

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

佰仁医疗(688198)

投资评级 买入

上次评级 买入

王舫朝 信达非银&中小盘首席研究员

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

相关研究:

深度 | 生物瓣潜在龙头, 硬核
打造动物源性植入平台
2021年6月8日

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

生物瓣快速放量, 在研产品进展顺利

2021年08月15日

事件:

公司发布 2021 半年报, 上半年实现营收 1.25 亿元, 同比+86.3%, 归母净利润 0.26 亿元, 同比-20.6%, 剔除股份支付影响后, 实现归母净利润 0.60 亿元, 同比+82.2%。

单二季度实现营收 0.72 亿元, 同比+67.4%, 环比+38.5%; 归母净利润 0.17 亿元, 同比-27.8%, 环比+97.4%, 剔除股份支付影响后, 实现归母净利润 0.36 亿元, 同比+48.2%, 环比+46.3%。

点评:

- **三大业务高速增长, 心脏瓣膜板块厚积薄发。**分业务板块看, 心脏瓣膜置换与修复增长 213.4%, 先天性心脏病植入治疗增长 81.8%, 外科软组织修复增长 27.6%。心脏瓣膜置换与修复业务超过其他板块成为收入增速最快、金额最大的业务, 其中, 报告期内公司销售生物瓣 2538 枚, 同比+267.3%, 平均出厂价 1.27 万元, 较 2020 年略微下降 1.3%, 实现销售收入 0.32 亿元, 同比+306.2%。公司生物瓣放量主要受益于 1) 产品质量得到大组长期循证医学数据支持、2) 营销管理与市场推广能力提升、3) 介入瓣产品进入临床试验期显著提高公司影响力, 增强患者对外科瓣信心, 促进现有产品的进院与临床应用。
- **销售/管理费用率降低, 持续高研发投入。**1H21 公司销售/管理费用分别为 0.55 亿元/0.11 亿元, 剔除股份支付影响后, 销售/管理费用分别为 0.24 亿元/0.09 亿元, 同比分别+69.2%/+16.0%, 均低于营收增速。剔除股份支付影响的销售/管理费用率分别为 19%/7%, 同比-1.9pct/-4.3pct, 规模效应显现。报告期内研发费用 0.22 亿元, 剔除股份支付影响后为 0.18 亿元, 同比+99.9%, 研发费用率 14.1%, 同比+1pct。高研发投入强化公司平台优势, 产品布局日趋完善。
- **介入瓣进入临床试验, 多个产品注册在即。**

介入肺动脉瓣 3 月完成临床备案, 已完成 5 例入组, 手术均获成功, 患者康复出院; 介入瓣中瓣 5 月完成临床备案, 目前已有 30 位高风险重症患者手术成功, 预计 4 季度可完成全部试验入组; 介入主动脉瓣 6 月完成临床备案, 是国内首款进入正式临床试验的球扩介入主动脉瓣, 预计年底前完成试验入组。临床入组后随访一年可申请注册, 目前公司介入瓣产品临床试验进展顺利, 预计可于 23 年上市。

限位可扩张牛心包瓣是对现有外科牛瓣升级, 已正式提交药监局申报产品注册。

预置主动脉瓣和微创限位可扩主动脉瓣是两款主动脉瓣升级产品, 均主要针对国内有较多小主动脉瓣环的患者而立项研制。目前已完成结构设

计和样品研制，体外验证与测试正在进行中。

新型三尖瓣成形环和二尖瓣成形环针对国内瓣膜成形术逐年增加，未来可能需要行介入环中瓣治疗而研制的。该产品计划与原产品作对比，经同品种评价提交产品注册。

心脏瓣膜补片用于瓣叶病变修补，有望于年内获得注册。

流出道单瓣补片适用于幼儿到成年患者右室流出道跨瓣环手术修补，于今年4月完成产品注册，获国药监局批准成功上市。

无支架生物瓣带瓣管道专用于为青少年和成人复杂先心病患者重建人工肺动脉瓣和主肺动脉，3-4季度有望获准注册。

复杂先心带瓣补片专用于2岁或小于2岁的复杂先心患儿右室流出道手术修复，计划于3季度提交国药监局产品注册。

血管生物补片是国内首个颈动脉血管修补用生物补片，有望于3-4季度提交产品注册申请。

眼科生物补片专用于后巩膜加固术，以阻止病理性近视患者的眼轴进行性延长而致患者最终失明，全部临床试验入组预计将延至4季度完成。

胸外科生物补片目前正在进行以注册为目的的产品全性能注册检验中。

- **盈利预测与投资评级:**我们预计公司2021-23年归母净利润分别为0.54亿元、1.12亿元、1.63亿元，同比分别-5.2%、+108.9%、+45.4%，21年业绩主要受股份支付影响。公司现有产品市场推广顺利，生物瓣快速放量，在研产品有多个大单品进入临床试验阶段，随访一年后可申请注册，预计血管补片、心脏瓣膜补片、复杂先心带瓣补片、无支架生物瓣带瓣管道有望于22年上市，眼科补片、介入瓣产品有望于23年上市，经过一定的市场推广，大单品有望于2025年放量，届时公司生物瓣业务结构将逐渐向爱德华靠拢，我们预计公司2025年可实现营收13.28亿元，归母净利润5.95亿元，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:**研发出现瓶颈、新产品注册上市进度不及预期、医疗器械行业政策变动等

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	146	182	245	318	425
同比(%)	32.0%	24.6%	34.4%	30.2%	33.4%
归属母公司净利润	63	57	54	112	163
同比(%)	88.9%	-10.4%	-5.2%	108.9%	45.4%
毛利率(%)	91.0%	88.9%	87.5%	89.2%	89.8%
ROE(%)	8.2%	6.8%	6.0%	11.2%	14.0%
EPS(摊薄)(元)	0.88	0.59	0.56	1.17	1.69
P/E	47.90	131.63	364.02	174.26	119.89
P/B	5.28	8.91	21.90	19.45	16.74

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年08月13日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	734	808	830	876	932	
货币资金	718	150	215	259	303	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	0	28	27	26	29	
预付账款	1	1	1	1	2	
存货	11	16	25	28	35	
其他	4	613	562	562	562	
非流动资产	54	64	109	183	302	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	40	39	67	112	202	
无形资产	10	9	7	5	4	
其他	4	16	36	66	96	
资产总计	788	871	940	1,059	1,233	
流动负债	21	31	46	54	67	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	4	10	13	16	19	
其他	17	20	33	38	48	
非流动负债	2	5	5	5	5	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	2	5	5	5	5	
负债合计	23	36	51	59	72	
少数股东权益	-1	-1	-2	-3	-4	
归属母公司	766	837	891	1,003	1,165	
负债和股东权益	788	871	940	1,059	1,233	

重要财务指标		单位:百万元				
主要财务指	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	146	182	245	318	425	
同比(%)	32.0%	24.6%	34.4%	30.2%	33.4%	
归属母公司净利润	63	57	54	112	163	
同比(%)	88.9%	-10.4%	-5.2%	108.9%	45.4%	
毛利率(%)	91.0%	88.9%	87.5%	89.2%	89.8%	
ROE(%)	8.2%	6.8%	6.0%	11.2%	14.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.88	0.59	0.56	1.17	1.69	
P/E	47.90	131.63	364.02	174.26	119.89	
P/B	5.28	8.91	21.90	19.45	16.74	
EV/EBITDA	45.12	134.12	285.47	138.97	94.82	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	146	182	245	318	425	
营业成本	13	20	31	34	43	
营业税金及附加	1	1	1	2	2	
销售费用	32	66	92	89	110	
管理费用	17	17	23	26	34	
研发费用	15	29	39	40	50	
财务费用	0	-1	0	0	0	
减值损失合	0	0	0	0	0	
投资净收益	5	18	2	3	4	
其他	0	-1	1	1	1	
营业利润	73	67	62	131	190	
营业外收支	0	-1	0	0	0	
利润总额	73	66	62	131	190	
所得税	10	10	9	20	28	
净利润	63	56	53	111	161	
少数股东损	0	-1	0	-1	-1	
归属母公司	63	57	54	112	163	
EBITDA	74	54	68	139	203	
EPS(当年)(元)	0.88	0.59	0.56	1.17	1.69	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	64	51	63	121	170	
净利润	63	56	53	111	161	
折旧摊销	6	6	5	7	11	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	-5	-18	-2	-3	-4	
营运资金变	-1	10	7	6	2	
其它	0	-2	0	0	0	
投资活动现	-1	-597	3	-77	-126	
资本支出	-2	-8	-50	-80	-130	
长期投资	0	0	51	0	0	
其他	1	-589	2	3	4	
筹资活动现	510	-23	0	0	0	
吸收投资	520	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	0	-19	0	0	0	
现金净增加额	573	-569	66	43	44	

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

温瑞鹏，硕士，毕业于复旦大学金融专业，曾工作于太平人寿保险有限公司，2021年5月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

孙思茹，硕士，同济大学经济学学士，香港大学经济学硕士，2021年4月加入信达证券研发中心，从事中小市值个股研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。