

日期: 2019年11月05日

行业: 专用设备制造业



# 主动脉及外周血管介入龙头企业

分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

IPO 发行价 RMB46.23-46.23 元

## 基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股)	18.00
发行后总股本 (百万股)	71.98
发行方式	战略配售
	网下询价
	上网定价
保荐机构	华菁证券、国泰君安

## 主要股东 (2019-7-22)

MicroPort Endovascular	45.71%
上海联木	8.46%
上海虹皓	7.36%

## 收入结构 (2018Y)

主动脉支架	81.57%
术中支架	16.55%

报告编号: WY19-NSP01

首次报告日期:

## ■ 投资摘要

### 公司是主动脉及外周血管介入龙头企业

公司是港股上市公司微创医疗子公司, 主要从事主动脉及外周血管介入医疗器械的研发、生产和销售, 主要产品为主动脉覆膜支架系统、外周血管支架系统、外周血管球囊扩张导管等产品。公司前三季度营业收入 2.48 亿元, 同比增长 43%, 归母净利润 1.13 亿元, 同比增长 48%, 扣非归母净利润 1.02 亿元, 同比增长 43%。

### 我国介入市场空间巨大

我国主动脉血管腔内介入医疗器械正处于高速增长阶段, 市场规模由 2013 年的 5.5 亿元增长至 2017 年的 10.3 亿元, 复合增长率高达 17.2%。预计市场规模在 2022 年增长至 19.5 亿元。我国外周血管介入医疗器械市场规模由 2013 年的 17.0 亿元增长至 2017 年的 30.1 亿人民币, 复合增长率达 15.4%, 预计至 2022 年将增至 71.2 亿元。目前该领域市场主要被国外企业占据, 随着我国生产企业研发能力的不断增强, 进口替代将推动国产医疗器械的市场份额持续提升。

### 主动脉介入领域公司市场份额第二

根据弗若斯特沙利文公司的相关研究报告, 按照产品应用的手术量排名, 2018 年公司在主动脉血管介入医疗器械市场份额排名第二, 为国产品牌中市场份额排名第一, 2018 年主动脉支架产品的市场占有率约为 26%。公司还拥有国内唯一获批上市的可在胸主动脉夹层外科手术中支架系统。外周血管介入领域公司产品未来不断丰富地情况下, 有望与国外产品形成竞争。

### 募集资金净额 7.3 亿主要用于介入产品产业化及研发等

公司发行价 46.23 元, 发行市盈率 39.75 倍, 募集资金净额 72965.89 万元, 主要用于主动脉及外周血管介入医疗器械产业化、主动脉及外周血管介入医疗器械研究开发、营销网络及信息化建设及补充流动资金等。

### 盈利预测

我们预计 2019-2021 年实现收入 3.25 亿元、4.52 亿元、6.07 亿元, 分别增长 40.76%、38.81%、34.34%, 归母净利润分别为 1.22 亿元、1.70 亿元、2.27 亿元, 同比增长 34.88%、38.75%、34.06%, 相应的稀释后每股收益为 1.70 元、2.36 元和 3.16 元。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	231.13	325.33	451.60	606.68
年增长率	39.96%	40.76%	38.81%	34.34%
归属于母公司的净利润	90.65	122.26	169.64	227.42
年增长率	43.01%	34.88%	38.75%	34.06%
每股收益 (元)	1.26	1.70	2.36	3.16
PER (X)	104.57	77.53	55.88	41.68

注: 有关指标按当年股本摊薄

## 一、国内主动脉及外周血管介入龙头

### 1.1 公司是主动脉及外周血管介入龙头企业

公司是港股上市公司微创医疗子公司，主要从事主动脉及外周血管介入医疗器械的研发、生产和销售，主要产品为主动脉覆膜支架系统、外周血管支架系统、外周血管球囊扩张导管等产品；公司还拥有国内唯一获批上市的可在胸主动脉夹层外科手术中支架系统。

2019 年中报显示，公司营业收入 17194.51 万元，同比增长 41.64%，实现归母净利润 8501.33 万元，同比增长 40.54%。实现扣非归母净利润 7689.97 万元，同比增长 38.66%。

图 1 公司近年收入、利润及增长概况

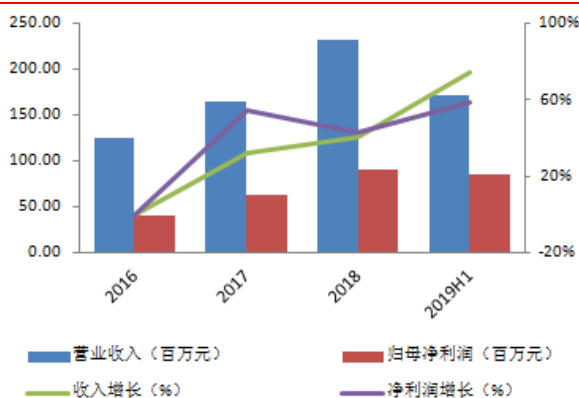
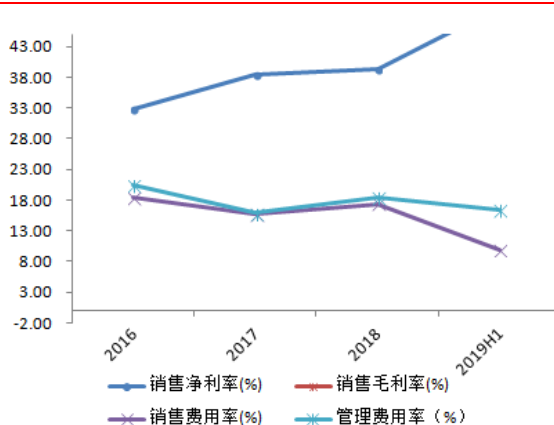


图 2 公司近年净利润率、毛利率及费用率概况



数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

### 1.2 主动脉及外周血管介入医疗器械市场发展情况

主动脉疾病主要包括主动脉夹层和主动脉瘤，目前，我国治疗主动脉疾病的临床方案主要分为药物保守治疗、外科开放式治疗、腔内介入治疗。

腔内介入治疗是近年来迅速发展起来的一门崭新临床治疗技术，只需在患者腿部股动脉切口，将覆膜支架系统导入到病变部位后进行释放，使覆膜支架在血管腔内将动脉瘤隔绝，消除动脉瘤壁承受的血流冲击并维持主动脉血流通畅。服务于腔内介入治疗需求，主动脉覆膜支架是主动脉疾病治疗中经常使用的介入医疗器械。主动脉腔内介入治疗创伤小、并发症少、安全性高、患者痛苦少。

我国主动脉血管腔内介入医疗器械正处于高速增长阶段，市场规模由 2013 年的 5.5 亿元增长至 2017 年的 10.3 亿元，复合增长率高达 17.2%。随着我国主动脉疾病筛查技术不断发展、临床相关经验不断提升、人民健康意识的不断提高，我国主动脉介入医疗器械预计市场规模于 2022 年增长至 19.5 亿元。

图 3 2013-2022 年我国主动脉介入医疗器械市场规模（单位：亿元）



数据来源：公司招股书 弗若斯特沙利文 上海证券研究所

外周血管疾病主要包括外周动脉疾病和静脉疾病。外周动脉疾病是指因外周动脉局部狭窄或闭塞导致的身体局部缺血性疾病，下肢动脉狭窄或闭塞后，会引起间歇性跛行、腿部或足部皮肤发冷、慢性疼痛和坏疽等症状。静脉疾病主要包括静脉曲张、深静脉血栓及静脉受压等引起的血流受阻、肢体肿胀等一系列病症。

外周血管疾病的治疗方法主要有药物治疗、外科手术治疗和介入治疗三种方式。药物治疗通过抗凝血或抗血小板药物治疗，仅适合疾病较轻的患者。外科手术治疗以自身静脉或人工血管移植，代替病变血管，缺点是创口面积大，愈合慢。介入治疗通过相关介入器械的应用撑开阻塞血管，恢复血流通畅，创伤小，病人恢复快。

我国外周血管介入医疗器械市场规模由 2013 年的 17.0 亿元增长至 2017 年的 30.1 亿人民币，复合增长率达 15.4%，预计至 2022 年我国外周血管介入医疗器械市场规模将增至 71.2 亿元。目前，我国该领域市场主要被国外企业占据，随着我国生产企业研发能力的不断增强，预期国产医疗器械的市场份额将持续提升。

图 4 2013-2022 年我国外周血管介入医疗器械市场规模（单位：亿元）

2013-2022 年我国外周血管介入医疗器械市场规模（单位：亿元）

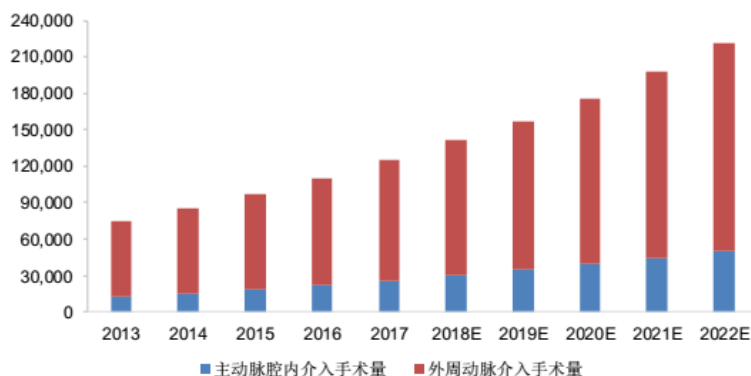


数据来源：公司招股书 弗若斯特沙利文 上海证券研究所

目前，我国主动脉及外周血管疾病的检出率、治疗渗透率相比国际成熟市场仍然较低。未来随着检出率、治疗渗透率不断提高，市场容量提升空间巨大。2017 年，我国主动脉支架腔内介入手术量、外周动脉介入手术量分别为 25,621 台、99,400 台，预计至 2022 年，将分别增长至 50,569 台、170,798 台。

图 5 2013-2022 年我国主动脉腔内介入及外周动脉介入手术量（单位：台）

2013-2022 年我国主动脉腔内介入及外周动脉介入手术量（单位：台）



数据来源：公司招股书 弗若斯特沙利文 上海证券研究所

### 1.3 行业竞争结构及公司的地位

在主动脉及外周血管介入领域，以美敦力、戈尔、库克医疗等为代表的国外医疗器械企业占据国内主动脉及外周血管介入医疗器械市场较高的份额。国内企业起步较晚，大多规模较小，研发实力、资金实力均难以与外企形成全面竞争。但随着国家政策扶持以及企业研发投入的不断加大，以公司为代表的部分国内生产企业的

自主核心产品性能已部分达到国际先进水平，具备较强市场竞争能力，开始逐步实现进口替代。

目前，公司已发展成我国主动脉血管介入医疗器械的龙头企业。根据弗若斯特沙利文公司的相关研究报告，按照产品应用的手术量排名，2018 年公司在我国主动脉血管介入医疗器械市场份额排名第二，仅次于美敦力，为国产品牌中市场份额排名第一。

公司处于国内市场领先地位的核心技术产品包括主动脉支架类、术中支架类产品。按照产品应用的手术量测算，2018 年公司主动脉支架产品的市场占有率约为 26%；公司的术中支架系统为国内唯一获批上市的可在胸主动脉夹层外科手术中使用的术中支架系统。

在外周血管介入领域，目前国内市场基本由美敦力、波士顿科学、科迪斯、巴德、雅培等国际先进企业占据，缺乏有力的国内竞争者。公司在外周血管介入领域已经较早布局，并成功开发出 CROWNUS 外周血管支架系统以及 Reewarm 外周球囊扩张导管，但尚未形成完整的产品线，整体竞争力与国际先进企业相比存在一定差距，因此外周血管介入产品销售收入较小，市场占有率较低。

总体而言，与境内外可比公司的同类产品相比，公司主动脉支架类产品已处于国内领先水平，部分产品已达到国际先进水平；术中支架类产品处于行业领先地位，且是目前国内唯一获批上市的术中支架系统；公司在外周血管介入领域尚未形成完整的产品线，技术水平、整体竞争力与国际先进企业相比尚存在一定差距。

## 1.4 公司的竞争优势

### 1.4.1 主动脉支架产品对比分析

目前市场上主动脉支架产品主要包括胸主动脉支架和腹主动脉支架。对应公司、产品型号及技术指标如下：

表 1 各公司主动脉支架产品对比分析

产品类别	公司名称	产品型号	国内销售	技术应用		支架生产工艺			应用场景		操作友好度	
				输送系统 外鞘直径	支架形态	支架段结构	加工工艺	覆膜材料	入路血管直径	应用部位	输送系统	释放方式
胸主动脉覆	心脉医疗	Hercules Low Profile	是	18-20F	直管型	变高波段	缝合	PET	6-7mm	胸降主动脉	软鞘跨弓	旋转+拉线
		Castor	是	24F	分支型	变高波段	缝合	PET	8mm	胸降主动脉、左锁骨下动脉	软鞘跨弓	后拉+拉线
	美敦力	Valiant	是	22-25F	直管型	等高波段	缝合	PET	7-8mm	胸降主动脉	硬鞘跨弓	旋转+

膜 支 架 系 统		Valiant Navion	否	18-22F	直管型	等高波段	缝合	PET	6-7mm	胸降主动脉	硬鞘跨弓	后拉 旋转+ 后拉
	库克	Zenith Alpha	否	18-23F	直管型	等高波段	缝合	PET	5-7mm	胸降主动脉	硬鞘跨弓	旋转+ 后拉
	戈尔	C-TAG	是	18-24F	直管型	连续波段	热熔	ePTFE	6-8mm	胸降主动脉	软鞘跨弓	拉线式
	先健科技	Ankura	是	20-22F	直管型	等高波段	热熔	ePTFE	7mm	胸降主动脉	硬鞘跨弓	旋转+ 后拉
腹 主 动 脉 覆 膜 支 架 系 统		Minos	是	14-16F	三件式	变高波段+ 连续波段	缝合	PET	5mm	腹主动脉	编织外管	旋转
	心脉医疗	Aegis	是	20-22F	一体式	连续波段	缝合	ePTFE	7mm	腹主动脉(可 适用于局部 狭窄的病例)	PTFE 外 管	后拉+ 拉线式
		Hercules	是	20-22F	两件式	变高波段	缝合	PET	7mm	腹主动脉	PTFE 外 管	后拉
	美敦力	Endurant II	是	18-20F	两件式	等高波段	缝合	PET	6-7mm	腹主动脉	编织外管	旋转+ 后拉
	库克	Zenith Flex	是	21-26F	三件式	等高波段	缝合	PET	7-9mm	腹主动脉	编织外管	旋转+ 后拉
	戈尔	Excluder C3	是	16-18F	两件式	等高波段	热熔	ePTFE	5-6mm	腹主动脉	无外管	拉线式, 位 置可调
	科迪斯	Incraft	是	14-16F	三件式	等高波段	缝合	PET	5mm	腹主动脉	编织外管	旋转+ 后拉
	先健科技	Ankura	是	20-22F	两件式	等高波段	热熔	ePTFE	7mm	腹主动脉	编织外管	旋转+ 后拉

数据来源: 公司招股说明书 上海证券研究所

技术应用方面: 公司 Hercules Low Profile 胸主动脉支架和 Minos 腹主动脉支架均是目前国内市场输送系统外鞘直径最细的胸、腹主动脉支架产品之一, 更加适用于入路血管直径相对狭窄、迂曲的亚洲人群; 公司胸主动脉支架包括直管型及全球首款上市的分支型, 腹主动脉支架包括一体式、两件式、三件式等形态, 拓展了产品的适应证范围或者可适用于更多病例。

生产工艺方面: 不同厂商的生产工艺各具特点。公司主动脉支架产品在支架段结构上较多采用变高波段设计, 比等高波段设计更加顺应血管的自然形态、密封性更佳; 在支架加工工艺上, 公司主动脉支架产品采用主流的缝合工艺; 覆膜材料普遍使用 PET 或 ePTFE 高分子材料, 技术相对成熟。

应用场景方面: 公司产品适用于入路血管直径较细的病例;

Castor 支架为全球首款获批上市的分支型主动脉支架，首次将 TEVAR 手术适应证拓展到主动脉弓部病变；Aegis 支架的一体式结构在分叉处狭窄的腹主动脉瘤病例上具有优势。

操作友好度方面：公司胸主动脉支架输送系统采用软鞘跨弓技术，可降低支架系统跨弓时对血管的刺激和伤害。针对不同的主动脉支架的结构，输送系统采用旋转、后拉或拉线式释放，操作更加可控。

与境内外可比公司的同类产品相比，公司主动脉支架产品在技术应用、生产工艺、应用场景、操作友好度等方面已处于国内领先水平，部分产品已达到国际先进水平。

### 1.4.2 术中支架产品对比分析

公司的 CRONUS 术中支架系统是国内唯一获批上市的术中支架系统，处于行业领先水平。是配合国内专家的临床需求开发的首创性产品，可以避免传统象鼻手术 II 期手术中的复杂缝合操作，使两次开胸手术简化为一次完成，减少病人痛苦，显著降低手术操作难度，应用该产品的外科手术术式已成为国内外治疗复杂型主动脉夹层以及累及主动脉弓和降主动脉扩张性疾病的标准术式（即“孙氏手术”）。

表 2 各公司术中支架产品对比分析

类别	公司名称	产品型号	国内销售	技术应用	生产工艺			吻合方式		操作友好度	
					结构	加工工艺	材料	降主动脉	弓部	配套附件	释放方式
术中支架	心脉医疗	CRONUS	是	支架	Z 型支架	远端 1cm 缝合段	钴铬合金	无缝合帽	独立的四分支人造血管	可配合导丝使用	拉线式
	泰尔茂	Thoraflex Hybrid	否	支架+四分支人工血管	环形支架	远端无缝合段	镍钛合金	有缝合帽	与支架一体的四分支人造血管	可配合导丝使用	挤压+拉线
	JOTEC	E-vita open	否	支架+人工血管	Z 型支架	远端无缝合段	镍钛合金	有缝合帽	岛状吻合	不能配合导丝使用	挤压+拉线

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

### 1.4.3 外周血管介入产品对比分析

公司 CROWNUS 外周血管支架获得产品注册证的时间较早，支架及输送鞘直径相比同类产品较粗、支架长度也较小，因此在细长、迂曲外周血管中的使用受限；此外，公司 CROWNUS 外周血管支架的输送系统采用快速交换式结构，操作更为简单，但通过血管病变部位的能力较差。公司 CROWNUS 外周血管支架系统与国际同类先进产品相比尚存在一定差距。

公司 Reewarm 外周球囊扩张导管在技术应用、生产工艺、应用场景、操作友好度等方面与同类产品之间不存在明显差异，但由于公司在外周血管介入领域尚未形成完整的产品线，单个产品销售规模较小。截至今年上半年，公司 CROWNUS 外周血管支架系统未实现销售。Reewarm 外周球囊扩张导管于 2017 年 7 月获得产品注册证并于 2018 年实现销售收入 33.35 万元。

表 3 各公司外周血管介入产品对比分析

产品类别	公司名称	产品型号	国内销售	技术应用		生产工艺		应用场景	操作友好度	
				输送鞘直径	产品直径/长度 (mm)	成型方式	主要材料	适用血管	输送系统结构	额定爆破压力 (atm)
外周血管支架系统	心脉医疗	CROWNUS	是	7-8F	Φ5-10/ 20-80	切割	镍钛合金	髂、股、锁骨下动脉	快速交换式	-
	美敦力	Everflex	是	5-6F	Φ6-8/ 20-200	切割	镍钛合金	髂、股、近腘动脉	同轴式	-
	雅培	Supera	是	6-7F	Φ4.5-6.5/ 20-150	编织	镍钛合金	股、近腘动脉	同轴式	-
	科迪斯	S.M.A.R.T Flex	是	6F	Φ5-8/ 30-200	切割	镍钛合金	髂、股、近腘动脉	同轴式	-
外周球囊扩张导管	心脉医疗	Reewarm	是	4-6F	Φ2-7/ 20-220	中空吹塑	PA	下肢动脉	-	12~14
	美敦力	Pacific	是	4-5F	Φ2-7/ 20-150	中空吹塑	PA	外周动脉	-	12~22
	波士顿科学	Sterling	是	4-6F	Φ2-8/ 20-220	中空吹塑	Pebax	下肢动脉、肾动脉	-	12~14
	科迪斯	Saber	是	4-6F	Φ2-10/ 20-300	中空吹塑	PA	股腘动脉	-	10~18
	巴德	Bantam	是	4-6F	Φ2-9/ 20-280	中空吹塑	PA	下肢动脉	-	11~16

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

## 二、公司分析及募集资金投向

### 2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

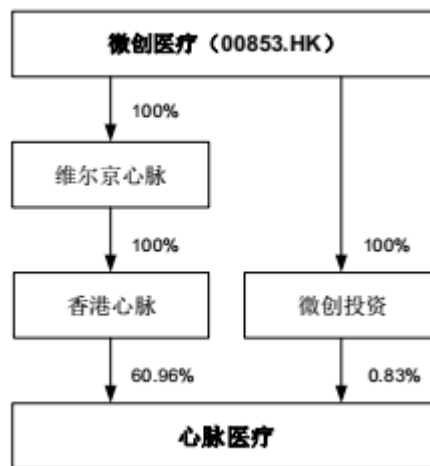
香港心脉为公司控股股东，本次发行前持有公司 60.96% 股权。微创医疗为公司间接控股股东。微创医疗合计间接持有公司 61.79% 股份，微创医疗为香港主板上市公司。

2012 年 8 月，心脉有限设立，定位为微创医疗下属从事主动



脉及外周血管介入医疗器械业务的独立经营主体，开始独立开展主动脉及外周血管介入医疗器械业务的研发、生产和销售。

图 6 发行前公司股权结构



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

## 2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

公司主要从事主动脉及外周血管介入医疗器械的研发、生产和销售。在主动脉介入医疗器械领域，公司主要产品为主动脉覆膜支架系统，是国内产品种类齐全、规模领先、具有市场竞争力的企业之一。在外周血管介入医疗器械领域，公司目前拥有外周血管支架系统、外周血管球囊扩张导管等产品，以及国内唯一获批上市的可在胸主动脉夹层外科手术中使用的术中支架系统。

公司产品已覆盖国内 30 个省、自治区和直辖市的 700 多家医院，并出口至南美等地区。按照产品应用的手术量排名，2018 年公司在我国主动脉血管介入医疗器械市场份额排名第二，仅次于美敦力，国产品牌中市场份额排名第一。

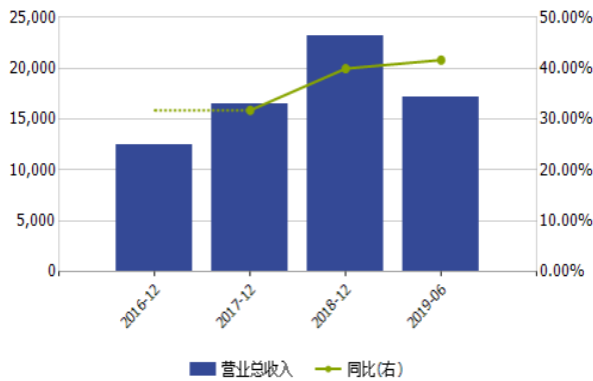
2016~2019 年 H1 公司主营业务收入分别为 1.21 亿元、1.61 亿元、2.29 亿元、1.72 亿元，2017~2019H1 分别同比增长 31.76%、39.96%、41.64%，2016~2018 年核心产品主动脉支架销售收入分别为 9477.46 万元、13088.22 万元、18852.08 万元，占比为 77.98%、81.18%、81.57%。

2016~2019 年 H1 公司归母净利润分别为 4111.38 万元、6338.62 万元、9064.79 万元、8501.33 万元，分别同比增长 54.17%、43.01%、40.54%。

根据三季报，公司前三季度营业收入 2.48 亿元，同比增长 43%，归母净利润 1.13 亿元，同比增长 48%，扣非归母净利润 1.02 亿元，

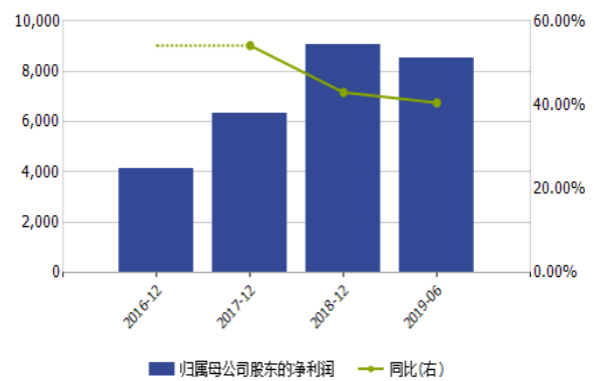
同比增长 43%。

图 7 公司近年收入及增长概况



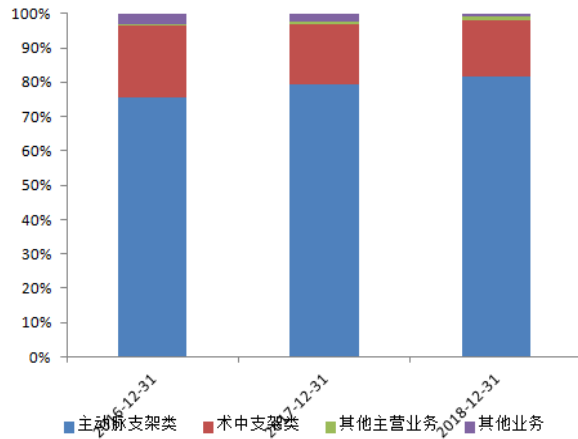
数据来源：公司招股书 Wind 上海证券研究所

图 8 公司近年归母净利润及增长情况



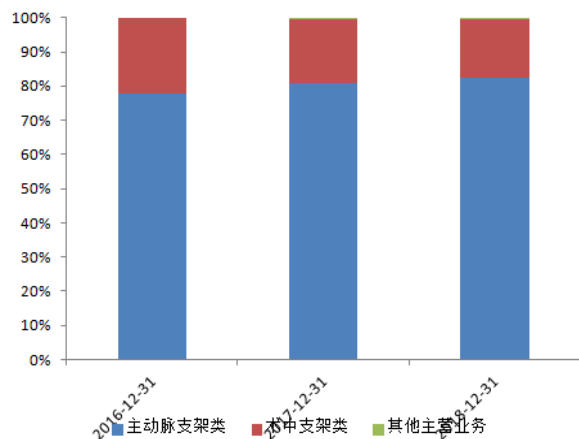
数据来源：公司招股书 Wind 上海证券研究所

图 9 公司主要产品收入结构



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

图 10 公司主要产品利润结构



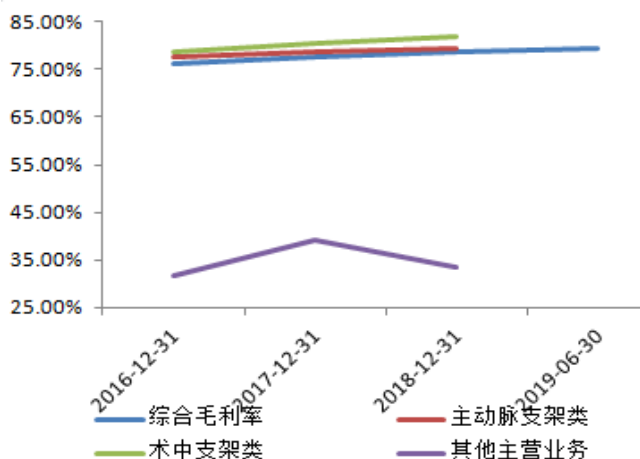
数据来源：公司招股书 上海证券研究所

### 2.3 主要产品毛利率变动分析

2016~2019H1，公司综合毛利率分别为 76.35%、77.73%、78.81%、79.43%，保持持续增长的态势。

其中 2016~2018 年，主动脉支架产品毛利分别为 77.62%、78.58%、79.26%，术中支架产品分别为 78.79%、80.50%、82.00%，同样呈现持续增长的态势。

图 11 公司综合毛利率水平及主要产品毛利率变化



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

## 2.4 公司财务指标分析

### 2.4.1 公司期间费用率波动，研发支出保持较高水平

2019 年上半年，公司的销售费用为 1711.91 万元，销售费用占销售收入的 9.96%，近 3 年有所波动。管理费用为 934.26 万元，占销售收入的 5.43%，近 3 年整体呈现波动趋势。

2018 年，公司的研发投入为 1890.07 万元，占营业收入比重为 10.99%，近 3 年呈现波动趋势，总体保持在较高水平。

图 12 近年公司期间费用率情况

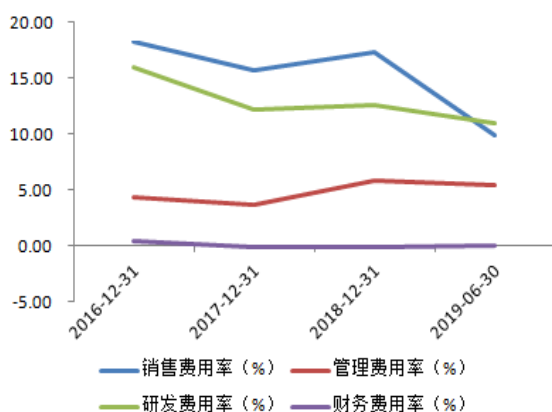
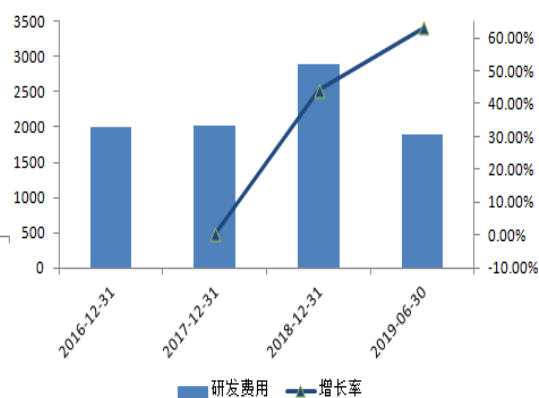


图 13 近年公司研发投入情况



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

### 2.4.2 公司资产周转率良好

2016~2019H1，公司应收账款周转率分别为 5.81 次/年、7.78 次/年、9.84 次/年、5.71 次/年，应收账款周转速度较快。公司仅对

少量优质的客户授予一定的信用期。因此，应收账款余额未随营业收入同步增长，应收账款周转速度逐年上升。

2016~2018H1，公司存货周转率分别为 1.45 次/年、1.47 次/年、1.64 次/年、0.95 次/年，呈上升趋势，公司产品生产采用“以销定产、适量备货”的模式，备货水平与公司销售规模较为匹配。

2016~2019H1，公司总资产周转率分别为 0.74 次/年、0.80 次/年、0.94 次/年、0.55 次/年，逐年上升，总资产周转情况良好。

2018 年、2019H1 公司经营活动产生的现金流净额为 10685.18 万元、7192.93 万元，占当期净利润比例为 118%、85%，近年来公司现金流状态总体良好。

**表 4 公司营运能力分析**

财务指标	2016	2017	2018	2019H1
存货周转天数	292.71	244.68	219.16	188.86
应收账款周转天数	54.33	46.30	36.59	31.53
存货周转率	1.23	1.47	1.64	0.95
应收账款周转率	6.63	7.78	9.84	5.71
流动资产周转率	1.65	2.01	2.26	1.08
固定资产周转率	2.52	3.38	4.85	3.65
总资产周转率	0.66	0.80	0.94	0.55
应付账款周转率	5.20	6.04	7.70	4.74
公司经营性现金流净额（万元）	3013.49	6935.53	10685.18	7192.93
经营性现金流净额/ 归母净利润	0.73	1.09	1.18	0.85

数据来源：Wind 公司公告 上海证券研究所

## 2.5 募集资金投向

本次公司发行价 46.23 元，发行市盈率 39.75 倍，募集资金净额 72965.89 万元。募集资金将主要用于以下项目：

**表 5 募集资金运用（万元）**

	项目	项目总投资	计划使用募集资金金额
1	主动脉及外周血管介入医疗器械产业化项目	15,128.45	15,128.45
2	主动脉及外周血管介入医疗器械研究开发项目	35,497.87	35,497.87
3	营销网络及信息化建设	4,483.59	4,483.59
4	补流	10,000.00	10,000.00
合计		<b>65,109.91</b>	<b>65,109.91</b>

数据来源：Wind 公司招股书 上海证券研究所

**主动脉及外周血管介入医疗器械产业化项目：**拟对公司现有大楼进行改造，生产主动脉及外周血管介入医疗器械相关产品，项目建成后可形成年生产主动脉及外周血管介入医疗器械 35,100 条的生产能力，其中主动脉支架类 11,500 条、术中支架 2,400 条、外周类产品 21,200 条。建成达产后，将实现多个主动脉及外周血管介入医疗器械的产业化，包括 Minos 腹主动脉覆膜支架、Fontus 分支型术中支架、Reewarm PTX 药物球囊扩张导管、Taloz 直管型胸主动脉覆膜支架等已进入创新医疗器械特别审批程序的产品。总体产品线结构将不断得到优化，为公司开辟新的增长动力。

项目总投资为 15,128.45 万元，其中：建设投资 11,785.57 万元，铺底流动资金 3,342.88 万元，建设期为三年。

**主动脉及外周血管介入医疗器械研究开发项目：**拟用于 7 项主动脉介入医疗器械及 11 项外周血管介入医疗器械的研究开发。未来 5 年的研发投资合计 35,497.87 万元，计划在项目实施后 5 年内，有多个产品进入上市前临床阶段、乃至获证上市。

图 15 项目进度计划

序号	类别	T+6	T+12	T+18	T+24	T+30	T+36	T+42	T+48	T+54	T+60
1	主动脉类	1 项产品立项	2 项产品注册	3 项产品获证			3 项产品临床试验				
2	外周动脉类	2 项产品技术验证, 1 项递交注册		1 项产品获证	2 项产品设计验证			2 项产品临床试验			
3	外周静脉类	3 项产品技术验证		3 项产品临床试验		3 项产品递交注册		4 项产品设计验证			

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

**营销网络及信息化建设项目：**包括在北京、上海建立两个营销总部，发挥中心辐射的战略作用，并在广州、西安、昆明、长沙、沈阳、南宁、成都、济南、郑州以及南京设立营销分中心，以及信息化建设。

### 三、盈利预测及主要假设

**主要假设：**1) 核心产品价格保持稳定，产品渗透率持续提升；2) 不出现重大行业负面事件及产品安全性事件；3) 公司产品不受医疗器械带量采购的影响，价格维持稳定。

基于以上假设，我们预计 2019-2021 年实现收入 3.25 亿元、4.52 亿元、6.07 亿元，分别增长 40.76%、38.81%、34.34%，归母净利

润分别为 1.22 亿元、1.70 亿元、2.27 亿元，同比增长 34.88%、38.75%、34.06%，相应的稀释后每股收益为 1.70 元、2.36 元和 3.16 元。

## 四、风险因素

包括但不限于：

**政策风险：**耗材两票制、带量采购、DRGs 付费等政策均可能对公司产品的销售费用、终端价格等产生影响，可能使销售费用增加或终端价格下降，进而影响利润水平。

**研发及注册进度不及预期：**主动脉及外周血管介入医疗器械行业属于技术密集型行业，对产品研发和技术创新能力要求较高、研发周期较长。在新产品研发过程中，公司可能面临研发方向出现偏差、新产品研发投入成本偏高、研发进程缓慢甚至研发失败的风险。同时公司可能存在新研发产品无法及时完成注册的风险，进而延缓产品上市推广进程，并对公司经营业绩造成不利影响。

**募集资金项目推进不及预期：**公司募集资金项目如果进度低于预期，可能影响公司新的利润点的实现，可能公司利润的达成。

**产品质量问题：**公司产品主要用于主动脉及外周血管介入治疗手术，适用疾病比较复杂，有多种因素会影响到患者手术的成败，其中产品质量问题是非常重要的因素之一。若公司产品质量出现问题，将对公司信用、销售等方面造成不良影响。

## 五、估值分析

### 5.1 同行业可比公司 PE 估值比较分析

基于已公布的 2018 年业绩和 2019、2020 年预测业绩的均值，A 股同行业可比上市公司 18 年静态平均市盈率为 42.34，19 年、20 年平均动态市盈率为 38.20 倍、29.87 倍，同期医疗器械上市公司市盈率行业中值分别为 34.31 倍、26.17 倍。

表 7 同行业上市公司 PE 比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
乐普医疗	300003	31.00	0.68	0.96	1.24	45.32	32.37	25.04
凯利泰	300326	14.83	0.64	0.43	0.55	23.04	34.80	26.85
大博医疗	002901	54.55	0.93	1.15	1.45	58.66	47.44	37.71
<b>行业平均</b>						<b>42.34</b>	<b>38.20</b>	<b>29.87</b>
先健科技	1302.HK	1.35	0.03	-	-	45.00	-	-

心脉医疗	688016	131.69	1.26	1.70	2.36	104.57	77.46	55.80
------	--------	--------	------	------	------	--------	-------	-------

数据来源: Wind 上海证券研究所

公司每股发行价为 46.23 元, 对应 18、19、20 年 PE 为 36.71、27.22、19.62 倍。目前公司股价为 131.69 元, 对应 18、19、20 年 PE 为 104.57、77.46、55.80 倍, 高于 A 股可比公司估值水平和行业估值中位数。

此外, 18 年公司以扣非归母净利润计算 EPS 为 1.55 元, 对应 PE84.91 倍, A 股同行业可比公司对应平均扣非 PE 为 64.47 倍, 公司估值高于 A 股可比上市公司。

## 5.2 其他相对估值法比较分析

我们选择 PB、PEG 两种方法进行比较分析, 目前公司 18、19、20 年 PB 分别为 43.85、8.87、7.66, 高于同行业可比公司均值 9.40、7.88、6.53。公司 18、19、20 年 PEG 分别为 2.91、1.77、1.44, 高于同行业可比公司均值 0.47、0.57、1.07。

表 8 同行业上市公司 PB 比较

公司名称	股票代码	股价	BPS			PB		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
乐普医疗	300003	31.00	3.57	4.34	5.39	8.68	7.14	5.75
凯利泰	300326	14.83	3.46	3.74	4.22	4.29	3.96	3.52
大博医疗	002901	54.55	3.58	4.35	5.28	15.23	12.55	10.33
<b>行业平均</b>						<b>9.40</b>	<b>7.88</b>	<b>6.53</b>
先健科技	1302.HK	1.35	0.29	-	-	4.72	-	-
心脉医疗	688016	131.69	3.00	14.84	17.20	43.85	8.87	7.66

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 9 同行业上市公司 PEG 比较

公司名称	股票代码	股价	PEG		
			2018A	2019E	2020E
乐普医疗	300003	31.00	0.34	0.81	0.86
凯利泰	300326	14.83	-1.00	-1.04	0.91
大博医疗	002901	54.55	2.09	1.94	1.46
<b>行业平均</b>			<b>0.47</b>	<b>0.57</b>	<b>1.07</b>
先健科技	1302.HK	1.35	-	-	-
心脉医疗	688016	131.69	2.91	1.77	1.44

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 六、附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	50	878	1,025	1,217
存货	34	50	67	91
应收账款及票据	23	40	48	70
其他	9	14	18	24
流动资产合计	116	981	1,158	1,402
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	47	43	40	36
在建工程	1	1	1	1
无形资产	95	91	88	85
其他	10	8	7	7
非流动资产合计	153	144	136	128
<b>资产总计</b>	<b>269</b>	<b>1,125</b>	<b>1,294</b>	<b>1,531</b>
短期借款	0	1	1	1
应付账款及票据	6	12	13	20
其他	33	34	30	32
流动负债合计	39	47	45	54
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	13	10	11	12
非流动负债合计	13	10	11	12
<b>负债合计</b>	<b>53</b>	<b>57</b>	<b>56</b>	<b>66</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	216	1,068	1,238	1,465
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>269</b>	<b>1,125</b>	<b>1,294</b>	<b>1,531</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	91	122	170	227
折旧和摊销	8	7	7	7
营运资本变动	19	(31)	(30)	(42)
<b>经营活动现金流</b>	<b>107</b>	<b>97</b>	<b>144</b>	<b>189</b>
资本支出	(18)	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(25)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
股权融资	0	18	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(64)</b>	<b>731</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>净现金流</b>	<b>18</b>	<b>828</b>	<b>147</b>	<b>192</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>231</b>	<b>325</b>	<b>452</b>	<b>607</b>
营业成本	49	68	96	130
营业税金及附加	2	2	2	3
营业费用	40	55	76	101
管理费用	43	60	83	112
财务费用	(0)	(1)	(3)	(3)
资产减值损失	1	0	1	1
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>105</b>	<b>141</b>	<b>196</b>	<b>263</b>
营业外收支净额	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>105</b>	<b>141</b>	<b>196</b>	<b>263</b>
所得税	14	19	26	35
净利润	91	122	170	227
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>91</b>	<b>122</b>	<b>170</b>	<b>227</b>

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	39.96%	40.76%	38.81%	34.34%
EBITDA 增长率	34.59%	42.34%	36.29%	33.06%
EBIT 增长率	33.06%	44.98%	38.13%	34.28%
净利润增长率	43.01%	34.88%	38.75%	34.06%
毛利率	78.81%	78.95%	78.74%	78.52%
EBITDA/总收入	44.73%	45.23%	44.41%	43.99%
EBIT/总收入	41.80%	43.05%	42.84%	42.82%
净利率	39.22%	37.58%	37.56%	37.49%
资产负债率	19.59%	5.09%	4.34%	4.29%
流动比率	2.96	20.78	25.91	25.95
速动比率	2.10	19.73	24.41	24.26
总资产回报率 (ROA)	33.72%	10.86%	13.11%	14.86%
净资产收益率 (ROE)	41.94%	11.45%	13.71%	15.52%
EV/营业收入	0.0	0.0	26.0	18.4
EV/EBITDA	0.0	57.6	41.5	30.5
PE	104.57	77.53	55.88	41.68
PB	43.3	8.8	7.6	6.4

数据来源: WIND 上海证券研究所



## 分析师承诺

魏贇

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。