	2,400	2,813
营业外收入	94.08	179.38	179.38	179.38	179.38
营业外支出	26.36	40.61	40.61	40.61	40.61
利润总额	5,940	1,733	2,160	2,539	2,952
所得税	1,268	273.40	340.71	400.56	465.66
净利润	4,673	1,460	1,819	2,138	2,486
少数股东损益	2,540	760.19	947.33	1,114	1,295
归属母公司净利润	2,133	699.41	871.59	1,025	1,191
EBITDA	1,983	1,946	2,282	2,666	3,073
EPS (元, 基本)	1.10	0.36	0.45	0.53	0.61

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	10.88	3.94	11.60	15.91	14.35
营业利润	465.18	(72.85)	26.76	18.77	17.19
归属母公司净利润	372.52	(67.21)	24.62	17.57	16.25
获利能力 (%)					
毛利率	62.82	62.39	63.84	65.01	66.04
净利率	19.79	6.24	6.97	7.07	7.19
ROE	33.41	8.21	8.78	9.74	10.62
ROIC	3.39	18.76	19.02	22.33	25.15
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.69	34.77	27.36	27.26	26.96
净负债比率 (%)	16.99	36.83	21.61	20.32	19.21
流动比率	2.07	2.17	2.62	2.71	2.80
速动比率	1.87	1.99	2.39	2.48	2.57
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.47	0.51	0.56	0.59
应收账款周转率	5.59	5.98	6.28	6.40	6.36
应付账款周转率	7.02	7.28	6.89	7.03	7.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.10	0.36	0.45	0.53	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	0.94	1.14	1.23	1.40
每股净资产(最新摊薄)	3.81	4.98	5.27	5.60	5.98
估值比率					
PE (倍)	8.84	26.96	21.64	18.40	15.83
PB (倍)	2.55	1.96	1.85	1.74	1.63
EV_EBITDA (倍)	9.51	9.69	8.27	7.07	6.14

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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。

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力。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。

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。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

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