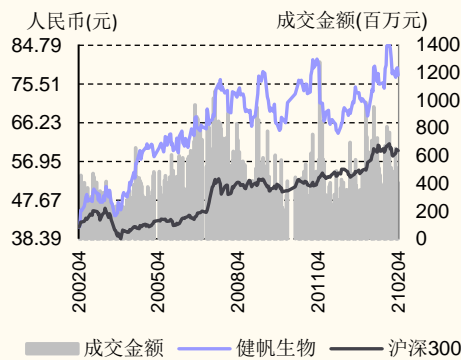


市场价格(人民币): 77.66元

## 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)	620.59
年内股价最高最低(元)	84.97/41.17
沪深300指数	5474
创业板指	3201



## 相关报告

1. 《2020 业绩预告超预期, 高增长具备可持续性-健帆生物公司点评》, 2021.1.7
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

## 股权激励草案发布, 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
营业收入(百万元)	1,017	1,432	2,014	2,782	3,841
营业收入增长率	41.48%	40.86%	40.68%	38.12%	38.04%
归母净利润(百万元)	402	571	857	1,137	1,516
归母净利润增长率	41.34%	42.00%	50.13%	32.64%	33.35%
摊薄每股收益(元)	0.963	1.363	1.072	1.422	1.897
每股经营性现金流净额	0.92	1.39	2.14	2.78	3.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.67%	26.64%	31.55%	33.45%	35.19%
P/E	43.08	52.69	63.24	47.68	35.75
P/B	10.20	14.04	19.95	15.95	12.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2月4日, 公司发布了2021年限制性股票激励计划草案, 拟向公司董事、中高级管理人员、核心骨干等授予750万股限制性股票, 约占目前公司股本总额7.99亿股的0.94%。其中, 拟以38.98元/股授予第一类限制性股票75万股(占比10%); 拟以77.18元/股(现价为77.66元/股)授予第二类限制性股票675万股(占比90%)。

## 点评

- 本次股权激励计划授予人数多, 覆盖面广。本激励计划拟授予对象不超过492人, 约占公司总员工数2200余人(截至2020年中)的22.36%, 包括公司副总经理、财务总监、董秘以及中层管理人员和核心骨干等。充分全面的股权激励机制将核心员工的利益与公司的长远发展绑定, 可有效调动员工的积极性, 为公司稳健发展提供强大保障。
- 本次限制性股票业绩考核条件较严格, 彰显管理层对未来发展的坚定信心。本次股权激励业绩考核指标为: 以2020年营业收入为基数, 对应2021年、2022年、2023年营业收入增长率分别不低于35%、83%、150%。公司产品加速放量, 市占率持续提升, 营业收入从2014年的3.71亿元增长至2019年的14.32亿元, CAGR为31%。我们认为公司业绩维持高增长具备可持续性: 1) 血液灌流行业增长稳健, 渗透率具备较大提升空间, 公司作为行业龙头将持续受益; 2) 公司不断巩固在肾病和肝病领域的优势, 同时积极布局血液透析、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, 未来业绩增长驱动力强劲。
- 若假设授予日在2021年5月初, 本次激励计划授予的750万股限制性股票总摊销金额约896.69万元。预计2021-2024年公司股权激励费用分别摊销428.42万元、343.73万元、104.61万元、19.93万元。

## 盈利调整与投资建议

- 我们维持盈利预测, 预计2020-2022年公司实现归母净利润分别为8.57、11.37、15.16亿元, 同比增长50%、33%、33%, 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。

**图表 1: 本次激励计划限制性股票在各激励对象间的分配情况**

姓名	职务	获授限制性股票数量 (万股)	占授予权益总量的比例	占本激励计划草案公告时总股本的比例
<b>第一类限制性股票</b>				
唐先敏	董事、副总经理	16	2.13%	0.02%
张广海	董事、副总经理	10	1.33%	0.01%
曾凯	董事、副总经理	13	1.73%	0.02%
李峰	董事	5	0.67%	0.01%
吴爱军	副总经理	13	1.73%	0.02%
李得志	副总经理	8	1.07%	0.01%
张明渊	董事会秘书	5	0.67%	0.01%
何小莲	财务总监	5	0.67%	0.01%
合计		75	10.00%	0.09%
<b>第二类限制性股票</b>				
唐先敏	董事、副总经理	25	3.33%	0.03%
张广海	董事、副总经理	15	2.00%	0.02%
曾凯	董事、副总经理	20	2.67%	0.03%
李峰	董事	8	1.07%	0.01%
吴爱军	副总经理	20	2.67%	0.03%
李得志	副总经理	12	1.60%	0.02%
张明渊	董事会秘书	8	1.07%	0.01%
何小莲	财务总监	8	1.07%	0.01%
中层管理人员及核心骨干人员 (共484人)		559	74.53%	0.70%
合计		675	90.00%	0.84%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表 2: 本次激励计划限制性股票的业绩考核目标**

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以公司2020年营业收入为基数, 2021年营业收入增长率不低于 <b>35%</b>
第二个解除限售期	以公司2020年营业收入为基数, 2022年营业收入增长率不低于 <b>83%</b>
第三个解除限售期	以公司2020年营业收入为基数, 2023年营业收入增长率不低于 <b>150%</b>

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表 3: 本次激励计划各期的摊销费用预估**

本次拟授予的限制性股票总数 (万股)	预计摊销的总费用 (万元)	2021 (万元)	2022 (万元)	2023 (万元)	2024 (万元)
750	896.69	428.42	343.73	104.61	19.93

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**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)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>718</b>	<b>1,017</b>	<b>1,432</b>	<b>2,014</b>	<b>2,782</b>	<b>3,841</b>	货币资金	1,062	1,081	1,272	1,086	1,107	1,311
增长率	32.2%	41.5%	40.9%	40.7%	38.1%	38.0%	应收款项	109	142	170	230	317	437
主营业务成本	-114	-154	-197	-300	-397	-524	存货	45	61	92	119	155	202
%销售收入	15.9%	15.2%	13.8%	14.9%	14.3%	13.6%	其他流动资产	15	21	26	36	47	62
毛利	605	862	1,234	1,714	2,386	3,317	流动资产	1,231	1,305	1,560	1,471	1,626	2,013
%销售收入	84.1%	84.8%	86.2%	85.1%	85.7%	86.4%	%总资产	72.3%	63.6%	62.5%	46.5%	40.7%	39.5%
营业税金及附加	-15	-19	-23	-32	-43	-59	长期投资	0	91	101	701	1,201	1,701
%销售收入	2.0%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	固定资产	326	458	640	752	906	1,097
销售费用	-210	-299	-426	-473	-723	-1,056	%总资产	19.1%	22.3%	25.6%	23.8%	22.7%	21.5%
%销售收入	29.2%	29.4%	29.7%	23.5%	26.0%	27.5%	无形资产	52	94	107	130	145	167
管理费用	-94	-87	-111	-161	-228	-311	非流动资产	472	747	935	1,695	2,365	3,080
%销售收入	13.1%	8.6%	7.8%	8.0%	8.2%	8.1%	%总资产	27.7%	36.4%	37.5%	53.5%	59.3%	60.5%
研发费用	0	-46	-68	-97	-136	-196	<b>资产总计</b>	<b>1,702</b>	<b>2,052</b>	<b>2,495</b>	<b>3,166</b>	<b>3,991</b>	<b>5,093</b>
%销售收入	0.0%	4.5%	4.8%	4.8%	4.9%	5.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	287	411	606	950	1,255	1,695	应付款项	197	180	148	216	301	416
%销售收入	39.9%	40.4%	42.3%	47.2%	45.1%	44.1%	其他流动负债	73	99	115	149	210	292
财务费用	7	5	10	24	23	25	流动负债	270	279	263	364	511	708
%销售收入	-1.0%	-0.5%	-0.7%	-1.2%	-0.8%	-0.7%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	-2	-2	-2	-3	-4	其他长期负债	41	51	61	61	61	61
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	<b>负债</b>	<b>311</b>	<b>330</b>	<b>324</b>	<b>425</b>	<b>572</b>	<b>769</b>
投资收益	30	39	35	10	37	39	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,391</b>	<b>1,698</b>	<b>2,142</b>	<b>2,716</b>	<b>3,398</b>	<b>4,308</b>
%税前利润	8.9%	8.2%	5.2%	1.0%	2.8%	2.2%	其中：股本	417	417	419	419	419	419
营业利润	332	476	680	1,017	1,346	1,793	未分配利润	482	697	959	1,473	2,155	3,064
营业利润率	46.2%	46.9%	47.5%	50.5%	48.4%	46.7%	少数股东权益	0	23	28	25	21	16
营业外收支	8	-3	-9	-9	-9	-9	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,702</b>	<b>2,052</b>	<b>2,495</b>	<b>3,166</b>	<b>3,991</b>	<b>5,093</b>
税前利润	340	473	671	1,008	1,337	1,784	<b>比率分析</b>						
利润率	47.3%	46.5%	46.9%	50.1%	48.1%	46.4%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-56	-72	-103	-154	-205	-273	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.4%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	每股收益	0.683	0.963	1.363	1.072	1.422	1.897
净利润	284	401	569	854	1,133	1,511	每股净资产	3.339	4.070	5.117	3.399	4.253	5.391
少数股东损益	0	-1	-2	-3	-4	-5	每股经营现金净流	0.730	0.920	1.389	2.135	2.784	3.719
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>284</b>	<b>402</b>	<b>571</b>	<b>857</b>	<b>1,137</b>	<b>1,516</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.819	1.086	1.448
净利率	39.6%	39.5%	39.9%	42.5%	40.9%	39.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	20.45%	23.67%	26.64%	31.55%	33.45%	35.19%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	16.71%	19.59%	22.88%	27.07%	28.48%	29.76%
							投入资本收益率	17.22%	20.21%	23.65%	29.36%	31.08%	33.20%
净利润	284	401	569	854	1,133	1,511	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	-1	-2	-3	-4	-5	主营业务收入增长率	32.16%	41.48%	40.86%	40.68%	38.12%	38.04%
非现金支出	16	24	31	40	50	62	EBIT 增长率	26.12%	43.33%	47.60%	56.76%	32.04%	35.07%
非经营收益	-31	-41	-36	-4	-30	-31	净利润增长率	40.72%	41.34%	42.00%	50.13%	32.64%	33.35%
营运资金变动	34	1	18	4	13	15	总资产增长率	30.97%	20.53%	21.57%	26.92%	26.07%	27.59%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>304</b>	<b>384</b>	<b>582</b>	<b>894</b>	<b>1,165</b>	<b>1,557</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-178	-174	-221	-207	-227	-285	应收账款周转天数	46.1	41.9	36.4	36.3	36.2	36.1
投资	88	-120	-11	-600	-500	-500	存货周转天数	153.3	125.7	141.9	145.0	143.0	141.0
其他	30	39	35	10	37	39	应付账款周转天数	73.0	65.6	58.0	57.5	57.3	57.1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-59</b>	<b>-255</b>	<b>-197</b>	<b>-797</b>	<b>-690</b>	<b>-746</b>	固定资产周转天数	165.3	153.7	139.7	114.6	96.9	82.1
股权募资	139	41	61	60	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-76.30%	-62.77%	-58.59%	-39.61%	-32.36%	-30.33%
其他	-83	-155	-256	-343	-455	-606	EBIT 利息保障倍数	-40.8	-78.6	-63.8	-38.9	-55.3	-67.7
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>56</b>	<b>-115</b>	<b>-195</b>	<b>-283</b>	<b>-455</b>	<b>-606</b>	资产负债率	18.26%	16.08%	12.99%	13.42%	14.33%	15.09%
<b>现金净流量</b>	<b>301</b>	<b>15</b>	<b>189</b>	<b>-186</b>	<b>21</b>	<b>205</b>							

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	1	6	10	16	51
增持	1	3	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.33	1.29	1.24	1.00

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	2019-10-30	买入	73.16	N/A
2	2020-02-06	买入	79.31	N/A
3	2020-04-02	买入	94.99	N/A
4	2020-04-16	买入	109.96	N/A
5	2020-07-08	买入	68.17	N/A
6	2020-08-26	买入	69.70	N/A
7	2020-10-21	买入	74.70	N/A
8	2021-01-07	买入	73.73	N/A

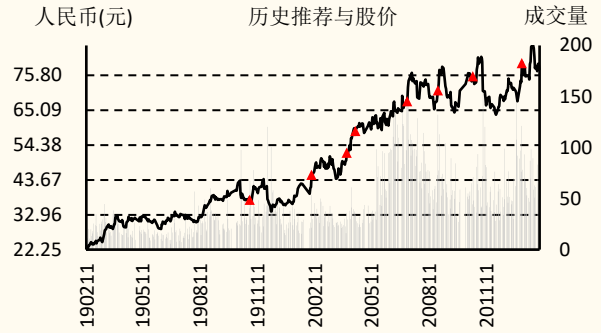
来源：国金证券研究所

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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402