

市场价格 (人民币): 275.00 元

主动脉产品增长强劲, 外周产品释放新增量

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	0.72
已上市流通 A 股(亿股)	0.37
总市值(亿元)	197.94
年内股价最高最低(元)	357.79/153.80
沪深 300 指数	5047
上证指数	3435

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	334	470	639	860	1,146
营业收入增长率	44.39%	40.91%	35.90%	34.64%	33.23%
归母净利润(百万元)	142	215	300	402	528
归母净利润增长率	56.38%	51.40%	39.98%	33.70%	31.34%
摊薄每股收益(元)	1.969	2.982	4.174	5.580	7.329
每股经营性现金流净额	1.98	2.95	3.48	5.21	6.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.30%	17.39%	19.86%	21.30%	22.12%
P/E	74.62	84.25	65.89	49.28	37.52
P/B	9.92	14.65	13.08	10.50	8.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年度业绩报告, 业绩超预期。全年实现营业收入 4.70 亿元, 同比增长 40.9%; 实现归母净利润 2.15 亿元, 同比增长 51.4%; 实现扣非后归母净利润 1.91 亿元, 同比增长 57.4%。
- 2020 Q4 实现营业收入 1.42 亿元, 同比增长 64.9%; 实现归母净利润 5221 万元, 同比增长 78.7%; 实现扣非后归母净利润 4147 万元, 同比增长 112.6%。

经营分析

- 主动脉支架销售维持高增长驱动业绩高景气, 外周支架逐步释放业绩增量。分产品线看: 1) 主动脉支架类实现收入 3.93 亿元 (+42.1%), 占总收入比重为 83.5%; 2) 术中支架类实现销售 5595 万元 (+16.1%), 占总收入比重为 11.9%; 3) 外周产品实现收入 1634 万元, 占总收入比重为 3.5%。
- 公司各项财务指标保持稳定, 期间费用率稳中向好。销售费用、管理费用、研发费用与上年同期相比分别增长 7.36%、24.00%、47.07%。经营活动现金流净流量为 2.17 亿元 (略高于归母净利润), 经营现金流健康增长。
- 研发与销售齐头并进, 产品管线布局合理, 加码海外布局, 业绩增长动力强劲。外周药球已获 NMPA 和 CE 证书, Fontus 正在注册审批中, Talos 已提交注册申请, 静脉支架已进入临床植入阶段、腔静脉过滤器及静脉取栓系统处于设计验证及型式送检阶段等。公司产品市场覆盖率逐步提高, Castor 已覆盖累计超过 550 家终端医院, Minos 已在 150+ 家医院完成了临床植入; 外周药球已完成 17 个省级平台的招标挂网工作, 并已实现在 130 余家终端医院的临床植入。2020 年海外收入 1166 万元 (+90.7%), 有望开拓新业绩增长点。

盈利调整与投资建议

- 我们维持盈利预测, 预计公司 2021-2023 年实现归母净利润分别为 3.00 亿元、4.02 亿元、5.28 亿元, 分别同比增长 40%、34%、31%。维持“买入”评级。

风险提示

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风险; 海外市场开拓不及预期; 医疗事故风险等。

相关报告

1. 《主动脉产品高速放量, 外周有望打开成长空间-心脉医疗公司点评》, 2021.3.1
2. 《业绩超预期, 创新产品持续放量-心脉医疗公司点评》, 2021.1.26
3. 《业绩增长稳定, 品类不断丰富-心脉医疗公司点评》, 2020.8.27
4. 《存量产品需求刚性, 重磅新品种不断涌现-心脉医疗公司点评》, 2020.7.17
5. 《外周药物球囊获批 国产替代正当时-心脉医疗点评》, 2020.4.29

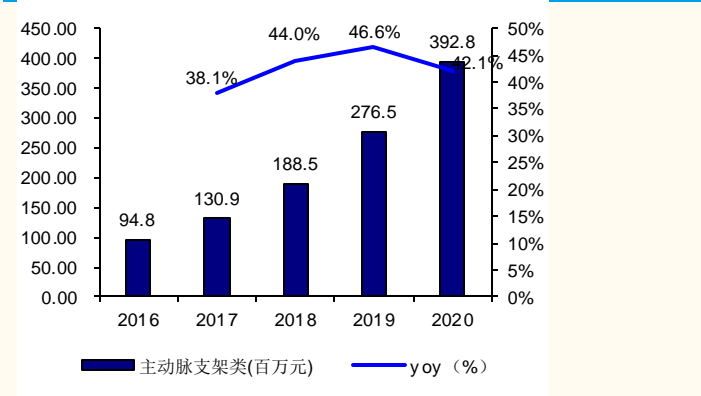
袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

点评

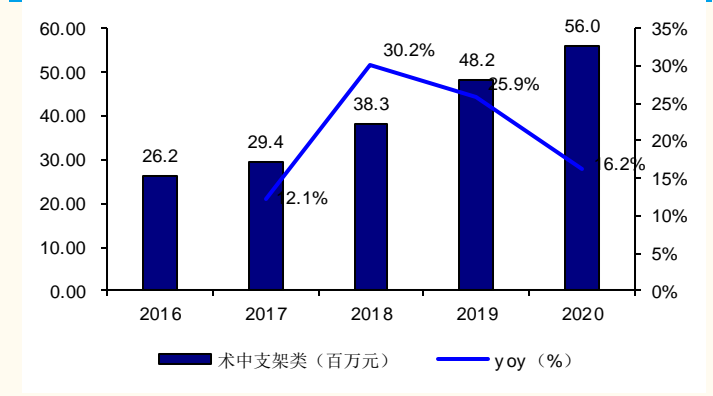
- 主动脉支架销售维持高增长驱动业绩高景气，外周支架逐步释放业绩增量。
- 分产品线看，1) 主动脉支架类实现收入 3.93 亿元 (+42.1%)，占总收入比重为 83.5%；2) 术中支架类实现销售 5595 万元 (+16.1%)，占总收入比重为 11.9%；3) 外周产品实现收入 1634 万元，占总收入比重为 3.5%。
- 2017 年我国主动脉介入医疗器械市场规模为 10.3 亿元，随着主动脉疾病筛查技术不断发展、临床经验提升、人民健康意识提高，未来我国主动脉介入医疗器械市场规模将持续提升预计至 2022 年我国主动脉介入医疗器械市场规模将增长至 19.5 亿元，2017 年至 2022 年期间年复合增长率达 13.5%。公司主动脉产品在过去几年保持稳定增速，并且在 2020 疫情影响下保持稳定。2020 年主动脉支架类实现收入 3.93 亿元，同比增长 42%。
- 术中产品 2020 实现收入 5595 万元，同比增长 16%。
- 2017 年我国外周血管介入医疗器械市场规模为 30.1 亿元，随着我国居民生活水平提高及健康意识提升，预计至 2022 年市场规模将达到 71.2 亿元。公司自主研发的 Reewarm PTX 药物球囊扩张导管已获批医疗器械注册证及 CE 证书，目前已实现上市销售。2020 实现外周产品收入 1634 万元，后续有望继续放量。

图表 1：2016-2020 年心脉医疗主动脉支架收入情况



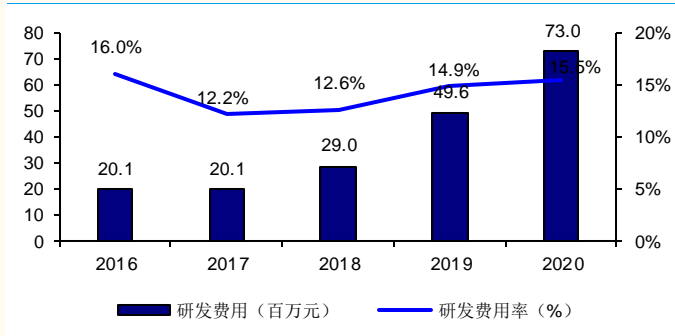
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：2016-2020 年心脉医疗术中支架收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2016-2020 年心脉医疗研发费用率变化趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司各项财务指标保持稳定，期间费用率稳中向好。研发费用 7300 万，同比增长 47%，主要系公司加大研发所致。销售费用 5952 万，同比增长 7.36%，主要系疫情期间减少了线下活动以及商旅人员出差费用等。经营活动现金净流量为 2.17 亿元（略高于归母净利润），经营现金流健康

- 研发与销售齐头并进，产品管线布局合理，加码海外布局，业绩增长动力强劲。公司截至 2020 已有 10 款产品取得了医疗器械产品注册证，5 款产品取得了 CE 证书，公司逐步形成了在主动脉及外周血管介入领域较为齐全的产品线，强大的研发能力以及未来布局展望的高瞻远瞩

图表 4：心脉医疗在研产品情况

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，可用于髂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
	软鞘跨号技术	自主研发	降低支架系统跨号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，同时更适合髂股较小的病例
	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
药物球囊扩张导管	螺旋层压喷涂技术	自主研发	采用独特立体式喷涂技术，确保药物涂层均匀稳定，临床上会减少远端无回流风险

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2020 年海外收入 1166 万元 (+90.7%)，有望开拓新业绩增长点。公司产品 Minos 已经实现在波兰、希腊、德国、意大利、西班牙等 9 个欧洲主流国家的临床植入，Castor 也已经完成在波兰等国的植入，并在阿根廷、巴西完成产品注册工作，Hercules 直管型覆膜支架及输送系统亦在德国、西班牙、意大利等欧洲主流国家实现了临床植入。

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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	231	334	470	639	860	1,146	货币资金	50	889	1,051	1,226	1,520	1,923
增长率	40.0%	44.4%	40.9%	35.9%	34.6%	33.2%	应收账款	24	34	49	72	92	123
主营业务成本	-49	-69	-98	-136	-185	-249	存货	34	56	82	91	121	159
%销售收入	21.2%	20.7%	20.9%	21.4%	21.6%	21.7%	其他流动资产	9	10	15	20	25	32
毛利	182	265	372	503	675	897	流动资产	116	990	1,197	1,408	1,757	2,237
%销售收入	78.8%	79.3%	79.1%	78.6%	78.4%	78.3%	%总资产	43.2%	85.7%	87.0%	86.3%	86.3%	86.8%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-3	-4	-6	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.8%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	48	53	54	71	93	118
销售费用	-40	-55	-60	-82	-112	-149	%总资产	18.0%	4.5%	3.9%	4.3%	4.6%	4.6%
%销售收入	17.4%	16.6%	12.7%	12.9%	13.0%	13.0%	无形资产	101	106	111	153	186	221
管理费用	-14	-16	-20	-26	-34	-46	非流动资产	153	165	179	224	278	339
%销售收入	5.9%	4.8%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	56.8%	14.3%	13.0%	13.7%	13.7%	13.2%
研发费用	-29	-50	-73	-82	-110	-143	资产总计	269	1,156	1,376	1,632	2,036	2,576
%销售收入	12.6%	14.9%	15.5%	12.8%	12.8%	12.5%	短期借款	1	4	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	98	142	217	310	414	553	应付款项	15	32	51	46	58	74
%销售收入	42.2%	42.6%	46.1%	48.4%	48.1%	48.3%	其他流动负债	22	34	63	50	66	86
财务费用	0	9	8	24	28	36	流动负债	39	70	115	96	123	160
%销售收入	0.0%	-2.7%	-1.6%	-3.7%	-3.3%	-3.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	-4	3	-5	-2	-2	其他长期负债	13	20	27	23	27	31
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	53	90	142	119	150	191
投资收益	0	1	14	15	16	17	普通股股东权益	216	1,066	1,234	1,513	1,886	2,384
%税前利润	0.0%	0.5%	5.6%	4.3%	3.4%	2.8%	其中：股本	54	72	72	72	72	72
营业利润	105	164	250	347	464	610	未分配利润	59	164	317	596	969	1,467
营业利润率	45.4%	49.2%	53.1%	54.3%	53.9%	53.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	269	1,156	1,376	1,632	2,036	2,576
税前利润	105	164	250	347	464	610	比率分析						
利润率	45.4%	49.2%	53.1%	54.3%	54.0%	53.2%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-14	-23	-35	-47	-63	-82	每股指标						
所得税率	13.5%	13.7%	14.0%	13.5%	13.5%	13.5%	每股收益	N/A	1.969	2.982	4.174	5.580	7.329
净利润	91	142	215	300	402	528	每股净资产	N/A	14.810	17.144	21.017	26.197	33.126
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	N/A	1.982	2.953	3.479	5.211	6.867
归属于母公司的净利润	91	142	215	300	402	528	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.300	0.400	0.400
净利率	39.2%	42.5%	45.6%	47.0%	46.7%	46.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	41.94%	13.30%	17.39%	19.86%	21.30%	22.12%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	33.72%	12.27%	15.60%	18.40%	19.73%	20.48%
净利润	91	142	215	300	402	528	投入资本收益率	38.79%	11.46%	15.11%	17.70%	19.01%	20.07%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	9	14	14	17	17	23	主营业务收入增长率	39.96%	44.39%	40.91%	35.90%	34.64%	33.23%
非经营收益	-1	-12	-20	-8	-16	-17	EBIT 增长率	31.54%	45.62%	52.62%	42.79%	33.80%	33.51%
营运资金变动	6	-1	4	-9	-28	-39	净利润增长率	43.01%	56.38%	51.40%	39.98%	33.70%	31.34%
经营活动现金净流	104	143	213	250	375	494	总资产增长率	19.87%	329.93%	19.07%	18.62%	24.71%	26.53%
资本开支	-25	-21	-26	-64	-70	-81	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	18.5	31.5	32.2	42.0	40.0	40.0
其他	0	10	18	15	16	17	存货周转天数	222.2	238.3	256.9	250.0	245.0	240.0
投资活动现金净流	-25	-11	-9	-49	-54	-64	应付账款周转天数	23.2	42.2	51.2	45.0	40.0	39.0
股权募资	0	745	0	0	0	0	固定资产周转天数	74.7	52.3	39.7	37.3	35.0	32.4
债权募资	0	0	0	-5	1	2	偿债能力						
其他	-64	-38	-47	-22	-29	-29	净负债/股东权益	-22.47%	-83.08%	-85.19%	-81.05%	-80.59%	-80.66%
筹资活动现金净流	-64	707	-47	-27	-28	-27	EBIT 利息保障倍数	-990.3	-15.5	-28.2	-13.1	-14.6	-15.5
现金净流量	15	839	157	175	293	404	资产负债率	19.59%	7.76%	10.33%	7.32%	7.37%	7.43%

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	2	3	5	10
增持	0	1	2	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.40	1.55	1.00

来源：聚源数据

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。

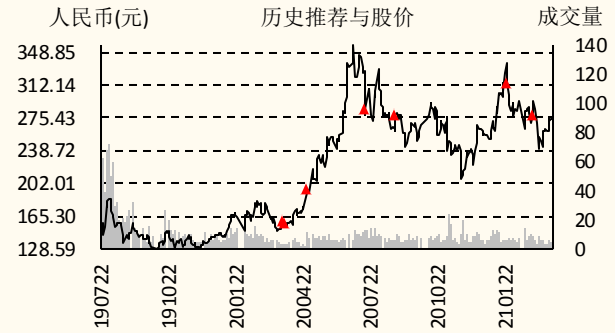
最终评分与平均投资建议对照：

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

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	157.38	185.60~185.60
2	2020-03-30	买入	161.41	N/A
3	2020-04-26	买入	173.31	N/A
4	2020-04-29	买入	193.00	N/A
5	2020-07-17	买入	279.11	N/A
6	2020-08-27	买入	259.68	N/A
7	2021-01-26	买入	337.24	N/A
8	2021-03-01	买入	270.00	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。

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，不作为或被视作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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402