

# 外科生物瓣销售持续提升，业绩增长符合预期

——佰仁医疗三季度报点评

## 核心观点

- **外科瓣销售持续强劲，业绩符合预期。** 2022 年前三季度公司实现营业收入 2.21 亿元，同比+20.31%；实现归母净利润 5985 万元，同比+48.05%；剔除股份支付费用的影响后实现净利润 1.01 亿元，同比+15.33%。单 3 季度来看，公司实现营业收入 7980 万元，同比+35.53%；实现归母净利润 2255 万元，同比+60.31%，剔除股份支付的影响后实现净利润 3425 万元，同比+25.71%，业绩增长符合预期。上半年全国各地疫情频发，随着 6 月份以来疫情形势趋稳，终端手术需求反弹明显，三季度各板块销售恢复稳健增长。前三季度心脏瓣膜修复和置换板块实现同比增长 27.01%，核心产品人工生物心脏瓣膜销量持续增收 6796 万元，同比+42.83%，单 Q3 增长超过 50%，保持快速增长趋势，另外，先天性心脏病介入治疗板块实现同比增长 18.64%，外科软组织修复板块同比增长 13.93%，保持稳健增长。
- **公司研发进展顺利，瓣膜布局逐渐完善，长期发展可期。** 2022 年前三季度公司投入研发费用 4460 万元，占营业收入 20.20%，同比+18.95%，公司持续加大研发投入，充分保障临床试验的全面展开。目前临床进展顺利，公司的重磅产品球扩瓣中瓣、球扩 TAVR 产品、眼科补片均完成全部患者入组，且初步随访临床数据反馈均超预期，满足产品设计和临床应用要求，预计这些产品将集中在 2023/24 年上市，此外，介入肺动脉瓣临床试验持续稳步推进，分体式的介入主动脉瓣已开始动物试验，并且已获得的初步结果充分验证了产品设计的合理性和可行性。若这些产品均完成上市，公司瓣膜领域布局逐步完善，业绩将进入高速增长阶段。随着疫情缓解、我们预计公司的收入利润将会逐步加速，且研发费用、股权激励的因素也会逐步消除，公司经营质量不断提升，长期发展值得期待。
- **公司是生物组织材料的平台型企业，长期耐久性得到验证，平台价值逐渐凸显。** 公司的核心优势在于对生物材料的处理，具备极高壁垒，外科生物瓣已充分验证耐久性，还有补片和先天性心脏病业务，我们认为补片和先心病业务未来的空间也同样很大，目前公司已经储备了疝补片、脑补片、肺补片、眼科补片、无支架带瓣管道、先心补片等产品，平台化价值逐渐凸显。

## 盈利预测与投资建议

- 公司三大业务板块销售保持稳健增长，维持预测公司扣除股份支付后 2022-24 年归母净利润为 1.61/2.41/4.37 亿元，考虑到未来公司储备管线充足（瓣中瓣、TAVR 介入瓣、眼科补片、血管补片等）且临床试验进展顺利，根据 DCF 估值法维持给予目标价 155.96 元，并维持“买入”评级。

## 风险提示

研发失败导致的风险；产品销售不及预期的风险；带量采购、竞争加剧等导致的价格下滑风险；瓣膜市占率不及预期；及假设不达预期对估值不利等风险。

## 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	182	252	361	546	945
同比增长(%)	24.6%	38.4%	43.3%	51.3%	73.1%
营业利润(百万元)	67	53	142	255	498
同比增长(%)	-7.9%	-21.7%	170.3%	79.1%	95.7%
归属母公司净利润(百万元)	57	51	121	218	426
同比增长(%)	-10.4%	-9.4%	137.0%	79.2%	95.9%
每股收益(元)	0.42	0.38	0.89	1.60	3.14
毛利率(%)	88.9%	88.2%	91.8%	92.0%	92.1%
净利率(%)	31.1%	20.3%	33.6%	39.8%	45.1%
净资产收益率(%)	7.1%	5.6%	11.8%	18.4%	28.3%
市盈率	290.7	320.9	135.4	75.5	38.6
市净率	19.6	16.6	15.3	12.7	9.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2022年10月25日）	121.1元
目标价格	155.96元
52周最高价/最低价	202.14/91.47元
总股本/流通A股（万股）	13,567/3,487
A股市值（百万元）	16,430
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2022年10月26日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-5.52	13.67	-2.13	-27.08
相对表现	-0.03	19.6	11.76	0.07
沪深300	-5.49	-5.93	-13.89	-27.15



## 证券分析师

刘恩阳 010-66218100\*828  
liuenyang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519040001  
香港证监会牌照：BSW684

## 联系人

裴晓鹏 peixiaopeng@orientsec.com.cn

## 相关报告

瓣膜产品销售持续强劲，业绩增长符合预期 2022-08-30  
期：——佰仁医疗中报点评  
眼科生物补片入组完成，研发逐步进入收获期 2022-04-24  
研发进展大步向前，业绩继续保持快速增长 2022-04-22  
长：——佰仁医疗年报&一季报点评

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	150	157	328	445	748	营业收入	182	252	361	546	945
应收票据、账款及款项融资	28	40	38	76	128	营业成本	20	30	30	44	75
预付账款	1	6	4	7	16	营业税金及附加	1	1	2	3	5
存货	16	22	23	34	58	销售费用	66	110	71	102	158
其他	613	628	520	520	521	管理费用及研发费用	46	80	126	154	223
<b>流动资产合计</b>	<b>808</b>	<b>853</b>	<b>913</b>	<b>1,084</b>	<b>1,471</b>	财务费用	(1)	(1)	(2)	(4)	(6)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	1	1	0	0	1
固定资产	39	41	54	73	94	公允价值变动收益	0	1	3	3	3
在建工程	7	47	80	116	146	投资净收益	18	15	5	5	5
无形资产	9	43	39	34	30	其他	0	5	0	0	0
其他	8	47	19	23	28	<b>营业利润</b>	<b>67</b>	<b>53</b>	<b>142</b>	<b>255</b>	<b>498</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>64</b>	<b>178</b>	<b>193</b>	<b>247</b>	<b>298</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>871</b>	<b>1,031</b>	<b>1,106</b>	<b>1,330</b>	<b>1,769</b>	营业外支出	1	3	0	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>66</b>	<b>50</b>	<b>142</b>	<b>254</b>	<b>498</b>
应付票据及应付账款	10	15	13	22	37	所得税	10	(2)	21	38	75
其他	20	21	15	15	15	<b>净利润</b>	<b>56</b>	<b>51</b>	<b>121</b>	<b>216</b>	<b>423</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>28</b>	<b>36</b>	<b>51</b>	少数股东损益	(1)	0	(1)	(2)	(3)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>57</b>	<b>51</b>	<b>121</b>	<b>218</b>	<b>426</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.42	0.38	0.89	1.60	3.14
其他	5	6	6	6	6						
<b>非流动负债合计</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>34</b>	<b>43</b>	<b>58</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(4)	(7)	成长能力					
实收资本 (或股本)	96	96	136	136	136	营业收入	24.6%	38.4%	43.3%	51.3%	73.1%
资本公积	614	734	706	706	706	营业利润	-7.9%	-21.7%	170.3%	79.1%	95.7%
留存收益	127	159	232	450	876	归属于母公司净利润	-10.4%	-9.4%	137.0%	79.2%	95.9%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>836</b>	<b>988</b>	<b>1,072</b>	<b>1,288</b>	<b>1,711</b>	毛利率	88.9%	88.2%	91.8%	92.0%	92.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>871</b>	<b>1,031</b>	<b>1,106</b>	<b>1,330</b>	<b>1,769</b>	净利率	31.1%	20.3%	33.6%	39.8%	45.1%
						ROE	7.1%	5.6%	11.8%	18.4%	28.3%
						ROIC	7.0%	5.8%	11.5%	18.1%	27.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	56	51	121	216	423	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	6	6	10	13	16	流动比率	26.30	23.31	32.30	29.75	28.57
财务费用	(1)	(1)	(2)	(4)	(6)	速动比率	25.76	22.71	31.48	28.81	27.44
投资损失	(18)	(15)	(5)	(5)	(5)	营运能力					
营运资金变动	(21)	(30)	6	(45)	(70)	应收账款周转率	12.8	7.4	9.1	9.4	9.2
其它	30	65	19	(6)	(7)	存货周转率	1.5	1.5	1.3	1.5	1.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>51</b>	<b>76</b>	<b>149</b>	<b>169</b>	<b>352</b>	总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.6
资本支出	(10)	(80)	(53)	(63)	(63)	每股指标 (元)					
长期投资	0	(6)	6	0	0	每股收益	0.42	0.38	0.89	1.60	3.14
其他	(587)	21	105	7	7	每股经营现金流	0.53	0.79	1.10	1.25	2.60
<b>投资活动现金流</b>	<b>(597)</b>	<b>(65)</b>	<b>58</b>	<b>(56)</b>	<b>(56)</b>	每股净资产	6.17	7.29	7.92	9.52	12.66
债权融资	3	1	(1)	0	0	估值比率					
股权融资	34	120	11	0	0	市盈率	290.7	320.9	135.4	75.5	38.6
其他	(59)	(130)	(46)	4	6	市净率	19.6	16.6	15.3	12.7	9.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(23)</b>	<b>(9)</b>	<b>(35)</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	EV/EBITDA	218.6	273.1	104.3	59.4	30.8
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	237.0	306.0	112.1	62.5	31.8
<b>现金净增加额</b>	<b>(569)</b>	<b>3</b>	<b>171</b>	<b>117</b>	<b>303</b>						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)