

心脉医疗 (688016.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

全年收入高速增长,产品研发进展迅速

业绩简评

2023年3月29日,公司发布2022年年度报告。2022年公司实现收入8.97亿元,同比+31%;实现归母净利润3.57亿元,同比+13%;实现扣非归母净利润3.24亿元,同比+12%;

分季度来看,2022Q4公司实现收入2.32亿元,同比+33%,归母净利润0.56亿元,同比-15%,扣非归母净利润0.48亿元,同比-13%。

经营分析

全年收入端高速增长,海外市场实现快速拓展。2022年公司Castor、Minos、Reewarm PTX等创新产品仍持续获得快速增长,已分别覆盖超过860、600、630家终端医院。主营业务中,主动脉支架类业务实现收入7.34亿元,同比+30%;术中支架类业务实现收入0.85亿元,同比+29%;外周及其他类实现收入0.77亿元,同比+47%,各板块均实现了可观的收入增长。同时公司创新性产品在国际市场的开拓力度不断加大,国外业务实现收入0.53亿元,同比+75%,占总收入比例达到6%。

研发投入持续提升,创新产品研发进展迅速。公司2022年研发费用率15.3%,同比+0.4pct,全年在产品研发上取得诸多进展,Talos直管型胸主动脉覆膜支架、0.035规格外周药物球囊等产品顺利获批上市。Vflower髂静脉支架完成临床入组,Fishhawk机械血栓切除导管进入创新器械绿色通道,公司强劲的研发实力将成为未来业绩增长的核心支撑。

定增方案逐步落地,市场竞争力进一步增强。2023年2月公司向特定对象发行A股股票申请已获得交易所受理。未来定增募集方案落地后,公司生产及研发能力都将进一步提升,在问询函回复公告中公司公布了包括点状支架、CTO开通器械、AVF适应症药物球囊等10余款众多新型研发品种,将进一步巩固公司核心竞争力。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司在主动脉及外周介入领域的竞争力,预计2023-2025年公司归母净利润分别为4.63、6.11、8.01亿元,同比增长30%、32%、31%,EPS分别为6.44、8.48、11.13元,现价对应PE为27、20、15倍,维持“买入”评级。

风险提示

医保控费政策风险;新产品研发不达预期风险;产品推广不达预期风险;海外贸易摩擦风险。

医疗组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

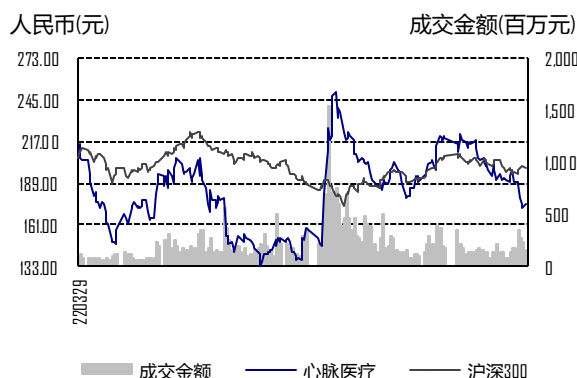
联系人:何冠洲

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):174.30元

相关报告:

- 《心脉医疗公司点评:全年收入保持高速增长,研发投入进一步加大》,2023.1.24
- 《外周药球新规格获批,研发投入持续增长-心脉医疗2022三季报...》,2022.10.30
- 《三季度业绩表现靓丽,创新产品快速增长-心脉医疗三季度业绩预告...》,2022.10.24



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	685	897	1,210	1,575	2,060
营业收入增长率	45.59%	30.95%	35.01%	30.15%	30.76%
归母净利润(百万元)	316	357	463	611	801
归母净利润增长率	47.17%	12.99%	29.82%	31.78%	31.24%
摊薄每股收益(元)	4.388	4.958	6.437	8.483	11.133
每股经营性现金流净额	4.17	4.64	7.63	8.51	11.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.14%	20.76%	23.39%	26.10%	28.45%
P/S	56.68	38.13	26.57	20.16	15.36
P/B	11.98	7.92	6.21	5.26	4.37

来源:公司年报、国金证券研究所

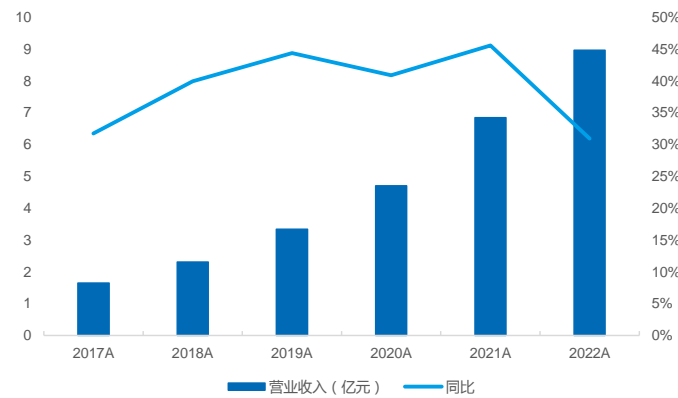
主动脉领域收入增长稳定，海外市场实现快速拓展

2022 年公司创新性产品包括 Castor 分支型主动脉覆膜支架及输送系统、Minos 腹主动脉覆膜支架及输送系统、Reewarm PTX 药物球囊扩张导管等新产品仍持续获得快速增长，分别覆盖超过 860、600、630 家终端医院，进一步巩固和提高了公司在主动脉及外周血管介入市场的竞争力。

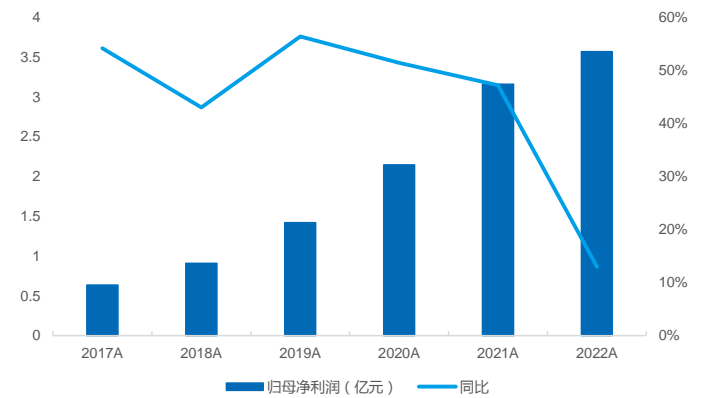
在主营业务中，公司主动脉支架类业务实现收入 7.34 亿元，同比增长+30%；术中支架类业务实现收入 0.85 亿元，同比增长+29%；外周及其他类业务实现收入 0.77 亿元，同比增长+47%。

分地区来看，公司国内业务实现收入 8.44 亿元，同比+29%，占总收入比例达到 94%；国外业务实现收入 0.53 亿元，同比+75%，占总收入比例达到 6%。随着公司创新性产品在国际市场的开拓力度不断加大，海外业务收入也获得快速增长。

图表1: 2017-2022 公司营业收入及增速



图表2: 2017-2022 公司归母净利润

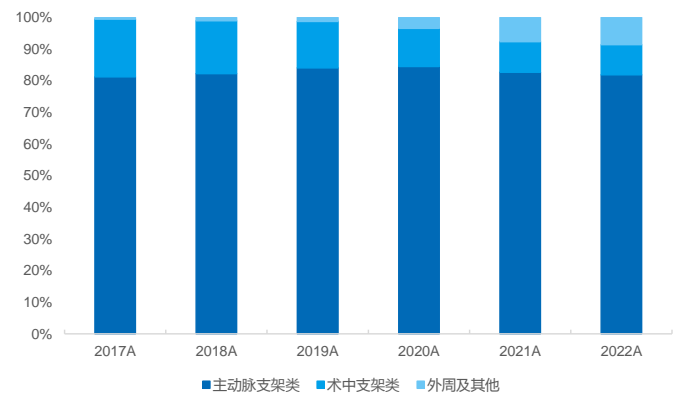


来源：公司公告，国金证券研究所

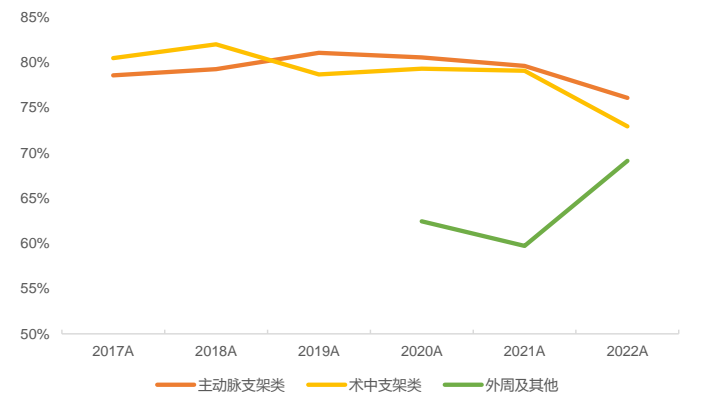
来源：公司公告，国金证券研究所

从分板块毛利率来看，主动脉支架类产品毛利率 76.1% (-3.6pct)；术中支架产品毛利率 72.9% (-6.2pct)；外周及其他产品毛利率 69.1% (+9.4pct)，预计主动脉业务毛利率略有下降主要系海外业务占比提升叠加 2022 年疫情对公司生产的影响，但同时外周产品规模增长带来的毛利率提升较为显著。

图表3: 2017-2022 公司收入结构变化



图表4: 2017-2022 公司各业务毛利率变化



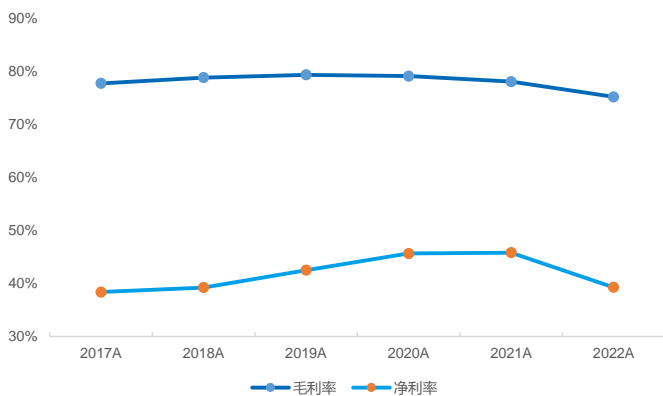
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

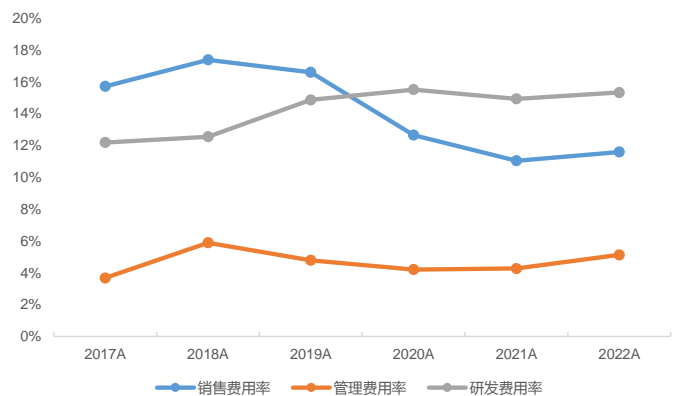
费用率整体略有增长，全年研发进展迅速

2022 年公司综合毛利率达到 75.2%，同比-2.9pct；全年净利率达到 39.3%，同比-6.5pct，预计净利率的下降主要与 2022 年疫情对生产的影响以及股权激励费用等因素相关。公司全年销售费用率 11.6%，同比+0.6pct；管理费用率 5.1%，同比+0.9pct；研发费用率 15.3%，同比+0.4pct。2022 年公司在产品研发上取得诸多进展，Talor 直管型胸主动脉覆膜支架、0.035 规格外周药物球囊等产品顺利获批上市。Vflower 髂静脉支架完成临床入组，Fishhawk 机械血栓切除导管进入创新器械绿色通道，公司强劲的研发实力将成为未来业绩增长的核心支撑。

图表5: 2017-2022 公司利润率变化



图表6: 2017-2022 公司费用率变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

定增方案逐步落地, 竞争力有望进一步提升

2023年2月公司向特定对象发行A股股票申请已获得上海证券交易所受理。未来定增募集方案落地后, 公司将利用自主研发的生产技术新建生产研发大楼, 生产主动脉、外周血管及肿瘤介入医疗器械相关产品, 主动脉及外周业务产能将实现扩张; 同时未来还将加大国内外研发投入, 丰富公司产品种类, 开拓新的盈利增长点, 在问询函回复公告中公司公布了包括点状支架、CTO 开通器械、AVF 适应症药物球囊等 10 余款众多新型研发品种, 未来有望进一步巩固公司核心竞争力。

风险提示

医保控费政策风险: 若未来公司部分产品纳入带量采购等医保控费政策, 出现公司产品价格下降幅度过大或公司未能完成产品中标的情况, 将可能对公司业绩造成负面影响。

新产品研发不达预期风险: 若公司不同板块在研产品推进缓慢, 或研发项目失败而中止, 将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险。

产品推广不达预期风险: 如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低, 导致产品上市后推广进场缓慢, 将可能对公司档期业绩增长造成负面影响。

海外贸易摩擦风险: 若海外贸易摩擦导致公司产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升, 将可能对公司业绩增长产生影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	470	685	897	1,210	1,575	2,060	货币资金	1,051	1,243	977	1,218	1,482	1,877
增长率		45.6%	30.9%	35.0%	30.1%	30.8%	应收款项	49	75	136	111	145	189
主营业务成本	-98	-150	-223	-270	-355	-462	存货	82	107	156	165	217	283
%销售收入	20.9%	22.0%	24.8%	22.3%	22.6%	22.4%	其他流动资产	15	34	25	34	45	58
毛利	372	534	674	941	1,220	1,598	流动资产	1,197	1,459	1,294	1,528	1,889	2,407
%销售收入	79.1%	78.0%	75.2%	77.7%	77.4%	77.6%	%总资产	87.0%	83.2%	64.9%	66.7%	69.5%	73.3%
营业税金及附加	-3	-5	-8	-6	-8	-10	长期投资	0	0	126	126	126	126
%销售收入	0.6%	0.8%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	54	72	187	223	270	302
销售费用	-60	-76	-104	-151	-197	-257	%总资产	3.9%	4.1%	9.4%	9.7%	9.9%	9.2%
%销售收入	12.7%	11.1%	11.6%	12.5%	12.5%	12.5%	无形资产	111	155	317	341	360	378
管理费用	-20	-29	-46	-61	-71	-89	非流动资产	179	295	701	764	828	877
%销售收入	4.2%	4.3%	5.1%	5.0%	4.5%	4.3%	%总资产	13.0%	16.8%	35.1%	33.3%	30.5%	26.7%
研发费用	-73	-102	-138	-206	-268	-350	资产总计	1,376	1,754	1,995	2,292	2,717	3,284
%销售收入	15.5%	14.9%	15.3%	17.0%	17.0%	17.0%	短期借款	0	9	9	8	8	8
息税前利润 (EBIT)	217	322	378	517	676	891	应付款项	51	77	98	113	147	191
%销售收入	46.1%	47.0%	42.2%	42.7%	42.9%	43.3%	其他流动负债	63	76	80	106	134	172
财务费用	8	11	11	21	26	33	流动负债	115	162	187	226	288	371
%销售收入	-1.6%	-1.7%	-1.2%	-1.7%	-1.7%	-1.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-3	-4	-5	-8	-3	-3	其他长期负债	27	69	66	61	66	73
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	142	231	252	287	354	444
投资收益	14	15	4	3	5	5	普通股股东权益	1,234	1,494	1,719	1,980	2,339	2,816
%税前利润	5.6%	4.2%	1.0%	0.6%	0.7%	0.5%	其中：股本	72	72	72	72	72	72
营业利润	250	363	415	539	710	932	未分配利润	317	568	774	1,035	1,394	1,872
营业利润率	53.1%	53.0%	46.3%	44.5%	45.1%	45.2%	少数股东权益	0	28	24	24	24	24
营业外收支	0	-1	-1	0	0	0	负债股东权益合计	1,376	1,754	1,995	2,292	2,717	3,284
税前利润	250	362	414	539	710	932	比率分析						
利润率	53.1%	52.8%	46.2%	44.5%	45.1%	45.2%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-35	-48	-62	-75	-99	-130	每股指标						
所得税率	14.0%	13.3%	14.9%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	2.982	4.388	4.958	6.437	8.483	11.133
净利润	215	314	352	463	611	801	每股净资产	17.144	20.760	23.878	27.515	32.497	39.130
少数股东损益	0	-2	-5	0	0	0	每股经营现金净流	3.021	4.171	4.637	7.632	8.505	11.162
归属于母公司的净利润	215	316	357	463	611	801	每股股利	0.650	0.900	2.100	2.800	3.500	4.500
净利率	45.6%	46.1%	39.8%	38.3%	38.8%	38.9%	回报率						
							净资产收益率	17.39%	21.14%	20.76%	23.39%	26.10%	28.45%
							总资产收益率	15.60%	18.01%	17.89%	20.22%	22.47%	24.40%
							投入资本收益率	15.11%	18.22%	18.36%	22.10%	24.53%	26.90%
							增长率						
							主营业务收入增长率	40.91%	45.59%	30.95%	35.01%	30.15%	30.76%
							EBIT增长率	52.62%	48.43%	17.48%	36.77%	30.79%	31.73%
							净利润增长率	51.40%	47.17%	12.99%	29.82%	31.78%	31.24%
							总资产增长率	19.07%	27.43%	13.77%	14.87%	18.57%	20.85%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	32.2	32.5	40.1	32.5	32.5	32.5
							存货周转天数	256.9	229.5	215.6	230.0	230.0	230.0
							应付账款周转天数	51.2	51.8	54.9	50.0	50.0	50.0
							固定资产周转天数	39.7	37.3	35.3	30.8	32.3	30.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-85.19%	-81.10%	-55.54%	-60.34%	-62.38%	-65.80%
							EBIT利息保障倍数	-28.2	-28.2	-34.6	-24.9	-26.0	-27.1
							资产负债率	10.33%	13.20%	12.66%	12.54%	13.04%	13.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-02-25	买入	195.63	195.63~274.43
2	2022-03-29	买入	205.62	N/A
3	2022-04-30	买入	159.51	N/A
4	2022-07-26	买入	178.50	N/A
5	2022-08-26	买入	135.95	N/A
6	2022-10-24	买入	247.50	N/A
7	2022-10-30	买入	230.00	N/A
8	2023-01-24	买入	219.50	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402