

2018年11月05日

证券研究报告·公司研究报告

健帆生物 (300529) 医药生物

增持 (首次)

当前价: 45.55 元

目标价: 50.40 元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 延续高速增长态势，净利润率提升明显

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司 2018 年前三季度实现营业收入 7.0 亿元, 同比增长 42.0%; 实现归母净利润 3.1 亿元, 同比增长 50.4%; 实现扣非后归母净利润 2.6 亿元, 同比增长 46.5%; 实现经营性现金流净额 2.2 亿元, 同比增长 8.4%。
- **延续高速增长态势, 净利润率提升明显:** 公司前三季度实现收入和归母净利润同比增速分别为 42.0% 和 50.4%, 延续高速增长态势。从单季度看: 2018Q1-Q3 收入增速分别为 39.6%、38.4% 和 48.1%, 归母净利润同比增速分别为 50.9%、34.2% 和 76.2%。其中第三季度单季度收入和净利润同比增长加速, 超市场预期。目前公司学术推广团队近 800 人, 覆盖 3800 家左右二级以上医院, 带动了公司收入和业绩快速增长。从盈利能力上看: 前三季度公司毛利率同比提升了 0.93pp, 期间费用率同比下降 0.13pp, 从而导致公司净利润率同比提升了 2.42pp。考虑到公司前三季度研发投入 3143 万元, 同比增速高达 82.2%, 即我们认为公司规模效应凸显, 随着收入规模的扩大, 公司净利润率或将进一步提升。
- **一次性血液灌流器, 延续高速增长态势:** 公司在血液灌流领域一枝独秀, 市场占比在 95% 左右, 为行业开拓者和领头羊。血液灌流多中心 RCT 研究成果显示健帆创新产品 HA130 血液灌流器联合血液透析治疗具有良好的安全性。一周一次的 HA130 血液灌流治疗具有显著降低透析患者  $\beta$  2-MG 和 PTH 水平以及改善瘙痒症状的效果, 更重要的是, 研究证实低通量透析联合 HA130 血液灌流具有优于高通量透析的疗效, 为临床提供一种简单可行的血液净化治疗模式。多中心临床开创了维持性血液透析患者血液灌流治疗循证医学研究的先河, 为 A 类循证医学证据。我们认为在 A 类循证医学证据支持下, 将延续快速增长态势。
- **积极布局血液净化全产业链, 开启肾病保险新探索:** 公司收购或设立天津标准生物、湖北健帆和天津健帆, 将产品线延伸至血液透析粉液等产品, 进一步拓展血液净化全产业链。公司于 2018 年 4 月 18 日与众惠保险社签署《战略合作协议》, 拟利用相互保险的产品、模式及服务, 更专业的服务肾病健康和人群, 合作开发肾病领域的相关保险产品。作为肾病健康管理领域的新探索, 其未来的发展值得期待。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 4 亿元、5.1 亿元和 6.6 亿元, 对应当前股价估值分别为 52 倍、41 倍和 32 倍, 未来三年归母净利润将保持 32% 的复合增长率。从其他龙头医疗器械公司估值情况看, 2018-2020 年平均估值分别为 41.5 倍、32.4 倍和 25.4 倍, 我们认为公司产品无进口产品竞争, 且国内绝对龙头, 理应享受估值溢价, 给予公司 2019 年估值 45 倍, 对应目标价 50.4 元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 产品质量和医疗事故风险、行业监管政策变动风险、产品结构相对单一的风险、新产品放量或低于预期的风险、公司销售或不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	718.49	972.69	1268.28	1648.77
增长率	32.16%	35.38%	30.39%	30.00%
归属母公司净利润 (百万元)	284.41	398.55	513.99	658.46
增长率	40.72%	40.13%	28.96%	28.11%
每股收益 EPS (元)	0.62	0.87	1.12	1.44
净资产收益率 ROE	20.44%	19.08%	21.08%	22.82%
PE	73	52	41	32
PB	15.01	10.00	8.57	7.24

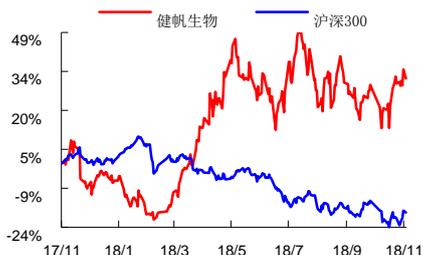
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.18
流通 A 股(亿股)	1.07
52 周内股价区间(元)	26.94-50.21
总市值(亿元)	190.21
总资产(亿元)	18.80
每股净资产(元)	3.82

### 相关研究

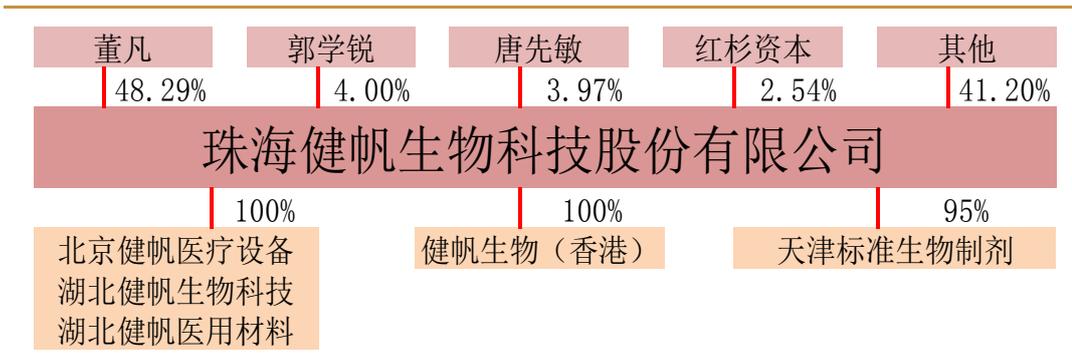
## 公司为国内血液灌流行业领跑者

健帆生物的前身为丽珠集团旗下丽珠医用生物材料厂，2002 年从丽珠集团独立后，在公司董事长董凡的带领下，完成了主营业务由医用手术缝线和树脂绷带到血液净化耗材和设备的转变，目前已发展成为国内血液灌流行业龙头企业。

从股权结构上看，董事长董凡持股比例为 43.8%，为实际控制人。上市前，公司主要高管团队和核心人员目前均持有 0.15-4% 的股份，同时 2018 年初公司实时第一期股票期权激励计划，公司管理团队和技术人员的利益绑定有利于公司长期稳定发展。

从产品线上看，公司已经形成以一次性使用血液灌流器、一次性使用血浆胆红素吸附器、DNA 免疫吸附柱及血液净化设备为支柱的血液净化产品体系。公司已自主开发三类血液灌流耗材产品及两款血液灌流设备并上市销售，另有近十个产品处于临床前研发阶段。2013 年 12 月，公司通过收购戴博瑞克增加了一款血液净化机。目前公司已成为国内血液净化领域产品线最全的公司之一。

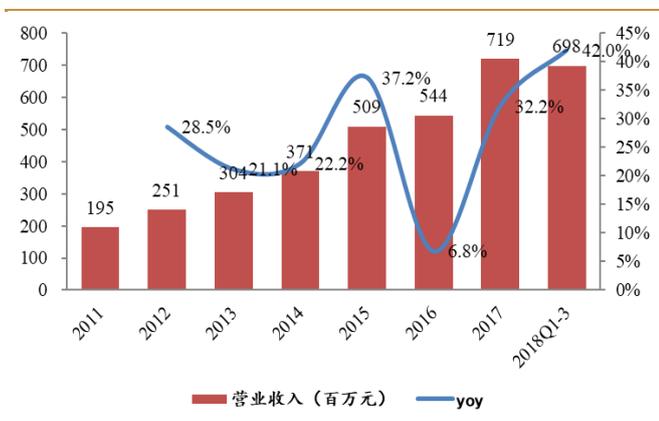
图 1：公司股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

公司 2011-2017 年收入和归母净利润呈快速增长态势，其中 2016 年收入和归母净利润增速有所下降主要系上市后销售调整影响所致，2017 年收入和净利润均恢复快速增长，2011-2017 年收入和归母净利润复合增速分别为 24.3% 和 24.7%，到 2018 年前三季度实现收入和归母净利润分别为 42.0% 和 50.4%。

图 2：公司近年来收入增长情况



数据来源：wind，西南证券整理

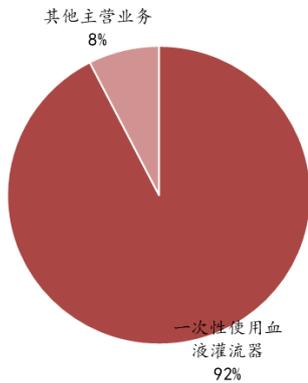
图 3：公司近年来归母净利润增长情况



数据来源：wind，西南证券整理

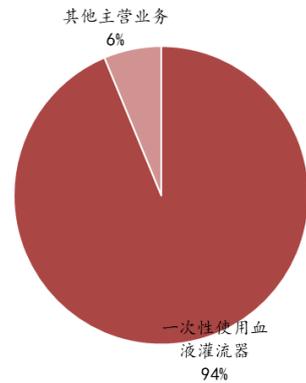
公司核心收入来源为一次性血液灌流器，2017 年收入和毛利占比分别为 92%和 94%。

图 4：2017 年公司收入结构



数据来源：wind，西南证券整理

图 5：2017 年公司毛利结构



数据来源：wind，西南证券整理

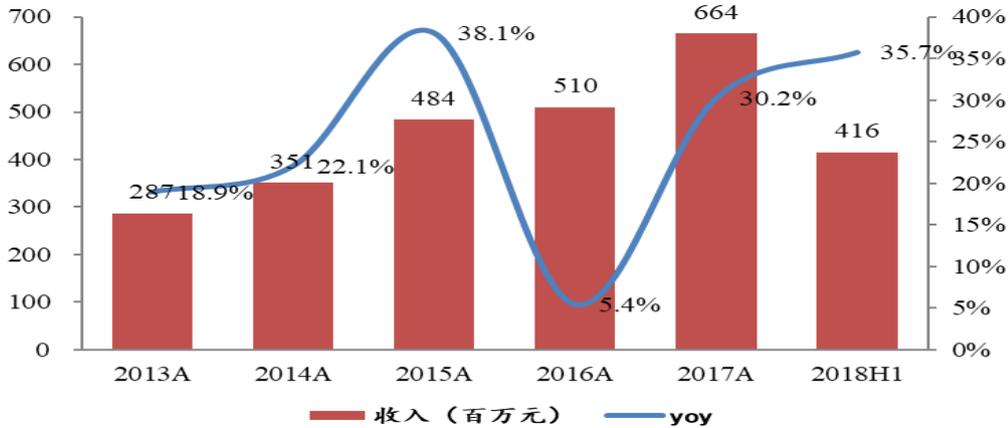
## 核心产品：一次性血液灌流器空间分析

血液净化是指利用血液净化装置把患者的血液导出体外，经过弥散、对流及吸附等方式，清除血液中某些致病物质，再将血液引回体内，从而达到治疗疾病的目的。血液灌流作为血液净化的主要手段之一，目前正处于发展的上升阶段。从治疗方式上看，血液灌流技术通过血液灌流器中吸附剂吸附毒物、药物、代谢产物，达到清除和净化目的，因此产品质量直接关系到患者的生命健康安全；从应用领域看，自 2010 年卫生部出台《血液净化标准操作规程（2010 版）》，对血液净化技术的操作和临床应用进行了明确指导，血液灌流技术的适应症范围由初期的尿毒症和中毒拓展至多个疑难和危重疾病领域。

中国是世界上人口最多的国家，据卫生部的统计数据推算：我国有尿毒症、肝硬化、急性中毒、以系统性红斑狼疮和类风湿性关节炎为主的自身免疫性疾病、以及严重脓毒症和高脂血症患者共计 3-4 千万人，此外每年新增急性中毒患者高达约 70 万人，可以开展血液灌流治疗的潜在患者人数众多。

广东省生物医学工程学会张学元教授，对维持性透析并发症、重症肝病、急性中毒、自身免疫性疾病、系统性红斑狼疮、和高脂血症等治疗领域的初步估算显示，血液灌流技术的市场容量高达 100 亿元。

2017 年公司一次性灌流器实现收入 6.6 亿元，同比增速高达 30.2%。根据草根调研，公司市场占比约 95%左右，公司为行业绝对龙头。

**图 6: 公司一次性灌流器收入及增速情况**


数据来源: wind, 西南证券整理

## 盈利预测与估值

### 关键假设:

假设 1: 公司一次性血液灌流器 2018-2020 年销量增速分别为 35%、30%和 30%，毛利率维持在 86%;

假设 2: 公司其他业务 2018-2020 年收入增速分别为维持 40%、35%和 30%，毛利率维持在 70%左右;

假设 3: 公司三费率无明显变化。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>合计</b>					
营业收入	543.6	718.5	972.7	1,268.3	1,648.8
yoy	6.8%	32.2%	35.4%	30.4%	30.0%
营业成本	87.3	113.9	148.3	193.9	252.1
毛利率	83.9%	84.1%	84.8%	84.7%	84.7%
<b>一次性使用血液灌流器</b>					
收入	510.2	664.3	896.8	1,165.8	1,515.6
yoy	5.4%	30.2%	35.0%	30.0%	30.0%
成本	78.8	97.8	125.6	163.2	212.2
毛利率	84.6%	85.3%	86.0%	86.0%	86.0%
<b>其他</b>					
收入	33.4	54.2	75.9	102.4	133.2
yoy	263.2%	61.9%	40.0%	35.0%	30.0%

单位: 百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成本	8.5	16.1	22.8	30.7	40.0
毛利率	74.6%	70.3%	70.0%	70.0%	70.0%

数据来源: wind, 西南证券

公司为医疗器械领域细分领域行业龙头, 无严格可比公司, 从其他龙头医疗器械公司估值情况看, 2018-2020 年平均估值分别为 41.5 倍、32.4 倍和 25.4 倍, 公司估值分别为 52.4 倍、40.6 倍和 31.7 倍, 高于行业平均估值。我们认为公司产品无进口产品竞争, 且国内绝对龙头, 理应享受估值溢价, 给予公司 2019 年估值 45 倍, 对应目标价 50.4 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 2: 可比公司估值情况

代码	公司	股价	EPS (元)			PE (倍)		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000710.SZ	贝瑞基因	35.7	0.9	1.2	1.6	39.9	29.9	22.9
002901.SZ	大博医疗	32.8	0.9	1.2	1.5	34.6	27.1	21.5
002932.SZ	明德生物	51.0	1.1	1.3	1.6	45.5	38.6	32.0
300003.SZ	乐普医疗	31.1	0.8	1.0	1.3	41.1	32.0	24.5
300595.SZ	欧普康视	39.9	0.9	1.3	1.7	42.0	31.5	24.0
300633.SZ	开立医疗	28.6	0.7	0.9	1.3	42.9	31.0	22.8
300676.SZ	华大基因	58.9	1.2	1.4	1.8	50.2	40.8	32.0
300760.SZ	迈瑞医疗	105.4	3.0	3.7	4.5	35.2	28.7	23.5
603658.SH	安图生物	58.8	1.4	1.8	2.3	42.4	32.5	25.2
行业平均						41.5	32.4	25.4
300529.SZ	健帆生物	45.55	0.9	1.1	1.4	52.4	40.6	31.7

数据来源: wind, 西南证券整理。注: 盈利预测来源于 wind 一致预期, 时间截止 2018-11-05

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	718.49	972.69	1268.28	1648.77	净利润	284.45	398.60	514.05	658.55
营业成本	113.93	148.32	193.95	252.13	折旧与摊销	16.41	19.40	20.45	22.15
营业税金及附加	14.55	18.92	24.93	32.46	财务费用	-7.02	-4.79	-6.62	-7.99
销售费用	209.66	262.62	342.44	445.17	资产减值损失	-0.17	0.00	0.00	0.00
管理费用	93.80	119.15	152.19	197.85	经营营运资本变动	253.06	32.87	35.58	52.87
财务费用	-7.02	-4.79	-6.62	-7.99	其他	-242.62	-39.98	-45.01	-50.00
资产减值损失	-0.17	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>304.10</b>	<b>406.11</b>	<b>518.45</b>	<b>675.58</b>
投资收益	30.42	40.00	45.00	50.00	资本支出	-63.25	-25.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	3.91	40.00	45.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-59.33</b>	<b>15.00</b>	<b>-5.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>331.71</b>	<b>468.46</b>	<b>606.40</b>	<b>779.15</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	8.43	8.07	8.13	8.16	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>340.14</b>	<b>476.53</b>	<b>614.53</b>	<b>787.31</b>	股权融资	143.88	416.24	0.00	0.00
所得税	55.69	77.93	100.47	128.76	支付股利	-83.32	-117.25	-164.30	-211.88
净利润	284.45	398.60	514.05	658.55	其他	-4.24	4.79	6.62	7.99
少数股东损益	0.04	0.05	0.07	0.09	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>56.31</b>	<b>303.78</b>	<b>-157.68</b>	<b>-203.89</b>
归属母公司股东净利润	284.41	398.55	513.99	658.46	<b>现金流量净额</b>	<b>301.07</b>	<b>724.89</b>	<b>355.77</b>	<b>471.69</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1061.66	1786.55	2142.32	2614.01	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	123.76	156.56	208.99	271.47	销售收入增长率	32.16%	35.38%	30.39%	30.00%
存货	45.24	58.88	77.02	100.14	营业利润增长率	41.90%	41.22%	29.45%	28.49%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	40.74%	40.13%	28.96%	28.11%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	39.43%	41.62%	28.39%	27.91%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	325.55	332.56	363.54	392.80	毛利率	84.14%	84.75%	84.71%	84.71%
无形资产和开发支出	48.63	47.56	46.48	45.41	三费率	41.26%	38.76%	38.48%	38.52%
其他非流动资产	97.56	97.22	96.87	96.53	净利率	39.59%	40.98%	40.53%	39.94%
<b>资产总计</b>	<b>1702.40</b>	<b>2479.32</b>	<b>2935.23</b>	<b>3520.36</b>	ROE	20.44%	19.08%	21.08%	22.82%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.71%	16.08%	17.51%	18.71%
应付和预收款项	98.60	126.23	163.79	214.80	ROIC	69.31%	126.41%	157.78%	191.62%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	47.47%	49.66%	48.90%	48.12%
其他负债	212.31	264.00	332.59	420.05	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>310.90</b>	<b>390.23</b>	<b>496.38</b>	<b>634.84</b>	总资产周转率	0.48	0.47	0.47	0.51
股本	416.60	458.60	458.60	458.60	固定资产周转率	2.42	3.01	3.89	4.82
资本公积	515.27	889.51	889.51	889.51	应收账款周转率	7.91	8.11	8.12	8.02
留存收益	597.15	878.45	1228.14	1674.72	存货周转率	2.38	2.85	2.85	2.85
归属母公司股东权益	1391.09	2088.63	2438.32	2884.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.22%	—	—	—
少数股东权益	0.41	0.46	0.53	0.62	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1391.50</b>	<b>2089.09</b>	<b>2438.85</b>	<b>2885.52</b>	资产负债率	18.26%	15.74%	16.91%	18.03%
负债和股东权益合计	1702.40	2479.32	2935.23	3520.36	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.56	5.73	5.33	5.03
					速动比率	4.39	5.56	5.16	4.86
					股利支付率	29.30%	29.42%	31.97%	32.18%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.62	0.87	1.12	1.44
					每股净资产	3.03	4.56	5.32	6.29
					每股经营现金	0.66	0.89	1.13	1.47
					每股股利	0.18	0.26	0.36	0.46
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	341.09	483.07	620.22	793.31					
PE	73.45	52.41	40.64	31.72					
PB	15.01	10.00	8.57	7.24					
PS	29.07	21.48	16.47	12.67					
EV/EBITDA	52.25	39.35	30.07	22.92					
股息率	0.40%	0.56%	0.79%	1.01%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn