

健康元 (600380.SH)

吸入制剂领跑者，多元业务开启新征程

2024年03月15日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

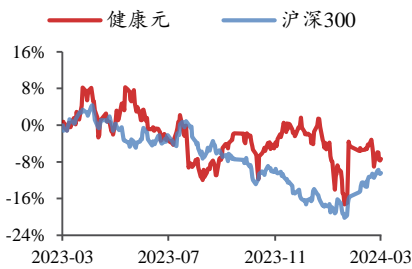
余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

日期	2024/3/15
当前股价(元)	11.68
一年最高最低(元)	14.24/9.70
总市值(亿元)	217.89
流通市值(亿元)	217.89
总股本(亿股)	18.66
流通股本(亿股)	18.66
近3个月换手率(%)	32.22

股价走势图



数据来源：聚源

● 领航吸入制剂，持续聚焦创新药与高壁垒制剂

健康元药业集团旗下拥有健康元、丽珠医药两家大型上市公司，公司坚持以研发创新为驱动，聚焦创新药及高壁垒复杂制剂，业务涵盖化学制剂、生物制品、化学原料药及中间体、中药制剂、诊断试剂及设备、保健食品等多重领域，产品涉及呼吸、肿瘤免疫、精神等多种重点疾病类型。受益于健康元的吸入制剂、丽珠的亮丙瑞林和艾普拉唑等产品在呼吸系统、消化道和生殖领域放量增长，近年公司业绩稳健增长。同时，公司持续推进在研品种，新品种带来的新增量有望惠及更多患者。此外，依托原料药基础，公司核心产品与化学原料药及中间体形成“原料药-制剂一体化”的稳固医药产业链。我们预测公司2023-2025年归母净利润为15.53/18.28/21.64亿元，对应EPS为0.81/0.96/1.13元，当前股价对应PE分别为15.5/13.2/11.1倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 呼吸赛道前景广阔，公司吸入制剂优势显著

呼吸系统疾病是我国第三大慢性疾病。哮喘/COPD作为呼吸系统疾病的高发领域，患者预估超过1.7亿人。吸入治疗正是哮喘和慢性阻塞性肺疾病（COPD）的首选疗法，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。公司吸入制剂产品接连上市，并借助三个吸入制剂品种中选第五批集采、一个吸入制剂品种中选第七批集采的机会，快速打开国内销售市场。目前，公司正在积极布局独家品种妥布霉素吸入溶液的开发上量工作。2023Q1-3，公司吸入制剂板块实现收入11.12亿元，同比增长约28.98%。

● 丽珠集团：创新药+高壁垒制剂齐推进，多元化布局促发展

2002年健康元收购丽珠集团，截至2023Q3，公司直接持有丽珠集团23.66%的股权。经过多年的结构调整，丽珠收入结构调整主要为化学制剂为主。其中，创新药艾普拉唑作为公司独家产品，近年来实现快速放量。亮丙瑞林以高壁垒微球制剂为载体，2022年市占率达32.23%。此外，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，有望贡献收入增量。

● **风险提示：**行业政策变化风险、新药研发风险、原材料供应和价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,904	17,143	16,912	18,619	20,794
YOY(%)	17.6	7.8	-1.3	10.1	11.7
归母净利润(百万元)	1328.50	1502.60	1553.05	1828.35	2164.40
YOY(%)	18.57	13.10	3.36	17.73	18.38
毛利率(%)	64.1	63.5	62.1	63.2	64.3
净利率(%)	16.4	16.9	18.9	20.2	20.8
ROE(%)	12.9	13.1	12.8	13.3	13.4
EPS(摊薄/元)	0.69	0.79	0.81	0.96	1.13
P/E(倍)	18.1	16.0	15.5	13.2	11.1
P/B(倍)	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、健康元：吸入制剂领跑者，多元业务开启新征程.....	4
1.1、公司业绩稳健增长，业务占比清晰明确.....	6
1.2、股权激励充分到位，持股计划提振人心.....	8
2、呼吸赛道前景广阔，公司吸入制剂优势显著.....	9
2.1、吸入制剂：领航呼吸系统疾病药物，市场容量不断扩增.....	10
2.2、公司吸入制剂产品优势显著，业内竞争优势良好.....	14
2.2.1、左沙丁胺醇：作用疗效显著，国内市占率突出.....	15
2.2.2、布地奈德混悬液：依托国内旺盛需求，销售收入逐步回暖.....	16
2.2.3、妥布霉素：吸入抗生素零突破，步入国谈进程加快.....	18
2.2.4、复方异丙托溴铵溶液：销售数据可观，加速国产替代.....	19
2.2.5、特布他林：疗效显著，中标集采稳固销量.....	20
2.2.6、吸入品种在研管线丰富，有望贡献收入增量.....	21
2.3、抗感染类药物“以价换量”，逐步降低集采影响.....	22
3、原料药：产能充足，板块业绩稳步提升.....	23
4、丽珠集团：持续聚焦创新药+高壁垒制剂，产品稳定增长.....	24
4.1、创新药艾普拉唑：产品快速放量拉动消化道板块高增长.....	24
4.2、高壁垒制剂亮丙瑞林：依托微球平台，拉动促性激素板块快速提升.....	25
5、盈利预测与投资建议.....	25
5.1、关键假设.....	26
5.2、盈利预测与估值.....	27
6、风险提示.....	27
附：财务预测摘要.....	29

图表目录

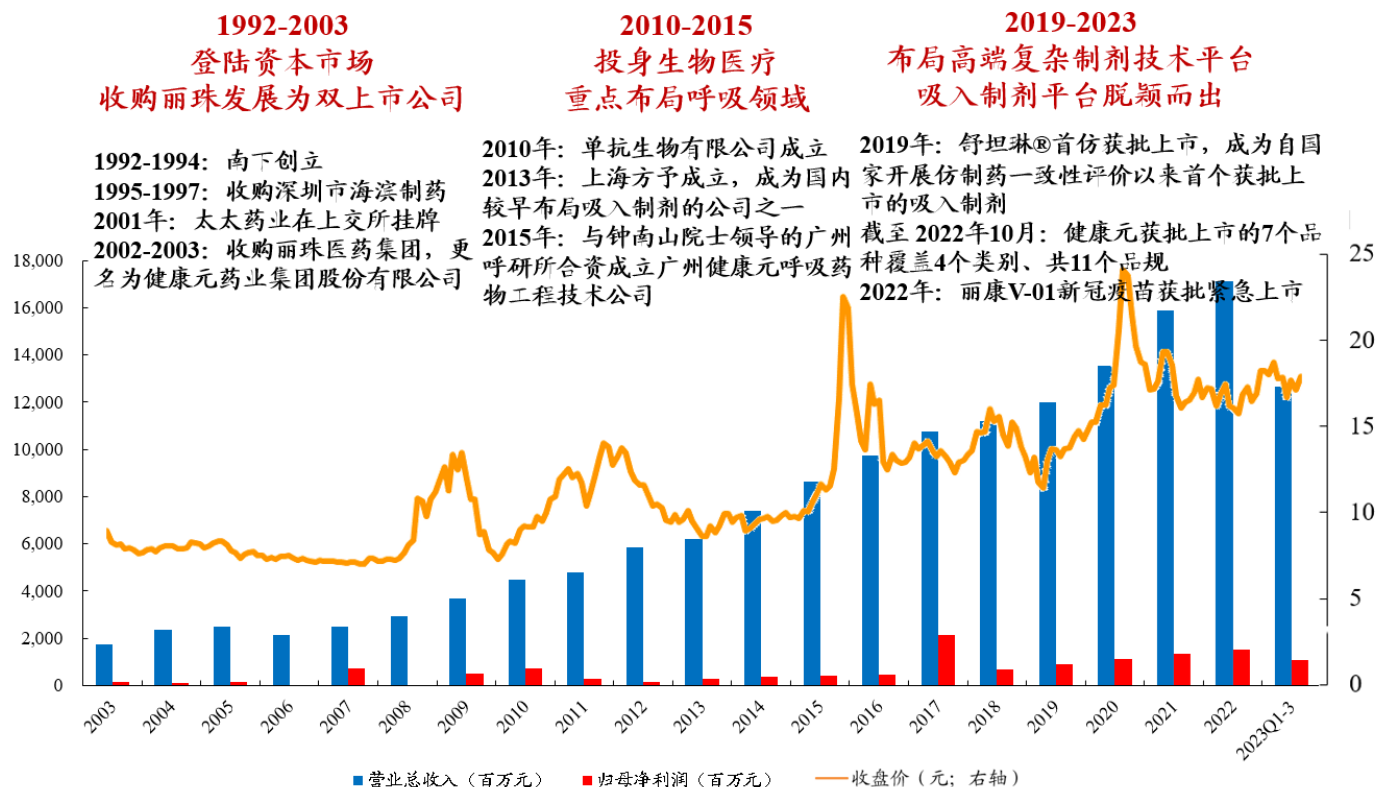
图 1：经过 30 余年发展，公司已成为以创新和高壁垒技术平台为核心的创新科研型医药集团.....	4
图 2：公司产品阵容丰富，覆盖疾病领域广阔.....	5
图 3：公司股权结构清晰，子公司协同助力业务发展.....	6
图 4：2018-2022 年公司营业收入逐年递增.....	7
图 5：2018-2022 年公司归母净利润增长态势良好.....	7
图 6：公司毛利率和净利率相对稳定.....	7
图 7：公司期间费用率稳中有降.....	7
图 8：公司主营业务以化学制剂和原料药为主.....	8
图 9：2022 年公司化学制剂板块占比 53.8%.....	8
图 10：公司经营性现金流状况良好.....	8
图 11：2023Q1-3 公司呼吸制剂板块收入超过 11 亿.....	10
图 12：预计中国典型慢性病患病人数呈上升趋势（百万人）.....	10
图 13：哮喘和 COPD 等慢性呼吸系统疾病是吸入制剂的主要适应症.....	11
图 14：预计中国 COPD 患病人数逐年提升.....	11
图 15：预计中国哮喘患者人数呈上升趋势.....	11
图 16：中国呼吸系统药物市场规模预计从 2021 年起逐年升高（单位：十亿元）.....	12
图 17：预计全球呼吸系统疾病吸入制剂市场将迎来回升.....	13
图 18：预计中国对吸入制剂需求日益增长.....	13

图 19: 国内吸入制剂市场以液体制剂为主 (2021 年)	14
图 20: 2022 年左沙丁胺醇销售过亿	15
图 21: 公司左沙丁胺醇市占率领先 (2022 年)	15
图 22: 布地奈德是中国吸入制剂市场规模最大的药物 (2021 年)	17
图 23: 公司布地奈德混悬液销售额逐年提升 (百万元)	17
图 24: 5 家企业布局国内布地奈德混悬液市场 (百万元)	17
图 25: 抗生素治疗有利于阻断恶性漩涡缓解支气管扩张症	18
图 26: 国内安布霉素销售峰值破亿	19
图 27: 公司复方异丙托溴铵销售数据可观	20
图 28: 复方异丙托溴铵市场竞争格局良好 (2022 年)	20
图 29: 国内特布他林吸入溶液销售额位居高位	21
图 30: 公司美罗培南受集采影响销售收入显著降低	22
图 31: 子公司海滨制药美罗培南市占率为 21% (2022 年)	22
图 32: 公司原料药板块业绩稳中有升	24
图 33: 受国谈影响, 艾普拉唑销售额下滑	25
图 34: 2022 年国内亮丙瑞林销售额突破 13 亿元	25
图 35: 公司亮丙瑞林产品市场竞争格局良好 (2022 年)	25
表 1: 公司管理层资历深厚、经验丰富	6
表 2: 公司设置业绩要求以激励员工, 激发团队积极性	9
表 3: 公司中长期事业合伙人持股计划专项基金提取指标明确清晰	9
表 4: 吸入治疗优势显著, 是治疗呼吸道疾病的主流方式	12
表 5: 现有吸入剂分类清晰, 按需联合解决临床痛点	13
表 6: 公司已上市的吸入制剂多已中标	14
表 7: 左旋沙丁胺醇高选择性与 β_2 受体结合快速扩张支气管	15
表 8: 多家企业积极布局盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液产品管线	16
表 9: 多家企业积极布局布地奈德混悬液产品管线	18
表 10: 健康元前瞻布局安布霉素吸入制剂	19
表 11: 多家企业积极布局复方异丙托溴铵产品管线	20
表 12: 多家企业积极布局特布他林产品管线	21
表 13: 公司在研呼吸系统产品管线丰富	22
表 14: 公司采取“以价换量”、优化产品结构措施降低美罗培南集采对收入端的影响	23
表 15: 健康元主要原料药生产、销售、库存量可观	23
表 16: 原料药子公司生产品种丰富、产能富足	23
表 17: 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健	26
表 18: 与可比公司相比, 公司估值合理	27

1、健康元：吸入制剂领跑者，多元业务开启新征程

健康元始创于1992年，总部位于深圳，历时30余年，公司现已发展成为一家创新科研型的综合医药集团。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。公司前身为深圳太太保健食品有限公司；1992-1994年南下创立，以“太太口服液”闻名于保健品行业；2002年集团收购丽珠医药集团，2010-2015年投身生物医疗，重点布局呼吸领域；2013年上海方予成立，成为国内较早布局吸入制剂的公司之一；2018年至今，公司重点布局四大创新高壁垒制剂研发平台，分别为丽珠集团的单抗、缓释微球平台，与健康元集团的吸入制剂、脂微乳平台。其中，吸入制剂和脂微乳为两大高壁垒平台，竞争优势显著。

图1：经过30余年发展，公司已成为以创新和高壁垒技术平台为核心的创新科研型医药集团



资料来源：Wind、公司官网、开源证券研究所

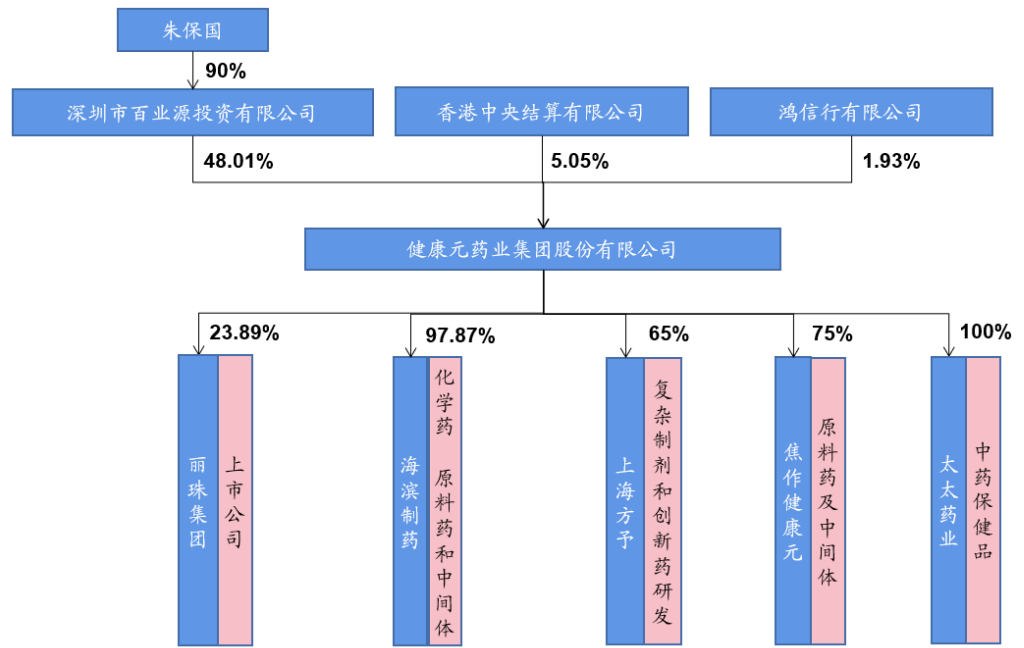
健康元产品阵容丰富，覆盖疾病范围广。公司凭借创新和高壁垒复杂制剂的技术平台，在细分赛道抢占先机。公司产品涵盖化学制剂、生物制品、化学原料药及中间体、中药制剂、诊断试剂及设备、保健食品等多重领域，涉及呼吸、肿瘤免疫、精神等重点疾病类型，丰富的产品阵容为公司获取了更多的市场机会及发展空间。

图2：公司产品阵容丰富，覆盖疾病领域广阔



资料来源：公司公告

公司股权结构清晰，子公司协同助力业务发展。朱保国为集团实际控制人。公司最大股东为深圳市百业源投资有限公司，根据 Wind 股权穿透图，截至 2024 年 3 月，其持股比例为 48.01%。集团主营业务覆盖广泛，旗下设有 20 余家控股子公司，包含丽珠医药、焦作健康元、太太生物科技、方予健康等。其中，丽珠医药集团是上市公司，业务涵盖化学试剂、生物制品、原料药和中间体、中药以及诊断试剂和设备等领域，截至 2024 年 3 月，健康元对其持股 23.89%；方予健康以打造吸入制剂为主，是健康元核心业务的主要子公司；焦作健康元主要布局原料药和中间体的生产、供应、销售。各个子公司业务明确清晰，协同助力集团向好发展。

图3：公司股权结构清晰，子公司协同助力业务发展


资料来源：Wind、开源证券研究所 截至 2024 年 3 月

公司管理层经验丰富，高质量发展领军人物。朱保国先生系公司董事长，自 1992 年公司创立之初便担任公司总经理，资历深厚。总裁俞雄复旦大学化学系毕业，深耕新药研究开发领域，是行业内知名的专家型管理者。副总裁/董事邱庆丰、林楠棋等在各自领域发挥优势，并多年担任公司各类要职，对公司财务、业务等方面较为熟悉。

表1：公司管理层资历深厚、经验丰富

姓名	职务	主要履历
朱保国	董事长	1992 年起历任本公司总经理、副董事长，现任本公司董事长及医药集团股份有限公司董事长。朱保国先生系本公司控股股东深圳市百业源投资有限公司股东及本公司实际控制人
俞雄	总裁	毕业于复旦大学化学系，2016 年起在本公司担任副总裁，现任本公司董事、总裁，丽珠集团董事，上海方予董事长，曾担任国家“新药创制”重大专项综合性新药研究开发大平台（上海医药工业研究院）负责人、“十二五”滚动课题项目技术总负责人
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，于 1996 年起历任本公司财务工作人员、财务主管、财务部经理、副总经理及本公司总经理兼董事会秘书、总裁等职务，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。曾任丽珠集团新北江制药股份有限公司车间经理、生产总监、副总经理，本公司全资子公司焦作健康元生物制品有限公司总经理。现任本公司董事、副总裁

资料来源：Wind、开源证券研究所

1.1、公司业绩稳健增长，业务占比清晰明确

公司营业收入与归母净利润逐年向好，呈阶梯式上升。2018 年以来公司营业收入稳定，2022 年公司营收 171.43 亿元，同比提升 7.79%；2023Q1-3 收入 126.51 亿元，同比下滑 2.77%。公司近五年归母净利润呈阶梯式增长，2022 年归母净利润为 15.03 亿元，同比增长 13.11%；2023Q1-3 归母净利润 10.84 亿元，同比下滑 3.81%。随着疫情负面影响消除，新产品研发逐步落地，我们预计公司收入利润将保持稳健。

图4：2018-2022 年公司营业收入逐年递增

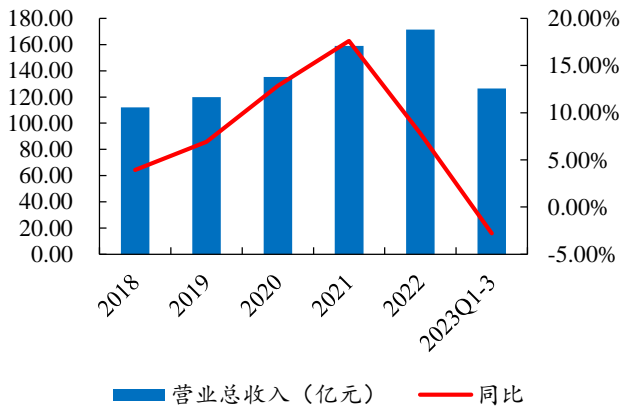
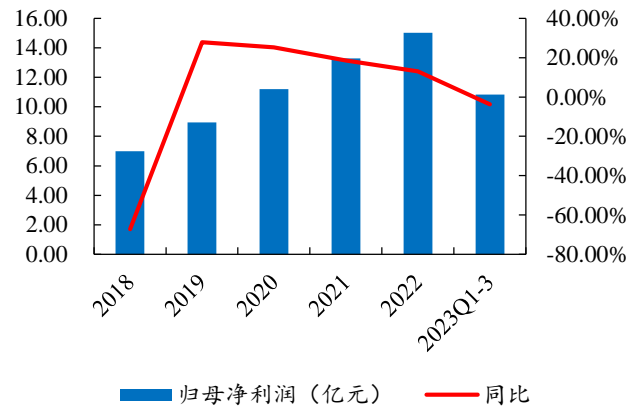


图5：2018-2022 年公司归母净利润增长态势良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司毛利率和净利率相对稳定，各项费用率稳中有降。公司近五年毛利率保持在 60-65% 的范围内，2022 年公司毛利率为 63.53%，与 2021 年基本持平；2023Q1-3 毛利率为 61.77%，同比下滑 2.95pct。2022 年公司净利率为 16.88%，同比增长 0.45pct；2023Q1-3 净利率升至 17.74%，同比增加 0.82pct。公司各项费用率相对稳健，2022 年总费用率为 42.78%，同比下滑 2.94pct；2023Q1-3 总费用率为 39.56%。公司近五年加大研发投入，提升内在核心竞争力，2022 年公司研发费用率为 10.16%，同比增加 1.38pct。

图6：公司毛利率和净利率相对稳定

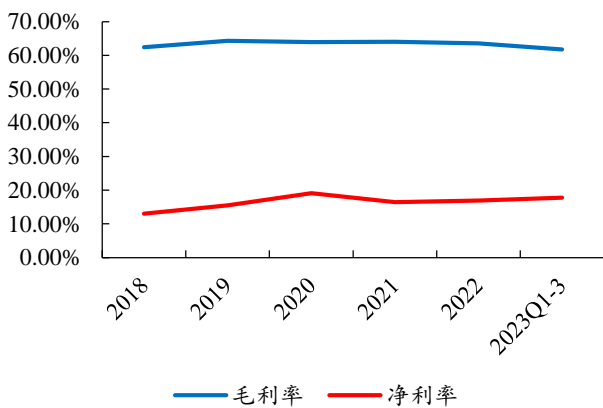
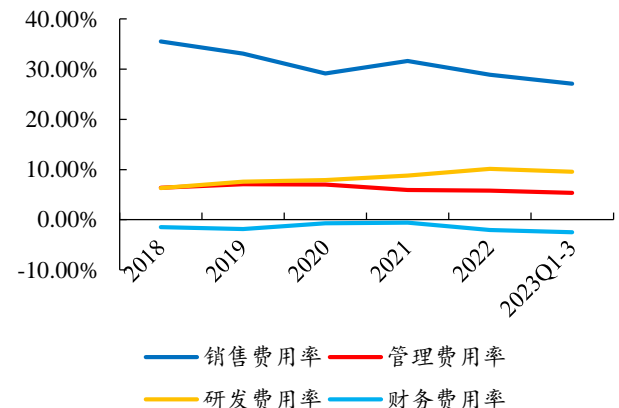


图7：公司期间费用率稳中有降



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司近五年收入结构清晰明确，以化学制剂和原料药为主。此外，公司还布局中药、诊断试剂及设备、保健品等几大类板块。其中，化学制剂收入占比由 2018 年的 46.90% 提升至 2022 年的 53.82%，2023H1 化学制剂占比 51.35%；原料药收入占比近五年维持在 30% 左右；中药业务占比略有下滑，由 2018 年的 13.81% 到 2022 年的 7.56%，但 2023H1 有所恢复，占比达 11.30%，主要原因是 2023Q1 新冠肺炎恢复期患者增多，购药频次增加所致。由于近年国家对中医药产业扶持力度逐步加大以及公司在中药板块具有深厚的产业资源和产品布局，我们预测公司中药业务收入有望提升。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/385002123030011123>