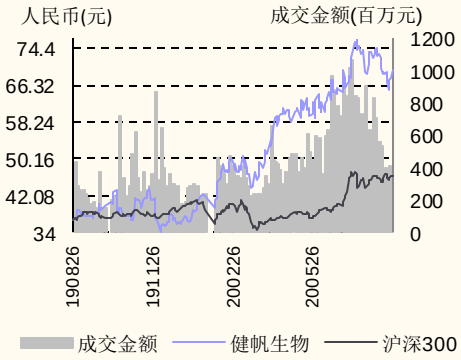
健帆生物 (300529.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：69.70 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.99
已上市流通 A 股(亿股)	4.61
总市值(亿元)	556.98
年内股价最高最低(元)	74.54/65.35
沪深 300 指数	4762
创业板指	2702



相关报告

1.《半年报维持高增长，血液灌流刚需凸显-健帆生物半年报预告点评》，2020.7.8

2.《Q1 业绩超预期，Q2 有望继续高增长-健帆生物一季报点评》，2020.4.16

3.《业绩持续高增长 业务和产品不断丰富-健帆生物公司点评》，2020.4.2

4.《快报高增长符合预期 Q4 增速迅速恢复-健帆生物公司点评》，2020.2.6

5.《三季度销售较低 未来有望恢复-健帆生物公司点评》，2019.10.30

杨芳 联系人
yangfang1@gjzq.com.cn

(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

肾病肝病新冠三线放量，销售费用比例下行

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.963	1.363	0.971	1.323	1.812
每股净资产(元)	4.07	5.12	6.37	7.89	9.96
每股经营性现金流(元)	0.92	1.39	1.94	2.58	3.55
市盈率(倍)	43.08	52.69	70.18	51.55	37.61
净利润增长率(%)	41.34%	42.00%	35.97%	36.16%	37.04%
净资产收益率(%)	23.67%	26.64%	29.09%	32.01%	34.72%
总股本(百万股)	417.28	418.66	799.11	799.11	799.11

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2020 1H 公司实现营收 8.70 亿元，同比增长 32.0%；归母净利润 4.41 亿元，同比增长 44.1%；扣非后归母净利润 4.17 亿元，同比增长 53.2%。
- 2020 Q2 公司实现营收 4.91 亿元，同比增长 35.0%；归母净利润 2.56 亿元，同比增长 45.4%；扣非后归母净利润 2.28 亿元，同比增长 51.4%。业绩符合预期。

经营分析

- **血液灌流需求刚性，报告期维持销售稳定增长。**上半年公司一次性使用血液灌流器产品实现销售收入 7.89 亿元，占公司主营业务收入的比例为 90.8%，同比增长 31.1%。肾病领域公司产品已覆盖全国超过 5300 余家大中型医院，HA130 血液灌流器上半年实现销售收入 5.94 亿元，同比增长 33.5%。自 2019 年起公司专项对上述两个 RCT 成果开展推广活动，其中 2020 上半年开展 31 场。此外 2020 年公司展开肾科线上活动推广共 400 余场，2020 年 6 月公司启动“疗程化推广”项目；目前在全国范围内已累计开发疗程化（每周一次）灌流患者 1000 多名。
- 肝病领域公司产品已覆盖 900 余家三级医院，共有 138 家医院参与了公司支持的全国人工肝“一市一中心”项目。BS330 血液灌流器上半年实现销售收入 3364 万元，同比增长 14.8%。
- 公司的产品在抗击重型、危重型新冠肺炎上也有显著疗效，HA330、HA380 等血液灌流器大放光彩，分别实现收入 5356 万元、231 万元，同比增长 31.2%、123.2%。公司血液吸附技术先后被多个国家纳入各级别卫生机构的新冠治疗指南及临床运用中，报告期内公司境外市场实现销售收入 1770 万元，同比增长 106.0%；2020 年 7 月实现海外销售收入 682 万元，同比增长 160.3%。
- 因公司营收快速增长及疫情对公司营销模式产生影响，销售费用率 19.7%（去年同期 24.3%）有所下行；管理费用率 5.7%略有下降。

盈利调整与投资建议

- 公司在血液灌流领域已建立较高竞争壁垒，并积极开拓完善透析业务布局，协同发展。我们预计 2020-2022 年公司实现归母净利润分别为 7.76、10.57、14.48 亿元，同比增长 36%、36%、37%，维持“买入”评级。

风险提示

可转债发行不确定性；血液净化行业的整体监管风险；产品结构相对单一的风险；医保降价风险；股东减持风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**718**	**1,017**	**1,432**	**2,035**	**2,781**	**3,830**
增长率		41.5%	40.9%	42.1%	36.7%	37.7%
主营业务成本	-114	-154	-197	-296	-390	-518
%销售收入	15.9%	15.2%	13.8%	14.6%	14.0%	13.5%
毛利	605	862	1,234	1,738	2,391	3,313
%销售收入	84.1%	84.8%	86.2%	85.4%	86.0%	86.5%
营业税金及附加	-15	-19	-23	-32	-43	-59
%销售收入	2.0%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%
销售费用	-210	-299	-426	-610	-834	-1,149
%销售收入	29.2%	29.4%	29.7%	30.0%	30.0%	30.0%
管理费用	-94	-87	-111	-163	-222	-306
%销售收入	13.1%	8.6%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%
研发费用	0	-46	-68	-98	-136	-195
%销售收入	0.0%	4.5%	4.8%	4.8%	4.9%	5.1%
息税前利润（EBIT）	287	411	606	835	1,155	1,603
%销售收入	39.9%	40.4%	42.3%	41.1%	41.5%	41.9%
财务费用	7	5	10	22	28	37
%销售收入	-1.0%	-0.5%	-0.7%	-1.1%	-1.0%	-1.0%
资产减值损失	0	-2	0	-2	-3	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	30	39	35	35	37	39
%税前利润	8.9%	8.2%	5.2%	3.8%	3.0%	2.3%
营业利润	332	476	680	922	1,252	1,713
营业利润率	46.2%	46.9%	47.5%	45.3%	45.0%	44.7%
营业外收支	8	-3	-9	-9	-9	-9
税前利润	340	473	671	913	1,243	1,704
利润率	47.3%	46.5%	46.9%	44.9%	44.7%	44.5%
所得税	-56	-72	-103	-140	-190	-261
所得税率	16.4%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
净利润	284	401	569	773	1,053	1,443
少数股东损益	0	-1	-2	-3	-4	-5
归属于母公司的净利润	**284**	**402**	**571**	**776**	**1,057**	**1,448**
净利率	39.6%	39.5%	39.9%	38.1%	38.0%	37.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	284	401	569	773	1,053	1,443
少数股东损益	0	-1	-2	-3	-4	-5
非现金支出	16	24	31	40	50	62
非经营收益	-31	-41	-36	-29	-30	-31
营运资金变动	34	1	18	29	7	13
经营活动现金净流	**304**	**384**	**582**	**814**	**1,080**	**1,487**
资本开支	-178	-174	-221	-207	-227	-285
投资	88	-120	-11	0	0	0
其他	30	39	35	35	37	39
投资活动现金净流	**-59**	**-255**	**-197**	**-172**	**-190**	**-246**
股权募资	139	41	61	60	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-83	-155	-256	-310	-423	-579
筹资活动现金净流	**56**	**-115**	**-195**	**-251**	**-423**	**-579**
现金净流量	**301**	**15**	**189**	**391**	**467**	**662**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,062	1,081	1,272	1,663	2,130	2,792
应收款项	109	142	170	233	317	436
存货	45	61	92	118	153	200
其他流动资产	15	21	26	35	47	62
流动资产	1,231	1,305	1,560	2,049	2,647	3,489
%总资产	72.3%	63.6%	62.5%	65.2%	67.7%	70.2%
长期投资	0	91	101	101	101	101
固定资产	326	458	640	752	906	1,097
%总资产	19.1%	22.3%	25.6%	23.9%	23.1%	22.1%
无形资产	52	94	107	130	145	167
非流动资产	472	747	935	1,095	1,265	1,480
%总资产	27.7%	36.4%	37.5%	34.8%	32.3%	29.8%
资产总计	**1,702**	**2,052**	**2,495**	**3,144**	**3,912**	**4,969**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	199	183	156	246	329	446
其他流动负债	71	96	107	145	200	276
流动负债	270	279	263	390	528	721
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	41	51	61	61	61	61
负债	**311**	**330**	**324**	**451**	**589**	**782**
普通股股东权益	**1,391**	**1,698**	**2,142**	**2,668**	**3,302**	**4,171**
其中：股本	417	417	419	419	419	419
未分配利润	482	697	959	1,424	2,058	2,927
少数股东权益	0	23	28	25	21	16
负债股东权益合计	**1,702**	**2,052**	**2,495**	**3,144**	**3,912**	**4,969**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.683	0.963	1.363	0.971	1.323	1.812
每股净资产	3.339	4.070	5.117	6.372	7.887	9.962
每股经营现金净流	0.730	0.920	1.389	1.944	2.580	3.553
每股股利	0.350	0.600	0.900	0.742	1.010	1.384
回报率						
净资产收益率	20.45%	23.67%	26.64%	29.09%	32.01%	34.72%
总资产收益率	16.71%	19.59%	22.88%	24.69%	27.02%	29.15%
投入资本收益率	17.22%	20.21%	23.65%	26.27%	29.43%	32.43%
增长率						
主营业务收入增长率	32.16%	41.48%	40.86%	42.10%	36.68%	37.73%
EBIT增长率	26.12%	43.33%	47.60%	37.79%	38.24%	38.85%
净利润增长率	40.72%	41.34%	42.00%	35.97%	36.16%	37.04%
总资产增长率	30.97%	20.53%	21.57%	26.02%	24.44%	27.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.1	41.9	36.4	36.3	36.2	36.1
存货周转天数	153.3	125.7	141.9	145.0	143.0	141.0
应付账款周转天数	73.0	65.6	58.0	57.5	57.3	57.1
固定资产周转天数	165.3	153.7	139.7	113.5	97.0	82.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-76.30%	-62.77%	-58.59%	-61.76%	-64.11%	-66.69%
EBIT利息保障倍数	-40.8	-78.6	-63.8	-37.9	-40.6	-43.4
资产负债率	18.26%	16.08%	12.99%	14.34%	15.05%	15.74%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

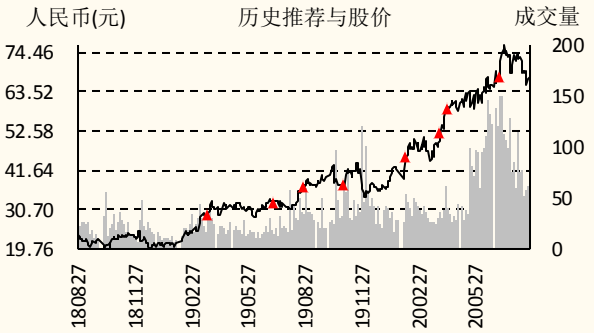
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-26	买入	55.26	N/A
2	2019-07-10	买入	61.74	N/A
3	2019-08-28	买入	71.50	N/A
4	2019-10-30	买入	73.16	N/A
5	2020-02-06	买入	79.31	N/A
6	2020-04-02	买入	94.99	N/A
7	2020-04-16	买入	109.96	N/A
8	2020-07-08	买入	68.17	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH