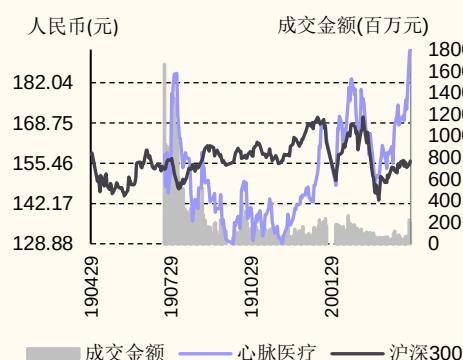


市场价格(人民币): 193.00 元

## 外周药物球囊获批, 国产替代正当时

## 市场数据(人民币)

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本(亿股)       | .72           |
| 已上市流通 A 股(亿股) | .15           |
| 总市值(亿元)       | 138.92        |
| 年内股价最高最低(元)   | 193.00/153.80 |
| 沪深 300 指数     | 3849          |
| 上证指数          | 2810          |



## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 1.679  | 1.969  | 2.563  | 3.344  | 4.294  |
| 每股净资产(元)    | 4.00   | 14.81  | 16.35  | 18.35  | 20.93  |
| 每股经营性现金流(元) | 1.93   | 1.98   | 2.58   | 3.32   | 4.29   |
| 市盈率(倍)      | N/A    | 74.62  | 62.97  | 48.26  | 37.59  |
| 净利润增长率(%)   | 43.01% | 56.38% | 30.15% | 30.47% | 28.39% |
| 净资产收益率(%)   | 41.94% | 13.30% | 15.68% | 18.22% | 20.52% |
| 总股本(百万股)    | 53.98  | 71.98  | 71.98  | 71.98  | 71.98  |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 4月26日, 公司自主研发的 Reewarm PTX 药物球囊扩张导管获得国家药品监督管理局颁发的III类医疗器械证书, 该产品主要用于外周动脉粥样硬化性狭窄或闭塞性病变的介入治疗, 可以有效减少下肢狭窄病变扩张后的再狭窄问题。

## 点评

- 截止目前, 公司已拥有三款外周血管治疗类产品, 其中, **CROWNUS 外周血管支架系统、Reewarm 外周球囊扩张导管**已上市。我们预计随着公司外周领域核心治疗类产品 Reewarm PTX 药物球囊的获批, 公司将加速完善外周领域产品线布局, 形成“核心产品+手术配件”的产品布局。
- 外周介入器械行业扩容快, 公司有望在行业高增长中不断扩大市场份额。根据公司 2019 年年报引用的 Frost & Sullivan 数据, 2017 年我国外周血管介入医疗器械市场规模为 30.1 亿元, 预计 2022 年将达到 71.2 亿元, 期间年复合增长率为 18.79%。随着外周血管介入领域疾病检出率和诊断率提高, 叠加人民健康意识不断提升等, 预计外周血管介入医疗器械市场仍将保持稳健增长, 公司将持续受益于市场扩容。
- Reewarm PTX 药物球囊扩张导管**作为国产第二个外周介入治疗球囊, 国内竞争环境较好, 未来放量可期。在我国, 美敦力、波士顿科学、科迪斯等海外企业占据外周介入治疗市场 90% 以上份额, 国产仅有 1 家竞争者。我们认为公司在研发和销售领域已建立较高护城河, 产品品牌认知度高, 参考公司其它产品的成长轨迹, 药物球囊未来增长空间大。
- 公司投入较多资源和资金加速外周领域产品研发。在外周动脉领域, 公司已启动高压球囊扩张导管、外周血管支架等项目研发; 在外周静脉领域, 公司已启动髂静脉支架系统、腔静脉滤器、静脉取栓装置等多款产品研发, 预计上述产品将于 2023 至 2025 年陆续获得产品注册证。

## 盈利调整及投资建议

- 公司是国产主动脉介入领域的龙头企业及外周血管介入领域的抢先布局者, 我们维持 2020-2022 年盈利预测, 预计实现归母净利润 1.85、2.41、3.09 亿元, 分别同比增长 30.15%、30.47%、28.39%。维持“买入”评级。

## 风险提示

限售股解禁风险; 新产品研发及注册不及预期; 产品销售推广不达预期; 高值耗材集中采购导致产品价格下降等。

## 相关报告

- 《克服疫情困难 Q1 继续实现健康增长-心脉医疗点评》, 2020.4.26
- 《已上市品类高增长, 未来新品有望放量-心脉医疗点评》, 2020.3.30
- 《国产主动脉介入龙头, 外周介入培育新动能-心脉医疗深度研究》, 2020.3.27

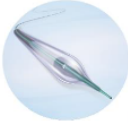
袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002

(8621)60230221

yuan\_wei@gjzq.com.cn

图表 1：公司已上市的外周介入领域产品简介

| 产品类型     | 产品用途               | 具体产品             | 产品介绍                                                     | 图示                                                                                  |
|----------|--------------------|------------------|----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 外周动脉介入产品 | 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 | 用于经皮腔内血管成形术中对腹股沟以下动脉，包括髂、股、腘动脉和膝下动脉因动脉粥样硬化引起的狭窄或闭塞性病变的扩张 |  |
|          | 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 | 用于治疗髂动脉、股动脉以及锁骨下动脉的狭窄或闭塞                                 |  |

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 2：公司在研项目情况

| 序号 | 项目名称     | 预计总投资规模（万元） | 累计投入金额（万元） | 进展或阶段性成果                                                                | 具体应用前景           |
|----|----------|-------------|------------|-------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 1  | 主动脉支架类项目 | 27,300      | 12,580     | Minos 新一代腹主动脉支架系统已获得注册证；Talos 新一代胸主动脉支架系统处于临床随访中；多分支胸主动脉覆膜支架系统处于设计输入阶段； | 主动脉夹层及动脉瘤的介入治疗   |
| 2  | 术中支架类项目  | 2,700       | 2,411      | Fontus 分支型术中支架已提交注册证申请                                                  | 胸主动脉夹层的外科手术治疗    |
| 3  | 外周产品类项目  | 16,300      | 7,469      | 髂静脉支架系统处于型式送检阶段；高压球囊扩张导管、腔静脉滤器、静脉取栓系统处于样品验证阶段；                          | 用于外周血管狭窄或闭塞的介入治疗 |

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司与外周血管介入类竞品比较

| 产品类别     | 公司名称  | 具体产品型号         | 是否在国内销售 | 技术应用  |                 | 生产工艺 |       | 应用场景      | 操作友好度  |             |
|----------|-------|----------------|---------|-------|-----------------|------|-------|-----------|--------|-------------|
|          |       |                |         | 输送鞘直径 | 产品直径/长度（mm）     | 成型方式 | 主要材料  | 适用血管      | 输送系统结构 | 额定爆破压力（atm） |
| 外周血管支架系统 | 心脉医疗  | CROWNUS        | 是       | 7-8F  | Φ5-10/20-80     | 切割   | 镍钛合金  | 髂、股、锁骨下动脉 | 快速交换式  | —           |
|          | 美敦力   | Everflex       | 是       | 5-6F  | Φ6-8/20-200     | 切割   | 镍钛合金  | 髂、股、近腘动脉  | 同轴式    | —           |
|          | 雅培    | Supera         | 是       | 6-7F  | Φ4.5-6.5/20-150 | 编织   | 镍钛合金  | 股、近腘动脉    | 同轴式    | —           |
|          | 科迪斯   | S.M.A.R.T Flex | 是       | 6F    | Φ5-8/30-200     | 切割   | 镍钛合金  | 髂、股、近腘动脉  | 同轴式    | —           |
| 外周球囊扩张导管 | 心脉医疗  | Reewarm        | 是       | 4-6F  | Φ2-7/20-220     | 中空吹塑 | PA    | 下肢动脉      | —      | 12-14       |
|          | 美敦力   | Pacific        | 是       | 4-5F  | Φ2-7/20-150     | 中空吹塑 | PA    | 外周动脉      | —      | 12-22       |
|          | 波士顿科学 | Sterling       | 是       | 4-6F  | Φ2-8/20-220     | 中空吹塑 | Pebax | 下肢动脉、肾动脉  | —      | 12-14       |
|          | 科迪斯   | Saber          | 是       | 4-6F  | Φ2-10/20-300    | 中空吹塑 | PA    | 股腘动脉      | —      | 10-18       |
|          | 巴德    | Bantam         | 是       | 4-6F  | Φ2-9/20-280     | 中空吹塑 | PA    | 下肢动脉      | —      | 11-16       |

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元) |       |       |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              | 2017  | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
| 主营业务收入       | 165   | 231   | 334   | 435   | 564   | 730   |
| 增长率          |       | 40.0% | 44.4% | 30.4% | 29.6% | 29.5% |
| 主营业务成本       | -37   | -49   | -69   | -90   | -116  | -148  |
| %销售收入        | 22.3% | 21.2% | 20.7% | 20.6% | 20.5% | 20.2% |
| 毛利           | 128   | 182   | 265   | 346   | 448   | 583   |
| %销售收入        | 77.7% | 78.8% | 79.3% | 79.4% | 79.5% | 79.8% |
| 营业税金及附加      | -2    | -2    | -2    | -2    | -2    | -3    |
| %销售收入        | 1.2%  | 0.8%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.4%  | 0.4%  |
| 销售费用         | -26   | -40   | -55   | -68   | -87   | -112  |
| %销售收入        | 15.7% | 17.4% | 16.6% | 15.6% | 15.5% | 15.4% |
| 管理费用         | -6    | -14   | -16   | -20   | -24   | -30   |
| %销售收入        | 3.7%  | 5.9%  | 4.8%  | 4.5%  | 4.3%  | 4.1%  |
| 研发费用         | -20   | -30   | -50   | -61   | -79   | -102  |
| %销售收入        | 12.2% | 12.8% | 14.9% | 14.0% | 14.0% | 14.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 74    | 97    | 142   | 195   | 255   | 335   |
| %销售收入        | 44.9% | 41.9% | 42.6% | 44.9% | 45.2% | 45.9% |
| 财务费用         | 0     | 0     | 9     | 19    | 20    | 21    |
| %销售收入        | 0.0%  | 0.0%  | -2.7% | -4.3% | -3.5% | -2.9% |
| 资产减值损失       | -2    | -1    | -3    | -3    | -1    | -1    |
| 公允价值变动收益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益         | 0     | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| %税前利润        | 0.0%  | 0.0%  | 0.5%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 营业利润         | 74    | 105   | 164   | 215   | 281   | 361   |
| 营业利润率        | 44.8% | 45.4% | 49.2% | 49.4% | 49.8% | 49.4% |
| 营业外收支        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 税前利润         | 74    | 105   | 164   | 215   | 281   | 361   |
| 利润率          | 44.8% | 45.4% | 49.2% | 49.4% | 49.8% | 49.4% |
| 所得税          | -11   | -14   | -23   | -31   | -40   | -52   |
| 所得税率         | 14.4% | 13.5% | 13.7% | 14.2% | 14.3% | 14.4% |
| 净利润          | 63    | 91    | 142   | 185   | 241   | 309   |
| 少数股东损益       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属于母公司的净利润   | 63    | 91    | 142   | 185   | 241   | 309   |
| 净利率          | 38.4% | 39.2% | 42.5% | 42.4% | 42.7% | 42.3% |

| 现金流量表 (人民币百万元) |      |      |      |       |       |       |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|
|                | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润            | 63   | 91   | 142  | 185   | 241   | 309   |
| 少数股东损益         | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出          | 7    | 9    | 14   | 13    | 16    | 20    |
| 非经营收益          | 0    | -1   | -12  | 0     | -1    | -1    |
| 营运资金变动         | -3   | 6    | -1   | -12   | -16   | -19   |
| 经营活动现金净流       | 67   | 104  | 143  | 185   | 239   | 309   |
| 资本开支           | -28  | -25  | -21  | -75   | -83   | -90   |
| 投资             | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 0    | 0    | 10   | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金净流       | -28  | -25  | -11  | -75   | -83   | -90   |
| 股权募资           | 0    | 0    | 745  | 0     | 0     | 0     |
| 债权募资           | 0    | 0    | 0    | -2    | 1     | 2     |
| 其他             | -37  | -64  | -38  | -74   | -96   | -124  |
| 筹资活动现金净流       | -37  | -64  | 707  | -76   | -95   | -122  |
| 现金净流量          | 2    | 15   | 839  | 34    | 60    | 97    |

| 资产负债表 (人民币百万元) |       |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2017  | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金           | 32    | 50    | 889   | 923   | 984   | 1,081 |
| 应收款项           | 24    | 24    | 34    | 41    | 56    | 76    |
| 存货             | 26    | 34    | 56    | 57    | 75    | 97    |
| 其他流动资产         | 7     | 9     | 10    | 13    | 17    | 22    |
| 流动资产           | 88    | 116   | 990   | 1,034 | 1,132 | 1,277 |
| %总资产           | 39.5% | 43.2% | 85.7% | 81.8% | 79.0% | 77.4% |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 49    | 48    | 53    | 87    | 122   | 157   |
| %总资产           | 21.9% | 18.0% | 4.5%  | 6.9%  | 8.5%  | 9.5%  |
| 无形资产           | 84    | 101   | 106   | 136   | 170   | 206   |
| 非流动资产          | 136   | 153   | 165   | 231   | 301   | 373   |
| %总资产           | 60.5% | 56.8% | 14.3% | 18.2% | 21.0% | 22.6% |
| 资产总计           | 224   | 269   | 1,156 | 1,265 | 1,433 | 1,650 |
| 短期借款           | 1     | 1     | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项           | 12    | 17    | 33    | 33    | 45    | 61    |
| 其他流动负债         | 13    | 21    | 33    | 34    | 43    | 55    |
| 流动负债           | 25    | 39    | 70    | 67    | 88    | 116   |
| 长期贷款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债         | 11    | 13    | 20    | 21    | 24    | 27    |
| 负债             | 36    | 53    | 90    | 88    | 112   | 143   |
| 普通股股东权益        | 188   | 216   | 1,066 | 1,177 | 1,321 | 1,507 |
| 其中：股本          | 54    | 54    | 72    | 72    | 72    | 72    |
| 未分配利润          | 62    | 59    | 164   | 275   | 419   | 605   |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债股东权益合计       | 224   | 269   | 1,156 | 1,265 | 1,433 | 1,650 |

| 比率分析        |          |         |         |         |         |         |
|-------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
|             | 2017     | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
| 每股指标        |          |         |         |         |         |         |
| 每股收益        | N/A      | 1.679   | 1.969   | 2.563   | 3.344   | 4.294   |
| 每股净资产       | 3.483    | 4.004   | 14.810  | 16.348  | 18.354  | 20.931  |
| 每股经营现金净流    | 1.242    | 1.929   | 1.982   | 2.577   | 3.322   | 4.291   |
| 每股股利        | 0.000    | 0.000   | 0.650   | 1.025   | 1.338   | 1.718   |
| 回报率         |          |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率      | 33.71%   | 41.94%  | 13.30%  | 15.68%  | 18.22%  | 20.52%  |
| 总资产收益率      | 28.26%   | 33.72%  | 12.27%  | 14.59%  | 16.80%  | 18.73%  |
| 投入资本收益率     | 33.61%   | 38.53%  | 11.46%  | 14.24%  | 16.55%  | 19.03%  |
| 增长率         |          |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率   | 31.76%   | 39.96%  | 44.39%  | 30.41%  | 29.63%  | 29.46%  |
| EBIT 增长率    | 62.56%   | 30.67%  | 46.58%  | 37.42%  | 30.67%  | 31.28%  |
| 净利润增长率      | N/A      | 43.01%  | 56.38%  | 30.15%  | 30.47%  | 28.39%  |
| 总资产增长率      | 18.91%   | 19.87%  | 329.93% | 9.45%   | 13.28%  | 15.14%  |
| 资产管理能力      |          |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数    | 46.9     | 37.1    | 31.5    | 35.0    | 37.0    | 39.0    |
| 存货周转天数      | 248.1    | 222.2   | 238.3   | 240.0   | 245.0   | 248.0   |
| 应付账款周转天数    | 60.5     | 47.4    | 42.2    | 42.0    | 40.0    | 39.0    |
| 固定资产周转天数    | 105.9    | 74.7    | 52.3    | 52.3    | 51.3    | 49.5    |
| 偿债能力        |          |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益    | -16.43%  | -22.47% | -83.08% | -78.48% | -74.47% | -71.73% |
| EBIT 利息保障倍数 | -1,138.4 | -983.8  | -15.5   | -10.4   | -12.9   | -15.7   |
| 资产负债率       | 16.16%   | 19.59%  | 7.76%   | 6.98%   | 7.80%   | 8.69%   |

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  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 增持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价 | 目标价             |
|----|------------|----|----|-----------------|
| 1  | 2020-03-27 | 买入 |    | 185.60 ~ 185.60 |
| 2  | 2020-03-30 | 买入 |    | N/A             |
| 3  | 2020-04-26 | 买入 |    | N/A             |
|    |            |    |    |                 |
|    |            |    |    |                 |
|    |            |    |    |                 |
|    |            |    |    |                 |
|    |            |    |    |                 |

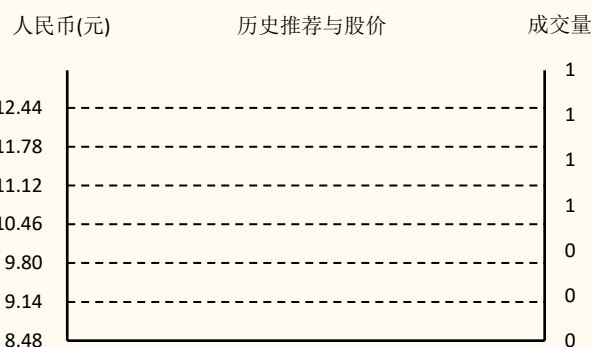
来源：国金证券研究所

### 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



### 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。

**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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道4001号  
时代金融中心7GH