健帆生物 (300529.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：73.16 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.19
已上市流通 A 股(亿股)	2.30
总市值(亿元)	306.29
年内股价最高最低(元)	83.12/71.71
沪深 300 指数	3910

相关报告

1.《扣非增速超预期 毛利率继续提升-健帆生物公司点评》，2019.8.28

2.《半年报预增，继续高速成长-健帆生物公司点评》，2019.7.10

3.《销售快速增长 研发加大投入-健帆生物公司点评》，2019.3.26

4.《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

袁维 分析师 SAC 执业编号：S1130518080002

(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

三季度销售较低 未来有望恢复

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	1.362	1.839	2.441
每股净资产(元)	3.34	4.07	4.72	5.91	7.66
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	53.70	39.78	29.97
净利润增长率(%)	40.72%	41.34%	41.88%	35.01%	32.72%
净资产收益率(%)	20.45%	23.67%	28.96%	31.20%	31.96%
总股本(百万股)	416.60	417.28	418.66	418.66	418.66

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 健帆生物公布三季报，公司前三季度实现收入 9.7 亿元，同比增长 39.1%；实现归母净利润 4.2 亿元，同比增长 36.6%；实现扣非归母净利润 3.8 亿元，同比增长 44.2%。其中第三季度实现收入 3.12 亿元，归母净利润 1.12 亿元，扣非归母净利润 1.09 亿元，分别同比增长 29.2%、16.9%、25.0%。整体业绩略低于预期。

经营分析

- 从公司传统销售节奏看，第二、第四季度是大季度，而第一、第三季度收入相对较低。公司 Q3 收入 3.12 亿元，绝对规模低于 Q2 而高于 Q1，我们认为虽然公司 Q3 由于假期等原因收入偏低，整体节奏依然正常。考虑 2018Q3 基数较高，同比增速下行是正常现象。
- 公司毛利率进一步上行（三季度 86.65%）；销售费用率 31.6%较前两季度（23%-25%）上升较明显；管理费用率和研发费用率绝对规模较小，稳定中略有提升。我们认为公司销售费用率的提升与本期收入增长相对较慢有关。
- 我们认为国内血液灌流市场需求依然旺盛，公司市场份额占据绝对优势，经过三季度的调整，四季度有望重新开始加速，业绩有望迎来回升，相关费用率也望有所下降。
- 7 月公司与国内众惠财产相互保险社推出了“肾爱保•爱多多肾病互助保险”，可以带病投保，以每年均价约 2 千元的保费，可获慢病管理服务和 50 万元尿毒症医疗费赔付。公司未来可结合现有的销售资源推广该肾病保险，并发展更多的尿毒症患者及其家属、医护人员及经销商等加入到推广该保险产品的行列中来
- 公司肝病“一市一中心”的建设已经对超过 100 家医院完成全国人工肝及血液净化技术示范中心的挂牌，随着终端的扩张，未来肝病产品线销售有望保持快速增长，打造另一增长极。

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，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.70、7.70、10.22 亿元，同比增长 42%、35%、33%。
- 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。

敬请参阅最后一页特别声明

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	25	34
%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	30	40	50
%税前利润	0.8%	8.9%	8.2%	4.5%	4.4%	4.2%
营业利润	234	332	476	674	910	1,207
营业利润率	43.0%	46.2%	46.9%	46.1%	45.7%	44.5%
营业外收支	8	8	-3	-3	-4	-5
税前利润	241	340	473	671	906	1,202
利润率	44.4%	47.3%	46.5%	45.9%	45.5%	44.3%
所得税	-39	-56	-72	-101	-136	-180
所得税率	16.3%	16.4%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	202	284	401	570	770	1,022
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**	**570**	**770**	**1,022**
净利率	37.2%	39.6%	39.5%	39.0%	38.7%	37.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	202	284	401	570	770	1,022
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	-29	-35	-45
营运资金变动	-41	34	1	-71	-3	-7
经营活动现金净流	**179**	**304**	**384**	**496**	**760**	**1,003**
资本开支	-28	-178	-174	-91	-144	-85
投资	-100	88	-120	0	0	0
其他	2	30	39	30	40	50
投资活动现金净流	**-126**	**-59**	**-255**	**-61**	**-104**	**-35**
股权募资	421	139	41	-49	0	0
债权募资	0	0	0	-26	-25	0
其他	0	-83	-155	-251	-272	-292
筹资活动现金净流	**421**	**56**	**-115**	**-326**	**-297**	**-292**
现金净流量	**473**	**301**	**15**	**109**	**359**	**676**

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	1,189	1,548	2,224
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	1,460	1,912	2,724
%总资产	76.9%	72.3%	63.6%	64.2%	67.3%	73.6%
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%	21.3%	16.7%
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%	35.8%	32.7%	26.4%
资产总计	**1,300**	**1,702**	**2,052**	**2,274**	**2,839**	**3,700**
短期借款	0	0	0	25	0	0
应付款项	41	199	183	157	213	297
其他流动负债	44	71	96	99	134	182
流动负债	84	270	279	281	347	479
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**	**281**	**347**	**479**
普通股股东权益	1,184	1,391	1,698	1,969	2,468	3,198
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**	**2,274**	**2,839**	**3,700**

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.491	0.683	0.963	1.362	1.839	2.441
每股净资产	2.874	3.339	4.070	4.719	5.915	7.664
每股经营现金净流	0.434	0.730	0.920	1.188	1.821	2.404
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%	28.96%	31.20%	31.96%
总资产收益率	15.55%	16.71%	19.59%	25.08%	27.13%	27.62%
投入资本收益率	16.06%	17.22%	20.21%	26.29%	28.88%	29.71%
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%	41.88%	35.01%	32.72%
总资产增长率	88.75%	30.97%	20.53%	10.82%	24.83%	30.34%
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%	-58.42%	-62.14%	-69.04%
EBIT 利息保障倍数	-38.2	-40.8	-78.6	-28.5	-33.6	-32.8
资产负债率	8.91%	18.26%	16.08%	12.37%	12.23%	12.94%

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
买入	0	4	5	11	16
增持	1	1	3	5	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**2.00**	**1.20**	**1.38**	**1.31**	**1.24**

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
5	2019-08-28	买入	71.50	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，不作为或被视为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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH