

健帆生物 (300529.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

血液灌流有望见底回升,设备产品快速

爆发

事件简述

2023年3月30日,公司发布2022年年度报告。2022年公司实现收入24.91亿元,同比-7%;实现归母净利润8.90亿元,同比-26%;实现扣非归母净利润8.22亿元,同比-28%;

分季度来看,2022Q4公司实现收入4.66亿元,同比-48%,归母净利润0.16亿元,同比-95%,扣非归母净利润0.03亿元,同比-99%。公司当日同时发布了健帆生物公司奋斗者一号员工持股计划(草案),拟通过员工自筹资金与公司激励基金1:1配比形式筹集资金不超过1.5亿用于持股计划。

经营分析

肾科与肝科产品收入下滑,血液净化设备快速拓展。公司全年血液灌流器实现收入20.25亿元,同比-13%;血浆胆红素吸附器实现收入1.15亿元,同比-26%。受到国内疫情等因素影响,肾科及肝科相关产品有一定下滑。但危重症产品取得较好业绩,在国内实现收入2.29亿元,同比+32%。同时血液净化设备实现收入1.98亿元,同比+163%,DX-10等设备产品装机销售实现快速增长。

费用率整体增长明显,研发投入快速提升。公司全年整体费用率增长明显,研发投入2.54亿元,同比+46%。公司投资建设的健帆科学楼目前建筑主体已改造完成,预计2023年将投入使用。2022年血液透析器、3个不同配方的透析粉液以及柠檬酸消毒液产品顺利获证,将更全面的满足多样化的血液透析治疗需求。

发布新一期员工持股计划,考核指标侧重长期业绩表现。员工持股计划的业绩考核年度为2023-2027年五个会计年度,两个归属期考核指标分别为:1)2023-2025年累计净利润达到36亿元;2)2023-2027年累计净利润达到70亿元,体现出公司对长期经营业绩的重视,充分调动核心骨干员工的积极性。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司在血液净化领域的竞争力,预计2023-2025年公司归母净利润分别为11.13、13.52、16.37亿元,同比增长25%、21%、21%,EPS分别为1.38、1.67、2.03元,现价对应PE为22、18、15倍,维持“买入”评级。

风险提示

医保控费政策风险;新产品研发不达预期风险;产品推广不达预期风险;产能建设及使用不达预期风险。

医疗组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

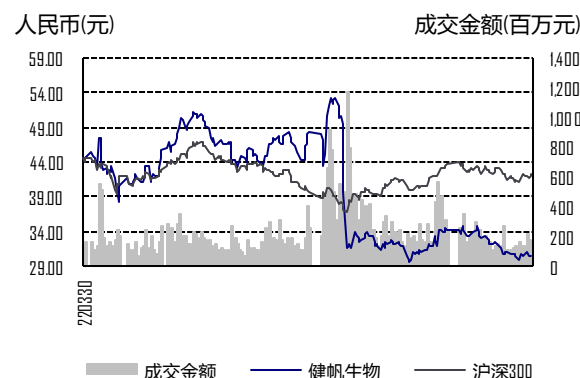
联系人:何冠洲

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):30.61元

相关报告:

- 《健帆生物公司点评:下半年业绩持续承压,透析器新品完成国内获批》,2023.1.12
- 《三季度收入表现承压,研发投入持续增长-健帆生物2022 三季报...》,2022.10.28
- 《肾科产品重回高速轨道,研发投入持续加大-健帆生物2022 年中...》,2022.8.26



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,675	2,491	3,048	3,686	4,453
营业收入增长率	37.15%	-6.88%	22.34%	20.93%	20.81%
归母净利润(百万元)	1,197	890	1,113	1,352	1,637
归母净利润增长率	36.74%	-25.67%	25.15%	21.44%	21.06%
摊薄每股收益(元)	1.486	1.101	1.378	1.674	2.026
每股经营性现金流净额	1.55	1.09	1.64	1.77	2.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	35.63%	24.89%	27.91%	29.05%	29.85%
P/E	35.87	28.12	22.21	18.29	15.11
P/B	12.78	7.00	6.20	5.31	4.51

来源:公司年报、国金证券研究所

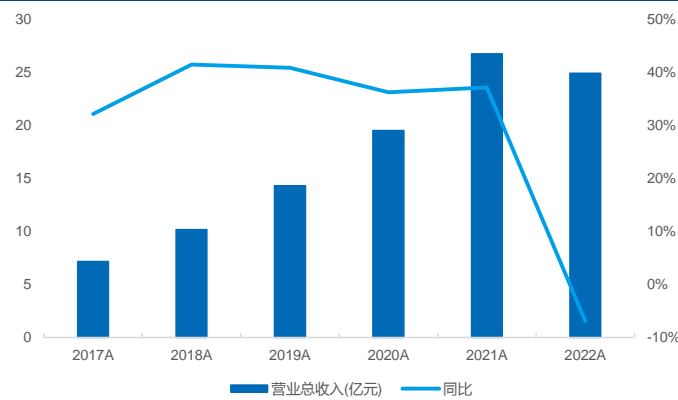
危重症领域产品实现拓展，血液净化设备快速爆发

2022 年公司由于国内疫情等因素影响，肾科及肝科相关产品有一定下滑，但随着血液灌流技术在心外科体外循环、脓毒症、急性胰腺炎等重症领域的应用推广，公司危重症相关产品的销售取得较好的业绩，危重症领域相关产品在国内实现收入 2.29 亿元，同比增长 32%。此外肾科、肝科、危重症领域相关产品覆盖医院数量已分别超过 6000、1600、1700 家。

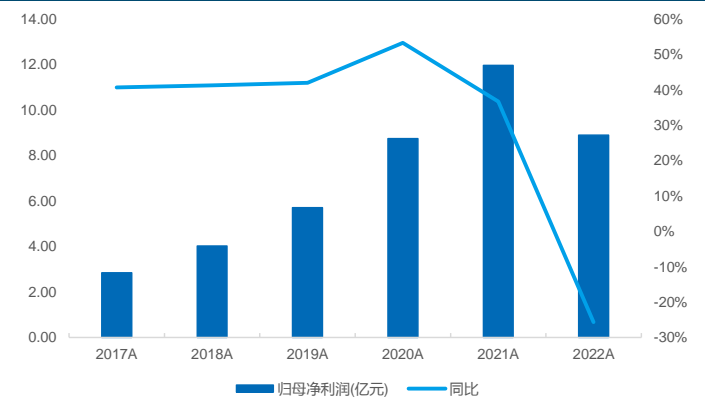
在主营业务中，公司一次性使用血液灌流器实现收入 20.25 亿元，同比-13%；一次性使用血浆胆红素吸附器实现收入 1.15 亿元，同比-26%；血液净化设备实现收入 1.98 亿元，同比+163%；血液透析粉液产品实现收入 7455 万元，同比+38%。2022 年底 DX-10 血液净化机累计装机量已达到约 2000 台，设备产品销售实现快速爆发。

分地区来看，公司境内业务实现收入 24.29 亿元，同比-5%；国外业务实现收入 6249 万元，同比-51%，占总收入比例达到 2.5%。海外销售下滑主要系 2022 年危重症病人数量减少以及推广活动困难等因素，未来产品国际化进程还将持续推进。

图表1: 2017-2022 公司营业收入及增速



图表2: 2017-2022 公司归母净利润

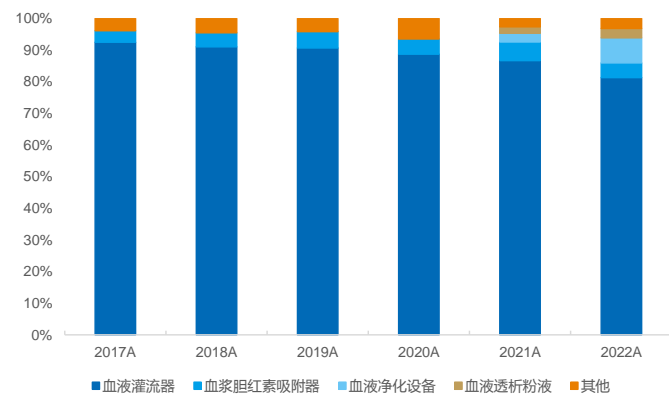


来源：公司公告，国金证券研究所

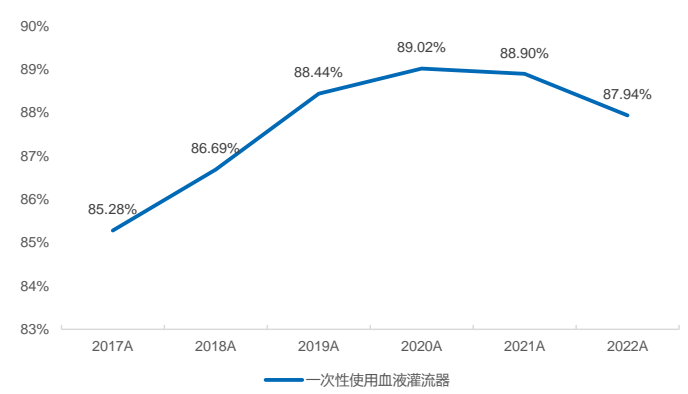
来源：公司公告，国金证券研究所

从产品毛利率来看，公司一次性使用血液灌流器毛利率为 87.9%，同比-1.0pct，预计主要系原材料价格持续上涨，且公司金鼎、湖北等产业园陆续投入使用，导致产品生产成本持续增加。

图表3: 2017-2022 公司收入结构变化



图表4: 2017-2022 公司血液灌流器毛利率变化



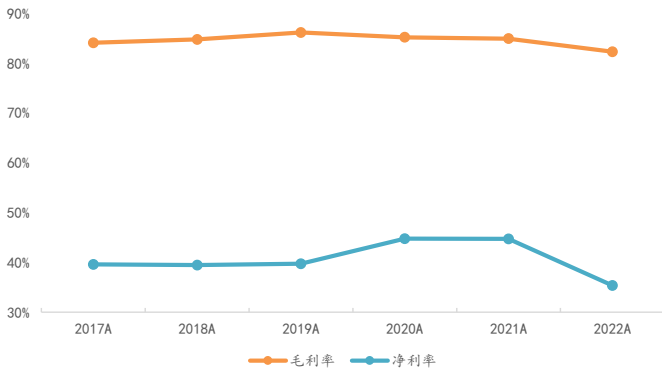
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

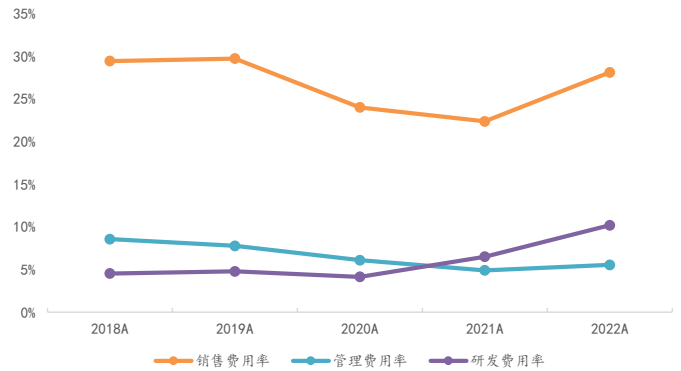
费用率整体增长明显，研发投入快速提升

2022 年公司综合毛利率达到 82.3%，同比-2.6pct，除灌流器产品毛利率下降外，公司产品结构中设备类与透析粉液占比提升也有一定影响；净利率达到 35.4%，同比-9.3pct，费用率整体提升明显。公司全年销售费用率 28.1%，同比+5.8pct；管理费用率 5.5%，同比+0.6pct；研发费用率 10.2%，同比+3.7pct。2022 年公司研发投入 2.54 亿元，同比+46%。公司投资建设的健帆科学楼目前建筑主体已改造完成，预计 2023 年将投入使用。血液透析器、3 个不同配方的透析粉液以及柠檬酸消毒液产品顺利获证，将更全面的满足多样化的血液透析治疗需求。

图表5: 2017-2022 公司利润率变化



图表6: 2017-2022 公司费用率变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

发布新一期员工持股计划, 考核指标侧重长期业绩表现

3月30号, 公司还同时发布了健帆生物公司奋斗者一号员工持股计划(草案), 持有人为不超过110名公司董事、监事、高级管理人员、核心骨干人员, 拟通过员工自筹资金与公司激励基金1:1配比形式筹集资金不超过1.5亿元用于持股计划。员工持股计划的业绩考核年度为2023-2027年五个会计年度, 两个归属期考核指标分别为: 1) 2023-2025年累计净利润达到36亿元; 2) 2023-2027年累计净利润达到70亿元, 体现出公司对长期经营业绩的重视, 充分调动核心骨干员工的积极性。

图表7: 员工持股计划持有人名单及份额

姓名	职务	持有份额(万份)	占总份额的比例
唐先敏	董事、副总经理	1200	8.00%
张广海	董事、副总经理	600	4.00%
曾凯	董事、副总经理	300	2.00%
李峰	董事	300	2.00%
吴爱军	副总经理	600	4.00%
李得志	副总经理	400	2.67%
黄聪	董事会秘书	200	1.33%
陈耀红	监事	60	0.40%
公司(含控股子公司)核心骨干人员(不超过102人)		11340	75.60%
合计		15000	100.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表8: 员工持股计划公司业绩考核指标

归属安排	公司业绩考核指标要求	归属比例
第一个归属期	2023至2025年累计净利润达到36亿元	50%
第二个归属期	2023至2027年累计净利润达到70亿元	50%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

风险提示

医保控费政策风险：若未来公司部分产品纳入带量采购等医保控费政策，出现公司产品价格下降幅度过大或公司未能完成产品中标的情况，将可能对公司业绩造成负面影响。

新产品研发不达预期风险：若公司不同板块在研产品推进缓慢，或研发项目失败而中止，将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险。

产品推广不达预期风险：如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低，导致产品上市后推广进场缓慢，将可能对公司档期业绩增长造成负面影响。

产能建设及使用不达预期风险：若公司产能建设进度缓慢或未来利用率较低，将可能限制公司产品销售增长速度。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,951	2,675	2,491	3,048	3,686	4,453	货币资金	1,575	2,319	2,559	2,502	2,827	3,323
增长率		37.1%	-6.9%	22.3%	20.9%	20.8%	应收款项	226	314	246	346	419	506
主营业务成本	-288	-402	-440	-545	-666	-827	存货	121	197	349	298	365	453
%销售收入	14.8%	15.0%	17.7%	17.9%	18.1%	18.6%	其他流动资产	65	225	139	128	150	179
毛利	1,663	2,273	2,051	2,503	3,020	3,626	流动资产	1,987	3,056	3,293	3,275	3,761	4,461
%销售收入	85.2%	85.0%	82.3%	82.1%	81.9%	81.4%	%总资产	61.8%	63.5%	60.8%	58.7%	59.3%	61.2%
营业税金及附加	-29	-40	-35	-46	-55	-67	长期投资	99	111	69	69	169	269
%销售收入	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	906	1,252	1,651	1,805	1,967	2,097
销售费用	-468	-598	-701	-732	-885	-1,046	%总资产	28.2%	26.0%	30.5%	32.3%	31.0%	28.8%
%销售收入	24.0%	22.4%	28.1%	24.0%	24.0%	23.5%	无形资产	154	181	197	214	229	248
管理费用	-119	-131	-138	-162	-184	-214	非流动资产	1,230	1,754	2,120	2,309	2,585	2,833
%销售收入	6.1%	4.9%	5.5%	5.3%	5.0%	4.8%	%总资产	38.2%	36.5%	39.2%	41.3%	40.7%	38.8%
研发费用	-81	-174	-254	-305	-369	-445	资产总计	3,217	4,810	5,413	5,583	6,345	7,294
%销售收入	4.1%	6.5%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%	短期借款	0	3	322	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	966	1,330	924	1,260	1,527	1,853	应付款项	142	171	206	264	320	389
%销售收入	49.5%	49.7%	37.1%	41.3%	41.4%	41.6%	其他流动负债	189	212	189	214	259	313
财务费用	27	12	18	-1	12	21	流动负债	331	386	717	478	579	702
%销售收入	-1.4%	-0.5%	-0.7%	0.0%	-0.3%	-0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-2	-7	-5	0	0	0	其他长期负债	52	1,040	1,106	1,101	1,098	1,095
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	383	1,426	1,823	1,579	1,677	1,797
投资收益	15	29	11	10	10	10	普通股股东权益	2,807	3,359	3,574	3,989	4,654	5,483
%税前利润	1.5%	2.0%	1.0%	0.8%	0.6%	0.5%	其中：股本	799	805	808	808	808	808
营业利润	1,054	1,418	1,029	1,319	1,599	1,934	未分配利润	1,368	1,933	2,103	2,650	3,316	4,145
营业利润率	54.0%	53.0%	41.3%	43.3%	43.4%	43.4%	少数股东权益	27	25	16	15	14	13
营业外收支	-22	-11	-13	-10	-10	-10	负债股东权益合计	3,217	4,810	5,413	5,583	6,345	7,294
税前利润	1,032	1,407	1,017	1,309	1,589	1,924	比率分析						
利润率	52.9%	52.6%	40.8%	42.9%	43.1%	43.2%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-159	-211	-136	-196	-238	-289	每股指标						
所得税率	15.4%	15.0%	13.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.095	1.486	1.101	1.378	1.674	2.026
净利润	873	1,196	881	1,112	1,351	1,636	每股净资产	3.512	4.170	4.425	4.939	5.762	6.789
少数股东损益	-2	-1	-9	-1	-1	-1	每股经营现金净流	1.198	1.551	1.094	1.642	1.769	2.111
归属于母公司的净利润	875	1,197	890	1,113	1,352	1,637	每股股利	0.900	0.660	0.900	0.700	0.850	1.000
净利率	44.9%	44.7%	35.7%	36.5%	36.7%	36.8%	回报率						
							净资产收益率	31.18%	35.63%	24.89%	27.91%	29.05%	29.85%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	27.21%	24.88%	16.43%	19.94%	21.31%	22.44%
							投入资本收益率	28.83%	26.38%	16.50%	21.67%	23.16%	24.49%
							增长率						
净利润	873	1,196	881	1,112	1,351	1,636	主营业务收入增长率	36.24%	37.15%	-6.88%	22.34%	20.93%	20.81%
少数股东损益	-2	-1	-9	-1	-1	-1	EBIT增长率	59.34%	37.71%	-30.56%	36.40%	21.22%	21.36%
非现金支出	41	65	87	83	95	108	净利润增长率	53.33%	36.74%	-25.67%	25.15%	21.44%	21.06%
非经营收益	-18	-37	24	87	43	43	总资产增长率	28.94%	49.54%	12.54%	3.14%	13.65%	14.95%
营运资金变动	61	25	-109	44	-60	-81	资产管理能力						
经营活动现金净流	957	1,249	884	1,326	1,429	1,705	应收账款周转天数	30.5	29.8	36.0	35.0	35.0	35.0
资本开支	-356	-536	-469	-315	-281	-266	存货周转天数	135.0	144.0	226.3	200.0	200.0	200.0
投资	0	-163	153	0	-100	-100	应付账款周转天数	52.6	50.4	67.6	60.0	60.0	60.0
其他	15	29	10	10	10	10	固定资产周转天数	120.3	129.7	172.4	153.3	138.0	124.0
投资活动现金净流	-341	-670	-306	-305	-371	-356	偿债能力						
股权募资	73	195	67	-133	0	0	净负债/股东权益	-55.58%	-46.37%	-36.21%	-39.08%	-40.48%	-43.41%
债权募资	0	998	296	-322	0	0	EBIT利息保障倍数	-35.6	-106.9	-51.8	1,019.4	-124.8	-88.5
其他	-386	-1,028	-730	-619	-729	-850	资产负债率	11.91%	29.66%	33.67%	28.28%	26.42%	24.64%
筹资活动现金净流	-313	165	-366	-1,074	-729	-850							
现金净流量	303	744	212	-52	328	498							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-03	买入	68.95	N/A
2	2021-10-26	买入	53.95	N/A
3	2022-01-18	买入	54.72	N/A
4	2022-04-12	买入	44.01	N/A
5	2022-04-13	买入	48.34	N/A
6	2022-08-26	买入	45.01	N/A
7	2022-10-28	买入	49.50	N/A
8	2023-01-12	买入	32.85	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402