

证券研究报告—动态报告

医药保健

医疗器械与服务

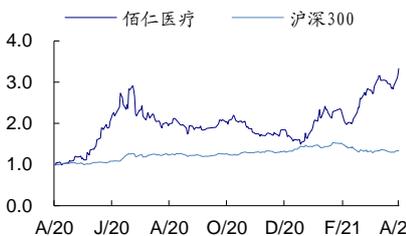
佰仁医疗(688198)
买入

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 17 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	96/23
总市值/流通(百万元)	19,508/4,633
上证综指/深圳成指	3,516/14,799
12 个月最高/最低(元)	243.88/67.67

相关研究报告:

《佰仁医疗-688198-2020 年报及 2021 年一季报点评: 外科瓣销售持续放量, 介入瓣研发全面布局》——2021-04-23
 《佰仁医疗-688198-2020 年三季报点评: 疫情后快速恢复, 瓣膜增长强劲》——2020-10-23
 《佰仁医疗-688198-2020 年半年报点评: 业绩符合预期, 研发有序推进》——2020-08-22
 《佰仁医疗-688198-深度报告: 植入材料专家, 进口替代先锋》——2020-06-04

证券分析师: 陈益凌

电话: 021-60933167
 E-MAIL: chenyingling@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010002

证券分析师: 朱寒青

电话: 0755-81981837
 E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070002

联系人: 陈曦炳

电话: 0755-81982939
 E-MAIL: chenxibing@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

外科瓣强势增长带动营收超预期

● H1 业绩超预期

佰仁医疗 2021 年 H1 营收 1.25 亿元 (+86.3%), 归母净利润 0.26 亿元 (-20.6%), 剔除股份支付影响后净利润 0.60 亿元 (+82.2%); 21Q2 营收 0.72 亿元 (+67.4%), 归母净利润 0.17 亿元 (-27.8%), 剔除股份支付影响后净利润 0.36 亿元 (+48.2%), 业绩超预期。

● 瓣膜业务增长强劲

2021 年 H1 公司的外科瓣销售 2538 枚 (+267.29%), 实现销售收入 3219 万元 (+306.16%), Q2 单季度外科瓣销售 1478 枚, 环比大幅增长 39.4%; 心脏瓣膜置换与修复板块增长 213.39%。公司的牛心包瓣是唯一拥有长期大组临床数据支持的国产产品, 随着渠道的扩张, 市场份额将不断扩大, 持续高速增长。

● 研发全面推进

公司 H1 研发费用大幅提升至 2244 万元, 研发费用率 18.0%。介入瓣中瓣临床已植入 30 枚, 包括主动脉瓣、二尖瓣和三尖瓣 3 个不同瓣位, 预计 Q4 完成全部入组; 介入主动脉瓣已开始入组, 临床顺利推进; 眼科生物补片已完成 58 例手术入组, 预计 Q4 可完成入组。另外, 限位可扩张牛心包瓣、新型瓣膜成型环等的研发有序进行。

● 风险提示:

介入瓣研发进度不及预期, 产品和进院销售不及预期

● 投资建议: 上调盈利预测, 维持“买入”评级

公司的外科生物瓣长期临床数据优秀, 将受益于生物瓣对机械瓣的替代以及国产产品对进口的替代, 实现快速增长。介入瓣的研发顺利推进。由于心脏瓣膜的销售超预期, 我们上调公司 21~23 年还原股权支付费用口径的归母净利润为 1.24/1.62/2.07 亿元 (原值 1.08/1.46/1.92 亿元), 同比增长 41.6%/31.0%/27.4%, 对应当前股价 PE 为 157/120/95x。同时上调 21~23 年的归母净利润预测至 0.57/1.23/1.84 亿元 (原值 0.51/1.13/1.73 亿元), 同比增长 1.3%/114.8%/49.3%, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	181.9	264.5	343.2	431.1
(+/-%)	24.6%	45.4%	29.8%	25.6%
净利润(百万元)	56.5	57.3	123.1	183.7
(+/-%)	-10.4%	1.4%	114.8%	49.3%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.60	1.28	1.91
EBIT Margin	42.5%	19.2%	37.5%	46.0%
净资产收益率(ROE)	6.8%	6.5%	12.5%	16.3%
市盈率(PE)	345.1	340.5	158.5	106.2
EV/EBITDA	235.7	322.3	132.7	88.2
市净率(PB)	23.3	22.1	19.9	17.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

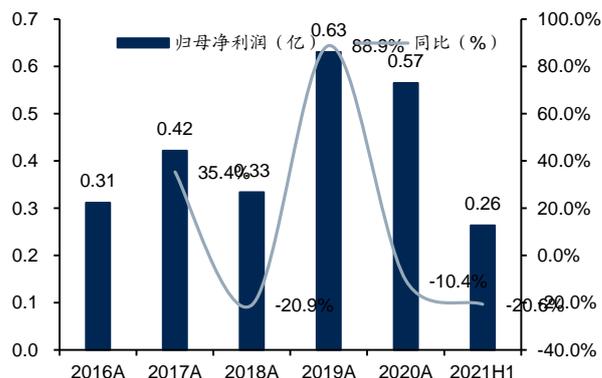
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 佰仁医疗营收 (亿元)



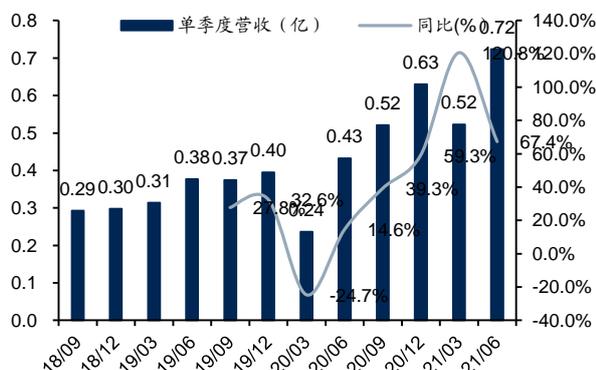
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 佰仁医疗归母净利润 (亿元)



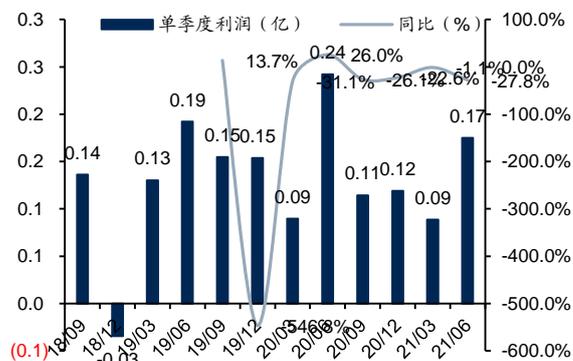
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 佰仁医疗单季度营收 (亿元)



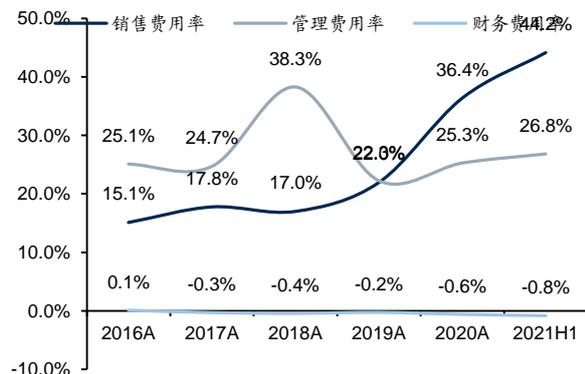
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 佰仁医疗单季度归母净利润 (亿元)



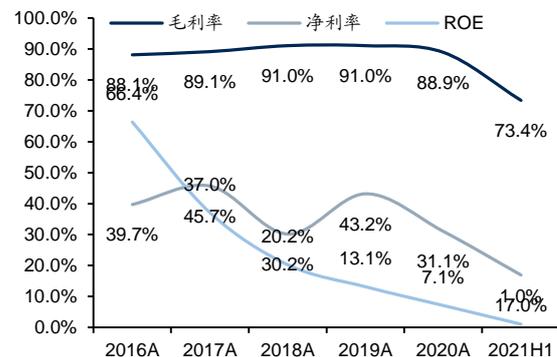
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 佰仁医疗期间费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

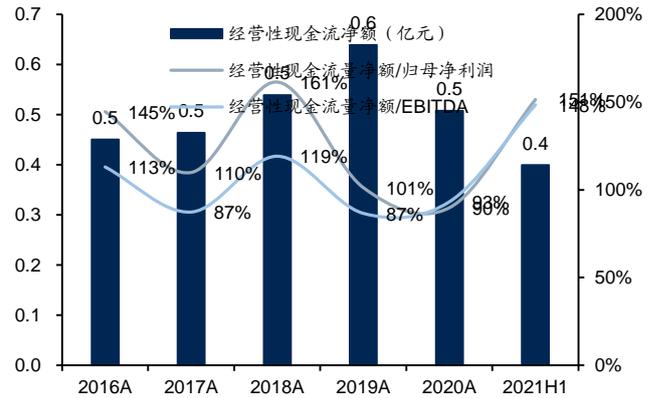
图 6: 佰仁医疗毛利率、净利率、ROE



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 佰仁医疗主要流动资产周转天数


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 佰仁医疗经营性现金流净额 (亿元)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210815	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
688198	佰仁医疗	203.21	195	0.59	0.60	1.28	1.91	345.1	340.5	158.5	106.2	5.1%	7.1	买入
2500.HK	启明医疗-B	40.85	180	-0.41	-0.06	0.35	0.70	-82.4	-524.0	96.8	48.7	-7.7%	2.7	买入
2160.HK	心通医疗-B	9.04	217	-0.17	-0.05	0.01	0.07	-45.4	-151.1	601.9	106.2	284.6%	1.1	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理、预测。启明医疗、心通医疗盈利预测采用 Wind 一致预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	150	27	33	160	营业收入	182	264	343	431
应收款项	28	37	48	60	营业成本	20	32	36	43
存货净额	16	21	18	20	营业税金及附加	1	2	2	3
其他流动资产	1	2	2	3	销售费用	66	111	101	102
流动资产合计	808	699	714	855	管理费用	17	69	75	85
固定资产	46	228	307	316	财务费用	(1)	(1)	(0)	(1)
无形资产及其他	9	8	8	8	投资收益	18	15	14	15
投资性房地产	8	8	8	8	资产减值及公允价值变动	0	(0)	0	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(30)	0	0	0
资产总计	871	944	1038	1187	营业利润	67	67	143	214
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(1)	(0)	0	0
应付款项	10	10	8	9	利润总额	66	67	143	214
其他流动负债	20	48	46	49	所得税费用	10	10	21	32
流动负债合计	31	58	54	58	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	57	57	123	184
其他长期负债	5	5	5	5					
长期负债合计	5	5	5	5	现金流量表 (百万元)				
负债合计	36	62	59	63	净利润	57	57	123	184
少数股东权益	(1)	(2)	(3)	(4)	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	837	883	982	1128	折旧摊销	6	10	19	23
负债和股东权益总计	871	944	1038	1187	公允价值变动损失	(0)	0	0	2
					财务费用	(1)	(1)	(0)	(1)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(24)	13	(12)	(11)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	(0)	(0)	(1)	(2)
每股收益	0.59	0.60	1.28	1.91	经营活动现金流	38	79	129	196
每股红利	0.20	0.12	0.26	0.38	资本开支	(10)	(191)	(98)	(33)
每股净资产	8.72	9.20	10.22	11.76	其它投资现金流	(612)	0	0	0
ROIC	14%	18%	37%	48%	投资活动现金流	(622)	(191)	(98)	(33)
ROE	7%	6%	13%	16%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	89%	88%	89%	90%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	42%	19%	38%	46%	支付股利、利息	(19)	(11)	(25)	(37)
EBITDA Margin	46%	23%	43%	51%	其它融资现金流	53	0	0	0
收入增长	25%	45%	30%	26%	融资活动现金流	15	(11)	(25)	(37)
净利润增长率	-10%	1%	115%	49%	现金净变动	(569)	(123)	6	127
资产负债率	4%	6%	5%	5%	货币资金的期初余额	718	150	27	33
息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	货币资金的期末余额	150	27	33	160
P/E	345.1	340.5	158.5	106.2	企业自由现金流	38	(125)	18	148
P/B	23.3	22.1	19.9	17.3	权益自由现金流	91	(124)	19	149
EV/EBITDA	235.7	322.3	132.7	88.2					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032