

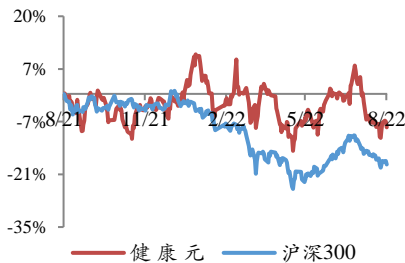
# 呼吸领域持续高增长，期权激励突出强信心

## 投资评级：增持（维持）

报告日期：2022-08-10

收盘价(元)	11.02
近12个月最高/最低(元)	13.34/10.27
总股本(百万股)	1,862
流通股本(百万股)	1,862
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	205
流通市值(亿元)	205

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

### 分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

### 相关报告

1. 【华安医药】健康元（600380）公司深度报告：十年磨一剑，成就吸入制剂领跑者 2022-06-14

## 主要观点：

### ● 事件：

公司发布2022年半年度报告，报告期内公司实现营业收入85.65亿元，较上年同期上升约9.31%；实现归属于上市公司股东的净利润8.01亿元，同比增长约16.57%；实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润为8.04亿元，同比增长约34.47%。

公司发布2022年股票期权激励计划，拟向激励对象授予5500万份股票期权，首次授予的股票期权的行权价格(含预留)为11.24元/股。

### ● 分析点评

#### 收入整体稳健增长，扣非归母净利润增速亮眼

单季度来看，公司2022Q2收入为39.08亿元，同比+5.88%；归母净利润为3.41亿元，同比+6.33%；扣非归母净利润为3.47亿元，同比+31.93%。

2022H1公司整体毛利率为64.34%，同比-0.65个百分点；期间费用率42.26%，同比-2.15个百分点；其中销售费用率29.33%，同比-2.57个百分点；管理费用率14.45%，同比+1.42个百分点；财务费用率-1.52%，同比-0.99个百分点；经营性现金流净额为19.03亿元，同比+155.16%。

#### 健康元（不含丽珠集团、丽珠单抗）增速突出，吸入制剂维持高速放量

健康元（不含丽珠集团、丽珠单抗）实现营业收入23.71亿元，较上年同期上升约35.81%；实现归属于上市公司股东的净利润4.21亿元，同比增长约45.25%。实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润为4.14亿元，同比增长约56.39%。

其中健康元（不含丽珠集团、丽珠单抗）处方药板块实现销售收入10.60亿元，同比增长约67.76%。其中呼吸领域实现销售收入5.61亿元，同比增长约259%；抗感染领域（主要系注射用美罗培南）实现销售收入4.88亿元，同比增长约4.75%。

原料药及中间体板块实现销售收入11.50亿元，同比增长约21.80%。销售方面，公司通过提前布局继续稳固市场，拓展海外业务。研发方面，通过进一步加强生产工艺的技术革新，引进先进设备，重点产品的产量和收率继续稳步提升。

#### 呼吸领域借助政策东风，研发梯队不断推进

公司加快推进全国呼吸专线销售团队的组建。上半年公司新增开发二级以上医院1,400多家。并且，延续盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液进入国谈的契机，继续快速覆盖和销量增长，加上借助3个吸入制剂品种成功中选第五批国家集采的机会，公司吸入制剂产品快速打开国内销售市场，提高市场占有率。

吸入制剂梯队清晰，研发进展顺利。盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液（3ml:1.25mg）、硫酸特布他林雾化吸入用溶液获批上市；妥布霉素吸入溶液（2.4类）顺利完成补充研究，正在审评中；丙酸氟替卡松雾化吸入用混悬液提交上市许可申请；沙美特罗替卡松吸入粉雾剂获得临床试验批准通知书，并快速启动III期临床研究；马来酸茚达特罗吸入粉雾剂加速推进 PD-BE 研究；2类新药 XYP-001 完成临床前研究。此外，公司首次提交 1 项与吸入产品配套的医疗器械注册申请，在医疗器械领域实现新突破，与吸入制剂形成协同，夯实公司呼吸疾病领域的核心竞争力。

### 疫情干扰下丽珠保持稳健，V-01 上市申报持续推进中

丽珠集团 2022 年上半年实现营业收入 63.03 亿元，同比增长 1.08%，归母净利润 10.18 亿元，同比下滑 4.23%，归母扣非净利润 10.46 亿元，同比增长 13.73%。其中：

(1) 丽珠集团（不含丽珠单抗）：公司直接及间接持有丽珠集团 44.80% 股权。报告期内，丽珠集团（不含丽珠单抗）实现营业收入 62.96 亿元，为本公司贡献归属于上市公司股东的净利润约 5.13 亿元。

(2) 丽珠单抗：公司持有丽珠单抗股权权益为 55.92%，对本公司当期归属于上市公司股东的净利润影响金额约为 -1.40 亿元。丽珠单抗重点推进重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗（“V-01”）项目的附条件上市申报工作，完成序贯免疫、基础免疫 III 期临床主分析报告及申报资料递交 CDE，并向国家新冠疫苗专班申请序贯 EUA（紧急使用授权）。

### 股权激励计划涵盖面广，未来 3 年复合增长 15% 的解锁条件彰显公司发展信心

公司发布 2022 年股票期权激励计划，拟向激励对象授予 5500 万份股票期权，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 2.95%。首次授予的股票期权的行权价格(含预留)为 11.24 元/股。

本激励计划涉及的激励对象共计 430 人，包括董事、总裁俞雄（80 万份），董事、副总裁林楠棋（80 万份），董事、副总裁、财务负责人邱庆丰（60 万份），副总裁、董事会秘书赵风光（60 万份）以及中层管理人员、核心技术（业务）人员（合计 426 人，合计 4670 万份）。

本激励计划授予的股票期权，分年度进行绩效考核并行权。业绩考核目标为 2022/2023/2024 年每年的净利润复合增长率以 2021 年净利润为基数，不低于 15%。

### ● 投资建议：关注呼吸高速发展，把握公司估值低位

截止 2022 年 8 月 10 日收盘，经过测算，健康元本体 PE（剔除占有丽珠集团股权后的市值/剔除丽珠归属利润 TTM）仅为 11 倍，为 3 年来低分位水平。结合公司呼吸制剂高速增长以及股权激励目标，我们认为公司价值需要被再次认知。

我们维持此前预期，我们预计，公司 2022~2024 年收入分别为 179.7/197.0/232.2 亿元，分别同比增长 13.0%/9.6%/17.9%，归母净利润分

别为 16.0/18.1/22.3 亿元，分别同比增长 20.2%/13.4%/22.8%，对应估值为 13X/11X/9X。维持“增持”投资评级。

● **风险提示**

政策风险超预期；市场价格风险超出预期；研发进度不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15904	17974	19699	23216
收入同比 (%)	17.6%	13.0%	9.6%	17.9%
归属母公司净利润	1328	1597	1811	2225
净利润同比 (%)	18.6%	20.2%	13.4%	22.8%
毛利率 (%)	64.1%	64.9%	64.3%	64.7%
ROE (%)	11.2%	11.9%	11.9%	12.8%
每股收益 (元)	0.69	0.86	0.97	1.20
P/E	18.71	12.85	11.33	9.22
P/B	2.07	1.53	1.35	1.18
EV/EBITDA	4.66	3.43	2.20	0.93

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	19365	22432	26215	31395	<b>营业收入</b>	15904	17974	19699	23216
现金	11729	13903	16839	20440	营业成本	5716	6306	7037	8185
应收账款	2854	3225	3535	4166	营业税金及附加	183	216	236	279
其他应收款	88	100	109	129	销售费用	5027	5662	6107	7197
预付账款	369	407	455	529	管理费用	939	1168	1182	1393
存货	2079	2293	2559	2977	财务费用	-93	-101	-133	-177
其他流动资产	2246	2504	2718	3155	资产减值损失	-63	9	9	9
<b>非流动资产</b>	11739	12502	13195	13818	公允价值变动收益	-24	0	0	0
长期投资	1419	2210	3001	3793	投资净收益	72	90	98	116
固定资产	4839	4849	4788	4656	<b>营业利润</b>	2983	3654	4137	5072
无形资产	457	445	434	423	营业外收入	9	10	10	10
其他非流动资产	5023	4998	4972	4946	营业外支出	39	35	30	25
<b>资产总计</b>	31104	34934	39410	45213	<b>利润总额</b>	2952	3629	4117	5057
<b>流动负债</b>	9352	10035	10889	12242	所得税	339	435	494	607
短期借款	2518	2518	2518	2518	<b>净利润</b>	2613	3193	3623	4450
应付账款	872	961	1073	1248	少数股东损益	1284	1597	1811	2225
其他流动负债	5962	6555	7298	8475	<b>归属母公司净利润</b>	1328	1597	1811	2225
<b>非流动负债</b>	1572	1572	1572	1572	EBITDA	3483	2935	3246	3799
长期借款	827	827	827	827	EPS (元)	0.69	0.86	0.97	1.20
其他非流动负债	745	745	745	745					
<b>负债合计</b>	10924	11607	12461	13813					
少数股东权益	8359	9956	11767	13992	<b>主要财务比率</b>				
股本	1908	1862	1862	1862	<b>会计年度</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
资本公积	2265	2265	2265	2265	<b>成长能力</b>				
留存收益	7647	9244	11055	13280	营业收入	17.6%	13.0%	9.6%	17.9%
归属母公司股东权	11820	13371	15182	17407	营业利润	0.3%	22.5%	13.2%	22.6%
<b>负债和股东权益</b>	31104	34934	39410	45213	归属于母公司净利	18.6%	20.2%	13.4%	22.8%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	64.1%	64.9%	64.3%	64.7%
					净利率 (%)	8.4%	8.9%	9.2%	9.6%
					ROE (%)	11.2%	11.9%	11.9%	12.8%
					ROIC (%)	10.6%	6.3%	6.3%	6.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	35.1%	33.2%	31.6%	30.6%
					净负债比率 (%)	54.1%	49.8%	46.2%	44.0%
					流动比率	2.07	2.24	2.41	2.56
					速动比率	1.81	1.97	2.13	2.28
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.51	0.51	0.50	0.51
					应收账款周转率	5.57	5.57	5.57	5.57
					应付账款周转率	6.56	6.56	6.56	6.56
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.69	0.86	0.97	1.20
					每股经营现金流薄)	1.34	2.14	2.52	2.86
					每股净资产	6.20	7.18	8.16	9.35
					<b>估值比率</b>				
					P/E	18.71	12.85	11.33	9.22
					P/B	2.07	1.53	1.35	1.18
					EV/EBITDA	4.66	3.43	2.20	0.93

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

**分析师:** 李昌幸, 医药分析师, 主要负责消费医疗(药店+品牌中药+OTC)、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士, 曾任职于华西证券研究所。

## 重要声明

### 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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 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。