

心脉医疗（688016）/医疗器械

证券研究报告/公司点评

2023年4月1日

评级：买入（维持）

市场价格：172.35

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

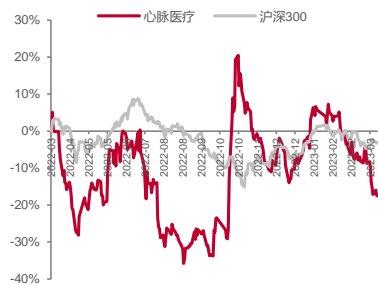
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	685	897	1,173	1,539	2,038
增长率 yoy%	46%	31%	31%	31%	32%
净利润（百万元）	316	357	447	592	780
增长率 yoy%	47%	13%	25%	32%	32%
每股收益（元）	4.39	4.96	6.22	8.23	10.84
每股现金流量	4.17	4.64	6.35	8.01	9.87
净资产收益率	21%	20%	21%	22%	22%
P/E	39.3	34.8	27.7	20.9	15.9
P/B	8.3	7.2	5.8	4.5	3.6

注：股价信息截止至2023年3月31日

基本状况

总股本(百万股)	72
流通股本(百万股)	72
市价(元)	172.35
市值(百万元)	12,405
流通市值(百万元)	12,405

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 心脉医疗 2022 年三季度报点评-Q3 业绩加速增长，创新药球获批有望打开外周成长空间
- 2 心脉医疗 2022 年业绩预告点评-创新产品驱动快速增长，全球化布局持续加速
- 3 心脉医疗公司点评：25 亿再融资项目发布，有望全面提升血管介入综合竞争力

投资要点

- **事件：3月29日，公司发布2022年年度报告，2022年公司实现营业收入8.97亿元，同比增长30.95%，归母净利润3.57亿元，同比增长12.99%，扣非净利润3.24亿元，同比增长12.25%。**
- **分季度来看：2022年单四季度实现收入2.32亿元，同比增长33.12%，归母净利润0.56亿元，同比减少14.98%，扣非净利润0.48亿元，同比减少12.94%，公司在疫情影响下仍然保持良好增长，主要得益于Castor、Minos、Reewarm等核心介入产品的持续快速放量。单季度利润增速放缓，主要因当期销售、研发费用投入增加。**
- **主动脉产品持续位居国产首位，Castor、Minos等明星产品加速扩面。**公司聚焦主动脉血管介入市场，是国内主动脉介入市场领导者，21年胸主动脉手术量占比达32.4%位居行业第一，腹主动脉占率23.1%仅次于美敦力，位居行业第二国产第一。2022年公司主动脉支架类产品实现营业收入7.34亿元，同比增长29.71%，术中支架业务0.85亿元，同比增长29.03%，在多地疫情扰动下保持快速增长，主要得益于多款重磅产品的快速放量；2022年公司持续加快新品种的市场开拓力度，Castor主动脉支架已覆盖累计超过860家终端医院，Minos腹主动脉支架累计入院超过600家。23Q1以来医院手术量恢复趋势显著，公司主动脉介入业务未来有望保持良好的增速。
- **外周药球快速放量，强竞争力产品组合奠定远期成长性。**2022年公司外周介入及其他业务实现营业收入约0.77亿元，同比增长46.65%。公司在外周介入领域先后布局裸球囊、高压球囊、药物球囊等系列产品，其中自主研发的Reewarm PTX药物球囊扩张导管可以有效减少下肢狭窄病变扩张后的再狭窄问题，临床表现优异，上市以来持续获得快速增长，带动外周板块实现良好业绩。2022年公司Reewarm PTX药物球囊扩张导管已覆盖累计超过630家终端医院，未来腔静脉滤器、Fishhawk机械血栓切除术导管等更多产品上市，公司外周介入产品竞争力将持续增强，为业绩增长提供充足确定性。
- **在研管线储备充足，2023-2028年多款重磅品种有望陆续发布。**公司高度重视产品创新，持续加大主动脉及外周动脉产品投入力度，2022年公司研发投入1.72亿元，同比增长20.92%，占营收比重达19.22%，储备的多款新品临床注册进展顺利，在主动脉领域，新一代Cratos分支型主动脉支架、新一代Aegis腹主动脉支架均已完成上市前首例临床植入，多分支型主动脉支架成功完成单中心首例临床植入；在外周介入领域，公司腔静脉滤器已完成首例上市前临床植入，血栓保护装置预计2023年完成首例临床植入，升级款裸球囊、膝下药物球囊适应症拓展产品、药物洗脱支架等有望2023年-2028年陆续上市；肿瘤介入领域的TIPS覆膜支架、载药微球、微导管、微导丝等在研产品预计将于2024年-2026年陆续上市，为公司远期业绩增长提供有力保障。
- **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2023-2025年公司收入11.73、15.39、20.38亿元（调整前23-24年11.94、15.63亿元），同比增长31%、31%、32%，预计归母净利润为4.47、5.92、7.80亿元，同比增长25%、32%、32%（调整前23-24年4.92、6.45亿元），对应EPS为6.22、8.23、10.84。考虑到公司是**国内血管介入龙头企业，竞争优势显著，未来有望凭借一系列主动脉以及外周介入创新产品维持高增长态势，维持“买入”评级。**
- **风险提示事件：**新产品研发风险、市场竞争加剧风险、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等。

内容目录

全年业绩稳健增长，疫情、并购等因素影响短期盈利能力	- 3 -
主动脉、外周介入成绩靓丽，23年起多款重磅新品有望面世	- 5 -
风险提示	- 7 -

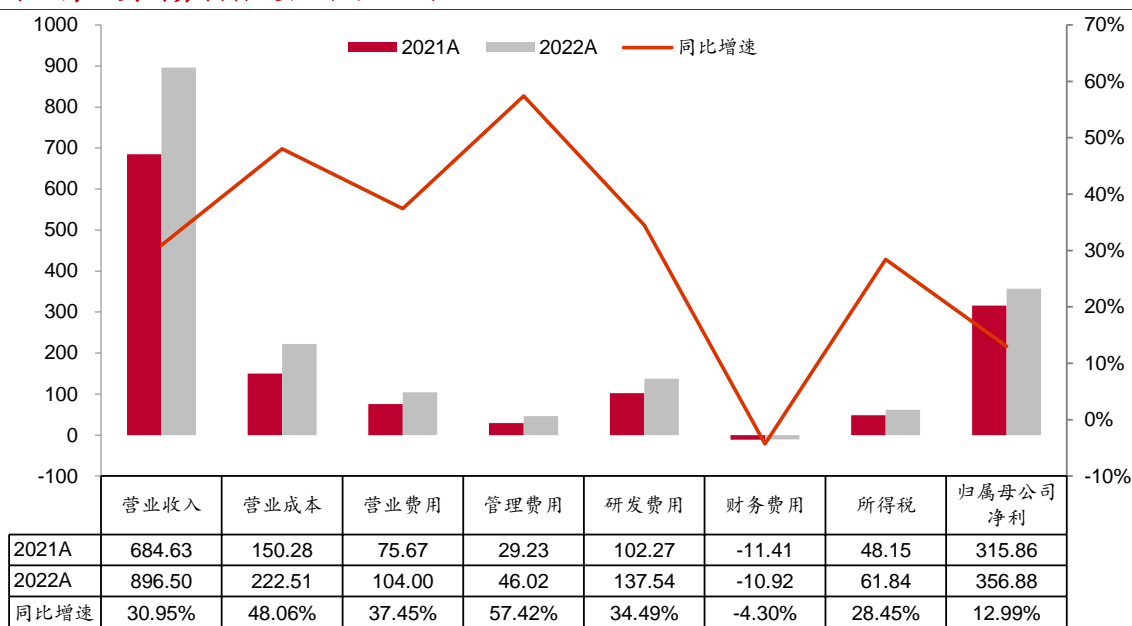
图表目录

图表 1: 心脉医疗主要财务指标变化 (百万元)	- 3 -
图表 2: 心脉医疗主营业务收入情况 (百万元)	- 3 -
图表 3: 心脉医疗归母净利润情况 (百万元)	- 3 -
图表 4: 心脉医疗三项费用率变化情况	- 4 -
图表 5: 心脉医疗盈利能力变化	- 4 -
图表 6: 心脉医疗分季度财务数据 (百万元)	- 4 -
图表 7: 心脉医疗分季度营业收入变化 (百万)	- 5 -
图表 8: 心脉医疗分季度归母净利润变化 (百万)	- 5 -
图表 9: 心脉医疗主动脉支架收入情况 (百万元)	- 6 -
图表 10: 心脉医疗术中支架收入情况 (百万元)	- 6 -
图表 11: 心脉医疗外周及其他业务收入情况 (百万元)	- 6 -
图表 12: 公司研发费用持续高增 (百万元)	- 7 -
图表 13: 心脉医疗财务报表预测	- 8 -

全年业绩稳健增长，疫情、并购等因素影响短期盈利能力

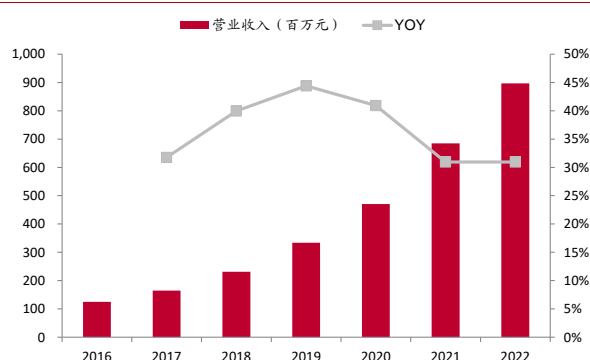
- 2022 年公司实现营业收入 8.97 亿元，同比增长 30.95%，归母净利润 3.57 亿元，同比增长 12.99%，扣非净利润 3.24 亿元，同比增长 12.25%。

图表 1：心脉医疗主要财务指标变化（百万元）



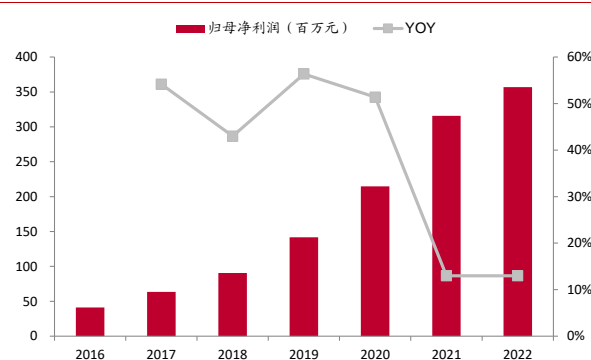
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：心脉医疗主营业务收入情况（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

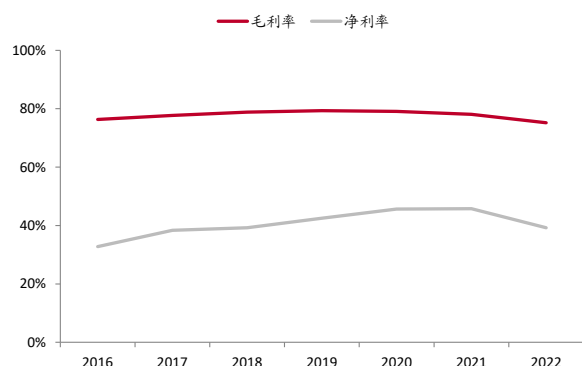
图表 3：心脉医疗归母净利润情况（百万元）



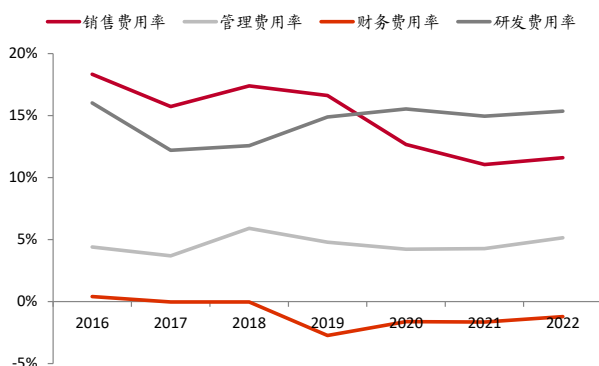
来源：wind，中泰证券研究所

- 新冠疫情、激励费摊销、投资并购等因素影响短期盈利能力。公司 2022 年销售费用率 11.60%，同比提升 0.55pp，主要因公司销售投入增加所致，管理费用率 5.13%，同比提升 0.86pp，主要因股权激励费摊销所致，财务费用率-1.22%，同比提升 0.45pp，研发费用率 15.34%，同比提升 0.40pp，主要因公司持续加大项目研发投入及各级研发人员的招聘力度。2022 年新冠疫情对公司采购、生产、发货等环节造成短期影响，毛利率有所升高，同时参股子公司 OMD 亏损以及激励费的摊销导致盈利能力

略有下降，2022 年公司毛利率 75.99%，同比下降 2.87pp，净利率 39.27%，同比下降 6.52pp。

图表 4：心脉医疗盈利能力变化情况


来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：心脉医疗期间费用率变化


来源：wind，中泰证券研究所

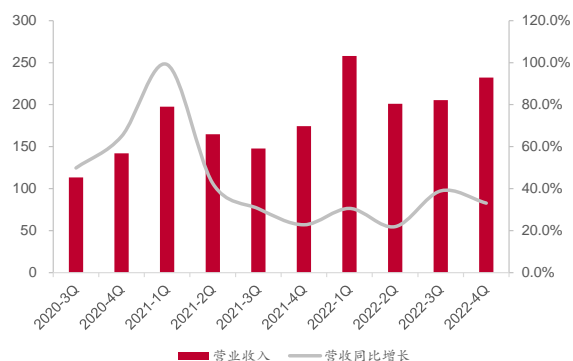
- 分季度来看：**2022 年单四季度实现收入 2.32 亿元，同比增长 33.12%，归母净利润 0.56 亿元，同比减少 14.98%，扣非净利润 0.48 亿元，同比减少 12.94%，公司在疫情影响下仍然保持良好增长，主要得益于 Castor、Minos、Reewarm 等核心介入产品的持续快速放量，单季度利润增速放缓，主要因当期销售、研发费用投入增加。

图表 6：心脉医疗分季度财务数据 (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	113.34	142.07	197.47	164.81	147.88	174.47	257.88	200.92	205.45	232.25
营收同比增长	49.84%	64.91%	99.08%	42.51%	30.47%	22.81%	30.59%	21.91%	38.93%	33.12%
营收环比增长	-2.00%	25.35%	38.99%	-16.54%	-10.27%	17.98%	47.81%	-22.09%	2.25%	13.04%
营业成本	24.46	29.73	39.36	34.54	32.42	43.96	57.20	52.94	51.89	60.48
营业费用	17.23	24.04	17.98	11.89	21.83	23.97	20.12	14.42	25.75	43.71
管理费用	6.30	4.48	4.51	6.53	6.96	11.24	10.38	8.74	10.51	16.39
财务费用	-1.61	2.68	-2.99	-3.54	-2.56	-2.32	-2.50	-3.07	-5.2	-0.14
营业利润	48.84	60.12	118.64	97.02	76.61	70.51	141.41	109.09	98.7	66.02
利润总额	48.84	60.11	118.65	97.30	75.33	70.37	141.22	109.11	98.27	65.3
所得税	6.97	7.90	16.97	14.28	11.21	5.69	19.15	18.03	13.55	11.12
归母净利润	41.87	52.21	101.69	83.02	65.28	65.87	123.49	91.55	85.85	56
归母净利润同比	52.13%	78.66%	70.97%	35.96%	55.91%	26.16%	21.44%	10.27%	31.51%	-14.98%

来源：wind，中泰证券研究所

图表 7: 心脉医疗分季度营业收入变化 (百万)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 心脉医疗分季度归母净利润变化 (百万)

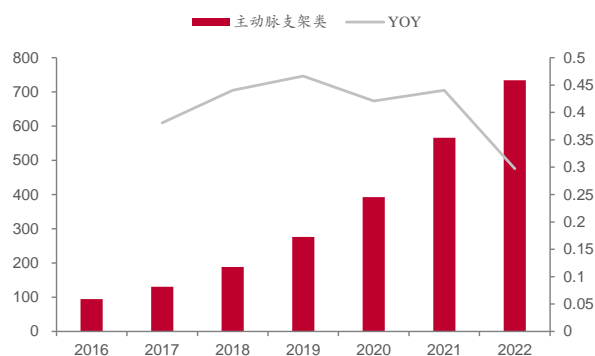


来源: wind, 中泰证券研究所

主动脉、外周介入成绩靓丽，23 年起多款重磅新品有望面世

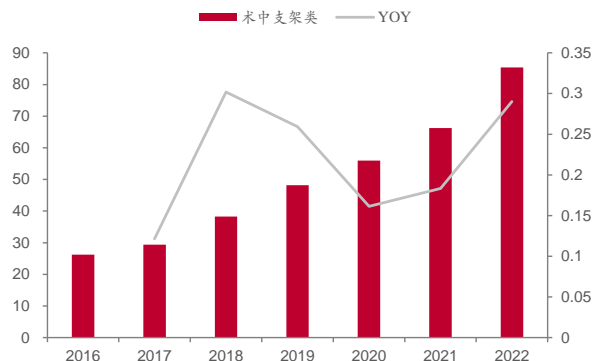
- 主动脉产品持续位居国产首位，Castor、Minos 等明星产品加速扩面。** 公司聚焦主动脉血管介入市场，是国内主动脉介入市场领导者，21 年胸主动脉手术量占比达 32.4% 位居行业第一，腹主动脉占率 23.1% 仅次于美敦力，位居行业第二国产第一。2022 年公司主动脉支架类产品实现营业收入 7.34 亿元，同比增长 29.71%，术中支架业务 0.85 亿元，同比增长 29.03%，在多地疫情扰动下保持快速增长，主要得益于多款重磅产品的快速放量；2022 年公司持续加快创新品种的市场开拓力度，Castor 主动脉支架已覆盖累计超过 860 家终端医院，Minos 腹主动脉支架累计入院超过 600 家。23Q1 以来医院手术量恢复趋势显著，公司主动脉介入业务未来有望保持良好的增速。
- 外周药球快速放量，强竞争力产品组合奠定远期成长性。** 2022 年公司外周介入及其他类业务实现营业收入约 0.77 亿元，同比增长 46.65%。公司在外周介入领域先后布局裸球囊、高压球囊、药物球囊等系列产品，其中自主研发的 Reewarm PTX 药物球囊扩张导管可以有效减少下肢狭窄病变扩张后的再狭窄问题，临床表现优异，上市以来持续获得快速增长，带动外周板块实现良好业绩。2022 年公司 Reewarm PTX 药物球囊扩张导管已覆盖累计超过 630 家终端医院，未来腔静脉滤器、Fishhawk 机械血栓切除导管等更多产品上市，公司外周介入产品竞争力将持续增强，为业绩增长提供充足确定性。

图表 9: 心脉医疗主动脉支架收入情况 (百万元)



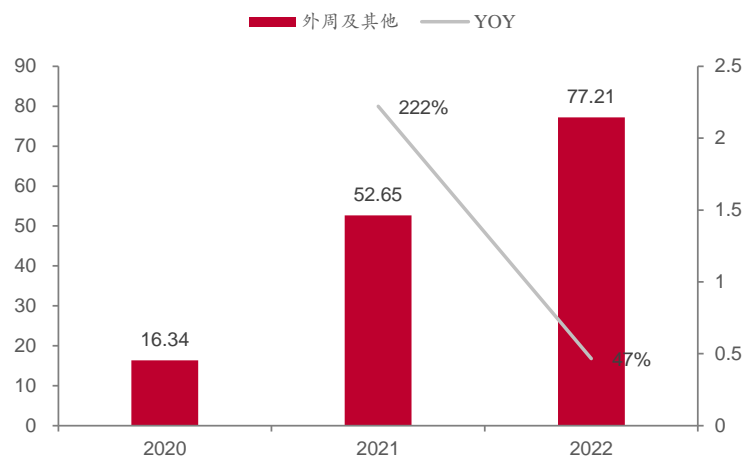
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 心脉医疗术中支架收入情况 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

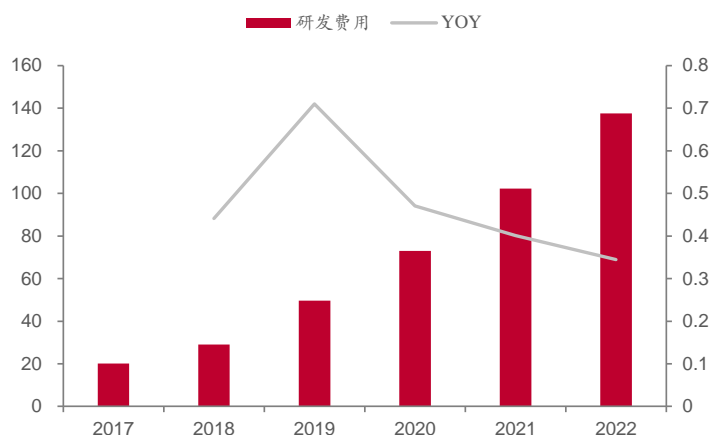
图表 11: 心脉医疗外周及其他业务收入情况 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 在研管线储备充足, 2023-2028 年多款重磅品种有望陆续发布。**公司高度重视产品创新, 持续加大主动脉及外周动脉产品投入力度, 2022 年公司研发投入 1.72 亿元, 占营收比重达 19.22%, 储备的多款重磅产品临床注册进展顺利, 在主动脉领域, 新一代 Cratos 分支型主动脉支架、新一代 Aegis 腹主动脉支架均已完成上市前首例临床植入, 多分支型主动脉支架成功完成单中心首例临床植入; 在外周介入领域, 公司腔静脉滤器已完成首例上市前临床植入, 血栓保护装置预计 2023 年完成首例临床植入, 升级款裸球囊、膝下药物球囊适应症拓展产品、药物洗脱支架等有望 2023 年-2028 年陆续上市; 肿瘤介入领域的 TIPS 覆膜支架、载药微球, 微导管、微导丝等在研产品预计将于 2024 年-2026 年陆续上市, 为公司远期业绩增长提供有力保障。

图表 12: 公司研发费用持续高增 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

风险提示

- **新产品研发风险。** 医用器械行业对技术创新和产品研发能力要求较高、研发周期较长。因此在主动脉、外周血管介入等新产品研发的过程中, 可能面临因研发技术路线出现偏差、研发投入成本过高、研发进程缓慢而导致研发失败的风险。
- **政策变化风险。** 医用耗材行业受国家的严格管控, 在持续深入的医改背景下, 两票制、集中采购、检验收费降价等政策变化可能对行业和公司带来负面影响, 从而产生业绩波动。
- **市场竞争加剧风险。** 公司目前在国内主动脉介入市场处于行业领先地位, 随着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。
- **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 13: 心脉医疗财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	977	1,454	1,970	2,687	营业收入	897	1,173	1,539	2,038
应收票据	0	0	0	0	营业成本	223	297	407	540
应收账款	124	147	182	236	税金及附加	8	8	12	16
预付账款	21	4	6	8	销售费用	104	129	165	214
存货	156	228	276	386	管理费用	46	52	65	82
合同资产	0	0	0	0	研发费用	138	178	230	300
其他流动资产	17	12	15	20	财务费用	-11	-27	-35	-33
流动资产合计	1,294	1,845	2,449	3,338	信用减值损失	-3	-4	-4	-4
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-15	-5	-6
长期股权投资	126	126	126	126	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	87	128	167	221	投资收益	4	4	4	4
在建工程	101	111	121	131	其他收益	27	5	6	6
无形资产	219	267	324	396	营业利润	415	527	697	918
其他非流动资产	168	173	180	189	营业外收入	1	-1	-1	-1
非流动资产合计	701	804	918	1,062	营业外支出	2	0	0	0
资产合计	1,995	2,649	3,368	4,400	利润总额	414	526	696	917
短期借款	0	97	226	335	所得税	62	79	104	137
应付票据	0	0	0	0	净利润	352	447	592	780
应付账款	42	89	123	165	少数股东损益	-5	0	0	0
预收款项	0	1	0	1	归属母公司净利润	357	447	592	780
合同负债	3	21	28	37	NOPLAT	343	425	563	753
其他应付款	56	56	56	56	EPS (按最新股本摊薄)	4.96	6.22	8.23	10.84
一年内到期的非流动负债	9	9	9	9					
其他流动负债	77	87	108	134					
流动负债合计	187	360	550	737					
长期借款	0	50	0	80					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	66	66	66	66					
非流动负债合计	66	116	66	146					
负债合计	252	476	616	883					
归属母公司所有者权益	1,719	2,150	2,728	3,494					
少数股东权益	24	24	24	24					
所有者权益合计	1,743	2,174	2,752	3,518					
负债和股东权益	1,995	2,649	3,368	4,400					

现金流量表				
会计年度	2021	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	334	457	576	710
现金收益	375	461	607	809
存货影响	-49	-72	-48	-111
经营性应收影响	-35	8	-31	-50
经营性应付影响	21	48	33	42
其他影响	22	13	14	19
投资活动现金流	-440	-139	-160	-200
资本支出	-292	-139	-156	-196
股权投资	-126	0	0	0
其他长期资产变化	-22	0	-4	-4
融资活动现金流	-160	159	100	207
借款增加	0	147	79	189
股利及利息支付	-151	-25	-34	-50
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-9	37	55	68

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	30.9%	30.9%	31.2%	32.4%
EBIT增长率	15.1%	23.9%	32.5%	33.7%
归母公司净利润增长率	13.0%	25.4%	32.4%	31.7%
获利能力				
毛利率	75.2%	74.7%	73.6%	73.5%
净利率	39.3%	38.1%	38.5%	38.3%
ROE	20.5%	20.6%	21.5%	22.2%
ROIC	25.8%	23.3%	23.6%	23.5%
偿债能力				
资产负债率	12.7%	18.0%	18.3%	20.1%
债务权益比	4.3%	10.2%	10.9%	13.9%
流动比率	6.9	5.1	4.5	4.5
速动比率	6.1	4.5	4.0	4.0
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	40	42	38	37
应付账款周转天数	54	80	94	96
存货周转天数	213	233	223	221
每股指标 (元)				
每股收益	4.96	6.22	8.23	10.84
每股经营现金流	4.64	6.35	8.00	9.86
每股净资产	23.88	29.87	37.90	48.54
估值比率				
P/E	35	28	21	16
P/B	7	6	5	4
EV/EBITDA	28	23	17	13

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。