

健帆生物（300529）/医疗器械

证券研究报告/公司点评

2022年10月27日

**评级：买入（维持）**

市场价格：49.50

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

电话：021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

联系人：于佳喜

Email: yujx@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	808
流通股本(百万股)	515
市价(元)	49.50
市值(百万元)	39,984
流通市值(百万元)	25,475

### 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

### 公司盈利预测及估值

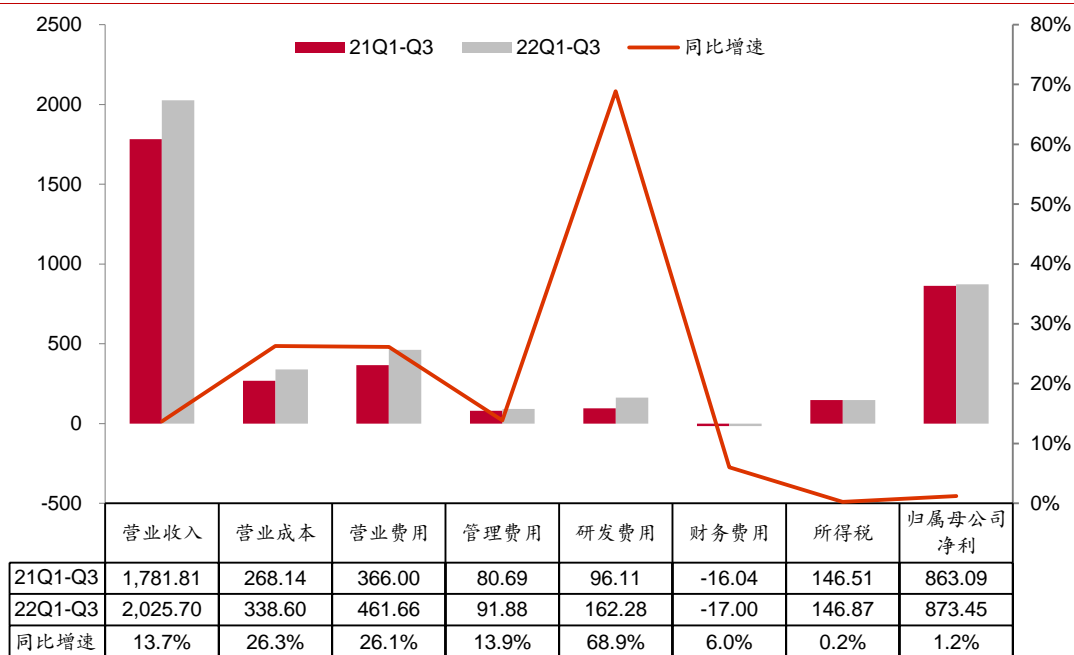
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,951	2,675	3,112	4,239	5,556
增长率 yoy%	36%	37%	16%	36%	31%
净利润（百万元）	875	1,197	1,257	1,703	2,201
增长率 yoy%	53%	37%	5%	36%	29%
每股收益（元）	1.08	1.48	1.56	2.11	2.72
每股现金流量	1.19	1.55	1.82	2.11	2.60
P/E	31%	35%	28%	28%	27%
PEG	45.7	33.4	31.8	23.5	18.2
P/B	14.2	11.9	9.0	6.7	5.0

备注：股价信息截止至 2022 年 10 月 27 日

### 投资要点

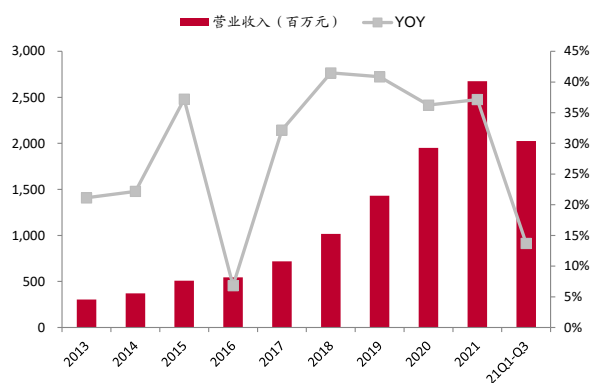
- **事件：公司发布 2022 年三季报，22 公司实现营业收入 20.26 亿元，同比增长 13.7%；归母净利润 8.73 亿元，同比增长 1.2%；扣非归母净利润 8.19 亿元，同比增长 0.44%。**
- **分季度来看：公司 2022 年单三季度实现营业收入 4.71 亿元，同比下降 20.58%；实现归母净利润 1.25 亿元，同比下降 48.43%；实现扣非归母净利润 1.20 亿元，同比下降 47.86%。**公司单季度收入、利润增速下滑，我们认为主要受几方面原因：1、三季度新冠疫情持续反复，尤其是四川、贵州、广东等核心地区的反复爆发，对肾科、肝病病人的正常诊疗活动造成一定影响。2、疫情干扰医院回款周期较长，下游经销商资金较为紧张，拿货、供货积极性有所下降。3、公司坚持营销改革，逐渐进入深水期，激励办法、考核方式等持续改进，影响了短期销售业绩。
- **期间费用投入增大+产品结构变化，短期盈利能力略有波动。**2022Q1-Q3 公司持续坚持营销改革，加大研发、推广投入力度，同时透析粉液等低毛利产品占比有所提升，利润率略有波动。2022Q1-Q3 销售费用率 22.79%，同比提升 2.25pp，管理费用率 4.54%，同比提升 0.01pp，财务费用率-0.84%，同比提升 0.06pp，研发费用率 8.01%，同比提升 2.62pp。利润率方面，2022Q1-Q3 公司毛利率为 83.28%，同比下降 1.67pp；净利率 42.90%，同比下降 5.48pp。
- **Q3 年研发投入增速超 39%，重症、感染、急诊等更多创新应用产品有望驱动快速增长。**2022 年三季度，公司研发投入 0.62 亿元，同比增长 38.99%，占公司营业总收入的 13.25%。公司高度重视研发创新，多款新型的吸附柱、灌流器快速推进，未来有望凭借丰富全面的灌流产品组合不断拓宽科室应用场景，实现在感染、急诊、重症等多学科、多领域的应用，复制肾病灌流的业务模式持续快速发展。
- **盈利预测与投资建议：根据三季报数据，我们调整盈利预测，预计疫情扰动可能影响短期入院销售，预计 2022-2024 年公司收入 31.12、42.39、55.56 亿元（调整前 35.47、48.17、62.89 亿元），同比增长 16%、36%、31%；归母净利润 12.57、17.03、22.01 亿元（调整前 15.72、21.11、27.28 亿元），同比增长 5%、36%、29%；对应 EPS 为 1.56、2.11、2.60 元。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为公司带来持续业绩增量，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。**

图表 1: 健帆生物主要财务指标变化 (百万元)



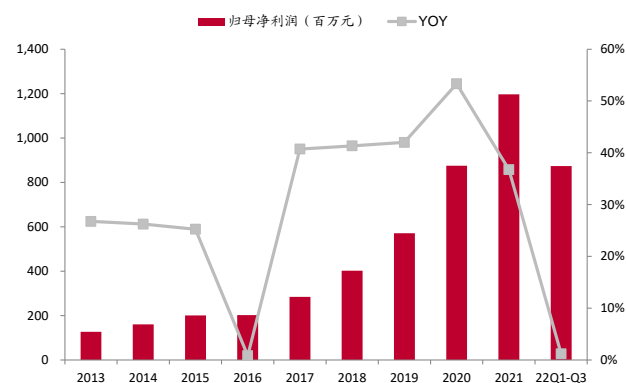
来源: wind, 中泰证券研究所

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)



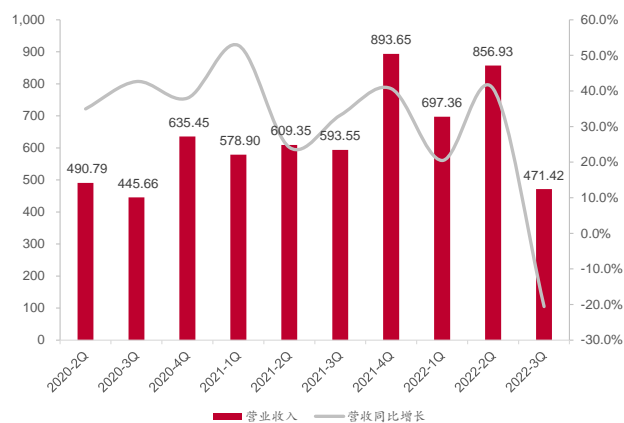
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 健帆生物分季度财务数据 (百万元)

	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q
营业收入	490.79	445.66	635.45	578.90	609.35	593.55	893.65	697.36	856.93
营收同比增长	34.95%	42.64%	37.98%	52.79%	24.16%	33.18%	40.63%	20.46%	40.63%
营收环比增长	29.54%	-9.20%	42.59%	-8.90%	5.26%	-2.59%	50.56%	-21.96%	22.88%
营业成本	71.19	60.46	102.27	85.52	89.49	93.12	133.93	108.06	143.83
营业费用	102.39	128.52	168.91	113.03	106.26	146.71	232.49	124.43	179.95
管理费用	26.52	25.51	43.57	27.19	19.58	33.91	50.28	29.11	33.58
财务费用	-6.31	-5.95	-6.03	-4.00	-9.50	-1.76	3.6	0.96	-14.46
营业利润	302.70	221.30	302.97	334.72	396.65	282.6	403.95	393.77	486.29
利润总额	301.37	220.66	293.78	334.48	394.76	279.35	398.64	393.16	484.03
所得税	45.94	34.21	46.50	51.69	58.49	36.33	64.86	58.77	72.41
归母净利润	256.20	186.78	247.83	283.31	336.83	242.94	333.73	335.21	412.95
归母净利润同比	45.42%	66.54%	62.08%	53.62%	31.47%	30.07%	34.66%	18.32%	22.60%

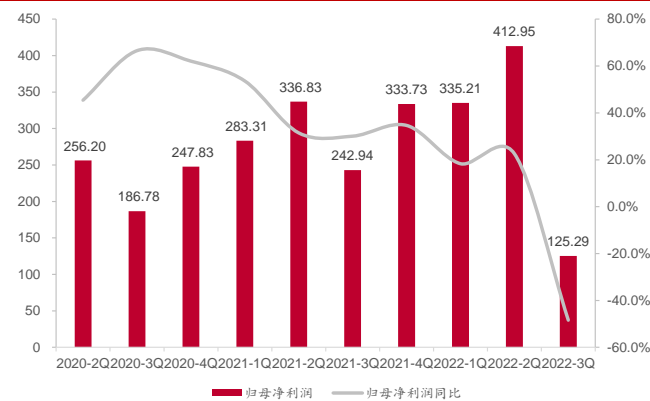
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 健帆生物分季度营业收入变化 (百万元)

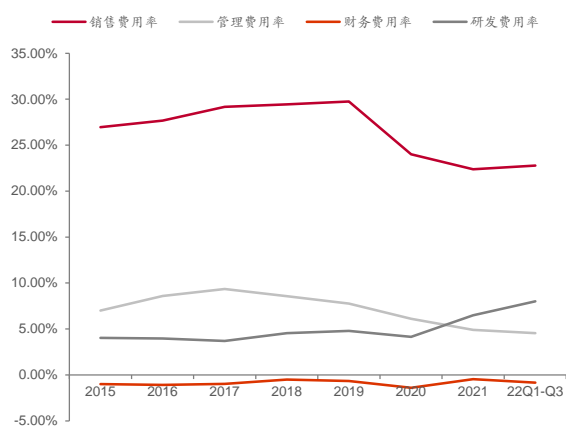


来源: wind, 中泰证券研究所

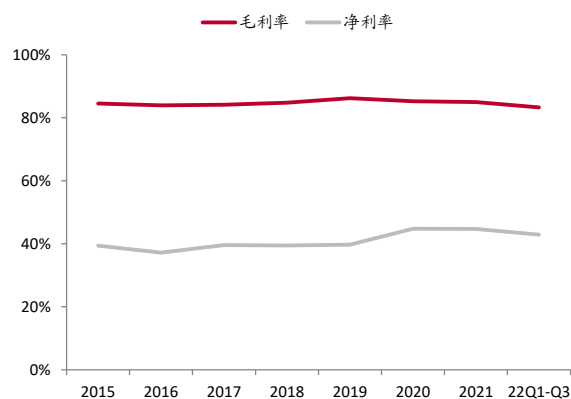
图表 6: 健帆生物分季度归母净利润变化 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 7: 健帆生物费用率持续稳定**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 8: 健帆生物保持良好的盈利能力**


来源: wind, 中泰证券研究所

## 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				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,319	3,312	4,653	6,415	营业收入	2,675	3,112	4,239	5,556
应收票据	39	0	0	0	营业成本	402	521	726	968
应收账款	269	288	358	453	税金及附加	40	50	65	85
预付账款	63	8	11	15	销售费用	598	747	1,013	1,322
存货	197	208	225	369	管理费用	131	187	220	278
合同资产	0	0	0	0	研发费用	174	249	339	444
其他流动资产	168	181	192	206	财务费用	-12	-48	-69	-70
流动资产合计	3,056	3,997	5,440	7,458	信用减值损失	-6	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	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	951	1,306	1,701	2,134	投资收益	29	29	29	29
在建工程	301	401	401	301	其他收益	52	52	52	52
无形资产	101	112	128	136	营业利润	1,418	1,489	2,026	2,610
其他非流动资产	401	404	409	413	营业外收入	0	0	1	2
非流动资产合计	1,754	2,224	2,639	2,983	营业外支出	11	11	25	25
<b>资产合计</b>	<b>4,810</b>	<b>6,220</b>	<b>8,079</b>	<b>10,441</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,407</b>	<b>1,478</b>	<b>2,002</b>	<b>2,587</b>
短期借款	0	97	226	335	所得税	211	222	300	388
应付票据	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>1,196</b>	<b>1,256</b>	<b>1,702</b>	<b>2,199</b>
应付账款	61	156	220	296	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
预收款项	0	6	8	5	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,197</b>	<b>1,257</b>	<b>1,703</b>	<b>2,201</b>
合同负债	21	56	76	100	NOPLAT	1,185	1,215	1,643	2,139
其他应付款	110	110	110	110	<b>EPS (按最新股本摊薄)</b>	<b>1.48</b>	<b>1.56</b>	<b>2.11</b>	<b>2.72</b>
一年内到期的非流动负债	3	3	3	3					
其他流动负债	192	228	251	289	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	386	656	894	1,139	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	0	50	130	210	<b>成长能力</b>				
应付债券	897	897	897	897	营业收入增长率	37.1%	16.3%	36.2%	31.1%
其他非流动负债	143	143	143	143	EBIT增长率	38.8%	2.5%	35.3%	30.2%
非流动负债合计	1,040	1,090	1,170	1,250	归母公司净利润增长率	36.7%	5.0%	35.5%	29.2%
<b>负债合计</b>	<b>1,426</b>	<b>1,746</b>	<b>2,064</b>	<b>2,389</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	3,359	4,450	5,992	8,032	毛利率	85.0%	83.3%	82.9%	82.6%
少数股东权益	25	24	22	21	净利率	44.7%	40.4%	40.1%	39.6%
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,384</b>	<b>4,474</b>	<b>6,015</b>	<b>8,052</b>	ROE	35.4%	28.1%	28.3%	27.3%
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,810</b>	<b>6,220</b>	<b>8,079</b>	<b>10,441</b>	ROIC	35.9%	28.0%	28.4%	27.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	29.7%	28.1%	25.6%	22.9%
					债务权益比	30.8%	26.6%	23.3%	19.7%
					流动比率	7.9	6.1	6.1	6.6
					速动比率	7.4	5.8	5.8	6.2
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	29	32	27	26
					应付账款周转天数	50	75	93	96
					存货周转天数	142	140	107	110
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.48	1.56	2.11	2.72
					每股经营现金流	1.55	1.83	2.12	2.61
					每股净资产	4.17	5.52	7.44	9.97
					<b>估值比率</b>				
					P/E	33	32	23	18
					P/B	12	9	7	5
					EV/EBITDA	25	24	18	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。但本公司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, 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。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。