

## 2022年及2023年Q1公司业绩符合预期，多款产品在研提供持续增长动力

### 核心观点

2022年以及2023年Q1在疫情影响下，公司核心产品Castor、Minos和外周药球产品仍然保持快速放量，业绩整体符合预期。公司是国产主动脉及外周介入领域龙头公司，短期来看，公司核心产品仍处于快速放量阶段，业绩有望维持高增长；中长期来看，公司研发管线布局丰富，在外周血管介入及肿瘤介入领域均有重磅产品布局，未来公司有望凭借过硬的研发实力和渠道优势，在外周介入及肿瘤介入领域占据一定的市场份额。

### 事件

#### 近期，公司发布2022年年报及2023年一季报

根据公告，公司2022年实现营收8.97亿元，同比增长30.95%；实现归母净利润3.57亿元，同比增长12.99%；实现扣非归母净利润3.24亿元，同比增长12.25%。EPS为4.96元/股。

根据公告，公司2023年Q1实现营收2.86亿元，同比增长10.75%；实现归母净利润1.25亿元，同比增长1.10%；扣非归母净利润1.20亿元，同比增长1.58%；EPS为1.73元/股。

### 简评

#### 全年业绩符合预期，受疫情影响利润端有所波动

公司2022年营收和归母净利润分别同比增长30.95%和12.99%，考虑国内受到新冠疫情反复的影响，业绩整体符合预期。利润端增速低于收入端，预计主要由于公司主营业务毛利率同比下降2.87个百分点，同时费用率有所提升。22Q4实现营收2.32亿元，同比增长33%，实现归母净利润0.56亿元，同比下降15%，22年Q4净利润率出现波动预计与22年Q4较多医学会议集中举办导致销售费用较高以及研发投入持续增加有关。

分业务看，2022年主动脉支架实现收入7.34亿元，同比增长30%，我们预计其中Castor收入同比增长30%以上，Minos收入同比增长80%以上；术中支架实现收入0.85亿元，同比增长29%；外周及其他产品实现收入0.77亿元，同比增长47%，我们预计其中外周药球收入同比增长60%以上。

## 心脉医疗(688016.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-86451382

SAC 编号:S1440521070003

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

发布日期：2023年04月30日

当前股价：185.02元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	7.59/6.98	-15.71/-16.35	22.99/9.15
12月最高/最低价(元)			250.00/133.30
总股本(万股)			7,197.81
流通A股(万股)			7,197.81
总市值(亿元)			124.67
流通市值(亿元)			124.67
近3月日均成交量(万)			82.59
主要股东			
MicroPort Endovascular CHINA Corp. Limited			45.71%

### 股价表现



分地区看，2022 年公司实现国内收入为 8.44 亿元，同比增长 29%；实现国外收入为 0.53 亿元，同比增长 75%，主要得益于公司 Minos 在海外市场的持续放量。

展望 2023 年，在终端手术已逐渐恢复的趋势下，公司业绩仍有望实现稳健增长，其中 Fontus、Talos、外周药球 0.035" 系列等新产品有望逐步放量，Castor 有望保持稳健增长，Minos 在国内外市场仍处于快速放量阶段。此外，近期河南省外周介入类产品集采落地，公司胸主直管型支架 HTLP 和 Talos 支架等产品中标且降幅温和，考虑此次集采范围较小，我们预计对公司业绩影响有限。

### 2023 年 Q1 业绩基本符合预期，创新产品持续放量

公司 2023 年 Q1 营收和归母净利润分别同比增长 10.75% 和 1.10%，考虑新冠疫情和春节假期双重影响导致公司一月份销售收入大幅下滑，我们认为公司一季度业绩基本符合预期。随着医院逐步恢复正常运转，2 月医院手术量开始回升，3 月份手术量全面恢复，与之对应公司 5 款创新产品植入量在 3 月份均创月度历史新高。一季度终端植入量分产品来看：Castor 植入量同比增长 24.32%，Minos 植入量同比增长 45.51%，Reewarm PTX 外周药球同比增长 62.54%，公司创新产品在一季度保持快速放量的趋势。

### 公司产品国内市场覆盖率持续提高，国际市场扩张稳步推进

截至 2023 年 3 月底，公司 Castor、Minos、Reewarm PTX 外周药球三大核心产品在国内市场累计覆盖的终端医院数量分别超过 860 家、600 家、630 家，市场覆盖率持续提高。此外，公司持续推进海外重点市场的覆盖，截至 2022 年年底，公司已覆盖 22 个国家，其中 Minos、Hercules Low Profile 直管型覆膜支架及输送系统、Castor 累计已进入的国家数量分别为 13 个、14 个和 9 个，Hyperflex 球囊扩张导管在日本实现首例植入。2023 年 Q1 公司继续发力开拓海外市场，产品覆盖扩展至 25 个国家，海外销售收入同比增长 138%。公司在海外市场仍处于快速拓展阶段，随着未来更多产品在海外获批以及覆盖国家数量的进一步提升，公司海外收入占比有望进一步提升。

### 在研产品储备丰富，奠定公司长期可持续发展的基础

公司在研产品储备丰富，产品申报和临床进展顺利。2022 年，公司主动脉领域的 Talos 直管型胸主动脉覆膜支架系统、Hercules  $\Phi$ 32 球囊扩张导管获 NMPA 注册批准，Castor 分支型主动脉覆膜支架及输送系统升级产品 Cratos 以及 Aegis 升级产品 Aegis II 成功完成上市前首例临床植入，多分支主动脉覆膜支架系统成功完成单中心首例临床植入；外周动脉领域，Reewarm PTX 0.035" 系列药物球囊扩张导管及 0.018" 系列内衬 PTFE 药物球囊扩张导管两款产品获批上市；外周静脉领域，腔静脉滤器、Fishhawk 机械血栓切除导管均在开展上市前临床试验，静脉支架系统完成临床实验入组，Fishhawk 机械血栓切除导管目前已获批进入国家创新“绿色通道”，成为公司第七款进入该绿色通道的产品。肿瘤介入领域，TIPS 覆膜支架系统成功完成首例上市前临床植入。我们认为，公司一系列新产品的获批和丰富的在研管线为公司未来可持续发展提供了坚实的基础。

### 毛利率略有下降，研发投入持续加大

2022 年公司毛利率为 75.18%，同比下降 2.87pct，预计主要受到新产品持续推出带来的产品结构变化、原材料价格波动、场地搬迁导致阶段性产量减少等因素的影响。销售费用率为 11.60%，同比提升 0.55 个百分点；管理费用率为 5.13%，同比提升 0.86 个百分点，预计主要由于公司管理规模上升，且较去年同期增加了股权激励费用摊销，以及海外投资法律、财务尽调费用的支出；研发费用率为 15.34%，同比提升 0.40 个百分点。公司期间费用率基本维持稳定。2022 年公司经营性现金流净额为 3.34 亿元，同比增长 11.16%，主要系公司业务规

模和销售收入增长所致。2022 年应收账款周转天数为 39.59 天，同比增加 7.52 天，应付账款周转天数为 54.14 天，同比增加 3.09 天，公司整体运营效率维持稳定。其余财务指标基本正常。

2023 年 Q1 公司毛利率为 75.73%，同比下降 2.08 个百分点；销售费用率为 8.78%，同比增加 0.98 个百分点；研发费用率为 12.68%，同比下降 0.62 个百分点；管理费用率为 4.62%，同比增加 0.60 个百分点；财务费用率为 -0.50%，同比增加 0.47 个百分点，公司费用管控较为稳定，财务指标基本正常。公司经营性现金流净额为 1.19 亿元，同比下降 17.85%，预计主要系公司研发和销售费用增长所致。

### 国内主动脉介入领域龙头，外周领域逐步发力

公司是国产主动脉及外周介入领域龙头公司。短期来看，公司核心产品仍处于快速放量阶段，业绩有望维持高速增长；中长期来看，公司研发管线布局丰富，在外周血管介入及肿瘤介入领域均有重磅产品布局，未来公司有望凭借过硬的研发实力和渠道优势，在外周介入及肿瘤介入领域占据一定的市场份额。我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 11.84、15.43 和 20.04 亿元，同比增长 32%、30% 和 30%，归母净利润分别为 4.47、5.69 和 7.46 亿元，同比增长 25%、27% 和 31%，以 2023 年 4 月 27 日收盘价（185.02 元）计算，对应 PE 分别为 30、23 和 18 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 1) 集中带量采购降价幅度超预期：未来不排除公司现有主动脉介入等产品被纳入集中带量采购政策中，如果相关产品降价幅度超过市场预期，将影响公司的盈利能力。
- 2) 市场推广不及预期：如果目前商业化的产品扩展市场进度晚于市场预期，则相关公司的业绩增长或受到一定影响。
- 3) 在研管线进度不及预期：公司产品布局广，在外周介入领域和肿瘤介入领域均有产品布局，创新器械研发难度大，部分在研产品研发进度有可能不及市场预期。
- 4) 新冠疫情反复：如果新冠疫情出现反复，对公司的供应链、产能以及下游经销商销售造成影响，会使公司业绩承压。

**图表1： 预测及比率**

单位:百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	897	1184	1543	2004
增长率(%)	30.9%	32%	30%	30%
归属母公司股东净利润	357	447	569	746
增长率(%)	13.0%	25%	27%	31%
每股收益(EPS)	4.96	6.21	7.91	10.37
市盈率(P/E)	37	30	23	18

资料来源: Wind, 中信建投 收盘日期截至 2023 年 04 月 27 日

**图表2： 财务预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>资产负债表（百万元）</b>					
流动资产	1459	1294	1724	2231	2955
现金	1243	977	1341	1721	2295
应收账款	73	124	145	193	253
其他应收款	1	12	16	21	27
预付账款	34	21	36	48	59
存货	107	156	186	249	320
其他流动资产	0	5	-0	-0	-0
非流动资产	295	701	527	510	479
长期投资	0	126	0	0	0
固定资产	70	87	127	139	137
无形资产	76	219	210	199	187
其他非流动资产	149	269	190	172	154
资产总计	1754	1995	2251	2741	3433
流动负债	162	187	174	194	214
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	25	42	40	57	76
其他流动负债	137	145	134	138	138
非流动负债	69	66	55	63	61
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	69	66	55	63	61
负债合计	231	252	228	257	275
少数股东权益	28	24	24	24	24
股本	72	72	72	72	72
资本公积	818	835	835	835	835
留存收益	604	810	1091	1552	2226
归属母公司股东权益	1494	1719	1999	2460	3135
负债和股东权益	1754	1995	2251	2741	3433
<b>利润表（百万元）</b>					
营业收入	685	897	1184	1543	2004
营业成本	150	223	248	337	438
营业税金及附加	5	8	8	11	15
营业费用	76	104	144	182	236
管理费用	29	46	56	74	96
研发费用	102	138	284	367	461
财务费用	-11	-11	-47	-62	-82
资产减值损失	-3	-2	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	15	4	8	7	7

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业利润	363	415	522	664	871
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	362	414	520	663	869
所得税	48	62	73	94	123
净利润	314	352	447	569	746
少数股东损益	-2	-5	0	0	0
归属母公司净利润	316	357	447	569	746

**现金流量表（百万元）**

经营活动现金流	300	334	351	421	562
净利润	314	352	447	569	746
折旧摊销	18	33	23	28	31
财务费用	-11	-11	-47	-62	-82
投资损失	-15	-4	-8	-7	-7
营运资金变动	-29	-84	-76	-108	-130
其他经营现金流	24	48	12	1	5
投资活动现金流	-75	-440	135	3	2
资本支出	90	294	0	0	0
长期投资	0	0	-126	0	0
其他投资现金流	15	-146	9	3	2
筹资活动现金流	-40	-160	-121	-44	10
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	9	17	0	0	0
其他筹资现金流	-49	-177	-121	-44	10
现金净增加额	186	-266	364	380	574

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 王在存

北京大学生物医学工程博士。2017 年加入中信建投研究发展部，负责医疗器械和医疗服务板块，研究勤奋、全面，深度跟踪医疗器械产业趋势和研究成果。

### 朱琪璋

法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。2 年卖方工作经验，2021 年 11 月加入中信建投证券，主要覆盖医疗器械板块。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：（8610） 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：（8621） 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755） 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852） 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk