

佰仁医疗 (688198): 瓣膜业务增长强劲, 动物源性植介入研发平台崛起

——业绩点评

报告摘要:

事件: 公司发布 2020 年报及 2021 年 1 季度报。2020 年公司营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润分别为 1.82、0.57、0.41 亿元; 同比增速分别为 24.6%、-10.4%、-30.3%。2021 年 Q1 营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润分别为 0.52、0.09 和 0.07 亿元; 同比增速分别为 120.8%、-1.1%、-1.6%。

公司 2020 年业绩实现高速增长, 2021 年 Q1 增速超预期: 1) 2020 年公司克服疫情影响, 调整营销策略, 实现营业收入 1.82 亿元, 同比增长 24.57%; 剔除股份支付的影响, 归母净利润同比增长 38.5%; 2020 年 Q1-Q4 单季度营收逐渐加速, 逐渐摆脱疫情影响, 全年实现业绩高速增长; 其中心脏瓣膜置换与修复业务营收为 0.53 亿元, 同比增长 49.4%, 表现亮眼。2) 2021 年 Q1 剔除股份支付影响, 实现归母净利润 0.25 亿元, 同比增长 173.86%, 心脏瓣膜产品收入同比增长 994.40% (较 2019 年 Q1 增长 491.93%), Q1 业绩表现超预期。

生物心脏瓣膜市场崛起, 公司抗钙化牛心包产品有望带动业绩增长。 2020 年中国生物心脏瓣膜市场总销量为 2.2 万枚, 市场规模增加约 25%。其中, 牛心包瓣实现了对猪心包瓣连续两年的超越。公司牛心包瓣于 2003 年获得注册, 是国内最早注册、目前唯一有长期循证医学数据的国产产品; 大量、长期的临床使用数据, 不仅增强了院内医生和患者的使用信心, 同时给予了公司在产品改进及后续产品设计上的优势。此外, 公司原创抗钙化技术, 大大提升了瓣膜在人体内的使用寿命, 其优秀表现亦得到市场认同, 市场份额不断提升。

产品研发持续投入, 动物源性植介入研发平台崛起。 公司持续加大研发投入, 2020 年公司研发费用达 2877 万元, 同比增长 89.91%。预计公司将持续保持对研发的高投入, 以保持自身产品优势。公司产品覆盖三个板块, 分别是心脏瓣膜置换与修复、先天性心脏病植介入治疗和外科软组织修复。目前, 公司多款产品已经进入到关键临床阶段, 产品布局不断扩张、加深。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	146.03	181.92	234.38	289.43	350.88
增长率 (%)	31.98%	24.57%	28.84%	23.48%	21.23%
归母净利润 (百万元)	62.89	55.92	61.77	108.56	156.61
增长率 (%)	89.76%	-11.08%	10.45%	75.77%	44.25%
净资产收益率 (%)	8.24%	6.75%	19.60%	12.81%	16.97%
每股收益 (元)	0.88	0.59	1.22	2.13	3.07

2021 年 04 月 26 日

推荐/维持

佰仁医疗 | 公司报告

公司简介:

佰仁医疗是专注于动物源性植介入医疗器械研发与生产的高新技术企业, 产品应用于心脏瓣膜置换与修复、先天性心脏病植介入治疗以及外科软组织修复。人工生物心脏瓣膜(牛心包瓣、猪主动脉瓣)、肺动脉带瓣管道、瓣膜成形环、心胸外科生物补片等 5 项产品为国内首个获准注册的同类产品。公司产品已在北京安贞医院、解放军 301 医院、复旦大学附属中山医院等 300 余家国内三甲医院里临床应用。

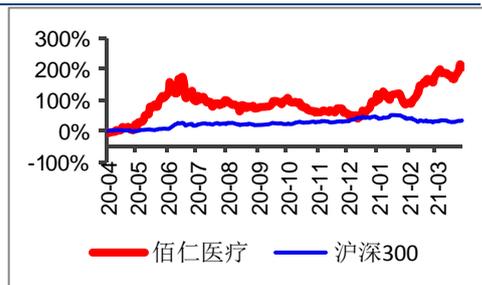
资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间 (元)	47.80-163.00
总市值 (亿元)	149.15
流通市值 (亿元)	35.42
总股本/流通 A 股 (万股)	2280/9600
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	3.72

资料来源: Wind、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源: Wind、东兴证券研究所

分析师: 胡博新

010-66554049

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050003

PE	176.55	263.32	127.76	72.97	50.67
PB	19.48	17.81	9.88	9.35	8.60

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2020年业绩高速增长，2021年Q1业绩增速超预期。1) 2020年公司克服疫情影响，调整营销策略，实现营收1.82亿元；同比增长24.57%，归母净利润为0.57亿元，同比减少10.4%；剔除股份支付的影响，归母净利润为0.87亿元，同比增长38.5%；2020年公司逐渐摆脱疫情影响全年实现业绩高速增长；单季度增速分别为-24.7%、14.6%、39.3%、59.3%。分业务来看，心脏瓣膜置换与修复业务营收为0.53亿元，同比增长49.4%；先心病植介入业务收入0.66亿元；外科软组织修复治疗业务收入0.66亿元，同比增长13.6%；2) 2021年Q1公司收入为0.52亿元，同比增长120%（较2019年Q1增长66.30%），其中人工生物心脏瓣膜产品收入同比增长994.40%（较2019年Q1增长491.93%），剔除股份支付影响，Q1实现归母净利润0.25亿元，同比增长173.86%，Q1业绩表现超预期。

生物心脏瓣膜市场崛起，公司抗钙化牛心包产品有望带动业绩增长。2020年中国生物心脏瓣膜市场规模实现约25%的增长，总计瓣膜销量约2.2万枚。其中，牛心包瓣实现了对猪心包瓣连续两年的超越；牛心包瓣2020年市场销量约1.3万枚。公司牛心包瓣于2003年获得注册，是国内最早注册、目前唯一有长期循证医学数据的国产产品。2020年，公司牛心包瓣相关产品实现收入0.33亿元，同比增长129.8%；销量达2569枚，同比增长73.8%，市场占有率达到20%，实现销量和单价的同步提升。衡量心脏瓣膜产品的一个关键的指标就是其抗钙化的能力，决定了瓣膜放入人体后的寿命。公司拥有原创性的动物组织工程和化学改性处理技术，可使处理后的动物组织植入人体后抗排异、抗钙化、长期满足预期治疗要求。从市场角度看，佰仁医疗优秀的瓣膜抗钙化处理技术得到市场认同，市场份额不断提升。2021年Q1，公司牛心包瓣继续保持强劲，增长销量达到1060枚，为后续公司上市的介入瓣产品铺好道路。

产品研发持续投入，动物源性植介入研发平台崛起。2020年公司研发投入为2877万元，同比增长89.91%，占比营业收入的15.81%；剔除股份支付费用的影响，同比增长63.9%，预计2021年公司研发投入将持续加大。2021年公司众多在研产品将进入关键节点，多款介入瓣产品进入临床试验的关键阶段。其中，介入肺动脉瓣及输送系统完成临床入组；RENATO介入瓣中瓣系统进入临床试验阶段；介入主动脉瓣系统RENATUS（首个多路经球扩式介入牛心包瓣）的临床试验也已开展；限位可扩张牛心包已提交注册申请；新型三尖瓣成形环注册也已受理。此外，公司的眼科生物补片和心血管生物补片也已进入到临床阶段，流出道单瓣补片已获批，预计2021年5月投放市场。

图1:佰仁医疗产品管线

业务板块	在研产品/项目	临床前研究	临床试验	注册审批	生产许可
心脏瓣膜置换与修复	介入瓣中瓣系统	临床前研究	临床试验中		
	介入主动脉瓣系统	临床前研究	临床试验中		
	可扩张微创主动脉瓣	临床前研究	产品试制		
	限位可扩张牛心包瓣	临床前研究	准备提交注册（无临床）		
	限位可扩张猪主动脉瓣	临床前研究	产品试制		
	心外房颤治疗系统	临床前研究	产品检验		
先天性心脏病植介入治疗	体外心肺支持辅助系统	临床前研究	样机测试		
	新型三尖瓣成形环	临床前研究	产品检验	注册受理	
	新型二尖瓣成形环	临床前研究	产品检验		
外科软组织修复	心脏瓣膜生物补片	临床前研究	产品检验		
	流出道单瓣补片	临床前研究	临床前研究		已许可生产
	介入肺动脉瓣及输送系统	临床前研究	临床前研究		
	无支架生物瓣带瓣管道	临床前研究	临床前研究	注册受理	
心血管生物补片	复杂先心病带瓣补片	临床前研究	产品检验		
	心血管生物补片	临床前研究	入组完成，术后随访		
	眼科生物补片	临床前研究	临床前研究		
胸外科生物补片改进	临床前研究	产品试制			

资料来源：公司年报、东兴证券研究所

公司盈利预测及投资评级：公司作为动物源性植介入材料平台的创新龙头，成长空间巨大。心脏瓣膜业务有望成为公司利润增长的持续点。2021-2023年预计实现营业收入分别为2.34、2.89、3.51亿元；归母净利润分别为0.62、1.09、1.57亿元；EPS分别为1.22、2.13和3.07元；对应PE分别为127.76X、72.97X和50.67X，给予“推荐”评级。

风险提示：研发不及预期；市场推广不及预期；政策风险

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位：百万元					利润表		单位：百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
流动资产合计	734	808	791	863	969	营业收入	146	182	234	289	351		
货币资金	718	150	728	777	865	营业成本	13	20	19	24	29		
应收账款	0	28	6	7	9	营业税金及附加	1	1	1	2	2		
其他应收款	0	0	0	0	1	营业费用	32	66	107	105	113		
预付款项	1	1	1	2	2	管理费用	17	17	23	38	49		
存货	11	16	18	22	26	财务费用	0	-1	-4	-8	-8		
其他流动资产	3	1	-4	-8	-13	资产减值损失	15	29	40	35	30		
非流动资产合计	54	64	66	69	70	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.34	0.00	0.00	0.00		
固定资产	40	39	36	33	30	营业利润	4.62	18.46	4.05	4.00	4.00		
无形资产	10	9	8	8	7	营业外收入	0.35	0.33	20.40	30.00	44.00		
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	73	67	72	127	184		
资产总计	788	871	857	931	1039	利润总额	0.00	0.00	1.60	1.60	1.60		
流动负债合计	21	31	52	81	115	所得税	0.03	0.90	0.27	0.27	0.27		
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	73	66	73	129	186		
应付账款	4	10	11	13	16	少数股东损益	10	10	11	20	29		
预收款项	1	0	21	47	79	归属母公司净利润	63	56	62	109	157		
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	0	-1	-1	-1	-1		
非流动负债合计	2	5	1	1	1	EPS (元)	63	57	62	109	157		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
负债合计	23	36	53	82	116	成长能力							
少数股东权益	-1	-1	-2	-3	-3	营业收入增长	31.98%	24.57%	28.84%	23.48%	21.23%		
实收资本(或股本)	96	96	51	51	51	营业利润增长	76.17%	-7.93%	7.00%	77.17%	44.72%		
资本公积	580	614	614	614	614	归属于母公司净利	10.28%	75.07%	10.28%	75.07%	44.02%		
未分配利润	80	111	118	152	209	获利能力							
归属母公司股东权益	766	837	806	852	926	毛利率(%)	91.04%	88.89%	91.71%	91.77%	91.80%		
负债和所有者权益	788	871	857	931	1039	净利率(%)	43.06%	30.74%	26.35%	37.51%	44.63%		
现金流量表		单位：百万元					总资产净利润(%)						
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)							
经营活动现金流	64	51	62	108	165	偿债能力							
净利润	63	56	62	109	157	资产负债率(%)	3%	4%	6%	9%			
折旧摊销	14.20	12.49	0.00	3.16	3.16	营运能力							
财务费用	0	-1	-4	-8	-8	总资产周转率	0.29	0.22	0.27	0.32	0.36		
应付账款的变化	0	0	22	-1	-2	应收账款周转率	307	13	14	45	44		
预收账款的变化	0	0	21	26	32	应付账款周转率	52.08	24.75	22.43	24.42	24.35		
投资活动现金流	-1	-597	610	-3	-3	每股指标(元)							
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.88	0.59	1.22	2.13	3.07		
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新	5.97	-5.93	11.29	0.96	1.70		
投资收益	5	18	4	4	4	每股净资产(最新摊	7.98	8.72	15.73	16.62	18.07		
筹资活动现金流	510	-23	-93	-56	-75	估值比率							
应付债券增加	0	0	0	0	0	P/E	176.55	263.32	127.76	72.97	50.67		
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/B	19.48	17.81	9.88	9.35	8.60		
普通股增加	24	0	-45	0	0	EV/EBITDA	163.51	187.80	101.65	58.20	39.50		
资本公积增加	482	34	0	0	0								
现金净增加额	573	-569	578	49	87								

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：胡博新

药学专业，10年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。