

心脉医疗(688016)

报告日期: 2023年03月29日

## 疫情下业绩承压, 疫后恢复可期

### ——心脉医疗 2022 年年报点评报告

#### 投资要点

2023年3月29日, 公司披露年报, 2022年营业收入8.97亿元, 同比增长31%; 归母净利润3.57亿元, 同比增长13%。其中四季度收入2.32亿元, 同比增长33%; 归母净利润0.56亿元, 同比减少15%, 四季度疫情影响下, 费用投入未能带来收入高增长, 利润增速下滑较为明显。我们认为, 2023年随手术量恢复、新品商业化以及渠道拓展等, 产品有望加速放量。

#### □ 成长性: 新品放量+渠道拓展, 有望打开成长空间

(1) 新品放量有望带来增量贡献。2022年1月, 公司 Talos 直管型胸主动脉覆膜支架系统上市, 2022年公司对外周药球进行了产品规格型号扩展, 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, 其中 Talos 支架在 Hercules 与 Castor 之间形成了产品线的补齐, 公司高中低端产品线完善, 形成产品梯度, 助推产品放量; 而外周药物球囊最常用 0.014、0.018 与 0.035 系列, 不同型号支撑力有所差异从而其使用场景有所差别。公司由原有 0.018 系列拓展型号至 0.035 系列, 适应症范围由主要在膝下、股腘扩展到大部分的股动脉、髂动脉病变, 扩大了产品的适用范围, 覆盖绝大部分下肢动脉疾病, 有望拉动外周板块快速放量;

(2) 海外渠道拓展加速, 集采压力下有望构建新增长曲线。2022年公司海外收入同比增长 74.90% (对应海外收入 0.53 亿元), 截止 2022 年末, 公司已覆盖 22 个国家, 其中 Minos 累计已进入 13 个国家 (2021 年 12 个)。Hercules LP 累计已进入 14 个国家 (2021 年 10 个); Castor 累计已进入 9 个国家 (2021 年 5 个), Hyperflex 球囊扩张导管在日本实现首例植入, 海外渠道拓展加速。我们认为, 在国内集采担忧持续的情况下, 海外的稳步推进将带来更广阔的成长空间。

(3) 产品创新迭代持续, 长期收入高增长可期。2022 年, 公司外周支架、髂静脉支架、TIPS 支架、Fishhawk 机械血栓切除导管、多分支支架、Castor 二代、Agesis 二代等多产品研发顺利推进, 我们认为后续产品的持续创新迭代, 有望有效应对集采风险, 拉动公司长期收入增长。

#### □ 盈利能力: 集采影响下利润率或仍有下降趋势

(1) 2022 年毛利率 75%, 集采影响叠加渠道变化, 毛利率或仍有下滑趋势。2022 年公司销售毛利率 75%, 同比下降 3pct, 2023 年河南省外周介入集采实施, 我们认为, 随主动脉与外周产品集采的稳步推进, 以及公司海外收入占比提升, 2023-2025 年公司毛利率或仍有下滑趋势; (2) 股权激励下期间费用率有所提升, 随股权激励摊销持续、新品推广以及新品研发稳步推进, 2023 年费用率或仍将维持较高水平。2022 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 11.6%、5.1%、15.3%, 分别同比提升 0.55pct、0.86pct、0.40pct。我们认为随公司研发投入持续、股权激励推行, 三大费用率或仍将维持相对较高水平, 2023 年盈利能力或缓降。

#### □ 盈利预测与估值

我们认为, 公司 2023-2025 年收入分别为 11.60/14.68/18.60 亿元, 分别同比增长 29.4%、26.6%、26.7%, 归母净利润 4.45/5.53/6.84 亿元, 分别同比增长 24.8%、24.1%、23.7%, 对应 EPS 分别为 6.19/7.68/9.50 元, 对应 2023 年 28 倍 PE, 维持“增持”评级。

#### □ 风险提示

产品研发及商业化不及预期的风险; 行业政策变动的风险; 行业竞争加剧的风险; 海外市场变动的风险

#### 投资评级: 增持(维持)

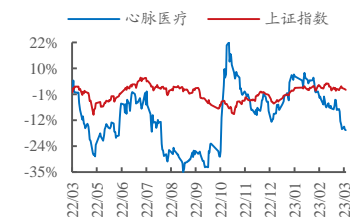
分析师: 孙建  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

研究助理: 司清蕊  
 siqingrui@stocke.com.cn

#### 基本数据

|          |           |
|----------|-----------|
| 收盘价      | ¥171.00   |
| 总市值(百万元) | 12,308.26 |
| 总股本(百万股) | 71.98     |

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《业绩恢复高增长——心脉医疗点评报告》2022.10.29
- 《疫情下收入实现高增长——心脉医疗点评报告》2022.08.26
- 《心脉医疗点评: 定增开启, 助力发展》2022.07.27

## 财务摘要

| (百万元)     | 2022A  | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-----------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 896.50 | 1159.90 | 1468.44 | 1859.75 |
| (+/-) (%) | 30.95% | 29.38%  | 26.60%  | 26.65%  |
| 归母净利润     | 356.88 | 445.25  | 552.71  | 683.88  |
| (+/-) (%) | 12.99% | 24.76%  | 24.13%  | 23.73%  |
| 每股收益(元)   | 4.96   | 6.19    | 7.68    | 9.50    |
| P/E       | 34     | 28      | 22      | 18      |

资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1294 | 1734  | 2216  | 2819  |
| 现金             | 977  | 1302  | 1651  | 2092  |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 124  | 149   | 202   | 266   |
| 其它应收款          | 12   | 6     | 10    | 16    |
| 预付账款           | 21   | 48    | 64    | 70    |
| 存货             | 156  | 229   | 290   | 376   |
| 其他             | 5    | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 701  | 767   | 901   | 1055  |
| 金额资产类          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 126  | 126   | 126   | 126   |
| 固定资产           | 87   | 121   | 160   | 201   |
| 无形资产           | 219  | 266   | 326   | 405   |
| 在建工程           | 101  | 106   | 120   | 142   |
| 其他             | 168  | 148   | 170   | 181   |
| <b>资产总计</b>    | 1995 | 2501  | 3118  | 3874  |
| <b>流动负债</b>    | 187  | 259   | 314   | 389   |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项           | 42   | 47    | 60    | 80    |
| 预收账款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 145  | 212   | 253   | 309   |
| <b>非流动负债</b>   | 66   | 54    | 63    | 61    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 66   | 54    | 63    | 61    |
| <b>负债合计</b>    | 252  | 313   | 377   | 450   |
| 少数股东权益         | 24   | 24    | 24    | 24    |
| 归属母公司股东权益      | 1719 | 2164  | 2717  | 3401  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1995 | 2501  | 3118  | 3874  |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 334   | 405   | 457   | 584   |
| 净利润            | 352   | 445   | 553   | 684   |
| 折旧摊销           | 33    | 22    | 26    | 30    |
| 财务费用           | (11)  | (19)  | (21)  | (22)  |
| 投资损失           | (4)   | (11)  | (10)  | (8)   |
| 营运资金变动         | (27)  | 52    | (6)   | 7     |
| 其它             | (9)   | (83)  | (85)  | (106) |
| <b>投资活动现金流</b> | (440) | (90)  | (129) | (165) |
| 资本支出           | (115) | (45)  | (60)  | (73)  |
| 长期投资           | (126) | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | (199) | (45)  | (69)  | (92)  |
| <b>筹资活动现金流</b> | (160) | 10    | 21    | 22    |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | (160) | 10    | 21    | 22    |
| <b>现金净增加额</b>  | (266) | 325   | 349   | 441   |

### 利润表

| (百万元)           | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 897  | 1160  | 1468  | 1860  |
| 营业成本            | 223  | 306   | 403   | 519   |
| 营业税金及附加         | 8    | 9     | 12    | 16    |
| 营业费用            | 104  | 137   | 171   | 216   |
| 管理费用            | 46   | 62    | 73    | 86    |
| 研发费用            | 138  | 186   | 220   | 279   |
| 财务费用            | (11) | (19)  | (21)  | (22)  |
| 资产减值损失          | 5    | 2     | 6     | 7     |
| 公允价值变动损益        | 0    | 16    | 17    | 16    |
| 投资净收益           | 4    | 11    | 10    | 8     |
| 其他经营收益          | 27   | 20    | 22    | 23    |
| <b>营业利润</b>     | 415  | 525   | 652   | 806   |
| 营业外收支           | (1)  | (1)   | (1)   | (1)   |
| <b>利润总额</b>     | 414  | 524   | 650   | 805   |
| 所得税             | 62   | 79    | 98    | 121   |
| <b>净利润</b>      | 352  | 445   | 553   | 684   |
| 少数股东损益          | (5)  | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 357  | 445   | 553   | 684   |
| EBITDA          | 433  | 529   | 660   | 819   |
| EPS (最新摊薄)      | 4.96 | 6.19  | 7.68  | 9.50  |

### 主要财务比率

|                | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 30.95% | 29.38% | 26.60% | 26.65% |
| 营业利润           | 14.45% | 26.48% | 24.05% | 23.69% |
| 归属母公司净利润       | 12.99% | 24.76% | 24.13% | 23.73% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 75.18% | 73.64% | 72.57% | 72.09% |
| 净利率            | 39.27% | 38.39% | 37.64% | 36.77% |
| ROE            | 21.86% | 22.66% | 22.43% | 22.19% |
| ROIC           | 19.30% | 19.74% | 19.62% | 19.56% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 12.66% | 12.51% | 12.09% | 11.61% |
| 净负债比率          | 3.60%  | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
| 流动比率           | 6.93   | 6.70   | 7.06   | 7.25   |
| 速动比率           | 6.09   | 5.82   | 6.13   | 6.28   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.48   | 0.52   | 0.52   | 0.53   |
| 应收账款周转率        | 9.09   | 8.96   | 9.42   | 9.08   |
| 应付账款周转率        | 6.65   | 6.87   | 7.51   | 7.41   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 4.96   | 6.19   | 7.68   | 9.50   |
| 每股经营现金         | 4.64   | 5.63   | 6.35   | 8.12   |
| 每股净资产          | 23.88  | 30.06  | 37.74  | 47.24  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 34.49  | 27.64  | 22.27  | 18.00  |
| P/B            | 7.16   | 5.69   | 4.53   | 3.62   |
| EV/EBITDA      | 29.34  | 20.88  | 16.24  | 12.54  |

资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>