

心脉医疗：主动脉及外周血管介入治疗领域龙头

2019 年 07 月 14 日

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001

021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	231	307	400	519
同比（%）	40.0%	32.9%	30.3%	29.7%
归母净利润（百万元）	91	118	154	198
同比（%）	43.0%	30.3%	30.4%	28.7%
每股收益（元/股）	1.68	1.64	2.14	2.75

投资要点

■ **主动脉及外周血管介入治疗领域龙头**：公司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。2018 年公司主动脉支架类主营收入达到 18852.08 万元，术中支架类为 3824.9 万元，其他产品收入 254.46 万元。主动脉支架类、术中支架类以及其他产品的增速分别为 44.04%，30.18%，162.33%，三大类产品的增速都比较明显。

■ **研发实力推动公司业绩持续增长**：公司制定了具有前瞻性的产品研发战略，始终把技术研发和创新能力建设放在公司发展的首要位置，2016 年至 2018 年研发投入占营业收入比例为 32.85%、27.27%和 20.71%。在研发驱动下，心脉医疗在 2016 到 2018 年营收分别为 1.25 亿、1.65 亿、2.31 亿，毛利率分别为 77.66%、78.69%及 79.21%，毛利率稳中有升。

■ **主动脉及外周血管介入医疗器械行业仍处在高速发展阶段**：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。

■ **心脉医疗后发追赶国外企业，具有国内领先水平**：公司主动脉支架类产品已处于国内领先水平，是目前国内唯一获批上市的术中支架系统，部分产品已达到国际先进水平。公司具有代表性的创新产品主要有 Aegis 分叉型大动脉覆膜支架及输送系统、CRONUS 术中支架系统、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和 Minos 腹主动脉覆膜支架及输送系统，在 2016 年-2018 年的各年度合计贡献主营业务收入的 80%以上。

■ **募投项目增强研发实力，保持核心竞争力**：本次募集资金拟投资于主动脉及外周血管介入医疗器械产业化项目、主动脉及外周血管介入医疗器械研究开发项目、营销网络及信息化建设项目和补充流动资金项目，合计 6.51 亿元。

■ **盈利预测与投资评级**：基于对主动脉及外周血管介入治疗行业快速发展的判断，以及公司在行业中的地位和后续创新产品的推出，我们预计公司 2019-2021 年的收入为 3.07 亿元、4.00 亿元和 5.19 亿元，同比增长 32.9%、30.3%和 29.7%；归母净利润为 1.18 亿元、1.54 亿元和 1.98 亿元，同比增长 30.3%、30.4%和 28.7%。我们判断心脉医疗 PE 估值对应 2019 年业绩在 30-40 倍之间，对应的市值为 35.4 亿元-47.2 亿元之间。

■ **风险提示**：行业政策风险；产品研发注册风险

股价走势



市场数据

发行价（元）	46.23
一年最低/最高价	N/A
市净率（倍）	11.55
流通 A 股市值（百万元）	N/A

基础数据

每股净资产（元）	4.00
资产负债率（%）	19.59
总股本（百万股）	53.98
流通 A 股（百万股）	N/A

相关研究

内容目录

1. 心脉医疗：主动脉及外周血管介入治疗领域龙头	4
1.1. 公司是主动脉及外周血管介入医疗器械的行业领先者	4
1.2. 公司业绩增长迅速，盈利能力维持高水平	6
1.3. 研发投入持续增长，确保公司核心竞争力	7
1.4. 募投项目分析：增强研发实力，继续保持核心竞争力	9
2. 公司所处行业前景开阔，向先进水平看齐	9
2.1. 我国主动脉及外周血管介入医疗器械行业仍处在高速发展阶段	9
2.1.1. 全球医疗器械行业步入稳健的发展时期	9
2.1.2. 我国医疗器械市场发展迅速	10
2.1.3. 我国主动脉血管腔内介入医疗器械正处于高速成长阶段	10
2.1.1. 我国外周血管介入医疗器械市场规模不断提升	11
2.1.1. 医疗器械制造业及上下游	12
2.2. 心脉医疗后发追赶国外企业，具有国内领先水平	12
2.2.1. 公司致力于研发，向先进水平看齐	12
2.2.2. 公司创新性产品处于领先地位	13
3. 盈利预测与投资建议	15
3.1. 心脉医疗在主动脉及外周血管介入治疗领域处于领先地位，业绩增长迅速	15
3.2. 公司估值	16
4. 风险提示	16

图表目录

图 1：公司股权结构（发行前）	4
图 2：心脉医疗核心产品近三年主营收入（万元）	5
图 3：2016 年到 2018 年公司营收及增速	6
图 4：2016-2018 年归母净利润及增速	6
图 5：2016-2018 年心脉医疗及行业平均毛利率（%）	6
图 6：2016-2018 年心脉医疗三类核心产品毛利率（%）	7
图 7：心脉医疗研发投入及占比	8
图 8：2013-2017 年全球医疗器械市场规模（亿美元）	9
图 9：2013-2017 我国医疗器械市场规模（亿元）	10
图 10：2013-2022 年我国主动脉介入医疗器械市场规模（亿元）	11
图 11：2013-2022 年我国外周血管介入医疗器械市场规模（亿元）	11
图 12：医疗器械行业上下游	12
表 1：心脉医疗核心产品	5
表 2：心脉医疗核心技术处于领先地位	8
表 3：公司募投金额及投向	9
表 4：心脉医疗和相关上市公司经营情况对比	12
表 5：心脉医疗和相关上市公司技术实力对比	13
表 6：心脉医疗创新产品和国内市场同类型竞争产品比较	13
表 7：公司业务拆分的收入和毛利率预测（百万元）	15
表 8：可比上市公司 PE 估值情况	16

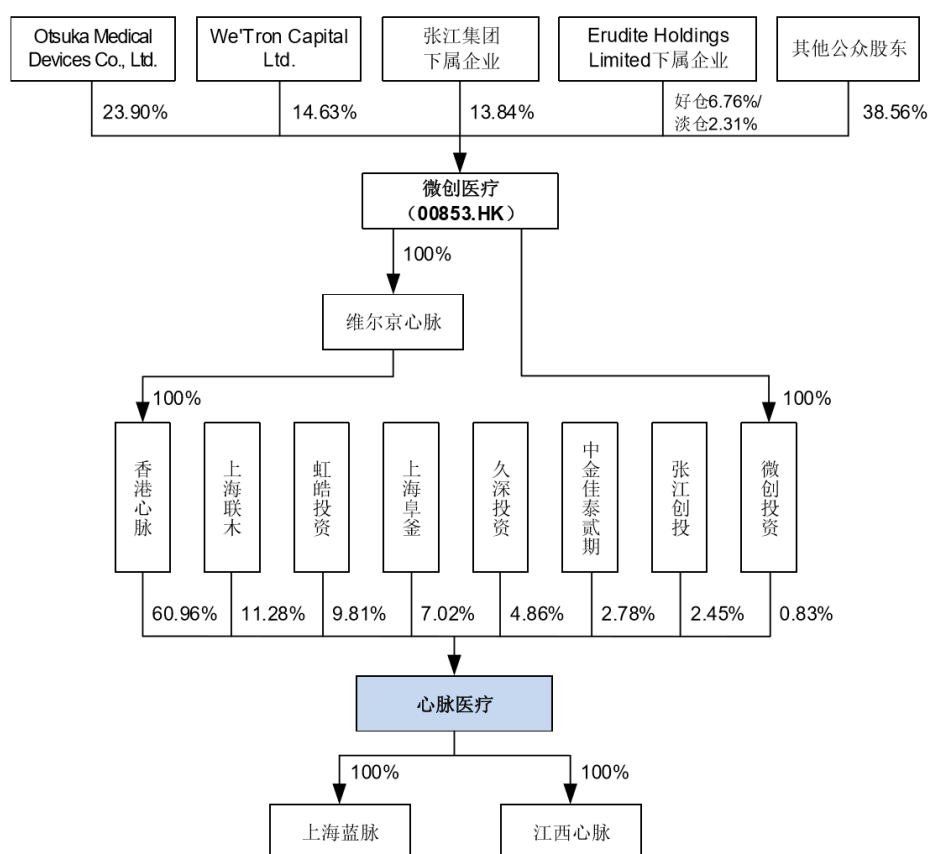
1. 心脉医疗：主动脉及外周血管介入治疗领域龙头

1.1. 公司是主动脉及外周血管介入医疗器械的行业领先者

心脉医疗系由心脉有限整体变更设立的股份有限公司，心脉有限成立于 2012 年。心脉医疗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，公司在该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，公司深耕多年，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。另外，公司拥有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。

公司股权结构稳定，保证公司决策高效。心脉医疗系香港联交所上市公司微创医疗的控股子公司。

图 1：公司股权结构（发行前）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司核心产品为主动脉覆膜支架类、术中支架类和其他产品。其中主要是胸主动脉覆膜支架系统、腹主动脉覆膜支架系统、术中支架系统和球囊扩张导管。

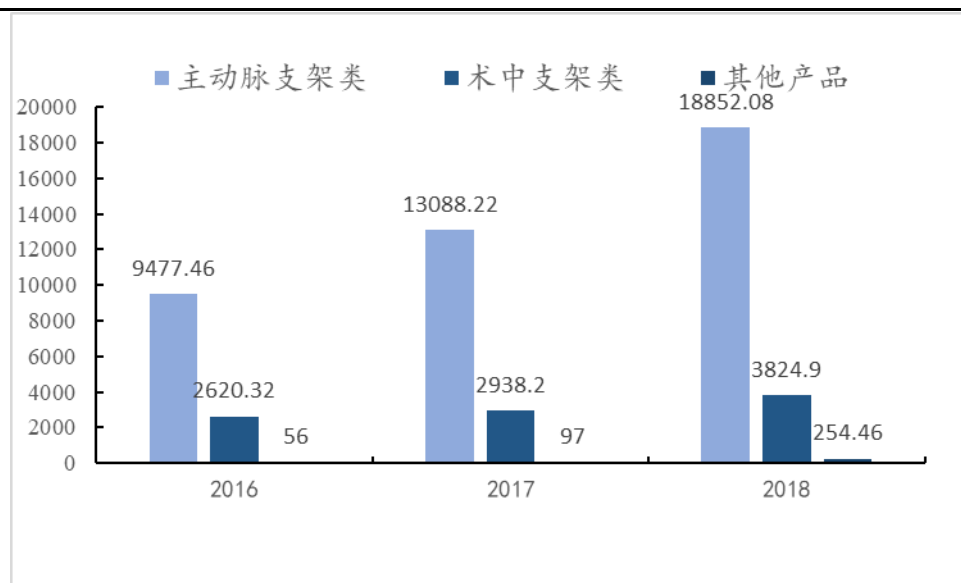
表 1：心脉医疗核心产品

产品类别	主要用途	具体产品
主动脉支架类	胸主动脉覆膜支架系统	使用微创介入技术和腔内隔绝原理，建立新的血流通道，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
	腹主动脉覆膜支架系统	使用微创介入技术和腔内隔绝原理，建立新的血流通道，治疗腹主动脉瘤、腹主动脉夹层病变 Hercules 分叉型覆膜支架及输送系统、Aegis 分叉型大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
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
其他产品	外周血管支架系统	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
	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

数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

随着市场的逐步开拓，2018 年公司主动脉支架类主营收入达到 18852.08 万元，术中支架类为 3824.9 万元，其他产品收入 254.46 万元。主动脉支架类、术中支架类以及其他产品的增速分别为 44.04%，30.18%，162.33%，三大类产品的增速都比较明显。近三年，主动脉支架类营收一直占据公司最高的份额。

图 2：心脉医疗核心产品近三年主营收入（万元）



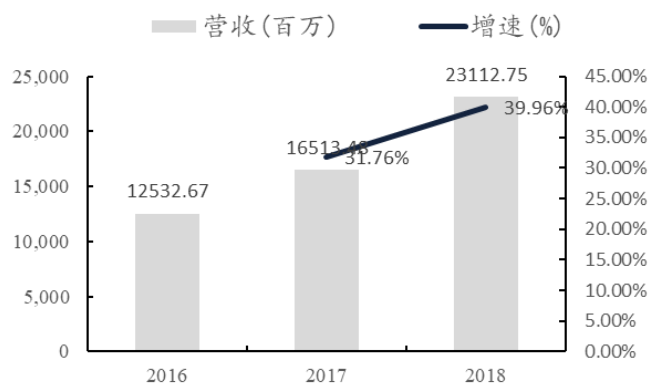
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 公司业绩增长迅速，盈利能力维持高水平

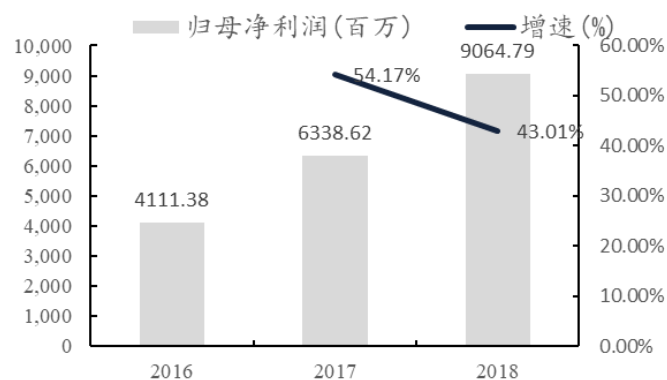
作为领先企业，心脉医疗在2016到2018年营收分别为1.25亿、1.65亿、2.31亿，2018年增速达39.96%；归母净利润分别为0.41亿、0.63亿、0.91亿，2018年增速达43.01%，营收和归母在过去三年内均实现快速成长。2016到2018年主动脉支架类销售收入占总收入的比重均在75%以上，成为业绩增长的主要推动力。

图3：2016年到2018年公司营收及增速

图4：2016-2018年归母净利润及增速



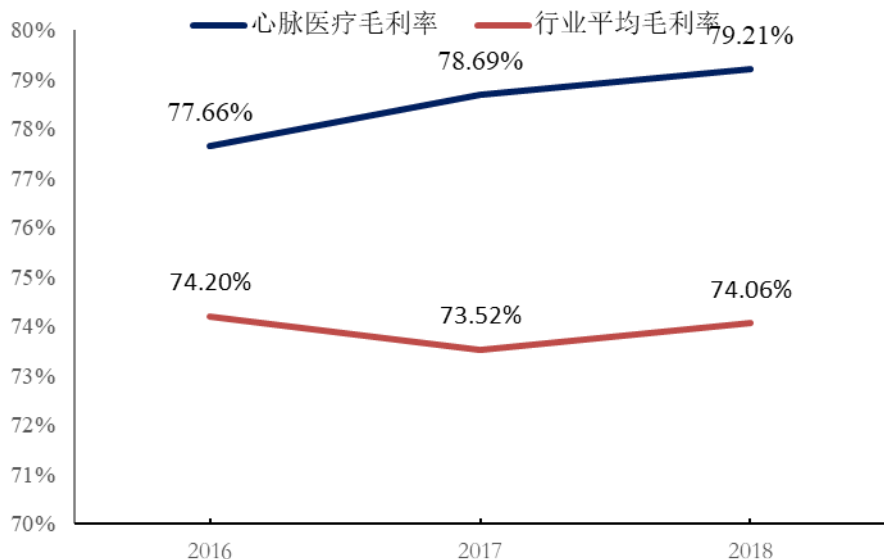
数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司的毛利率水平较高，与行业平均水平较为相近。主动脉及外周血管介入医疗器械行业属于高值医疗耗材行业，行业壁垒、技术壁垒、前期投入等因素使得行业毛利率水平较高。2016年度、2017年度及2018年度，公司主营业务毛利率分别为77.66%、78.69%及79.21%，毛利率稳中有升。

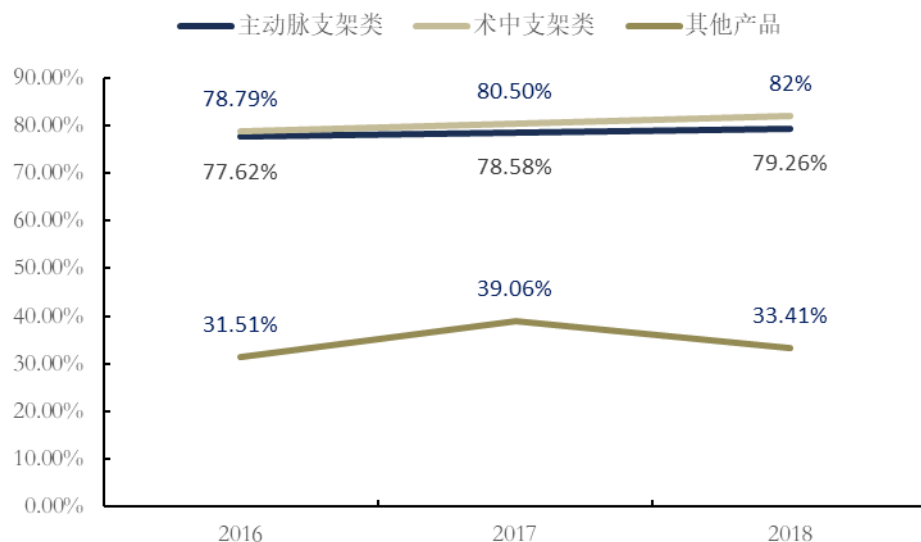
图5：2016-2018年心脉医疗及行业平均毛利率(%)



数据来源：公司招股说明书，Wind，东吴证券研究所

2016年至2018年，主动脉支架类产品的毛利率分别为77.62%、78.58%及79.26%，毛利率保持稳定并呈逐年小幅上升趋势，术中支架类产品的毛利率分别为78.79%、80.50%及82.00%，毛利率逐年上升。

图6：2016-2018年心脉医疗三类核心产品毛利率（%）



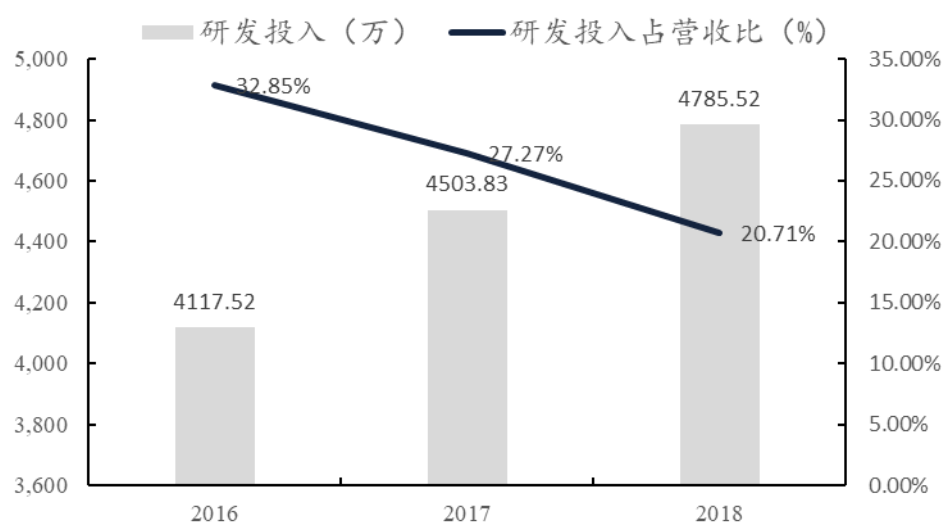
数据来源：公司招股说明书，Wind，东吴证券研究所

1.3. 研发投入持续增长，确保公司核心竞争力

核心技术人才是高科技公司的核心竞争力。公司制定了具有前瞻性的产品研发战略，始终把技术研发和创新能力建设放在公司发展的首要位置。研发投入从2016年的4117.52万增长到2018年的4785.52万元，2018年研发投入占营业收入比例为20.71%，2016年和2017年占比分别为32.85%、27.27%，下滑原因主要是营收增速超过研发投入增速。2018年公司拥有研发人员74名，占公司员工总数的比例为26.06%，其中硕士

及以上学历研发人员 36 名，占全部研发人员的比例为 48.65%。

图 7：心脉医疗研发投入及占比



数据来源：公司招股说明书，Wind，东吴证券研究所

中高端医疗器械行业属技术密集型产业，产品生命周期有限，需要持续进行迭代升级。医疗器械企业为保持竞争优势，需不断开发新产品，形成合理的产品线梯度，以保持快速稳定增长。公司以技术与研发为核心竞争力，自设立以来一直致力于不断开发、改良现有产品，丰富产品品种及规格，提升公司核心竞争力。自 2019 年 3 月 31 日，公司拥有已授权的境内外专利 86 项，其中境内授权专利 61 项（包括发明专利 43 项、实用新型专利 16 项、外观设计专利 2 项），境外授权专利 25 项（均为发明专利）。在主动脉及外周血管介入医疗器械领域，公司掌握具有自主知识产权、产权清晰、国内国际领先的核心技术，技术水平成熟。

表 2：心脉医疗核心技术处于领先地位

技术名称	技术来源	技术先进性表征
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
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
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
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

数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

1.4. 募投项目分析：增强研发实力，继续保持核心竞争力

公司本次募集资金拟投资于主动脉及外周血管介入医疗器械产业化项目、主动脉及外周血管介入医疗器械研究开发项目、营销网络及信息化建设项目和补充流动资金项目。本次募集资金投资项目紧密围绕公司现有主营业务，其实施将有利于提升公司的研发能力和核心竞争力，有利于公司更好地适应市场需求提高盈利水平，有利于全面提升公司综合实力并推动公司的可持续发展。

“主动脉及外周血管介入医疗器械产业化项目”将新增公司产能，提高公司服务客户、满足市场需求的能力。“主动脉及外周血管介入医疗器械研究开发项目”将提升公司产品技术的领先优势，开发出紧扣市场需求的创新产品。“营销网络及信息化建设”项目有利于加强营销覆盖深度和广度，进一步提升管理水平，将进一步增强公司的盈利能力。

表 3：公司募投金额及投向

序号	项目名称	投资金额（万元）
1	主动脉及外周血管介入医疗器械产业化项目	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
3	营销网络及信息化建设项目	4,483.59
4	补充流动资金	10,000.00
合计		65,109.91

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2. 公司所处行业前景开阔，向先进水平看齐

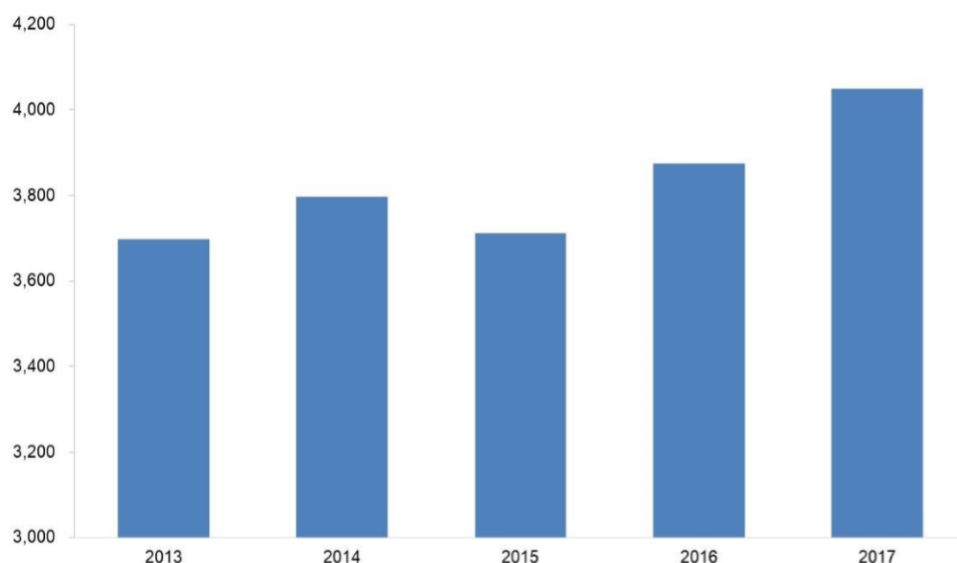
2.1. 我国主动脉及外周血管介入医疗器械行业仍处在高速发展阶段

2.1.1. 全球医疗器械行业步入稳健的发展时期

全球医疗器械市场规模从 2013 年的 3,698 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 8：2013-2017 年全球医疗器械市场规模（亿美元）

2013-2017 年全球医疗器械市场规模（单位：亿美元）



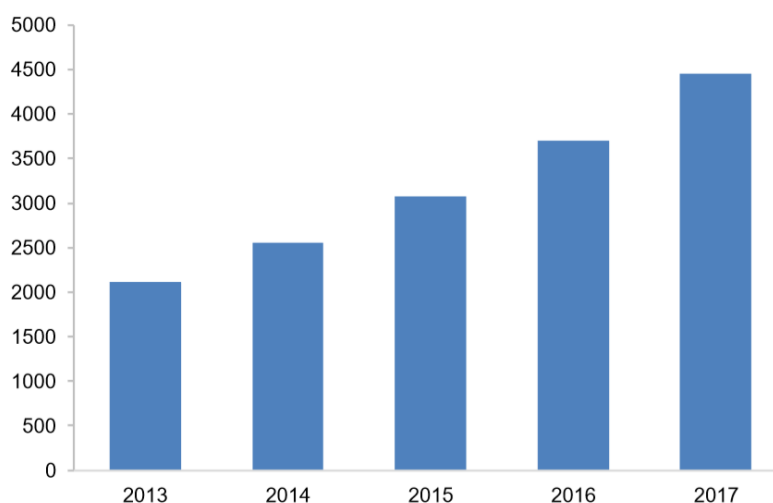
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.1.2. 我国医疗器械市场发展迅速

近年来，我国经济发展迅速，居民生活水平不断提高，基本医疗保障水平也相应提高。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%。与全球市场相比，医疗器械行业属我国重点支持的战略新兴产业，发展前景广阔。随着我国人口老龄化、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。

图 9：2013-2017 我国医疗器械市场规模（亿元）

2013-2017 我国医疗器械市场规模（单位：亿元）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.1.3. 我国主动脉血管腔内介入医疗器械正处于高速增长阶段

近年来,受益于政策支持及我国人均医疗支出的提高,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。

图 10: 2013-2022 年我国主动脉介入医疗器械市场规模(亿元)

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:公司招股说明书,东吴证券研究所

2.1.1. 我国外周血管介入医疗器械市场规模不断提升

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 11: 2013-2022 年我国外周血管介入医疗器械市场规模(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)

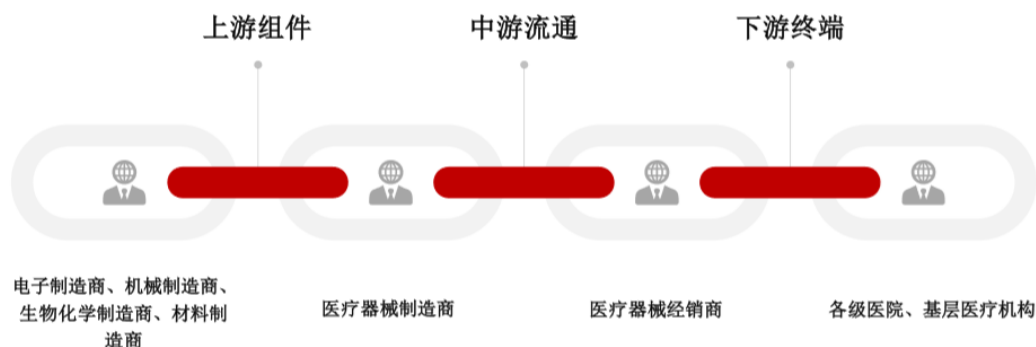


数据来源:公司招股说明书,东吴证券研究所

2.1.1. 医疗器械制造业及上下游

公司所处的行业为医疗器械制造业，品类繁多，上游组件涉及领域较广，包括电子制造、机械制造、生物化学、材料等行业；基于医疗器械行业存在一定特殊性，主要通过医疗器械经销商销售至终端客户；下游行业是以各级医院为代表的医疗卫生机构。

图 12：医疗器械行业上下游



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 心脉医疗后发追赶国外企业，具有国内领先水平

2.2.1. 公司致力于研发，向先进水平看齐

以美敦力、戈尔、库克医疗等为代表的国外医疗器械企业凭借较为完整的产品线、技术领先、研发能力强等优势，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。但随着国家政策扶持以及企业研发投入的不断加大，以心脉医疗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。

表 4：心脉医疗和相关上市公司经营情况对比

公司名称	主营业务
美敦力	美敦力业务覆盖主动脉及外周血管介入、心脏节律及心衰、冠脉及结构性心脏病、神经调控、神经血管、骨科、脊柱、外科技技术、早期技术、患者监护与恢复、创新外科、肾健康 解决方案、强化胰岛素疗法管理、非强化糖尿病疗法、糖尿病等医疗服务和解决方案。
先健科技	先健科技业务覆盖结构性心脏病业务、主动脉及外周血管病业务、起搏器电生理业务等领域。
心脉医疗	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，主要产品包括用于主动脉微创介入治疗的主动脉覆膜支架系统，可在开放手术中适用的术中支架系统，以及用于治疗外周血管病变的外周血管支架系统、外周血管球囊扩张导管等

数据来源：公司招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

表 5：心脉医疗和相关上市公司技术实力对比

项目	美敦力	先健科技	心脉医疗
专利等知识产权情况	4,600 余项授权专利	截至 2018 年 12 月 31 日，提交合计 875 项专利申请。已授权专利数量未通过公开信息查询取得	截至 2019 年 3 月 31 日，拥有已授权的境内外专利 86 项，其中境内授权专利 61 项（包括发明专利 43 项、实用新型专利 16 项、外观设计专利 2 项），境外授权专利 25 项（均为发明专利）。
研发投入占比	2016 财年、2017 财年及 2018 财年的研发费用分别为 22.24 亿美元、21.93 亿美元及 22.53 亿美元，最近三年各年研发费用占当年收入的比例平均值为 7.54%	2016 年、2017 年及 2018 年的研发投入(含资本化的开发支出)分别为 9,092.5、9,680 万元及 16,912 万元，最近三年各年研发投入占当年营业收入的比例平均值为 26.60%	2016 年、2017 年及 2018 年的研发投入(含资本化的开发支出)分别为 4,117.52 万元、4,503.83 万元及 4,785.52 万元，最近三年各年研发投入占当年营业收入的比例平均值为 26.94%

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

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；公司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。

2.2.2. 公司创新性产品处于领先地位

心脉医疗已上市的具有代表性的创新产品主要是 Aegis 分叉型大动脉覆膜支架及输送系统、CRONUS 术中支架系统、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和 Minos 腹主动脉覆膜支架及输送系统。在 2016 年-2018 年各年度，这些创新性产品合计对公司主营业务收入的贡献度均在 80%以上。

同时，这些创新性产品面临国内市场同类型竞争产品，而其技术水平在国内市场同类型竞争产品中居于领先地位。

表 6：心脉医疗创新产品和国内市场同类型竞争产品比较

公司产品名称	公司产品主要技术创新点	国内市场同类型竞争产品	与行业技术比较情况
Hercules Low Profile 直管型 覆膜支架及输送系统	输送系统外鞘直径低至18F	美敦力：Valiant 戈尔：C-TAG 先健科技：Ankura	输送系统外鞘直径是衡量支架产品技术水平的重要参数之一，较细的外鞘直径可以提高输送系统的血管通过能力，从而覆盖更多病例。 公司 Hercules Low Profile 支架产品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。
Castor 分支型主动脉覆膜支架及输送系统	全球首款获批上市的分支型 主动脉支架	暂无	目前市场上的胸主动脉支架产品基本均为直管型产品，难以处理累及主动脉弓部的病变。公司 Castor 支架产品通过一体化的分支结构，将 TEVAR 手术适应证由降主动脉 拓展到主动脉弓部。 境内外竞争对手正在研发同类产品，目前尚未有同类产品在国内市场上市
Aegis 分叉型大动脉覆膜支架及输送系统	目前国内唯一用于治疗腹主动脉瘤的一体式支架系统	美敦力：Endurant II 库克：Zenith Flex 戈尔：Excluder C3 先健科技：Ankura	国内市场上现有的腹主动脉支架产品可分为一体式和分体式（包括两件式、三件式） 结构。 公司 Aegis 支架产品独有的一体化结构增加了支架系统术后的稳定性、有效避免移位和III型内漏风险，在分叉处狭窄的腹主动脉瘤病例上具有优势

Minos 腹主动脉覆膜支架
及输送系统

输送系统外鞘直径低至 14F

公司 Minos 支架产品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

CRONUS 术中支架系统

目前国内唯一获批上市的
可在胸主动脉夹层外科手术中

暂无

使用的术中支架系统

公司 CRONUS 术中支架产品具有首创性，应用该产品的外科手术术式已成为业内治疗对应适应证的标准术式，产品处于行业领先地位。目前仅少数国外厂商有同类产品在国外上市

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 心脉医疗在主动脉及外周血管介入治疗领域处于领先地位，业绩增长迅速

我国主动脉及外周血管介入医疗器械行业仍处在高速发展阶段，2013 年至 2017 年复合增长率达 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。心脉医疗作为国内该领域的龙头企业，其技术能力具有国内领先水平，是目前国内唯一获批上市的术中支架系统，部分产品已达到国际先进水平。

基于对主动脉及外周血管介入治疗行业快速发展的判断，以及公司在行业中的地位和后续创新产品的推出，我们预计公司 2019-2021 年的收入为 3.07 亿元、4.00 亿元和 5.19 亿元，同比增长 32.9%、30.3%和 29.7%；归母净利润为 1.18 亿元、1.54 亿元和 1.98 亿元，同比增长 30.3%、30.4%和 28.7%。

表 7：公司业务拆分的收入和毛利率预测（百万元）

百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主动脉支架类	94.8	130.9	188.5	248.4	320.9	412.7
增速		38.1%	44.0%	31.8%	29.2%	28.6%
术中支架类	26.2	29.38	38.25	51.6	68.7	91.3
增速		12.1%	30.2%	35.0%	33.0%	33.0%
其他主营业务	0.56	0.97	2.54	5.1	8.4	12.6
增速		73.2%	161.9%	100.0%	65.0%	50.0%
其他业务	3.79	3.9	1.81	2.0	2.2	2.4
增速		2.9%	-53.6%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	125.3	165.1	231.1	307.1	400.2	519.0

增速		31.8%	40.0%	32.9%	30.3%	29.7%
毛利率						
主动脉支架类	77.6%	78.6%	79.3%	79.6%	79.8%	79.9%
术中支架类	78.8%	80.5%	82.0%	82.3%	82.5%	83.3%
其他主营业务	31.5%	39.1%	33.4%	33.5%	33.6%	33.6%
其他业务	34.3%	37.9%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%
综合毛利率	76.4%	77.7%	78.8%	79.0%	79.0%	79.2%

数据来源：公司招股说明书，Wind，东吴证券研究所

3.2. 公司估值

公司所处的领域为内镜诊疗领域，与美股上市的美敦力和港股上市的先建科技具有相似的产品领域，PE 估值区间处于 30X-45X。从可比公司估值情况分析，心脉医疗 PE 估值对应 2019 年业绩在 30-40 倍之间，对应的市值为 35.4 亿元-47.2 亿元之间。

表 8：可比上市公司 PE 估值情况

标的	2019/7/8 股价	市值 (亿元)	净利润			PE		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
美敦力 (USD)	98.02	1313	46.3	47.4	NA	28.4	27.7	NA
先建科技 (HKD)	1.40	60.6	1.37	2.10	2.89	44.2	28.9	21.0
乐普医疗	24.54	437	12.2	17.1	22.6	35.8	25.6	19.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

行业政策风险：目前我国医疗体系处于医保控费政策下调整阶段，两票制、高值耗材采购和器械具有降价等政策风险，如果公司医保内产品大幅降价，将影响公司的收入和利润增速。

新品研发和注册风险：公司投入大量资源进行新品研发，但新产品和新技术面临不确定性，存在产品实验失败和审批的风险。

心脉医疗三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	116	1052	1195	1354	营业收入	231	307	400	519
现金	50	956	1080	1196	减:营业成本	49	65	84	108
应收账款	23	39	42	63	营业税金及附加	2	3	5	6
存货	34	45	57	74	营业费用	40	58	81	104
其他流动资产	9	12	15	21	管理费用	14	53	72	93
非流动资产	153	169	188	233	财务费用	-0	-13	-27	-30
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	1	2	4	4
固定资产	47	44	41	58	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	1	1	1	1	其他收益	0	0	0	0
无形资产	95	113	136	163	营业利润	105	139	181	233
其他非流动资产	10	10	11	11	加:营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	269	1221	1383	1587	利润总额	105	139	181	233
流动负债	39	41	49	55	减:所得税费用	14	21	27	35
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	6	11	11	17	归属母公司净利润	91	118	154	198
其他流动负债	33	31	38	39	EBIT	103	124	151	199
非流动负债	13	13	13	13	EBITDA	111	128	155	205
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	13	13	13	13	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	53	55	63	69	每股收益(元)	1.68	1.64	2.14	2.75
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	4.00	16.20	18.34	21.10
					发行在外股份(百万股)	54	72	72	72
归属母公司股东权益	216	1166	1320	1519	ROIC(%)	39.2%	8.9%	9.6%	11.1%
负债和股东权益	269	1221	1383	1587	ROE(%)	41.9%	10.1%	11.7%	13.1%
					毛利率(%)	78.8%	79.0%	79.0%	79.2%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	39.2%	38.5%	38.5%	38.2%
经营活动现金流	107	83	121	137	资产负债率(%)	19.6%	4.5%	4.5%	4.3%
投资活动现金流	-25	-20	-24	-51	收入增长率(%)	40.0%	32.9%	30.3%	29.7%
筹资活动现金流	-64	844	27	30	净利润增长率(%)	43.0%	30.3%	30.4%	28.7%
现金净增加额	18	906	123	116	P/E	27.53	28.19	21.60	16.81
折旧和摊销	8	4	5	6	P/B	11.54	2.85	2.52	2.19
资本开支	25	16	20	45	EV/EBITDA	29.61	18.58	14.56	10.47
营运资本变动	6	-27	-11	-37					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

备注: 按照发行价计算

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>