

健帆生物 (300529.SZ)

肾病业务维持快速增长,肝病业务逐步恢复

核心观点:

- **公司 2020Q2 收入及归母净利润环比加速。**公司公告 2020 年中报: 2020H1 营收 8.7 亿元 (YoY+32%), 归母净利润 4.4 亿元 (YoY+44%), 扣非归母净利润 4.2 亿元 (YoY+53%), 2020Q2 单季度营收 4.9 亿元 (YoY+35%), 归母净利润 2.6 亿元 (YoY+45%), 扣非归母净利润 2.3 亿元 (YoY+51%), 2020Q2 收入及归母净利润环比加速。
- **肾病业务维持快速增长,肝病业务逐步恢复。**2020H1 公司 HA130 血液灌流器销售收入为 5.94 亿元, 同比增长 33%, 血液灌流需求刚性, 基本未收到疫情影响。2020H1 公司主要肝病产品 BS330 血液灌流器销售收入为 0.34 亿元, 同比增长 15%, HA330 产品销售收入 0.54 亿元, 同比增长 31%, 肝病业务下半年有望实现加速增长。公司肾病业务及肝病业务学术推广逐步深入(肾病业务约 1000 人灌流频次已提高到每周一次), 公司业绩有望保持快速增长。
- **期间费用控制良好。**2020Q2 单季度公司销售费用率 21%, 同比下降约 4pct, 管理费用率 5%, 同比下降约 1pct, 研发费用率 4%, 同比下降约 0.7pct, 公司二季度学术推广已逐步恢复, 举办多场线上学术推广活动, 整体上费用控制良好。
- **预计 20-22 年 EPS 分别为 1.05 元/股、1.36 元/股、1.74 元/股。**我们预计公司在学术推广持续推进下, 整体业绩有望维持高速增长, 考虑到 2020 年下半年公司肝病业务增长加速, 肾病业务启动疗程化推广项目, 略上调盈利预测。对应当前市值, 20-22 年 PE 估值分别为 68X/52X/41X, 参考可比公司平均估值水平, 上调公司合理估值, 给予公司 2020 年 80 倍 PE, 合理价值 84.16 元/股, 给予“买入”评级。
- **风险提示。**一次性灌流器招标降价超预期; 学术推广不及预期; 产品竞争加剧的风险。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,017	1,432	1,903	2,539	3,366
增长率 (%)	41.5	40.9	32.9	33.4	32.6
EBITDA (百万元)	433	637	905	1,166	1,492
归母净利润 (百万元)	402	571	840	1,087	1,394
增长率 (%)	41.3	42.0	47.2	29.4	28.2
EPS (元/股)	0.96	1.36	1.05	1.36	1.74
市盈率 (P/E)	43.08	52.69	67.69	52.32	40.81
ROE (%)	23.7	26.6	27.0	28.1	28.9
EV/EBITDA	37.51	45.22	60.64	46.58	35.87

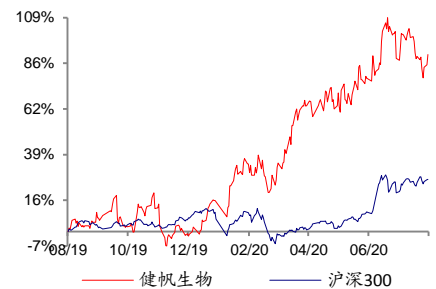
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	71.19 元
合理价值	84.16 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-26

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

相关研究:

- 健帆生物 (300529.SZ): 循证 2020-04-16
证据积累叠加激励落地, 业绩有望保持高速增长
- 健帆生物 (300529.SZ): 灌流 2020-04-03
器加速增长, 肝病市场潜力逐渐开发
- 健帆生物 (300529.SZ): Q4 2020-01-16
业绩高增长恢复, 股票期权激励落地保障持续快速成长

联系人:

李东升

lidongsheng@gf.com.cn

公司主营业务主要为血液灌流使用的灌流器、灌流机及血液净化机等，产品主要包括：一次性使用血液灌流器（HA130）、一次性使用血浆胆红素吸附器（BS330）、灌流机、DX-10 血液净化机及其他业务。对未来 3 年公司盈利预测主要基于以下核心假设：

（1）一次性使用血液灌流器：主要包括用于尿毒症血透患者血液灌流的 HA130，2018 年国内血液透析患者约 58 万人，新增 12.5 万人患者。国内实际尿毒症患者人数已接近 300 万人（健帆生物半年报披露行业调研数据），且未来 3-5 年有望以 15% 左右复合增速持续增长，公司产品目前在尿毒症患者中渗透率较低。同时目前治疗频次约 1 个月一次，公司逐步开始推广“疗程化推广”项目，预计治疗频次有望提高。预计该产品 2020-2022 年收入增速为 33.0%、32.9%和 32.3%，毛利率略下滑，未来 3 年毛利率预计分别为 88.0%、87.5%和 87.0%；

（2）一次性使用血浆胆红素吸附器：BS330 主要用于肝衰竭患者，在双重血浆分子吸附系统（DPMAS）技术进入中华医学会《非生物型人工肝治疗肝衰竭指南》、《肝衰竭诊治指南》和《肝硬化肝性脑病诊治指南》，公司通过“一市一中心”项目逐步开展学术推广背景下，有望保持快速增长（今年略受到疫情影响，下半年增速加快），预计该产品 2020-2022 年收入增速为 30.0%、45.0%和 40.0%，毛利率略下滑，未来 3 年毛利率预计分别为 88.5%、88.0%和 87.5%；

（3）灌流机：公司 JF-800A 血液灌流机是为临床血液净化提供体外循环动力及安全监测的医疗设备。临床上用于毒物、药物中毒、危重症、脓毒症、免疫相关疾病等领域的血液灌流和免疫吸附治疗。预计 2020-2022 年增速分别为 20%、25%和 20%，毛利率因价格下降略下滑，2020-2022 年毛利率预计分别为 54.8%、54.6%和 54.4%；

（4）DX-10 型血液净化机：公司 DX-10 型血液净化机可用于目前临床上常用的血液净化组合治疗方式，预计 2020-2022 年增速分别为 30%、30%和 20%，毛利率因价格降低略下降，预计 2020-2022 年毛利率分别为 49.8%、49.6%和 49.4%；

（5）其他：主要包括透析粉液等产品，近年增速较为平稳，预计 2020-2022 年增速分别为 20%、30%和 30%，毛利率略下降，预计分别为 52.8%、52.6%和 52.4%。

期间费用率：2020 年公司因疫情影响，公司销售人员出差减少，增加网上学术推广，销售费用率有所下降，2021 年、2022 年销售费用率逐步恢复，销售费用率 2020-2022 年预计分别为 27%、28%和 29%，管理费用率在规模效应下，逐步小幅下降，预计 2020-2022 年分别为 7.0%、6.5%和 6.0%，公司逐步加大研发投入，研发费用率呈现上升趋势，预计分别为 5.0%、5.5%和 6.0%。

基于以上核心假设，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 19.03 亿元，25.39 亿元和 33.66 亿元，增速分别为 32.9%、33.4%和 32.6%，归母净利润分别为 8.40 亿元，10.87 亿元和 13.94 亿元，增速分别为 47.2%、29.4%和 28.2%，对应当前市值，PE 估值分别为 68X/52X/41X。公司是国内血液灌流器械龙头，预计公司在学术推广持续推进下，整体业绩有望维持高速增长，考虑到 2020 年下半年公司肝病业务增长加速，肾病业务启动疗程化推广项目，略上调盈利预测。参考可比公司平均估值水平，上调公司合理估值，给予公司 2020 年 80 倍 PE，合理价值 84.16 元/股，给予“买入”评级。

表1: 健帆生物收入拆分和盈利预测 (单位: 百万元)

年份	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,016.51	1,431.82	1,903.42	2,538.72	3,366.12
增速	41.5%	40.9%	32.9%	33.4%	32.6%
一次性使用血液灌流器	924.84	1,298.04	1,726.48	2,294.68	3,036.93
增速	39.2%	40.4%	33.0%	32.9%	32.3%
一次性使用血浆胆红素吸附器	44.78	73.28	95.27	138.14	193.39
增速	74.2%	63.6%	30.0%	45.0%	40.0%
灌流机	5.21	4.64	5.57	6.96	8.36
增速	34.1%	-10.9%	20.0%	25.0%	20.0%
DX-10血液净化机	8.42	6.98	9.08	11.80	14.17
增速	84.9%	-17.0%	30.0%	30.0%	20.0%
其他	41.68	55.85	67.03	87.13	113.27
增速	91.8%	34.0%	20.0%	30.0%	30.0%

数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

表2: 可比公司估值 (20200826)

证券代码	证券简称	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				对应 PE 估值			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300595.SZ	欧普康视	394.52	3.07	3.89	5.22	6.86	128.51	101.42	75.58	57.51
300357.SZ	我武生物	308.50	2.98	3.46	4.64	6.05	103.52	89.16	66.49	50.99
300529.SZ	健帆生物	568.89	5.71	8.40	10.87	13.94	52.69	67.69	52.32	40.81

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 *欧普康视、我武生物归母净利润来源于 Wind 一致预期

风险提示。 一次性灌流器招标降价超预期; 学术推广不及预期; 产品竞争加剧的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,305	1,560	2,359	3,026	3,946	经营活动现金流	384	583	830	1,055	1,340
货币资金	1,081	1,272	2,022	2,580	3,362	净利润	401	569	838	1,084	1,390
应收及预付	158	185	235	308	401	折旧摊销	22	31	30	35	41
存货	61	92	95	129	172	营运资金变动	1	18	11	-1	-8
其他流动资产	5	11	7	8	11	其它	-40	-34	-49	-64	-82
非流动资产	747	935	1,159	1,354	1,522	投资活动现金流	-255	-197	-161	-106	-58
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-174	-221	-210	-170	-140
固定资产	428	548	634	742	862	投资变动	-120	-11	0	0	0
在建工程	30	92	222	302	342	其他	39	35	49	64	82
无形资产	47	48	56	64	71	筹资活动现金流	-115	-195	80	-390	-500
其他长期资产	242	247	247	247	247	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	2,052	2,495	3,518	4,380	5,468	股权融资	41	61	380	0	0
流动负债	279	263	323	431	561	其他	-155	-256	-300	-390	-500
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	15	191	750	559	782
应付及预收	32	41	52	72	97	期初现金余额	1,061	1,076	1,272	2,022	2,580
其他流动负债	247	222	271	359	464	期末现金余额	1,076	1,267	2,022	2,580	3,362
非流动负债	51	61	61	61	61						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	51	61	61	61	61						
负债合计	330	324	385	492	622						
股本	417	419	799	799	799						
资本公积	535	606	606	606	606						
留存收益	853	1,173	1,758	2,515	3,478						
归属母公司股东权益	1,698	2,142	3,108	3,865	4,828						
少数股东权益	23	28	26	23	18						
负债和股东权益	2,052	2,495	3,518	4,380	5,468						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,017	1,432	1,903	2,539	3,366
营业成本	154	197	257	354	484
营业税金及附加	19	23	30	39	50
销售费用	299	426	514	711	976
管理费用	87	111	133	165	202
研发费用	46	68	95	140	202
财务费用	-5	-10	-25	-35	-45
资产减值损失	-2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	39	35	49	64	82
营业利润	476	680	988	1,278	1,637
营业外收支	-3	-9	0	0	0
利润总额	473	671	988	1,278	1,637
所得税	72	103	150	194	247
净利润	401	569	838	1,084	1,390
少数股东损益	-1	-2	-2	-3	-4
归属母公司净利润	402	571	840	1,087	1,394
EBITDA	433	637	905	1,166	1,492
EPS (元)	0.96	1.36	1.05	1.36	1.74

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	41.5%	40.9%	32.9%	33.4%	32.6%
营业利润增长	43.6%	42.8%	45.3%	29.3%	28.1%
归母净利润增长	41.3%	42.0%	47.2%	29.4%	28.2%
获利能力					
毛利率	84.8%	86.2%	86.5%	86.1%	85.6%
净利率	39.4%	39.7%	44.0%	42.7%	41.3%
ROE	23.7%	26.6%	27.0%	28.1%	28.9%
ROIC	20.2%	23.7%	23.7%	24.7%	25.4%
偿债能力					
资产负债率	16.1%	13.0%	10.9%	11.2%	11.4%
净负债比率	19.2%	14.9%	12.3%	12.7%	12.8%
流动比率	4.68	5.94	7.30	7.02	7.04
速动比率	4.39	5.49	6.91	6.62	6.62
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.57	0.54	0.58	0.62
应收账款周转率	7.99	9.05	9.61	9.86	10.14
存货周转率	16.62	15.51	20.04	19.69	19.53
每股指标 (元)					
每股收益	0.96	1.36	1.05	1.36	1.74
每股经营现金流	0.92	1.39	1.04	1.32	1.68
每股净资产	4.07	5.12	3.89	4.84	6.04
估值比率					
P/E	43.08	52.69	67.69	52.32	40.81
P/B	10.20	14.04	18.31	14.72	11.78
EV/EBITDA	37.51	45.22	60.64	46.58	35.87

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：资深分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 漆经纬：资深分析师，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年5月进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：研究助理，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 李东升：研究助理，上海交通大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：研究助理，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。