

心脉医疗 (688016) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2023年4月28日

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 185.02

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

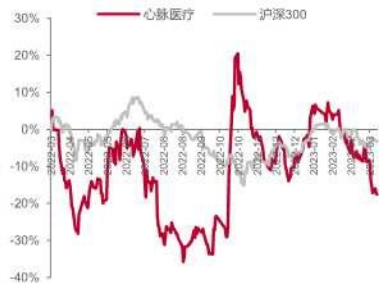
联系人: 于佳喜

Email: yujx@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	72
流通股本(百万股)	72
市价(元)	185.02
市值(百万元)	13,317
流通市值(百万元)	13,317

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

- 1 心脉医疗 2022 年三季报点评-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

**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	42.2	37.3	29.8	22.5	17.1
P/B	8.9	7.7	6.2	4.9	3.8

注: 股价信息截止至 2023 年 4 月 27 日

**投资要点**

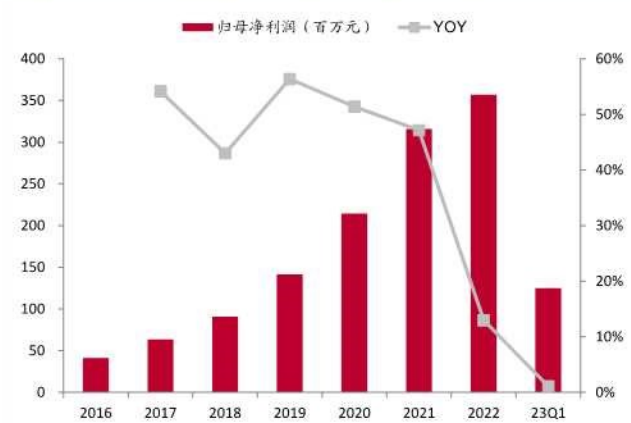
- **事件:** 2023 年 4 月 27 日, 公司发布 2023 年一季度报, 2023 年一季度公司实现营业收入 2.86 亿元, 同比增长 10.75%, 归母净利润 1.25 亿元, 同比增长 1.09%, 扣非净利润 1.20 亿元, 同比增长 1.58%。
- **费用预提影响短期利润率, 全年投入有望保持稳定。** 2023 年一季度公司销售费用率 8.78%, 同比提升 0.98pp, 管理费用率 4.62%, 同比提升 0.60pp, 研发费用率 12.68%, 同比下降 0.61pp, 财务费用率-0.50%, 同比提升 0.47pp。公司期间费用率整体提升, 主要因公司持续加大相关市场推广、产品开发投入, 同时在费用管理方面进行合理预提。2023 年一季度公司毛利率 75.73%, 同比下降 2.08pp, 主要受到 1 月疫情以及春节等因素影响, 净利率 43.26%, 同比下降 4.08pp。
- **3 月起院内手术量全面恢复, 核心产品业绩高增。** 2023 年一月因新冠诊疗挤兑以及春节等因素影响, 院内手术量有所下降, 经销商备货意愿降低, 对公司 Q1 表观增速造成影响, 2 月开始手术量明显回升, 3 月全面恢复, 公司旗下 5 款创新产品植量在 3 月份均创月度历史新高。2023 年一季度, 公司 Castor 分支型主动脉支架同比增长 24.32%, Minos 腹主动脉支架同比增速达到 45.51%, Reewarm 药球实现 62.54% 的高增长。展望 2023 年, 我们认为公司业绩低点已过, 主动脉、外周等产品植量有望持续加速, 全年实现大约 30% 的增速确定性较高。
- **创新产品进展顺利, 国际化布局稳步推进。** 公司持续加大研发投入, 不断推动创新成果的有效转化, 2023Q1 研发投入增长 43.51%。根据公司公告, 2023 年将有 13 款在研产品提交注册资料, 7 款在研产品有望进入临床试验并完成首例临床植入, 包括膝下药物球囊、血栓保护装置、多分支胸主动脉支架等突破性创新品种, 未来有望成为公司中远期业绩增长的重要支撑。同时公司持续加快全球化战略步伐, 海外收入 2023Q1 增速强劲, 高达 138%, 截至一季度末产品累计进入 25 个国家, 未来有望保持高增趋势。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计国内血管介入手术有望快速复苏, 公司主动脉、外周产品有望持续放量, 预计 2023-2025 年公司收入 11.73、15.39、20.38 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%, 对应 EPS 为 6.22、8.23、10.84。公司当前股价对应 2023 年大约 30 倍 PE, 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。

**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

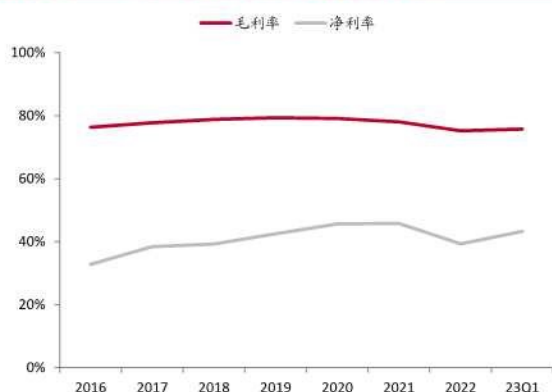
**图表 2: 心脉医疗主营业务收入情况 (百万元)**


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

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



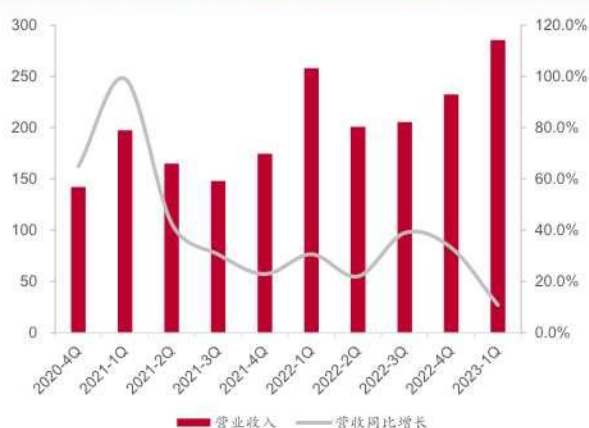
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 心脉医疗分季度财务数据 (百万元)

	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q
营业收入	142.07	197.47	164.81	147.88	174.47	257.88	200.92	205.45	232.25	285.59
营收同比增长	64.91%	99.08%	42.51%	30.47%	22.81%	30.59%	21.91%	38.93%	33.12%	10.75%
营收环比增长	25.35%	38.99%	-16.54%	-10.27%	17.98%	47.81%	-22.09%	2.25%	13.04%	22.97%
营业成本	29.73	39.36	34.54	32.42	43.96	57.20	52.94	51.89	60.48	69.3
营业费用	24.04	17.98	11.89	21.83	23.97	20.12	14.42	25.75	43.71	25.07
管理费用	4.48	4.51	6.53	6.96	11.24	10.38	8.74	10.51	16.39	13.19
财务费用	2.68	-2.99	-3.54	-2.56	-2.32	-2.50	-3.07	-5.2	-0.14	-1.43
营业利润	60.12	118.64	97.02	76.61	70.51	141.41	109.09	98.7	66.02	144.53
利润总额	60.11	118.65	97.30	75.33	70.37	141.22	109.11	98.27	65.3	144.93
所得税	7.90	16.97	14.28	11.21	5.69	19.15	18.03	13.55	11.12	21.38
归母净利润	52.21	101.69	83.02	65.28	65.87	123.49	91.55	85.85	56	124.84
归母净利润同比	78.66%	70.97%	35.96%	55.91%	26.16%	21.44%	10.27%	31.51%	-14.98%	1.09%

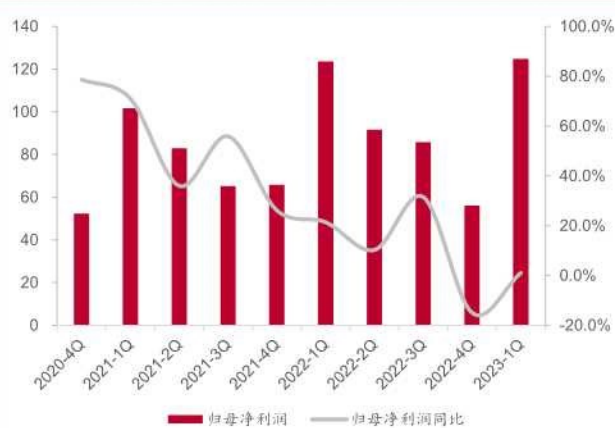
来源: wind, 中泰证券研究所

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

## 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 9: 心脉医疗财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
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				
单位:百万元				
会计年度	2022	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
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	37	30	22	17
P/B	8	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。