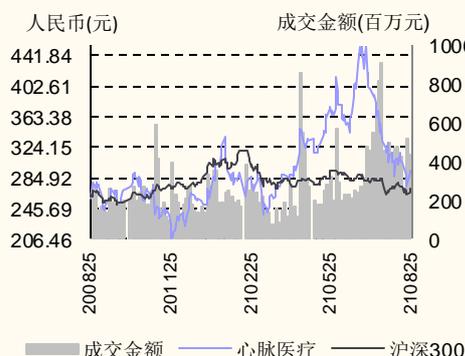


市场价格 (人民币): 293.98 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.72
已上市流通 A 股(亿股)	0.39
总市值(亿元)	211.60
年内股价最高最低(元)	456.70/207.41
沪深 300 指数	4898
上证指数	3540



相关报告

- 1.《上半年业绩增长强劲, 主动脉支架快速增长-心脉医疗公司点评》, 2021.7.20
- 2.《一季度业绩增长超预期-心脉医疗公司点评》, 2021.4.21
- 3.《主动脉产品增长强劲, 外周产品释放新增量-心脉医疗公司点评》, 2021.3.30
- 4.《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
- 5.《业绩超预期, 创新产品持续放量-心脉医疗公司点评》, 2021.1.26

袁维

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

上半年业绩高速增长, 核心产品推广顺利

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	675	925	1,210
营业收入增长率	44.39%	40.91%	43.54%	37.04%	30.81%
归母净利润(百万元)	142	215	330	448	589
归母净利润增长率	56.38%	51.40%	53.64%	35.83%	31.59%
摊薄每股收益(元)	1.969	2.982	4.581	6.222	8.188
每股经营性现金流净额	1.90	2.95	3.94	5.84	7.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.30%	17.39%	21.38%	22.84%	23.37%
P/E	74.62	84.25	64.17	47.25	35.90
P/B	9.92	14.65	13.72	10.79	8.39

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月25日, 公司发布2021年半年度报告, 上半年实现营业收入3.62亿元(+69%); 归母净利润1.85亿元(+53%); 扣非归母净利润1.80亿元(+64%)。
- 分季度看, 公司2021Q2实现营业收入1.65亿元(+42%), 归母净利润0.83亿元(+36%), 扣非归母净利润0.81亿元(+38%)

经营分析

- **核心产品入院进展顺利, 收入利润高速增长。**公司产品已覆盖国内30个省、自治区和直辖市, 与130余家经销商开展合作, Castor分支型主动脉覆膜支架及输送系统已覆盖累计超过600家终端医院, Minos腹主动脉覆膜支架及输送系统已覆盖超过250家医院; Reewarm PTX药物球囊扩张导管已累计覆盖超过250家终端医院, 新产品放量带动收入快速增长。
- **毛利率维持平稳, 研发投入快速提升。**公司2021上半年毛利率79.6%, 同比提升0.1pct, 毛利率近年来维持平稳; 净利率51.0%, 同比下滑5.1pct。净利率下滑主要原因在于研发费用率和财务费用率的提升。公司研发投入保持快速增长, 上半年研发投入4956万元, 同比增长96.85%, 占公司营业收入13.68%, 持续的高研发投入将成为公司长期发展的支撑。
- **研发团队不断扩充, 在研项目持续推进。**公司拥有研发人员182名, 相较于2020年末增加25位, 占员工比例达到31%, 研发人员数量进一步提高。在研项目中, Fontus分支型术中支架系统、Tallos直管型胸主动脉覆膜支架系统、高压球囊扩张导管均已递交注册申请, 目前处于获取注册证的审批阶段。上半年设立全资子公司上海拓脉, 重点产品TIPS覆膜支架系统已完成动物实验并进行型式送检, 多个在研重磅项目同时推进, 长期增长可期。

盈利预测与投资建议

- 我们维持此前盈利预期, 预计公司2021-2023年分别实现归母净利润3.30、4.48、5.89亿元, 同比增长54%、36%、32%。
- 维持“买入”评级。

风险提示

- 新产品研发不达预期; 医保控费政策导致产品降价风险; 产能建设及使用不达预期; 产品推广及需求不达预期

核心产品入院进展顺利，收入利润高速增长

- 公司新产品入院进展顺利，截止 6 月 30 日，公司产品已覆盖国内 30 个省、自治区和直辖市，与 130 余家经销商开展合作，Castor 分支型主动脉覆膜支架及输送系统已覆盖累计超过 600 家终端医院，Minos 腹主动脉覆膜支架及输送系统已覆盖超过 250 家医院；Reewarm PTX 药物球囊扩张导管已累计覆盖超过 250 家终端医院。
- 得益于核心产品 Castor、Minos 与 Reewarm PTX 销量的持续增长，公司实现营业收入 3.62 亿元，同比增长 69%，实现归母净利润 1.85 亿元，同比增长 53%。
- 公司产品已在 16 个海外国家或地区实现了临床植入，同时报告期内公司新签署印度、韩国等国家的代理商并启动当地产品注册，

图表 1: 2016-2021H1 公司营业收入及增速



图表 2: 2016-2021H1 公司归母净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2021 上半年，公司经营活动现金净流量 1.68 亿元，同比增长 78%。经营活动现金净流量随业务扩张持续增长，整体现金流情况良好。

图表 3: 2016-2021H1 公司经营活动现金净流量及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

毛利率维持平稳，研发投入快速提升

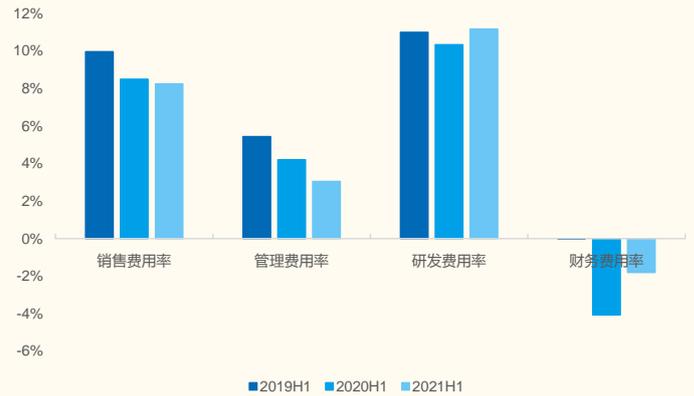
- 公司 2021 上半年毛利率 79.6%，同比提升 0.1pct，毛利率近年来维持平稳；净利率 51.0%，同比下滑 5.1pct。净利率下滑主要原因在于研发费用率和财务费用率的提升。
- 公司上半年销售费用率 8.2%，同比下降 0.2pct；管理费用率 3.0%，同比下降 1.2pct。销售与管理费用率的下降来源于公司收入提升后产生的规模效应。公司研发投入保持快速增长，上半年研发投入 4956 万元，同比增长 96.85%，占公司营业收入 13.68%。

图表 4：2018-2021 半年度利润率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：2019-2021 半年度费用率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

研发团队不断扩充，在研项目持续推进

- 截至 6 月 30 日，公司拥有研发人员 182 名，相较于 2020 年末增加 25 位，占公司员工总数的比例为 31%，研发人员数量进一步提高，其中硕士及以上学历研发人员 104 名，占全部研发人员的比例为 57%。
- 在研项目中，Fontus 分支型术中支架系统、Taloz 直管型胸主动脉覆膜支架系统、高压球囊扩张导管均已递交注册申请，目前处于获取注册证的审批阶段，外周静脉支架系统已完成临床植入接近 100 例，预计将于今年完成全部临床植入；静脉取栓系统及腔静脉滤器已获得型式检报告并推进后续临床准备工作，
- 上半年公司设立全资子公司上海拓脉，目前已开展一系列肿瘤介入领域项目的早期研发工作，其中重点产品 TIPS 覆膜支架系统已完成动物实验并进行型式送检，预计将于 2022 年度进入临床植入阶段。

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	675	925	1,210	货币资金	50	889	1,051	1,259	1,598	2,071
增长率	40.0%	44.4%	40.9%	43.5%	37.0%	30.8%	应收款项	24	34	49	76	99	130
主营业务成本	-49	-69	-98	-128	-178	-225	存货	34	56	82	85	116	144
%销售收入	21.2%	20.7%	20.9%	19.0%	19.2%	18.6%	其他流动资产	9	10	15	18	24	29
毛利	182	265	372	547	747	985	流动资产	116	990	1,197	1,438	1,836	2,373
%销售收入	78.8%	79.3%	79.1%	81.0%	80.8%	81.4%	%总资产	43.2%	85.7%	87.0%	86.5%	86.8%	87.5%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-3	-5	-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	-87	-120	-157	%总资产	18.0%	4.5%	3.9%	4.3%	4.4%	4.4%
%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	-27	-37	-48	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%	13.5%	13.2%	12.5%
研发费用	-29	-50	-73	-86	-118	-151	资产总计	269	1,156	1,376	1,662	2,115	2,712
%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	343	467	622	应付款项	15	32	51	45	58	71
%销售收入	42.2%	42.6%	46.1%	50.8%	50.5%	51.4%	其他流动负债	22	34	63	51	68	88
财务费用	0	9	8	24	30	38	流动负债	39	70	115	96	126	158
%销售收入	0.0%	-2.7%	-1.6%	-3.5%	-3.2%	-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	24	27	32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	53	90	142	120	154	190
投资收益	0	1	14	15	16	17	普通股股东权益	216	1,066	1,234	1,542	1,961	2,522
%税前利润	0.0%	0.5%	5.6%	3.9%	3.1%	2.5%	其中：股本	54	72	72	72	72	72
营业利润	105	164	250	381	518	681	未分配利润	59	164	317	625	1,044	1,605
营业利润率	45.4%	49.2%	53.1%	56.5%	56.0%	56.3%	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	1,662	2,115	2,712
税前利润	105	164	250	381	518	681	比率分析						
利润率	45.4%	49.2%	53.1%	56.5%	56.0%	56.3%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-14	-23	-35	-51	-70	-92	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	4.581	6.222	8.188
净利润	91	142	215	330	448	589	每股净资产	N/A	14.810	17.144	21.425	27.247	35.036
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	N/A	1.899	2.953	3.935	5.840	7.837
归属于母公司的净利润	91	142	215	330	448	589	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%	48.9%	48.4%	48.7%	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%	21.38%	22.84%	23.37%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	33.72%	12.27%	15.60%	19.84%	21.18%	21.73%
净利润	91	142	215	330	448	589	投入资本收益率	38.79%	11.46%	15.11%	19.25%	20.59%	21.34%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	9	8	14	17	17	22	主营业务收入增长率	39.96%	44.39%	40.91%	43.54%	37.04%	30.81%
非经营收益	-1	-12	-20	-8	-16	-17	EBIT增长率	31.54%	45.62%	52.62%	58.25%	36.01%	33.27%
营运资金变动	6	-1	4	-55	-29	-30	净利润增长率	43.01%	56.38%	51.40%	53.64%	35.83%	31.59%
经营活动现金净流	104	137	213	283	420	564	总资产增长率	19.87%	329.93%	19.07%	20.80%	27.23%	28.23%
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	35.3	32.5	30.7
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%	-81.64%	-81.47%	-82.14%
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	-14.4	-15.8	-16.4
现金净流量	15	833	157	208	339	474	资产负债率	19.59%	7.76%	10.33%	7.23%	7.27%	7.01%

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	3	6	7	16
增持	0	2	4	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.40	1.40	1.46	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	2020-04-29	买入	193.00	N/A
2	2020-07-17	买入	279.11	N/A
3	2020-08-27	买入	259.68	N/A
4	2021-01-26	买入	337.24	N/A
5	2021-03-01	买入	270.00	N/A
6	2021-03-30	买入	275.00	N/A
7	2021-04-21	买入	317.00	N/A
8	2021-07-20	买入	372.00	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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402