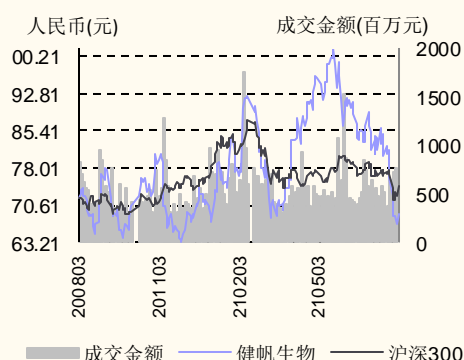


市场价格 (人民币): 68.95 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	8.05
已上市流通 A 股(亿股)	5.14
总市值(亿元)	555.07
年内股价最高最低(元)	101.80/63.21
沪深 300 指数	4934
创业板指	3493



相关报告

- 1.《一季度业绩高质量增长超预期-健帆生物公司点评》，2021.4.13
- 2.《疫情难掩销售强劲，海外市场潜力可期-健帆生物点评报告》，2021.4.2
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

袁维

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

血液灌流器业务稳定增长，净利率持续提升

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	2,715	3,741	5,012
营业收入增长率	40.86%	36.24%	39.18%	37.79%	33.97%
归母净利润(百万元)	571	875	1,197	1,618	2,130
归母净利润增长率	42.00%	53.33%	36.77%	35.14%	31.66%
摊薄每股收益(元)	1.363	1.095	1.487	2.010	2.646
每股经营性现金流净额	1.39	1.20	1.61	2.05	2.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.64%	31.18%	33.97%	36.00%	36.90%
P/E	52.69	61.92	46.37	34.31	26.06
P/B	14.04	19.31	15.75	12.35	9.62

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月2日，公司发布2021年半年报，上半年实现营业收入11.88亿元(+37%)；归母净利润6.20亿元(+41%)；扣非归母净利润5.85亿元(+40%)。
- 分季度看，公司Q2实现营业收入6.09亿元(+24%)，归母净利润3.37亿元(+31%)；扣非归母净利润3.11亿元(+36%)

经营分析

- **血液灌流器业务增长稳定，净化设备与透析粉液强势发力。**根据产品类型划分，公司一次性使用血液灌流器实现销售收入10.49亿元，同比增长33%，占公司主营业务比例为88%；一次性使用血浆胆红素吸附器实现销售收入6154万元，同比增长83%；DX-10型血液净化机实现销售收入2673万元，同比增长162%；血液灌流机产品实现销售收入412万元，同比增长47%；透析粉液产品实现销售收入2102万元，同比增长72%。上半年各类血液净化产品持续高增长。
- **综合费用率控制效果显著，净利率不断提升。**公司2021年上半年销售费用率18.5%，同比下降1.2pct；管理费用率3.9%，同比下降1.8pct；毛利率85.3%，同比下降0.3pct；净利率52.1%，同比提升1.6pct，由于整体费用率逐步得到控制，净利率提升显著。
- **公司产能扩建项目有序推进。**公司在珠海、湖北黄冈、天津等地均有生产基地在投资建设中。湖北黄冈健帆血液透析粉液生产基地已于2021年7月正式启动试产工作，天津项目目前已开始生产。未来公司透析粉液的产能规模将显著提升，为血液灌流与血液透析业务协同发展奠定基础。

盈利调整与投资建议

- 预计公司2021-2023年分别实现归母净利润11.97、16.18、21.30亿元，同比增长37%、35%、32%。
- 维持“买入”评级。

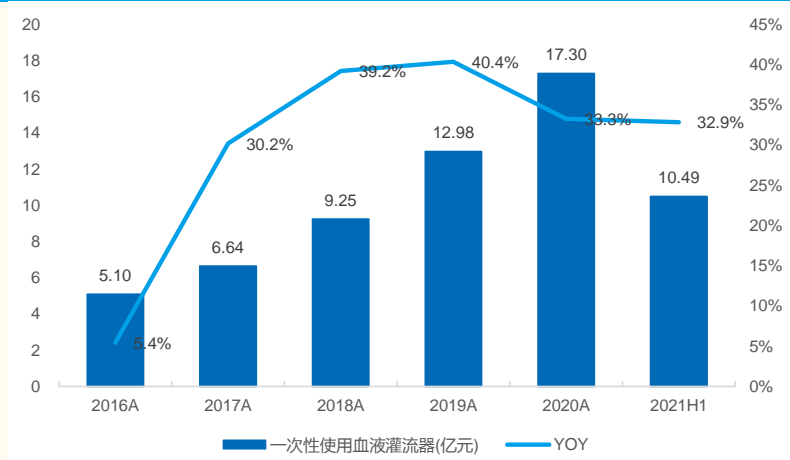
风险提示

- 新产品研发不达预期；医保控费政策导致产品降价风险；产能建设及使用不达预期；产品推广及需求不达预期

血液灌流器业务增长稳定，净化设备与透析粉液强势发力

- **各类血液净化产品持续高增长。**根据产品类型划分，公司一次性使用血液灌流器实现销售收入 10.49 亿元，同比增长 33%，占公司主营业务比例为 88%；一次性使用血浆胆红素吸附器实现销售收入 6154 万元，同比增长 83%；DX-10 型血液净化机实现销售收入 2673 万元，同比增长 162%；血液灌流机产品实现销售收入 412 万元，同比增长 47%；透析粉液产品实现销售收入 2102 万元，同比增长 72%。
- **根据应用领域划分，**公司尿毒症领域系列产品（HA130、HA80、HA100、HA150、KHA80、KHA200）共实现销售收入 7.95 亿元，同比增长 26%；人工肝相关产品（BS330、HA330-II、血浆分离器）实现销售收入 1.19 亿元，同比增长 91%；危重症领域的 HA330 和 HA380 实现销售收入 6571 万元，同比增长 50%。

图表 1: 2016-2021H1 一次性使用血液灌流器收入及增速

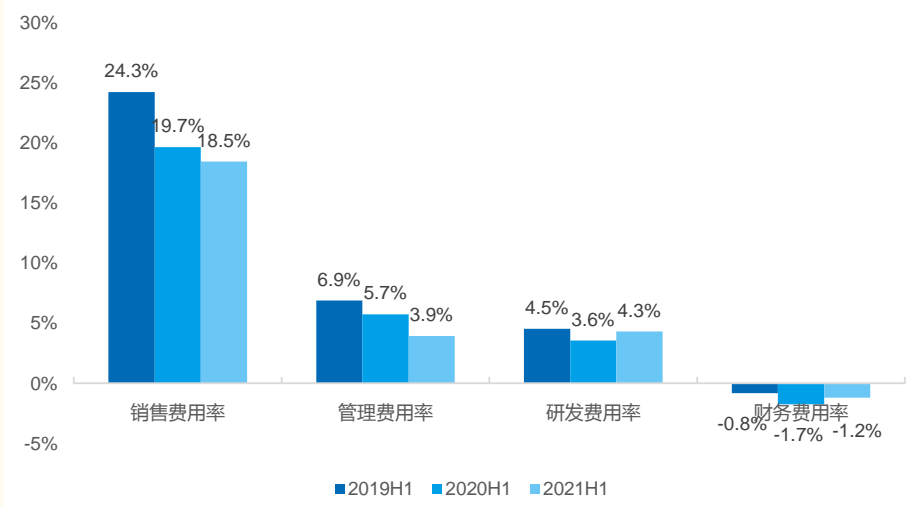


来源：公司公告，国金证券研究所

综合费用率控制效果显著，净利率不断提升。

- **销售与管理费用率稳步下降。**公司 2021 年上半年销售费用率 18.5%，同比下降 1.2pct；管理费用率 3.9%，同比下降 1.8pct，主要由于上半年股权激励费用减少。
- **重视研发能力，投入增长显著。**公司上半年研发投入为 5117 万元，占公司营业总收入的 4.31%，同比增长 65.62%。2021 年上半年，公司获得授权 5 项发明，12 个实用新型，5 个外观设计，新申请专利 6 项。截止 2021 年半年度末，公司及控股子公司拥有累计授权专利 221 项，其中发明专利 50 项，138 个实用新型，33 个外观设计。

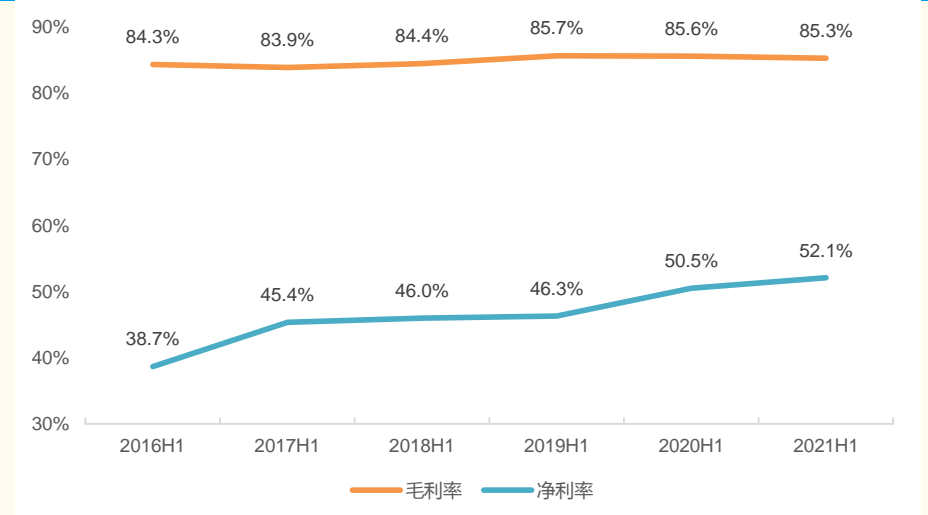
图表 2: 公司半年度费用率变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **毛利率维持稳定, 净利率持续向上。**公司 2021 上半年毛利率 85.3%, 同比下降 0.3pct, 近年来综合毛利率基本维持稳定。上半年净利率 52.1%, 同比提升 1.6pct, 由于整体费用率逐步得到控制, 净利率提升显著。

图表 3: 公司半年度毛利率与净利率变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **血液灌流行业长期潜在市场巨大。**一方面, 随着我国人口老龄化进程的加快, 慢性肾病 (CKD) 的患者人数日益增多, 公司产品的患者基数在不断增大。另一方面, 血液灌流器产品临床应用范围也在不断扩大, 从最开始的仅仅应用于中毒治疗、扩展到能广泛应用于尿毒症、急性药物或毒物中毒、重症肝病、脓毒症或系统性炎症综合症、银屑病或自身免疫性疾病、精神分裂、甲状腺危象、肿瘤化疗等病症领域, 使市场需求迅速扩大。
- **产能扩建项目有序开展。**公司在珠海、湖北黄冈、天津等地均有生产基地在投资建设中。湖北黄冈健帆血液透析粉液产品生产基地已于 2021 年 7 月正式启动试产工作, 天津项目目前已开始生产。未来公司透析粉液的产能规模将显著提升, 为血液灌流与血液透析业务协同发展奠定基础。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,017	1,432	1,951	2,715	3,741	5,012
增长率		40.9%	36.2%	39.2%	37.8%	34.0%
主营业务成本	-154	-197	-288	-383	-536	-742
%销售收入	15.2%	13.8%	14.8%	14.1%	14.3%	14.8%
毛利	862	1,234	1,663	2,332	3,205	4,270
%销售收入	84.8%	86.2%	85.2%	85.9%	85.7%	85.2%
营业税金及附加	-19	-23	-29	-41	-56	-75
%销售收入	1.9%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
销售费用	-299	-426	-468	-706	-973	-1,303
%销售收入	29.4%	29.7%	24.0%	26.0%	26.0%	26.0%
管理费用	-87	-111	-119	-149	-202	-261
%销售收入	8.6%	7.8%	6.1%	5.5%	5.4%	5.2%
研发费用	-46	-68	-81	-128	-183	-256
%销售收入	4.5%	4.8%	4.1%	4.7%	4.9%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	411	606	966	1,308	1,791	2,375
%销售收入	40.4%	42.3%	49.5%	48.2%	47.9%	47.4%
财务费用	5	10	27	39	53	70
%销售收入	-0.5%	-0.7%	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-1.4%
资产减值损失	-2	2	2	-3	-3	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	39	35	15	30	30	30
%税前利润	8.2%	5.2%	1.5%	2.1%	1.6%	1.2%
营业利润	476	680	1,054	1,410	1,905	2,509
营业利润率	46.9%	47.5%	54.0%	51.9%	50.9%	50.1%
营业外收支	-3	-9	-22	0	0	0
税前利润	473	671	1,032	1,410	1,905	2,509
利润率	46.5%	46.9%	52.9%	51.9%	50.9%	50.1%
所得税	-72	-103	-159	-216	-292	-384
所得税率	15.3%	15.3%	15.4%	15.3%	15.3%	15.3%
净利润	401	569	873	1,194	1,614	2,125
少数股东损益	-1	-2	-2	-3	-4	-5
归属于母公司的净利润	402	571	875	1,197	1,618	2,130
净利率	39.5%	39.9%	44.9%	44.1%	43.2%	42.5%

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,081	1,272	1,575	2,193	2,896	3,859
应收款项	142	170	226	310	427	570
存货	61	92	121	152	210	286
其他流动资产	21	26	65	45	63	87
流动资产	1,305	1,560	1,987	2,700	3,595	4,803
%总资产	63.6%	62.5%	61.8%	65.9%	68.4%	70.9%
长期投资	91	101	99	99	199	299
固定资产	458	640	906	1,013	1,160	1,346
%总资产	22.3%	25.6%	28.2%	24.7%	22.1%	19.9%
无形资产	94	107	154	176	190	211
非流动资产	747	935	1,230	1,400	1,663	1,971
%总资产	36.4%	37.5%	38.2%	34.1%	31.6%	29.1%
资产总计	2,052	2,495	3,217	4,100	5,258	6,774
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	180	148	142	283	389	526
其他流动负债	99	115	189	218	304	410
流动负债	279	263	331	501	693	936
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	51	61	52	52	52	52
负债	330	324	383	552	744	987
普通股股东权益	1,698	2,142	2,807	3,524	4,494	5,772
其中：股本	417	419	799	799	799	799
未分配利润	697	959	1,368	2,086	3,057	4,335
少数股东权益	23	28	27	24	20	15
负债股东权益合计	2,052	2,495	3,217	4,100	5,258	6,774

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.963	1.363	1.095	1.487	2.010	2.646
每股净资产	4.070	5.117	3.512	4.377	5.583	7.170
每股经营现金净流	0.920	1.389	1.196	1.608	2.050	2.705
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.599	0.810	1.066
回报率						
净资产收益率	23.67%	26.64%	31.18%	33.97%	36.00%	36.90%
总资产收益率	19.59%	22.88%	27.21%	29.20%	30.76%	31.44%
投入资本收益率	20.21%	23.65%	28.83%	31.24%	33.60%	34.76%
增长率						
主营业务收入增长率	41.48%	40.86%	36.24%	39.18%	37.79%	33.97%
EBIT增长率	43.33%	47.60%	59.34%	35.45%	36.88%	32.63%
净利润增长率	41.34%	42.00%	53.33%	36.77%	35.14%	31.66%
总资产增长率	20.53%	21.57%	28.94%	27.46%	28.26%	28.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.9	36.4	30.5	36.3	36.2	36.1
存货周转天数	125.7	141.9	135.0	145.0	143.0	141.0
应付账款周转天数	65.6	58.0	52.6	57.5	57.3	57.1
固定资产周转天数	153.7	139.7	120.3	97.1	80.3	68.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.77%	-58.59%	-55.58%	-61.81%	-64.15%	-66.69%
EBIT利息保障倍数	-78.6	-63.8	-35.6	-33.6	-34.0	-34.0
资产负债率	16.08%	12.99%	11.91%	13.48%	14.16%	14.57%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	401	569	873	1,194	1,614	2,125
少数股东损益	-1	-2	-2	-3	-4	-5
非现金支出	24	31	39	47	57	69
非经营收益	-41	-36	-18	-30	-32	-31
营运资金变动	1	18	61	73	0	-2
经营活动现金净流	384	582	956	1,285	1,638	2,162
资本开支	-174	-221	-356	-217	-218	-276
投资	-120	-11	0	0	-100	-100
其他	39	35	15	30	30	30
投资活动现金净流	-255	-197	-341	-187	-288	-346
股权募资	41	61	73	-1	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-155	-256	-386	-479	-647	-852
筹资活动现金净流	-115	-195	-313	-480	-647	-852
现金净流量	15	189	301	617	703	964

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	1	6	13	47
增持	0	2	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.67	1.33	1.28	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。

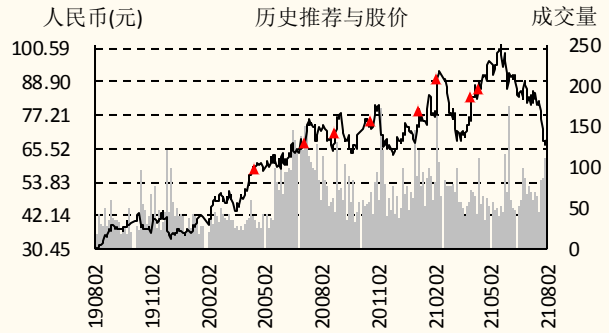
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-04-16	买入	109.96	N/A
2	2020-07-08	买入	68.17	N/A
3	2020-08-26	买入	69.70	N/A
4	2020-10-21	买入	74.70	N/A
5	2021-01-07	买入	73.73	N/A
6	2021-02-05	买入	77.66	N/A
7	2021-04-02	买入	80.28	N/A
8	2021-04-13	买入	83.52	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。

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