


2023年04月05日  
健帆生物(300529.SZ)

ESSENCE

 **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

12个月目标价

41.46元

股价(2023-04-04)

30.26元

交易数据

总市值(百万元)	24,441.34
流通市值(百万元)	15,581.61
总股本(百万股)	807.71
流通股本(百万股)	514.92
12个月价格区间	29.59/53.28元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.7	-9.0	-29.3
绝对收益	-5.3	-3.6	-33.3

**马帅** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450518120001  
mashuai@essence.com.cn

相关报告

Q2 收入端显著超预期，公司 2022-08-26  
国际学术地位进一步提升

## 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

公司发布 2022 年报，在海内外疫情等内外部因素影响下，业绩同比下降。

根据公司公告，2022 年度公司实现营业收入 24.91 亿元，同比下降 6.88%；归母净利润 8.9 亿元，同比下降 25.67%；扣非归母净利润 8.22 亿元，同比下降 27.65%；毛利率 82.34%，同比下降 2.6pct；净利率 35.36%，同比下降 9.3pct。22Q4 单季度来看，公司实现营业收入 4.66 亿元，同比下降 47.88%；归母净利润 1609 万元，同比下降 95.18%；扣非归母净利润 310 万元，同比下降 99.03%。在 22 年海内外疫情因素等一系列内外部因素的影响下，公司肾科、肝科等主业出现了同比下降（肾科略有下降，肝科同比下降较多），在这一形势下，公司积极进行应对，采取的管理及营销改革措施包括但不限于：全面升级组织架构，设立省区责任制，实现扁平化管理；优化资源投入，变革考核激励，持续促进销售团队专业化转型；优化人才队伍结构，淘汰冗员、提质增效，同时在 23 年 3 月推出新一期员工持股计划，覆盖营销团队核心人员，进一步绑定骨干员工利益。

肾科业务：学术成果不断规范化，新品规推广初见成效。

根据公司公告，截至目前公司肾科产品已覆盖全国 6000 余家二级及以上医院，基本覆盖国内提供透析治疗的医院。报告期内，公司在学术引领方面取得多项进展：（1）健帆 HA130 多中心 RCT 文章正式发表；（2）健帆 HA 血液灌流器专家共识正式发表；（3）“领航计划·血液灌流规范化诊疗项目”启动。此外，肾科领域新品新规市场开拓效果显著。报告期内，公司持续加强对尿毒症领域的新产品新规格灌流器产品（KHA80、KHA200、HA60、HA100、HA150）的推广，肾科新品新规格已进入 728 家医院并使用，产品实现销售收入 9,341 万元，同比增长 106.24%，新品市场开拓效果显著。另外血液透析粉液产品也实现销售收入 7,455.37 万元，同比增长 37.64%。

肝科业务：虽然销售受疫情影响较为严重，但是学术认可度仍然随着研究成果的发表持续提升。

根据公司公告，公司肝科血液灌流器产品已覆盖 1600 余家医院。公司在肝科所取得的学术成就包括：（1）中山大学附属第三医院感染科彭亮教授团队有关于公司原研原创的 DPMAS 重要临床研究成果发表，从而为 DPMAS 临床应用增添重磅循证；（2）DPMAS 技术被写入《人工肝血液净化技术临床应用专家共识》，且英文版刊登于国际医学杂志《Hepatology International》，进一步受到世界肝病专家的认可；

(3)“远航”项目进入真实世界研究阶段，全国 57 家肝病科研能力强的权威医院参研，将为肝衰竭血液净化建立更高级别的循证医学证据；(4)公司向北京肝胆相照公益基金会捐赠设立“人工肝专项基金”，截至目前已经有 99 个人工肝相关研究课题已获得资金资助。

#### ■ 其他业务：危重症产品医院覆盖格局基本形成，血液净化设备装机量正在快速增加中。

(1)危重症业务：根据公司公告，公司危重症领域相关耗材产品（即 HA330、HA380 和 CA 系列）在国内市场实现销售收入 2.29 亿元，同比增长 32.47%，其中 HA380 在国内市场实现销售收入 1.4 亿元，同比增长 112.48%。公司危重症产品主要用于体外循环、ICU 重症、急性胰腺炎等治疗领域，目前已覆盖 1700 余家医院，前期医院开发工作已经基本完成，下一步将重点进行现有医院的推广。值得一提的是重磅产品 CA 细胞因子吸附柱是公司研发生产的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，上市一年多已进入中日友好医院、武汉大学中南医院、中南大学湘雅二医院等近 50 家重点医院，预计 2023 年的临床使用量会持续提升。

(2)血液净化设备：公司血液净化设备拳头产品 DX-10 血液净化机实现销售收入 1.86 亿元，同比 181.79%；截至 2022 年底已进入近 1000 家医院，累计装机量约 2000 台。2023 年第一季度新增装机超 700 台，其中北京市各大医院为加快推进重症医疗救治采购近 300 台，体现出公司在血液净化设备领域的品牌认可度在不断提升。

#### ■ 海外业务：海外疫情变化对产品销售冲击较大，公司在海外团队建设、国际学术推广、海外医保准入等方面加大投入。

根据公司公告，22 年公司国际市场销售收入未达预期，一方面是因为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很大困难。但公司仍持续推进多维度的国际化进程：公司加速引进各类海内外优秀人才，在 10 余个国家启动“本土化团队”建设；与超 50 名国际专家建立合作，启动逾 10 个海外临床研究；截至目前累计在 86 个国家实现产品销售，已被纳入德国等 11 个国家相关医保目录。肾科产品 HA130 在部分国家的销售取得了实质性突破，报告期内销售收入近 1300 万元，同比增长 112%。

#### ■ 业绩出现阶段性调整不改变公司中长期逻辑，血液灌流的有效性已被多项权威研究所证实、代表着血液净化的趋势，全球范围内渗透率的提升仅是时间与节奏的问题。

根据医械研究院发布蓝皮书，预计到 2030 年我国尿毒症患者人数将突破 400 万人。根据全国血液净化病例信息登记系统数据，截至 2021 年 12 月底我国血液透析患者约 75 万人，较 2011 年相比增长了 3.2 倍。现阶段我国终末期肾病患者的透析治疗率较低，与世界平均 37%、欧美国家 75%的透析治疗比例仍相距甚远。目前，血液透析患者使用

血液灌流治疗一般为 1 月/次，按照 2021 年透析患者 75 万人测算，2021 年我国肾病领域血液灌流器市场容量约 900 万支（75 万患者\*12）。根据国家卫健委最新发布的《血液净化标准操作流程（2021 年）》：每周 1 次 HA 树脂血液灌流器与血液透析器串联治疗，可显著提高维持性血液透析患者的血清 iPTH 和  $\beta$  2-微球蛋白的清除率，改善瘙痒症状。假设未来透析患者按照每周 1 次进行血液灌流治疗，以 2021 年透析患者 75 万人测算（尚不考虑透析患者每年持续增加的情形），肾病领域血液灌流器市场容量将超过 3900 万支/年（75 万患者\*52 支）。公司 HA 树脂血液灌流器具备四大重磅医学支撑：国家卫健委 SOP、RCT 研究成果、上海专家共识、卫生经济学研究等。随着未来血液灌流治疗技术覆盖面扩大及治疗频次的双向提升，公司血液灌流有望在中长期保持良好的成长性。

### 投资建议：

**买入-A 投资评级，6 个月目标价 41.46 元。**我们预计公司 2023 年-2025 年的收入增速分别为 24.5%、23.1%、22.5%，净利润的增速分别为 25.5%、23.0%、22.3%，成长性突出；给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 41.46 元，相当于 2023 年 30 倍的动态市盈率。

**风险提示：**肾科与肝科业务恢复的不确定性；海外推广进度的不确定性；后续订单的不确定性。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	2,675.5	2,491.4	3,101.0	3,816.8	4,674.1
净利润	1,196.8	889.5	1,116.1	1,372.7	1,679.3
每股收益(元)	1.48	1.10	1.38	1.70	2.08
每股净资产(元)	4.16	4.43	6.32	8.02	10.10

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	20.4	27.5	21.9	17.8	14.6
市净率(倍)	7.3	6.8	4.8	3.8	3.0
净利润率	44.7%	35.7%	36.0%	36.0%	35.9%
净资产收益率	35.6%	24.9%	21.8%	21.2%	20.6%
股息收益率	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	111.8%	60.1%	57.9%	58.9%	59.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 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	3,101.0	3,816.8	4,674.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	402.1	440.1	564.6	726.8	887.3	营业收入增长率	37.1%	-6.9%	24.5%	23.1%	22.5%
营业税费	40.0	35.1	43.4	51.5	60.8	营业利润增长率	34.5%	-27.4%	30.1%	22.6%	21.9%
销售费用	598.5	700.6	868.3	1,049.6	1,280.7	净利润增长率	36.7%	-25.7%	25.5%	23.0%	22.3%
管理费用	131.0	138.1	158.2	183.2	219.7	EBITDA 增长率	44.0%	-20.1%	24.6%	21.9%	22.5%
研发费用	110.8	173.8	201.6	229.0	280.4	EBIT 增长率	44.3%	-22.1%	25.6%	22.3%	22.6%
财务费用	-12.4	-17.8	-5.3	-5.7	-6.6	NOPLAT 增长率	37.4%	-26.6%	29.4%	22.6%	21.9%
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%	20.5%	21.7%	14.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	19.4%	6.1%	43.1%	27.1%	26.0%
投资和汇兑收益	28.7	10.5	35.0	30.0	25.0						
营业利润	1,417.9	1,029.5	1,339.4	1,641.5	2,000.7	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-10.7	-12.6	-9.1	-2.0	1.0	毛利率	85.0%	82.3%	81.8%	81.0%	81.0%
利润总额	1,407.2	1,016.8	1,330.2	1,639.5	2,001.7	营业利润率	53.0%	41.3%	43.2%	43.0%	42.8%
减:所得税	211.4	135.9	199.5	245.9	300.3	净利润率	44.7%	35.7%	36.0%	36.0%	35.9%
净利润	1,196.8	889.5	1,116.1	1,372.7	1,679.3	EBITDA/营业收入	59.1%	50.7%	50.8%	50.3%	50.3%
						EBIT/营业收入	57.3%	47.9%	48.4%	48.1%	48.1%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	107	154	141	123	110
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	19	39	37	42	43
货币资金	2,319.4	2,558.8	2,570.1	3,487.9	4,749.2	流动资产周转天数	339	459	387	372	402
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	598.4	461.9	836.5	存货周转天数	21	39	25	26	26
应收票据	39.0	17.9	28.5	24.8	42.8	总资产周转天数	540	739	645	600	617
预付帐款	63.1	103.2	47.0	62.0	71.1	投资资本周转天数	170	247	251	247	238
存货	196.5	349.1	90.0	455.1	210.4						
其他流动资产	12.1	35.6	33.7	21.2	26.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	35.6%	24.9%	21.8%	21.2%	20.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	24.9%	16.3%	19.9%	19.8%	19.0%
长期股权投资	-	-	30.0	60.0	160.0	ROIC	111.8%	60.1%	57.9%	58.9%	59.0%
投资性房地产	-	-	50.0	20.0	40.0	<b>费用率</b>					
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%	28.0%	27.5%	27.4%
在建工程	301.2	474.0	674.0	824.0	1,124.0	管理费用率	4.9%	5.5%	5.1%	4.8%	4.7%
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%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
资产总额	4,810.1	5,413.4	5,691.5	7,037.3	8,974.4	四费/营业收入	32.9%	33.3%	31.1%	30.6%	29.9%
短期债务	-	317.1	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	170.8	179.8	381.1	327.0	541.5	资产负债率	29.7%	33.7%	9.7%	7.2%	8.3%
应付票据	-	26.2	-	-	-	负债权益比	42.2%	50.8%	10.8%	7.7%	9.0%
其他流动负债	215.5	194.1	112.1	108.8	125.6	流动比率	7.91	4.59	6.83	10.35	8.90
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	7.40	4.11	6.65	9.31	8.58
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	-283.40	-322.05	-343.14
负债总额	1,426.5	1,823.0	553.1	505.8	742.2	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	24.8	16.2	30.0	50.4	71.8	DPS(元)	0.89	-	-	-	-
股本	805.5	807.7	807.7	807.7	807.7	分红比率	59.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,954.0	3,184.6	4,300.7	5,673.4	7,352.8	股息收益率	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	3,383.6	3,590.5	5,138.4	6,531.5	8,232.3						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,195.8	880.9	1,116.1	1,372.7	1,679.3	净利率	1.48	1.10	1.38	1.70	2.08
加:折旧和摊销	53.9	77.7	73.2	83.6	100.8	EPS(元)	4.16	4.43	6.32	8.02	10.10
资产减值准备	6.5	4.6	-	-	-	BVPS(元)	20.4	27.5	21.9	17.8	14.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	7.3	6.8	4.8	3.8	3.0
财务费用	8.9	36.0	-5.3	-5.7	-6.6	PB(X)	14.3	32.7	-45.0	28.4	19.5
投资收益	-28.7	-10.5	-35.0	-30.0	-25.0	P/FCF	9.1	9.8	7.9	6.4	5.2
少数股东损益	-1.0	-8.6	14.5	20.9	22.1	P/S	25.9	18.5	13.8	10.9	8.3
营运资金的变动	-17.2	-71.8	98.8	-268.9	79.7	EV/EBITDA	5.2%	24.5%	9.0%	5.2%	24.5%
经营活动产生现金流量	1,249.4	883.8	1,262.3	1,172.6	1,850.4	CAGR(%)	3.9	1.1	2.4	3.4	0.6
投资活动产生现金流量	-670.2	-305.9	-415.0	-260.0	-595.0	PEG					
融资活动产生现金流量	165.2	-365.9	-836.0	5.2	5.9	ROIC/WACC					
						REP					
						<b>业绩和估值指标</b>					
						2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 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 ■■■

安信证券股份有限公司（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**

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

**安信证券研究中心****深圳市****地 址：**深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼**邮 编：**518026**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