

健康元 (600380.SH)

Q1 业绩超预期，呼吸制剂快速放量

事件。公司发布 2022 一季报。2022Q1 年公司实现营业收入 46.57 亿元，同比增长 12.36%；实现归母净利润 4.61 亿元，同比增长 25.52%；实现扣非净利润 4.57 亿元，同比增长 36.47%。

观点：Q1 业绩超预期，呼吸制剂快速放量

1. Q1 业绩超预期，呼吸制剂快速放量。按业务板块拆分：

- **化学制剂产品：**实现收入 27.37 亿元，同比增长 24.54%；
 - ◇ **呼吸制剂产品：**实现收入 3.63 亿元，同比增长 324.90%；
 - ◇ **抗感染产品：**实现收入 3.50 亿元，同比增长 26.91%；
 - ◇ **消化道产品：**实现收入 10.70 亿元，同比增长 5.90%；
 - ◇ **促性腺激素产品：**实现收入 7.37 亿元，同比增长 22.84%。
- **原料药和中间体产品：**实现收入 14.06 亿元，同比增长 14.90%；
- **中药制剂产品：**实现收入 2.83 亿元，同比下降 33.53%；
- **诊断试剂及设备产品：**实现收入 1.62 亿元，同比下降 30.77%；

2. 财务状况良好：公司销售费用率 30.35%，同比下降 2.05pct；管理费用率 5.43%，同比上升 0.04pct；财务费用率 -0.66%，同比上升 0.3pct；研发费用率 7.54%，同比上升 0.56pct。毛利率 65.41%，同比上升 0.35pct；净利率 18.52%，同比上升 0.24%；盈利能力稳步提升。

3. 呼吸科领域是健康元重点布局的研发领域，管线不断推进，后续看点多。第五批集采中标了三个吸入制剂（吸入用布地奈德混悬液大规格(2ml:1mg)、吸入用复方异丙托溴铵溶液(舒坦琳)、吸入用异丙托溴铵溶液(丽雾安)），保障了未来三年吸入制剂板块销售额。硫酸特布他林雾化吸入溶液已申报生产；妥布霉素吸入溶液(2.4 类)已完成 III 期临床试验准备报产；富马酸福莫特罗吸入溶液(3 类，国家鼓励仿制品种)已完成 III 期临床试验期中分析，由独立数据监察委员会判定其主要研究终点的期中分析结果达到方案预设的优效标准；富马酸福莫特罗吸入气雾剂(2.3 类)、莫米松福莫特罗吸入气雾剂(3 类)、阿地溴铵吸入粉雾剂(2.2 类)获得临床试验批准通知书。

4. V-01 序贯加强 III 期临床中期数据积极。重组新型冠状病毒融合蛋白疫苗 V-01 已完成序贯加强 III 期临床试验的中期主数据分析：序贯加强绝对保护力达 61.35%，具有显著强优效性，已满足 WHO 标准，对 Omicron 变异株导致感染保护力良好；对有基础疾病的高风险人群保护力为 71.83%。

5. 布局前沿技术，研究院已建立 6 大研发平台。河南省健康元生物医药研究院建立了工业菌种选育、合成生物学、生物催化、发酵放大、产物提取和生化原料药等 6 大研发平台，60 余人的团队。研究院分别与腾讯量子实验室和深圳先进技术研究院签署了战略合作协议和技术保密协议。近期研究院正在全力攻关头孢菌素 C 和苯丙氨酸两大产品生产菌株改造升级；并同腾讯量子实验室积极合作，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。

盈利预测与结论。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，呼吸科新产品贡献增量业绩，呼吸科研发管线持续推进。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 15.37 亿元、18.09 亿元、21.23 亿元，增长分别为 15.7%、17.7%、17.4%。EPS 分别为 0.80 元、0.95 元、1.11 元，对应 PE 分别为 14x, 12x, 10x，维持“买入”评级。

风险提示：药品销售不及预期风险；新药研发失败风险；原料药价格波动风险。

| 财务指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 13,522 | 15,904 | 18,147 | 21,157 | 24,638 |
| 增长率 yoy (%) | 12.9 | 17.6 | 14.1 | 16.6 | 16.5 |
| 归母净利润(百万元) | 1,120 | 1,328 | 1,537 | 1,809 | 2,123 |
| 增长率 yoy (%) | 25.3 | 18.6 | 15.7 | 17.7 | 17.4 |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 0.59 | 0.69 | 0.80 | 0.95 | 1.11 |
| 净资产收益率(%) | 13.4 | 12.9 | 13.8 | 14.1 | 14.3 |
| P/E(倍) | 18.6 | 15.7 | 13.6 | 11.5 | 9.8 |
| P/B(倍) | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 1.2 |

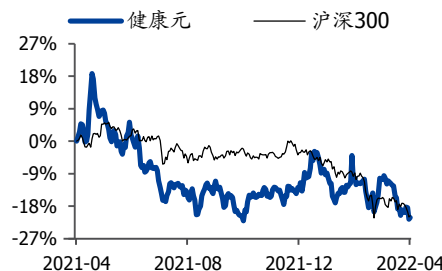
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 4 月 22 日收盘价

买入(维持)

股票信息

| | |
|---------------|-----------|
| 行业 | 化学制药 |
| 前次评级 | 买入 |
| 4月22日收盘价(元) | 10.92 |
| 总市值(百万元) | 20,876.13 |
| 总股本(百万股) | 1,911.73 |
| 其中自由流通股(%) | 100.00 |
| 30日日均成交量(百万股) | 18.56 |

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 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

分析师 应沁心

执业证书编号：S0680521090001

邮箱：yingqinxin@gszq.com

相关研究

1、《健康元(600380.SH)：全年业绩略高于预告中值，Q4 表现亮眼》2022-03-30

2、《健康元(600380.SH)：全年业绩符合预期，呼吸科进入兑现期》2022-01-16

3、《健康元(600380.SH)：单三季度利润端大超预期，公司经营稳健前行》2021-10-26



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 18405 | 19365 | 21525 | 25336 | 28534 |
| 现金 | 12289 | 11729 | 13477 | 15187 | 17582 |
| 应收票据及应收账款 | 3790 | 4831 | 5006 | 6463 | 6893 |
| 其他应收款 | 177 | 88 | 215 | 138 | 273 |
| 预付账款 | 210 | 369 | 292 | 479 | 418 |
| 存货 | 1832 | 2079 | 2266 | 2800 | 3099 |
| 其他流动资产 | 106 | 269 | 269 | 269 | 269 |
| 非流动资产 | 9752 | 11739 | 12941 | 14318 | 15745 |
| 长期投资 | 628 | 1419 | 2218 | 3018 | 3820 |
| 固定资产 | 4380 | 4839 | 5254 | 5795 | 6351 |
| 无形资产 | 867 | 1244 | 1320 | 1409 | 1514 |
| 其他非流动资产 | 3877 | 4236 | 4149 | 4096 | 4060 |
| 资产总计 | 28157 | 31104 | 34466 | 39654 | 44279 |
| 流动负债 | 7802 | 9352 | 9622 | 11377 | 11877 |
| 短期借款 | 2111 | 2518 | 2518 | 2518 | 2518 |
| 应付票据及应付账款 | 1920 | 2454 | 2406 | 3260 | 3339 |
| 其他流动负债 | 3771 | 4380 | 4698 | 5599 | 6019 |
| 非流动负债 | 1118 | 1572 | 1433 | 1287 | 1135 |
| 长期借款 | 360 | 827 | 687 | 542 | 390 |
| 其他非流动负债 | 758 | 745 | 745 | 745 | 745 |
| 负债合计 | 8920 | 10924 | 11055 | 12665 | 13012 |
| 少数股东权益 | 8141 | 8359 | 10049 | 12043 | 14402 |
| 股本 | 1953 | 1908 | 1912 | 1912 | 1912 |
| 资本公积 | 2533 | 2265 | 2265 | 2265 | 2265 |
| 留存收益 | 6747 | 7864 | 10243 | 13218 | 16869 |
| 归属母公司股东权益 | 11096 | 11820 | 13362 | 14946 | 16865 |
| 负债和股东权益 | 28157 | 31104 | 34466 | 39654 | 44279 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 3025 | 2563 | 3447 | 3959 | 4751 |
| 净利润 | 2578 | 2613 | 3227 | 3804 | 4482 |
| 折旧摊销 | 586 | 638 | 654 | 773 | 912 |
| 财务费用 | -99 | -93 | -200 | -257 | -324 |
| 投资损失 | -182 | -72 | -8 | -9 | -11 |
| 营运资金变动 | -68 | -863 | -222 | -353 | -311 |
| 其他经营现金流 | 209 | 340 | -4 | 2 | 3 |
| 投资活动现金流 | -500 | -1964 | -1845 | -2143 | -2330 |
| 资本支出 | 830 | 1521 | 403 | 578 | 625 |
| 长期投资 | 162 | -631 | -799 | -800 | -802 |
| 其他投资现金流 | 492 | -1074 | -2240 | -2365 | -2508 |
| 筹资活动现金流 | -1238 | -975 | 145 | -106 | -26 |
| 短期借款 | -51 | 408 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 360 | 466 | -139 | -145 | -152 |
| 普通股增加 | 15 | -45 | 4 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 130 | -268 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -1692 | -1536 | 281 | 39 | 126 |
| 现金净增加额 | 1182 | -425 | 1748 | 1710 | 2394 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 13522 | 15904 | 18147 | 21157 | 24638 |
| 营业成本 | 4874 | 5716 | 6351 | 7405 | 8623 |
| 营业税金及附加 | 163 | 183 | 227 | 256 | 296 |
| 营业费用 | 3940 | 5027 | 5444 | 6347 | 7391 |
| 管理费用 | 951 | 939 | 1072 | 1221 | 1415 |
| 研发费用 | 1072 | 1397 | 1542 | 1798 | 2094 |
| 财务费用 | -99 | -93 | -200 | -257 | -324 |
| 资产减值损失 | -81 | -63 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 248 | 247 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 10 | -24 | 4 | -2 | -3 |
| 投资净收益 | 182 | 72 | 8 | 9 | 11 |
| 资产处置收益 | -1 | 24 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 2973 | 2983 | 3722 | 4394 | 5149 |
| 营业外收入 | 10 | 9 | 53 | 21 | 23 |
| 营业外支出 | 33 | 39 | 34 | 32 | 35 |
| 利润总额 | 2950 | 2952 | 3741 | 4383 | 5138 |
| 所得税 | 372 | 339 | 514 | 580 | 656 |
| 净利润 | 2578 | 2613 | 3227 | 3804 | 4482 |
| 少数股东损益 | 1458 | 1284 | 1690 | 1994 | 2359 |
| 归属母公司净利润 | 1120 | 1328 | 1537 | 1809 | 2123 |
| EBITDA | 3319 | 3446 | 4194 | 4899 | 5726 |
| EPS (元) | 0.59 | 0.69 | 0.80 | 0.95 | 1.11 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 12.9 | 17.6 | 14.1 | 16.6 | 16.5 |
| 营业利润(%) | 35.9 | 0.3 | 24.8 | 18.1 | 17.2 |
| 归属于母公司净利润(%) | 25.3 | 18.6 | 15.7 | 17.7 | 17.4 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 64.0 | 64.1 | 65.0 | 65.0 | 65.0 |
| 净利率(%) | 8.3 | 8.4 | 8.5 | 8.6 | 8.6 |
| ROE(%) | 13.4 | 12.9 | 13.8 | 14.1 | 14.3 |
| ROIC(%) | 16.9 | 15.7 | 17.7 | 19.1 | 20.5 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 31.7 | 35.1 | 32.1 | 31.9 | 29.4 |
| 净负债比率(%) | -48.1 | -38.4 | -40.9 | -42.3 | -44.6 |
| 流动比率 | 2.4 | 2.1 | 2.2 | 2.2 | 2.4 |
| 速动比率 | 2.1 | 1.8 | 2.0 | 1.9 | 2.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 3.8 | 3.7 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| 应付账款周转率 | 3.0 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.59 | 0.69 | 0.80 | 0.95 | 1.11 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.58 | 1.34 | 1.80 | 2.07 | 2.49 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.80 | 6.18 | 6.99 | 7.82 | 8.82 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 18.6 | 15.7 | 13.6 | 11.5 | 9.8 |
| P/B | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 5.9 | 6.2 | 5.0 | 4.4 | 3.7 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 4 月 22 日收盘价

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中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 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 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：021-38124100

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