

健帆生物 (300529.SZ)

买入 (上调评级)

公司深度研究

证券研究报告

经营业绩柳暗花明,创新推广拾级而上

投资逻辑

经历业绩低谷期,未来有望拐点向上。公司作为国内血液灌流器行业的龙头,在2021年以前经历了连续5年销售收入30%以上增速、利润35%以上增速的持续高增长阶段,2022年Q3开始公司进入了暂时性的业绩调整期,与公司内部销售团队变革、经销商政策、渠道库存波动等因素相关,2024年Q1开始公司重新回到快速增长轨道,负面因素消除后2024年开始业绩有望拐点向上。传统HA130产品虽然面临降价压力,但对公司高利润率水平影响有限。且从应收账款等财务指标可以判断:渠道库存等问题在2023年已得到逐步解决,2024年开始公司经营有望重新进入正常增长轨道。**透析患者费用降低,血液灌流器使用频率将提升。**血透患者使用血液灌流治疗一般为1月/次,血液灌流在血透患者中的渗透率目前仍比较低,主要是受到区域经济、医生和患者的接受程度差异等因素影响。未来由于1)国内血液净化领域专家对血液灌流技术的推广和支持、2)政策对血液灌流友好度不断提升、3)肾衰竭患者治疗费用的不断降低等因素的共同影响,血液灌流治疗频次有望加速提升,作为国内血液灌流领域龙头公司的健帆将直接受益。

新产品迭代叠加应用领域拓展贡献长期额外增长极。公司在血液净化领域创新能力领先,在2019年和2023年分别取得了肾病领域2款新产品KHA和pHA系列,新产品在吸附性能、安全性以及价格相比传统HA系列产品具备显著优势。同时血液灌流器“肝病+危重症”新应用领域产品也将在2024年重新进入加速推广阶段,潜在市场空间巨大,新产品未来在公司内收入占比预计将逐步提升,带动公司在行业医保控费压力下实现相对稳定的利润率。

盈利预测与投资建议

我们看好公司在血液净化领域的发展前景,预计公司2024-2026年营业收入32.95、41.71、51.30亿元,同比+71%/+27%/+23%;归母净利润8.98、11.48、14.34亿元,同比+106%/+28%/+25%。参考同行业上市公司可比估值情况,考虑到公司未来销售快速增长预期及血液灌流器领域的龙头地位,给予公司2024年30倍PE估值、12个月内目标市值269亿元,目标价位33.31元/股,上调至“买入”评级。

风险提示

医保控费政策风险;在研项目推进不达预期风险;产品推广不达预期风险;院内需求及产品使用频率不及预期风险;

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

分析师:何冠洲(执业S1130523080002)

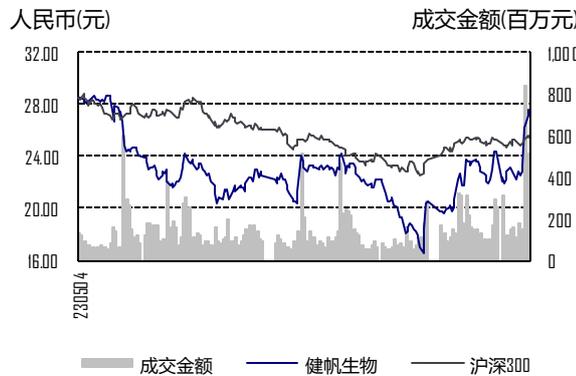
heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):27.54元

目标价(人民币):33.31元

相关报告:

- 《健帆生物公司点评:一季度业绩恢复高增长,国内外产品研发推进顺...》,2024.4.26
- 《健帆生物公司点评:三季度环比修复明显,经营性现金流情况良好》,2023.10.30
- 《健帆生物公司点评:血液净化设备逐步发力,研发投入持续增长》,2023.8.20



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,491	1,922	3,295	4,171	5,130
营业收入增长率	-6.88%	-22.84%	71.40%	26.59%	22.99%
归母净利润(百万元)	890	436	898	1,148	1,434
归母净利润增长率	-25.67%	-50.93%	105.67%	27.93%	24.82%
摊薄每股收益(元)	1.101	0.541	1.112	1.422	1.775
每股经营性现金流净额	1.09	1.14	0.84	1.59	1.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.89%	13.87%	26.50%	30.80%	34.19%
P/E	28.12	41.13	24.38	19.06	15.27
P/B	7.00	5.70	6.46	5.87	5.22

来源:公司年报、国金证券研究所

内容目录

血液灌流器龙头：经历业绩低谷期，未来有望拐点向上.....	4
传统产品价格调整影响有限，预计将维持高利润率水平.....	4
设置员工激励五年考核目标，展现长期经营信心.....	5
经营性现金流情况良好，保持较高分红率.....	5
销售放量核心逻辑：透析患者费用降低，血液灌流器使用频率将提升.....	6
多方共同推进灌流产品使用，患者使用频率提升存在较大空间.....	7
血液灌流服务费用提升，医疗机构产品使用意愿增加.....	7
透析类耗材集采实现降价，血液灌流产品治疗频率提升.....	8
行业竞争格局良好，产品集采风险可控.....	9
长期第二增长曲线：新产品迭代+新应用领域拓展.....	11
肾病创新产品布局，长期将保证公司盈利空间.....	11
“肝病+危重症”领域应用潜力巨大，产品管线逐步丰富.....	12
海外市场拓展取得初步成果，推广活动逐步恢复.....	14
盈利预测与投资建议.....	16
风险提示.....	18

图表目录

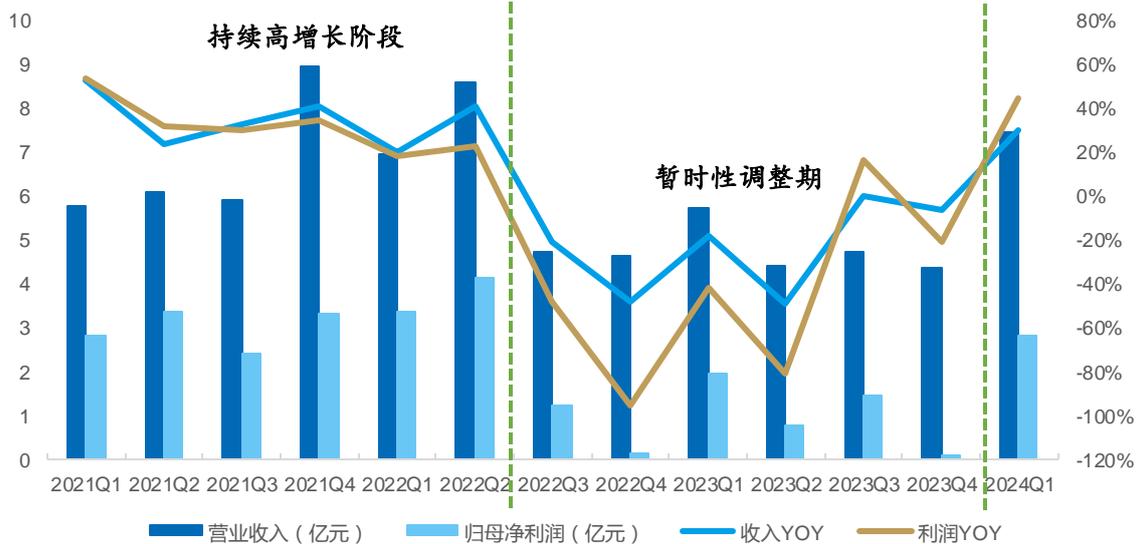
图表 1： 2022Q3~2023Q4 公司业绩经历暂时性低谷期.....	4
图表 2： 22Q3 开始公司应收项目逐步下降.....	4
图表 3： 22Q3 开始应收账款周转天数逐步下降.....	4
图表 4： 血液灌流器产品历史利润率水平.....	5
图表 5： 员工持股计划持有人名单及份额.....	5
图表 6： 员工持股计划公司业绩考核指标.....	5
图表 7： 历史经营性现金流净额情况良好.....	6
图表 8： 公司长年维持高分红率.....	6
图表 9： 国内部分地区针对血液灌流治疗费用及医保报销政策.....	6
图表 10： 针对 9 种不同并发症均建议至少 2 周 1 次血液灌流治疗.....	7
图表 11： 公立医疗机构血液灌流项目(医疗服务)价格提升.....	8
图表 12： 河南省牵头血液透析类医用耗材省际联盟采购中标价格及降幅区间.....	8
图表 13： 河南省血液透析类医用耗材省际联盟带量采购中公司中选产品.....	9
图表 14： 国内市场已获批血液灌流器的企业及其产品型号规格.....	9
图表 15： 健帆生物在国内血液灌流器市场占据绝对主导地位.....	10
图表 16： 健帆生物产品保持市场优势的四大核心技术.....	10

图表 17: KHA 新系列产品具备更好的吸附性能.....	11
图表 18: 2023 年新上市 pHA 系列产品可同时清除蛋白结合毒素和中大分子毒素.....	11
图表 19: 双重血浆分子吸附系统 (DPMAS) 治疗模式.....	12
图表 20: 肝病核心产品 BS330 血浆胆红素吸附器 2021 年前保持快速增长.....	13
图表 21: HA380 血液灌流器应用领域.....	14
图表 22: CA 系列细胞因子吸附治疗原理.....	14
图表 23: 危重症相关产品 (HA330、HA380、CA 系列) 收入保持快速增长.....	14
图表 24: 历史海外业务销售收入情况.....	15
图表 25: 公司分业务盈利及费用预测.....	16
图表 26: 可比公司估值情况 (截至 2024/4/30).....	18

血液灌流器龙头：经历业绩低谷期，未来有望拐点向上

公司作为国内血液灌流器行业的龙头，在 2021 年以前经历了连续 5 年销售收入 30% 以上增速、利润 35% 以上增速的持续高增长阶段，单季度最高利润金额达到 4.13 亿元。但 2022 年 Q3 开始公司进入了暂时性的调整期，与公司内部销售团队变革、经销商政策、渠道库存波动等因素相关。2024 年 Q1 开始公司重新回到快速增长轨道，实现收入 7.44 亿元，同比+30%，各种血液灌流器、吸附器产品实现销售收入 6.92 亿元，同比增长 85.51%；实现归母净利润 2.85 亿元，同比+45%，负面因素消除后 2024 年开始业绩有望拐点向上。

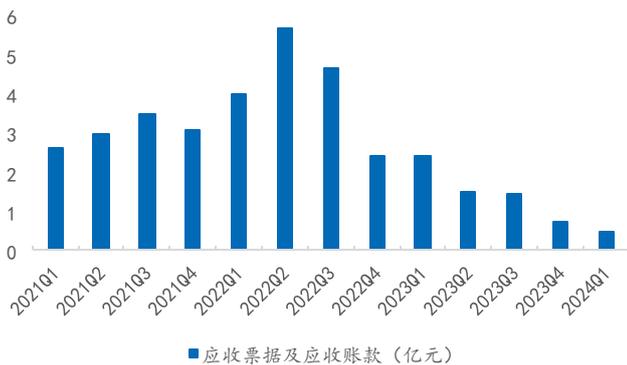
图表1：2022Q3~2023Q4 公司业绩经历暂时性低谷期



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

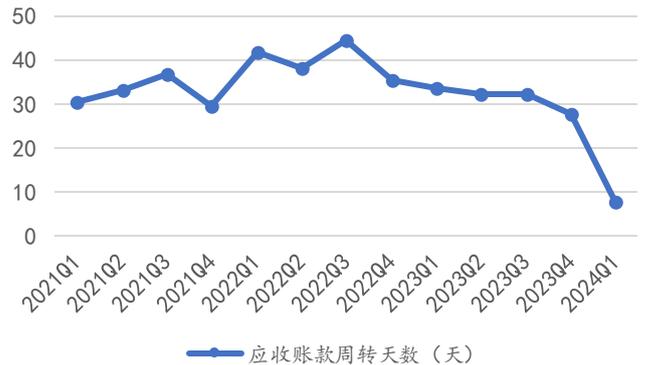
从公司应收票据和应收账款项目的变化可以看出，公司在 22Q3 开始的业绩调整期对经销商的应收管理逐步收紧，预计当前渠道库存已经处于良性水平，2024 年开始公司经营将重新进入正常增长轨道。

图表2：22Q3 开始公司应收项目逐步下降



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

图表3：22Q3 开始应收账款周转天数逐步下降



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

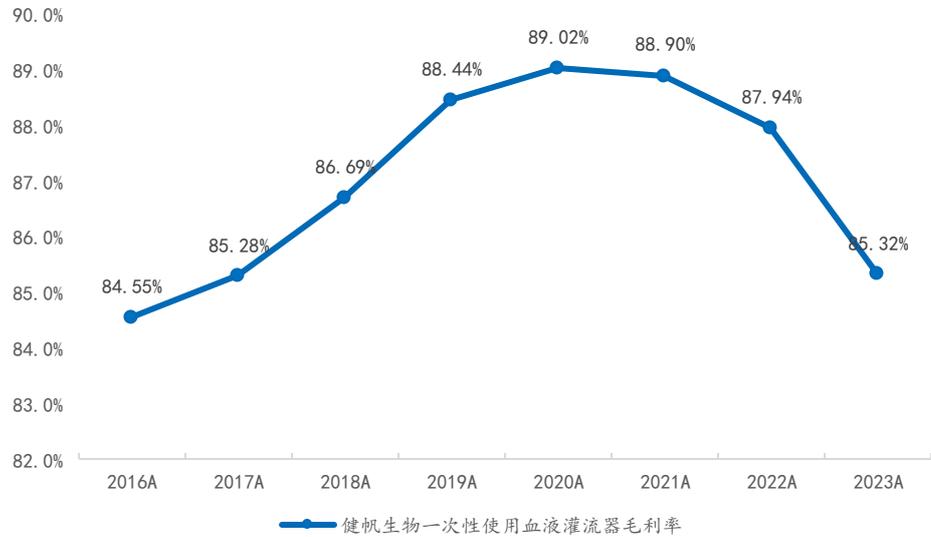
传统产品价格调整影响有限，预计将维持高利润率水平

在血液灌流器产品价格方面，公司公布从 2024 年 1 月起，主动将 HA130 产品终端价格下调 26%，主要基于 3 个方面的原因：1) 回馈患者，提高病人使用意愿及频率。HA130 血液灌流器自 2004 年开始上市销售至今已二十年，是目前公司产品中临床使用量最高的经典款产品，本次调整可以让更多需要的病人使用好的产品，做到“应灌尽灌”；2) 主动调整，积极应对集采风险；3) 规范行业竞争行为，保护行业行稳致远、健康发展。

从公司利润率角度分析，历史公司血液灌流器产品毛利率基本稳定在 88% 水平左右略有波动，属于典型的高毛利率创新医疗器械，HA130 降价 26% 后若单位生产成本不发生变化，预计依然能保持 80% 以上的毛利率水平，且 HA130 目前仅为肾病领域其中一款产品，预计

对公司整体盈利能力影响有限。

图表4：血液灌流器产品历史利润率水平



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

设置员工激励五年考核目标，展现长期经营信心

2023年3月30日，公司发布了健帆生物公司奋斗者一号员工持股计划，持有人为不超过110名公司董事、监事、高级管理人员、核心骨干人员，拟通过员工自筹资金与公司激励基金1:1配比形式筹集资金不超过1.5亿用于持股计划。员工持股计划的业绩考核年度为2023-2027年五个会计年度，两个归属期考核指标分别为：1) 2023-2025年累计净利润达到36亿元；2) 2023-2027年累计净利润达到70亿元，体现出公司对长期经营业绩的重视，充分调动核心骨干员工的积极性。

图表5：员工持股计划持有人名单及份额

姓名	职务	持有份额(万份)	占总份额的比例
唐先敏	董事、副总经理	1200	8.00%
张广海	董事、副总经理	600	4.00%
曾凯	董事、副总经理	300	2.00%
李峰	董事	300	2.00%
吴爱军	副总经理	600	4.00%
李得志	副总经理	400	2.67%
黄聪	董事会秘书	200	1.33%
陈耀红	监事	60	0.40%
公司(含控股子公司)核心骨干人员(不超过102人)		11340	75.60%
合计		15000	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：员工持股计划公司业绩考核指标

归属安排	公司业绩考核指标要求	归属比例
第一个归属期	2023至2025年累计净利润达到36亿元	50%
第二个归属期	2023至2027年累计净利润达到70亿元	50%

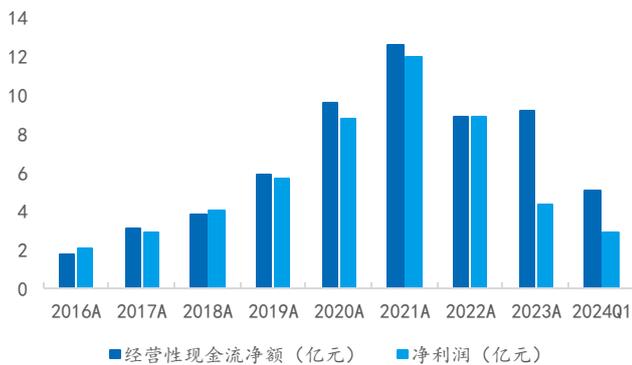
来源：公司公告，国金证券研究所

经营性现金流情况良好，保持较高分红率

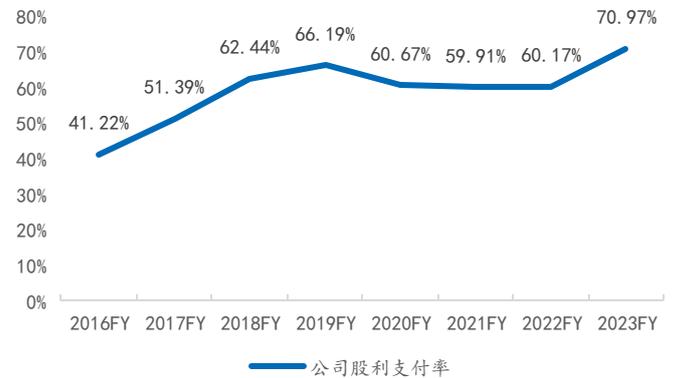
公司经营性现金流情况良好，资产负债表中货币资金储备充沛，能够实现长期稳定经营。

且过去6年股利支付率一直稳定在60%左右，在医疗器械行业中保持领先，持续为投资者创造分红收益。

图表7: 历史经营性现金流净额情况良好



图表8: 公司长年维持高分红率



来源: 公司公告, Wind, 国金证券研究所

来源: 公司公告, Wind, 国金证券研究所

销售放量核心逻辑: 透析患者费用降低, 血液灌流器使用频率将提升

根据公司2022年公告中披露的数据, 血透患者使用血液灌流治疗一般为1月/次, 血液灌流在血透患者中的渗透率目前仍比较低, 主要是受到区域经济、医生和患者的接受程度差异等多因素影响。

以贵州省黔南州、云南省红河州、四川省平昌县为例, 针对肾衰竭患者的门诊治疗目前在国内多地以形成按病种付费的模式, 但治疗频次标准都还限制在每月不超过1次, 针对月度/年度费用也有明确额度控制, 费用及报销政策成为血液灌流器使用率上升的主要障碍。

图表9: 国内部分地区针对血液灌流治疗费用及医保报销政策

地区	文件	发布时间	治疗频次及费用	付费标准及报销比例	支付方式
贵州省黔南州	《黔南州医疗保障局关于肾终末期疾病门诊透析治疗按病种定额付费的通知》	2020年11月4日	透析频次每月不超过9次血液透析, 每月不超过4次血液滤过、 每月不超过1次血液灌流 。合计每周总次数不得超过3次, 全年总费用控制在9.5万以内	每次透析治疗总额标准700元, 三级医院职工医保支付90%, 城乡居民医保支付90%; 二级医院职工医保支付92%, 成像居民医保支付90%	肾终末期疾病参保患者在定点医疗机构门诊透析治疗, 医疗费用按定额标准即时结算, 患者只支付在住院期间医药费用的个人自付部分, 医保基金报销部分由医疗机构垫付, 定期与医保经办机构结算
云南省红河州	《关于调整尿毒症患者门诊透析医保支付政策的通知》	2021年9月15日	门诊血液透析医保支付次数调整为原则上每月不超过12次(根据患者病情, 包含血液透析滤过或血液灌流1次)	三级医疗机构(一类收费医院)血液灌流每人每次1500元, 医保定额支付1350元, 个人支付150元; 二级医疗机构(二类收费医院)血液灌流每人每次1400元, 医保定额支付1260元, 个人支付140元。	参保患者在定点医疗机构发生的实际费用低于病种结算标准90%的, 按实际费用结算; 实际费用高于或等于病种结算标准90%的, 按病种标准结算; 超出病种结算标准的部分由定点医疗机构自行承担
四川省巴中市平昌县	《关于将慢性肾功能衰竭门诊透析治疗纳入单病种付费管理的通知》	2023年6月8日	门诊透析治疗单病种医保付费原则上每月不超过13次(其中血液滤过每月不超过4次, 血液灌流每月不超过1次)	分三甲、三乙、二甲、二乙(血透中心)及二乙以下等五个等级收费, 血液灌流从高到低依次为1300元、1280元、1260元、1240元、1220元	患者每次透析费用的报销在医疗机构进行“一站式”结算, 该报销的直接报销, 应由患者个人负担部分由患者直接支付给医疗机构。医保经办机构与定点医疗机构的结算按照“定额包干、按月结算、年终清算”原则进行。

来源: 各地区医保局, 国金证券研究所

我们认为，未来血液灌流治疗频次有望加速提升，主要原因包括：1) 国内血液净化领域专家对血液灌流技术的推广和支持；2) 政策对血液灌流友好度不断提升；3) 肾衰竭患者治疗费用的不断降低。

多方共同推进灌流产品使用，患者使用频率提升存在较大空间

由国家卫健委发布的《血液净化标准操作规程 2021 版》中明确提到，针对终末期肾脏疾病（尿毒症），特别是合并顽固性瘙痒、难治性高血压、高β₂微球蛋白血症、继发性甲状旁腺功能亢进、周围神经病变等患者。中国患者的临床研究结果显示，每周1次HA树脂血液灌流器与血液透析器串联治疗2h，可显著提高维持性血液透析患者的血清iPTH和β₂微球蛋白的清除率，改善瘙痒症状。

此外2021年9月，由上海市医学会肾脏病专科分会的22位肾脏病学专家共同制订的《血液灌流在维持性血液透析患者中的临床应用上海专家共识》正式发表，针对血液透析(MHD)患者并发症及其严重程度制订了推荐的血液灌流(HP)治疗频次。

图表10：针对9种不同并发症均建议至少2周1次血液灌流治疗

并发症	建议血液灌流(HP)治疗频次
严重尿毒症相关皮肤瘙痒	每周1次或每2周1次
严重尿毒症相关睡眠障碍	PSQI ≥ 10分：每周1次； 5分 < PSQI < 10分：每周1次或每2周1次
蛋白质能量消耗	每周1次
微炎症状态	每周1次或每2周1次
严重继发性甲状旁腺功能亢进	每周1次
严重高β ₂ -MG血症	每周1~3次
难治性高血压	每周1次或每2周1次
不安腿综合征(RLS)	每周1次
尿毒症周围神经病	每周1次

来源：《血液灌流在维持性血液透析患者中的临床应用上海专家共识》，国金证券研究所

且针对未出现透析相关并发症的患者，《上海专家共识》依然建议每周1次或每2周1次行血液灌流治疗，以预防透析相关远期并发症的发生。

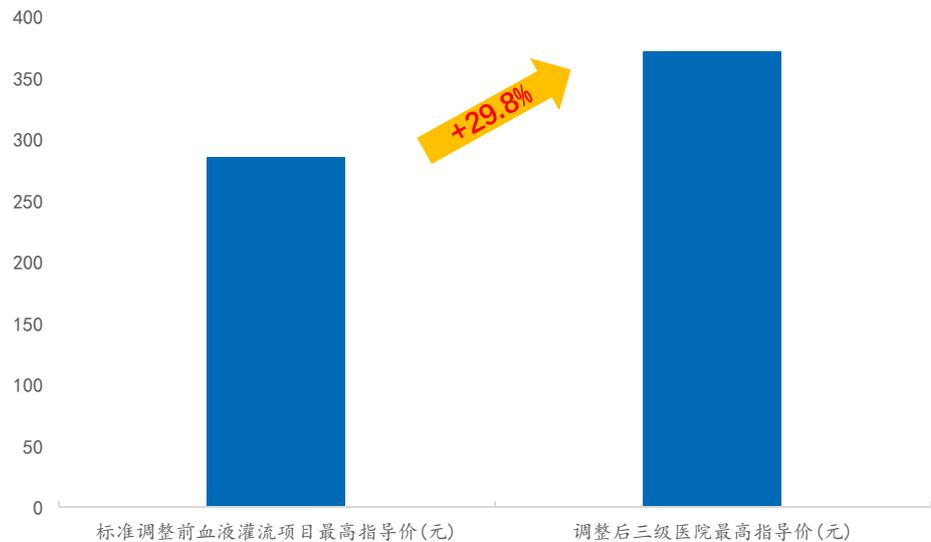
若患者能达到文件中所提到的每周1次治疗频次，将相比目前每月1次治疗使用量提升至少4倍。

血液灌流服务费用提升，医疗机构产品使用意愿增加

此外公司医疗机构及透析中心对血液灌流推广的意愿也将逐步提升，珠海市医疗保障局于2022年9月26日印发了《珠海市医疗保障局关于调整血液灌流项目价格标准的通知》，将血液灌流项目价格标准由此前的285元/次调整为370元/次，二级公立医疗机构不高于三级公立医疗机构的90%，一级公立医疗机构及社区卫生服务机构不高于三级公立医疗机构的80%。

过去由于项目价格较低，公立医疗机构开展血液灌流联合血液透析治疗的项目费用甚至低于单独开展血液透析治疗的项目费用(350元/次)，项目价格出现倒挂，影响了公立医疗机构开展此项目以及患者的治疗需求，价格调整后患者血液灌流需求也将得到释放。

图表11：公立医疗机构血液灌流项目(医疗服务)价格提升



来源：珠海市医保局，国金证券研究所

透析类耗材集采实现降价，血液灌流产品治疗频率提升

由于肾衰竭患者透析治疗每月度/年度费用也有明确额度控制，超出部分会对患者以及医疗机构造成较高的额外费用负担，过去成为阻碍患者提高血液灌流治疗频率的重要原因。但随着近年来透析类医疗器械以及药品价格不断下降，未来患者在基础透析治疗中的负担将逐步减少，预计对血液灌流等能够改善患者生活质量、延长生存期、减少并发症的治疗频率将会逐步提升。

2024年3月，河南省医保局发布《血液透析类医用耗材省际联盟采购公告(七)》，公布血液透析类医用耗材省际联盟采购中选结果，该联盟包含河南、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、安徽、福建、江西、山东、湖南、广东、广西、海南、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆和新疆生产建设兵团共23个省级行政单位。针对血液透析器、血液净化装置体外循环管路、血液滤过器、透析用留置针、动静脉瘘穿刺针进行集采降价，最终中标产品降价幅度在40%~74%区间，且血液灌流器未参与此次联盟集采。

图表12：河南省牵头血液透析类医用耗材省际联盟采购中标价格及降幅区间

品类	一级目录	中标产品报价区间(元)	代表品降幅区间
血液透析器	高通量	54.50~77.80	40.15%~58.08%
	非高通量	36.00~56.99	40.01%~62.11%
血液净化装置体外循环管路	血液透析管路	11.50~14.40	40.00%~52.08%
	血液滤过管路	19.24~44.40	40.00%~74.00%
血液滤过器	/	103.00~143.37	41.00%~57.61%
透析用留置针	普通型	9.66~19.16	40.13%~69.81%
	安全型	15.66~32.28	40.22%~71.00%
动静脉瘘穿刺针	锐型(普通型)	1.18~1.80	40.00%~60.67%
	锐型(安全型)	1.79~2.39	40.25%~55.25%
	钝型	2.94~3.59	40.17%~51.00%

来源：河南省医保局，国金证券研究所

由于拥有血液透析器和血液透析管路的注册证，健帆生物同样参与此次集采并成功中标。过去公司透析类产品销售体量较少，高通量血液透析器、非高通量血液透析器、血液透析管路在公司2023年前三季度的销售收入分别为28.62万元、0.47万元、37.37万元，占公司营业收入的比重分别为0.0193%、0.0003%、0.0251%，未来公司产品随带量采购中标有望快速入院放量，协同血液灌流器在透析中心共同销售。

图表13: 河南省血液透析类医用耗材省际联盟带量采购中公司中选产品

中选产品	注册分类	适用范围	中选价格	采购区域	采购周期
血液透析器 (高通量)	III类	适用于急、慢性肾功能衰竭成人患者的血液透析治疗	58.36元/个	河南省、山西省、内蒙古自治区、辽宁省、吉林省、黑龙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、湖南省、广东省、广西壮族自治区、海南省、贵州省、云南省、西藏自治区、陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区和新疆生产建设兵团	自中选结果执行日起计算,原则上为12个月。到期后可根据采购和供应等实际情况延长采购期限,延长采购期限原则上为12个月。
血液透析器 (非高通量)	III类	适用于急、慢性肾功能衰竭成人患者的血液透析治疗	45.36元/个		
血液净化装置体外循环管路(血液透析管路)	III类	用于血液透析治疗时承担血液通路的功能	14.40元/根		

来源: 河南省医保局, 公司公告, 国金证券研究所

行业竞争格局良好, 产品集采风险可控

根据国家药监局披露的信息, 目前国内已注册血液灌流器产品的企业共14家, 绝大部分为国产企业, 共计21张产品注册证。目前国内只有健帆生物拥有3张血液灌流器注册证, 且公司型号规格最全面。HA系列产品共34个型号、KHA系列4个型号、pHA系列5个型号, 针对不同场景需求提供全面的治疗方案。

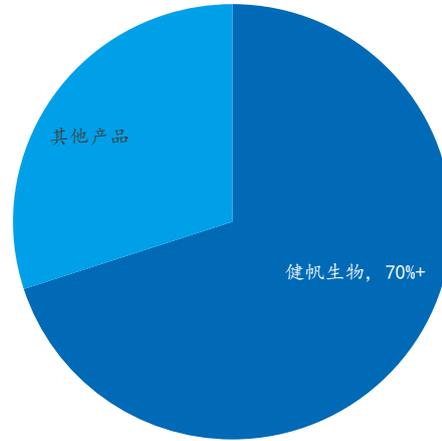
图表14: 国内市场已获批血液灌流器的企业及其产品型号规格

注册企业	注册证获批时间	型号规格
健帆生物科技集团股份有限公司	2020年5月25日	HA60、HA80、HA100、HA130、HA150、HA180、HA200、HA230、HA250、HA280、HA300、HA330、HA330-II、HA350、HA380、HA430、HA480、HA60(A)、HA80(A)、HA100(A)、HA130(A)、HA150(A)、HA180(A)、HA200(A)、HA230(A)、HA250(A)、HA280(A)、HA300(A)、HA330(A)、HA330-II(A)、HA350(A)、HA380(A)、HA430(A)和HA480(A)
	2019年12月4日	KHA80、KHA130、KHA200、KHA260
	2023年8月9日	pHA60、pHA80、pHA100、pHA130、pHA150
淄博康贝医疗器械有限公司	2021年8月10日	YTS-60、YTS-100、YTS-150、YTS-160、YTS-180、YTS-200
	2023年5月26日	RA80、RA90、RA100、RA120、RA130、RA150、RA160、RA180、RA200、RA230、RA280、RA320、RA330、RA330-II
重庆天外天生物技术有限公司	2023年6月20日	TN80-A、TN100-A、TN130-A、TN150-A、TN180-A、TN200-A、TN230-A、TN80-B、TN100-B、TN130-B、TN150-B、TN180-B、TN200-B、TN230-B
天津优纳斯生物科技有限公司	2024年3月29日	产品型号: UMM-80、UMM-130、UMM-300; 产品规格: 对应吸附剂填充量80mL、130mL、300mL
天津市阳权医疗器械有限公司	2021年3月1日	型号: DHC-II型; 规格: YQ-340、YQ-250
	2021年10月14日	型号: MHC-I型, 规格: YQ-340、YQ-250、YQ-180、YQ-130、YQ-80。
廊坊市爱尔医疗科技有限公司	2020年10月26日	ZX-80、ZX-100、ZX-130、ZX-150、ZX-160、ZX-180、ZX-200、ZX-230、ZX260、ZX-280、ZX-330
	2020年8月6日	YTS-200、YTS-180、YTS-160、YTS-150、YTS-130、YTS-120、YTS-100、YTS-80、YTS-60
成都欧赛医疗器械有限公司	2019年7月30日	OC-80(A)、OC-100(A)、OC-130(A)、OC-160(A)、OC-200(A)、OC-230(A)
佛山市博新生物科技有限公司	2023年9月1日	MG80、MG100、MG120、MG130、MG150、MG180、MG200、MG230、MG250、MG280、MG300、MG330、MG350、MG400
北京中科盛康科技有限公司	2022年12月14日	ZKHP80、ZKHP100、ZKHP130、ZKHP230、ZKHP330
重庆希尔康血液净化器材研发有限公司	2021年9月28日	SR60、SR80、SR100、SR120、SR130、SR150、SR180、SR200、SR230、SR260、SR280、SR330、SR330-II
	2022年3月17日	RC50、RC60、RC80、RC100、RC120、RC130、RC150、RC160、RC180、RC200、RC230、RC240、RC250
广州康盛生物科技股份有限公司	2022年11月17日	KCM-150、KCM-300、KCM-350
北京中科太康科技有限公司	2022年4月12日	HP80、HP110、HP130、HP150、HP250、HP350、HP400
苏州全康医疗科技有限公司	2023年10月10日	KV-130
金宝 Gambro	2020年4月26日	PRISMAFLEX ADSORBA 300 kit
	2019年9月9日	Adsorba 150 C, Adsorba 300 C

来源: 国家药监局, 国金证券研究所

虽然国内获批产品众多，但市场竞争格局非常集中。根据健帆生物统计，公司市场占有率达到 70%以上，占据行业绝对主导地位。公司市场份额保持绝对领先的主要原因来自于产品推广的先发优势与临床技术优势。

图表 15: 健帆生物在国内血液灌流器市场占据绝对主导地位



来源：公司官网，国金证券研究所

公司产品优势主要来自于强大的科技研发实力，在临床应用研究方面，已与国内 80 余家大型医院建立了紧密的科研协作关系。截至 2023 年年报披露，公司共有 27 个医疗器械产品注册证，其中 24 个为三类注册证。公司拥有有效授权专利 307 项，其中发明专利 87 项，获 1 项中国专利优秀奖，1 项广东省专利金奖。公司血液灌流器产品技术优势主要来源于载体制备技术、包膜技术、配基技术、医用级净化处理技术四大核心技术，保证公司产品在吸附能力及安全性方面保持市场领先。

图表 16: 健帆生物产品保持市场优势的四大核心技术

核心技术	主要技术特点
载体制备技术	在载体制备技术上具有明显优势，近年来已形成了自主研发能力，能够控制载体制备过程中的孔径大小及孔径分布，根据产品的临床用途、致病物质的分子大小、吸附原理等多学科知识，合理设计载体制备工艺路线，实现最佳的吸附效果。
包膜技术	包括包膜方式和生物相容性较好的膜材料的优化和合成。采用优良的包膜材料和包膜技术对合成的载体进行包膜，提高了吸附剂的生物相容性，可广泛用于全血灌流。
配基技术	吸附剂对致病物质的吸附能力包括化学吸附、物理吸附、生物亲和吸附，其中生物亲和吸附由于吸附剂表面接枝有识别致病物质并与致病物质的分子相结合的配基，使吸附剂具有相对特异性。公司在配基技术及接枝技术方面具有优势，正在销售的 DNA 免疫吸附柱及在研的内毒素吸附柱、仿生免疫吸附柱等产品均运用了该类技术。
医用级净化处理技术	吸附剂一般为化学原料合成的树脂，如果医用级净化处理技术不可靠，将导致产品的安全性不能满足临床需要。公司对吸附剂的医用级净化处理技术进行不断的创新和改进，目前血液灌流器医用级净化处理水平处于行业领先水平，产品自上市以来从未发生过因产品质量问题导致的医疗事故。

来源：公司公告，国金证券研究所

长期第二增长曲线：新产品迭代+新应用领域拓展

肾病创新产品布局，长期将保证公司盈利空间

自公司 HA130 产品 2004 年上市至今已推广 20 年，虽然 HA 系列目前依然是市场销售的核心产品，但一方面 2024 年 HA130 产品面临一定程度的降价压力，另外国内透析患者始终对更优质创新产品存在需求。未来公司在肾病领域重点推广的 KHA 和 pHA 系列将逐步发力。

2019 年 12 月，公司 KHA 系列血液灌流器产品在国内获批注册，临床用于维持期血液透析患者进行血液灌流治疗，清除以 β_2 微球蛋白 (β_2 -MG) 为代表的尿毒症中大分子毒素。KHA 系列是专用于尿毒症的产品，在各性能方面更优，适合对于治疗有更高要求的患者，可以更加高效的吸附清除尿毒症患者的中大分子毒素，KHA 终端价格定位在较 HA 系列更高的中等合理水平。

截至 2023 年末，公司专用于尿毒症领域新产品 KHA 系列已覆盖 320 家医院，全年实现销售收入 5069.67 万元，同比增长 79.47%。

图表 17: KHA 新系列产品具备更好的吸附性能

树脂优化 品质吸附



来源：公司官网，国金证券研究所

2023 年 8 月，公司 pHA 系列血液灌流器产品在国内获批注册，pHA 系列是国内首个获批的可以同时清除尿毒症患者体内蛋白结合毒素和中大分子毒素的血液灌流器产品，可以“一灌双雕”。全新吸附树脂正电基团通过静电相互作用，实现了吸附树脂对带负电的蛋白结合类毒素从白蛋白上竞争吸附，通过树脂表面静电作用力、亲脂疏水作用、分子筛作用、范德华力实现对中大分子毒素及蛋白结合类毒素的吸附清除，pHA 终端价格定位比 KHA 系列更高的高端水平。pHA 系列灌流器于 2023 年 11 月正式上市销售，目前已在 10 个省份完成挂网、22 家医院完成试用、5 家医院正式准入。

图表 18: 2023 年新上市 pHA 系列产品可同时清除蛋白结合毒素和中大分子毒素



来源：公司官网，国金证券研究所

预计未来 KHA 及 PHA 系列产品在公司肾病领域销售占比将逐步提升,有望抵消老产品降价带来的利润率影响。

“肝病+危重症”领域应用潜力巨大,产品管线逐步丰富

由于血液灌流器的吸附材料 HA 树脂是经独特工艺处理的中性大孔吸附树脂,其吸附能力主要取决于三维网状结构的分子筛作用和树脂高分子亲脂疏水特性,对分子结构中有亲脂疏水基团(如带苯环或环状结构)的目标物质具有相对特异的吸附性能,产品可通过调节树脂孔径结构针对不同毒素进行特异性吸附。除目前市场销售规模最大的肾病领域外,还能应用在肝病、危急重症、中毒和风湿免疫领域,未来公司产品应用领域还有望持续扩大。

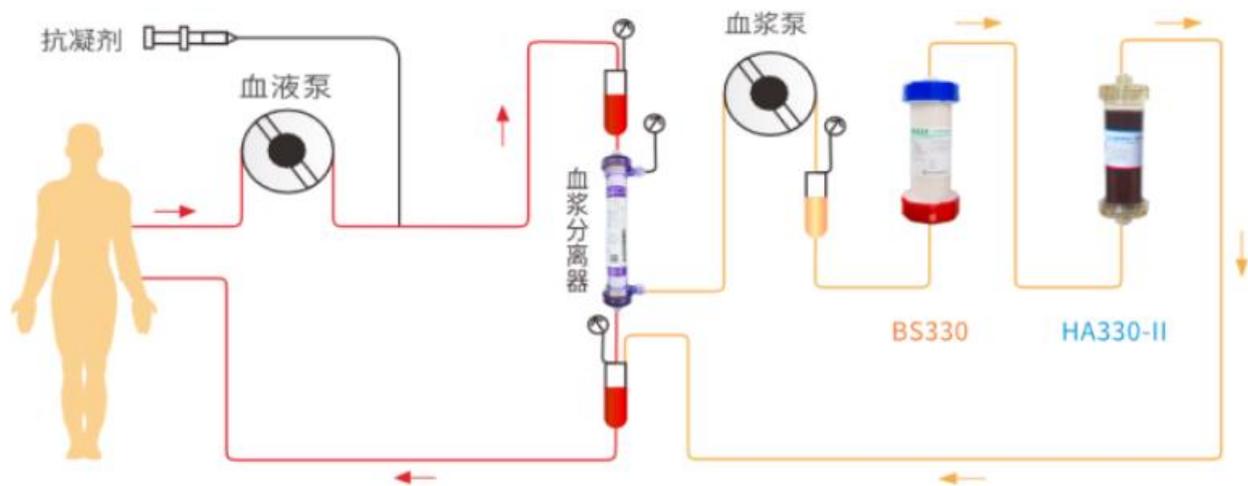
肝病产品 2024 年有望恢复高增长

我国肝衰竭每年新发病例约 60~80 万人,这些患者均有血液灌流治疗的适应症,按每名患者接受 3-5 次血液灌流治疗(非生物型人工肝治疗肝衰竭指南推荐用量),则每年的灌流器市场容量约在 240-400 万支,市场潜力超过百亿元。

双重血浆分子吸附系统(DPMAS)是公司首创的新型人工肝治疗模式,是指将 BS330 血浆胆红素吸附器与 HA330-II 血液灌流器两种产品联合应用、协同增效的血液净化模式。其中,BS330 可清除胆红素和胆汁酸,迅速改善黄疸症状,HA330-II 可清除 TNF- α 等炎症介质,来重建内稳状态。DPMAS 可以单独或与血浆置换等治疗方式联合,以迅速改善症状,提高救治成功率,改善患者预后,可用于治疗各种原因导致的肝衰竭、肝肺综合征、多脏器功能障碍综合征(MODS)等。

DPMAS 技术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(2016 年版)》《肝衰竭诊治指南(2018 年版)》《肝硬化肝性脑病诊治指南(2018 年版)》《中国药物性肝损伤诊治指南(2023 年版)》及《人工肝血液净化技术临床应用专家共识(2022 年版)》。

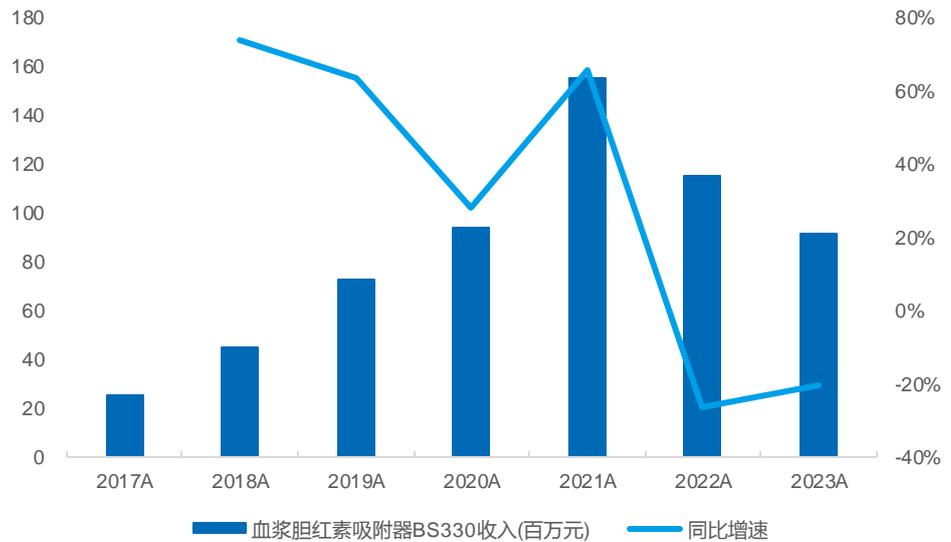
图表19: 双重血浆分子吸附系统(DPMAS)治疗模式



来源: 公司官网, 国金证券研究所

根据公司披露的销售数据,肝病领域核心产品 BS330 血浆胆红素吸附器销售额从 2017 年的 2571 万元增长到 2021 年的 1.56 亿元,复合增速达到 56.9%,增速远超公司传统肾病产品。2022 年开始产品销售出现下滑,与上文中提到的销售团队变革、经销商政策、渠道库存波动等因素相关,预计未来有望逐步恢复高增长。

图表20: 肝病核心产品 BS330 血浆胆红素吸附器 2021 年前保持快速增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

危重症产品布局逐步丰富

自 1991 年危重症医学进入快速发展期, 血液灌流技术不断应用于危重症患者救治中, 成为重症血液净化体系中重要技术之一, 为重症医生提供了新的治疗思路和方案选择。

1) 血液灌流在脓毒症治疗有广阔应用潜力。脓毒症发生率高, 全球每年有超过 1800 万严重脓毒症病例, 中国每年有 468 万例脓毒症患者。脓毒症的病情凶险, 病死率高, 全球每天约 14,000 人死于其并发症。其发病是病原体或损伤导致细胞因子的大量释放, 快速引起器官功能障碍或衰竭, 使患者病情急剧加重恶化甚至危及生命。目前控制炎症风暴是临床治疗的重点和难点。细胞因子无法用传统透析或滤过的肾替代治疗清除。血液灌流可相对特异性地吸附血液中的中大分子物质, 有效清除炎症细胞因子、纠正炎症失衡, 阻断脓毒症的快速进展并保护器官功能。

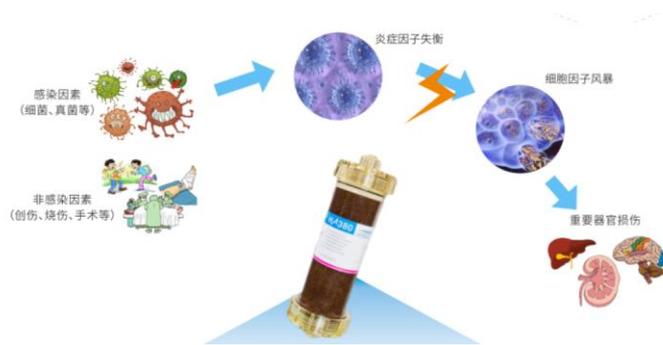
2) 血液灌流已逐步成熟联合应用于外体外循环治疗中。2020 年《中国心外科手术和体外循环数据白皮书》显示体外循环已超过 15 万例, 考虑到手术延期的影响, 未来医院体外循环病例数将快速上升。另一方面, 中国每年有 22.2 万例心外科手术, 术后并发脓毒症和急性肾损伤比例分别为 4%和 18%。血液灌流吸附技术能有效降低成人体外循环期间患者的全身炎症反应, 稳定器官功能并提高患者预后, 这种方法为体外循环管理开辟了新的应用前景。

3) 每年约有 63.45 万人发生急性胰腺炎, 其中约 20%的患者会发展成中度或重症胰腺炎, 病死率高达 13%-35%。急性胰腺炎可引起全身炎症反应, 严重时可导致多器官功能衰竭。血液灌流可有助于中重度胰腺炎病程中的炎症介质清除。《高甘油三酯血症性急性胰腺炎诊治急诊专家共识》推荐血液灌流用于病因治疗。

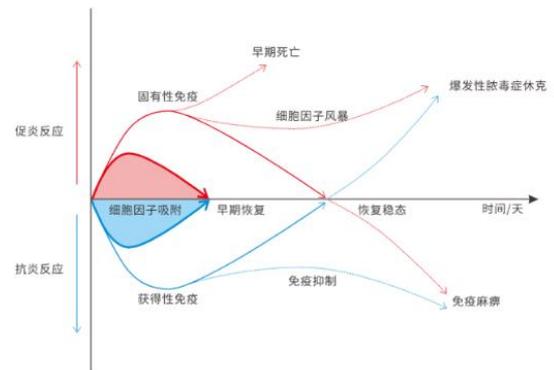
除此之外, 血液灌流已开展应用于烧伤、多发伤、横纹肌溶解症等危重症疾病领域, 未来应用市场空间广阔。

除 HA330 产品外, 专用于危重症患者的 HA380 在 2019 年获批注册, 国内首个用于清除脓毒症患者体内以 IL-6 为代表的细胞因子水平的产品 CA 系列在 2021 年 12 月获批注册, 目前产品管线已逐步丰富。截至 2023 年末, 自主研发生产的 CA 细胞因子吸附柱已在 100 余家医院开展应用。

图表21: HA380 血液灌流器应用领域



图表22: CA 系列细胞因子吸附治疗原理

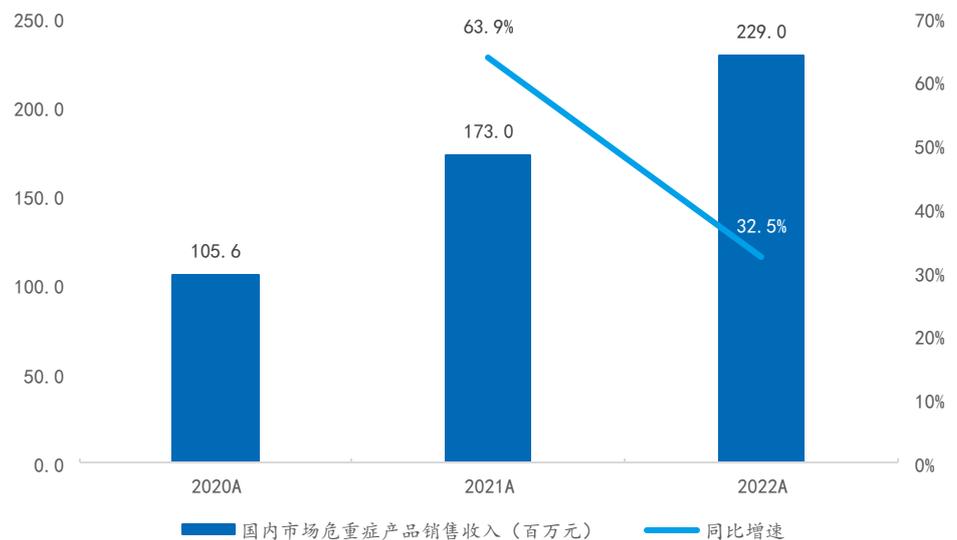


来源: 公司官网, 国金证券研究所

来源: 公司官网, 国金证券研究所

2022 年危重症领域相关耗材产品在国内市场实现销售收入 2.29 亿元, 同比+32.47%, 由于危重症领域 HA330、HA380 血液灌流器产品可以控制新冠重症患者炎症因子风暴, 改善脏器功能, 该系列产品在肾病及肝病领域产品下滑的阶段实现了逆势增长

图表23: 危重症相关产品 (HA330、HA380、CA 系列) 收入保持快速增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

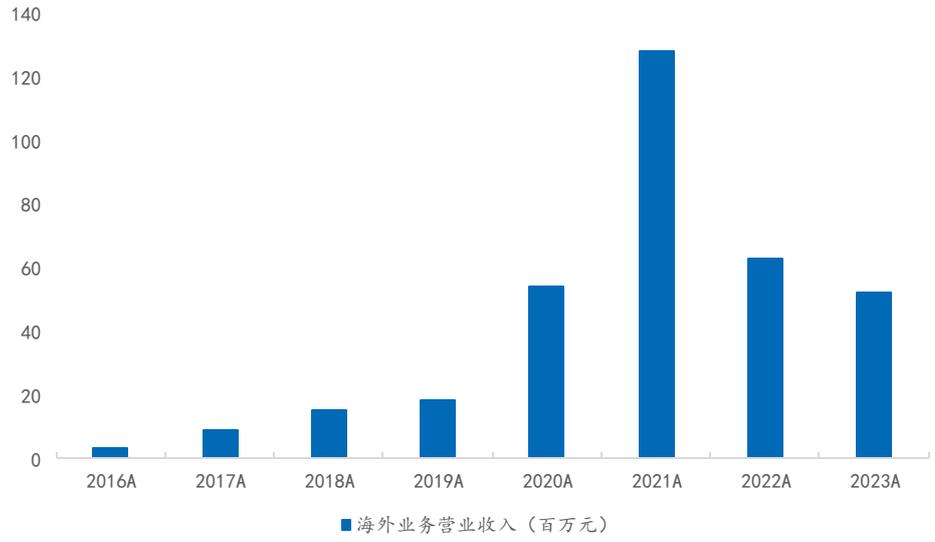
海外市场拓展取得初步成果, 推广活动逐步恢复

2021 年度公司国际市场实现销售收入 1.28 亿元, 同比增长 138%; 2022 年~2023 年公司国际市场销售收入出现明显调整, 主要系公司在海外国家的推广活动面临较大困难, 大量线下活动无法开展, 2023 年开始销售活动已逐步恢复, 未来海外销售活动将进入正常轨道, 预计 2024 年海外业务收入有望高速增长。

在国际学术推广方面, 公司与超 50 名国际专家建立合作, 启动逾 10 个海外临床研究, 报告期内在 Critical Care、Intensive Care Med 等国际顶尖学术杂志上发表国际综述及研究论文 30 余篇, 将有利于血液灌流技术在重症、肾病、肝病等领域的广泛应用及推广。

公司已累计在超过 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。

图表24: 历史海外业务销售收入情况



来源: 公司公告, Wind, 国金证券研究所

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024 年至 2026 年营业收入为 32.95、41.71、51.30 亿元，同比增长 71%、27%、23%，肾病、肝病、危重症领域血液灌流器产品增长是公司收入增长的核心支撑。考虑到 2024 年 HA130 降价因素，公司 2024 年毛利率预计将略有下降，但未来随高毛利率的新产品占比提升将会逐步恢复，预计 2024 年至 2026 年毛利率分别为 79.0%、79.4%、79.9%。

血液灌流器——肾病领域：

- 主要包括公司 HA130 等传统规格产品以及新拓展的 KHA、pHA 系列产品，是公司的核心品类，收入占比超 50%。2022~2023 年由于销售团队变革、经销商政策、渠道库存波动等因素影响 HA130 等传统规格产品出现明显下滑，但实际终端患者需求每年依然在保持增长，预计 2024 年将会重回增长轨道。虽然产品价格下降 26%，但销售量预计将实现高速增长。同时 KHA、pHA 等新规格产品由于销售推广力度将加大，其在肾病领域中的收入占比将快速提升，预计 2026 年将超过 5 亿规模收入。
- 预计 2024 至 2026 年肾病领域血液灌流器产品收入增速达到 70%、22%、19%；毛利率达到 80.8%、81.3%、81.7%，2024 年短暂调整后 will 逐步提升

肝病领域产品：

- 主要包括公司 HA330-II 血液灌流器及 BS330 血浆胆红素吸附器产品。2022~2023 年肝病领域产品经历了与肾病产品相同的调整期，但实际品牌力及产品认可度并未降低，未来随着公司在国内外对 DPMAS 治疗模式的快速推广，预计销售将重回高速增长期。
- 预计 2024 至 2026 年肝病领域产品类收入增速达到 154%、39%、30%；毛利率达到 83.7%、83.9%、84.2%。

危重症领域产品：

- 主要包括公司 HA330、HA380 血液灌流器以及 CA 系列细胞因子吸附柱。新产品 HA380 及 CA 系列销售占比提升趋势显著，且由于新产品较 HA330 有更高的价格和更好的临床效果，2024 年开始还将持续放量，带动业务毛利率逐步上升，远期危重症系列产品还有望继续拓展新的使用场景。
- 预计 2024 至 2026 年危重症领域产品收入增速达到 128%、39%、32%；毛利率达到 86.2%、86.5%、86.7%。

其他产品：

- 剩余产品主要包括其他应用场景（免疫、中毒）的血液灌流器、血液净化设备及透析类耗材等。国内每年中毒患者需求相对稳定，增速略低于三大核心应用场景。血液净化设备主要包括公司 DX-10 血液净化机、血液灌流机等，2023 年受益于 ICU 科室建设销售规模提升较快。透析类耗材包括公司透析粉液、透析器、血液净化管路等产品，未来将随各地带量采购逐步提升市场份额，与血液灌流器产品协同销售。
- 预计 2024 至 2026 年其他产品收入增速达到 27%、24%、22%。

图表25：公司分业务盈利及费用预测

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
血液灌流器——肾病							
收入(百万元)	1272.8	1724.0	1442.0	1073.0	1821.3	2220.0	2645.2
YoY		35.4%	-16.4%	-25.6%	69.7%	21.9%	19.1%
收入占比	65.2%	64.4%	57.9%	55.8%	55.3%	53.2%	51.6%
毛利率	89.0%	88.9%	87.9%	85.3%	80.8%	81.3%	81.7%
HA130 等传统规格产品							
收入(百万元)	1272.8	1678.7	1348.6	925.9	1577.2	1861.1	2140.3
YoY		31.4%	31.9%	-19.7%	-31.3%	70.4%	18.0%
毛利率	89.0%	88.9%	87.9%	85.3%	79.5%	79.7%	79.9%
销量(万件)	240	320	259	182	436	514	591
单价(元/件)	530	525	520	510	362	362	362

KHA、pHA 等新规格产品							
收入(百万元)		45.3	93.4	147.1	244.1	358.9	504.9
YoY			106.3%	57.5%	65.9%	47.0%	40.7%
毛利率		88.9%	87.9%	88.6%	88.9%	89.2%	89.4%
肝病领域产品							
收入(百万元)	183.5	310.5	229.2	171.1	434.3	603.5	784.8
YoY	41.5%	69.2%	-26.2%	-25.4%	153.9%	39.0%	30.0%
收入占比	9.4%	11.6%	9.2%	8.9%	13.2%	14.5%	15.3%
毛利率	85.7%	86.1%	84.8%	83.5%	83.7%	83.9%	84.2%
血液灌流器——危重症							
收入(百万元)	147.9	173.0	229.2	178.2	406.1	564.4	742.3
YoY	45.6%	17.0%	32.5%	-22.3%	127.9%	39.0%	31.5%
收入占比	7.6%	6.5%	9.2%	9.3%	12.3%	13.5%	14.5%
毛利率	89.0%	88.9%	87.9%	86.0%	86.2%	86.5%	86.7%
血液灌流器——其他（免疫、中毒等）							
收入(百万元)	219.3	266.7	239.9	138.1	196.0	215.6	237.2
YoY		21.6%	-10.1%	-42.5%	42.0%	10.0%	10.0%
毛利率	753.5%	596.5%	464.9%	300.0%	540.0%	669.6%	810.2%
血液净化设备							
收入(百万元)	42.4	75.1	197.6	235.6	216.8	260.2	312.2
YoY		76.9%	163.2%	19.3%	-8.0%	20.0%	20.0%
毛利率	55.4%	57.5%	59.9%	77.4%	63.9%	64.3%	64.7%
透析粉液及耗材							
收入(百万元)	30.2	54.2	74.6	56.6	101.9	163.0	236.3
YoY	36.2%	79.1%	37.6%	-24.1%	80.0%	60.0%	45.0%
毛利率	46.5%	50.0%	54.4%	50.0%	55.0%	57.5%	60.0%
其他业务							
收入(百万元)	54.6	71.9	78.9	69.8	118.5	144.4	172.1
YoY		31.8%	9.8%	-25.6%	69.7%	21.9%	19.1%
合计							
营业收入(百万元)	1950.8	2675.5	2491.4	1922.4	3294.9	4171.1	5130.0
YoY	36.2%	37.2%	-6.9%	-22.8%	71.4%	26.6%	23.0%
毛利率	85.2%	85.0%	82.3%	80.0%	79.0%	79.4%	79.9%
费用假设							
销售费用率	24.0%	22.4%	28.1%	32.0%	27.0%	27.0%	27.0%
管理费用率	6.1%	4.9%	5.5%	9.2%	7.0%	6.5%	6.5%
研发费用率	4.1%	6.5%	10.2%	12.8%	11.0%	11.0%	11.0%
归母净利润(百万元)	875.2	1196.8	889.5	436.5	897.7	1148.5	1433.6
YoY	53.3%	36.7%	-25.7%	-50.9%	105.7%	27.9%	24.8%

来源：Wind，国金证券研究所

2023 年公司各项费用率偏高的主要因素在于当年收入规模的下滑，2024Q1 公司销售、管理及研发费用率分别为 21.3%、5.2%、7.3%，预计 2024 年销售收入恢复高速增长后各项费用率将逐步回归至正常水平。

- **研发费用率：**2021~2023 年公司研发费用率分别为 6.5%、10.2%、12.8%，近年来公司研发费用率持续提升，主要用于血液透析产品、血液净化设备、血液灌流器产品升级迭代及海外临床研究，预计未来随公司收入规模高速增长，研发投入还将持续增长，预计未来研发费用率将稳定在 11.0% 左右。
- **销售费用率：**2021~2023 年公司销售费用率分别为 22.4%、28.1%、32.0%，虽然费用率提升较快，但由于销售团队变革因素影响近 2 年公司销售投入绝对金额提升并不明显。随着未来公司经营规模的持续扩张，公司对销售渠道的拓展和新产品学术推广力度也将加大，预计未来公司 2024-2026 年销售费用率将维持在 27.0%。投入绝对金额持续提升，但整体费用率回到历史正常水平。
- **管理费用率：**由于公司设置员工持股计划，股权激励费用将对公司整体管理费用产生影响，但随着未来公司销售规模及增长的快速修复，预计公司管理费用率将呈现逐步下滑趋势，预计未来公司 2024-2026 年管理费用率将达到 7.0%、6.5%、6.5%。

预计公司 2024-2026 年归母净利润 8.98/11.48/14.34 亿元，同比+106%/+28%/+25%。

选用相对估值法对公司进行估值，选取 A 股医疗器械企业山外山、心脉医疗、三鑫医疗作为可比公司，2024 年至 2026 年行业平均市盈率分别为 22 倍、17 倍和 14 倍，参考同行业上市公司可比估值情况，考虑到公司未来业绩快速增长预期及血液灌流器行业的龙头地位，给予公司 2024 年 30 倍 PE 估值、12 个月内目标市值 269 亿元，目标价位 33.31 元/股，上调至“买入”评级。

图表26：可比公司估值情况（截至 2024/4/30）

代码	公司名称	当前市值 (亿元)	ROE 2023A	净利率 2023A	归母净利润					备注	PE		
					2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E
688410.SH	山外山	52	12.1%	27.9%	0.59	1.95	2.22	2.86	3.54	国金预测	23.6	18.3	14.8
688016.SH	心脉医疗	154	26.4%	41.0%	3.57	4.92	6.39	8.16	10.66	国金预测	24.1	18.9	14.5
300453.SZ	三鑫医疗	41	18.0%	17.2%	1.85	2.07	2.35	2.70	3.09	Wind预期	17.3	15.1	13.2
算数平均											21.7	17.4	14.1
中值											23.6	18.3	14.5
300529.SZ	健帆生物	222	13.1%	22.2%	8.90	4.36	8.98	11.48	14.34	国金预测	24.8	19.4	15.5

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

医保控费政策风险：目前国内尚未有大规模针对血液灌流器产品的带量采购试点。但血液透析器、血液净化管路、血液过滤器、透析用留置针、动静脉瘘穿刺针等其他产品均已在多地纳入集采试点，若公司产品的价格下滑幅度过大，或者公司未能在带量采购中中标，将可能对公司业绩造成更大的负面影响。

在研项目推进不达预期风险：若公司在研项目推进缓慢，或研发项目失败而中止，将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险，将可能对公司造成负面影响。

产品推广不达预期风险：目前公司拥有 KHA 系列、pHA 系列、CA 系列等多个上市不久的新产品，如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低，导致产品上市后推广进场缓慢，将可能对公司当期业绩增长造成负面影响。

院内需求及产品使用频率不及预期风险：若未来肾病、肝病、危重症等领域患者需求增长速度较慢，或由于其他因素影响血液灌流器产品使用频率，将可能对公司业绩造成负面影响。

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)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	2,675	2,491	1,922	3,295	4,171	5,130	货币资金	2,319	2,559	2,810	2,091	2,224	2,512	
增长率	-6.9%	-22.8%	71.4%	26.6%	23.0%		应收款项	314	246	88	327	410	500	
主营业务成本	-402	-440	-384	-692	-858	-1,033	存货	197	349	385	563	691	824	
%销售收入	15.0%	17.7%	20.0%	21.0%	20.6%	20.1%	其他流动资产	225	139	29	155	184	216	
毛利	2,273	2,051	1,538	2,603	3,313	4,097	流动资产	3,056	3,293	3,312	3,135	3,509	4,052	
%销售收入	85.0%	82.3%	80.0%	79.0%	79.4%	79.9%	%总资产	63.5%	60.8%	59.7%	56.1%	57.6%	60.1%	
营业税金及附加	-40	-35	-32	-49	-63	-77	长期投资	111	69	116	116	216	316	
%销售收入	1.5%	1.4%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	1,252	1,651	1,756	1,902	1,919	1,910	
销售费用	-598	-701	-616	-890	-1,126	-1,385	%总资产	26.0%	30.5%	31.7%	34.0%	31.5%	28.3%	
%销售收入	22.4%	28.1%	32.0%	27.0%	27.0%	27.0%	无形资产	181	197	207	222	235	247	
管理费用	-131	-138	-177	-231	-271	-333	非流动资产	1,754	2,120	2,231	2,454	2,583	2,686	
%销售收入	4.9%	5.5%	9.2%	7.0%	6.5%	6.5%	%总资产	36.5%	39.2%	40.3%	43.9%	42.4%	39.9%	
研发费用	-174	-254	-245	-362	-459	-564	资产总计	4,810	5,413	5,543	5,590	6,092	6,738	
%销售收入	6.5%	10.2%	12.8%	11.0%	11.0%	11.0%	短期借款	3	322	282	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	1,330	924	468	1,071	1,394	1,737	应付款项	171	206	366	388	483	586	
%销售收入	49.7%	37.1%	24.3%	32.5%	33.4%	33.9%	其他流动负债	212	189	181	271	342	421	
财务费用	12	18	34	-31	-28	-23	流动负债	386	717	829	659	824	1,007	
%销售收入	-0.5%	-0.7%	-1.8%	0.9%	0.7%	0.5%	长期贷款	0	0	405	405	405	405	
资产减值损失	-7	-5	-20	-8	-13	-17	其他长期负债	1,040	1,106	1,156	1,136	1,134	1,132	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,426	1,823	2,390	2,200	2,363	2,544	
投资收益	29	11	0	0	0	0	普通股股东权益	3,359	3,574	3,147	3,388	3,729	4,194	
%税前利润	2.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	805	808	808	808	808	808	
营业利润	1,418	1,029	544	1,062	1,364	1,707	未分配利润	1,933	2,103	2,004	2,457	2,798	3,263	
营业利润率	53.0%	41.3%	28.3%	32.2%	32.7%	33.3%	少数股东权益	25	16	5	2	0	0	
营业外收支	-11	-13	-23	-10	-15	-20	负债股东权益合计	4,810	5,413	5,543	5,590	6,092	6,738	
税前利润	1,407	1,017	521	1,052	1,349	1,687	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	52.6%	40.8%	27.1%	31.9%	32.3%	32.9%	每股指标							
所得税	-211	-136	-95	-158	-202	-253	每股收益	1.486	1.101	0.541	1.112	1.422	1.775	
所得税率	15.0%	13.4%	18.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	4.170	4.425	3.898	4.196	4.618	5.193	
净利润	1,196	881	426	894	1,147	1,434	每股经营现金净流	1.551	1.094	1.135	0.843	1.586	1.960	
少数股东损益	-1	-9	-11	-4	-2	0	每股股利	0.900	0.660	0.900	0.550	1.000	1.200	
归属于母公司的净利润	1,197	890	436	898	1,148	1,434	回报率							
净利率	44.7%	35.7%	22.7%	27.2%	27.5%	27.9%	净资产收益率	35.63%	24.89%	13.87%	26.50%	30.80%	34.19%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	24.88%	16.43%	7.87%	16.06%	18.85%	21.28%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	26.38%	16.50%	7.91%	19.08%	23.19%	26.49%	
净利润	1,196	881	426	894	1,147	1,434	增长率							
少数股东损益	-1	-9	-11	-4	-2	0	主营业务收入增长率	37.15%	-6.88%	-22.84%	71.40%	26.59%	22.99%	
非现金支出	65	87	133	121	135	146	EBIT增长率	37.71%	-30.56%	-49.35%	128.91%	30.22%	24.57%	
非经营收益	-37	24	47	105	87	92	净利润增长率	36.74%	-25.67%	-50.93%	105.67%	27.93%	24.82%	
营运资金变动	25	-109	311	-439	-88	-89	总资产增长率	49.54%	12.54%	2.40%	0.84%	8.99%	10.59%	
经营活动现金净流	1,249	884	917	681	1,281	1,582	资产管理能力							
资本开支	-536	-469	-235	-376	-166	-151	应收账款周转天数	29.8	36.0	28.2	30.0	30.0	30.0	
投资	-163	153	-15	0	-100	-100	存货周转天数	144.0	226.3	348.9	300.0	300.0	300.0	
其他	29	10	0	0	0	0	应付账款周转天数	50.4	67.6	93.0	90.0	90.0	90.0	
投资活动现金净流	-670	-306	-250	-376	-266	-251	固定资产周转天数	129.7	172.4	310.2	191.6	150.2	120.8	
股权募资	195	67	0	-213	0	0	偿债能力							
债权募资	998	296	418	-282	0	0	净负债/股东权益	-46.37%	-36.21%	-36.37%	-20.95%	-22.60%	-26.97%	
其他	-1,028	-730	-870	-525	-880	-1,041	EBIT利息保障倍数	-106.9	-51.8	-13.8	35.1	50.1	74.4	
筹资活动现金净流	165	-366	-452	-1,021	-880	-1,041	资产负债率	29.66%	33.67%	43.12%	39.36%	38.79%	37.76%	
现金净流量	744	212	215	-716	135	290								

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	0	2	6	7	12
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.14	1.13	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-26	买入	45.01	N/A
2	2022-10-28	买入	49.50	N/A
3	2023-01-12	买入	32.85	N/A
4	2023-03-31	买入	30.61	N/A
5	2023-04-28	买入	29.48	N/A
6	2023-08-20	增持	22.04	N/A
7	2023-10-30	增持	21.36	N/A
8	2024-04-26	增持	23.30	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。

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



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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806