

健康元 (600380.SH)

扣非端超预期，呼吸科表现卓越，发布股权激励利于长远发展

事件。公司公告 2022 年半年报。公司 2022 年半年度实现营业收入 85.65 亿元，同比增长 9.31%；归母净利润 8.01 亿元，同比增长 16.57%；扣非净利润 8.04 亿元，同比增长 34.47%。2021 年 Q2 单季度实现营业收入 39.08 亿元，同比增长 5.88%；归母净利润 3.41 亿元，同比增长 6.33%；扣非净利润 3.47 亿元，同比增长 31.93%。

公司发布 2022 年股票期权激励计划（草案）。

1.数量：5500 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本的 2.95%。

2.授予价格&人数：11.24 元/股，总人数为 430 人。

3.考核要求：以 2021 年扣非净利润为基数，2022-2024 年扣非净利润复合增长率不低于 15%（剔除激励费用）。

4.激励费用摊销：需摊销总费用约 4752.25 万元，预计 2022-2025 年分别摊销 886.76/2239.99/1163.79/461.70 万元。

观点：扣非端超预期，呼吸科表现卓越，发布股权激励利于长远发展。

1.按业务板块拆分：

1) 丽珠集团（不含丽珠单抗）：公司直接及间接持股 44.80%，实现营业收入 62.96 亿元，贡献归母净利润约 5.13 亿元。

2) 丽珠单抗：公司持有丽珠单抗 55.92% 股权，影响归母净利润约-1.40 亿元。

3) 健康元（不含丽珠集团、丽珠单抗）：实现营收 23.71 亿元，同比增长 35.81%；实现归母净利润约 4.21 亿元，同比增长约 45.25%；实现归母扣非净利润 4.14 亿元，同比增长约 56.39%。

● **处方药：**实现营收 10.60 亿元，同比上扬的 67.76%。其中呼吸领域实现销售收入 5.61 亿元，同比增长 259%；抗感染领域实现销售收入 4.88 亿元，同比增长约 4.75%。

● **原料药及中间体：**实现营收 11.50 亿元，同比增长 21.80%。

● **保健品及 OTC：**实现营收 1.51 亿元，同比下降 5.79%。

2.股权激励力度大、覆盖广，有利于长远发展。此次激励计划纳入了 430 位公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）人员以及公司董事会认为需要进行激励的相关员工，进一步健全公司长效激励约束机制，吸引和留住优秀人才，充分调动积极性，有利于公司的长远发展。

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。盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液、硫酸替布他林雾化吸入溶液已获批上市；妥布霉素吸入溶液（2.4 类）正在审评中；丙酸氟替卡松雾化吸入用混悬液已报产；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；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；富马酸福莫特罗吸入气雾剂（2.3 类）开展 I 期临床；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；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。公司首次提交 1 项与吸入产品配套的医疗器械注册申请，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。

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 0.83 元、0.97 元、1.14 元，对应 PE 分别为 13x、11x、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）	0.60	0.71	0.83	0.97	1.14
净资产收益率 (%)	13.4	12.9	13.8	14.1	14.3
P/E (倍)	18.3	15.4	13.3	11.3	9.7
P/B (倍)	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2

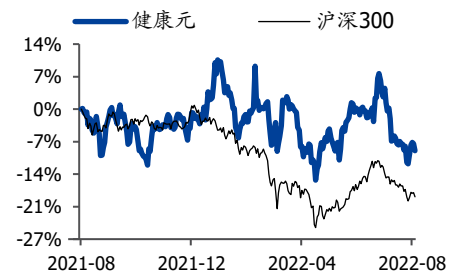
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 10 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
8月10日收盘价(元)	11.02
总市值(百万元)	20,514.62
总股本(百万股)	1,861.58
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	15.09

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gscq.com

分析师 胡倩碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gscq.com

分析师 应沁心

执业证书编号：S0680521090001

邮箱：yingqinxin@gscq.com

相关研究

1、《健康元 (600380.SH)：Q1 业绩超预期，呼吸制剂快速放量》2022-04-24

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

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

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	21521	25332	28531
现金	12289	11729	13473	15184	17578
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	34462	39650	44276
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	1908	1908	1908
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	13358	14943	16862
负债和股东权益	28157	31104	34462	39650	44276

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	3803	4482
折旧摊销	586	638	654	773	912
财务费用	-99	-93	-200	-257	-323
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	141	-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	0	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	1744	1710	2395

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	-323
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	3803	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)	0.60	0.71	0.83	0.97	1.14

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	-40.8	-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)	0.60	0.71	0.83	0.97	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	1.62	1.38	1.85	2.13	2.55
每股净资产(最新摊薄)	5.96	6.35	7.18	8.03	9.06
估值比率					
P/E	18.3	15.4	13.3	11.3	9.7
P/B	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.0	6.2	5.1	4.4	3.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 10 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