

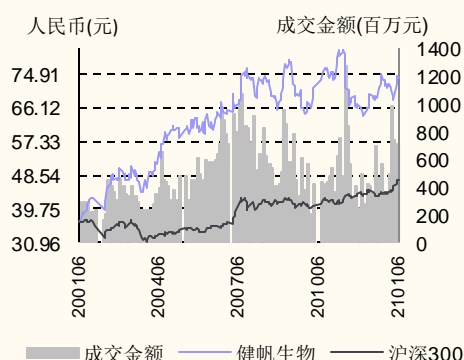
健帆生物 (300529.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 73.73 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.99
已上市流通 A 股(亿股)	4.61
总市值(亿元)	589.18
年内股价最高最低(元)	81.50/36.21
沪深 300 指数	5418
创业板指	3115



2020 业绩预告超预期，高增长具备可持续性

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.963	1.363	1.070	1.406	1.854
每股净资产(元)	4.07	5.12	6.49	8.10	10.22
每股经营性现金流(元)	0.92	1.39	2.13	2.76	3.65
市盈率(倍)	43.08	52.69	63.38	48.25	36.58
净利润增长率(%)	41.34%	42.00%	49.80%	31.37%	31.88%
净资产收益率(%)	23.67%	26.64%	31.49%	33.14%	34.63%
总股本(百万股)	417.28	418.66	799.11	799.11	799.11

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2020 年业绩预告, 预计全年实现归母净利润 7.99-9.13 亿元, 中值为 8.56 亿元, 同比增长 40%-60%。预计实现扣非净利润 7.64-8.78 亿元, 中值为 8.21 亿元, 同比增长 46.4%-68.3%。
- 预计 2020 Q4 实现归母净利润 1.72-2.86 亿元, 中值为 2.29 亿元, 同比增长 12.3%-87.0%。预计实现扣非净利润 1.65-2.79 亿元, 中值为 2.22 亿元, 同比增长 16.8%-97.6%。业绩超预期。

经营分析

- 我国肾病患者基数大且增速快, 公司产品市场认可度不断提升, 处于放量期, 是业绩维持高增长的核心原因。根据 CNRDS 数据, 中国在透患者数从 2011 年的 23.5 万例增加至 2019 年的 63.3 万例, CAGR 为 13.2%, 血液透析行业增长稳健、灌流渗透率提升潜力巨大。公司是血液灌流国产龙头, 市场占有率领先, 预计将持续受益行业增长与渗透率提升红利。此外, 因血液灌流刚需属性显著, 公司产品销售抗风险能力较强, 新冠疫情期间, DPMAS 技术发挥了积极作用, 进一步提升了品牌知名度。同时, 公司降本增效管理成效显著, 助力盈利能力逐步改善。
- 持续巩固现有领域优势, 不断开拓新业绩增长点。肾病、肝病双轮驱动筑高公司竞争壁垒、增厚业绩, 积极布局血液透析、保险支付业务多点开花谋求新增长。国内市场逐步提高渗透率, 海外空白市场开拓顺利推进, 公司产品销往海外 60 余个国家, 并已进入德国、伊朗、泰国等 6 个国家的医保。
- 血液灌流+血液透析+保险的肾病闭环生态系统不断完善, 产能持续提升, 为业绩增长储能。2020 年 11 月 24 日, 公司发行可转债获批, 募投项目达产后年将新增 300 万支一次性使用血液灌流器、10 万支一次性使用血浆胆红素吸附器及 360 万人份血液透析粉液产品生产能力, 为业绩维持高增长奠定坚实的基础。

盈利调整与投资建议

- 考虑到公司业务增长情况、因疫情 2020 年期间费用有所下行等因素, 我们分别上调 2020 年、2021 年归母净利润 10%、6%, 预计 2020-2022 年公司实现归母净利润分别为 8.55、11.23、14.81 亿元, 同比增长 50%、31%、32%, 维持“买入”评级。

风险提示

可转债转股对每股盈利摊薄的风险; 血液净化行业整体监管风险; 产品结构相对单一的风险; 医保降价风险; 股东减持风险。

相关报告

1. 《业绩维持高增长, 费用水平优化-健帆生物三季度业绩点评》, 2020.10.21
2. 《肾病肝病新冠三线放量, 销售费用比例下行-健帆生物 2020 ...》, 2020.8.26
3. 《半年报维持高增长, 血液灌流刚需凸显-健帆生物半年报预告点评》, 2020.7.8
4. 《Q1 业绩超预期, Q2 有望继续高增长-健帆生物一季报点评》, 2020.4.16
5. 《业绩持续高增长 业务和产品不断丰富-健帆生物公司点评》, 2020.4.2

杨芳

联系人
yangfang1@gjzq.com.cn

袁维

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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	718	1,017	1,432	2,014	2,782	3,841
增长率	32.2%	41.5%	40.9%	40.7%	38.1%	38.0%
主营业务成本	-114	-154	-197	-300	-397	-524
%销售收入	15.9%	15.2%	13.8%	14.9%	14.3%	13.6%
毛利	605	862	1,234	1,714	2,386	3,317
%销售收入	84.1%	84.8%	86.2%	85.1%	85.7%	86.4%
营业税金及附加	-15	-19	-23	-32	-43	-59
%销售收入	2.0%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%
销售费用	-210	-299	-426	-473	-751	-1,114
%销售收入	29.2%	29.4%	29.7%	23.5%	27.0%	29.0%
管理费用	-94	-87	-111	-161	-223	-307
%销售收入	13.1%	8.6%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%
研发费用	-27	-46	-68	-97	-136	-196
%销售收入	3.7%	4.5%	4.8%	4.8%	4.9%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	260	411	606	950	1,233	1,641
%销售收入	36.2%	40.4%	42.3%	47.2%	44.3%	42.7%
财务费用	7	5	10	22	29	38
%销售收入	-1.0%	-0.5%	-0.7%	-1.1%	-1.0%	-1.0%
资产减值损失	0	-2	0	-2	-3	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	30	39	35	10	37	39
%税前利润	8.9%	8.2%	5.2%	1.0%	2.8%	2.2%
营业利润	332	476	680	1,015	1,331	1,752
营业利润率	46.2%	46.9%	47.5%	50.4%	47.8%	45.6%
营业外收支	8	-3	-9	-9	-9	-9
税前利润	340	473	671	1,006	1,322	1,743
利润率	47.3%	46.5%	46.9%	49.9%	47.5%	45.4%
所得税	-56	-72	-103	-154	-202	-267
所得税率	16.4%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
净利润	284	401	569	852	1,119	1,476
少数股东损益	0	-1	-2	-3	-4	-5
归属于母公司的净利润	284	402	571	855	1,123	1,481
净利率	39.6%	39.5%	39.9%	42.5%	40.4%	38.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	284	401	569	852	1,119	1,476
少数股东损益	0	-1	-2	-3	-4	-5
非现金支出	16	24	31	40	50	62
非经营收益	-31	-41	-36	-4	-30	-31
营运资金变动	34	1	18	4	17	21
经营活动现金净流	304	384	582	892	1,156	1,529
资本开支	-178	-174	-221	-207	-227	-285
投资	88	-120	-11	0	0	0
其他	30	39	35	10	37	39
投资活动现金净流	-59	-255	-197	-197	-190	-246
股权募资	139	41	61	60	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-83	-155	-256	-342	-449	-593
筹资活动现金净流	56	-115	-195	-282	-449	-593
现金净流量	301	15	189	413	517	690

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,062	1,081	1,272	1,685	2,202	2,892
应收账款	109	142	170	230	317	437
存货	45	61	92	119	155	202
其他流动资产	15	21	26	36	47	62
流动资产	1,231	1,305	1,560	2,070	2,722	3,593
%总资产	72.3%	63.6%	62.5%	65.4%	68.3%	70.8%
长期投资	0	91	101	101	101	101
固定资产	326	458	640	752	906	1,097
%总资产	19.1%	22.3%	25.6%	23.8%	22.7%	21.6%
无形资产	52	94	107	130	145	167
非流动资产	472	747	935	1,095	1,265	1,480
%总资产	27.7%	36.4%	37.5%	34.6%	31.7%	29.2%
资产总计	1,702	2,052	2,495	3,165	3,987	5,073
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	199	183	156	224	317	443
其他流动负债	71	96	107	140	198	276
流动负债	270	279	263	364	516	718
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	41	51	61	61	61	61
负债	311	330	324	425	576	779
普通股股东权益	1,391	1,698	2,142	2,715	3,389	4,278
其中：股本	417	417	419	419	419	419
未分配利润	482	697	959	1,472	2,146	3,035
少数股东权益	0	23	28	25	21	16
负债股东权益合计	1,702	2,052	2,495	3,165	3,987	5,073

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.683	0.963	1.363	1.070	1.406	1.854
每股净资产	3.339	4.070	5.117	6.485	8.095	10.218
每股经营现金净流	0.730	0.920	1.389	2.130	2.762	3.651
每股股利	0.350	0.600	0.900	0.817	1.073	1.415
回报率						
净资产收益率	20.45%	23.67%	26.64%	31.49%	33.14%	34.63%
总资产收益率	16.71%	19.59%	22.88%	27.02%	28.18%	29.20%
投入资本收益率	15.62%	20.21%	23.65%	29.37%	30.61%	32.37%
增长率						
主营业务收入增长率	32.16%	41.48%	40.86%	40.68%	38.12%	38.04%
EBIT 增长率	14.40%	58.01%	47.60%	56.76%	29.70%	33.15%
净利润增长率	40.72%	41.34%	42.00%	49.80%	31.37%	31.88%
总资产增长率	30.97%	20.53%	21.57%	26.87%	25.97%	27.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.1	41.9	36.4	36.3	36.2	36.1
存货周转天数	153.3	125.7	141.9	145.0	143.0	141.0
应付账款周转天数	73.0	65.6	58.0	57.5	57.3	57.1
固定资产周转天数	165.3	153.7	139.7	114.6	96.9	82.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-76.30%	-62.77%	-58.59%	-61.48%	-64.57%	-67.35%
EBIT 利息保障倍数	-37.0	-78.6	-63.8	-42.9	-42.3	-43.0
资产负债率	18.26%	16.08%	12.99%	13.42%	14.46%	15.36%

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	2	6	22	44
增持	1	1	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.33	1.14	1.12	1.00

来源：聚源数据

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。

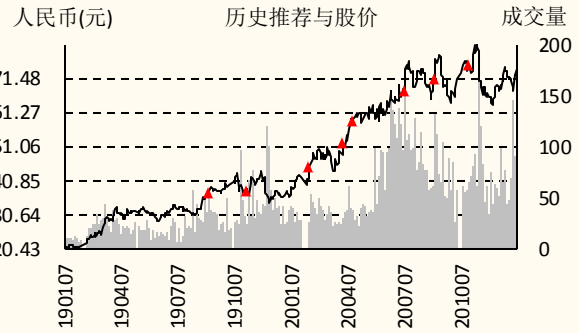
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-28	买入	71.50	N/A
2	2019-10-30	买入	73.16	N/A
3	2020-02-06	买入	79.31	N/A
4	2020-04-02	买入	94.99	N/A
5	2020-04-16	买入	109.96	N/A
6	2020-07-08	买入	68.17	N/A
7	2020-08-26	买入	69.70	N/A
8	2020-10-21	买入	74.70	N/A

来源：国金证券研究所



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

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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402