

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

王筋朝 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

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

## 瓣膜业务持续放量，生物补片未来可期

2021年10月27日

**事件:** 公司发布三季报, 21年前三季度实现营收1.83亿元, 同比+54.2%, 归母净利润0.40亿元, 同比-9.4%, 加权平均ROE4.56%, 较上年同期-1.1pct。单三季度实现营收0.59亿元, 同比+13.1%, 归母净利润0.14亿元, 同比+23.1%, 加权平均ROE1.55%, 较上年同期+0.13pct。

**点评:**

- **业绩符合预期, 受疫情影响部分手术需求后延。** 21年前三季度主营业务收入1.83亿元, 同比+54.3%, 剔除股份支付影响的净利润0.88亿元, 同比+56.4%。21Q3主营业务收入0.59亿元, 同比+13.1%, 环比-18.6%, 环比略降主要原因是广东、江苏、河南等多地因疫情防控或水灾出现手术量下滑情况, 需求延后。
- **外科瓣进入放量期, 介入瓣临床进展顺利。**
  - 1) 销售情况: 前三季度人工生物心脏瓣膜收入0.48亿元, 同比+160%。公司预计今年国内生物瓣用量2.5-2.7万枚, 其中牛心包瓣1.5-1.7万枚。佰仁全年或可实现牛瓣销量5600枚, 生物瓣市占率有望达到20%。
  - 2) 临床进展: 介入瓣中瓣全组17家临床试验中心已启动16家, 介入主动脉瓣临床试验全组15家中心已启动11家, 主要头部医院全部启动, 两临床试验计划年底完成全部入组。
- **打造动物源性植介入材料平台, 生物补片应用范围广阔。** 其中血管补片用于CEA手术, 已完成全部临床试验, 现有数据满足要求, 即将提交注册申请。眼科补片用于后巩膜加固治疗病理性近视, 处于临床试验阶段, 国内6家眼科中心完成受试者初筛, 公司预计年底可完成全部入组。
- **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0.57元、1.15亿元、1.63亿元, 同比分别+1.5%、+101%、+41.2%, 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, 我们预计血管补片、心脏瓣膜补片、复杂先心病瓣补片、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, 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

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	146	182	252	325	425
同比(%)	32.0%	24.6%	38.6%	28.8%	30.9%
归属母公司净利润	63	57	57	115	163
同比(%)	88.9%	-10.4%	1.5%	101.0%	41.2%
毛利率(%)	91.0%	88.9%	87.8%	89.4%	89.8%
ROE(%)	8.2%	6.8%	6.4%	11.4%	13.9%
EPS (摊薄)(元)	0.88	0.59	0.59	1.20	1.69
P/E	47.90	131.63	396.78	197.45	139.87
P/B	5.31	8.95	25.43	22.53	19.40

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>734</b>	<b>808</b>	<b>835</b>	<b>884</b>	<b>939</b>
货币资金	718	150	219	266	311
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	0	28	28	27	29
预付账款	1	1	1	1	2
存货	11	16	25	28	35
其他	4	613	562	562	562
<b>非流动资产</b>	<b>54</b>	<b>64</b>	<b>109</b>	<b>183</b>	<b>302</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>788</b>	<b>871</b>	<b>945</b>	<b>1,067</b>	<b>1,241</b>
<b>流动负债</b>	<b>21</b>	<b>31</b>	<b>46</b>	<b>55</b>	<b>67</b>
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	39	48
<b>非流动负债</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	5	5	5	5
<b>负债合计</b>	<b>23</b>	<b>36</b>	<b>51</b>	<b>60</b>	<b>72</b>
少数股东权益	-1	-1	-2	-3	-4
归属母公司	766	837	895	1,010	1,173
<b>负债和股东权益</b>	<b>788</b>	<b>871</b>	<b>945</b>	<b>1,067</b>	<b>1,241</b>

主要财务指标	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	146	182	252	325	425
同比 (%)	32.0%	24.6%	38.6%	28.8%	30.9%
归属母公司净利润	63	57	57	115	163
同比 (%)	88.9%	-10.4%	1.5%	101.0%	41.2%
毛利率 (%)	91.0%	88.9%	87.8%	89.4%	89.8%
ROE (%)	8.2%	6.8%	6.4%	11.4%	13.9%
EPS (摊薄) (元)	0.88	0.59	0.59	1.20	1.69
P/E	47.90	131.63	396.78	197.45	139.87
P/B	5.31	8.95	25.43	22.53	19.40
EV/EBITDA	45.12	134.12	313.07	157.93	110.83

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>146</b>	<b>182</b>	<b>252</b>	<b>325</b>	<b>425</b>
营业成本	13	20	31	34	43
营业税金及...	1	1	1	2	2
销售费用	32	66	93	90	110
管理费用	17	17	23	27	34
研发费用	15	29	40	41	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	3	3	4
其他	0	-1	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>73</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>135</b>	<b>190</b>
营业外收支	0	-1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>73</b>	<b>66</b>	<b>67</b>	<b>135</b>	<b>190</b>
所得税	10	10	10	20	28
<b>净利润</b>	<b>63</b>	<b>56</b>	<b>57</b>	<b>114</b>	<b>161</b>
少数股东损	0	-1	0	-1	-1
<b>归属母公司</b>	<b>63</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>115</b>	<b>163</b>
EBITDA	74	54	72	142	203
EPS (当	0.88	0.59	0.59	1.20	1.69

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>64</b>	<b>51</b>	<b>66</b>	<b>124</b>	<b>171</b>
净利润	63	56	57	114	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	-3	-3	-4
营运资金变	-1	10	7	6	2
其它	0	-2	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1</b>	<b>-597</b>	<b>3</b>	<b>-77</b>	<b>-126</b>
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
<b>筹资活动现金流</b>	<b>510</b>	<b>-23</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
吸收投资	520	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或	0	-19	0	0	0
<b>现金流净增加额</b>	<b>573</b>	<b>-569</b>	<b>69</b>	<b>47</b>	<b>45</b>

## 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	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。