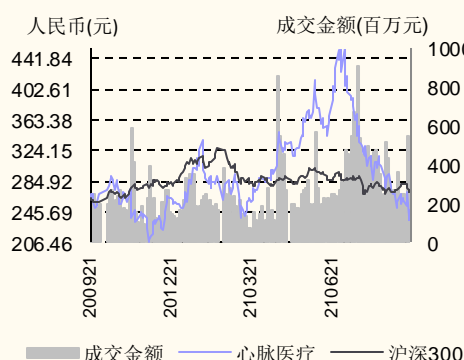


市场价格 (人民币): 247.00 元

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)	177.79
年内股价最高最低(元)	456.70/207.41
沪深 300 指数	4856
上证指数	3614



相关报告

- 《上半年业绩高速增长, 核心产品推广顺利-心脉医疗 2021 半年报...》, 2021.8.26
- 《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
- 《一季度业绩增长超预期-心脉医疗公司点评》, 2021.4.21
- 《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
- 《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

袁维

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

股权激励草案发布, 彰显公司长期成长信心

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	326	434	575
归母净利润增长率	56.38%	51.40%	52.05%	33.06%	32.54%
摊薄每股收益(元)	1.969	2.982	4.534	6.032	7.995
每股经营性现金流净额	1.90	2.95	3.90	5.68	7.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.30%	17.39%	21.21%	22.33%	23.10%
P/E	74.62	84.25	54.48	40.95	30.89
P/B	9.92	14.65	11.55	9.14	7.14

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 9月21日, 公司发布了2021年限制性股票激励计划(草案), 拟以184.55元/股的价格(现价247元/股)授予激励对象71.97万股限制性股票, 占公司当前股本总额的1%, 其中首次授予67.17万股(占总股本的0.93%), 预留4.80万股(占总股本的0.07%)。激励对象为公司董事、高级管理人员、核心技术人员以及董事会认为需要激励的其他人员共122人。

经营分析

- 激励授予周期较长, 考核企业长期增长动力。** 此次限制性股票授予的归属期分为两期, 归属时间最长可达到首次授予之日起7年, 并以此制定了长期的收入考核目标。以2020年公司收入为基础, 业绩考核目标A(归属系数100%)要求到2026年收入年平均复合增速达到30%; 业绩考核目标B(归属系数80%)要求到2026年收入年平均复合增速为25%, 有利于管理层关注企业长期增长动力。
- 重视研发成果, 将产品注册证数量纳入考核目标。** 除收入考核目标外, 若获得的产品注册证数量达到要求也能够顺利实现股票归属。业绩考核目标A要求2026年获批至少9个III类医疗器械; 业绩考核目标B要求2026年获批至少7个III类医疗器械。预计未来公司每年都将获批1-2个新产品。
- 主动脉核心产品放量迅速, 外周产品布局打开市场空间。** 公司在主动脉领域深耕多年, Castor分支型胸主动脉覆膜支架与新一代Minos腹主动脉覆膜支架一经上市便实现快速放量, 目前在国产厂商中龙头地位稳固。2020年公司新的Reewarm PTX药物球囊扩张导管获批上市, 成为少数进入外周领域的国产厂家, 为长期增长带来新的空间, 未来快速成长可期。

盈利调整与投资建议

- 考虑到股权激励费用摊销对公司净利润的影响, 我们预计2021-2023年公司归母净利润分别为3.26、4.34、5.75亿元, 同比增长52%、33%、33%。若剔除股权激励费用的影响, 预计2021-2023年公司归母净利润分别为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

- 9月21日，公司发布了2021年限制性股票激励计划（草案），拟以184.55元/股的价格（现价247元/股）授予激励对象71.97万股限制性股票，占公司当前股本总额的1%，其中首次授予67.17万股（占总股本的0.93%），预留4.80万股（占总股本的0.07%）。激励对象为公司董事、高级管理人员、核心技术人员以及董事会认为需要激励的其他人员共122人。
- 激励计划覆盖面较广，重点激励高管与核心技术人员。本次激励计划首次授予的激励对象人数占公司员工总数591人的20.64%，公司总经理、分管各项业务的副总经理与核心技术人员均是此次激励重点授予的对象。

图表 1: 2021 年公司限制性股票激励计划激励对象情况

序号	姓名	国籍	职务	本次获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日公司股本总额的比例
一、董事、高级管理人员、核心技术人员						
1	朱清	中国	董事、总经理、核心技术人员	4.17	5.80%	0.06%
2	金国呈	中国	副总经理	2.26	3.14%	0.03%
3	李莉	中国	副总经理	2.09	2.90%	0.03%
4	LANTAO GUO (郭澜涛)	美国	副总经理、核心技术人员	1.49	2.07%	0.02%
5	袁振宇	中国	副总经理、核心技术人员	1.57	2.17%	0.02%
6	陈珂	中国	资深总监	1.70	2.37%	0.02%
7	顾建华	中国	财务总监、董事会秘书	1.12	1.55%	0.02%
8	鹿洪杰	中国	核心技术人员	1.19	1.65%	0.02%
9	玉丽文	中国	核心技术人员	0.89	1.24%	0.01%
二、其他激励对象						
董事会认为需要激励的其他人员 (113人)				50.69	70.44%	0.70%
三、预留部分				4.80	6.67%	0.07%
合计				71.97	100.00%	1.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 激励授予周期较长，考核企业长期增长动力。此次限制性股票授予的归属期分为两期，归属时间最长可达到首次授予之日起7年，并以此制定了长期的收入考核目标。以2020年公司收入为基础，业绩考核目标A（归属系数100%）要求2025年收入增长率不低于271.29%，2026年收入增长率不低于382.68%，转化为年平均复合增速为30%；业绩考核目标B（归属系数80%）要求2025年收入增长率不低于205.18%，2026年收入增长率不低于281.47%，转化为年平均复合增速为25%。此次激励计划有利于公司留住关键人才，并为企业增添长期增长动力。
- 重视研发成果，将产品注册证数量纳入考核目标。除收入考核目标外，若获得的产品注册证数量达到要求也能够顺利实现股票归属。业绩考核目标A要求2025年获批至少8个III类医疗器械，2026年达到9个；业绩考核目标B要求2025年获批至少6个III类医疗器械，2026年达到7个。预计未来公司每年都将获批1-2个新产品。

图表 2: 各批次归属比例安排

归属安排	归属时间	归属权益数量占授予权益总量的比例
首次及预留授予的第一个归属期	自首次授予之日起60个月后的首个交易日起至首次授予之日起72个月内的最后一个交易日止	50%
首次及预留授予的第二个归属期	自首次授予之日起72个月后的首个交易日起至首次授予之日起84个月内的最后一个交易日止	50%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3: 业绩考核目标情况

归属期	业绩考核目标A	业绩考核目标B
	公司归属系数100%	公司归属系数80%
第一个归属期	以2020年营业收入为基数, 2025年营业收入增长率不低于271.29%; 或本激励计划草案公告之日起至2025年12月31日止公司及下属子公司合计新增获批第三类医疗器械产品注册证的自研产品数量不低于8个;	以2020年营业收入为基数, 2025年营业收入增长率不低于205.18%; 或本激励计划草案公告之日起至2025年12月31日止公司及下属子公司合计新增获批第三类医疗器械产品注册证的自研产品数量不低于6个;
第二个归属期	以2020年营业收入为基数, 2026年营业收入增长率不低于382.68%; 或本激励计划草案公告之日起至2026年12月31日止公司及下属子公司合计新增获批第三类医疗器械产品注册证的自研产品数量不低于9个;	以2020年营业收入为基数, 2026年营业收入增长率不低于281.47%; 或本激励计划草案公告之日起至2026年12月31日止公司及下属子公司合计新增获批第三类医疗器械产品注册证的自研产品数量不低于7个。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **激励费用摊销对公司利润影响有限。** 此次激励计划预计将摊销的总费用为8552万元, 分为7年进行费用摊销, 费用最高的年份预计不会超过1561万元, 占公司7.3%, 预计对公司利润造成的影响有限。

图表 4: 各期预计摊销的费用

预计摊销的总费用(万元)	2021年(万元)	2022年(万元)	2023年(万元)	2024年(万元)	2025年(万元)	2026年(万元)	2027年(万元)
8,551.58	390.21	1,560.85	1,560.85	1,560.85	1,560.85	1,357.47	560.50

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **主动脉核心产品放量迅速, 外周产品布局打开市场空间。** 公司在主动脉领域深耕多年, Castor 分支型胸主动脉覆膜支架与新一代 Minos 腹主动脉覆膜支架一经上市便实现快速放量, 目前在国产厂商中龙头地位稳固。2020年公司新的 Reewarm PTX 药物球囊扩张导管获批上市, 成为少数进入外周领域的国产厂家, 为长期增长带来新的空间。
- **在研项目持续推进, 长期增长动力充足。** 公司目前在研项目中, Fontus 分支型术中支架系统、Talos 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。

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	1,256	1,583	2,043
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	1,435	1,822	2,345
%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%	86.7%	87.4%
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	-31	-53	-64	非流动资产	153	165	179	224	278	339
%销售收入	5.9%	4.8%	4.2%	4.6%	5.7%	5.3%	%总资产	56.8%	14.3%	13.0%	13.5%	13.3%	12.6%
研发费用	-29	-50	-73	-86	-118	-151	资产总计	269	1,156	1,376	1,660	2,101	2,684
%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	339	451	606	应付款项	15	32	51	46	59	72
%销售收入	42.2%	42.6%	46.1%	50.3%	48.8%	50.1%	其他流动负债	22	34	63	51	70	89
财务费用	0	9	8	24	29	38	流动负债	39	70	115	97	129	161
%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	121	157	193
投资收益	0	1	14	15	16	17	普通股股东权益	216	1,066	1,234	1,539	1,944	2,491
%税前利润	0.0%	0.5%	5.6%	4.0%	3.2%	2.6%	其中：股本	54	72	72	72	72	72
营业利润	105	164	250	377	502	665	未分配利润	59	164	317	622	1,027	1,574
营业利润率	45.4%	49.2%	53.1%	55.9%	54.3%	55.0%	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	1,660	2,101	2,684
税前利润	105	164	250	377	502	665							
利润率	45.4%	49.2%	53.1%	55.9%	54.3%	55.0%	比率分析						
所得税	-14	-23	-35	-51	-68	-90		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税率	13.5%	13.7%	14.0%	13.5%	13.5%	13.5%	每股指标						
净利润	91	142	215	326	434	575	每股收益	N/A	1.969	2.982	4.534	6.032	7.995
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	N/A	14.810	17.144	21.377	27.010	34.605
归属于母公司的净利润	91	142	215	326	434	575	每股经营现金净流	N/A	1.899	2.953	3.898	5.679	7.643
净利率	39.2%	42.5%	45.6%	48.3%	46.9%	47.6%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.300	0.400	0.400
							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%	21.21%	22.33%	23.10%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	33.72%	12.27%	15.60%	19.66%	20.67%	21.44%
净利润	91	142	215	326	434	575	投入资本收益率	38.79%	11.46%	15.11%	19.07%	20.07%	21.06%
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%	56.44%	32.97%	34.43%
营运资金变动	6	-1	4	-55	-27	-30	净利润增长率	43.01%	56.38%	51.40%	52.05%	33.06%	32.54%
经营活动现金净流	104	137	213	281	409	550	总资产增长率	19.87%	329.93%	19.07%	20.61%	26.57%	27.76%
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%	-81.65%	-81.45%	-82.02%
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	-14.2	-15.3	-16.2
现金净流量	15	833	157	205	327	460	资产负债率	19.59%	7.76%	10.33%	7.29%	7.45%	7.19%

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	1	8	11	14	22
增持	0	5	7	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.38	1.39	1.39	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。

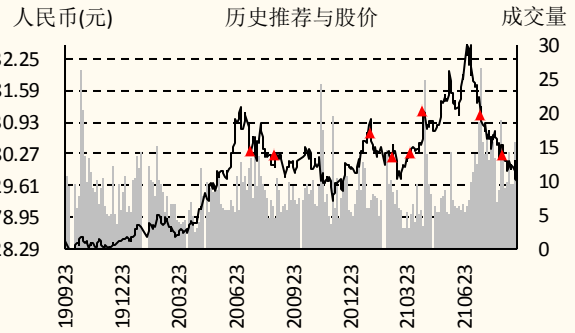
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-07-17	买入	279.11	N/A
2	2020-08-27	买入	259.68	N/A
3	2021-01-26	买入	337.24	N/A
4	2021-03-01	买入	270.00	N/A
5	2021-03-30	买入	275.00	N/A
6	2021-04-21	买入	317.00	N/A
7	2021-07-20	买入	372.00	N/A
8	2021-08-26	买入	293.98	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