

2024年03月28日
海尔生物(688139.SH)

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

43.27元

股价(2024-03-27)

27.70元

交易数据

总市值(百万元) 8,807.28

流通市值(百万元) 8,807.28

总股本(百万股) 317.95

流通股本(百万股) 317.95

12个月价格区间 26.12/73.66元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.5	-30.8	-45.7
绝对收益	-14.3	-25.8	-58.4

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

海尔生物 短期承压静待业 2023-11-01

绩改善, 品类拓展与出海共
同驱动长期成长逻辑不变

海尔生物 23Q2 短期阶段性 2023-09-04

放缓, 静待需求端修复带来
业绩拐点

23Q1 业绩较快增长, 新业务 2023-04-27

布局加快

年报符合预期, 公司沿生命 2023-03-30

23 年调整过渡, 产业升级性新业务与海外拓展开启未来增长新动能

■ 事件: 公司发布 2023 年年报, 业绩短期承压。

23 年全年, 公司实现营业收入 22.8 亿元, 同比降低 20.36%, 剔除 22 年同期 5.87 亿元公共卫生防控类业务后, 核心业务收入略高于同期; 归母净利润 4.06 亿元, 同比降低 32.41%; 扣非归母净利润 3.31 亿元, 同比降低 37.83%。23Q4, 公司实现营业收入 4.5 亿元, 同比降低 42.37%; 归母净利润 4887 万元, 同比降低 64.93%; 扣非归母净利润 3787 万元, 同比降低 69.61%; 毛利率 50%, 同比降低 0.92pct; 净利率 10.75%, 同比降低 6.91pct。2023 年, 公司业绩经历暂时调整, 估计与行业支付端较为紧张、医疗反腐、疫情影响消化(公司公共卫生防控业务不再开展)、医疗新基建周期等复合因素相关, 销售费用率、研发费用率、管理费用率均因为当季收入摊薄而出现上升, 从绝对值角度来看环比则并未有明显提升。

■ 公司符合产业升级发展趋势的新业务在行业承压下逆市高增。

(1) 生命科学板块: 2023 年公司实现收入 10.3 亿元, 同比下降 17%, 剔除上年同期公共卫生防控类业务后, 核心业务收入下降 6%。以自动化样本管理、生物培养、离心制备等为代表的新品类加速放量, 成为生命科学板块新的增长点, 在一定程度上对冲掉了行业波动的不利影响。2023 年公司非存储类新产业占收入比重达到 38%, 同比增长超 30%, 在服务于生命科学和医疗创新行业升级的同时, 也打开了公司成长的新空间。

(2) 医疗创新板块: 2023 年公司实现收入 12.4 亿元, 同比下降 23%, 剔除同期公共卫生防控类业务后, 核心业务收入同比增长 6%。新拓展的用药自动化场景方案保持高速增长, 血/浆站场景用户需求呈复苏态势, 医疗创新板块持续发展动力充足。

■ 海外项目类收入受国际局势影响有所下滑, 经销类业务保持增长趋势, 是未来海外业务的发力重点。

(1) 国内市场: 2023 年公司实现收入 14.89 亿元, 同比下降 26%, 剔除同期公共卫生防控类业务后, 核心业务同比增长 4%。随着行业整顿对医院招投标活动的影响逐渐消退, 国内市场有望加速发展。

(2) 海外市场: 2023 年公司实现收入 7.83 亿元, 同比下降 6%, 海外业务占比达到 34%, 其中项目类业务增速受国际局势影响有所下滑, 经销类业务持续增长, 未来公司将基于用户交互加强本土化方案创新, 加速商机的转化落地。公司现已形成覆盖 800 多家经销商、150 多个国家和地区的全球市场网络布局, 已形成以尼日利亚、英国、阿联酋、新加坡等地为中心的用户体验培训中心体系和荷兰、美国等仓

储物流中心体系。2023 年，公司海外经销网络突破新增近 170 家、突破 7 个空白国家，持续扩大东欧、非洲、拉美等地区用户覆盖度，并在西欧、亚太等地区深耕生物制药用户群。英国子公司深耕当地市场，持续加强其在全球的辐射作用，并相继布局荷兰、美国等地；升级位于迪拜健康城核心区域的用户体验交互中心，为海湾地区国家、非洲、南亚、印度、中欧、东欧等周边国家和地区的用户提供更加便捷高效的多场景方案交互培训服务。

科学和医疗创新两大方向不断拓展业务边界

海尔生物 22 年快报基本符合预期，品类拓展持续推进 2023-03-01

目 公司发布 2024 年股权激励计划，彰显发展信心。

根据公司公告，本次激励计划拟授予的限制性股票数量为 342 万股，占公司股本总额的比重为 1.076%，首次授予 292 万股，预留 50 万股。首次授予的激励对象总人数为 262 人，占公司 2023 年底员工总数 2636 人的 9.94%，包括高管 8 位、核心技术人员 3 位、骨干员工 251 位。激励考核目标方面，触发值、目标值分别为：基于 2023 年收入基数，2024-2026 年的收入增长率不低于 15%/32%/52%、30%/69%/120%；换算为同比指标，触发值、目标值分别为：2024-2026 年收入增长率 15%/14.78%/15.15%、30%/30%/30.18%。

目 投资建议：

买入-A 投资评级，6 个月目标价 43.27 元。我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 26.4%、25.0%、23.5%，净利润的增速分别为 35.5%、25.3%、25.1%，成长性突出；维持给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 43.27 元，相当于 2024 年 25 倍的动态市盈率。

目 风险提示：医疗有关政策的不确定性；海外业务的不确定性；新产品研发和推广的不确定性。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,864.0	2,280.9	2,884.2	3,606.4	4,452.1
净利润	600.8	406.1	550.3	689.6	862.5
每股收益(元)	1.89	1.28	1.73	2.17	2.71
每股净资产(元)	12.65	13.31	15.07	16.97	19.44

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	14.7	21.7	16.0	12.8	10.2
市净率(倍)	2.2	2.1	1.8	1.6	1.4
净利润率	21.0%	17.8%	19.1%	19.1%	19.4%
净资产收益率	14.9%	9.6%	11.5%	12.8%	14.0%
股息收益率	1.6%	0.0%	0.9%	1.0%	0.9%
ROIC	135.5%	45.2%	37.7%	41.7%	44.5%

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,864.0	2,280.9	2,884.2	3,606.4	4,452.1	成长性					
减:营业成本	1,484.9	1,126.0	1,440.0	1,825.6	2,261.8	营业收入增长率	34.7%	-20.4%	26.4%	25.0%	23.5%
营业税费	22.6	20.8	20.2	28.9	35.8	营业利润增长率	-29.7%	-35.1%	41.9%	25.3%	24.9%
销售费用	348.4	339.6	369.2	443.6	525.4	净利润增长率	-28.9%	-32.4%	35.5%	25.3%	25.1%
管理费用	165.4	183.5	187.5	216.4	258.2	EBITDA 增长率	-28.6%	-30.7%	48.8%	24.1%	22.2%
研发费用	292.5	320.6	331.7	396.7	480.8	EBIT 增长率	-31.5%	-39.5%	60.0%	25.7%	25.6%
财务费用	-20.3	-23.5	-18.6	-20.8	-21.0	NOPLAT 增长率	-29.2%	-33.8%	37.4%	26.3%	25.6%
资产减值损失	-5.4	-1.6	-2.8	-3.3	-2.6	投资资本增长率	98.5%	64.7%	14.1%	17.8%	22.4%
加:公允价值变动收益	-7.0	2.1	-	-	-	净资产增长率	14.0%	7.0%	12.8%	12.2%	14.2%
投资和汇兑收益	74.7	83.0	65.0	60.0	60.0						
营业利润	675.7	438.4	622.0	779.3	973.7	利润率					
加:营业外净收支	-0.3	-3.9	0.3	-1.3	-1.7	毛利率	48.2%	50.6%	50.1%	49.4%	49.2%
利润总额	675.3	434.5	622.3	778.0	972.0	营业利润率	23.6%	19.2%	21.6%	21.6%	21.9%
减:所得税	63.4	22.4	65.0	77.8	97.2	净利润率	21.0%	17.8%	19.1%	19.1%	19.4%
净利润	600.8	406.1	550.3	689.6	862.5	EBITDA/营业收入	23.9%	20.8%	24.5%	24.3%	24.1%
						EBIT/营业收入	21.8%	16.5%	20.9%	21.0%	21.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	45	93	107	105	92
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-77	-84	-70	-80	-48
货币资金	951.8	1,269.3	2,101.5	2,337.5	2,589.3	流动资产周转天数	437	475	391	380	347
交易性金融资产	2,023.6	651.1	651.1	651.1	651.1	应收帐款周转天数	19	28	35	32	30
应收帐款	159.8	195.1	365.7	275.5	466.6	存货周转天数	39	41	47	51	53
应收票据	5.4	10.8	2.4	5.6	6.8	总资产周转天数	653	869	770	716	638
预付帐款	38.2	19.0	29.0	36.9	51.0	投资资本周转天数	82	182	192	178	173
存货	270.5	248.0	512.0	502.2	817.1						
其他流动资产	39.2	142.6	67.1	83.0	97.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.9%	9.6%	11.5%	12.8%	14.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.1%	7.5%	8.2%	9.3%	10.6%
长期股权投资	123.7	130.3	160.3	190.3	190.3	ROIC	135.5%	45.2%	37.7%	41.7%	44.5%
投资性房地产	10.4	9.6	59.6	59.6	59.6	费用率					
固定资产	395.9	779.6	930.1	1,165.6	1,101.1	销售费用率	12.2%	14.9%	12.8%	12.3%	11.8%
在建工程	389.3	70.3	370.3	670.3	620.3	管理费用率	5.8%	8.0%	6.5%	6.0%	5.8%
无形资产	312.3	367.7	413.9	360.2	306.4	研发费用率	10.2%	14.1%	11.5%	11.0%	10.8%
其他非流动资产	768.8	1,632.1	1,150.8	1,195.4	1,293.2	财务费用率	-0.7%	-1.0%	-0.6%	-0.6%	-0.5%
资产总额	5,489.0	5,525.7	6,813.8	7,533.2	8,250.4	四费/营业收入	27.4%	36.0%	30.2%	28.7%	27.9%
短期债务	10.0	6.0	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	631.0	562.0	979.4	1,251.9	1,009.8	资产负债率	24.4%	19.6%	26.5%	25.4%	22.2%
应付票据	148.8	105.3	294.7	161.7	340.9	负债权益比	32.3%	24.5%	36.0%	34.0%	28.5%
其他流动负债	394.6	268.4	392.0	351.7	337.4	流动比率	2.95	2.69	2.24	2.20	2.77
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.72	2.43	1.93	1.92	2.29
其他非流动负债	156.2	144.1	139.3	146.5	143.3	利息保障倍数	-30.75	-16.03	-32.50	-36.48	-45.45
负债总额	1,340.6	1,085.7	1,805.4	1,911.8	1,831.4	分红指标					
少数股东权益	127.7	209.3	215.9	226.3	238.3	DPS(元)	0.45	-	0.24	0.27	0.24
股本	318.0	318.0	318.0	318.0	318.0	分红比率	23.7%	0.0%	14.1%	12.6%	8.9%
留存收益	3,746.9	4,002.1	4,474.6	5,077.2	5,862.8	股息收益率	1.6%	0.0%	0.9%	1.0%	0.9%
股东权益	4,148.4	4,440.0	5,008.5	5,621.4	6,419.1						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	612.0	412.1	550.3	689.6	862.5
						加:折旧和摊销	62.5	99.1	103.3	118.3	118.3
						资产减值准备	5.4	1.6	-	-	-
						公允价值变动损失	7.0	-2.1	-	-	-
						财务费用	2.7	-6.4	-18.6	-20.8	-21.0
						投资收益	-74.7	-83.0	-65.0	-60.0	-60.0
						少数股东损益	11.2	6.0	7.0	10.6	12.3
						营运资金的变动	-141.4	-966.5	745.0	116.3	-697.9
						经营活动产生现金流量	632.4	249.3	1,322.0	853.9	214.2
						投资活动产生现金流量	-251.2	252.8	-512.9	-552.0	94.0
						融资活动产生现金流量	-206.2	-168.3	23.2	-65.8	-56.4
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.89	1.28	1.73	2.17	2.71
						BVPS(元)	12.65	13.31	15.07	16.97	19.44
						PE(X)	14.7	21.7	16.0	12.8	10.2
						PB(X)	2.2	2.1	1.8	1.6	1.4
						P/FCF	47.8	-54.6	25.9	22.1	20.5
						P/S	3.1	3.9	3.1	2.4	2.0
						EV/EBITDA	24.8	21.2	8.0	6.1	4.7
						CAGR(%)	4.6%	28.5%	-13.1%	4.6%	28.5%
						PEG	3.2	0.8	-1.2	2.8	0.4
						ROIC/WACC	12.9	4.3	3.6	4.0	4.2
						REP	1.5	1.6	1.0	0.7	0.5

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