

2019 年 5 月 15 日

科创板医药生物系列之十三：心脉医疗
医药生物
主要财务指标（单位：百万元）

	2016	2017	2018
营业收入	125	165	231
(+/-)		31.8%	40.0%
营业利润	45	74	105
(+/-)		64.8%	41.8%
归属母公司净利润	41	63	91
(+/-)		54.2%	43.0%
EPS（元）	0.11	0.18	1.68

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

科创板已受理企业名单中，医药生物占据 23 席。截止 5 月 15 日，科创板已受理企业达 103 家，其中医药生物公司占 23 席，分别为：科前生物、安瀚科技、微芯生物、特宝生物、贝斯达、赛诺医疗、海尔生物、申联生物、美迪西、南微医学、苑东生物、心脉医疗等。本系列我们接着介绍科创板中的医药生物企业——心脉医疗。心脉医疗的主营业务为主动脉及外周血管介入医疗器械的研发、生产和销售。

● **公司主营主动脉及外周血管介入医疗器械。**公司成立于 2012 年，是一家从事主动脉及外周血管介入医疗器械的研发、生产和销售公司，主要产品为主动脉覆膜支架系统。公司自主研发的技术成果已形成了微创介入治疗主动脉血管疾病领域较为齐全的产品线。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，国产品牌中市场份额排名第一。

● **主动脉手术量快速增长推动市场规模的不断扩大。**2013-2017 年，我国医疗器械的市场规模由 2,120 亿元增长至 4,450 亿元，年复合增长率高达 20.4%，医疗器械市场处于持续扩容期。2017 年，我国主动脉支架型腔内介入手术量、外周动脉介入手术量分别为 25,621 台、99,400 台，预计到 2022 年，将分别增长至 50,569 台、170,798 台。我国主动脉血管腔内介入医疗器械正处于高速成长阶段，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。

● **营收和利润较快增长，盈利能力较强。**2016-2018 年公司营业收入较快增长，2018 年实现营业收入 18712 万元，三年复合增长率为 35.80%；实现归母净利润 4814 万元和扣非净利润 3751 万元。近三年公司销售毛利率、销售净利率和 ROE 稳步上升，2018 年公司销售净利率、销售净利率和 ROE 分别为 78.81%、39.22%和 41.94%，盈利能力较强。

● **风险提示：**行业政策风险；市场竞争风险；研发失败风险。

分析师：杜永宏

执业证书编号：S1050517060001

电话：021-54967706

 邮箱：duyh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(8621) 64339000

 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

目录

1. 公司概况.....	3
2. 公司所处行业分析.....	4
3. 公司主营业务分析.....	6
4. 公司财务状况分析.....	7
5. 可比公司估值分析.....	9
6. 公司募投项目情况.....	10
7. 风险提示.....	10

图表目录

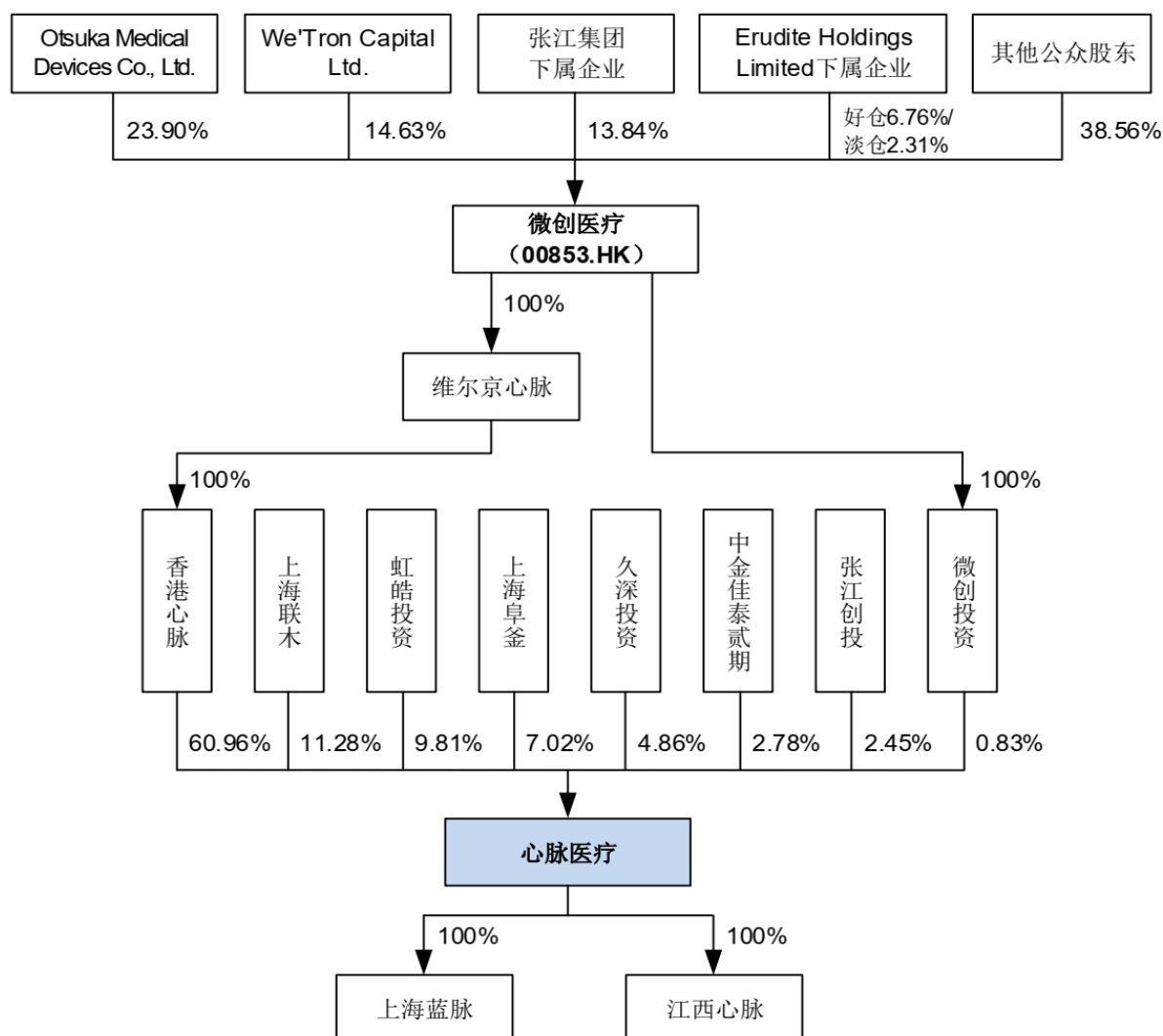
图表 1：公司股权结构.....	3
图表 2：2013-2017 年全球医疗器械市场规模（亿美元）	4
图表 3：2013-2017 我国医疗器械市场规模（亿元）	5
图表 4：2013-2022 年我国主动脉腔内介入及外周动脉介入手术量（单位：台）	5
图表 5：2013-2022 年我国主动脉介入医疗器械市场规模（亿元）	6
图表 6：公司主营业务构成.....	6
图表 7：公司核心技术.....	7
图表 8：2016-2018 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（单位：万元）	8
图表 9：2016-2018 年公司盈利能力分析	8
图表 10：2016-2018 年公司研发投入情况	9
图表 11：2016-2018 年公司资产负债状况	9
图表 12：可比公司估值分析.....	10
图表 13：公司募集资金用途（单位：万元）	10

1. 公司概况

心脉医疗成立于 2012 年，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，公司在该领域的主要产品为主动脉覆膜支架系统。

香港心脉直接持有公司 60.96% 股份，系公司的控股股东。香港心脉系维尔京心脉的全资子公司，维尔京心脉系微创医疗的全资子公司，因此，维尔京心脉、微创医疗均为公司的间接控股股东。微创医疗为香港联交所主板上市公司，其第一大股东为 Otsuka Medical，持股比例为 23.90%，公司无实际控制人。

图表 1：公司股权结构

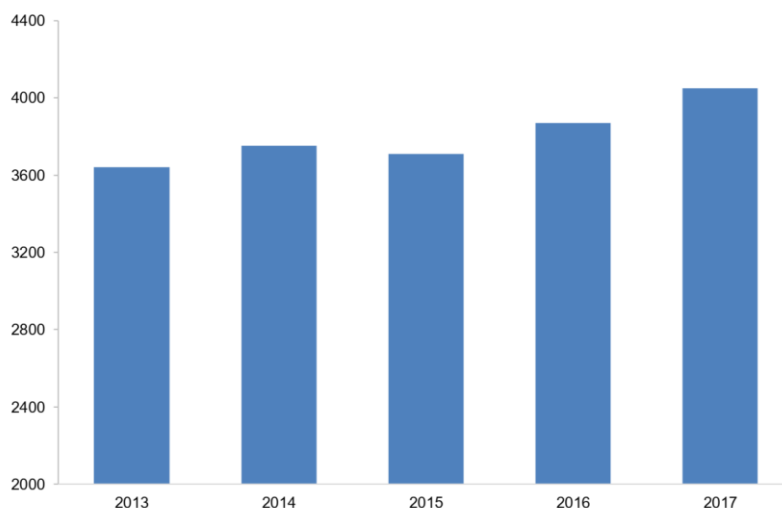


资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

2. 公司所处行业分析

近年来，全球医疗器械行业迅速发展，全球医疗器械市场规模从 2013 年的 3,640 亿美元增长至 2017 年的 4,050 亿美元。未来，随着医疗器械技术不断发展，以及临床需求的不断提升，全球医疗器械市场规模持续增长，预计 2024 年将增长到 5,945 亿美元，全球医疗器械行业步入稳健的发展时期。

图表 2：2013-2017 年全球医疗器械市场规模（亿美元）

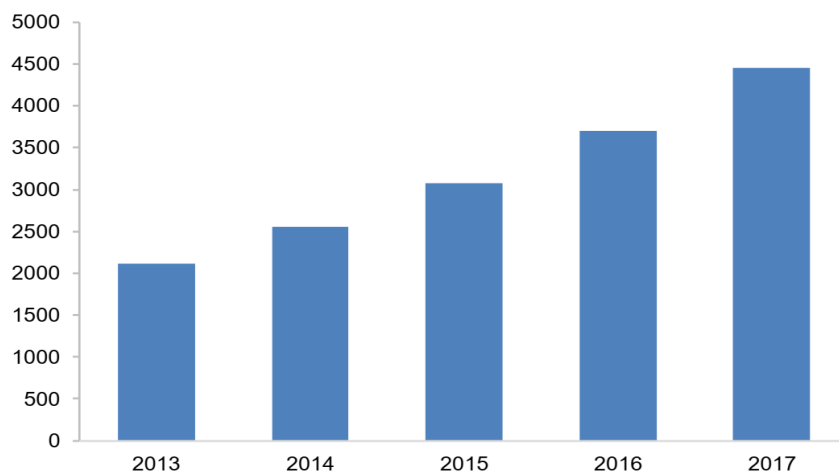


资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

相较于全球医疗器械市场，我国医疗器械市场起步较晚。随着我国居民生活水平和医疗水平的提高，我国医疗器械市场发展迅速。2013-2017 年，我国医疗器械的市场规模由 2,120 亿元增长至 4,450 亿元，年复合增长率高达 20.4%。随着我国人口老龄化的加剧、居民健康意识的提高、政府支持政策的不断深化，医疗需求将不断释放，从而推动医疗器械市场的持续扩容。

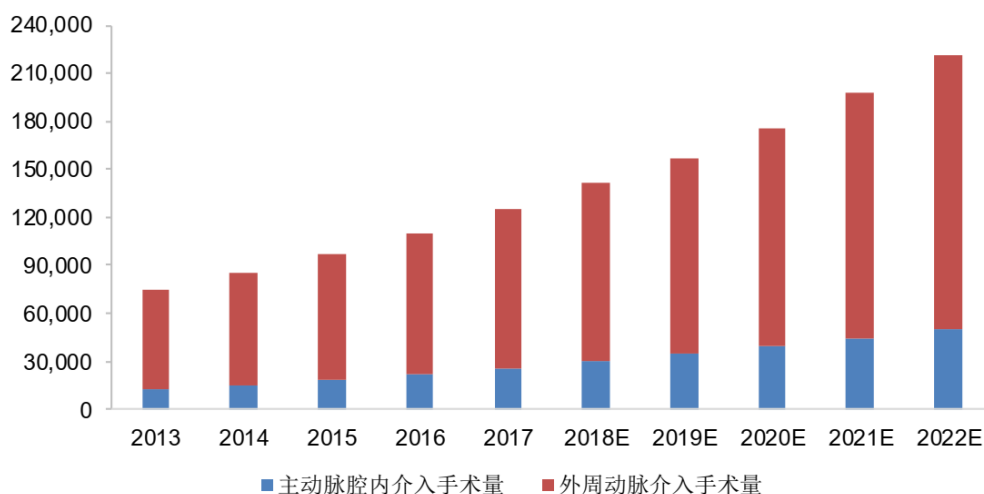
随着医疗卫生机构诊疗水平逐步提升，全民健康体检意识不断提高，主动脉及外周血管疾病检出率逐步提高、手术量快速增长。2017 年，我国主动脉支架型腔内介入手术量、外周动脉介入手术量分别为 25,621 台、99,400 台，预计至 2022 年，将分别增长至 50,569 台、170,798 台。

图表 3：2013-2017 我国医疗器械市场规模（亿元）



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

图表 4：2013-2022 年我国主动脉腔内介入及外周动脉介入手术量（单位：台）



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

我国主动脉血管腔内介入医疗器械正处于高速成长阶段，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。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。

图表 5：2013-2022 年我国主动脉介入医疗器械市场规模（亿元）



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

3. 公司主营业务分析

公司产品主要涉及主动脉及外周血管介入医疗器械领域。公司在主动脉介入医疗器械领域的主要产品为主动脉覆膜支架系统；在外周血管介入医疗器械领域拥有外周血管支架系统、外周血管球囊扩张导管等产品。

图表 6：公司主营业务构成

单位：万元

产品		2018 年度		2017 年度		2016 年度	
		金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
主 营 业 务 收 入	主动脉支架类	18,852.08	81.57	13,088.22	79.26	9,477.46	75.62
	术中支架类	3,824.90	16.55	2,938.20	17.79	2,620.32	20.91
	其他产品	254.46	1.10	97.00	0.59	56.00	0.45
其他业务收入		181.31	0.78	390.06	2.36	378.89	3.02
合 计		23,112.75	100.00	16,513.48	100.00	12,532.67	100.00

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

目前公司已有 9 款产品取得了国内医疗器械产品注册证，2 款产品取得了 CE 证书，

自主研发的技术成果已形成了微创伤介入治疗主动脉血管疾病领域较为齐全的产品线。

经过多年的发展，公司产品已销售至国内 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，国产品牌中市场份额排名第一。

图表 7：公司核心技术

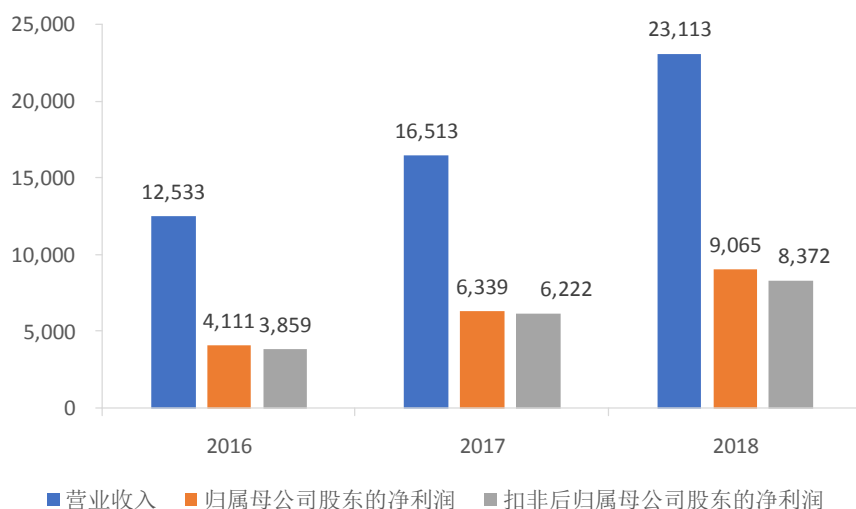
产品类型	技术名称	技术来源	技术先进性表征
胸主动脉覆膜支架系统	分支支架制备技术	自主研发	全球第一个获批上市的分支型产品，可用于累及弓部的主动脉夹层的治疗，隔绝病变的同时保证了安全性
	18F 超低外径系统制备技术	自主研发	超低外径的胸主动脉支架系统，导入性能优良
	精准释放技术	自主研发	精准后释放结构，减少释放偏差，有效利用锚定区
	软鞘跨弓技术	自主研发	降低支架系统跨弓时对血管的刺激和伤害，减少术中医源性并发症
腹主动脉覆膜支架系统	一体式支架系统制备技术	自主研发	一体式腹主动脉支架，解剖固定的设计降低移位风险，同时更适合瘤腔较小的病例
	14F 超低外径系统制备技术	自主研发	超低外径的腹主动脉支架系统，导入性能优良
术中支架系统	外科支架制备技术	自主研发	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
球囊扩张导管	力学传递设计技术	自主研发	采用高强度导管主体设计，增强整体推送性能和通过性

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

4. 公司财务状况分析

2016-2018 年间，公司收入和利润均实现较快增长。公司 2018 年实现营业收入 23113 万元，三年复合增长率达到 35.80%；归母净利润和扣非净利润达到 9065 万元和 8372 万元。

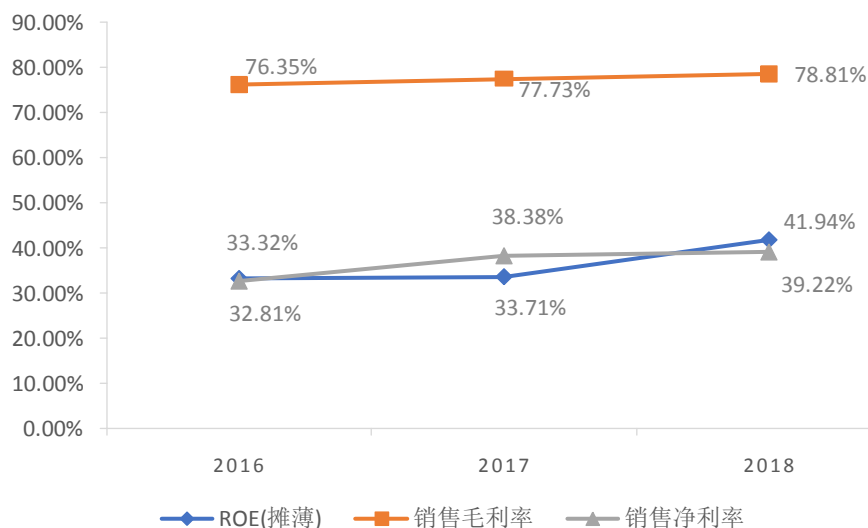
图表 8：2016-2018 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（单位：万元）



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

2016-2018 三年间，公司销售毛利率稳中有升，2018 年销售毛利率达到 78.81%；公司销售净利率和 ROE 水平也处于上升趋势，2018 年分别达到 39.22% 和 41.94%。总体来看，公司盈利能力较强。

图表 9：2016-2018 年公司盈利能力分析



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

2016-2018 年间，公司的研发支出持续增加，2018 年达到 4785.52 万元，占营业收入比重为 20.71%，其中费用化金额为 2902.86 万元。公司总资产稳步增长，2018 年达到 2.69 亿元，股东权益也增长至 2.16 亿元，资产负债率为 19.59%。

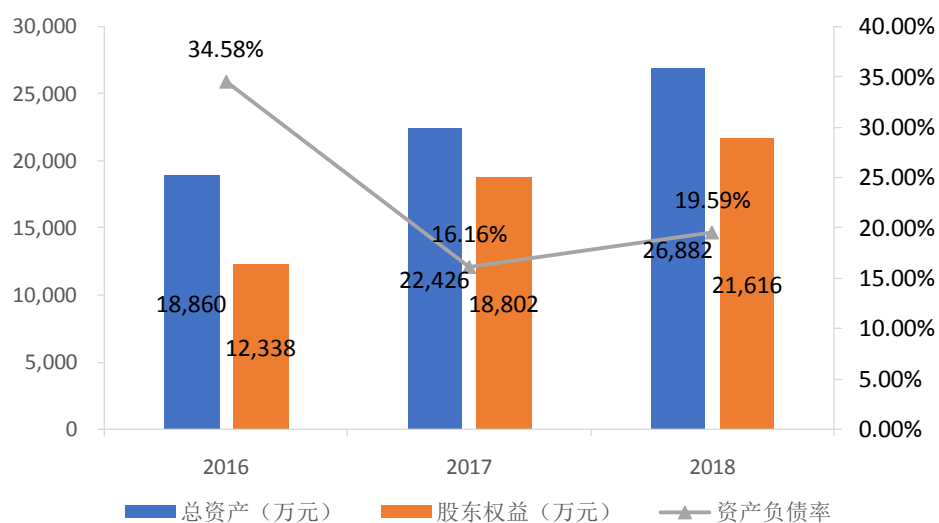
图表 10：2016-2018 年公司研发投入情况

单位：万元

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
研发支出合计	4,785.52	4,503.83	4,117.52
其中：费用化金额	2,902.86	2,013.59	2,007.59
资本化金额	1,882.65	2,490.24	2,109.93
当期营业收入	23,112.75	16,513.48	12,532.67
研发支出占比	20.71%	27.27%	32.85%

资料来源：Wind、华鑫证券研发部

图表 11：2016-2018 年公司资产负债状况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

5. 可比公司估值分析

根据公司所处行业及产品特点，同行业中主要可比上市公司有美敦力、乐普医疗、微创医疗和先健科技。从估值角度来看，可比公司的平均估值水平在 42 倍左右，处于相对合理水平。

图表 12：可比公司估值分析

代码	公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元, 人民币)	TTM	EPS		PE		
					2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
MDTN	美敦力(MEDTRONIC)	87.33	7,959	3.67	3.62		23.8	24.1	
300003	乐普医疗	24.81	442	0.84	0.96	1.27	29.5	25.8	19.5
0853	微创医疗	7.19	101	0.12	0.19	0.27	59.9	37.8	26.6
1302	先健科技	1.54	58	0.03	0.05	0.07	55.0	30.8	22.0
	平均值						42.1	29.6	

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（数据日期为 2019 年 5 月 14 日）

6. 公司募投项目情况

公司本次拟向社会公众首次公开发行股票数量不超过 1,800 万股（不包括因主承销商选择行使超额配售选择权发行股票的数量），占本次发行后总股本的比例不低于 25%。募集资金扣除发行费用后拟投资于以下项目。

图表 13：公司募集资金用途（单位：万元）

单位：万元

序号	项目名称	项目总投资	计划利用募集资金额
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项目	4,483.59	4,483.59
4	补充流动资金	10,000.00	10,000.00
合计		65,109.91	65,109.91

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

7. 风险提示

- 1) 行业监管风险；
- 2) 市场竞争风险；
- 3) 研发失败风险。

分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

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。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>