

2024年03月07日
健帆生物(300529.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

医疗器械

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

32.13元

股价(2024-03-07)

21.79元

交易数据

总市值(百万元)

18,371.88

流通市值(百万元)

11,861.07

总股本(百万股)

807.56

流通股本(百万股)

521.37

12个月价格区间

16.6/32.18元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	25.6	-5.0	-15.2
绝对收益	37.0	0.0	-28.8

马帅

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

李奔

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523110001

liben@essence.com.cn

相关报告

健帆生物 Q3 公司经营环比改善, 系统性改革效果初现	2023-11-06
健帆生物 22 年业绩有所放缓, 阶段性调整不改血液灌流全球渗透率提升长期逻辑	2023-04-05
Q2 收入端显著超预期, 公司国际学术地位进一步提升	2022-08-26

发布“质量回报双提升”方案, 血液灌流国产龙头推进全球高质量发展

■ 事件: 公司发布“质量回报双提升”行动方案, 推动公司长期健康可持续发展。

■ 聚焦血液净化大市场, 以具有临床有效性和优越性的先进治疗技术惠及广大患者。

目前, 健帆 HA 系列树脂血液灌流已取得多项重要学术成果:

(1) 在尿毒症领域: 1) 国家卫健委《血液净化标准操作规程》明确提及“每周 1 次 HA 树脂血液灌流器的治疗频次。2) 《血液灌流在 MHD 患者中的临床应用上海专家共识》中对透析患者的 9 种透析并发症行血液灌流治疗的频次分别为每 2 周 1 或 2 次、每周 1 次、每周 1~3 次不等。3) 两个 HA130 多中心 RCT 研究结果证实了健帆 HA130 血液灌流的安全性、有效性。4) 两个卫生经济学研究成果均指出健帆 HA130 血液灌流治疗可以延长患者寿命, 且具有经济性。

(2) 在肝病领域: 公司首创的新型人工肝治疗模式 (DPMAS) 已先后被写入中华医学会《非生物型人工肝治疗肝衰竭指南》、《肝衰竭诊治指南》、《肝硬化肝性脑病诊治指南》、《中国药物性肝损伤诊疗指南》及《2022 人工肝血液净化技术临床应用专家共识》、《非生物型人工肝设备与技术专家共识》。此外, 血液灌流技术也已应用于脓毒症、急性胰腺炎、烧伤、多发伤、横纹肌溶解症等危重症疾病领域, 未来应用市场空间广阔。

■ 渗透率与治疗频次的持续提升打开公司的成长空间。

经我们测算: (1) 按现有患者覆盖数量口径: 截至 2022 年, 公司肾病产品对透析患者的渗透率(使用健帆血液灌流器进行联合治疗的血液透析患者数量/血液透析患者总数量) 约为 32%, 相比疫情前 2019 年渗透率的 22% 提升了约 10pct, 而 2019 年相比 2014 年则又提升了约 9pct 左右, 渗透率的快速提升阶段在 2017-2021 年, 预计与公司推出权威临床试验成果并逐步学术规范化有关。(2) 按市场空间口径: 国内方面, 公司肾病理论销售空间约为 225 亿元, 加上肝病、危重症等其他各项细分领域, 理论销售空间合计约 720 亿元。若按销售金额计算渗透率, 那么公司对于已经覆盖的主要适应症的整体渗透率大概仅为 3%-4%, 且只是国内部分, 海外则还远远低于国内。此外, 健帆血液灌流患者平均治疗频次从每月 1 次提升至每月 4 次将带来可观上量弹性, 在同患者基数口径下, 能够带来 4 倍于之前的市场空间, 从而充分抵消未来可能发生的各种形式的价格下降带来的影响。

目 公司长期实行高分红政策，回购稳定市场信心。

自 2016 年上市至今，公司连续七年实施现金分红方案，累计现金分红 26.42 亿元，是公司 IPO 募集净额 4.16 亿的 6.35 倍、是公司上市至今融资净额（IPO 及再融资）的 1.87 倍。公司现金分红占净利润的比例从 2016 年的 41% 提高至 2022 年度的 60%。公司也通过“转增股本”“回购股份”等多种分红形式与投资者共享公司发展成果。公司控股股东及实际控制人、董事长兼总经理董凡先生在 2022 年 1 月 20 日至 2022 年 3 月 11 日期间通过集中竞价交易方式增持公司股份，累计增持金额达 2 亿元。公司方面，分别于 2021 年 11 月和 2023 年 7 月实施两期回购股份方案，截至目前已累计回购股份 8.42 亿元、股数 2643.05 万股，占公司总股本的比例为 3.27%。持续稳定的分红和回购助推股东回报提升，有效维护市场稳定，提振投资者信心。

目 公司研发投入快速增长，引领行业技术进步。

2021 年，公司投入研发费用 1.74 亿元，同比增长 115%；2022 年，公司投入研发费用 2.53 亿元，同比增长 46%；2023 年前三季度，公司投入研发费用 1.76 亿元，同比增长 8.6%，研发费用占收入比重提升至 11.87%。根据公司公告，公司研发投入主要是新产品研发及产品临床应用研发两大方向。

（1）新产品研发方面：鉴于血液灌流是一种平台技术，针对尿毒症、肝病、脓毒症、红斑狼疮等不同的病症，公司已研发出不同的产品 HA 系列、KHA 系列、BS 系列、CA 系列、DNA 免疫吸附柱等，还可以针对不同的病症研发出不同的产品类型、治疗更多种类的疾病。2022 年，公司新增 5 个产品注册证（血液透析器、3 个不同配方的血液透析粉液产品及柠檬酸消毒液）、1 个新产品 CE 证书，进一步丰富了公司血液净化全产业链的产品种类。未来新的注册证等成果预计也会不断涌现。

（2）应用研发方面：主要是基于现有产品开展系列临床应用研究。血液灌流技术和血液灌流器是创新性的技术，目前尚处于发展应用初期，需要大量循证医学证据、规范化使用指南等来指导临床应用，因此在产品上市后需要在应用研发方面继续投入。

目 公司近两年一系列经营调整改革已见成效，业绩有望迎来拐点。

2022-2023 年，公司集中对渠道与销售管理模式进行调整与改革，具体表现为狠抓团队执行、深化学术推广、升级组织架构、优化资源投入、变革考核激励聚焦使用、去库存、促进销售团队专业化转型、利用信息化建设精细化管理等。根据公司公告，目前公司经销商库存水平保持下降趋势，在好转的过程中，说明改革措施已见成效，期待公司后续业绩增速的提升。

目 海外业务呈现加速发展态势，出海显著提高公司长期天花板。

公司近年海外业务呈现加速发展态势。2021 年，公司于国际市场实现营业收入 1.28 亿，同比增长 138%，占公司主营业务收入的比重为 4.8%，主要得益于新冠治疗产品的放量。2022 年，公司海外收入出现

放缓，原因一方面新冠危重症病人数量大幅减少，短期内对治疗需求的影响较大，另一方面公司在海外国家的推广活动面临较大困难。根据公司 2023 年中报，截至 2023 年中报披露日，公司累计在 87 个国家实现产品销售，在肾病、中毒、肝病、危重症、风湿免疫疾病等治疗领域成功应用，公司产品已被纳入德国、越南、伊朗、俄罗斯、土耳其、沙特等 13 个国家相关医保目录。公司海外团队持续壮大，并聘请国际血液净化领域顶级权威专家担任医学顾问，如：Ronco 教授（意大利维琴察国际肾病研究院院长、创始人）、Vanholder 教授（欧洲的肾脏病学会前主席）。

目 投资建议：

买入-A 投资评级，6 个月目标价 32.13 元。我们预计公司 2023 年-2025 年的收入增速分别为-18.5%、104.6%、33.2%，净利润的增速分别为-45.4%、113.8%、35.0%，成长性突出；维持给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 32.13 元，相当于 2024 年 25 倍的动态市盈率。

目 风险提示：医药行业政策的不确定性、渗透率提升速度不及预期、国际业务及新产品放量的不确定性。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	2,675.5	2,491.4	2,030.9	4,154.6	5,534.5
净利润	1,196.8	889.5	485.4	1,038.0	1,401.6
每股收益(元)	1.48	1.10	0.60	1.29	1.74
每股净资产(元)	4.16	4.43	5.54	6.83	8.57
盈利和估值					
市盈率(倍)	15.0	20.2	37.1	17.3	12.8
市净率(倍)	5.4	5.0	4.0	3.3	2.6
净利润率	44.7%	35.7%	23.9%	25.0%	25.3%
净资产收益率	35.6%	24.9%	10.8%	18.8%	20.3%
股息收益率	4.0%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	111.8%	60.1%	25.3%	43.2%	49.2%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,675.5	2,491.4	2,030.9	4,154.6	5,534.5	成长性					
减:营业成本	402.1	440.1	417.4	1,023.3	1,359.7	营业收入增长率	37.1%	-6.9%	-18.5%	104.6%	33.2%
营业税费	40.0	35.1	28.4	56.1	73.1	营业利润增长率	34.5%	-27.4%	-44.2%	111.2%	34.4%
销售费用	598.5	700.6	629.6	1,163.3	1,538.6	净利润增长率	36.7%	-25.7%	-45.4%	113.8%	35.0%
管理费用	131.0	138.1	162.5	303.3	393.0	EBITDA 增长率	44.0%	-20.1%	-31.0%	94.8%	34.1%
研发费用	110.8	173.8	264.0	436.2	575.6	EBIT 增长率	44.3%	-22.1%	-33.2%	102.2%	34.8%
财务费用	-12.4	-17.8	-5.3	-5.7	-6.6	NOPLAT 增长率	37.4%	-26.6%	-43.5%	112.2%	34.5%
资产减值损失	-0.1	-6.5	1.0	0.8	1.0	投资资本增长率	36.5%	34.4%	24.1%	18.2%	21.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	19.4%	6.1%	25.3%	23.4%	25.6%
投资和汇兑收益	28.7	10.5	6.0	6.0	6.0						
营业利润	1,417.9	1,029.5	574.3	1,213.3	1,631.2	利润率					
加:营业外净收支	-10.7	-12.6	-9.1	-2.0	1.0	毛利率	85.0%	82.3%	79.4%	75.4%	75.4%
利润总额	1,407.2	1,016.8	565.2	1,211.3	1,632.2	营业利润率	53.0%	41.3%	28.3%	29.2%	29.5%
减:所得税	211.4	135.9	73.5	157.5	212.2	净利润率	44.7%	35.7%	23.9%	25.0%	25.3%
净利润	1,196.8	889.5	485.4	1,038.0	1,401.6	EBITDA/营业收入	59.1%	50.7%	42.9%	40.9%	41.1%
						EBIT/营业收入	57.3%	47.9%	39.3%	38.8%	39.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	107	154	216	113	93
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	19	39	63	42	43
货币资金	2,319.4	2,558.8	1,860.0	2,505.7	3,282.6	流动资产周转天数	339	459	520	284	282
交易性金融资产	150.0	-	-	-	-	应收帐款周转天数	30	36	48	50	50
应收帐款	275.4	228.6	313.0	841.1	696.3	存货周转天数	21	39	60	33	33
应收票据	39.0	17.9	12.5	45.6	34.5	总资产周转天数	540	739	914	494	463
预付帐款	63.1	103.2	34.8	118.7	85.2	投资资本周转天数	170	247	389	230	207
存货	196.5	349.1	324.6	442.9	576.9						
其他流动资产	12.1	35.6	33.7	21.2	26.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	35.6%	24.9%	10.8%	18.8%	20.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	24.9%	16.3%	10.0%	16.2%	18.3%
长期股权投资	-	-	30.0	60.0	160.0	ROIC	111.8%	60.1%	25.3%	43.2%	49.2%
投资性房地产	-	-	50.0	20.0	40.0	费用率					
固定资产	951.1	1,176.6	1,258.9	1,350.9	1,507.4	销售费用率	22.4%	28.1%	31.0%	28.0%	27.8%
在建工程	301.2	474.0	674.0	824.0	1,124.0	管理费用率	4.9%	5.5%	8.0%	7.3%	7.1%
无形资产	101.3	100.4	144.9	139.3	181.9	研发费用率	4.1%	6.5%	4.0%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	400.9	369.2	166.1	130.4	24.6	财务费用率	-0.5%	-0.7%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
资产总额	4,810.1	5,413.4	4,902.4	6,499.6	7,740.0	四费/营业收入	32.9%	33.3%	31.1%	30.6%	29.9%
短期债务	-	317.1	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	170.8	179.8	234.8	762.1	568.8	资产负债率	29.7%	33.7%	8.2%	14.6%	9.9%
应付票据	-	26.2	-	-	-	负债权益比	42.2%	50.8%	9.0%	17.0%	11.0%
其他流动负债	215.5	194.1	107.9	114.4	123.6	流动比率	7.91	4.59	7.52	4.54	6.79
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	7.40	4.11	6.58	4.03	5.96
其他非流动负债	1,040.2	1,105.8	60.0	70.0	75.0	利息保障倍数	-123.23	-67.03	-150.72	-283.26	-331.79
负债总额	1,426.5	1,823.0	402.7	946.5	767.4	分红指标					
少数股东权益	24.8	16.2	22.2	37.6	55.5	DPS(元)	0.89	0.66	-	-	-
股本	805.5	807.7	807.6	807.6	807.6	分红比率	59.9%	60.2%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,954.0	3,184.6	3,670.0	4,708.0	6,109.5	股息收益率	4.0%	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	3,383.6	3,590.5	4,499.7	5,553.1	6,972.6						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	1,195.8	880.9	485.4	1,038.0	1,401.6
						加:折旧和摊销	53.9	77.7	73.2	83.6	100.8
						资产减值准备	6.5	4.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	8.9	36.0	-5.3	-5.7	-6.6
						投资收益	-28.7	-10.5	-6.0	-6.0	-6.0
						少数股东损益	-1.0	-8.6	6.3	15.8	18.5
						营运资金的变动	-17.2	-71.8	27.4	-201.3	-123.4
						经营活动产生现金流量	1,249.4	883.8	581.0	924.4	1,384.9
						投资活动产生现金流量	-670.2	-305.9	-444.0	-284.0	-614.0
						融资活动产生现金流量	165.2	-365.9	-835.8	5.3	6.0
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.48	1.10	0.60	1.29	1.74
						BVPS(元)	4.16	4.43	5.54	6.83	8.57
						PE(X)	15.0	20.2	37.1	17.3	12.8
						PB(X)	5.4	5.0	4.0	3.3	2.6
						P/FCF	10.5	24.1	-14.5	30.3	23.3
						P/S	6.7	7.2	8.9	4.3	3.3
						EV/EBITDA	25.9	18.5	18.3	9.1	6.4
						CAGR(%)	-4.1%	17.3%	-17.4%	-4.1%	17.3%
						PEG	-3.6	1.2	-2.1	-4.2	0.7
						ROIC/WACC					
						REP					

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034