

主动脉介入领域国产龙头，外周介入领域前景广阔

投资要点

- 公司根据第一项标准上市。
- 专注于主动脉介入+外周介入治疗领域，公司处于快速成长期。公司最早是微创医疗旗下的一个业务部门，2012 年成为微创医疗子公司，独立开展主动脉及外周血管介入医疗器械业务，产品线包括胸主动脉支架、腹主动脉支架、术中支架以及外周血管介入产品。2016 年至 2018 年公司业绩快速增长，收入由 1.3 亿元增长至 2.3 亿元，年均复合增长率达到 35.9%，归母净利润由 4111 万元增长至 9065 万元，年均复合增长率达到 48.5%。
- 主动脉介入市场持续增长，公司作为国产龙头有望持续受益。我国主动脉疾病患者人数持续增长，2017 年主动脉夹层患病人数达到 90.7 万人，预计 2022 年将达到 102.4 万人，预计 2017 年主动脉瘤患病人数为 89.6 万人，其中胸主动脉瘤为 22.4 万人，腹主动脉瘤为 67.2 万人，预计 2022 年我国主动脉瘤患病人数将达到 97.7 万人。2017 年我国主动脉腔内介入手术为 2.6 万例，预计 2022 年患者人数将增长至 5.1 万例。心脉医疗作为主动脉支架领域的国产龙头，预计 2018 年市场份额（手术量）占比 20% 以上，随着行业的持续增长以及公司自身新产品的推出，公司主动脉支架业务有望继续保持快速增长趋势。
- 外周血管介入治疗市场空间广阔，公司有望享受国产替代红利。我国有 3000 万以上的外周动脉疾病患者，随着我国人口老龄化进程加速，预计外周动脉疾病人数将持续上升。2017 年我国外周动脉介入治疗和静脉介入治疗市场规模分别为 21 亿和 9 亿元，预计 2022 年将达到 40 亿和 31 亿元。目前，国内外周血管介入治疗领域市场基本由美敦力、波士顿科学、雅培等外企占据，尚未形成具备竞争力的国产企业。公司在外周血管介入领域深耕多年，目前已有 CROWNUS 外周血管支架和 Reewarm 外周球囊扩张导管，亦有多项在研产品，预计将于 2019 年开始陆续上市，持续丰富的产品线有望助力公司在外周血管介入治疗领域率先实现国产替代。
- 盈利预测与估值。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.3 亿、1.8 亿和 2.4 亿元。公司预计发行 1800 万股，发行后总股本为 7198 万股，2019-2021 年对应发行后 EPS 分别为 1.74、2.44 和 3.33 元，给予公司 2019 年 28-40 倍估值，对应合理价格区间为 48.7 元至 69.6 元。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	231.13	313.13	426.81	576.08
增长率	39.96%	35.48%	36.31%	34.97%
归属母公司净利润（百万元）	90.65	125.28	175.30	239.62
增长率	43.01%	38.20%	39.93%	36.69%
每股收益 EPS（元）	1.26	1.74	2.44	3.33
净资产收益率 ROE	41.94%	38.75%	37.02%	35.34%

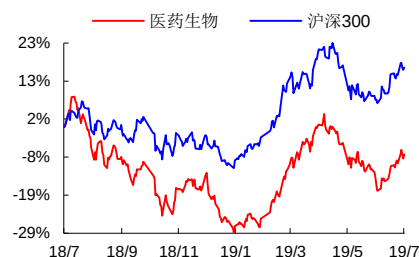
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
 执业证号：S1250513110001
 电话：021-58351962
 邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：刘闯
 执业证号：S1250519060002
 电话：021-58352031
 邮箱：liuch@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：聚源数据

本次发行情况

发行前总股本(万股)	5398
本次发行(万股)	1800
发行后总股本(万股)	7198
2018 年每股收益(摊薄后)(元)	1.26
2018 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.16

主要指标 (2018)

每股净资产(元)	4.00
毛利率(%)	78.81
流动比率	2.96
速动比率	2.10
应收账款周转率	9.84
资产负债率(%)	19.59
净资产收益率(%)	50.15

相关研究

投资要件

关键假设

根据公司现有产品线以及在研管线，我们对公司主要产品做出以下假设：

假设 1：公司主动脉支架类持续推出新产品，预计 2019-2021 年主动脉支架类产品销量增长率分别为 35%、32%和 30%，平均产品单价保持稳定，毛利率分别为 80%、80%和 81%。

假设 2：预计 2019-2021 年公司术中支架产品销量增长率分别为 25%、22%和 20%，产品单价保持稳定，毛利率分别为 82%、82%和 82%。

假设 3：预计 2019 年公司在外周介入领域将推出新产品药物球囊扩张导管，外周介入领域产品线将进一步丰富，外周介入产品有望快速放量，预计 2019-2021 年收入分别为 500 万、2500 万和 6000 万，毛利率分别为 70%、75%和 80%。

公司亮点

1) 公司是国内主动脉支架领域的龙头，2018 年市场占有率为 26%，且产品销售规模持续快速增长，市场竞争地位持续加强；

2) 公司所处主动脉介入治疗领域市场潜在空间较大，2017 年市场规模约 10 亿元，预计 2022 年将达到 20 亿元，持续成长性强；

3) 公司主动脉支架持续有新产品推出，2017 年推出的 Castor 支架处于快速放量期，2019 年 3 月 Minos 腹主动脉支架批上市，还有多款在研产品将陆续上市，收入有望继续保持快速增长；

4) 国内外周介入治疗市场空间广阔，2017 年市场规模为 21 亿元，预计 2022 年将达到 40 亿元，目前国产份额低，公司外周介入领域在研产品丰富，有望率先实现国产替代。

股价上涨的催化因素

1) 主动脉支架新产品快速放量；2) 外周介入领域新产品获批。

估值和目标价格

公司经营处于成熟期，收入和利润增长稳健，我们选取 PE 的估值方法。公司主要产品属于耗材类，参考 A 股可比公司，我们选取乐普医疗、大博医疗、万孚生物和健帆生物作为可比公司。参考可比 A 股公司的平均市盈率，我们给予公司 2019 年 28-40 倍估值区间，对应合理价格区间为 48.7 元至 69.6 元。

投资风险

研发进展或不及预期；新产品市场推广或低于预期；耗材集中采购导致大幅降价；内控风险。

目 录

1 深耕主动脉+外周介入治疗领域，业绩处于高速增长期	1
1.1 微创医疗旗下优质资产，致力于血管介入治疗领域.....	1
1.2 业绩处于快速增长期，盈利能力稳健	2
2 主动脉介入治疗空间大，公司市场竞争力突出.....	4
2.1 主动脉疾病患者基数大，治疗渗透率提升空间大	4
2.2 公司主动脉产品线丰富，产品处于快速放量期	6
3 周围血管介入国产替代空间大，公司产品布局前景广阔	8
3.1 外周血管疾病发病率高，市场空间广阔	8
3.2 公司储备品种丰富，有望实现国产替代	10
4 募集资金情况.....	11
5 盈利预测与估值	11
5.1 盈利预测	11
5.2 估值	12
6 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司主要发展历程	1
图 2: 公司股权结构及子公司	1
图 3: 公司营业收入快速增长 (百万元)	2
图 4: 公司产品收入结构	2
图 5: 公司归母净利润 (百万元)	3
图 6: 公司扣非归母净利润 (百万元)	3
图 7: 公司核心产品毛利率持续提升	3
图 8: 公司盈利能力稳中有升	3
图 9: 主动脉夹层疾病示意图	4
图 10: 主动脉瘤疾病示意图	4
图 11: 我国主动脉夹层患病人数 (万人)	4
图 12: 我国主动脉瘤患病人数 (万人)	4
图 13: 中国主动脉腔内介入手术量 (千例)	5
图 14: 中国主动脉支架市场规模 (亿元)	5
图 15: 中国主动脉主要支架产品	6
图 16: 公司主动脉支架收入快速增长 (百万元)	7
图 17: 公司主动脉支架毛利和毛利率情况 (百万元)	7
图 18: 公司胸主动脉支架收入结构 (百万元)	8
图 19: 公司腹主动脉支架收入结构 (百万元)	8
图 20: 外周血管支架介入治疗示意图	8
图 21: 国内外周动脉介入手术量 (千例)	9
图 22: 国内外周动脉介入器械市场规模 (亿元)	9
图 23: 国内静脉介入器械市场规模 (亿元)	10

表 目 录

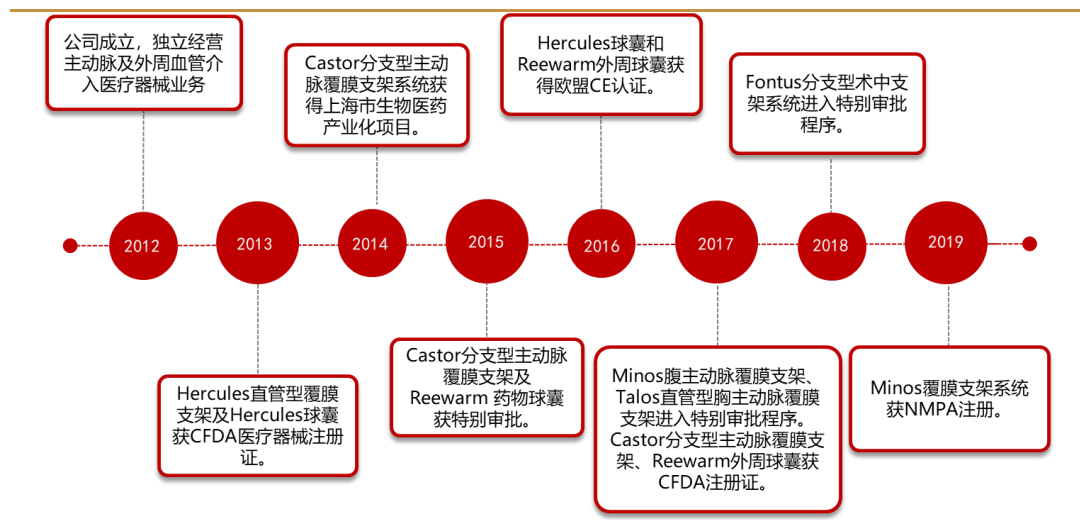
表 1: 公司主要产品	2
表 2: 公司主动脉支架类在研产品	6
表 3: 公司外周血管介入治疗产品线	10
表 4: 公司募集资金使用情况 (百万元)	11
表 5: 主要业务收入及毛利率预测	12
表 6: 可比公司估值情况	12
附表: 财务预测与估值	14

1 深耕主动脉+外周介入治疗领域，业绩处于高速增长期

1.1 微创医疗旗下优质资产，致力于血管介入治疗领域

公司最早是微创医疗旗下的一个业务部门，2012 年成为微创医疗子公司，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，目前已拥有胸主动脉覆膜支架、腹主动脉覆膜支架、术中支架以及外周球囊扩张导管等一系列产品。

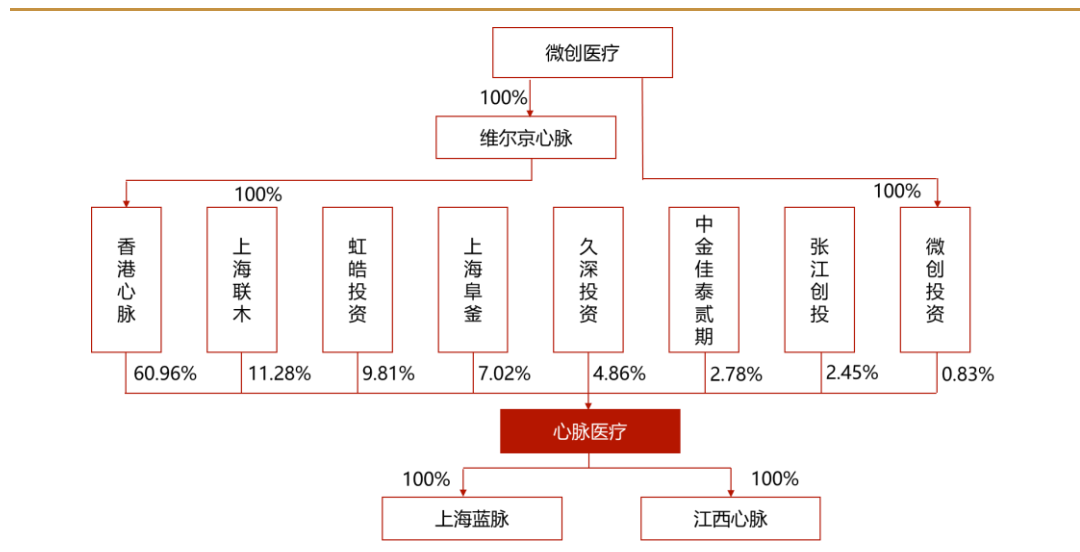
图 1：公司主要发展历程



数据来源：公司网站，西南证券整理

微创医疗合计持有公司 61.9% 的股权，虹浩投资作为员工持股平台，持有公司 9.8% 的股权，公司旗下全资子公司上海蓝脉从事静脉血管介入医疗器械的研发，子公司江西心脉负责公司产品的经销业务。

图 2：公司股权结构及子公司



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司产品较为丰富，其中胸主动脉覆膜支架类产品包括 Hercules Low Profile 直管型覆膜支架及输送系统和 Castor 分支型主动脉覆膜支架及输送系统，腹主动脉支架产品包括 Hercules 分叉型覆膜支架及输送系统、Aegis 分叉型覆膜支架及输送系统和 Minos 腹主动脉覆膜支架及输送系统，术中支架类包括 CRONUS 术中支架系统，外周血管支架系统包括 CROWNUS 外周血管支架系统。

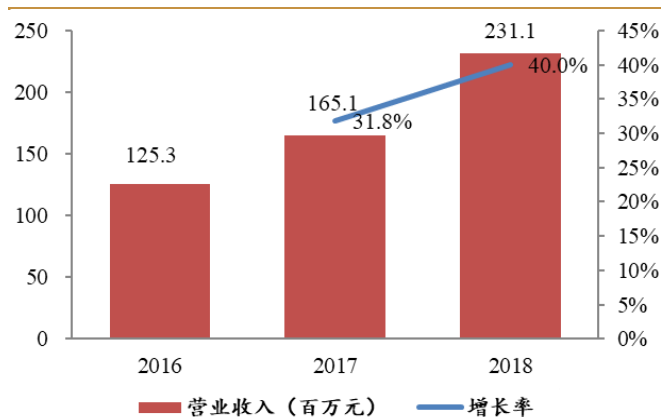
表 1：公司主要产品

产品类型		主要用途	具体产品
主动脉支架类	胸主动脉支架	治疗胸主动脉瘤、胸主动脉夹层病变	Hercules Low Profile 直管型覆膜支架及输送系统
			Castor 分支型主动脉覆膜支架及输送系统
	腹主动脉支架	治疗腹主动脉瘤、腹主动脉夹层病变	Aegis 分叉型覆膜支架及输送系统
			Hercules 分叉型覆膜支架及输送系统
			Minos 腹主动脉覆膜支架及输送系统
	主动脉球囊扩张导管	主动脉覆膜支架释放后，用球囊进行扩张，使支架更好地贴合血管内壁	Hercules 球囊扩张导管
术中支架类		配合主动脉夹层治疗手术，使二次开胸手术简化为一次完成，降低全弓置换手术操作难度	CRONUS 术中支架系统
外周血管介入类	外周血管支架	治疗外周血管的狭窄或闭塞性病变的扩张	CROWNUS 外周血管支架系统
	外周血管球囊扩张导管	治疗外周血管的狭窄或闭塞性病变的扩张	Reewarm 外周球囊扩张导管

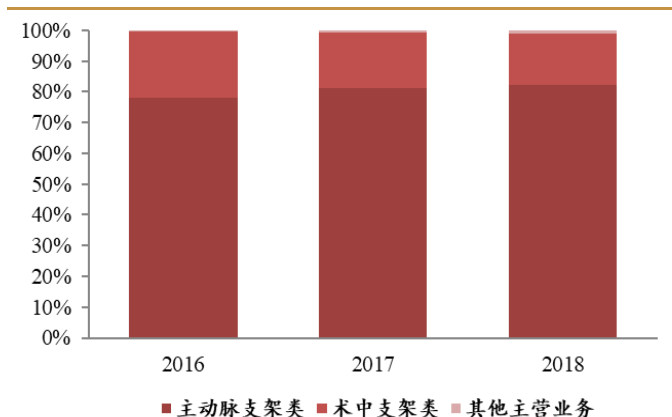
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.2 业绩处于快速增长期，盈利能力稳健

2016 年至 2018 年，公司收入规模由 1.3 亿元快速增长至 2.3 亿元，年均复合增长率达到 35.9%。分产品看，主动脉支架类产品是公司主要收入来源，销售收入由 2016 年的 1.0 亿元增长至 2018 年的 1.9 亿元，2018 年收入占公司主营业务收入的 82.2%，术中支架类产品销售收入由 2016 年的 2620 万元增长至 2018 年的 3825 万元，2018 年收入占公司主营业务收入的 16.7%。

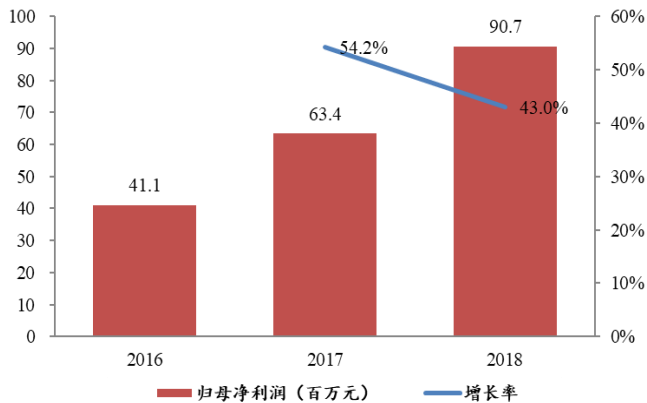
图 3：公司营业收入快速增长（百万元）


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

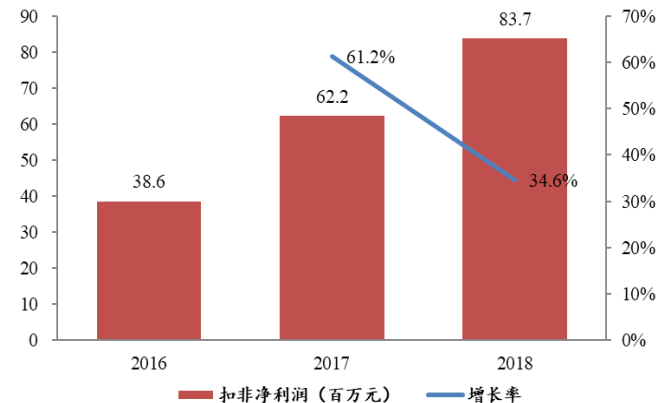
图 4：公司产品收入结构


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

利润方面，2016 年至 2018 年，公司归母净利润由 4111 万元快速增长至 9065 万元，年均复合增长率达到 48.5%，扣非归母净利润由 3859 万元增长至 8373 万元，年均复合增长率为 47.3%，高于收入端增速。

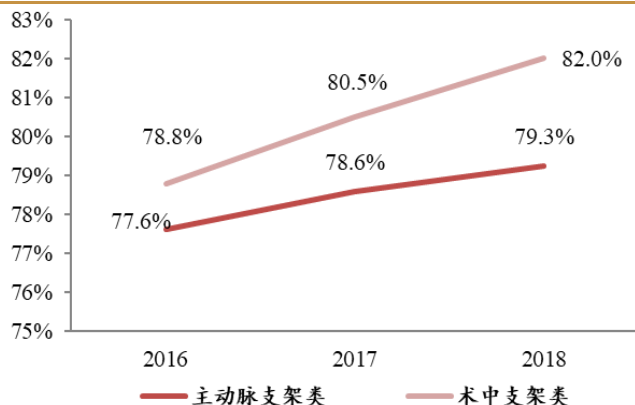
图 5：公司归母净利润（百万元）


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

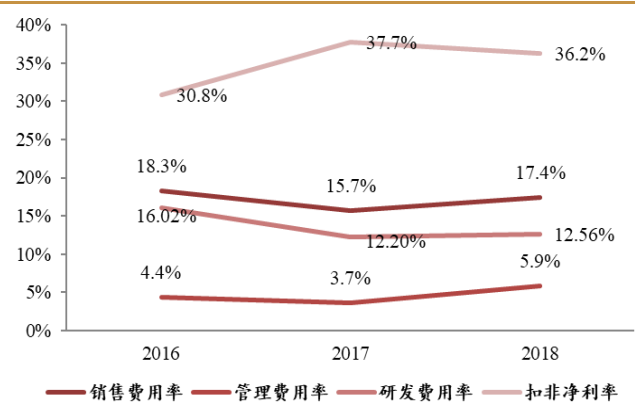
图 6：公司扣非归母净利润（百万元）


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

盈利能力方面，2016 年至 2018 年公司毛利率处于稳中有升的趋势，核心产品主动脉支架和术中支架产品的毛利率均呈现稳健上升趋势，其中主动脉支架毛利率由 2016 年的 77.6% 上升至 79.3%，主要系毛利率较高的新产品上升以及整体规模效应所致，术中支架毛利率由 2016 年的 78.8% 上升至 2018 年的 82.0%，主要系工艺优化以及规模效应所致。2016 年至 2018 年公司销售费用率和管理费用率有所波动，其中销售费用率由 18.3% 下降至 17.4%，管理费用率由 4.4% 上升至 5.9%，研发费用率由 16.0% 下降至 12.6%，公司扣非净利率由 30.8% 提升至 36.2%，盈利能力显著提升。

图 7：公司核心产品毛利率持续提升


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 8：公司盈利能力稳中有升


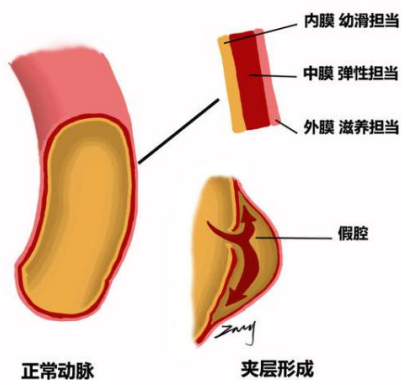
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2 主动脉介入治疗空间大，公司市场竞争力突出

2.1 主动脉疾病患者基数大，治疗渗透率提升空间大

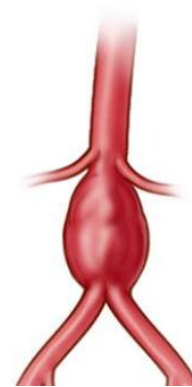
主动脉疾病主要包括主动脉夹层和主动脉瘤。主动脉夹层是指主动脉腔内血流从主动脉内膜撕裂处进入中膜，使中膜分离，沿主动脉长轴方向扩展形成主动脉壁的真假两腔；主动脉瘤是指主动脉局部异常扩张变形（超过正常血管直径的 50%），呈瘤样突出。

图 9：主动脉夹层疾病示意图



数据来源：公司网站，西南证券整理

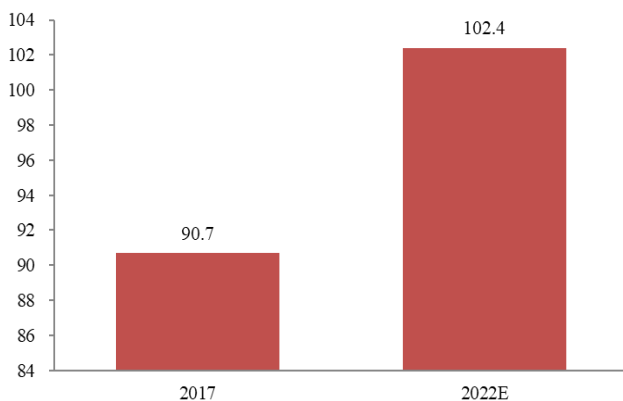
图 10：主动脉瘤疾病示意图



数据来源：公司网站，西南证券整理

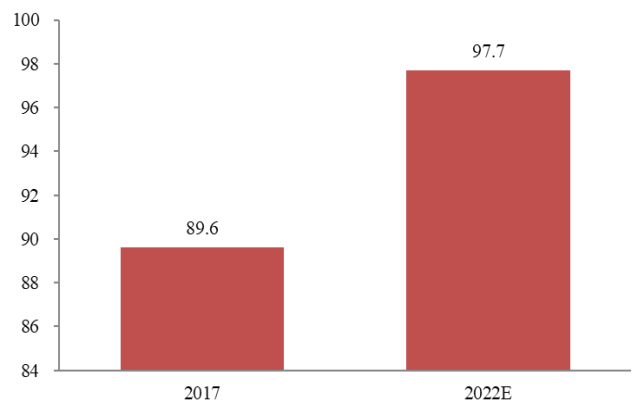
我国主动脉疾病患病率较高，患者人数持续增长，2017 年主动脉夹层患病人数达到 90.7 万人，预计 2022 年将达到 102.4 万人，2017 年主动脉瘤患病人数为 89.6 万人，其中胸主动脉瘤为 22.4 万人，腹主动脉瘤为 67.2 万人，预计 2022 年我国主动脉瘤患病总人数将达到 97.7 万人。

图 11：我国主动脉夹层患病人数（万人）



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

图 12：我国主动脉瘤患病人数（万人）



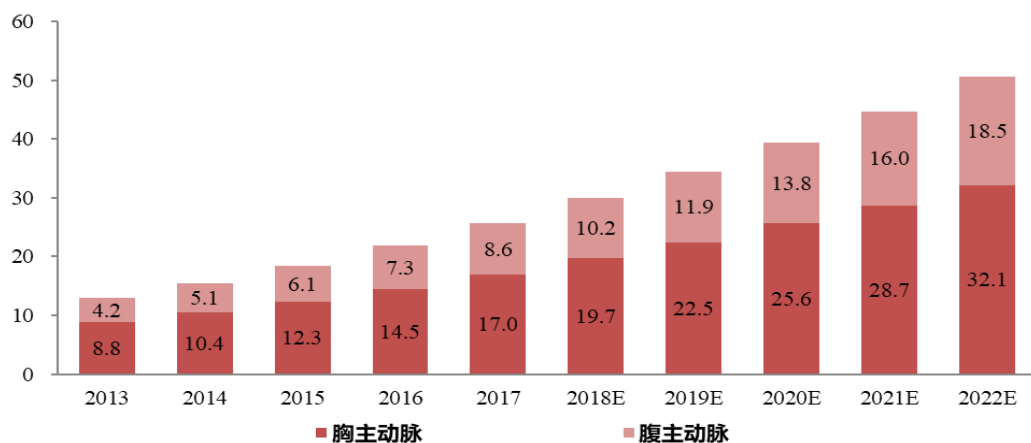
数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

主动脉疾病的危害较大，主动脉夹层患者的血液在真、假腔之间流动或形成血栓后，通常会引起持续性难以忍受的胸痛、心力衰竭或心源性休克等，患者病死率极高，主动脉瘤患者的瘤体破裂后，极易导致死亡。国内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。

相比于传统外科手术,主动脉腔内介入具备创伤小、并发症少、安全性高以及患者痛苦少等优势,腔内介入治疗只需要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,腔内介入治疗临床应用越来越广泛。

2013 年我国主动脉腔内介入手术为 1.3 万例,2017 年为 2.6 万例,2013-2017 年年均复合增长率为 18.8%,预计 2017-2022 年将继续保持 14.6% 的年均复合增长率,2022 年患者人数将增长至 5.1 万例。

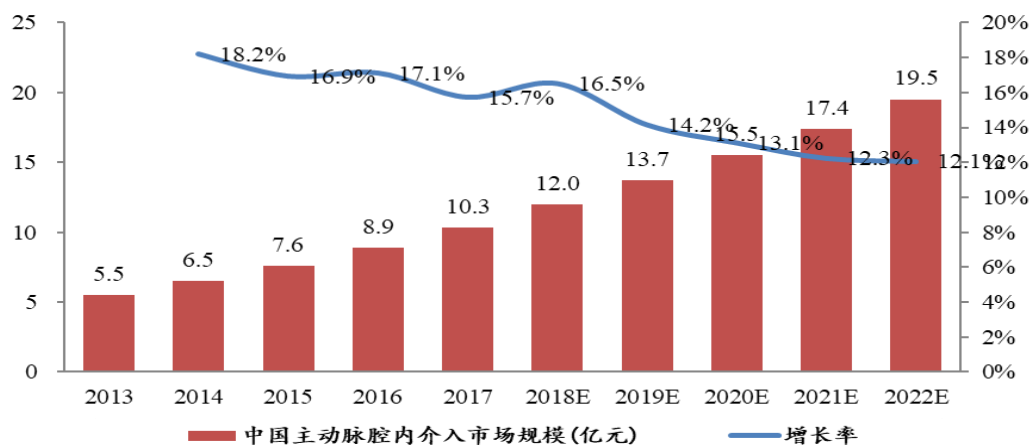
图 13: 中国主动脉腔内介入手术量 (千例)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

我国主动脉介入治疗正处于发展初期,手术渗透率较低,预计 2018 年腔内介入治疗渗透率仅为 1.6%,较美国 3.1% 的渗透率有一倍的提升空间。2017 年我国主动脉介入器械市场规模为 10.3 亿元,预计 2022 年市场规模将达到 19.5 亿元。随着主动脉疾病诊疗率的持续提升以及介入治疗的渗透率的提升,我国主动脉介入治疗器械市场有望持续增长。

图 14: 中国主动脉支架市场规模 (亿元)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

竞争格局方面,国内主动脉介入治疗市场上,外资和国产企业竞争较为平稳。按照手术量基数,2018 年主动脉介入市场由美敦力占据第一位,心脉医疗以 26% 的份额占据第二位,先建科技排第三位。

2.2 公司主动脉产品线丰富，产品处于快速放量期

2.2.1 公司产品线丰富，产品性能处于国内领先地位

公司主动脉支架分为胸主动脉支架和腹主动脉支架，胸主动脉支架产品包括 Hercules Low Profile 直管型覆膜支架和 Castor 分支型主动脉覆膜支架，腹主动脉支架包括 Hercules 分叉型覆膜支架、Aegis 分叉型大动脉覆膜支架以及 Minos 腹主动脉覆膜支架。

图 15：中国主动脉主要支架产品



数据来源：公司网站，西南证券整理

此外，公司在研产品管线中包括 Talos 直管型胸主动脉覆膜支架系统、多分支胸主动脉覆膜支架系统、多分支腹主动脉覆膜支架系统。

表 2：公司主动脉支架类在研产品

研发方向	产品名称	产品用途	进展阶段
胸主动脉支架	Talos 直管型胸主动脉覆膜支架系统	覆膜支架远端打孔，保证了远端肋间动脉供血，降低发生截瘫的几率	临床植入
	多分支胸主动脉覆膜支架系统	在 Castor 支架的基础上，研发一款多分支胸主动脉覆膜支架系统，用于治疗夹层累及至弓部及升主动脉的复杂性胸主动脉疾病	预研阶段
腹主动脉覆膜支架	多分支腹主动脉覆膜支架系统	开发一款多分支腹主动脉覆膜支架系统，解决目前病变累及肾周分支血管的复杂性腹主动脉瘤	预研阶段

数据来源：公司招股说明书，西南证券

相比国内同类产品，公司主动脉支架产品在技术应用、生产工艺、应用场景、操作友好度等方面处于国内领先水平，部分产品已达到国际先进水平。

技术应用方面：Hercules Low Profile 胸主动脉支架是目前国内市场输送系统外鞘直径最细的胸主动脉支架产品之一，Minos 腹主动脉支架是目前国内市场输送系统外鞘直径最细的腹主动脉支架产品之一，较细的输送系统外鞘直径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叉型，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。

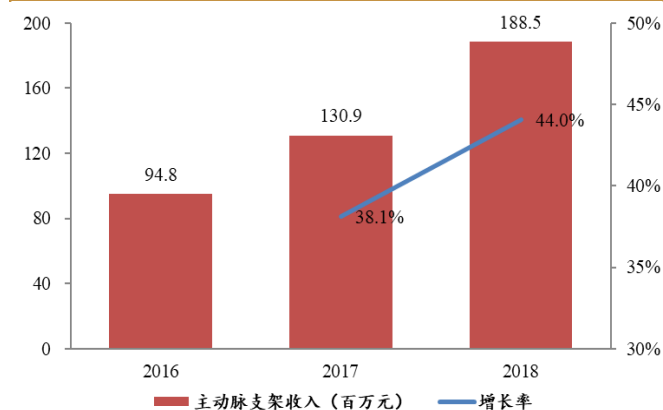
应用场景方面：得益于公司主动脉支架较细的输送系统外鞘直径，公司产品可适用于入路血管直径较细的病例；Castor 支架作为全球首款获批上市的分支型主动脉支架，首次将 TEVAR 手术适应证拓展到主动脉弓部病变；Aegis 支架的一体式结构在分叉处狭窄的腹主动脉瘤病例上具有优势。

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，减少术中医源性并发症；公司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。

2.2.2 产品处于快速放量期，持续增长可期

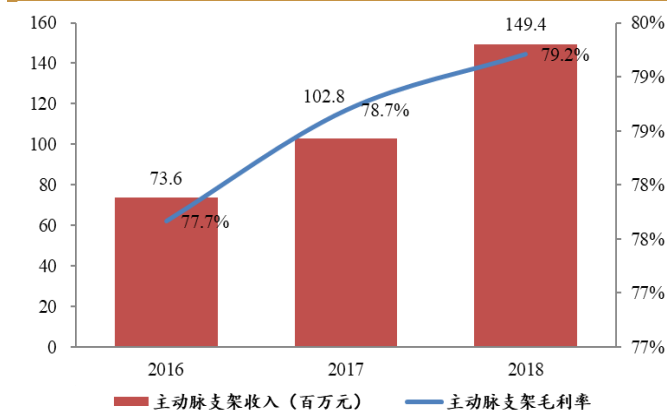
2016 年至 2018 年，公司主动脉支架类产品收入快速增长，由 2016 年 9477 万元增长至 2018 年 1.9 亿元，年均复合增长率为 41.0%。由于产品规模效应提升等因素，公司主动脉支架类产品毛利率持续增长，由 2016 年 77.7% 增长至 2018 年 79.2%，预计随着规模效应的进一步凸显，主动脉支架类产品毛利率有望进一步提升。

图 16：公司主动脉支架收入快速增长（百万元）



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

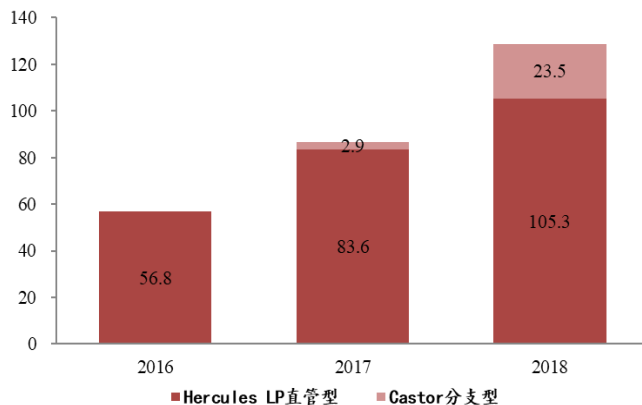
图 17：公司主动脉支架毛利和毛利率情况（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

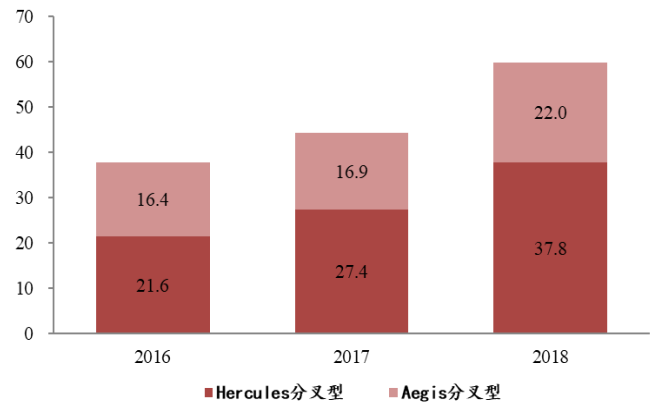
公司胸主动脉支架和腹主动脉支架均实现了收入快速增长，胸主动脉支架 Hercules LP 收入由 2016 年的 5683 万元增长至 2018 年的 1.1 亿元，年均复合增长率为 36.1%，Castor 分支型支架于 2017 三季度上市销售，2018 年销售收入已达到 2348 万元；腹主动脉支架 Aegis 产品收入由 2016 年的 1638 万元增长至 2018 年的 2201 万元，年均复合增长率为 15.9%，Hercules 分叉型支架收入由 2016 年的 2156 万元增长至 2018 年的 3778 万元，年均复合增长率为 32.4%。

图 18: 公司胸主动脉支架收入结构 (百万元)



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 19: 公司腹主动脉支架收入结构 (百万元)



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

公司主动脉支架类产品结构丰富, 新产品持续推出, Castor 支架自 2017 三季度上市销售以来快速放量, Minos 腹主动脉支架于 2019 年 3 月已获批上市。我们预计, 随着公司新产品的上市, 主动脉支架类产品收入有望继续保持快速增长趋势

3 周围血管介入国产替代空间大, 公司产品布局前景广阔

3.1 外周血管疾病发病率高, 市场空间广阔

周围血管包括外周动脉和静脉等, 可出现外周动脉疾病和静脉疾病。外周动脉疾病 (PAD) 是指心、脑动脉以外的主动脉及其分支血管狭窄、闭塞或瘤样扩张疾病, 主要病因是动脉粥样硬化。静脉疾病主要有静脉曲张、深静脉血栓、髂静脉受压综合征

我国流行病学调查显示, 年龄 > 35 岁的自然人群 PAD 患病率为 6%; 年龄 > 60 岁的老年人中 PAD 患病率为 15%; 另外, 年龄 > 50 岁的糖尿病患者中 PAD 患病率高达 19%, PAD 在冠心病患者中患病率为 43%, 据此推算我国有 3000 万以上的 PAD 患者。同时, 我国人口基数大, 随着我国人口老龄化进程加速, 预计 PAD 的患病人数将持续上升。

图 20: 外周血管支架介入治疗示意图

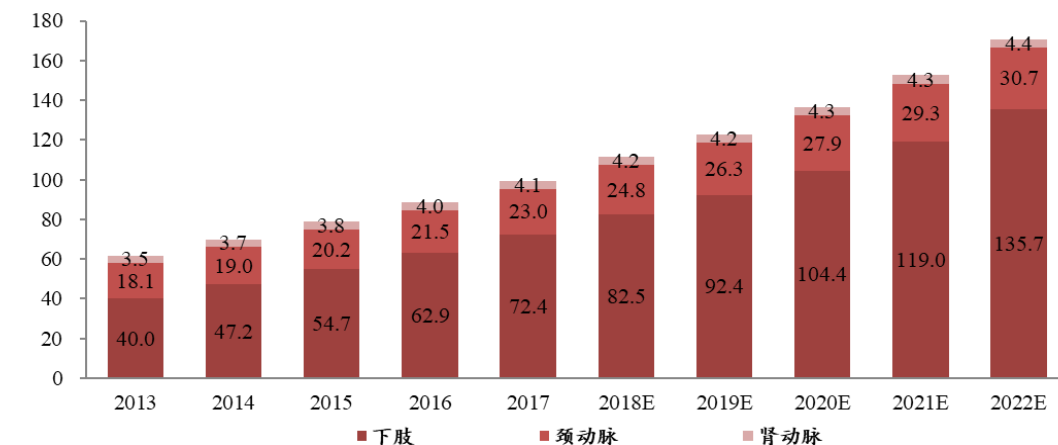


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

PAD 的治疗方法包括改变生活方式、药物治疗、介入治疗、外科手术及新型治疗方法等，其中血管内介入治疗和手术的效果类似，但是血管腔内介入治疗具有较低的并发症和病死率等优点，经皮血管腔内球囊扩张术或支架置入术可成功地开通下肢闭塞段血管、恢复血流，使患者症状缓解，甚至挽回濒于截肢威胁的肢体，已逐渐成为治疗下肢动脉缺血的首选方法。

2017 年国内外周动脉介入治疗手术量为 9.9 万台，预计 2022 年将达到 17.1 万例，2017 年至 2022 年均复合增长率为 11.4%。

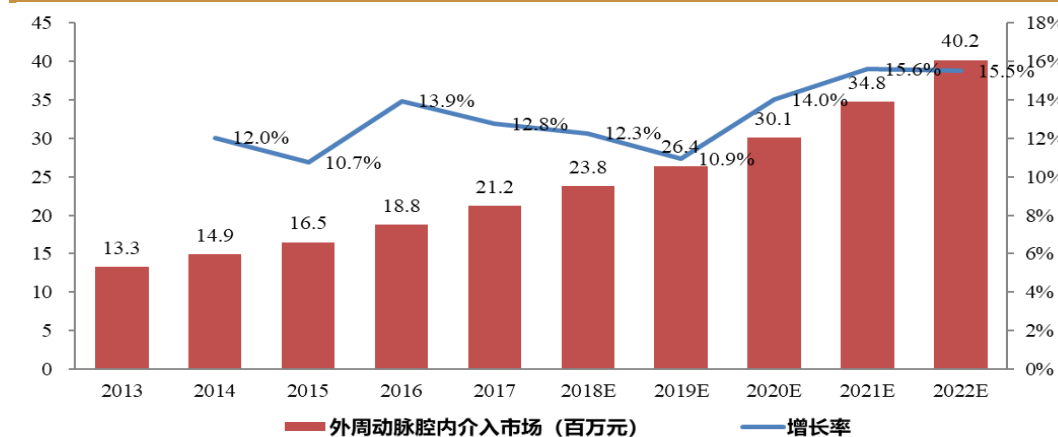
图 21：国内外周动脉介入手术量（千例）



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

2017 年我国外周动脉介入治疗市场规模为 21.2 亿元，预计 2022 年将达到 40.2 亿元，2017 年至 2022 年均复合增长率为 13.7%。

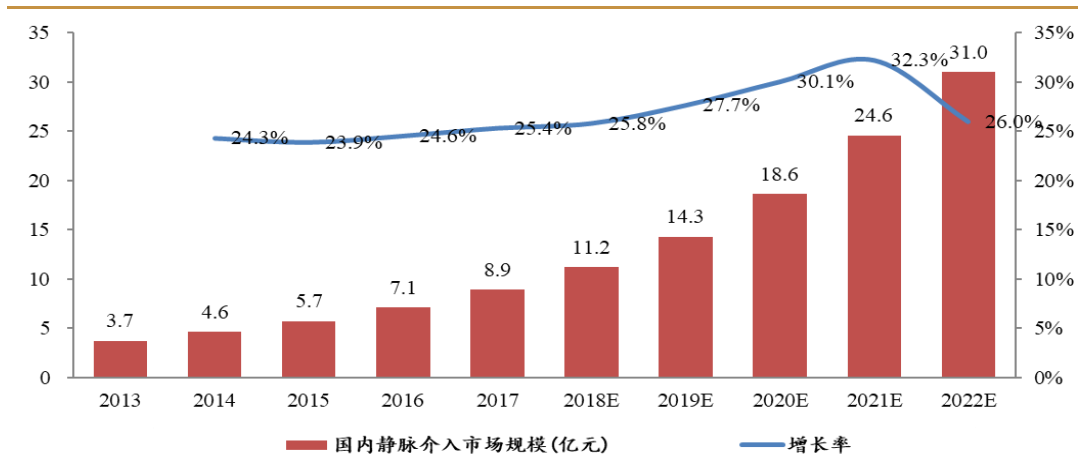
图 22：国内外周动脉介入器械市场规模（亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

另外，国内静脉疾病的介入治疗处于发展早期，2017 年收入规模为 8.9 亿元，预计 2022 年将达到 31 亿元，年均复合增长率为 28.4%。

图 23: 国内静脉介入器械市场规模 (亿元)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

3.2 公司储备品种丰富, 有望实现国产替代

公司目前外周介入领域已上市的产品主要是 CROWNUS 外周血管支架系统和 Reewarm 外周球囊扩张导管, CROWNUS 支架适用于治疗髂动脉、股动脉、锁骨下动脉的狭窄或闭塞, Reewarm 球囊适用于经皮腔内血管成形术中对腹股沟以下动脉因动脉粥样硬化引起的狭窄或者闭塞性病变的扩张。

表 3: 公司外周血管介入治疗产品线

	产品名称	用途	研究进展	上市时间
在售产品	CROWNUS 外周血管支架	治疗外周血管的狭窄或闭塞性病变的扩张		2009 年
	Reewarm 外周球囊扩张导管	治疗外周血管的狭窄或闭塞性病变的扩张		2017 年
在研产品	药物球囊扩张导管	载药球囊, 可以有效减少下肢狭窄病变扩张后的再狭窄问题	注册申请	预计 2019 年
	高压球囊扩张导管	用于治疗外周血管疾病术后再狭窄问题, 降低限流性夹层发生率的同时, 提高管腔通畅率	样品验证	预计 2021 年-2022 年
	静脉取栓系统	用于解决生理性及病理性的髂静脉狭窄	样品验证	预计 2022 年-2023 年
	髂静脉支架系统	用于植入下腔静脉, 避免各种原因导致的血栓流入肺部造成的肺栓塞	样品验证	预计 2023 年-2025 年
	腔静脉滤器	用于静脉新鲜栓子的即时取出, 避免静脉阻塞带来的各种并发症	样品验证	预计 2023 年-2025 年

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券

另外, 公司储备了多个在研产品, 包括药物球囊扩张导管、高压球囊扩张导管、静脉取栓系统、髂静脉支架系统、腔静脉滤器等, 其中药物球囊扩张导管处于国家创新医疗器械特别审批程序, 预计 2019 年获批上市。

国内外周血管介入治疗领域市场基本由美敦力、波士顿科学、科迪斯、雅培等外企占据, 尚未形成具备竞争力的国产企业。公司在外周血管介入领域深耕多年, 但由于尚未形成完整的产品线, 市场竞争力较弱, 单个产品销售规模较小。我们预计, 随着产品线的持续丰富, 公司在外周血管介入治疗领域有望率先实现国产替代。

4 募集资金情况

公司本次拟发行 1800 万股，占发行后公司总股本的 25%，募集资金主要用于主动脉及外周介入医疗器械产业化项目、主动脉及外周介入医疗器械研究开发项目、营销网络及信息化建设项目、补充流动资金。

表 4：公司募集资金使用情况（百万元）

	项目总投资	计划利用募集净额
主动脉及外周介入医疗器械产业化项目	151.3	151.3
主动脉及外周介入医疗器械研究开发项目	355	355
营销网络及信息化建设项目	44.8	44.8
补充流动资金	100	100
合计	651.1	651.1

数据来源：公司招股说明书，西南证券

主动脉及外周介入医疗器械产业化项目：该项目契合市场未来发展趋势，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，其中包括 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、Talos 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，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 35100 条的生产能力。

主动脉及外周血管介入医疗器械研究开发项目：该项目拟用于 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，包括 5 项用于治疗累及主动脉弓部病变的胸主动脉产品、2 项用于治疗腹主动脉疾病的腹主动脉产品、4 项用于治疗外周动脉血管狭窄的支架或球囊产品和 7 项用于治疗外周静脉疾病的产品。

营销网络及信息化建设项目：该项目拟扩建现有重点区域市场销售网点以及建立一体化信息系统，购置办公设施，引进业务人才，以此满足公司各项业务不断发展的需要。本项目将在北京、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。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

假设 1：公司主动脉支架类产品持续推出新产品，预计 2019-2021 年主动脉支架类产品销量增长率分别为 35%、32%和 30%，平均产品单价保持稳定，毛利率分别为 80%、80%和 81%。

假设 2：预计 2019-2021 年公司术中支架产品销量增长率分别为 25%、22%和 20%，产品单价保持稳定，毛利率分别为 82%、82%和 82%。

假设 3：预计 2019 年公司在外周介入领域将推出新产品药物球囊扩张导管，外周介入领域产品线将进一步丰富，外周介入产品有望快速放量，预计 2019-2021 年收入分别为 500 万、2500 万和 6000 万，毛利率分别为 70%、75%和 80%。

表 5：主要业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
主动脉支架	收入	188.5	254.5	335.9	436.7
	增速	44.0%	35.0%	32.0%	30.0%
	毛利率	79.3%	80.0%	80.5%	81.0%
术中支架	收入	38.3	47.8	58.3	70.0
	增速	30%	25.0%	22.0%	20.0%
	毛利率	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%
外周血管介入器械	收入		5	25	60
	增速			400.0%	140.0%
	毛利率		70%	75%	80%
其他主营业务	收入	2.54	3.81	5.33	6.93
	增速	161.86%	50%	40%	30%
	毛利率	33.4%	35.0%	35.0%	35.0%
其他	收入	1.81	1.99	2.19	2.41
	增速	-53.59%	10%	10%	10%
	毛利率	28.5%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	231.1	313.1	426.8	576.1
	增速	40.0%	35.5%	36.3%	35.0%
	毛利率	78.8%	79.3%	79.6%	80.3%

数据来源：公司公告，西南证券

我们预计，2019-2021 年公司收入分别为 3.1 亿、4.3 亿和 5.8 亿元，增长率分别为 35.5%、36.3%和 35.0%，归母净利润分别为 1.3 亿、1.8 亿和 2.4 亿元，增长率分别为 38.2%、39.9%和 36.7%。

5.2 估值

公司营收和利润体量相对较大，公司经营较为成熟，我们选取 PE 的估值方法。公司主要产品属于耗材类，参考 A 股可比公司，我们选取乐普医疗、大博医疗和万孚生物、健帆生物两组公司作为可比公司。

表 6：可比公司估值情况

代码	名称	市值 (亿元)	预测归母净利润 (亿元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300326.SZ	乐普医疗	433	17.1	22.6	29.6	25.3	19.2	14.6
002901.SZ	大博医疗	141.	4.6	5.9	7.4	30.4	24.1	19.0
平均						27.9	27.9	21.6
300529.SZ	健帆生物	265	5.4	7.2	9.3	48.7	36.9	28.4
300482.SZ	万孚生物	128	4.2	5.5	7.1	30.8	23.2	18.0
平均						39.8	39.7	30.1

数据来源：Wind，西南证券整理（数据为 2019 年 7 月 5 日数据）

公司产品属性与乐普医疗、大博医疗的产品较为相似，均属于高值医用耗材类产品，参考上述乐普医疗和大博医疗的平均市盈率，我们给予公司 2019 年 28 倍估值，若考虑到公司未来三年业绩可以达到 30% 以上的年均复合增长率，我们选取未来三年业绩复合增长率 30% 以上的万孚生物和健帆生物作为可比公司，给予公司 2019 年 40 倍估值，预计 2019 年公司归母净利润为 1.25 亿，合理价格区间为 48.7 元至 69.6 元。

6 风险提示

- 1) 研发进展或不及预期；
- 2) 新产品市场推广或低于预期；
- 3) 耗材集中采购导致大幅降价；
- 4) 内控风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	231.13	313.13	426.81	576.08	净利润	90.65	125.28	175.30	239.62
营业成本	48.97	64.88	87.26	113.77	折旧与摊销	7.72	6.04	6.04	6.04
营业税金及附加	1.74	2.35	3.21	4.33	财务费用	-0.10	-0.20	-0.58	-1.14
销售费用	40.20	54.17	72.98	97.93	资产减值损失	0.97	2.00	3.00	4.00
管理费用	13.62	50.10	68.29	92.17	经营营运资本变动	4.82	-27.55	-18.91	-23.37
财务费用	-0.10	-0.20	-0.58	-1.14	其他	2.78	-7.00	-11.00	-17.00
资产减值损失	0.97	2.00	3.00	4.00	经营活动现金流净额	106.85	98.57	153.85	208.15
投资收益	0.00	5.00	10.00	12.00	资本支出	-18.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-6.56	5.00	10.00	12.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-24.79	5.00	10.00	12.00
营业利润	104.85	144.83	202.65	277.01	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	104.85	144.83	202.65	277.01	股权融资	36.24	0.00	0.00	0.00
所得税	14.20	19.55	27.36	37.40	支付股利	0.00	-18.13	-25.06	-35.06
净利润	90.65	125.28	175.30	239.62	其他	-100.24	-1.12	0.58	1.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-64.00	-19.25	-24.47	-33.92
归属母公司股东净利润	90.65	125.28	175.30	239.62	现金流量净额	18.06	84.32	139.38	186.24
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	49.90	134.22	273.60	459.84	成长能力				
应收和预付款项	31.90	50.10	66.22	87.79	销售收入增长率	39.96%	35.48%	36.31%	34.97%
存货	33.72	44.68	58.10	77.35	营业利润增长率	41.83%	38.13%	39.93%	36.69%
其他流动资产	0.51	0.28	0.38	0.51	净利润增长率	43.01%	38.20%	39.93%	36.69%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	42.35%	33.96%	38.13%	35.46%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	48.47	45.46	42.45	39.44	毛利率	78.81%	79.28%	79.56%	80.25%
无形资产和开发支出	94.55	92.17	89.79	87.40	三费率	23.24%	33.23%	32.96%	32.80%
其他非流动资产	9.76	9.11	8.46	7.81	净利率	39.22%	40.01%	41.07%	41.59%
资产总计	268.82	376.02	538.99	760.14	ROE	41.94%	38.75%	37.02%	35.34%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	33.72%	33.32%	32.52%	31.52%
应付和预收款项	28.63	39.26	51.98	68.58	ROIC	50.48%	61.74%	76.25%	92.63%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	48.66%	48.12%	48.76%	48.94%
其他负债	24.03	13.47	13.47	13.47	营运能力				
负债合计	52.66	52.72	65.44	82.04	总资产周转率	0.94	0.97	0.93	0.89
股本	53.98	71.98	71.98	71.98	固定资产周转率	4.85	6.84	9.97	14.48
资本公积	96.35	78.35	78.35	78.35	应收账款周转率	9.84	10.09	9.53	9.71
留存收益	65.82	172.97	323.21	527.77	存货周转率	1.64	1.66	1.67	1.64
归属母公司股东权益	216.16	323.30	473.54	678.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.60%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	216.16	323.30	473.54	678.10	资产负债率	19.59%	14.02%	12.14%	10.79%
负债和股东权益合计	268.82	376.02	538.99	760.14	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.96	5.84	7.66	9.12
					速动比率	2.10	4.70	6.54	7.99
					股利支付率	0.00%	14.47%	14.29%	14.63%
					每股指标				
					每股收益	1.26	1.74	2.44	3.33
					每股净资产	3.00	4.49	6.58	9.42
					每股经营现金	1.48	1.37	2.14	2.89
					每股股利	0.00	0.25	0.35	0.49
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	112.47	150.67	208.11	281.92					
PE	0.00	0.00	0.00	0.00					
PB	0.00	0.00	0.00	0.00					
PS	0.00	0.00	0.00	0.00					
EV/EBITDA	-0.46	-0.91	-1.33	-1.64					
股息率	-	-	-	-					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn