

公司研究

吸入制剂持续放量，业绩稳健增长

——健康元（600380.SH）2022年3季报点评

要点

事件：

公司发布2022年3季报，2022年前三季度实现收入130.12亿元，同比增长9.04%，归母净利润11.27亿元，同比增长11.69%，扣非归母净利润11.16亿元，同比增长21.40%，EPS0.60元，符合预期。其中，三季度单季实现收入44.47亿元，同比增长8.51%；归母净利润3.25亿元，同比增长1.23%；扣非净利润3.12亿元，同比下滑2.90%。

点评：

业绩符合预期，化药板块收入同比快速增长。2022年前三季度公司毛利率64.72%，同比看下滑0.06个百分点。费用管控卓有成效，其中销售费用率29.92%，同比减少2.09pp，管理费用率6.25%，同比提升0.79pp，研发费用率9.47%，同比提升1.43pp。收入端稳健增长，其中化学制剂实现收入74.02亿元，同比增长7.16%，主要是由于吸入制剂显著放量；化学原料药及中间体实现收入40.54亿元，同比增长17.80%，7-ACA与美罗培南实现量价齐升；诊断试剂及设备实现收入5.02亿元，同比下降9.09%。

吸入制剂步入收获期，妥布霉素吸入溶液获批上市。公司呼吸领域实现销售收入8.62亿元，同比实现大幅增长215%，公司3个吸入制剂品种入选第五批集采后快速打开国内销售市场。公司在吸入制剂领域布局完善且研发进度均靠前，营销团队组建完成，销售进展良好。妥布霉素吸入溶液于22Q4获批上市，富马酸福莫特罗吸入溶液和丙酸氟替卡松雾化吸入用混悬液已申报生产；沙美特罗替卡松吸入粉雾剂正在III期临床；有望持续为呼吸板块贡献业绩弹性。

盈利预测与估值评级。公司呼吸制剂管线正在加速兑现，吸入制剂重磅新品种上市提供增量，三季度公司成功完成瑞交所GDR上市，我们维持22~24年净利润预测为15.42/18.41/21.78亿元，对应22~24年EPS分别为0.80/0.95/1.13元，对应P/E为15/13/11倍，维持“买入”评级。

风险提示：药品带量采购风险，审批政策风险，原料药价格波动等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,522	15,904	17,819	20,040	22,398
营业收入增长率	12.87%	17.62%	12.04%	12.46%	11.77%
净利润(百万元)	1,120	1,328	1,542	1,841	2,178
净利润增长率	25.28%	18.57%	16.07%	19.38%	18.33%
EPS(元)	0.57	0.70	0.80	0.95	1.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.10%	11.24%	11.79%	12.62%	13.31%
P/E	21	17	15	13	11
P/B	2.1	1.9	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-27(2020~2021总股本为19.53/19.08亿股，2022E~2024E为19.27亿股)

买入（维持）

当前价：12.02元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsec.com

分析师：吴佳青

执业证书编号：S0930519120001

021-52523697

wujiaqing@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	19.28
总市值(亿元)	231.70
一年最低/最高(元)	9.75/13.54
近3月换手率	45.69%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	24.78	21.38	33.09
绝对	18.07	7.32	8.59

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,522	15,904	17,819	20,040	22,398
营业成本	4,874	5,716	6,317	6,988	7,609
折旧和摊销	547	594	502	536	573
税金及附加	163	183	205	230	257
销售费用	3,940	5,027	5,519	6,237	7,005
管理费用	951	939	1,153	1,232	1,308
研发费用	1,072	1,397	1,565	1,760	1,968
财务费用	-99	-93	-130	-223	-276
投资收益	182	72	0	0	0
营业利润	2,973	2,983	3,477	4,145	4,899
利润总额	2,950	2,952	3,446	4,114	4,869
所得税	372	339	414	494	584
净利润	2,578	2,613	3,033	3,621	4,284
少数股东损益	1,458	1,284	1,491	1,780	2,106
归属母公司净利润	1,120	1,328	1,542	1,841	2,178
EPS(元)	0.57	0.70	0.80	0.95	1.13

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,025	2,563	4,131	3,590	4,106
净利润	1,120	1,328	1,542	1,841	2,178
折旧摊销	547	594	502	536	573
净营运资金增加	856	2,062	1,181	1,977	2,213
其他	501	-1,422	906	-763	-858
投资活动产生现金流	-500	-1,964	-194	-925	-900
净资本支出	-781	-1,512	-63	-850	-850
长期投资变化	628	1,419	0	0	0
其他资产变化	-347	-1,871	-131	-75	-50
融资活动现金流	-1,238	-975	-2,524	-275	-121
股本变化	15	-45	0	0	0
债务净变化	-200	957	-2,353	-166	0
无息负债变化	1,067	1,047	-37	593	489
净现金流	1,182	-425	1,412	2,391	3,085

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	64.0%	64.1%	64.6%	65.1%	66.0%
EBITDA 率	25.4%	22.6%	21.8%	22.2%	23.2%
EBIT 率	21.1%	18.6%	19.0%	19.5%	20.6%
税前净利润率	21.8%	18.6%	19.3%	20.5%	21.7%
归母净利润率	8.3%	8.4%	8.7%	9.2%	9.7%
ROA	9.2%	8.4%	9.6%	10.3%	10.8%
ROE (摊薄)	10.1%	11.2%	11.8%	12.6%	13.3%
经营性 ROIC	14.5%	12.7%	14.0%	14.6%	15.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	32%	35%	27%	25%	24%
流动比率	2.36	2.07	2.86	3.14	3.45
速动比率	2.12	1.85	2.69	2.95	3.26
归母权益/有息债务	4.47	3.44	12.06	15.88	17.82
有形资产/有息债务	10.50	8.29	27.95	36.99	41.71

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	28,157	31,104	31,461	35,177	39,554
货币资金	12,289	11,729	13,141	15,532	18,617
交易性金融资产	28	185	10	10	10
应收账款	2,447	2,854	3,564	4,008	4,480
应收票据	1,343	1,977	1,782	2,004	2,240
其他应收款 (合计)	177	88	356	401	448
存货	1,832	2,079	1,259	1,398	1,522
其他流动资产	58	84	132	187	246
流动资产合计	18,405	19,365	20,557	23,879	27,927
其他权益工具	1,576	1,409	1,409	1,409	1,409
长期股权投资	628	1,419	1,419	1,419	1,419
固定资产	4,380	4,839	4,834	4,857	4,889
在建工程	648	743	977	1,153	1,285
无形资产	468	457	492	532	571
商誉	614	614	609	609	609
其他非流动资产	392	710	967	967	967
非流动资产合计	9,752	11,739	10,904	11,297	11,627
总负债	8,920	10,924	8,535	8,962	9,451
短期借款	2,111	2,518	166	0	0
应付账款	833	872	963	1,065	1,160
应付票据	1,088	1,582	1,749	1,934	2,106
预收账款	0	0	891	1,002	1,120
其他流动负债	6	16	16	16	16
流动负债合计	7,802	9,352	7,185	7,612	8,101
长期借款	360	827	827	827	827
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	555	537	522	522	522
非流动负债合计	1,118	1,572	1,350	1,350	1,350
股东权益	19,237	20,180	22,926	26,215	30,103
股本	1,953	1,908	1,928	1,928	1,928
公积金	3,049	2,906	3,040	3,209	3,209
未分配利润	6,231	7,224	8,325	9,665	11,447
归属母公司权益	11,096	11,820	13,076	14,585	16,367
少数股东权益	8,141	8,359	9,850	11,630	13,736

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	29.14%	31.61%	30.98%	31.13%	31.28%
管理费用率	7.03%	5.91%	6.47%	6.15%	5.84%
财务费用率	-0.73%	-0.58%	-0.73%	-1.11%	-1.23%
研发费用率	7.93%	8.78%	8.78%	8.78%	8.78%
所得税率	13%	11%	12%	12%	12%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.15	0.15	0.17	0.21	0.25
每股经营现金流	1.55	1.34	2.17	1.88	2.15
每股净资产	5.68	6.20	6.85	7.65	8.58
每股销售收入	6.92	8.34	9.34	10.50	11.74

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	21	17	15	13	11
PB	2.1	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	12	12	11	10	9
股息率	1.2%	1.2%	1.4%	1.7%	2.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE