

股权激励方案发布，长期增长确定性强 买入（维持）

2021年02月04日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004
021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 刘闯

执业证书：S0600520070003
021-60199793

liuchuang@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,432	1,948	2,651	3,596
同比（%）	40.9%	36.0%	36.1%	35.7%
归母净利润（百万元）	571	834	1,135	1,544
同比（%）	42.0%	46.1%	36.2%	36.0%
每股收益（元/股）	0.71	1.04	1.42	1.93
P/E（倍）	108.72	74.43	54.67	40.19

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年限制性股票激励计划，拟向激励对象授予 750 万股限制性股票，占总股本的 0.94%。其中第一类限制性股票 75 万股，授予价格为 38.98 元/股，激励对象为副总经理等管理层 8 人；第二类限制性股票 675 万股，授予价格为 77.18 元/股，授予对象为管理层和公司中层管理人员及核心骨干共 492 人。
- **本次激励考核条件严格，彰显公司未来信心：**本次激励计划对应考核年度为 2021-2023 三个会计年度，公司层面业绩考核目标以 2020 年营业收入为基数，2021-2023 年营业收入增长率分别不低于 35%、83%、150%，三年复合增长率为 35.7%，充分彰显了公司对未来业绩的信心。本次激励计划有望进一步提升公司员工的凝聚力和团队稳定性，同时有效激发管理团队的积极性，提高经营效率，助力公司业绩继续高速增长。
- **疫情推动海外销售，新增增长点放量可期：**由于公司的血液灌流器可清除由新冠肺炎引起的炎症因子，随着国际疫情的发展，公司产品在海外市场得到迅速推广和普及，血液吸附技术先后被摩洛哥、伊朗、泰国、印度、俄罗斯、英国、哥伦比亚、菲律宾等纳入各级别卫生机构的新冠治疗指南及临床运用中，并在 60 多个国家实现了销售，同时还被纳入德国、越南、伊朗、土耳其、泰国、拉脱维亚等国家的医保。随着海外疫情持续严峻，预计公司境外销售将继续保持高速增长，海外市场将成为公司新的增长点。
- **刚需特性凸显，灌流器市场提升空间大：**公司在尿毒症领域已覆盖全国超过 5300 家大中型医院，鉴于 2018 年国内透析患者已接近 58 万人，按照每人一月一次的使用频率，国内潜在灌流器市场近 40 亿元，根据公司公告，估计我国实际尿毒症患者人数接近 300 万人，且未来 3-5 年有望以 15%左右的复合增速持续增长，考虑使用频率提升以及渗透率持续提升，公司潜在市场仍有数倍空间。
- **盈利预测与投资评级：**暂不考虑股权激励摊销费用的影响，我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 8.34 亿、11.35 亿和 15.44 亿元，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.04 元、1.42 元和 1.93 元。当前股价对应估值分别为 74 倍、55 倍、40 倍。考虑到公司核心产品灌流器所处肾病市场广阔，2、受益于疫情，公司海外市场快速放量，有望成为未来新的增长点，参考可比公司估值和增速，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品放量不及预期的风险；产品质量和医疗事故的风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	77.66
一年最低/最高价	39.44/87.28
市净率(倍)	24.31
流通 A 股市值(百万元)	35828.41

基础数据

每股净资产(元)	3.20
资产负债率(%)	10.05
总股本(百万股)	799.11
流通 A 股(百万股)	461.35

相关研究

- 1、《健帆生物 (300529)：Q3 持续高增长，海外市场潜力可期》2020-10-21
- 2、《健帆生物 (300529)：业绩持续高增长，疫情推动海外销售》2020-08-26

健帆生物三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,560	1,984	2,496	3,456	营业收入	1,432	1,948	2,651	3,596
现金	1,272	1,585	1,959	2,722	减:营业成本	197	281	385	525
应收账款	161	226	300	414	营业税金及附加	23	31	42	57
存货	92	126	173	235	营业费用	426	495	660	895
其他流动资产	35	47	64	85	管理费用	180	208	286	396
非流动资产	935	1,111	1,344	1,650	财务费用	-10	-23	-27	-34
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
固定资产	548	727	956	1,249	加:投资净收益	35	20	25	30
在建工程	92	83	81	86	其他收益	32	30	30	50
无形资产	48	53	58	65	营业利润	680	1,006	1,359	1,837
其他非流动资产	247	248	248	250	加:营业外净收支	-9	-30	-30	-30
资产总计	2,495	3,095	3,840	5,106	利润总额	671	976	1,329	1,807
流动负债	263	407	431	633	减:所得税费用	103	146	199	271
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	-2	-4	-6	-8
应付账款	33	30	56	61	归属母公司净利润	571	834	1,135	1,544
其他流动负债	230	377	375	572	EBIT	633	933	1,276	1,737
非流动负债	61	61	61	61	EBITDA	664	964	1,317	1,792
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	61	61	61	61	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	324	468	493	694	每股收益(元)	0.71	1.04	1.42	1.93
少数股东权益	28	24	18	11	每股净资产(元)	2.68	3.25	4.16	5.50
					发行在外股份(百万 股)	419	799	799	799
归属母公司股东权益	2,142	2,603	3,329	4,401	ROIC(%)	71.2%	88.4%	86.9%	94.8%
负债和股东权益	2,495	3,095	3,840	5,106	ROE(%)	26.2%	31.6%	33.8%	34.9%
						86.2%	85.6%	85.5%	85.4%
					毛利率(%)				
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	39.9%	42.8%	42.8%	42.9%
经营活动现金流	583	850	1,006	1,531	资产负债率(%)	13.0%	15.1%	12.8%	13.6%
投资活动现金流	-197	-187	-249	-331	收入增长率(%)	40.9%	36.0%	36.1%	35.7%
筹资活动现金流	-195	-350	-383	-438	净利润增长率(%)	42.0%	46.1%	36.2%	36.0%
现金净增加额	191	313	374	763	P/E	108.72	74.43	54.67	40.19
折旧和摊销	31	31	41	55	P/B	28.97	23.87	18.66	14.11
资本开支	221	176	233	306	EV/EBITDA	91.69	62.83	45.70	33.15
营运资本变动	1	33	-113	5					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>