

健帆生物 (300529)

证券研究报告

2026年05月04日

集采冲击显现，新品爬坡支撑

事件

2026年4月，公司发布2025年年度报告。2025年实现营业收入20.12亿元，同比下降24.86%；归属于上市公司股东的净利润（归母净利润）5.33亿元，同比下降35.04%；扣非净利润5.13亿元。经营性现金流净额7.21亿元，仍高于净利润。

收入承压，竞争与主动降价共振

2025年公司核心产品一次性使用血液灌流器收入16.63亿元，同比下降27.97%，占总收入82.65%，是业绩下滑的主要来源。公司主动于2025年9月将KHA130产品终端售价从696元/支大幅调降至339元/支，降幅约51%。我们认为，此举旨在积极应对市场竞争加剧，提升血液灌流治疗的可及性。降价后，KHA130销量同比增长88.03%至41.58万支，收入同比增长10.90%至1.22亿元，以量补价效果初步体现。

毛利率下行，费用端收缩对冲

受KHA130主动降价及总产量同比减少影响，综合毛利率下行2.08pct至78.70%，核心耗材毛利率为83.78%，仍处于行业高位。费用端执行较为显著的收缩——销售费用同比下降27.53%，管理费用因员工持股计划业绩不达标冲回已摊销费用同比下降30.41%，一定程度上对冲了毛利下滑的影响。

多产品线布局体现长期成长逻辑

公司肾科KHA/PHA新品延续较快增速，是重要的增量支撑。肝病领域产品已覆盖2,000余家医院，急危重症产品覆盖1,800余家医院，细胞因子吸附柱CA系列持续推广。设备端，DX-10血液净化机装机已达4,800余台，并主动调降设备售价至14.8万元/台，以加速基层医院渗透。国际端，Future F20于2025年3月取得欧盟MDR CE认证，具备进入欧洲市场资质。海外收入同比增长19.79%，产品已累计销售至99个国家。研发投入1.98亿元，占营业收入9.86%（2024年为8.97%），研发支出资本化金额为零。

集采风险仍是核心变量

血液灌流器目前尚未被纳入国家及省级集采范围，但年报明确提示此风险不可排除。一旦纳入，可能面临价格下降风险，导致毛利率下降，对盈利能力产生阶段性影响。当前灌流器收入占公司总收入82.65%。

盈利预测：我们预测2026-2028年营业收入分别为21.96/24.14/26.95亿元（26年前值45.48亿元），归母净利润分别为6.58/7.30/8.28亿元（前值15.25亿元）。下调主要系2025年实际营收20.12亿元大幅低于前次预测37.02亿元，KHA130主动降价后销量虽同比增长88%，但收入仅同比增长10.9%。考虑公司KHA130放量趋势延续（销量同比+88%）、肾科/肝病/急危重症多领域布局持续完善，维持“买入”评级。

风险提示：集采政策超预期扩围，行业竞争持续加剧，KHA降价后销量爬坡不及预期，新品拓展推进缓慢，海外市场拓展不达预期

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,677.32	2,011.82	2,195.85	2,413.86	2,695.08
增长率(%)	39.27	(24.86)	9.15	9.93	11.65
EBITDA(百万元)	1,416.32	1,150.74	1,033.35	1,124.84	1,258.66
归属母公司净利润(百万元)	820.20	532.82	658.31	729.63	827.94
增长率(%)	87.91	(35.04)	23.55	10.83	13.47
EPS(元/股)	1.03	0.67	0.82	0.91	1.04
市盈率(P/E)	18.54	28.54	23.10	20.84	18.37
市净率(P/B)	4.73	4.54	3.68	3.18	2.69
市销率(P/S)	5.68	7.56	6.92	6.30	5.64
EV/EBITDA	15.45	12.09	12.33	10.68	8.90

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	19.04元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	798.61
流通A股股本(百万股)	512.48
A股总市值(百万元)	15,205.44
流通A股市值(百万元)	9,757.66
每股净资产(元)	4.48
资产负债率(%)	32.99
一年内最高/最低(元)	24.98/17.27

作者

杨松 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

周海涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110524120003
zhouhaitao@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《健帆生物-季报点评:血液净化设备销售占比提升，销售研发持续投入》2023-05-06
- 《健帆生物-年报点评报告:血液重症领域逆势增长，员工持股计划彰显决心》2023-04-07
- 《健帆生物-季报点评:三季度业绩受终端需求影响，产能布局不断完善》2022-10-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,724.72	2,515.86	3,187.14	4,062.52	4,894.95
应收票据及应收账款	53.46	34.64	61.51	44.19	73.83
预付账款	48.65	34.06	50.29	30.98	69.04
存货	337.79	291.75	318.68	379.54	475.72
其他	619.05	41.67	48.08	41.49	49.84
流动资产合计	2,783.66	2,917.97	3,665.70	4,558.72	5,563.39
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,643.69	1,603.32	1,703.95	1,598.01	1,510.07
在建工程	244.45	272.97	92.39	112.39	132.39
无形资产	97.75	100.66	95.68	90.70	85.72
其他	613.89	514.04	542.19	415.93	352.15
非流动资产合计	2,599.79	2,490.98	2,434.21	2,217.04	2,080.35
资产总计	5,383.45	5,408.95	6,099.92	6,775.75	7,643.73
短期借款	77.51	39.39	8.00	8.00	8.00
应付票据及应付账款	119.19	112.27	112.16	144.54	141.31
其他	570.10	350.44	438.77	435.07	449.34
流动负债合计	766.79	502.10	558.93	587.61	598.66
长期借款	97.90	138.35	168.20	170.00	160.00
应付债券	1,012.30	1,045.03	1,011.17	1,022.83	1,026.34
其他	171.79	252.15	239.54	227.57	216.19
非流动负债合计	1,281.99	1,435.53	1,418.91	1,420.40	1,402.53
负债合计	2,048.78	1,937.63	1,977.84	2,008.01	2,001.19
少数股东权益	0.76	(0.39)	(7.95)	(13.06)	(18.77)
股本	798.61	798.61	798.61	798.61	798.61
资本公积	231.26	219.17	219.17	219.17	219.17
留存收益	2,918.18	2,831.51	3,489.82	4,219.45	5,047.39
其他	(614.14)	(377.58)	(377.58)	(456.43)	(403.86)
股东权益合计	3,334.66	3,471.33	4,122.07	4,767.74	5,642.54
负债和股东权益总计	5,383.45	5,408.95	6,099.92	6,775.75	7,643.73

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	814.19	531.67	658.31	729.63	827.94
折旧摊销	140.87	133.75	129.92	130.92	132.92
财务费用	63.71	53.51	39.29	34.37	27.23
投资损失	(42.09)	(53.48)	(31.86)	(42.47)	(42.60)
营运资金变动	(204.90)	134.27	(94.80)	107.40	(74.90)
其它	279.20	(78.51)	(7.56)	(5.11)	(5.71)
经营活动现金流	1,050.99	721.22	693.31	954.74	864.87
资本支出	256.22	30.68	57.61	51.98	71.38
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,383.70)	612.48	(70.75)	(49.50)	(88.78)
投资活动现金流	(1,127.47)	643.15	(13.14)	2.47	(17.40)
债权融资	(314.26)	(192.01)	(8.88)	(2.97)	(67.61)
股权融资	(943.47)	224.48	0.00	(78.85)	52.57
其他	267.91	(595.80)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(989.82)	(563.33)	(8.88)	(81.83)	(15.05)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,066.30)	801.04	671.28	875.38	832.43

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,677.32	2,011.82	2,195.85	2,413.86	2,695.08
营业成本	514.61	428.50	415.50	475.25	529.23
营业税金及附加	43.07	36.79	37.27	48.56	49.75
销售费用	691.99	501.49	540.30	587.20	636.57
管理费用	189.20	131.66	145.21	155.49	176.07
研发费用	240.09	198.45	220.29	232.24	265.17
财务费用	32.44	41.64	39.29	34.37	27.23
资产/信用减值损失	(12.57)	(60.50)	(31.34)	(33.13)	(42.88)
公允价值变动收益	1.02	0.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	42.09	53.48	31.86	42.47	42.60
其他	48.91	24.51	25.16	22.86	24.18
营业利润	1,045.37	690.79	823.66	912.95	1,034.97
营业外收入	0.21	15.52	15.35	18.36	21.41
营业外支出	38.61	46.18	35.97	40.25	40.80
利润总额	1,006.96	660.13	803.04	891.05	1,015.58
所得税	192.78	128.46	152.29	166.53	193.34
净利润	814.19	531.67	650.75	724.52	822.23
少数股东损益	(6.01)	(1.15)	(7.56)	(5.11)	(5.71)
归属于母公司净利润	820.20	532.82	658.31	729.63	827.94
每股收益 (元)	1.03	0.67	0.82	0.91	1.04

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	39.27%	-24.86%	9.15%	9.93%	11.65%
营业利润	92.23%	-33.92%	19.24%	10.84%	13.37%
归属于母公司净利润	87.91%	-35.04%	23.55%	10.83%	13.47%
获利能力					
毛利率	80.78%	78.70%	81.08%	80.31%	80.36%
净利率	30.63%	26.48%	29.98%	30.23%	30.72%
ROE	24.60%	15.35%	15.94%	15.26%	14.62%
ROIC	53.03%	32.92%	41.63%	46.36%	54.11%
偿债能力					
资产负债率	38.06%	35.82%	32.42%	29.64%	26.18%
净负债率	-10.29%	-37.00%	-46.71%	-58.08%	-64.55%
流动比率	3.63	5.81	6.56	7.76	9.29
速动比率	3.19	5.23	5.99	7.11	8.50
营运能力					
应收账款周转率	41.73	45.67	45.67	45.67	45.67
存货周转率	7.41	6.39	7.19	6.91	6.30
总资产周转率	0.49	0.37	0.38	0.37	0.37
每股指标 (元)					
每股收益	1.03	0.67	0.82	0.91	1.04
每股经营现金流	1.32	0.90	0.87	1.20	1.08
每股净资产	4.03	4.20	5.17	5.99	7.09
估值比率					
市盈率	18.54	28.54	23.10	20.84	18.37
市净率	4.73	4.54	3.68	3.18	2.69
EV/EBITDA	15.45	12.09	12.33	10.68	8.90
EV/EBIT	16.94	13.50	14.10	12.09	9.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com