

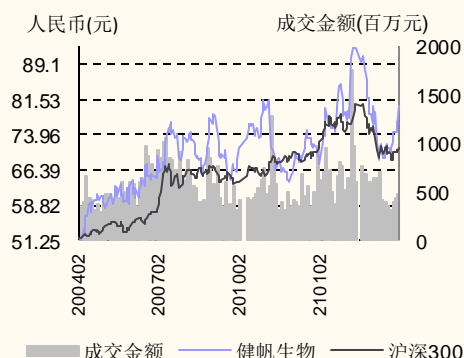
健帆生物 (300529.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 80.28 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.99
已上市流通 A 股(亿股)	4.83
总市值(亿元)	641.52
年内股价最高最低(元)	93.00/51.25
沪深 300 指数	5111
创业板指	2815



疫情难掩销售强劲，海外市场潜力可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,432	1,951	2,634	3,572	4,880
营业收入增长率	40.86%	36.24%	35.03%	35.63%	36.60%
归母净利润(百万元)	571	875	1,183	1,610	2,204
归母净利润增长率	42.00%	53.33%	35.12%	36.14%	36.90%
摊薄每股收益(元)	1.363	1.095	1.480	2.015	2.758
每股经营性现金流净额	1.39	1.20	1.60	2.04	2.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.64%	31.18%	33.65%	35.93%	37.98%
P/E	52.69	61.92	54.25	39.85	29.11
P/B	14.04	19.31	18.25	14.32	11.05

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 3月31日，公司公布2020年年报，全年实现营业收入19.51亿元，同比增长36%；归母净利润8.75亿元，同比增长53%；扣非归母净利润8.41亿元，同比增长61%。
- Q4实现营收6.35亿元，同比增长38%，实现归母净利润2.48亿元，同比增加62%；实现扣非归母净利润2.42亿元，同比增加72%。

经营分析

- 克服疫情肾病产品实现高增速，肝病产品规模快速提升：**1) 报告期内一次性使用血液灌流器销售收入为17.3亿元，同比增长33%，随着产品渗透率提高以及终末期肾病患者治疗频次提升，预计肾病市场将维持稳定增长。2) HA130血液灌流器同比增长31%，人工肝的相关产品同比增长41%，目前肝类产品已覆盖1000多家医院。3) DX-10型血液净化机产品的销售收入为0.35亿元，同比增长409%。血液灌流机产品的销售收入为682万元，同比增长47%。透析粉液产品的销售收入为30.3亿元，同比增长36.20%。
- 期间费用整体降低，净利率有所提高，资产周转效率持续提高：**报告期内毛利率轻微下滑，但因费用整体减少，净利率有所提升（同比增加5%）。销售费用率24%，同比下降5%；管理费用率6%，同比下降1.6%；研发费率4%，下降0.6%；财务费用率-1.39%，系银行存款利息收入增加所致。
- 境外业务下半年呈加速趋势：**公司境外营收0.5亿元，同比增速194%。其中下半年营收0.36亿元，同比增长270.87%。公司通过拓展海外销售渠道、标杆国家建设、专家建设、本土化市场建设等，使公司产品在海外市场得到更迅速的推广和普及，境外业务有望后续持续增长。

盈利调整与投资建议

- 我们看好公司核心业务的持续放量以及未来新业务的成长，预计2021-2023年公司归母净利润分别为11.83、16.10、22.04亿元，分别同比增长35%、36%、37%。维持“买入”评级。

风险提示

- 新产品研发风险；新产品注册风险；新技术替代风险；核心人员流失风险；净利率下降风险；行业竞争加剧风险。

相关报告

- 《股权激励草案发布，高增长具备可持续性-健帆生物公司点评》，2021.2.5
- 《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
- 《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
- 《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
- 《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

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002

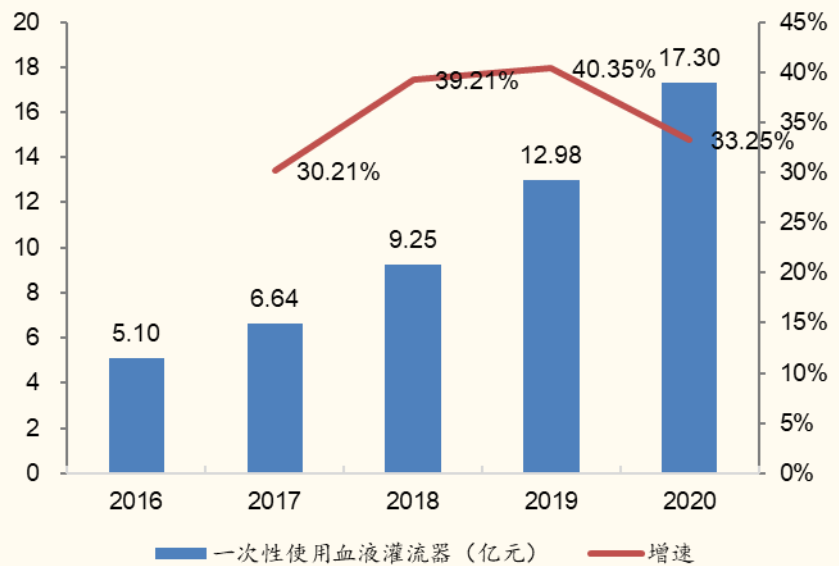
(8621)60230221

vuan_wei@aiz.com.cn

克服疫情肾病产品实现高增速，肝病产品规模快速提升

- 报告期内公司一次性使用血液灌流器产品的销售收入为 17.3 亿元，同比增长 33%，占公司主营业务收入的比例为 89%。目前公司产品已覆盖全国 5,800 余家二级及以上医院，并在多地纳入医保品牌影响力不断提升，产品销售收入呈现快速增长趋势。每周一次疗程化使用的灌流患者达 5400 民左右。随着产品渗透率，终末期肾病患者治疗率和治疗频次的提升，预计肾病市场将维持稳定增长。
- 肝病市场加速放量，一次性使用血浆胆红素吸附器产品的销售收入为 0.9 亿元，同比增加 28%，公司人工肝系列产品 BS330、HA330-II 及血浆分离器，合计下半年同比增速 56%，疫情期间收到负面影响，但已在快速恢复。公司从 2018 年开始支持全国人工肝“一市一中心”项目，在知名医院提高美誉度并对全国推广有着积极的示范效应，目前公司肝类产品已覆盖 1100 余家医院。随着老龄化加剧及厂家学术推广不断推进，肝类产品有望在后续三年保持 50% 的增速。
- DX-10 型血液净化机产品的销售收入为 0.35 亿元，同比增长 409%。血液灌流机产品的销售收入为 682 万元，同比增长 47%。透析粉液产品的销售收入为 30.3 亿元，同比增长 36.20%。

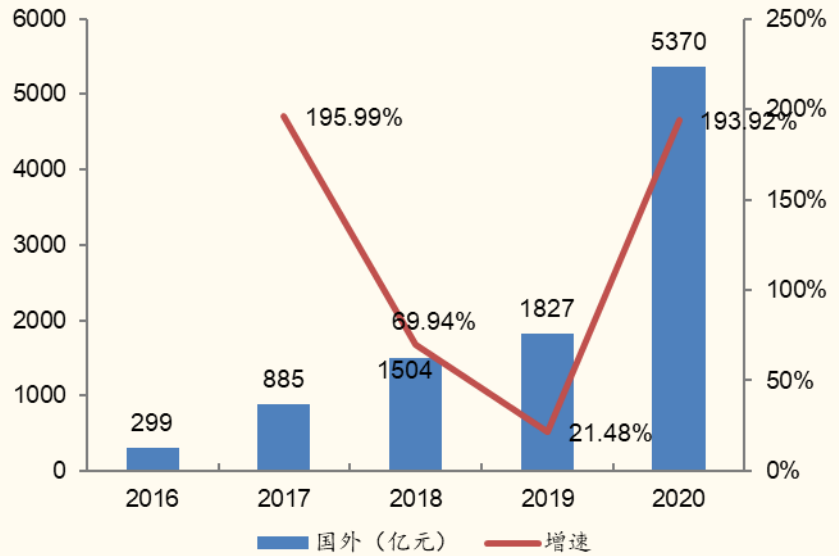
图表 1：2016-2020 年一次性使用血液灌流器产品收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 期间费用整体降低，净利率有所提高。1) 毛利率略微下降 1%，系低毛利产品占比略有提高所致。但因费用整体减少，净利率同比增加 5%；2) 销售费用率 24%，同比下降 5%；管理费用率 6% 同比下降 1.6%；研发费率 4%，下降 0.6%；财务费用率 -1.39%，系银行存款利息收入增加所致。
- 境外业务下半年呈加速趋势。境外营收 0.5 亿元，占比 2.75%，同比增速 194%。其中下半年实现境外营收收入 0.36 亿元，同比增长 270.87%，国际疫情的蔓延对公司既是挑战也是机遇。公司积极采取各种创新性、科学性措施，通过拓展海外销售渠道、标杆国家建设、专家建设、本土化市场建设等，使公司产品在海外市场得到更迅速的推广和普及。截至目前，公司产品实现了海外 70 多个国家的销售，并被纳入德国、越南、伊朗、土耳其、泰国、拉脱维亚、波黑 7 个国家的医保。

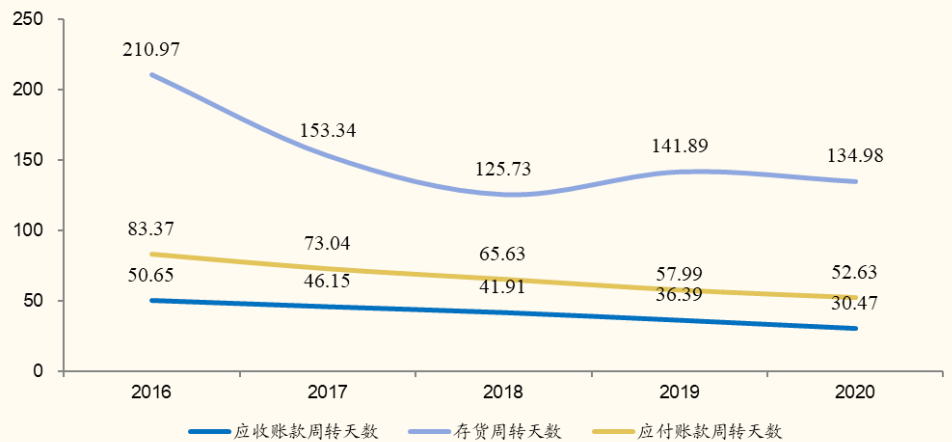
图表 2：2016-2020 年公司国外业务收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- **资产周转效率持续提高。**2020 年，公司应收账款周转天数为 30.47，同比减少 16.27%，存货周转天数为 134.98，同比减少 4.87%；应付账款周转天数为 52.63，同比减少 9.25%，周转效率持续提升。

图表 3：2016-2020 年公司资产周转情况



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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,017	1,432	1,951	2,634	3,572	4,880	货币资金	1,081	1,272	1,575	2,183	2,885	3,903
增长率		40.9%	36.2%	35.0%	35.6%	36.6%	应收账款	142	170	226	301	407	555
主营业务成本	-154	-197	-288	-356	-472	-615	存货	61	92	121	141	185	237
%销售收入	15.2%	13.8%	14.8%	13.5%	13.2%	12.6%	其他流动资产	21	26	65	42	56	73
毛利	862	1,234	1,663	2,279	3,100	4,265	流动资产	1,305	1,560	1,987	2,667	3,533	4,768
%销售收入	84.8%	86.2%	85.2%	86.5%	86.8%	87.4%	%总资产	63.6%	62.5%	61.8%	65.6%	68.0%	70.8%
营业税金及附加	-19	-23	-29	-42	-55	-75	长期投资	91	101	99	99	199	299
%销售收入	1.9%	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.5%	固定资产	458	640	906	1,013	1,160	1,346
销售费用	-299	-426	-468	-606	-804	-1,074	%总资产	22.3%	25.6%	28.2%	24.9%	22.3%	20.0%
%销售收入	29.4%	29.7%	24.0%	23.0%	22.5%	22.0%	无形资产	94	107	154	176	190	211
管理费用	-87	-111	-119	-211	-304	-439	非流动资产	747	935	1,230	1,400	1,663	1,971
%销售收入	8.6%	7.8%	6.1%	8.0%	8.5%	9.0%	%总资产	36.4%	37.5%	38.2%	34.4%	32.0%	29.2%
研发费用	-46	-68	-81	-119	-163	-224	资产总计	2,052	2,495	3,217	4,067	5,196	6,739
%销售收入	4.5%	4.8%	4.1%	4.5%	4.6%	4.6%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	411	606	966	1,301	1,775	2,453	应付款项	180	148	142	266	355	473
%销售收入	40.4%	42.3%	49.5%	49.4%	49.7%	50.3%	其他流动负债	99	115	189	210	289	397
财务费用	5	10	27	39	52	70	流动负债	279	263	331	477	644	869
%销售收入	-0.5%	-0.7%	-1.4%	-1.5%	-1.5%	-1.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-2	2	2	-3	-3	-4	其他长期负债	51	61	52	52	52	52
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	330	324	383	528	696	921
投资收益	39	35	15	20	37	39	普通股股东权益	1,698	2,142	2,807	3,515	4,481	5,803
%税前利润	8.2%	5.2%	1.5%	1.4%	2.0%	1.5%	其中：股本	417	419	799	799	799	799
营业利润	476	680	1,054	1,393	1,896	2,596	未分配利润	697	959	1,368	2,077	3,043	4,366
营业利润率	46.9%	47.5%	54.0%	52.9%	53.1%	53.2%	少数股东权益	23	28	27	24	20	15
营业外收支	-3	-9	-22	0	0	0	负债股东权益合计	2,052	2,495	3,217	4,067	5,196	6,739
税前利润	473	671	1,032	1,393	1,896	2,596	比率分析						
利润率	46.5%	46.9%	52.9%	52.9%	53.1%	53.2%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-72	-103	-159	-213	-290	-397	每股指标						
所得税率	15.3%	15.3%	15.4%	15.3%	15.3%	15.3%	每股收益	0.963	1.363	1.095	1.480	2.015	2.758
净利润	401	569	873	1,180	1,606	2,199	每股净资产	4.070	5.117	3.512	4.398	5.607	7.262
少数股东损益	-1	-2	-2	-3	-4	-5	每股经营现金净流	0.920	1.389	1.196	1.601	2.036	2.799
归属于母公司的净利润	402	571	875	1,183	1,610	2,204	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.592	0.806	1.103
净利率	39.5%	39.9%	44.9%	44.9%	45.1%	45.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	23.67%	26.64%	31.18%	33.65%	35.93%	37.98%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	19.59%	22.88%	27.21%	29.08%	30.98%	32.70%
净利润	401	569	873	1,180	1,606	2,199	投入资本收益率	20.21%	23.65%	28.83%	31.15%	33.40%	35.71%
少数股东损益	-1	-2	-2	-3	-4	-5	增长率						
非现金支出	24	31	39	47	57	69	主营业务收入增长率	41.48%	40.86%	36.24%	35.03%	35.63%	36.60%
非经营收益	-41	-36	-18	-20	-39	-40	EBIT 增长率	43.33%	47.60%	59.34%	34.72%	36.39%	38.23%
营运资金变动	1	18	61	72	3	8	净利润增长率	41.34%	42.00%	53.33%	35.12%	36.14%	36.90%
经营活动现金净流	384	582	956	1,279	1,627	2,237	总资产增长率	20.53%	21.57%	28.94%	26.43%	27.77%	29.69%
资本开支	-174	-221	-356	-217	-218	-276	资产管理能力						
投资	-120	-11	0	0	-100	-100	应收账款周转天数	41.9	36.4	30.5	36.3	36.2	36.1
其他	39	35	15	20	37	39	存货周转天数	125.7	141.9	135.0	145.0	143.0	141.0
投资活动现金净流	-255	-197	-341	-197	-281	-337	应付账款周转天数	65.6	58.0	52.6	57.5	57.3	57.1
股权募资	41	61	73	-1	0	0	固定资产周转天数	153.7	139.7	120.3	100.1	84.0	70.5
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-155	-256	-386	-473	-644	-882	净负债/股东权益	-62.77%	-58.59%	-55.58%	-61.69%	-64.11%	-67.09%
筹资活动现金净流	-115	-195	-313	-475	-644	-882	EBIT 利息保障倍数	-78.6	-63.8	-35.6	-33.5	-33.8	-34.9
现金净流量	15	189	301	608	702	1,018	资产负债率	16.08%	12.99%	11.91%	12.99%	13.39%	13.67%

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	2	4	11	17	50
增持	1	1	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.20	1.15	1.19	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。

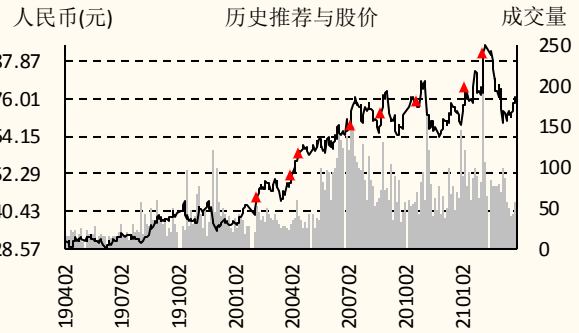
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-02-06	买入	79.31	N/A
2	2020-04-02	买入	94.99	N/A
3	2020-04-16	买入	109.96	N/A
4	2020-07-08	买入	68.17	N/A
5	2020-08-26	买入	69.70	N/A
6	2020-10-21	买入	74.70	N/A
7	2021-01-07	买入	73.73	N/A
8	2021-02-05	买入	77.66	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