

健帆生物 (300529.SZ) 买入 (维持评级)

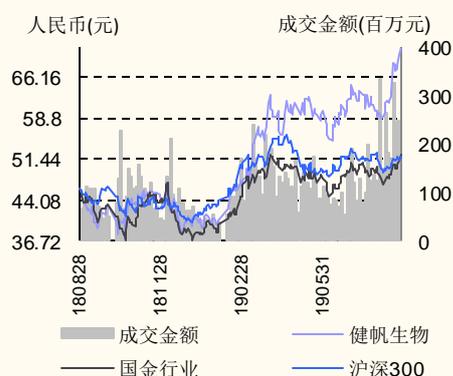
公司点评

市场价格 (人民币): 71.50 元

扣非增速超预期 毛利率继续提升

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	236.27
总市值(百万元)	29,949.16
年内股价最高最低(元)	71.50/58.70
沪深 300 指数	3816.95



公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.683	0.963	1.389	1.860	2.461
每股净资产(元)	3.34	4.07	4.75	5.96	7.73
每股经营性现金流(元)	0.73	0.92	1.19	1.82	2.40
市盈率(倍)	46.70	43.08	51.49	38.45	29.05
净利润增长率(%)	40.72%	41.34%	44.70%	33.92%	32.34%
净资产收益率(%)	20.45%	23.67%	29.37%	31.31%	31.94%
总股本(百万股)	416.60	417.28	418.87	418.87	418.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 健帆生物 2019 半年报公布, 2019H1 营业收入 6.59 亿元, 同比增长 44%; 实现归母净利润 3.06 亿元, 同比增长 46%; 实现扣非归母净利润 2.72 亿元, 同比增长 54%。
- 2019Q2 营业收入 3.64 亿元, 同比增长 46%; 实现归母净利润 1.76 亿元, 同比增长 47%; 实现扣非归母净利润 1.51 亿元, 同比增长 56%。扣非业绩超出预期。

经营分析

- 公司业绩上半年表现亮丽, 收入利润成长双高, 现金流成长匹配良好。公司毛利率提升明显 (血液灌流器毛利率+2.13%), 我们认为与公司规模效应凸显, 边际成本下降有关, 另一方面也推测因公司渠道议价能力较强, 平均出厂价格有所提升。
- 2019 年上半年管理费用增长 21%, 摊销的股权激励费用为 779.23 万元。公司研发投入为 2,988 万元, 同比增长 50%, 重点研究开发炎症介质、免疫、胆红素、内毒素、降血脂、体外循环动力类器械等系列产品。报告期销售费用增长 45%; 推广队伍进一步扩张, 引入营销人员 170 人, 学术推广队伍 (截止报告期末) 已达 800 余人。
- 分产品表现方面, 肾病领域主力产品 HA130 销售收入 4.45 亿元, 增长 51%; 肝病领域 BS330 血液灌流器销售收入约为 2929 万元, 同比增长 38%, 其中 101 家人工肝“一市一中心”医院 BS330 销售 1349 万元, 增长 100%; 透析粉液收入 945 万元, 增长 70%。
- 公司海外销售收入同比增长 78.50%, 并且公司的产品在 2018 年越南、伊朗、土耳其纳入了医保基础上, 又新增纳入德国、泰国、拉脱维亚医保。公司积极推进业态延伸, 与众惠保险在海退出“爱多多·肾病关爱互助计划”, 慢性肾脏病轻症阶段 (1-3 期) 的患者可带病投保, 充分满足了肾脏病患者的风险保障需求。

盈利调整及投资建议

- 考虑公司肾病和肝病血液净化业务发展迅速, 我们小幅上调公司盈利预测, 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.82、7.79、10.31 亿元, 同比增长 45%、34%、32%。维持“买入”评级

风险提示

- 2019 年 8 月公司有 3.06 亿股解禁, 占总股本 73%; 血液净化行业的整体监管风险; 产品结构相对单一的风险; 医保降价风险; 行业安全事故风险。

相关报告

1. 《半年报预增, 继续高速增长-健帆生物公司点评》, 2019.7.10
2. 《销售快速增长 研发加大投入-健帆生物公司点评》, 2019.3.26
3. 《业绩增长强劲, 核心业务表现亮丽-健帆生物公司点评》, 2019.2.14
4. 《优秀赛道、技术领先和营销优势形成合力-健帆生物深度报告》, 2018.10.24

袁维 分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@aiza.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	544	718	1,017	1,462	1,990	2,713
增长率		32.2%	41.5%	43.8%	36.1%	36.3%
主营业务成本	-87	-114	-154	-201	-265	-373
%销售收入	16.1%	15.9%	15.2%	13.8%	13.3%	13.7%
毛利	456	605	862	1,261	1,725	2,340
%销售收入	83.9%	84.1%	84.8%	86.2%	86.7%	86.3%
营业税金及附加	-10	-15	-19	-29	-40	-54
%销售收入	1.9%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-150	-210	-299	-431	-597	-827
%销售收入	27.7%	29.2%	29.4%	29.5%	30.0%	30.5%
管理费用	-68	-94	-133	-176	-242	-332
%销售收入	12.6%	13.1%	13.1%	12.0%	12.2%	12.3%
息税前利润 (EBIT)	227	287	411	624	846	1,126
%销售收入	41.8%	39.9%	40.4%	42.7%	42.5%	41.5%
财务费用	6	7	5	22	26	35
%销售收入	-1.1%	-1.0%	-0.5%	-1.5%	-1.3%	-1.3%
资产减值损失	-1	0	-2	-2	-2	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	30	39	43	50	60
%税前利润	0.8%	8.9%	8.2%	6.3%	5.5%	4.9%
营业利润	234	332	476	687	920	1,218
营业利润率	43.0%	46.2%	46.9%	47.0%	46.3%	44.9%
营业外收支	8	8	-3	-3	-4	-5
税前利润	241	340	473	684	916	1,213
利润率	44.4%	47.3%	46.5%	46.8%	46.1%	44.7%
所得税	-39	-56	-72	-103	-137	-182
所得税率	16.3%	16.4%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	202	284	401	582	779	1,031
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	202	284	402	582	779	1,031
净利率	37.2%	39.6%	39.5%	39.8%	39.1%	38.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	202	284	401	582	779	1,031
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
非现金支出	18	16	24	26	28	34
非经营收益	-1	-31	-41	-42	-45	-55
营运资金变动	-41	34	1	-70	-4	-7
经营活动现金净流	179	304	384	495	758	1,002
资本开支	-28	-178	-174	-91	-144	-85
投资	-100	88	-120	0	0	0
其他	2	30	39	43	50	60
投资活动现金净流	-126	-59	-255	-48	-94	-25
股权募资	421	139	41	-49	0	0
债权募资	0	0	0	-36	-15	0
其他	0	-83	-155	-251	-272	-292
筹资活动现金净流	421	56	-115	-336	-287	-292
现金净流量	473	301	15	111	377	685

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	760	1,062	1,081	1,192	1,569	2,254
应收款项	82	109	142	178	241	327
存货	50	45	61	69	91	128
其他流动资产	107	15	21	24	32	45
流动资产	999	1,231	1,305	1,463	1,933	2,754
%总资产	76.9%	72.3%	63.6%	64.3%	67.6%	73.8%
长期投资	0	0	91	91	91	91
固定资产	273	326	458	515	604	620
%总资产	21.0%	19.1%	22.3%	22.6%	21.1%	16.6%
无形资产	25	52	94	98	102	106
非流动资产	301	472	747	814	927	976
%总资产	23.1%	27.7%	36.4%	35.7%	32.4%	26.2%
资产总计	1,300	1,702	2,052	2,277	2,860	3,730
短期借款	0	0	0	15	0	0
应付款项	41	199	183	157	213	297
其他流动负债	44	71	96	100	135	183
流动负债	84	270	279	273	348	480
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	32	41	51	0	0	0
负债	116	311	330	273	348	480
普通股股东权益	1,184	1,391	1,698	1,981	2,488	3,227
少数股东权益	0	0	23	23	23	23
负债股东权益合计	1,300	1,702	2,052	2,277	2,860	3,730

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.491	0.683	0.963	1.389	1.860	2.461
每股净资产	2.874	3.339	4.070	4.747	5.963	7.734
每股经营现金净流	0.434	0.730	0.920	1.185	1.817	2.401
每股股利	0.200	0.350	0.600	0.600	0.650	0.700
回报率						
净资产收益率	17.07%	20.45%	23.67%	29.37%	31.31%	31.94%
总资产收益率	15.55%	16.71%	19.59%	25.55%	27.24%	27.64%
投入资本收益率	16.06%	17.22%	20.21%	26.27%	28.64%	29.44%
增长率						
主营业务收入增长率	6.83%	32.16%	41.48%	43.83%	36.11%	36.33%
EBIT增长率	-0.27%	26.12%	43.33%	51.98%	35.60%	33.03%
净利润增长率	0.84%	40.72%	41.34%	44.70%	33.92%	32.34%
总资产增长率	88.75%	30.97%	20.53%	10.95%	25.62%	30.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.8	46.1	41.9	43.0	43.0	43.0
存货周转天数	187.0	153.3	125.7	125.0	125.0	125.0
应付账款周转天数	101.0	73.0	65.6	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	179.8	165.3	153.7	113.7	92.6	74.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-64.19%	-76.30%	-62.77%	-58.71%	-62.47%	-69.34%
EBIT利息保障倍数	-38.2	-40.8	-78.6	-28.1	-32.9	-32.4
资产负债率	8.91%	18.26%	16.08%	11.97%	12.17%	12.86%

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
买入	0	0	2	2	14
增持	1	1	1	1	9
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.33	1.33	1.58

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-10-24	买入	43.56	51.00~55.00
2	2019-02-14	买入	43.41	N/A
3	2019-03-26	买入	55.26	N/A
4	2019-07-10	买入	61.74	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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH