

2022年08月26日

健帆生物 (300529.SZ)

## Q2 收入端显著超预期，公司国际学术地位进一步提升

■事件：公司发布 2022 年半年报，收入端显著超预期。2022H1，公司在学术推广、商业采购等经营活动受疫情显著影响的前提下，实现营业收入 15.54 亿元，同比增长 30.80%，超出了我们的预期；归母净利润 7.48 亿元，同比增长 22.64%；扣非归母净利润 6.99 亿元，同比增长 19.52%，基本符合预期；经营性现金流净额 4.49 亿元，同比下降 8.87%。Q2 单季度，公司实现营业收入 8.57 亿元，同比增长 40.63%；归母净利润 4.13 亿元，同比增长 22.60%；扣非归母净利润 3.76 亿元，同比增长 21.00%；经营性现金流净额 3.21 亿元，同比增长 24.46%。

■肾科、肝病稳步发展，危重症保持快速增长，各领域临床研究有序开展。

(1) 肾科领域：2022 年上半年，公司肾科灌流器产品实现销售收入 10.71 亿，同比增长 34.75%。其中，新规格产品 (HA60、HA100、HA150、KHA80、KHA200) 实现销售收入超过 5300 万元，同比增长 280%。血液透析粉液实现营业收入 3236 万元，同比增长 54%。目前公司肾科产品已覆盖全国 6000 余家二级及以上医院 (根据中国 CNRDS 数据截至 2021 年底全国透析中心数量为 6302 家)，已基本覆盖了国内可以做透析的医院。此外，公司新开发上市 3 款保险产品，慢性肾病专病保险数量达到 10 款，保障范畴覆盖 CKD1 期到终末期慢性肾脏病，可满足患者多样化的保险保障需求，缓解患者经济压力。

(2) 肝病领域：目前公司在肝病领域的相关产品已覆盖 1600 余家医院。公司人工肝远航项目、新生计划在有序推进中。其中远航计划已有 52 家医院通过伦理，45 家医院启动入组 840 余例，DPMAS 组已入组完毕，未来能为肝衰竭血液净化建立更高级别的循证医学证据；新生计划项目已收到全国 103 家医院申报，第一期 14 家医院已通过审批。

(3) 重症领域：2022 年上半年，公司在国内用于危重症领域的产品 (HA330、HA380 和 CA 系列) 共实现销售收入 1.08 亿元，同比增长 64.41%。其中国内 HA380 销售收入 6445 万元，同比增长 254.62%。目前公司危重症领域相关产品已覆盖 1700 余家医院，其中 HA380 已累计覆盖 700 余家。公司 CA 细胞因子吸附柱于 2021 年 12 月正式上市销售，是国内首创的专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，目前首都医科大学附属北京朝阳医院等多家医疗单位计划牵头开展 CA 细胞因子吸附柱上市后临床研究，将来可为

公司快报

证券研究报告

医疗器械

投资评级 买入-A

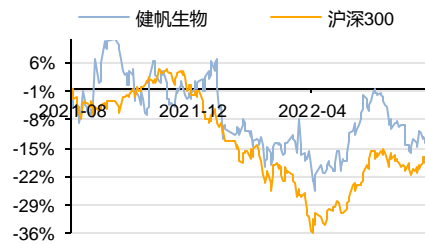
维持评级

6 个月目标价： 52.08 元  
股价 (2022-08-25) 45.01 元

交易数据

总市值 (百万元)	36,255.56
流通市值 (百万元)	23,058.32
总股本 (百万股)	805.50
流通股本 (百万股)	512.29
12 个月价格区间	39.15/58.60 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.05	-3.11	1.03
绝对收益	-6.6	5.93	-13.35

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001  
mashuai@essence.com.cn

相关报告

健帆生物：多中心 RCT 研究成果正式发表于国际权威期刊，全球影响力更上一层楼/马帅	2022-08-17
健帆生物：年报符合预期，血液净化龙头继续走向世界/马帅	2022-04-12
健帆生物：三季报收入端符合预期，肾病业务环比明显改善/马帅	2021-10-27
健帆生物：健帆生物 中报利润端基本符合预期，肾病实现稳定增长/马帅	2021-08-03

临床使用提供大量的循证医学证据。

**(4) 血液净化设备：**2022 年上半年，公司设备类产品（DX-10 血液净化机、血液灌流机、Future F20、红外线治疗仪等）实现销售收入 7371 万元，同比增长 138.19%。公司 DX-10 血液净化机及 JF-800A 血液灌流机入选第五批优秀国产医疗设备产品目录、血液净化设备（Future F20）入选“珠海市科技创新产品”，充分肯定了公司产品的科技含量及质量水准。

■ **多中心 RCT 研究成果正式发表于国际权威期刊，全球影响力更上一层楼。**2022 年 8 月，公司多中心 RCT 研究成果正式发表于国际权威医学杂志《Blood Purification》。此研究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，充分证明了健帆 HA130 血液灌流器在维持性血液透析患者中的安全性和有效性，提供了强有力的 A 类循证医学证据。目前公司系列学术成果已形成一套完整体系，且内容不断丰富，既为血液灌流整体行业/治疗技术的长期发展奠定了坚实的理论根基，同时也为自身建立了极高的学术壁垒。此次研究成果的发表具有划时代的意义，对于血液灌流领域而言，研究填补了该领域的学术空白，同时标志着公司引领的吸附疗法逐渐在国际医学界登堂入室，有望推动血液灌流开启海外发展的新纪元，对于公司自身而言，研究发表将成为公司走向世界舞台的里程碑，象征着血液灌流与公司品牌在国际医学界的声望积累由量变到达质变，为公司未来全球发展铺平道路，助力公司成为全球性的血液净化龙头。

■ **投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 52.08 元。我们预计公司 2022 年-2024 年的收入增速分别为 33.5%、36.7%、30.4%，净利润增速分别为 25.2%、31.8%、30.2%，成长性突出；维持给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 52.08 元，相当于 2022 年 28 倍的动态市盈率。

■ **风险提示：**疫情的不确定性；后续订单的不确定性；公司市场推广不及预期。

摘要(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1950.78	2675.45	3572.71	4885.23	6369.54
净利润	875.24	1196.81	1498.21	1975.13	2571.60
每股收益(元)	1.09	1.49	1.86	2.45	3.19
每股净资产(元)	3.48	4.17	6.53	8.98	12.17

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	41.42	30.29	24.20	18.36	14.10
市净率(倍)	12.92	10.79	6.90	5.01	3.70
净利润率	44.87%	44.73%	41.93%	40.43%	40.37%
净资产收益率	0.27	0.25	0.26	0.25	0.24

股息收益率	1.46%	1.98%	0.00%	0.00%	0.00%
ROIC	124.92%	111.84%	104.33%	103.59%	116.05%

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,950.8	2,675.5	3,572.7	4,885.2	6,369.5	成长性					
减:营业成本	288.0	402.1	580.5	813.3	1,125.1	营业收入增长率	36.2%	37.1%	33.5%	36.7%	30.4%
营业税费	28.7	40.0	50.0	66.0	82.8	营业利润增长率	55.0%	34.5%	26.6%	31.6%	29.8%
销售费用	468.4	598.5	803.9	1,148.0	1,433.1	净利润增长率	53.3%	36.7%	25.2%	31.8%	30.2%
管理费用	119.0	131.0	185.8	244.3	305.7	EBITDA 增长率	48.6%	44.0%	28.7%	32.7%	30.2%
研发费用	80.8	173.8	232.2	317.5	414.0	EBIT 增长率	49.7%	44.3%	29.6%	33.0%	30.4%
财务费用	-27.2	-12.4	-5.3	-5.7	-6.6	NOPLAT 增长率	52.9%	37.4%	27.3%	31.6%	29.8%
资产减值损失	-0.0	-0.1	1.0	0.8	1.0	投资资本增长率	53.5%	36.5%	32.6%	15.9%	13.1%
加:公允价值变动收益	-	0.0	-	-	-	净资产增长率	30.5%	19.4%	56.7%	37.8%	35.6%
投资和汇兑收益	15.2	28.7	35.0	30.0	25.0	利润率					
营业利润	1,054.4	1,417.9	1,794.7	2,361.1	3,064.3	毛利率	85.2%	85.0%	83.8%	83.4%	82.3%
加:营业外净收支	-22.4	-10.7	-9.1	-2.0	1.0	营业利润率	54.0%	53.0%	50.2%	48.3%	48.1%
利润总额	1,031.9	1,407.2	1,785.6	2,359.1	3,065.3	净利润率	44.9%	44.7%	41.9%	40.4%	40.4%
减:所得税	159.0	211.4	267.8	353.9	459.8	EBITDA/营业收入	56.3%	59.1%	57.0%	55.3%	55.2%
净利润	875.2	1,196.8	1,498.2	1,975.1	2,571.6	EBIT/营业收入	54.4%	57.3%	55.6%	54.1%	54.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	110	107	101	82	70
						流动营业资本周转天数	10	19	35	44	45
						流动资产周转天数	327	339	365	379	425
						应收帐款周转天数	32	30	48	50	50
						存货周转天数	20	21	23	22	24
						总资产周转天数	527	540	539	507	529
						投资资本周转天数	163	170	171	154	135
						投资回报率					
						ROE	31.2%	35.6%	28.5%	27.3%	26.2%
						ROA	27.1%	24.9%	25.8%	25.5%	24.1%
						ROIC	124.9%	111.8%	104.3%	103.6%	116.1%
						费用率					
						销售费用率	24.0%	22.4%	22.5%	23.5%	22.5%
						管理费用率	6.1%	4.9%	5.2%	5.0%	4.8%
						研发费用率	4.14%	6.50%	4.00%	4.00%	4.00%
						财务费用率	-1.4%	-0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
						四费/营业收入	32.86%	33.30%	31.05%	30.58%	29.90%
						偿债能力					
						资产负债率	11.9%	29.7%	9.9%	7.2%	8.5%
						负债权益比	13.5%	42.2%	10.9%	7.8%	9.3%
						流动比率	6.01	7.91	8.07	12.26	10.56
						速动比率	5.64	7.40	7.58	11.55	9.98
						利息保障倍数	-39.10	-123.23	-375.19	-463.89	-525.73
						分红指标					
						DPS(元)	0.66	0.89	-	-	-
						分红比率	60.7%	59.9%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	1.5%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 资产负债表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,575.0	2,319.4	3,028.4	4,757.0	7,048.6
交易性金融资产	-	150.0	150.0	150.0	150.0
应收帐款	177.2	275.4	677.3	679.7	1,089.6
应收票据	48.4	39.0	14.5	53.8	38.4
预付帐款	50.4	63.1	33.6	88.4	80.4
存货	120.7	196.5	254.9	355.1	488.8
其他流动资产	14.9	12.1	33.7	21.2	26.4
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	30.0	60.0	110.0
投资性房地产	-	-	50.0	20.0	40.0
固定资产	642.8	951.1	1,055.5	1,170.3	1,294.1
在建工程	262.7	301.2	301.2	301.2	301.2
无形资产	89.9	101.3	97.6	93.9	90.2
其他非流动资产	234.7	400.9	154.1	123.1	72.1
资产总额	3,216.7	4,810.1	5,880.8	7,873.4	10,829.8
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	141.7	170.8	405.9	386.5	714.8
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	189.1	215.5	113.9	111.5	130.1
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	52.2	1,040.2	60.0	70.0	75.0
负债总额	383.1	1,426.5	579.8	567.9	919.9
少数股东权益	26.8	24.8	43.3	72.7	105.5
股本	799.1	805.5	805.5	805.5	805.5
留存收益	2,018.1	2,954.0	4,452.2	6,427.4	8,999.0
股东权益	2,833.6	3,383.6	5,301.1	7,305.5	9,909.9

## 现金流量表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	873.0	1,195.8	1,498.2	1,975.1	2,571.6
加:折旧和摊销	38.9	53.9	49.2	59.0	69.9
资产减值准备	1.9	6.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-0.0	-	-	-
财务费用	0.0	8.9	-5.3	-5.7	-6.6
投资损失	-15.2	-28.7	-35.0	-30.0	-25.0
少数股东损益	-2.2	-1.0	19.5	30.1	33.9
营运资金的变动	116.7	-17.2	-157.1	-194.9	-172.6
经营活动产生现金流量	957.5	1,249.4	1,369.5	1,833.6	2,471.2
投资活动产生现金流量	-341.1	-670.2	-165.0	-110.0	-185.0
融资活动产生现金流量	-313.0	165.2	-495.6	4.9	5.5

## 业绩和估值指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS(元)	1.09	1.49	1.86	2.45	3.19
BVPS(元)	3.48	4.17	6.53	8.98	12.17
PE(X)	41.4	30.3	24.2	18.4	14.1
PB(X)	12.9	10.8	6.9	5.0	3.7
P/FCF	72.1	21.2	295.0	21.7	15.9
P/S	18.6	13.6	10.1	7.4	5.7
EV/EBITDA	47.7	25.9	16.2	11.6	8.2
CAGR(%)	31.9%	29.6%	38.7%	31.9%	29.6%
PEG	1.3	1.0	0.6	0.6	0.5
ROIC/WACC					
REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 个月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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 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。

## ■ 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。

## ■ 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，需在允许的范围内使用，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 119 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