

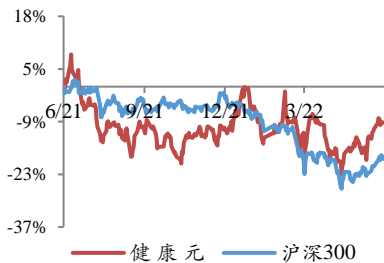
十年磨一剑，成就吸入制剂领跑者

投资评级：增持（首次）

报告日期：2022-06-13

收盘价(元)	12.23
近12个月最高/最低(元)	14.65/10.40
总股本(百万股)	1,912
流通股本(百万股)	1,912
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	234
流通市值(亿元)	234

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

联系人：李昌幸

执业证书号：S0010121080070

邮箱：licx@hazq.com

主要观点：

● 老牌医药集团，多元驱动开启新篇章

健康元药业集团是一家历经多年稳健经营和快速发展的创新科研型综合医药集团。旗下拥有健康元、丽珠医药两家大型上市公司，20余家主要控股子公司。其中2013年设立上海方予进入吸入制剂领域，成为国内较早布局吸入制剂的公司之一。

公司现金流优秀，回购+激励基金体现公司长期价值。公司近年来一直保持良好的经营性现金流，2021年经营性现金流净额为25.63亿元，2022Q1账上现金为125.42亿元。自2021年起，基于对公司未来发展前景的信心和对公司内在价值的认可，公司开启两次自有资金回购注销，分别为7亿元和3-6亿元。公司还设置激励基金，考核期为十年，解锁需要2018年以来复合增长率15%以上且环比上年增长5%才会触发超额累进计提条件。

● 十年磨一剑，角逐呼吸大赛道

呼吸系统疾病是我国仅次于心血管疾病和糖尿病的第三大慢性疾病，哮喘/COPD是呼吸系统疾病的高发领域，患者预估超过1.6亿人。吸入治疗正是哮喘和慢性阻塞性肺疾病(COPD)的首选疗法，从竞争格局来看，国内市场基本上被阿斯利康、葛兰素史克、勃林格殷格翰三大龙头所垄断(市场占比超过90%)。

2013年公司设立上海方予进军吸入制剂市场，成为国内较早布局吸入制剂的公司之一。2020年公司吸入制剂细业务国内产品最多、管线最全、产业布局加速兑现，重磅产品接连上市。随后2021年公司3个吸入制剂品种均入选第五批集采，得到快速放量，2021年公司呼吸领域实现新增销售收入5.77亿元，同比增长约658%。并且重点布局的吸入制剂，研发进度国内领先，重磅产品妥布霉素有望成为国内首个吸入类抗生素。

● 丽珠集团转型成功，原料药颇具特色

丽珠集团：2002年被健康元收购，目前健康元直接及间接持有丽珠集团44.66%股权。经过多年的结构调整，丽珠收入结构调整为西药制剂为主。公司现拥有丰富的研发产品线，多领域临床阶段项目同时进行中，已经成长为国内的BigPharma。另外2010年7月成立丽珠单抗，健康元直接和间接持有权益为55.86%。由于处于研发前期，丽珠单抗处于亏损阶段。2022年6月公司表示目前正在积极准备重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗V-01的EUA或上市申请工作，中期主数据分析已满足WHO标准。

制剂与原料药：制剂业务最大品种为美罗培南注射液，2022年被纳入第七批国家组织药品集中采购品种范围，从入选厂家来看，8家公司(包含原研)参加竞争。原料药业务主要为美罗培南与7-ACA，近五年来营业收入一直呈现上升的趋势，从2017年的30.67亿元增长到了2021

年的 46.90 亿元，2021 年同比增长为 19.19%。并且公司原料药特色突出、成本优势明显，后续吸入制剂原料的加入以及合成生物学的创新将进一步降低公司生产原料成本。

● **公司投资价值讨论与盈利预测**

经过测算，健康元本体（剔除丽珠集团）的市值 2021 年至今，其市值在 50-100 亿之间波动。对应 PE 为到了 2022 年 6 月 PE 已经下降至 15 左右，为 3 年来低分位水平。

我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 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%/13.5%/22.8%，对应 EPS 为 0.84/0.95/1.16 元，对应估值为 15X/13X/11X。首次覆盖，给予“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	1812	2225
净利润同比 (%)	18.6%	20.2%	13.5%	22.8%
毛利率 (%)	64.1%	64.9%	64.3%	64.7%
ROE (%)	11.2%	11.9%	11.9%	12.7%
每股收益 (元)	0.69	0.84	0.95	1.16
P/E	18.71	14.64	12.91	10.51
P/B	2.07	1.74	1.53	1.34
EV/EBITDA	4.66	4.39	3.07	1.67

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

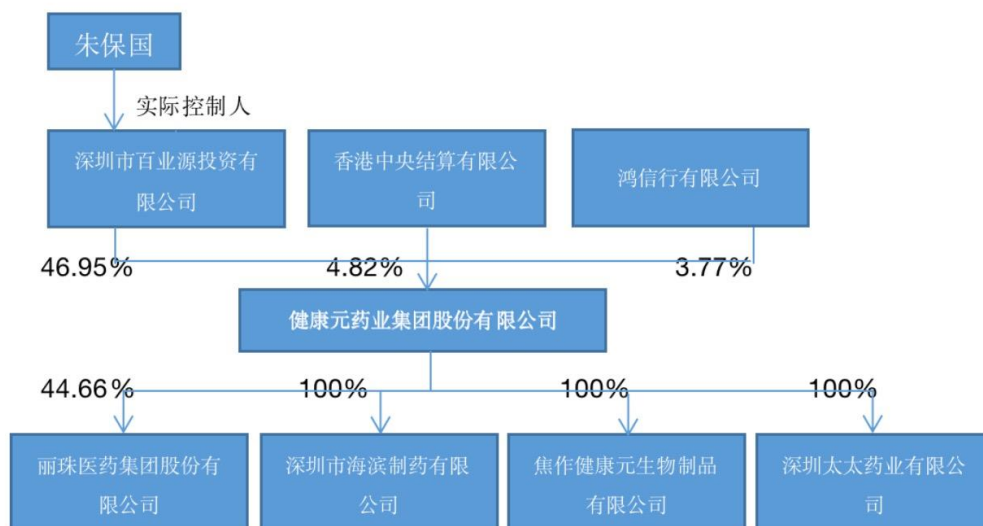
1 老牌医药集团，多元驱动开启新篇章	5
2 十年磨一剑，角逐呼吸大赛道	9
2.1 呼吸市场巨大，进口替代空间大.....	9
2.2 产品情况及优势.....	10
3 核心子公司：丽珠集团转型成功，原料药颇具特色	13
3.1 丽珠集团：创新转型，破茧成蝶.....	13
3.2 制剂与原料药：结构持续优化，业绩保持稳健增长.....	15
4 投资价值分析及盈利预测	16
4.1 公司投资价值讨论.....	16
4.2 盈利预测.....	17
4.3 投资建议.....	19
风险提示：	20
财务报表与盈利预测	21

图表目录

图表 1 健康元主要品种	5
图表 2 丽珠主要品种	5
图表 3 健康元的发展历程	5
图表 4 公司股权结构	6
图表 5 经验丰富的管理团队	6
图表 6 公司营业收入（亿元）及增速	7
图表 7 公司归母净利润（亿元）及增速	7
图表 8 公司毛利率与净利率	7
图表 9 公司各项费用率	7
图表 10 公司主营业务收入（亿元）	8
图表 11 2021 年公司主营业务占比情况	8
图表 12 公司经营性现金流及账上现金（亿元）	9
图表 13 公司回购进程	9
图表 14 吸入治疗为首选疗法优点颇多	10
图表 15 2020 年中国公立医疗机构终端吸入剂销售额超 10 亿元的品牌	10
图表 16 公司呼吸制剂代表产品	10
图表 17 第五批集采三款吸入制剂品种全部中标	11
图表 18 2022 年 Q1 各产品增速 TOP 20（亿元）	11
图表 19 公司吸入制剂管线	12
图表 20 2008 年营收构成	13
图表 21 2015 年营收构成	13
图表 22 2021 年营收构成	13
图表 23 丽珠集团营业收入（亿元）及增速	13
图表 24 丽珠集团扣非归母净利润（亿元）及增速	13
图表 25 健康元与丽珠合资设立丽珠单抗	14
图表 26 原料药近五年营业收入（亿元）及增速	15
图表 27 健康元扣除丽珠市值后的市值对比（亿元）	17
图表 28 健康元（剔除丽珠后）的 PE（TTM）	17
图表 29 业绩拆分（百万元）	18
图表 30 可比公司对比	18

集团最大股东为深圳市百业源投资有限公司，持股比例为 46.95%。旗下 20 余家主要控股子公司，主营业务覆盖广泛，包含丽珠医药（化药、中成药，健康元直接及间接持有丽珠集团 44.66% 股权）、海滨制药（抗生素美罗培南）、焦作健康元（头孢菌素类抗生素 7-ACA）、太太药业（口服液、气雾剂、吸入制剂）等子公司。

图表 4 公司股权结构



资料来源：wind，华安证券研究所

管理团队经验丰富，科学家团队加持。作为董事长及实际控制人的朱保国持有本公司股份 41.34%。总裁俞雄研究员出身，曾任国药集团生物工程有限公司总经理，是行业内知名专家型管理者。副总裁邱庆丰、林楠棋等董事都曾担任公司各类要职。集团首席科学家金方博士为享受国务院特殊津贴的博导，是全程参与我国吸入制剂从无到有的发展和标准建立过程的国内著名专家。

图表 5 经验丰富的管理团队

姓名	职务	主要履历
朱保国	董事长	化学系学士学位，自 2002 年起一直任丽珠医药集团股份有限公司董事长，2006 年 4 月至 2013 年 9 月期间曾兼任丽珠医药集团股份有限公司总裁。
俞雄	总裁	毕业于复旦大学，原上海医药工业研究院副院长、中国医药工业研究总院副院长，国药集团生物工程有限公司总经理、董事长。拥有化学和生物药企创新研发和企业管理的丰富经验，具有前瞻性、战略性思维，曾担任国家“新药创制”重大专项技术大平台（上海医工院）负责人和技术负责人。
邱庆丰	副总裁/董事	中欧国际工商学院高级管理人员工商管理硕士，中国注册会计师非执业会员。曾于天津第一机床厂总厂工作，现任本公司董事，副总裁兼财务负责人，及丽珠医药集团股份有限公司非执行董事。

林楠棋

副总裁/董事

工学学位学士。曾任北大医药重庆大新药业股份有限公司车间主管，现任本公司董事，副总裁。

金方

首席科学家

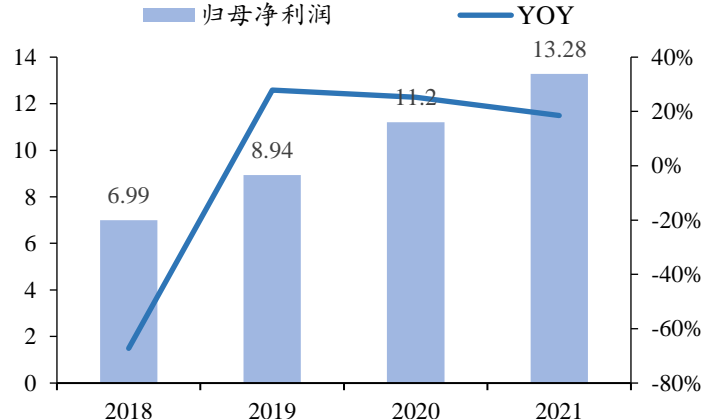
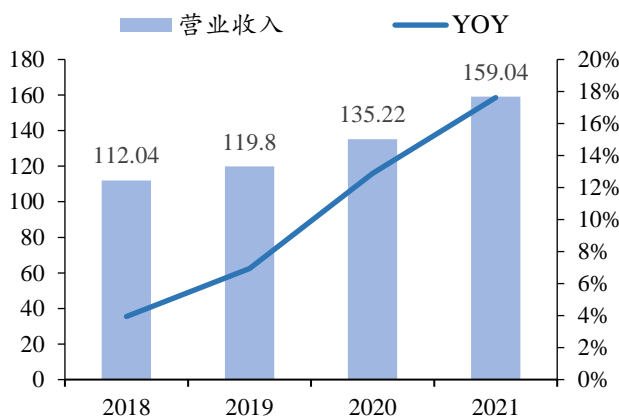
现任上海方予、广州健康元总经理，呼吸疾病国家重点实验室（广州）特聘教授。是掌握高难度吸入制剂核心关键研发及产业化技术具有国际影响力的领军人物；是健康元立足深圳走向国际实现转型升级创新驱动发展的不可或缺的杰出领导。

资料来源：wind，华安证券研究所

各项收入稳步上升。公司经营稳健，2018年以来公司营业收入增速处于稳步提升期，2021年为159.04亿元，同比提升17.6%。归母净利润上除了2018年由于公司2017年度转让子公司珠海维星实业股权导致的利润高基数因素以外，2019年后归母净利润增速始终保持在15%-30%，2021年归母净利润为13.28亿元，同比增长18.57%。

图表6 公司营业收入（亿元）及增速

图表7 公司归母净利润（亿元）及增速



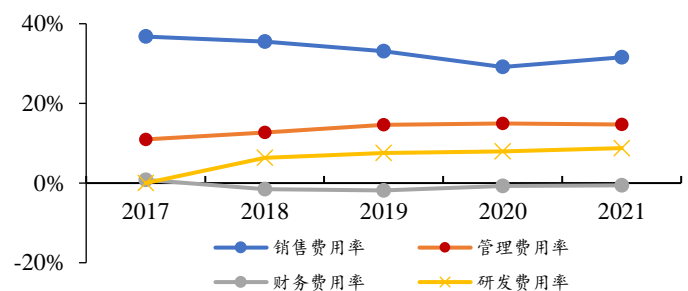
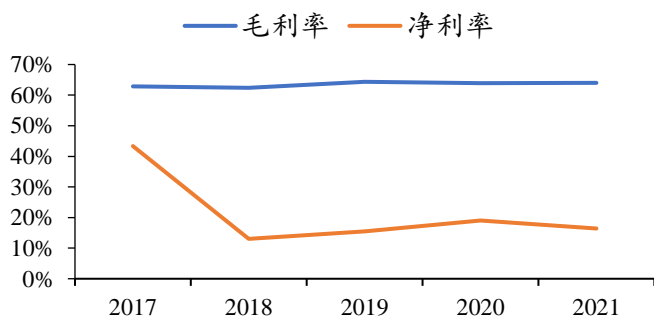
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

毛利率近五年期间一直保持在60%-65%的范围内，各项产品的销售情况都呈现良好的态势。净利率经过业务调整和疫情影响后，2021年净利率处于16.43%的中位水平。各项费用率总体来说相对稳健，研发费用率与管理费用率在2018年也出现了增长。

图表8 公司毛利率与净利率

图表9 公司各项费用率



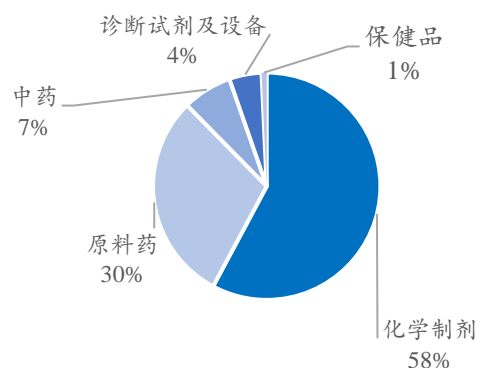
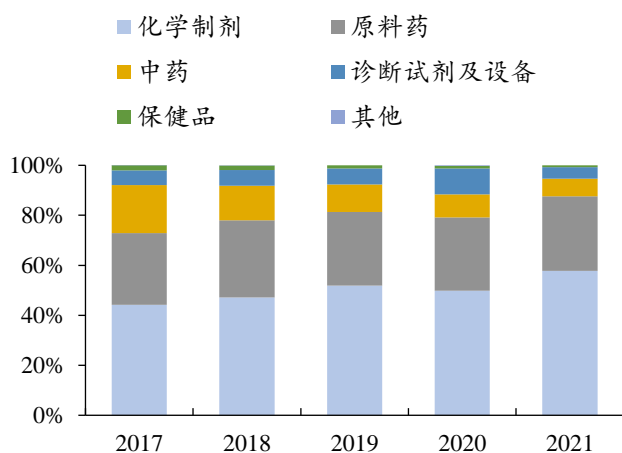
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

公司主营业务收入分为化学制剂、原料药、中药、诊断试剂及设备、保健品等几大类板块。公司近5年收入结构逐步调整，化药和原料药成为主导，其中化学制剂收入占比由2017年的44%提升至2021年的58%，原料药收入占比近5年维持在30%左右，而中药业务占比逐步下滑至2021年的7%。

图表 10 公司主营业务收入（亿元）

图表 11 2021 年公司主营业务占比情况



资料来源：wind，华安证券研究所

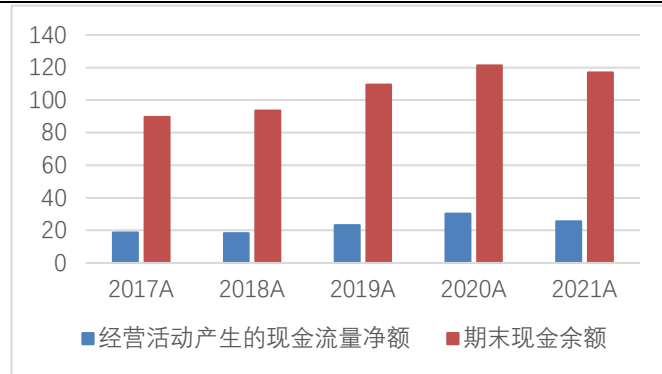
资料来源：wind，华安证券研究所

公司现金流优秀，回购+持股计划彰显公司信心。公司近年来一直保持良好的经营性现金流净额，2017年以来保持在18亿元以上，2021年为25.63亿元。并且账上现金流充沛，2017年-2021年账上现金一直保持在80亿元以上，2022Q1账上现金为125.42亿元。公司经营水平表现优秀。

2021年起，公司开启两次自有资金回购注销。公司开启回购注销方案，是基于对公司未来发展前景的信心和对公司内在价值的认可。

- 2021年2月10日提出回购预案，到2021年9月14日公司完成回购，期间公司累计回购5513.53万股，占公司总股本的比例为2.81%，回购均价为12.69元/股，已支付总金额约7亿元(含手续费)，并于2021年9月16日进行注销。
- 2021年12月6日，公司提出第二次回购预案，此次回购总金额约为3亿~6亿，回购价格区间：不超过15元/股，用于减少公司注册资本。截止2022年5月底，公司已累计回购4161万股，占公司总股本的比例为2.18%，支付总金额为4.82亿元(含手续费)。

图表 12 公司经营性现金流及账上现金（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 公司回购进程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

激励基金考核十年，中长期事业合伙人持股计划推出第二期。激励基金提取以 2018 年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润（不含控股子公司丽珠集团及丽珠单抗业绩）为基数，在考核期内（2019 年-2028 年），公司以每年实现的净利润复合增长率作为考核指标，实行超额累进计提各期激励基金，**复合增长率 15% 以上且环比上年增长 5% 才会触发超额累进计提条件。**

自 2021 年开启第一期中长期事业合伙人持股计划后，公司预 2022 年 4 月开启第二期，本次持股计划的参与对象资金总额为 7576 万元，持股计划总人数不超过 50 人，包含在公司任职的高级管理人员、对考核期业绩有突出贡献或对公司未来业绩有重大影响的研发、生产、销售、管理等核心人员。

2 十年磨一剑，角逐呼吸大赛道

2.1 呼吸市场巨大，进口替代空间大

呼吸系统疾病是我国仅次于心血管疾病和糖尿病的第三大慢性疾病。据柳叶刀披露的数据来看，环境问题导致呼吸系统疾病高发，使其成为我国第三大慢性疾病。WHO 相关数据显示，呼吸疾病是我国致死率最高、负担率最重的病种之一。

哮喘/COPD 是呼吸系统疾病的高发领域，患者预估超过 1.6 亿人，但哮喘诊断率和正确治疗率相对较低，慢阻肺知晓率及肺功能检查普及率极低。市场规模上，PDB 数据显示 2019 年我国哮喘/COPD 市场规模约 245 亿。

图表 13 呼吸系统疾病高发

中国儿童哮喘患者人数（2010年数据）

约1500万

中国成人哮喘患者人数（2019年数据）

超过4500万

中国慢性阻塞性肺病（COPD）患者人数

接近1亿

资料来源：GBD，华安证券研究所

吸入治疗正是哮喘和慢性阻塞性肺疾病（COPD）的首选疗法，其优点有副作用小、直达靶器官、起效快、使用简单、生物利用率高。随着国内用药日趋规范，吸入市场也在进一步扩大。由于吸入制剂的研发及生产壁垒较高，仿制难度较大，国内绝大部分市场份额长期被进口厂家所占据。根据火石创造的统计数据，从竞争格局来看，国内市场基本上被阿斯利康、葛兰素史克、勃林格殷格翰三大龙头所垄断（市场占比超过90%），2020年中国公立医疗机构终端治疗呼吸系统疾病用药吸入剂销售额超10亿元的品牌被国外占据。

图表 14 吸入治疗为首选疗法优点颇多

图表 15 2020 年中国公立医疗机构终端吸入剂销售额超 10 亿元的品牌



产品名称	企业	销售额（亿元）	销售额
吸入用布地奈德混悬液	阿斯利康	52+	-32.98%
布地奈德福莫特罗吸入粉雾剂	阿斯利康	20+	3.97%
沙美特罗替卡松吸入粉雾剂	葛兰素史克	15+	-3.67%

资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：火石创造，华安证券研究所

2.2 产品情况及优势

延续产业基础优势，竞争能力裂变增长。2013年公司设立上海方予进军吸入制剂市场，成为国内较早布局吸入制剂的公司之一。2020年公司吸入制剂细业务国内产品最多、管线最全、产业布局加速兑现，重磅产品接连上市。

图表 16 公司呼吸制剂代表产品

治疗领域	主要代表产品	
呼吸系统	<p>丽舒同 (盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液)</p>	<p>雾舒 (吸入用布地奈德混悬液)</p>
	<p>丽雾安 (吸入用异丙托溴铵溶液)</p>	<p>舒坦琳 (吸入用复方异丙托溴铵溶液)</p>

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重点产品为布地奈德和左沙丁胺醇。吸入用布地奈德混悬液是国内销售额最大的吸入制剂品种，根据 IQVIA 抽样统计估测数据，2019 年度终端销售金额高达 56.32 亿元。其具有国内均获批的大小规格，是呼吸科和儿科用量最大的产品，儿童规格首仿，是儿童哮喘长期控制管理的首选初始剂量，也是国际上应用的主要规格。

吸入制剂步入收获期，板块逐步放量。公司 3 个吸入制剂品种（异丙托溴铵吸入溶液、布地奈德混悬液、复方异丙托溴铵溶液）入选第五批集采。三个集采品种中原研药企均未入选，并且从中选价格上优势相对明显，凭借着适中的价格在竞争激烈的各同行之间脱颖而出。吸入制剂板块新产品加速商业化兑现，销售成绩亮眼，2021 年公司呼吸领域实现新增销售收入 5.77 亿元，同比增长约 658%。预计经过集采中标后公司吸入制剂快速打开国内销售市场，提高市场占有率。

图表 17 第五批集采三款吸入制剂品种全部中标

药品品种	参与企业	价格	同比降幅
吸入用布地奈德混悬液	四川普锐特药业	2.79	80%
	长风药业	3.19	77%
	健康元药业集团	3.39	76%
	正大天晴药业集团	5.65	60%
吸入用复方异丙托溴铵溶液	仁合利健制药（天津）	0.97	80%
	健康元药业集团	1.47	70%
	四川普锐特药业	1.71	65%
	浙江福瑞喜药业	1.87	62%
吸入用异丙托溴铵溶液	仁合益康集团	0.97	78%
	健康元药业集团	1.09	75%
	四川普锐特药业	1.49	66%
	武汉先路医药科技	1.65	62%

资料来源：国家医疗保障局，华安证券研究所

左沙丁胺醇是国内首家批准的 3 类短效效 β_2 受体激动剂，原研厂家和其他仿制厂家均未在国内获批上市，市场需求量较大。并且公司左沙丁胺醇吸入制剂进入国谈纳入医保，也为适合儿童市场而推出儿童剂型。

左沙丁胺醇吸入制剂增长迅速。公司把握左沙丁胺醇获批的领先优势，两年时间快速放量，作为国内首家、独家批准的 3 类短效效 β_2 受体激动剂，凭借着与已上市的硫酸沙丁胺醇相比纯度更高、疗效更好、副作用更小的强势优点位列 2022 年 Q1 增速 top1，同期相比增长 4192.3%。

图表 18 2022 年 Q1 各产品增速 TOP 20（亿元）

排名	通用名	厂家	2022 年 Q1	同比
1	盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液	健康元药业	1.62	4192%
2	依达拉奉右莰醇注射用浓溶液	先声药业	5.13	1722%
3	注射用头孢呋辛	广州白云山天心	1.31	951%
4	甲磺酸奥美替尼片	江苏豪森药业	2.96	694%

5	泽布替尼胶囊	百济神州	1.38	629%
6	替雷利珠单抗注射液	百济神州	3	602%
7	贝伐珠单抗注射液	信达生物制药	2.65	436%
8	尼拉帕利胶囊	再鼎医药	1.53	430%
9	磷酸奥司他韦胶囊	宜昌东阳光	2.03	340%
10	注射用曲妥珠单抗	上海复宏汉霖	2.46	330%
11	烟酰胺注射液	广州白云山明兴	2.62	321%
12	磷酸奥司他韦颗粒	宜昌东阳光	4.08	299%
13	注射用苯唑西林钠	四川制药	1.97	223%
14	注射用头孢噻肟	陕西顿斯	2.08	214%
15	肌苷注射液	陕西顿斯	1.31	149%
16	帕拉米韦氯化钠注射液	广州南新	1.17	133%
17	酮咯酸氨丁三醇注射液	成都倍特	3	131%
18	金振口服液	江苏康缘	1.44	124%
19	恒古骨伤愈合剂	赛灵药业	1.3	122%
20	注射用硫酸黏菌素	上海上药新亚	1.39	116%

资料来源：药融云，华安证券研究所

重点布局的吸入制剂，研发进度国内领先。重磅产品妥布霉素有望成为国内首个吸入类抗生素，用于治疗支气管扩张症疾病，拥有自主知识产权，上市申请已获CDE受理。妥布霉素吸入溶液、富马酸福莫特罗吸入溶液和硫酸特布他林雾化吸入溶液申报生产；富马酸福莫特罗吸入气雾剂、莫米松福莫特罗吸入气雾剂已开展临床研究，阿地溴铵吸入粉雾剂取得临床试验通知书。

图表 19 公司吸入制剂管线

产品名称	注册类型/特点	最新进度
妥布霉素吸入溶液	2.4类，国内首个吸入抗生素	申报生产
富马酸福莫特罗吸入溶液	3类，国家鼓励仿制品种	申报生产
丙酸氟替卡松吸入混悬液	布地奈德补充	申报生产
硫酸特布他林雾化吸入用溶液	丰富产品线	申报生产
富马酸福莫特罗吸入气雾剂	2.2类	开展临床研究
莫米松福莫特罗吸入气雾剂	3类	开展临床研究
沙美特罗氟替卡松吸入粉雾剂	舒利迭仿制药	开展临床研究
阿地溴铵吸入粉雾剂	2.2类	取得临床试验通知书

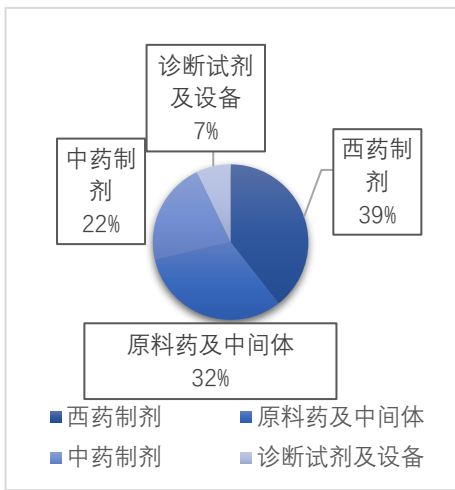
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 核心子公司：丽珠集团转型成功，制剂原料药颇具特色

3.1 丽珠集团：创新转型，破茧成蝶

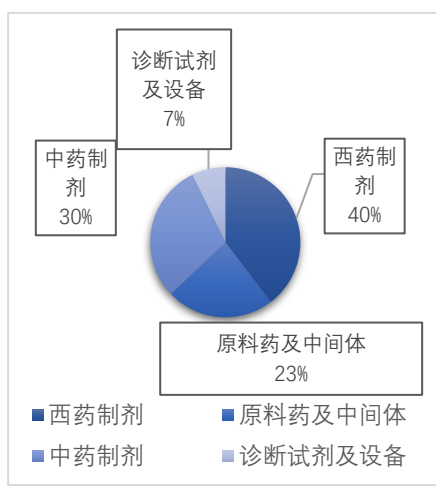
丽珠医药集团股份有限公司创建于1985年1月，是集医药研发、生产、销售为一体的综合医药集团公司。其在原料药、化学药、中药、生物药、体外诊断试剂等领域不断取得突破，产品分布在消化、心脑血管、生殖内分泌、精神/神经等领域。数年间来公司由中药转型化药直到现在的创新药，目前持续聚焦创新药主业及高壁垒复杂制剂，推出了亮丙瑞林和艾普拉唑等重磅产品，在消化和生殖领域实现放量增长。2002年被健康元收购，目前健康元直接及间接持有丽珠集团44.66%股权。

图表 20 2008 年营收构成



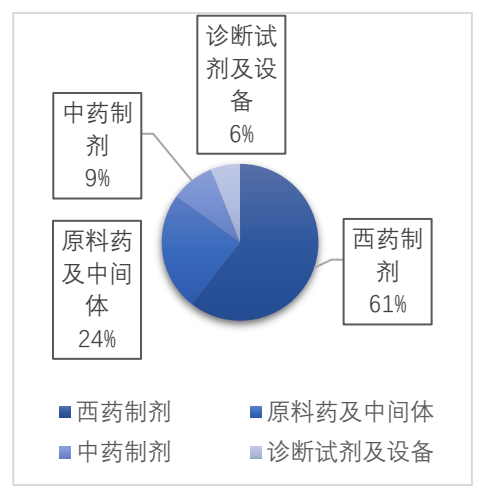
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 2015 年营收构成



资料来源：wind，华安证券研究所

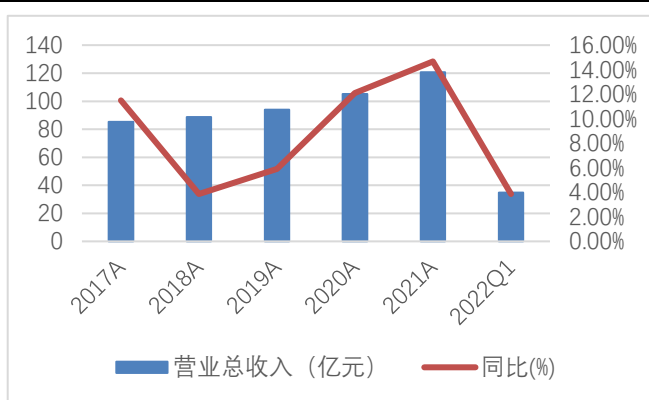
图表 22 2021 年营收构成



资料来源：wind，华安证券研究所

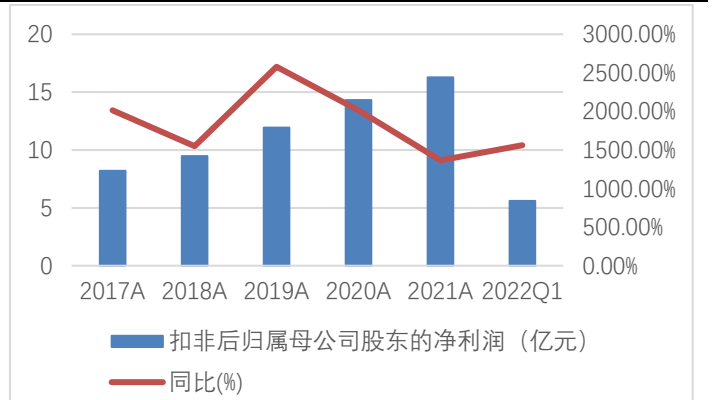
2021 年公司收入为 120.64 亿元，扣非归母净利润为 16.27 亿元，2017-2021 年 5 年收入复合增长率为 7.2%，扣非归母净利润复合增长率为 14.7%。2017、2018 年受辅助用药目录限制承压，收入结构逐步调整后增速逐步稳定。

图表 23 丽珠集团营业收入（亿元）及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 丽珠集团扣非归母净利润（亿元）及增速



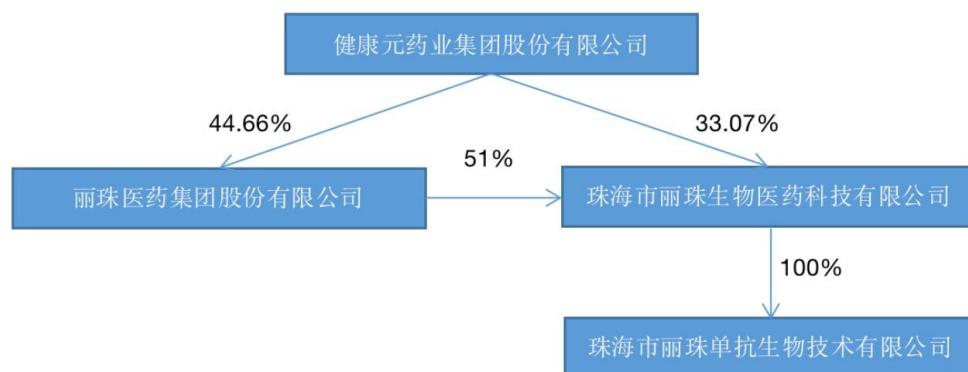
资料来源：wind，华安证券研究所

公司现拥有丰富的研发产品线，根据 2021 年年报，丽珠集团多领域项目同时进行，覆盖淋巴瘤、乳腺癌、风湿性关节炎、非小细胞肺癌等疾病。

- 1) 化学制剂：微球等高壁垒复杂制剂：在研项目共 7 项，其中完成 III 期临床获申报生产受理通知书 1 项，开展 I 期临床 1 项，开展 BE(预)试验 2 项；获批临床批件 2 项。其他在研项目共 22 项，其中已申报生产 3 项，正在开展临床/BE 研究 5 项。一致性评价在研项目共 18 项，其中获批件 4 项，已申报在审评中 9 项，完成工艺验证 1 项，BE 研究中 1 项。
- 2) 生物药：在研项目共 8 项，其中已上市 1 项，已申报生产 1 项，III 期临床 1 项，Ib/II 期临床 2 项，I 期临床 2 项。
- 3) 原料药及中间体：在研项目共 6 项，其中达巴万星已完成验证批生产，氟雷拉纳计划进行验证批生产。
- 4) 诊断试剂及设备：在研项目 49 项，处于临床阶段项目 7 项。

丽珠单抗：丽珠单抗生物技术有限公司成立于 2010 年 7 月，是丽珠医药集团和健康元药业集团合资设立的生物医药高科技企业，主营业务为生物药（创新药和生物类似药）的开发、生产和销售。丽珠集团直接持有 51% 股份，健康元直接和间接持有权益为 55.86%。由于处于研发前期，丽珠单抗处于亏损阶段，2021 年亏损 3.47 亿元。

图表 25 健康元与丽珠合资设立丽珠单抗



资料来源：wind，华安证券研究所

丽珠单抗重点推进重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗（“V-01”）项目的临床研究及产业化相关工作。V-01 的 I/II 期临床结果显示该疫苗具有优异的安全性及免疫原性。后续全面推进海外 III 期临床试验，基础免疫方案 III 期临床试验在菲律宾、印度尼西亚和俄罗斯等国家进行，作为加强针的灭活序贯免疫的 III 期临床试验在巴基斯坦和马来西亚进行。疫苗商业化车间已完成建设并投入使用。根据公司公开调研信息显示，目前重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗 V-01 已经在积极准备 EUA 或上市申请工作，中期主数据分析已满足 WHO 标准。

同时，丽珠单抗持续围绕肿瘤、自身免疫疾病及辅助生殖领域，聚焦新分子、新靶点及差异化的分子设计，在以下几个项目取得阶段性的研发进展：注射用重组人绒促性素作为国内首仿品种获批上市并已进入销售；托珠单抗注射液（重组人源

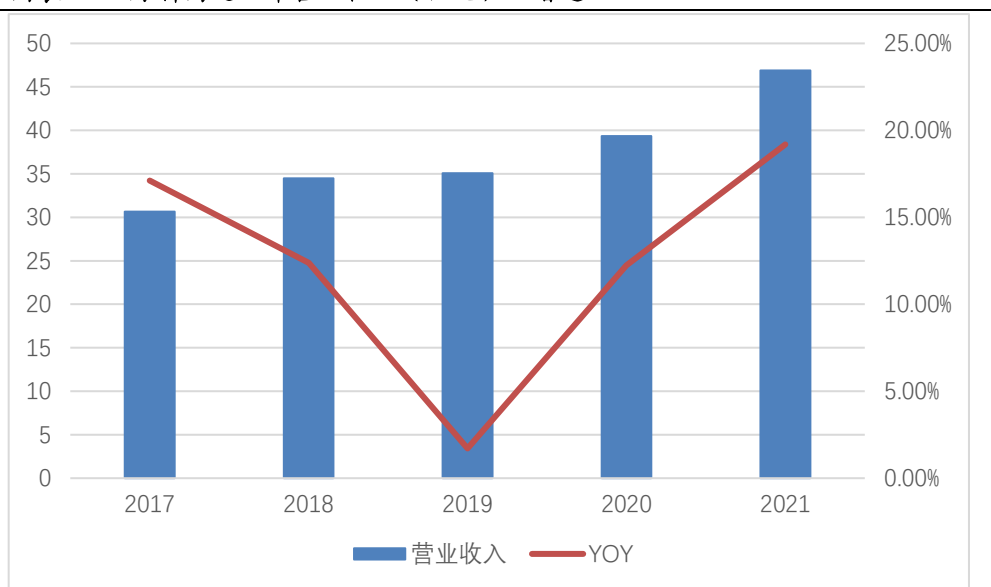
化抗人 IL-6R 单克隆抗体注射液) BLA 申报获 CDE (国家药品监督管理局药品审评中心) 受理; 重组抗人 IL-17A/F 人源化单克隆抗体注射液完成 Ib 临床入组; 重组人促卵泡激素注射液获批临床试验, 启动 I 期临床研究。丽珠单抗与美国 Bright Peak Therapeutics, Inc. 就注射用重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体项目达成授权合作协议, 为未来进一步的商业化提供更多的可能性。

3.2 制剂与原料药: 结构持续优化, 业绩保持稳健增长

原料药板块销量实现稳定增长: 海滨制药与焦作健康元为健康元旗下两家原料药生产公司。海滨制药主要产品有美罗培南混粉, 焦作健康元则主要生产医药抗生素——头孢类药品的母核 7-氨基头孢烷酸, 是全球第一家使用生物发酵技术生产 7-氨基头孢烷酸的企业。近五年来营业收入一直呈现上升的趋势, 从 2017 年的 30.67 亿元增长到了 2021 年的 46.90 亿元, 2021 年同比增长为 19.19%。

加强原料药的研发创新。2021 年初, 健康元生物医药研究院与腾讯量子实验室签署了战略合作协议, 共同推进量子计算+人工智能在微生物合成生物学研究及相关药物研究领域的应用, 结合 AI 技术开展对基因组基因簇及功能元件序列预测和代谢途径优化研究。另外, 目前公司产品主要出口亚洲、欧洲、北美、非洲等近 40 个国家和地区。

图表 26 原料药近五年营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

海滨制药: 公司重点产品注射用美罗培南 (倍能) 是全球最大碳青霉烯类抗生素原料药品种。2022 年被纳入第七批国家组织药品集中采购品种范围, 从入选厂家来看, 8 家公司 (包含原研) 参加竞争, 预计将对该品种的销售价格及市场份额产生较大影响。面对集采压力, 公司也在进行多方面准备, 一方面已在商务、生产、终端等各个环节提前做好准备, 另一方面公司将继续加大创新力度, 提高公司竞争力, 力促公司的稳健经营。随着公司以吸入制剂为代表的高壁垒复杂制剂新产品陆续上市, 商业化兑现将逐步进入稳定贡献期, 公司的产品结构将会持续优化, 对单一产品的依赖度也会逐步降低。

2021 年, 健康元海滨复方异丙托溴铵吸入溶液生产线通过了菲律宾 GMP 认证。

坚持产能优化，按计划推进集团坪山海滨新厂及新生产线的建设项目，跟进建立配套设施及进行产能布局规划，提高新产品的技术转移能力，满足新产品上市及现有产品的市场增量需求。

焦作健康元：焦作健康元生物制品有限公司生产的 7-氨基头孢烷酸所占市场份额在全球同行业中居第一位，产品远销印度、日本、韩国等国家。吸附分离技术直接决定 7-ACA 的品质，高效吸附分离材料和工艺是我国制药行业长期攻关的核心关键技术。从产销上看，公司 2021 年 7-ACA（含 D-7ACA）销售量同升 44.69%，库存下降 64.48%，经营向好。

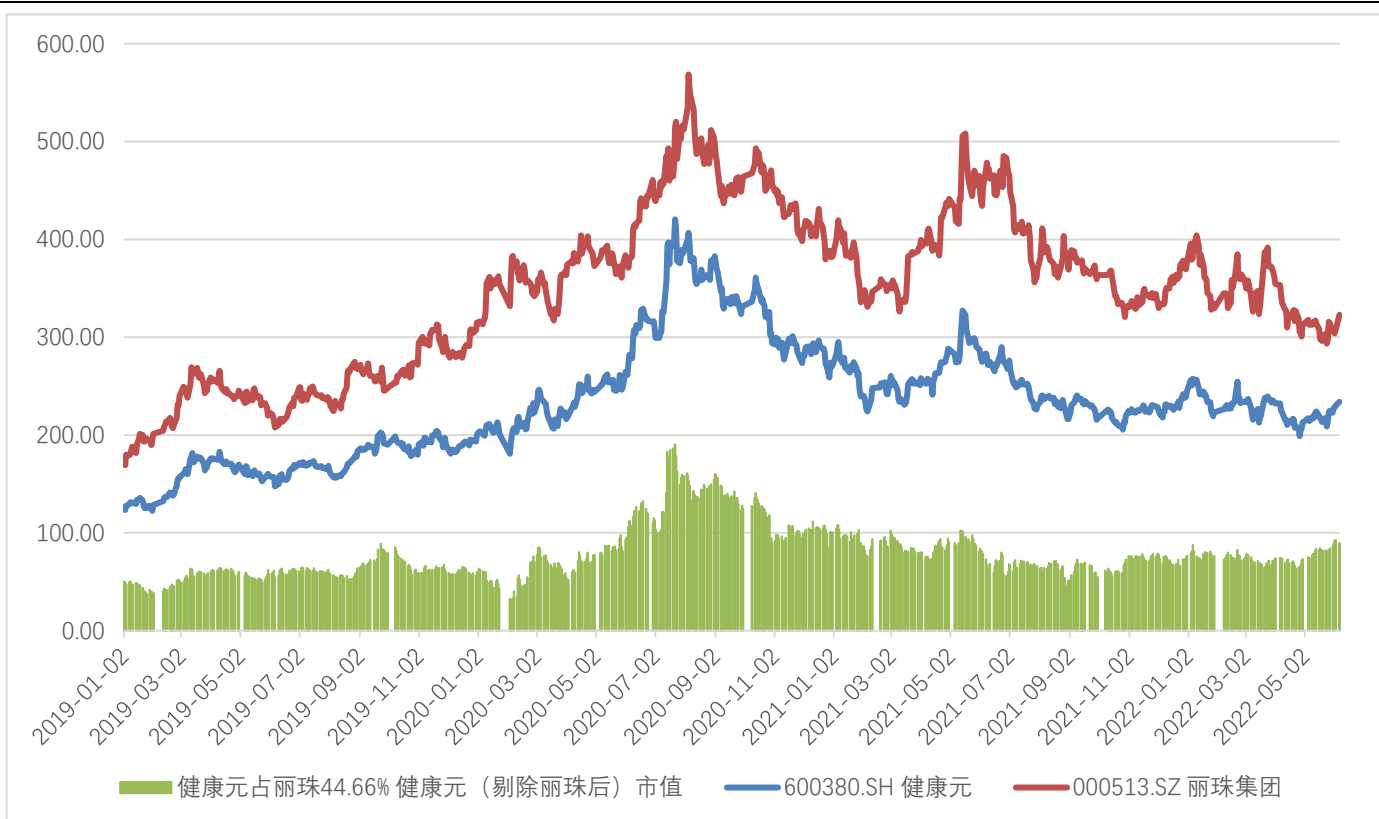
长期以来，7-ACA 绿色酶法有着材料昂贵等诸多阻碍，致使我国 7-ACA 生产只能采用反应条件苛刻、污染严重、原料毒性大的化学法，绿色酶法合成工业化生产无法实现。围绕这些问题，焦作健康元开展了多年的科技攻关，突破了制约材料性能的微结构控制等 5 项关键技术，建立了集成型分离强化技术体系，打破了制备 7-ACA 必须使用进口吸附分离材料的国外垄断局面，建成年产 7-ACA 2000 吨的酶法生产线，实现中国头孢产业升级，使 7-ACA 生产实现了由传统化学法向低污染、低物耗酶法的里程碑式转变。

4 投资价值分析及盈利预测

4.1 公司投资价值讨论

由于健康元子公司丽珠集团也为上市公司，所以健康元的市值中会包含所持丽珠集团的部分股权（44.66%）市值。复盘 2019 年以来的两家公司的市值，用市场法剔除丽珠集团控股部分市值后，可以发现，健康元本体（剔除丽珠集团）的市值也仅在 2020 年疫情中提升至 190 亿元，而 2021 年至今，其市值在 50-100 亿之间波动。若将利润进行进一步还原（即扣除控股丽珠集团部分所带来的归母净利润），可以进一步计算出公司本体 PE 波动，从 2021 年开始，公司本体市盈率一直处于下滑态势，而到了 2022 年 6 月 PE 已经下降至 15 左右，为 3 年来低分位水平。

图表 27 健康元扣除丽珠市值后的市值对比 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 28 健康元 (剔除丽珠后) 的 PE (TTM)



资料来源: wind, 华安证券研究所

4.2 盈利预测

关键假设

- 化学制剂: 主要为丽珠集团和健康元吸入制剂、美罗培南, 由于 2023 年受集采影响, 预计未来增速会在 2023 年变缓, 但后续新品种获批进入集采将填补原先收入下滑。

- 原料药：公司原料药特色突出、成本优势明显，预计不会受过多干扰，未来三年增速 13-15%。
- 中药、诊断试剂：丽珠集团结构持续优化，中药预计缓步维稳、诊断逐步进入后疫情时代的平稳增长。
- 保健品：公司起家业务，但随时代变化和公司转型不再是公司核心产品，预计保持稳定。

图表 29 业绩拆分 (百万元)

		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入		15,904	17,974	19,699	23,216
	(+/-%)	17.6%	13.0%	9.6%	17.9%
营业成本		5,716	6,306	7,037	8,185
	毛利率	64.1%	64.9%	64.3%	64.7%
一、 化学制剂		9,103	10,607	11,576	14,046
	YOY	35.9%	16.5%	9.1%	21.3%
	占公司收入百分比	57.2%	59.0%	58.8%	60.5%
	毛利率	80.6%	81.0%	80.8%	80.8%
二、 原料药		4,690	5,305	6,042	6,948
	YOY	19.2%	13.1%	13.9%	15.0%
	占公司收入百分比	29.5%	29.5%	30.7%	29.9%
	毛利率	32.1%	33.0%	33.0%	33.0%
三、 中药		1,109	964	867	867
	YOY	-11.0%	-13.1%	-10.0%	0.0%
	占公司收入百分比	7.0%	5.4%	4.4%	3.7%
	毛利率	73.4%	75.0%	75.0%	75.0%
四、 诊断试剂及设备		724	760	836	920
	YOY	-47.6%	5.0%	10.0%	10.0%
	占公司收入百分比	4.6%	4.2%	4.2%	4.0%
	毛利率	55.9%	60.0%	60.0%	60.0%
五、 保健品		115	104	104	114
	YOY	-20.8%	-10.0%	0.0%	10.0%
	占公司收入百分比	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
	毛利率	70.8%	70.0%	70.0%	70.0%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 30 可比公司对比

股票 代码	股票 名称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600079.SH	人福医药	264	13.90	18.49	21.24	25.46	32	14	12	10
002422.SZ	科伦药业	265	11.03	12.80	15.02	17.33	33	21	18	15
002653.SZ	海思科	168	3.45	3.37	5.27	7.38	35	50	32	23

平均值								33	28	21
600380.SH	健康元	234	13.28	15.97	18.12	22.25	22	15	13	11
000513.SZ	丽珠集团	320	17.76	20.36	23.61	27.47	22	16	14	12

资料来源：wind（一致预期 6/13），华安证券研究所

4.3 投资建议

老牌医药集团，多元驱动开启新篇章

健康元药业集团是一家历经多年稳健经营和快速发展的创新科研型综合医药集团。旗下拥有健康元、丽珠医药两家大型上市公司，20余家主要控股子公司。其中2013年设立上海方予进入吸入制剂领域，成为国内较早布局吸入制剂的公司之一。

公司现金流优秀，回购+激励基金体现公司长期价值。公司近年来一直保持良好的经营性现金流，2021年经营性现金流净额为25.63亿元，2022Q1账上现金为125.42亿元。自2021年起，基于对公司未来发展前景的信心和对公司内在价值的认可，公司开启两次自有资金回购注销，分别为7亿元和3-6亿元。公司还设置激励基金，考核期为十年，解锁需要2018年以来复合增长率15%以上且环比上年增长5%才会触发超额累进计提条件。

十年磨一剑，角逐呼吸大赛道

呼吸系统疾病是我国仅次于心血管疾病和糖尿病的第三大慢性疾病，哮喘/COPD是呼吸系统疾病的高发领域，患者预估超过1.6亿人。吸入治疗正是哮喘和慢性阻塞性肺疾病（COPD）的首选疗法，从竞争格局来看，国内市场基本上被阿斯利康、葛兰素史克、勃林格殷格翰三大龙头所垄断（市场占比超过90%）。

2013年公司设立上海方予进军吸入制剂市场，成为国内较早布局吸入制剂的公司之一。2020年公司吸入制剂细业务国内产品最多、管线最全、产业布局加速兑现，重磅产品接连上市。随后2021年公司3个吸入制剂品种均入选第五批集采，得到快速放量，2021年公司呼吸领域实现新增销售收入5.77亿元，同比增长约658%。并且重点布局的吸入制剂，研发进度国内领先，重磅产品妥布霉素有望成为国内首个吸入类抗生素。

丽珠集团转型成功，原料药颇具特色

丽珠集团：2002年被健康元收购，目前健康元直接及间接持有丽珠集团44.66%股权。经过多年的结构调整，丽珠收入结构调整主要为西药制剂为主。公司现拥有丰富的研发产品线，多领域临床阶段项目同时进行中，已经成长为国内的BigPharma。另外2010年7月成立丽珠单抗，健康元直接和间接持有权益为55.86%。由于处于研发前期，丽珠单抗处于亏损阶段。2022年6月公司表示目前正在积极准备重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗V-01的EUA或上市申请工作，中期主数据分析已满足WHO标准。

制剂与原料药：制剂业务最大品种为美罗培南注射液，2022年被纳入第七批国家组织药品集中采购品种范围，从入选厂家来看，8家公司（包含原研）参加竞争。原料药业务主要为美罗培南与7-ACA，近五年来营业收入一直呈现上升的趋势，从2017年的30.67亿元增长到了2021年的46.90亿元，2021年同比增长为19.19%。并且公司原料药特色突出、成本优势明显，后续吸入制剂原料的加入以及合成生物

学的创新将进一步降低公司生产原料成本。

公司投资价值讨论与盈利预测

经过测算，健康元本体（剔除丽珠集团）的市值 2021 年至今，其市值在 50-100 亿之间波动。对应 PE 为到了 2022 年 6 月 PE 已经下降至 15 左右，为 3 年来低分位水平。

我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 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%/13.5%/22.8%，对应 EPS 为 0.84/0.95/1.16 元，对应估值为 15X/13X/11X。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

风险提示：

政策风险超预期：医药制造业受行业政策变化影响较大，2022 年，公司重点产品注射用美罗培南（倍能）被纳入第七批国家组织药品集中采购品种范围，本次集采预计将对该品种的销售价格及市场份额产生较大影响。

市场价格风险超出预期：受产品监管趋严、药品政策性降价、招标压价、医保控费、带量采购等方面影响，药品中标价格将会进一步下调，行业内各企业竞争将更加激烈，价格战时有发生，使公司面临药品降价风险。

研发进度不及预期：新药研发存在高投入、高风险、周期长等特点，同时，药品上市后的推广也会受到国家法规、行业政策、市场环境及竞争强度等因素的影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	19365	22482	26266	31447	营业收入	15904	17974	19699	23216
现金	11729	13953	16890	20492	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	-134	-178
其他流动资产	2246	2504	2718	3155	资产减值损失	-63	9	9	9
非流动资产	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	营业利润	2983	3654	4137	5073
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
资产总计	31104	34984	39461	45265	利润总额	2952	3629	4117	5058
流动负债	9352	10035	10889	12242	所得税	339	435	494	607
短期借款	2518	2518	2518	2518	净利润	2613	3193	3623	4451
应付账款	872	961	1073	1248	少数股东损益	1284	1597	1812	2225
其他流动负债	5962	6555	7298	8475	归属母公司净利润	1328	1597	1812	2225
非流动负债	1572	1572	1572	1572	EBITDA	3483	2935	3245	3799
长期借款	827	827	827	827	EPS (元)	0.69	0.84	0.95	1.16
其他非流动负债	745	745	745	745					
负债合计	10924	11607	12461	13813					
少数股东权益	8359	9956	11768	13993	主要财务比率				
股本	1908	1912	1912	1912	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	2265	2265	2265	2265	成长能力				
留存收益	7647	9244	11056	13281	营业收入	17.6%	13.0%	9.6%	17.9%
归属母公司股东权益	11820	13421	15233	17458	营业利润	0.3%	22.5%	13.2%	22.6%
负债和股东权益	31104	34984	39461	45265	归属于母公司净利	18.6%	20.2%	13.5%	22.8%
					获利能力				
					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%	12.7%
					ROIC (%)	10.6%	6.3%	6.3%	6.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	35.1%	33.2%	31.6%	30.5%
					净负债比率 (%)	54.1%	49.7%	46.2%	43.9%
					流动比率	2.07	2.24	2.41	2.57
					速动比率	1.81	1.97	2.14	2.28
					营运能力				
					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
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.69	0.84	0.95	1.16
					每股经营现金流薄)	1.34	2.09	2.45	2.79
					每股净资产	6.20	7.02	7.97	9.13
					估值比率				
					P/E	18.71	14.64	12.91	10.51
					P/B	2.07	1.74	1.53	1.34
					EV/EBITDA	4.66	4.39	3.07	1.67

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。

联系人：李昌幸，研究助理，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述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。