

疫情扰动下依然保持高增长，品类与场景持续丰富

海尔生物 (688139.SH)

推荐 首次评级

合理估值区间：82.60-94.40 元

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

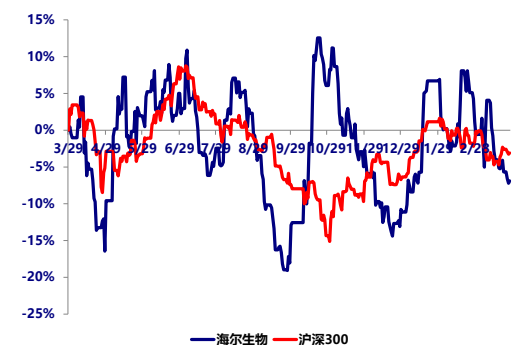
特此鸣谢: 姚书远

市场数据

2023-03-29

A 股收盘价(元)	66.32
A 股一年内最高价(元)	81.90
A 股一年内最低价(元)	57.05
沪深 300	4006.14
市盈率 (2016)	35.10
总股本 (万股)	31795.25
实际流通 A 股(万股)	31795.25
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	210.87

相对沪深 300 表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2022 年报, 全年实现总收入 28.64 亿元 (+34.72%); 归母净利润 6.01 亿元 (-28.90%); 扣非净利润 5.33 亿元 (+27.43%)。剔除去年 Mesa 收益影响, 归母净利润同比增长 25.22%, 扣非净利润同比增长 29.81%。第四季度实现营业总收入 7.89 亿元 (+30.22%); 归母净利润 1.39 亿元 (-5.11%); 扣非净利润 1.25 亿元 (+21.05%)。
- **两大板块持续高成长, 用户场景进一步细分与延伸:** 生命科学板块实现收入 12.45 亿元 (+42.43%)。针对高校升级生物样本库方案实现自动智能化并在多个大学落地; 生物制药用户数量上升, 公司针对推出样本冻存、样本干燥等新品; 智慧实验室全场景方案细分至 7 大用户场景; 实验室新品类收入快速增长。医疗创新板块实现收入 16.10 亿元 (+29.41%)。针对医院推出智能静配等方案 (10+家医院落地); 针对公卫用户推出基层医疗机构智慧公卫体检工作站等方案, 智慧疫苗接种方案 4,000+家接种点; 针对血/浆站推出供血自动化管理系统等方案, 智慧血液管理方案复制多个城市网。
- **全球市场体系不断升级, 推动海内外业务高增长:** 国内业务实现收入 20.22 亿元 (+27.50%), 公司新进入湖北汉江国家实验室等科研、制药公司用户。海外业务实现收入 8.34 亿元 (+56.45%)。海外经销网络 700+家, 新覆盖 8 个中东欧地区国家; 完善欧亚美当地化团队, 建立体验培训中心体系 (阿联酋、尼日利亚、新加坡、英国等) 和仓储物流中心体系 (荷兰、美国等); 与 40+全球性国际组织建立合作, 超低温、生物安全柜等产品进入用户采购名单。
- **投资建议:** 海尔生物是依托领先的低温存储技术和物联网解决方案, 发展实验室装备及医疗自动化产品, 长期增长前景良好。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.52/9.81/12.48 亿元, 同比增长 25.10%/30.47%/27.31%, EPS 为 2.36/3.08/3.93 元, 当前股价对应 PE 为 27.96/21.43/16.83 倍, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 海外拓展不及预期的风险、原料涨价的风险、业绩受疫情影响的风险、产品研发与放量不及预期的风险。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2864.04	3595.02	4705.12	5999.07
收入增长率%	34.72	25.52	30.88	27.50
净利润 (百万元)	600.79	751.60	980.64	1248.42
利润增速%	-28.90	25.10	30.47	27.31
毛利率%	48.15	48.33	48.25	47.61
摊薄 EPS(元)	1.89	2.36	3.08	3.93
PE	34.98	27.96	21.43	16.83
PB	5.23	4.43	3.67	3.01
PS	7.34	5.84	4.46	3.50

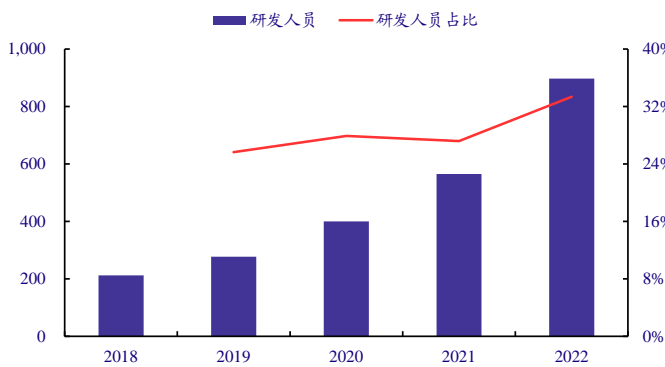
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司持续增加研发投入，多项成果取得突破

公司围绕生命科学和医疗创新数字场景战略，逐步构筑起低温、自动化、分离、耗材、试剂等七大技术平台，报告期内取得一系列研发成果：公司在低温技术平台上先后突破精准控温、ADRC 算法、冻干、斯特林制冷控制、主动式航空温控等技术；突破精准高速变频控制、多参数耦合精准控制等关键技术，实现系列化高性能离心机产品研发，并推进国内首台 50000rpm 超高速离心机的批量化生产进程；公司加快拓展自动化、软件等技术平台，加大耗材和试剂技术平台的创新力度。

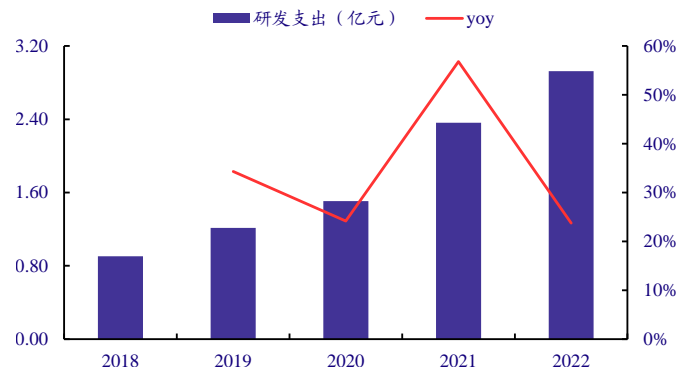
2022 年公司新增专利 271 件，新增发明专利 11 件，累计拥有专利数量较同期增长 50%；新获软件著作权 89 件，新增 5 家基础实验室，新增实验室测试能力 85 项，不断积聚创新动能。2022 年公司主导或参与发布 1 项国际标准，2 项国家标准，9 项团体标准及 1 项 CQC 认证技术规范，累计获得省级以上科技奖励 24 项，并有 28 项技术成果被鉴定为国际领先水平，实现标准的行业引领。

图 1：海尔生物研发人数和占比 2018-2022



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：海尔生物研发支出与增速 2018-2022

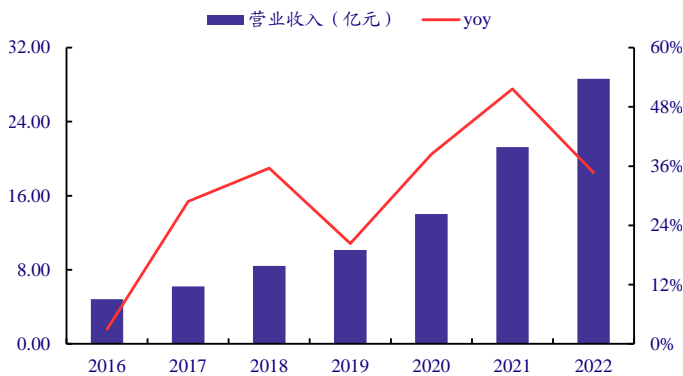


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

剔除抗疫专项业务影响，毛利率保持稳定

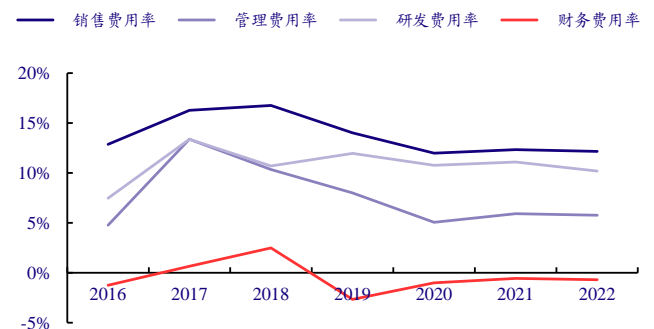
2022 年全年公司毛利率 48.07%，下降 2.01 个百分点，剔除抗疫专项业务的影响，公司毛利保持稳定。期间销售费用 3.48 亿元，上升 32.81%，主要因收入增长、人员增加导致。管理费用 1.65 亿元，下降 31.53%，主要因本期人工费用及无形资产摊销费用增加导致。财务费用 -0.20 亿元，上升 70.67%，主要因利息收入增加所致。研发费用 2.92 亿元，上升 23.77%，主要因研发投入及研发人员增加所致。经营性现金流 6.32 亿元，同比增长 6.87%。

图 3: 海尔生物营收和增速 2016-2022



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 4: 海尔生物费用率 2016-2022



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3488.52	4595.66	6009.97	7856.44	营业收入	2864.04	3595.02	4705.12	5999.07
现金	951.78	1651.12	2894.93	4174.09	营业成本	1484.88	1857.41	2434.82	3142.94
应收账款	155.82	200.69	318.19	410.05	营业税金及附加	22.60	28.37	37.13	47.34
其它应收款	3.99	45.18	24.39	70.98	营业费用	348.37	431.40	564.61	695.89
预付账款	38.22	47.81	65.11	87.19	管理费用	165.35	197.73	258.78	317.95
存货	270.55	551.96	593.87	972.51	财务费用	-20.28	0.00	0.00	0.00
其他	2068.16	2098.90	2113.48	2141.63	资产减值损失	-5.41	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2000.48	1967.88	1930.33	1887.97	公允价值变动收益	-7.01	0.00	0.00	0.00
长期投资	123.65	123.65	123.65	123.65	投资净收益	74.72	71.90	94.10	119.98
固定资产	395.94	460.93	506.99	537.48	营业利润	675.68	846.26	1103.73	1404.72
无形资产	312.35	286.00	259.65	233.29	营业外收入	3.14	3.32	3.32	3.32
其他	1168.54	1097.30	1040.04	993.55	营业外支出	3.48	4.73	4.73	4.73
资产总计	5489.00	6563.54	7940.30	9744.41	利润总额	675.34	844.86	1102.32	1403.32
流动负债	1184.48	1523.89	1901.75	2434.20	所得税	63.36	79.27	103.42	131.66
短期借款	10.01	10.01	10.01	10.01	净利润	611.97	765.59	998.90	1271.65
应付账款	336.21	435.90	549.18	687.48	少数股东损益	11.18	13.99	18.25	23.24
其他	838.25	1077.97	1342.55	1736.71	归属母公司净利润	600.79	751.60	980.64	1248.42
非流动负债	156.17	156.17	156.17	156.17	EBITDA	660.24	841.96	1082.18	1362.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.89	2.36	3.08	3.93
其他	156.17	156.17	156.17	156.17					
负债合计	1340.65	1680.06	2057.92	2590.37	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	127.71	141.70	159.96	183.19	营业收入	34.72%	25.52%	30.88%	27.50%
归属母公司股东权益	4020.64	4741.79	5722.43	6970.85	营业利润	-29.72%	25.25%	30.42%	27.27%
负债和股东权益	5489.00	6563.54	7940.30	9744.41	归属母公司净利润	-28.90%	25.10%	30.47%	27.31%
					毛利率	48.15%	48.33%	48.25%	47.61%
					净利率	20.98%	20.91%	20.84%	20.81%
					ROE	14.94%	15.85%	17.14%	17.91%
					ROIC	12.90%	14.26%	15.46%	16.19%
					资产负债率	24.42%	25.60%	25.92%	26.58%
					净负债比率	32.32%	34.40%	34.98%	36.21%
					流动比率	2.95	3.02	3.16	3.23
					速动比率	2.68	2.62	2.81	2.79
					总资产周转率	0.52	0.55	0.59	0.62
					应收帐款周转率	18.38	17.91	14.79	14.63
					应付帐款周转率	8.52	8.25	8.57	8.73
					每股收益	1.89	2.36	3.08	3.93
					每股经营现金	1.99	2.18	3.73	3.76
					每股净资产	12.65	14.91	18.00	21.92
					P/E	34.98	27.96	21.43	16.83
					P/B	5.23	4.43	3.67	3.01
					EV/EBITDA	29.10	23.04	16.78	12.39
					P/S	7.34	5.84	4.46	3.50

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医疗行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得2022年新财富最佳分析师医药行业第4名、2021年新财富最佳分析师医药行业第5名、上海证券报最佳分析师第2名，2020年新财富最佳分析师医药行业入围，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252612 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn