

评级：买入（维持）

市场价格：30.61

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

电话：021-20315895

Email: xiemq@r.qizq.com.cn

联系人：于佳喜

Email: yujx@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

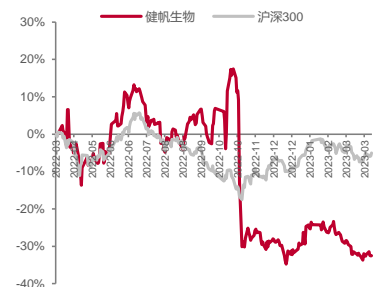
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,675	2,491	3,194	4,022	5,033
增长率 yoy%	37%	-7%	28%	26%	25%
净利润（百万元）	1,197	890	1,168	1,445	1,772
增长率 yoy%	37%	-26%	31%	24%	23%
每股收益（元）	1.48	1.10	1.45	1.79	2.19
每股现金流量	1.55	1.09	1.82	1.98	2.01
P/E	35%	25%	25%	25%	24%
PEG	20.7	27.8	21.2	17.1	14.0
P/B	7.4	6.9	5.4	4.2	3.3

备注：股价信息截止至 2023 年 3 月 30 日

基本状况

总股本(百万股)	808
流通股本(百万股)	515
市价(元)	30.61
市值(百万元)	24,724
流通市值(百万元)	15,756

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 健帆生物（300529）：业绩超预期，肾病增长强劲，肝病、海外持续放量
- 2 健帆生物(300529)-深度研究报告：快速成长的血液灌流龙头
- 3 健帆生物（300529.SZ）公司点评：业绩符合预期，灌流龙头保持快速增长

投资要点

- **事件：公司发布 2022 年公司实现营业收入 24.91 亿元，同比下降 6.9%；归母净利润 8.90 亿元，同比下降 25.7%；扣非归母净利润 8.22 亿元，同比下降 27.65%。**
- **分季度来看：公司 2022 年单四季度实现营业收入 4.66 亿元，同比减少 47.88%；实现归母净利润 0.16 亿元，同比减少 95.18%；实现扣非归母净利润 0.03 亿元，同比减少 99.03%。**公司单季度增速下滑，主要因新冠疫情影响肾科、肝科等产品的入院销售。
- **“奋斗者一号”员工持股计划发布，目标稳健激发经营活力。**2023 年公司发布《奋斗者一号员工持股计划》，本员工持股计划可持有的标的股票数量约为 490.04 万股，占公司股本总额的比例为 0.61%；拟参与本员工持股计划的员工总人数不超过 110 人，其中董监高 8 人。业绩考核设立两个归属期，分别为 2023 年至 2025 年累计净利润达到 36 亿元以及 2023 年至 2027 年累计净利润达到 70 亿元。本次员工持股计划有望充分调动公司员工积极性，激发团队活力，提升公司整体竞争力，同时也为公司中长期业绩增长提供保障。
- **肾科基本完成透析医院客户覆盖，重磅学术成果发布有望加速灌流渗透率提升。**2022 年多地疫情反复导致公司肾病灌流产品入院推广受到影响，结合公司历史业绩以及前三季度财务数据，我们预计公司 2022 年肾病业务可能下滑 0%-10%。22 年健帆 HA130 多中心 RCT 研究成果正式发布，开创了维持性血液透析患者血液灌流治疗循证医学研究的先河，同时《血液灌流在维持性血液透析患者中的临床应用》专家共识的出台也为维持性血液透析患者血液灌流治疗提供了可参考的规范化的临床应用标准，随着更多强有力循证医学证据的发布，血液灌流的市场认可度有望逐渐提升，为公司肾科业绩的持续增长提供有力保障。
- **肝病业务疫情影响下短期承压，2023 年有望迎来加速复苏。**2022 年公司肝病业务受疫情影响或有所下滑，肝病灌流是公司第二成长曲线，近年来公司持续加大肝病领域的研发投入力度，DPMAS 重要临床研究成果、《人工肝血液净化技术临床应用专家共识》等重磅成果相继出炉，为公司肝病业务提供有力的学术支撑，同时“远航”项目已经进入真实世界研究阶段，全国 57 家肝病科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。我们预计 2023 年随着院内诊疗活动的有序恢复，公司肝病业务有望实现良好恢复。
- **危重症产品持续高增，体循应用规范化推广不断加速。**2022 年公司危重症领域产品实现收入 2.29 亿元，同比增长 32.47%。其中 HA380 在国内市场实现销售收入 1.40 亿元，同比增长 112.48%。公司自主研发的 CA 细胞因子吸附柱目前已经进入中日友好医院、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，获得临床终端一致好评，有望带动重症业务持续快速增长。2022 年公司危重症领域相关产品已覆盖 1700 余家医院，同时新增 20 家“吸附型体外生命支持技术示范中心”，不断加快危重症灌流技术的应用和普及，我们预计 23 年公司危重症产品有望持续保持亮眼增速。
- **净化设备快速放量，有望与灌流业务协同加速。**2022 年血液净化设备明星产品 DX-10 血液净化机实现销售收入 1.86 亿元，同比增长 181.79%，累计进院近 1000 家，累计装机量约 2000 台。2023Q1 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，得到了终端客户的广泛认可。随着“智在净化 DX 护航”活动的持续扩面以及国产设备临床应用质控标准规范化建设的逐渐落地，公司产品类产品的品牌力有望持续提升，未来有望与灌流产品形成共振式营销，持续快速增长。
- **盈利预测与投资建议：根据年报数据，我们调整盈利预测，**预计公司灌流业务有望持续复苏，预计 2023-2025 年公司收入 31.94、40.22、50.33 亿元（调整前 23-24 年 42.39、55.56 亿元），同比增长 28%、26%、25%；归母净利润 11.68、14.45、17.72 亿元（调整前 23-24 年 17.03、22.01 亿元），同比增长 31%、24%、23%。考虑到公司是国内血液灌流龙头企业，肾病、肝病渗透率的不断提升有望带来持续业绩增量，维持买入评级。
- **风险提示事件：产品结构单一风险；市场竞争风险；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

内容目录

疫情影响全年增速，营销管理变革升级投入加大.....	- 3 -
肾病、肝病入院短期受阻，危重症新品持续高增.....	- 6 -
风险提示.....	- 6 -

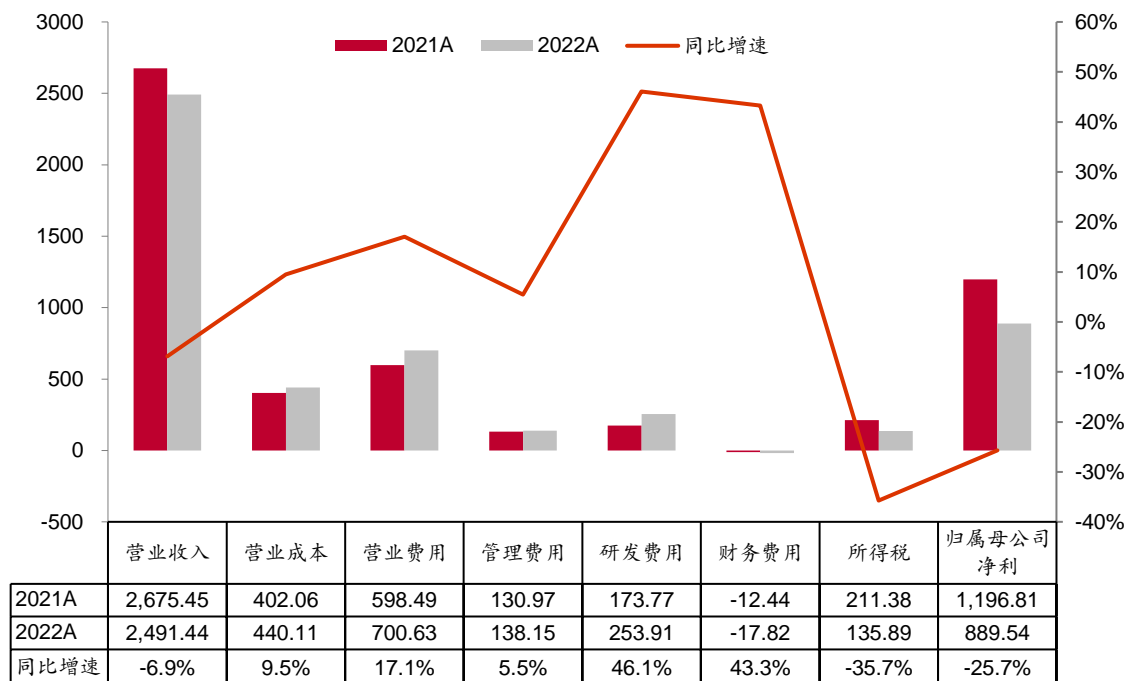
图表目录

图表 1: 健帆生物主要财务指标变化 (百万元)	- 3 -
图表 2: 健帆生物主营业务收入情况 (百万元)	- 3 -
图表 3: 健帆生物归母净利润情况 (百万元)	- 3 -
图表 4: 健帆生物分季度财务数据 (百万元)	- 4 -
图表 5: 健帆生物分季度营业收入变化 (百万元)	- 4 -
图表 6: 健帆生物分季度归母净利润变化 (百万元)	- 4 -
图表 7: 健帆生物期间费用率变化情况.....	- 5 -
图表 8: 健帆生物盈利能力变化情况.....	- 5 -
图表 9: 健帆生物财务报表预测.....	- 8 -

疫情影响全年增速，营销管理变革升级投入加大

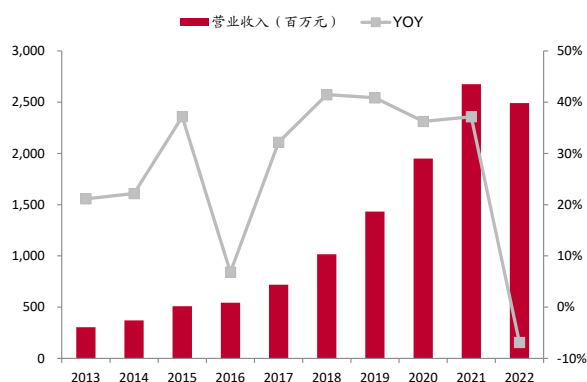
- 2022 年公司实现营业收入 24.91 亿元，同比下降 6.9%；归母净利润 8.90 亿元，同比下降 25.7%；扣非归母净利润 8.22 亿元，同比下降 27.65%。

图表 1：健帆生物主要财务指标变化（百万元）



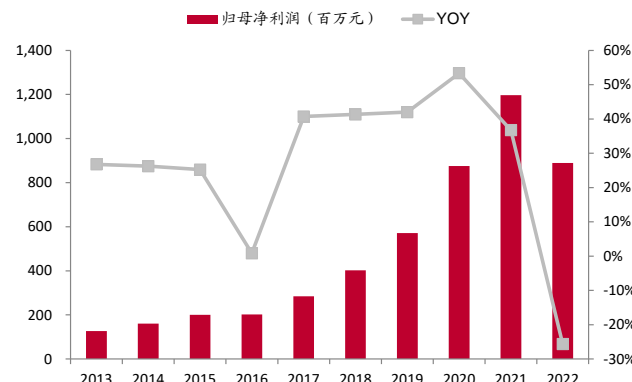
来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：健帆生物主营业务收入情况（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：健帆生物归母净利润情况（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

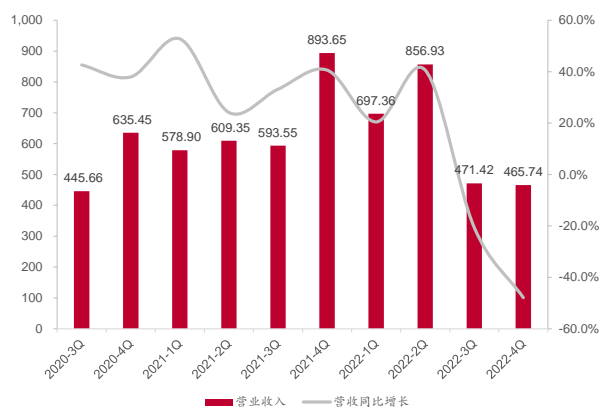
- 分季度来看：公司 2022 年单四季度实现营业收入 4.66 亿元，同比减少 47.88%；实现归母净利润 0.16 亿元，同比减少 95.18%；实现扣非归母净利润 0.03 亿元，同比减少 99.03%。公司单季度增速下滑，主要因新冠疫情影响肾科、肝科等产品的入院销售。

图表 4: 健帆生物分季度财务数据 (百万元)

	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q
营业收入	445.66	635.45	578.90	609.35	593.55	893.65	697.36	856.93	471.42	465.74
营收同比增长	42.64%	37.98%	52.79%	24.16%	33.18%	40.63%	20.46%	40.63%	-20.58%	-47.88%
营收环比增长	-9.20%	42.59%	-8.90%	5.26%	-2.59%	50.56%	-21.96%	22.88%	-44.99%	-1.20%
营业成本	60.46	102.27	85.52	89.49	93.12	133.93	108.06	143.83	86.71	101.50
营业费用	128.52	168.91	113.03	106.26	146.71	232.49	124.43	179.95	157.29	238.97
管理费用	25.51	43.57	27.19	19.58	33.91	50.28	29.11	33.58	29.19	46.26
财务费用	-5.95	-6.03	-4.00	-13.82	-1.76	3.6	0.96	-14.46	-3.5	-0.82
营业利润	221.30	302.97	334.72	396.65	282.6	403.95	393.77	486.29	141.53	7.86
利润总额	220.66	293.78	334.48	394.76	279.35	398.64	393.16	484.03	138.78	0.84
所得税	34.21	46.50	51.69	58.49	36.33	64.86	58.77	72.41	15.69	-10.98
归母净利润	186.78	247.83	283.31	336.83	242.94	333.73	335.21	412.95	125.29	16.09
归母净利润同比	66.54%	62.08%	53.62%	31.47%	30.07%	34.66%	18.32%	22.60%	-48.43%	-95.18%

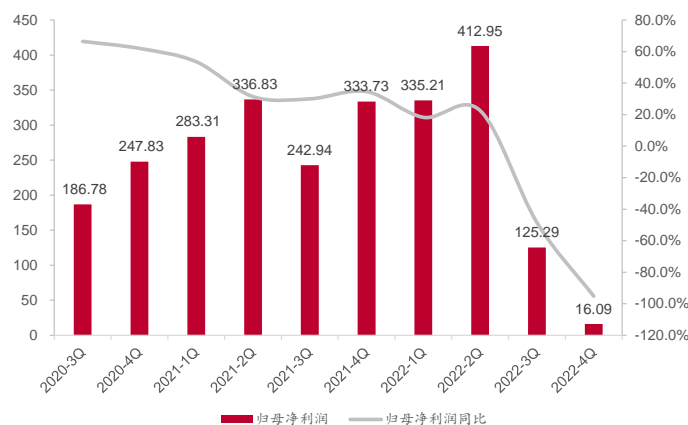
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 健帆生物分季度营业收入变化 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

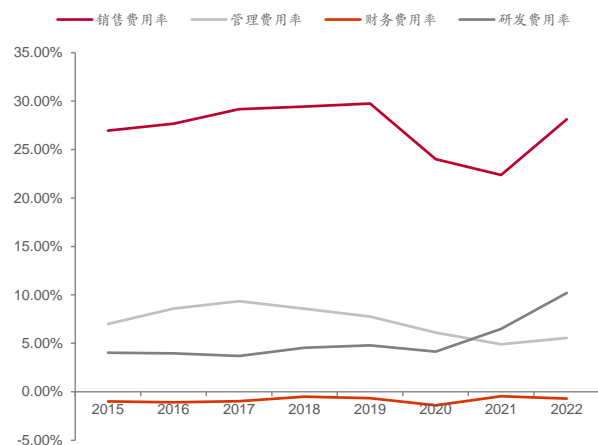
图表 6: 健帆生物分季度归母净利润变化 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

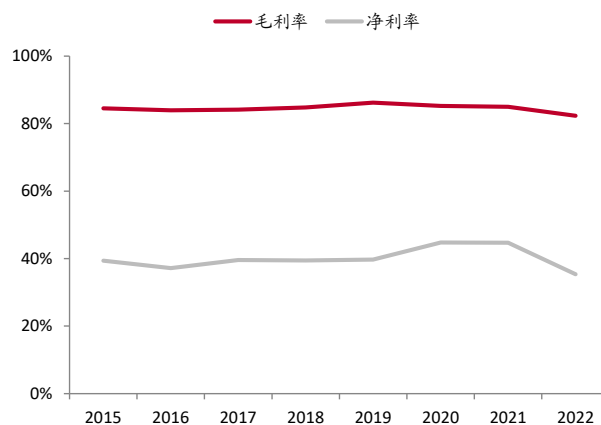
- 持续加大销售研发投入力度, 短期盈利能力有所波动。**2022 年公司坚持贯彻组织调整, 优化管理流程, 加强销售端过程管控; 同时在研发端加强研发人才储备和队伍建设, 优化现有产品, 投入力度不断加大, 期间费用率有所提升, 2022 年销售费用率 28.12%, 同比提升 5.75pp, 管理费用率 5.54%, 同比提升 0.65pp, 财务费用率-0.72%, 较去年末下降 0.25pp, 研发费用率 10.19%, 同比提升 5.39pp。利润率方面, 2022 年上大宗商品价格波动对公司成本造成影响, 毛利率略有下降, 2022 年公司毛利率为 82.34%, 同比下降 2.64pp; 净利率 35.36%, 同比下降 9.34pp。

图表 7: 健帆生物期间费用率变化情况



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 健帆生物盈利能力变化情况



来源: wind, 中泰证券研究所

- “奋斗者一号”员工持股计划发布，目标稳健激发经营活力。2023 年公司发布《奋斗者一号员工持股计划》，本员工持股计划可持有的标的股票数量约为 490.04 万股，占公司股本总额的比例为 0.61%；拟参与本员工持股计划的员工总人数不超过 110 人，其中董监高 8 人。业绩考核设立两个归属期，分别为 2023 年至 2025 年累计净利润达到 36 亿元以及 2023 年至 2027 年累计净利润达到 70 亿元。本次员工持股计划有望充分调动公司员工积极性，激发团队活力，提升公司整体竞争力，同时也为公司中长期业绩增长提供保障。

肾病、肝病入院短期受阻，危重症新品持续高增

- **肾科基本完成透析医院客户覆盖，重磅学术成果发布有望加速灌流渗透率提升。**2022年多地疫情反复导致公司肾病灌流产品入院推广受到影响，结合公司历史业绩以及前三季度财务数据，我们预计公司2022年肾病业务可能下滑0%-10%。22年健帆HA130多中心RCT研究成果正式发布，开创了维持性血液透析患者血液灌流治疗循证医学研究的先河，同时《血液灌流在维持性血液透析患者中的临床应用》专家共识的出台也为维持性血液透析患者血液灌流治疗提供了可参考的规范化的临床应用标准，随着更多强有力循证医学证据的发布，血液灌流的市场认可度有望逐渐提升，为公司肾科业绩的持续增长提供有力保障。
- **肝科业务疫情影响下短期承压，2023年有望迎来加速复苏。**2022年公司肝病业务受疫情影响或有所下滑，肝病灌流是公司第二成长曲线，近年来公司持续加大肝病领域的研发投入力度，DPMAS重要临床研究成果、《人工肝血液净化技术临床应用专家共识》等重磅成果相继出炉，为公司肝科业务提供有力的学术支撑，同时“远航”项目已经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。我们预计2023年随着院内诊疗活动的有序恢复，公司肝病业务有望实现良好恢复。
- **危重症产品持续高增，体循应用规范化推广不断加速。**2022年公司危重症领域产品实现收入2.29亿元，同比增长32.47%。其中HA380在国内市场实现销售收入1.40亿元，同比增长112.48%。公司自主研发的CA细胞因子吸附柱目前已经进入中日友好医院、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，获得临床终端一致好评，有望带动重症业务持续快速增长。2022年公司危重症领域相关产品已覆盖1700余家医院，同时新增20家“吸附型体外生命支持技术示范中心”，不断加快危重症灌流技术的应用和普及，我们预计23年公司危重症产品有望持续保持亮眼增速。
- **净化设备快速放量，有望与灌流业务协同加速。**2022年血液净化设备明星产品DX-10血液净化机实现销售收入1.86亿元，同比增长181.79%，累计进院近1000家，累计装机量约2000台。2023Q1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，得到了终端客户的广泛认可。随着“智在净化DX护航”活动的持续扩面以及国产设备临床应用质控标准规范化建设的逐渐落地，公司产品类产品的品牌力有望持续提升，未来有望与灌流产品形成共振式营销，持续快速增长。

风险提示

- **产品结构单一风险。**一次性使用血液灌流器是公司营业收入主要来源，虽然一次性使用血液灌流器可广泛应用于尿毒症、中毒、重症肝病、自

身免疫性疾病、多器官功能衰竭等领域的治疗，同时公司也在积极拓展适应证、开发新产品，但未来较长时间内公司主要收入来源仍然依赖于一次性使用血液灌流器，公司产品结构较为单一。因此公司可能面临国家政策变化、产品技术更新替代等因素带来的不利影响。

- **市场竞争风险。**公司目前在国内血液灌流领域处于主导地位，随着血液灌流相关产品的市场规模不断扩大，可能会有更多的公司加入竞争。公司可能面临由于对竞争应对不力而对业绩造成的不利影响的风险。
- **市场空间测算偏差风险。**文中潜在市场空间的测算基于一定假设条件，存在因假设条件存在一定偏差或不及预期而导致的测算结果不准确风险。
- **公开资料信息滞后或更新不及时风险。**研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 9: 健帆生物财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,559	3,203	4,420	5,680	营业收入	2,491	3,194	4,022	5,033
应收票据	18	0	0	0	营业成本	440	673	859	1,090
应收账款	222	248	282	340	税金及附加	35	48	59	74
预付账款	103	10	13	16	销售费用	701	799	1,005	1,253
存货	349	329	266	532	管理费用	138	177	219	269
合同资产	0	0	0	0	研发费用	254	287	362	453
其他流动资产	42	32	40	50	财务费用	-18	-44	-66	-62
流动资产合计	3,293	3,822	5,022	6,619	信用减值损失	2	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-7	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,177	1,514	1,891	2,305	投资收益	11	11	11	11
在建工程	474	574	574	474	其他收益	81	81	81	81
无形资产	100	111	113	114	营业利润	1,029	1,348	1,676	2,048
其他非流动资产	369	375	382	390	营业外收入	1	0	1	2
非流动资产合计	2,120	2,575	2,960	3,283	营业外支出	13	13	25	25
资产合计	5,413	6,396	7,982	9,901	利润总额	1,017	1,335	1,652	2,025
短期借款	317	97	226	335	所得税	136	179	221	270
应付票据	26	10	16	25	净利润	881	1,156	1,431	1,755
应付账款	102	202	260	334	少数股东损益	-9	-11	-14	-17
预收款项	0	4	1	2	归属母公司净利润	890	1,167	1,445	1,772
合同负债	42	57	72	91	NOPLAT	865	1,118	1,374	1,701
其他应付款	78	78	78	78	EPS (按最新股本摊薄)	1.10	1.45	1.79	2.19
一年内到期的非流动负债	5	5	5	5					
其他流动负债	147	175	205	241	主要财务比率				
流动负债合计	717	628	864	1,110	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	50	130	210	成长能力				
应付债券	937	937	937	937	营业收入增长率	-6.9%	28.2%	25.9%	25.1%
其他非流动负债	169	169	169	169	EBIT增长率	-28.4%	29.2%	22.9%	23.8%
非流动负债合计	1,106	1,156	1,236	1,316	归母公司净利润增长率	-25.7%	31.3%	23.8%	22.6%
负债合计	1,823	1,784	2,099	2,426	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,574	4,608	5,892	7,502	毛利率	82.3%	78.9%	78.6%	78.3%
少数股东权益	16	5	-9	-26	净利率	35.4%	36.2%	35.6%	34.9%
所有者权益合计	3,590	4,613	5,882	7,476	ROE	24.8%	25.3%	24.6%	23.7%
负债和股东权益	5,413	6,396	7,982	9,901	ROIC	21.5%	23.4%	22.9%	22.5%
					偿债能力				
					资产负债率	33.7%	27.9%	26.3%	24.5%
					债务权益比	39.8%	27.3%	24.9%	22.1%
					流动比率	4.6	6.1	5.8	6.0
					速动比率	4.1	5.6	5.5	5.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	35	26	24	22
					应付账款周转天数	67	81	97	98
					存货周转天数	223	181	125	132
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.10	1.45	1.79	2.19
					每股经营现金流	1.09	1.82	1.97	2.01
					每股净资产	4.43	5.70	7.29	9.29
					估值比率				
					P/E	28	21	17	14
					P/B	7	5	4	3
					EV/EBITDA	26	21	17	14

来源: 中泰证券研究所

■ 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。