

## 业绩增长具备韧性，外科瓣持续放量

——佰仁医疗业绩预增点评

### 核心观点

- **外科瓣销售继续放量，业绩增长具备韧性。**公司发布 2022 年度业绩预增公告，全年实现销售收入约 2.94 亿元，同比增长约 16.79%；剔除股份支付影响后实现归母净利润约 1.36 亿元，同比增长约 16.28%；扣非后归属归母净利润约 7015 万元，同比增长约 96.42%，增长符合预期。Q4 单季度方面，公司实现收入约 7337 万元，同比增长约 7.35%；剔除股份支付影响后实现归母净利润约 3450 万元，同比增长约 19.16%，增长具备韧性。受新冠疫情影响，2022 年公司各主要用户医院手术量均有所下滑，尤其是 Q4 防疫政策变化较大，新冠患者就诊量提升较大、常规就诊大幅下降，但全年来看公司主营业务三个板块均实现增长，其中人工生物心脏瓣膜销售收入 8949.25 万元，同比增长约 37.50%，继续保持强劲增速，预计 Q4 单季度实现瓣膜销售收入 2153 万元，同比增长约 23%，表现亮眼。
- **公司研发进展顺利，业绩和管线均将进入兑现阶段。**除外科生物瓣外，公司储备多项研发项目，目前临床进展顺利。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，特别是眼科生物补片已有 6 例完成术后 1 年随访，两家中心开始进入质控和结题阶段，预计这些产品将集中在 2023/24 年上市。此外，限位可扩展外科瓣已提交审评注册，血管补片即将提交上市申请，先心板块无支架生物瓣带瓣管道和心脏瓣膜补片已在审评补充材料中，业绩和管线有望逐步进入兑现阶段。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

- 根据业绩预增公告调低收入假设、调高费用率假设，预测公司扣除股份支付后 2022-24 年归母净利润为 1.36/2.05/3.95 亿元（原为 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 估值法给予目标价 151.82 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

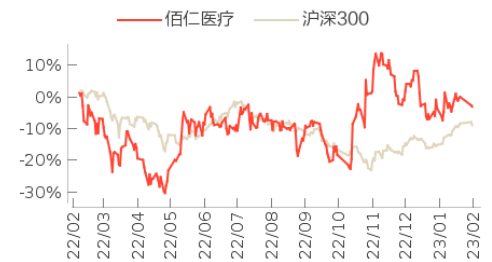
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	182	252	295	494	882
同比增长(%)	24.6%	38.4%	17.0%	67.8%	78.5%
营业利润(百万元)	67	53	99	212	449
同比增长(%)	-7.9%	-21.7%	87.6%	114.6%	111.8%
归属母公司净利润(百万元)	57	51	86	181	384
同比增长(%)	-10.4%	-9.4%	68.2%	110.1%	112.1%
每股收益(元)	0.42	0.38	0.63	1.33	2.83
毛利率(%)	88.9%	88.2%	91.5%	92.0%	92.0%
净利率(%)	31.1%	20.3%	29.2%	36.6%	43.5%
净资产收益率(%)	7.1%	5.6%	8.5%	16.0%	27.2%
市盈率	312.9	345.4	205.3	97.7	46.1
市净率	21.1	17.9	17.0	14.5	11.0

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（2023年01月31日）	129.78元
目标价格	151.82元
52周最高价/最低价	157.38/91.47元
总股本/流通A股（万股）	13,567/13,567
A股市值（百万元）	17,608
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2023年01月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.09	0.6	-4.22	-3.08
相对表现	-2.5	-6.77	-22.69	5.84
沪深300	-0.59	7.37	18.47	-8.92



### 证券分析师

刘恩阳 01066218100\*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

外科生物瓣销售持续提升，业绩增长符合预期：——佰仁医疗三季报点评 2022-10-26  
瓣膜产品销售持续强劲，业绩增长符合预期：——佰仁医疗中报点评 2022-08-30  
眼科生物补片入组完成，研发逐步进入收获期 2022-04-24

图 1：核心假设及盈利预测变动分析表

核心假设及盈利预测变动分析表						
人民币百万元（标注除外）						
	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
<b>核心假设</b>						
销售费用（占营业收入百分比%）	20%	19%	17%	20%	21%	18%
变动幅度				0.7%	2.1%	1.5%
管理费用（占营业收入百分比%）	20%	12%	7%	28%	13%	8%
变动幅度				7.5%	0.9%	0.2%
研发费用（占营业收入百分比%）	15%	16%	16%	16%	16%	16%
变动幅度				1.2%	0.1%	-0.5%
<b>分产品盈利预测</b>						
<b>心脏瓣膜置换与修复治疗</b>						
销售收入	164	239	373	121	226	341
变动幅度				-26.3%	-5.7%	-8.6%
毛利率	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
<b>补片类产品</b>						
销售收入	91	180	423	78	151	403
变动幅度				-14.2%	-16.2%	-4.6%
毛利率	91.00%	91.00%	91.00%	91.0%	91.0%	91.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
<b>先天性心脏病植（介）入治疗</b>						
销售收入	106	126	149	95	117	137
变动幅度				-9.7%	-7.2%	-7.9%
毛利率	88.00%	88.00%	88.00%	88.0%	88.0%	88.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
<b>其他业务</b>						
销售收入	1	1	1	1	1	1
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	50.00%	50.00%	50.00%	50.0%	50.0%	50.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
<b>销售收入合计</b>	<b>361</b>	<b>546</b>	<b>945</b>	<b>295</b>	<b>494</b>	<b>882</b>
变动幅度				-18.4%	-9.5%	-6.7%
<b>综合毛利率</b>	<b>91.82%</b>	<b>91.99%</b>	<b>92.06%</b>	<b>91.53%</b>	<b>92.04%</b>	<b>92.03%</b>
变动幅度				-0.3%	0.0%	0.0%

主要财务数据变动分析表						
人民币百万元（标注除外）						
	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入	361	546	945	295	494	882
变动幅度				-18.4%	-9.5%	-6.7%
营业利润	142	255	498	99	212	449
变动幅度				-30.6%	-16.8%	-9.9%
归属母公司净利润	121	218	426	86	181	384
变动幅度				-29.0%	-16.8%	-9.9%
每股收益（元）	0.89	1.60	3.14	0.63	1.33	2.83
变动幅度				-29.0%	-16.8%	-9.9%
毛利率(%)	91.82%	91.99%	92.06%	91.53%	92.04%	92.03%
变动幅度				-0.3%	0.0%	0.0%
净利率(%)	33.62%	39.82%	45.07%	29.23%	36.61%	43.49%
变动幅度				-4.4%	-3.2%	-1.6%

数据来源：东方证券研究所预测

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。

**图 2：FCFF 目标价敏感性分析**

FCFF目标价敏感性分析		永续增长率Gn(%)				
	151.82	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	7.65%	192.18	207.16	228.60	261.78	320.03
	8.15%	175.48	187.29	203.69	227.99	267.75
	8.65%	161.09	170.51	183.26	201.51	229.76
	9.15%	148.58	156.17	166.23	180.20	200.91
	9.65%	137.61	143.79	151.82	162.70	178.25
	10.15%	127.94	133.00	139.48	148.06	159.98
	10.65%	119.35	123.53	128.80	135.66	144.95
	11.15%	111.69	115.16	119.48	125.02	132.35
	11.65%	104.81	107.71	111.29	115.79	121.65

数据来源：东方证券研究所预测

**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	303	395	654	营业收入	182	252	295	494	882
应收票据、账款及款项融资	28	40	31	69	119	营业成本	20	30	25	39	70
预付账款	1	6	3	7	15	营业税金及附加	1	1	2	3	5
存货	16	22	20	31	54	销售费用	66	110	60	103	161
其他	613	628	519	520	521	管理费用及研发费用	46	80	129	144	205
<b>流动资产合计</b>	<b>808</b>	<b>853</b>	<b>876</b>	<b>1,022</b>	<b>1,363</b>	财务费用	(1)	(1)	(2)	(3)	(5)
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	10	0	0
无形资产	9	43	39	34	30	其他	0	5	4	0	0
其他	8	47	19	23	28	<b>营业利润</b>	<b>67</b>	<b>53</b>	<b>99</b>	<b>212</b>	<b>449</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>1,069</b>	<b>1,269</b>	<b>1,661</b>	营业外支出	1	3	0	1	1
短期借款	0	0	0	12	8	<b>利润总额</b>	<b>66</b>	<b>50</b>	<b>98</b>	<b>211</b>	<b>448</b>
应付票据及应付账款	10	15	11	19	34	所得税	10	(2)	13	32	67
其他	20	21	15	15	15	<b>净利润</b>	<b>56</b>	<b>51</b>	<b>86</b>	<b>180</b>	<b>381</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>26</b>	<b>46</b>	<b>57</b>	少数股东损益	(1)	0	(1)	(1)	(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>86</b>	<b>181</b>	<b>384</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.42	0.38	0.63	1.33	2.83
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>32</b>	<b>52</b>	<b>63</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(3)	(6)	成长能力					
实收资本(或股本)	96	96	136	136	136	营业收入	24.6%	38.4%	17.0%	67.8%	78.5%
资本公积	614	734	706	706	706	营业利润	-7.9%	-21.7%	87.6%	114.6%	111.8%
留存收益	127	159	197	378	762	归属于母公司净利润	-10.4%	-9.4%	68.2%	110.1%	112.1%
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>1,037</b>	<b>1,217</b>	<b>1,598</b>	毛利率	88.9%	88.2%	91.5%	92.0%	92.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>871</b>	<b>1,031</b>	<b>1,069</b>	<b>1,269</b>	<b>1,661</b>	净利率	31.1%	20.3%	29.2%	36.6%	43.5%
						ROE	7.1%	5.6%	8.5%	16.0%	27.2%
						ROIC	7.0%	5.8%	8.3%	15.7%	26.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	4.1%	4.1%	3.0%	4.1%	3.8%
净利润	56	51	86	180	381	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	33.44	22.12	23.90
财务费用	(1)	(1)	(2)	(3)	(5)	速动比率	25.76	22.71	32.69	21.45	22.95
投资损失	(18)	(15)	(10)	0	0	营运能力					
营运资金变动	(21)	(30)	15	(45)	(68)	应收账款周转率	12.8	7.4	8.2	9.8	9.3
其它	30	65	19	(7)	(7)	存货周转率	1.5	1.5	1.2	1.6	1.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>51</b>	<b>76</b>	<b>118</b>	<b>138</b>	<b>318</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	0.63	1.33	2.83
其他	(587)	21	110	3	3	每股经营现金流	0.53	0.79	0.87	1.02	2.34
<b>投资活动现金流</b>	<b>(597)</b>	<b>(65)</b>	<b>64</b>	<b>(60)</b>	<b>(60)</b>	每股净资产	6.17	7.29	7.66	8.99	11.82
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	312.9	345.4	205.3	97.7	46.1
其他	(59)	(130)	(46)	15	1	市净率	21.1	17.9	17.0	14.5	11.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(23)</b>	<b>(9)</b>	<b>(36)</b>	<b>15</b>	<b>1</b>	EV/EBITDA	236.1	295.0	158.4	76.4	36.8
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	256.0	330.5	175.5	81.1	38.1
<b>现金净增加额</b>	<b>(569)</b>	<b>3</b>	<b>146</b>	<b>93</b>	<b>258</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申明。

## 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)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。