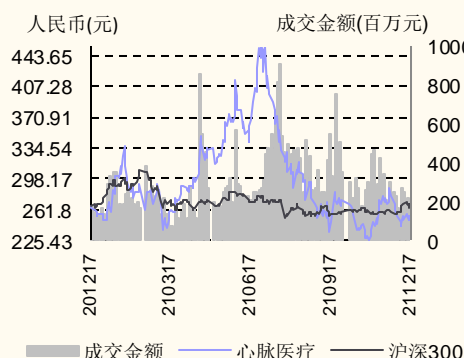


市场价格 (人民币): 250.10 元

## 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)       | 180.02        |
| 年内股价最高最低(元)   | 456.70/226.47 |
| 沪深 300 指数     | 4955          |
| 上证指数          | 3632          |



## 相关报告

- 1.《高压球囊顺利获批, 外周动脉布局逐步完善-心脉医疗事件点评》, 2021.11.16
- 2.《业绩持续高速增长, 四大研发管线快速推进-心脉医疗三季报点评》, 2021.10.29
- 3.《股权激励草案发布, 彰显公司长期成长信心-心脉医疗股权激励方案...》, 2021.9.22
- 4.《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
- 5.《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

袁维

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

## 新一代术中支架获批, 研发迎来密集收获期

## 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    | 661    | 923    | 1,230  |
| 营业收入增长率        | 44.39% | 40.91% | 40.56% | 39.64% | 33.26% |
| 归母净利润(百万元)     | 142    | 215    | 307    | 416    | 556    |
| 归母净利润增长率       | 56.38% | 51.40% | 42.94% | 35.60% | 33.73% |
| 摊薄每股收益(元)      | 1.969  | 2.982  | 4.262  | 5.779  | 7.728  |
| 每股经营性现金流净额     | 1.90   | 2.95   | 3.62   | 5.43   | 7.37   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 13.30% | 17.39% | 20.19% | 21.82% | 22.86% |
| P/E            | 74.62  | 84.25  | 58.68  | 43.28  | 32.36  |
| P/B            | 9.92   | 14.65  | 11.85  | 9.44   | 7.40   |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 12月17日, 公司发布公告称, 公司获得国家药监局颁发的关于分支型术中支架系统的医疗器械注册证。注册证有效期为2021年12月14日至2026年12月13日, 注册分类为III类医疗器械。
- 产品适用于 Stanford A 型和常规介入无法治疗的复杂 Stanford B 型主动脉夹层的手术治疗。

## 点评

- **国内市场独家产品, 术中支架行业竞争格局良好。**全球主动脉疾病患者达3000万, 中国达400万, 其中40%累及升主动脉, 急性A型主动脉夹层发病急骤, 病情进展迅速且凶险, 急性期病死率极高, 目前主要治疗方式为主动脉全弓置换结合支架的象鼻术。手术中需要使用的术中支架目前国内仅有心脉医疗的产品已获批上市, 行业拥有良好的竞争格局。
- **Fontus 产品升级优势显著, 研发创新实力强劲。**Fontus 分支型术中支架系统是 CRONUS 的升级换代产品。与 CRONUS 相比, Fontus 显著简化了手术操作、柔顺性更优异、可适应多种术式的需要, 给予医生更多选择; 一体化设计的输送系统, 可精准实现主体和分支的定位释放。预计产品上市后有望实现快速推广, 为公司术中支架产品管线注入较强增长动力。
- **创新研发管线丰富, 设置长期激励考核目标。**公司在研项目产品数量丰富, 除术中支架外, 公司在主动脉覆膜支架、外周动脉、外周静脉和肿瘤介入领域均有丰富研发项目储备, 研发实力国内领先, 长期增长动力充足。2021年9月公司公布了归属时间长达7年的股权激励计划, 以收入增长和三类医疗器械注册证数量为考核目标, 彰显公司长期成长信心。

## 盈利调整与投资建议

- 我们看好公司在主动脉支架领域的竞争力, 同时外周血管介入领域布局未来具备较大潜力, 预计2021-2023年公司归母净利润分别为3.07、4.16、5.56亿元, 同比增长43%、36%、34%, 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。

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        | 661        | 923        | 1,230      | 货币资金            | 50         | 889          | 1,051        | 1,237        | 1,545        | 1,983        |
| 增长率                   | 40.0%      | 44.4%      | 40.9%      | 40.6%      | 39.6%      | 33.3%      | 应收款项            | 24         | 34           | 49           | 74           | 99           | 132          |
| 主营业务成本                | -49        | -69        | -98        | -132       | -184       | -238       | 存货              | 34         | 56           | 82           | 88           | 120          | 152          |
| %销售收入                 | 21.2%      | 20.7%      | 20.9%      | 20.0%      | 19.9%      | 19.3%      | 其他流动资产          | 9          | 10           | 15           | 19           | 24           | 30           |
| 毛利                    | 182        | 265        | 372        | 529        | 739        | 992        | 流动资产            | 116        | 990          | 1,197        | 1,417        | 1,788        | 2,296        |
| %销售收入                 | 78.8%      | 79.3%      | 79.1%      | 80.0%      | 80.1%      | 80.7%      | %总资产            | 43.2%      | 85.7%        | 87.0%        | 86.3%        | 86.5%        | 87.1%        |
| 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        | -85        | -120       | -160       | %总资产            | 18.0%      | 4.5%         | 3.9%         | 4.3%         | 4.5%         | 4.5%         |
| %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        | -30        | -53        | -65        | 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%        | 13.7%        | 13.5%        | 12.9%        |
| 研发费用                  | -29        | -50        | -73        | -91        | -127       | -170       | <b>资产总计</b>     | <b>269</b> | <b>1,156</b> | <b>1,376</b> | <b>1,642</b> | <b>2,066</b> | <b>2,635</b> |
| %销售收入                 | 12.6%      | 14.9%      | 15.5%      | 13.8%      | 13.8%      | 13.8%      | 短期借款            | 1          | 4            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 息税前利润 (EBIT)          | 98         | 142        | 217        | 319        | 435        | 591        | 应付款项            | 15         | 32           | 51           | 47           | 61           | 76           |
| %销售收入                 | 42.2%      | 42.6%      | 46.1%      | 48.3%      | 47.1%      | 48.1%      | 其他流动负债          | 22         | 34           | 63           | 52           | 72           | 93           |
| 财务费用                  | 0          | 9          | 8          | 24         | 29         | 37         | 流动负债            | 39         | 70           | 115          | 99           | 133          | 169          |
| %销售收入                 | 0.0%       | -2.7%      | -1.6%      | -3.6%      | -3.1%      | -3.0%      | 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          | <b>负债</b>       | <b>53</b>  | <b>90</b>    | <b>142</b>   | <b>122</b>   | <b>160</b>   | <b>202</b>   |
| 投资收益                  | 0          | 1          | 14         | 15         | 15         | 15         | <b>普通股股东权益</b>  | <b>216</b> | <b>1,066</b> | <b>1,234</b> | <b>1,519</b> | <b>1,906</b> | <b>2,434</b> |
| %税前利润                 | 0.0%       | 0.5%       | 5.6%       | 4.2%       | 3.1%       | 2.3%       | 其中：股本           | 54         | 72           | 72           | 72           | 72           | 72           |
| 营业利润                  | 105        | 164        | 250        | 357        | 484        | 647        | 未分配利润           | 59         | 164          | 317          | 602          | 989          | 1,517        |
| 营业利润率                 | 45.4%      | 49.2%      | 53.1%      | 54.0%      | 52.4%      | 52.6%      | 少数股东权益          | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 营业外收支                 | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | <b>负债股东权益合计</b> | <b>269</b> | <b>1,156</b> | <b>1,376</b> | <b>1,642</b> | <b>2,066</b> | <b>2,635</b> |
| 税前利润                  | 105        | 164        | 250        | 357        | 484        | 647        | <b>比率分析</b>     |            |              |              |              |              |              |
| 利润率                   | 45.4%      | 49.2%      | 53.1%      | 54.0%      | 52.4%      | 52.6%      |                 | 2018       | 2019         | 2020         | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| 所得税                   | -14        | -23        | -35        | -50        | -68        | -91        | <b>每股指标</b>     |            |              |              |              |              |              |
| 所得税率                  | 13.5%      | 13.7%      | 14.0%      | 14.0%      | 14.0%      | 14.0%      | 每股收益            | N/A        | 1.969        | 2.982        | 4.262        | 5.779        | 7.728        |
| 净利润                   | 91         | 142        | 215        | 307        | 416        | 556        | 每股净资产           | N/A        | 14.810       | 17.144       | 21.106       | 26.485       | 33.813       |
| 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        | 3.624        | 5.430        | 7.370        |
| 归属于母公司的净利润            | 91         | 142        | 215        | 307        | 416        | 556        | 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%      | 46.4%      | 45.1%      | 45.2%      | <b>回报率</b>      |            |              |              |              |              |              |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |            |            |            |            |            |            | 净资产收益率          | 41.94%     | 13.30%       | 17.39%       | 20.19%       | 21.82%       | 22.86%       |
|                       | 2018       | 2019       | 2020       | 2021E      | 2022E      | 2023E      | 总资产收益率          | 33.72%     | 12.27%       | 15.60%       | 18.69%       | 20.13%       | 21.11%       |
| 净利润                   | 91         | 142        | 215        | 307        | 416        | 556        | 投入资本收益率         | 38.79%     | 11.46%       | 15.11%       | 18.05%       | 19.60%       | 20.89%       |
| 少数股东损益                | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | <b>增长率</b>      |            |              |              |              |              |              |
| 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%       | 40.56%       | 39.64%       | 33.26%       |
| 非经营收益                 | -1         | -12        | -20        | -8         | -15        | -15        | EBIT增长率         | 31.54%     | 45.62%       | 52.62%       | 47.08%       | 36.24%       | 36.05%       |
| 营运资金变动                | 6          | -1         | 4          | -55        | -27        | -33        | 净利润增长率          | 43.01%     | 56.38%       | 51.40%       | 42.94%       | 35.60%       | 33.73%       |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>104</b> | <b>137</b> | <b>213</b> | <b>261</b> | <b>391</b> | <b>530</b> | 总资产增长率          | 19.87%     | 329.93%      | 19.07%       | 19.29%       | 25.88%       | 27.54%       |
| 资本开支                  | -25        | -21        | -26        | -64        | -70        | -81        | <b>资产管理能力</b>   |            |              |              |              |              |              |
| 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         | 15         | 15         | 存货周转天数          | 222.2      | 238.3        | 256.9        | 250.0        | 245.0        | 240.0        |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-25</b> | <b>-11</b> | <b>-9</b>  | <b>-49</b> | <b>-55</b> | <b>-66</b> | 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         | 36.1         | 32.6         | 30.2         |
| 债权募资                  | 0          | 0          | 0          | -5         | 1          | 2          | <b>偿债能力</b>     |            |              |              |              |              |              |
| 其他                    | -64        | -38        | -47        | -22        | -29        | -29        | 净负债/股东权益        | -22.47%    | -83.08%      | -85.19%      | -81.40%      | -81.03%      | -81.46%      |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>-64</b> | <b>707</b> | <b>-47</b> | <b>-27</b> | <b>-28</b> | <b>-27</b> | EBIT利息保障倍数      | -990.3     | -15.5        | -28.2        | -13.5        | -15.1        | -16.2        |
| <b>现金净流量</b>          | <b>15</b>  | <b>833</b> | <b>157</b> | <b>185</b> | <b>308</b> | <b>438</b> | 资产负债率           | 19.59%     | 7.76%        | 10.33%       | 7.46%        | 7.75%        | 7.65%        |

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    | 12   | 16   | 30   |
| 增持 | 0    | 3    | 8    | 10   | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 1.50 | 1.40 | 1.38 | 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。

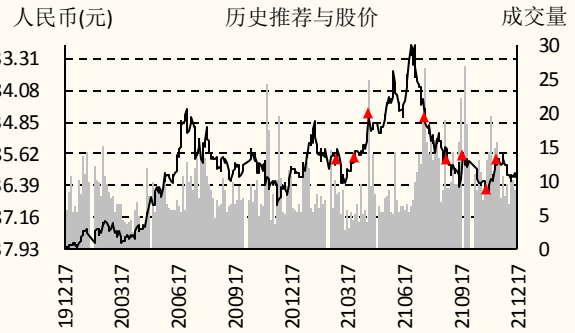
最终评分与平均投资建议对照：

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  | 2021-03-01 | 买入 | 270.00 | N/A |
| 2  | 2021-03-30 | 买入 | 275.00 | N/A |
| 3  | 2021-04-21 | 买入 | 317.00 | N/A |
| 4  | 2021-07-20 | 买入 | 372.00 | N/A |
| 5  | 2021-08-26 | 买入 | 293.98 | N/A |
| 6  | 2021-09-22 | 买入 | 247.00 | N/A |
| 7  | 2021-10-29 | 买入 | 229.65 | N/A |
| 8  | 2021-11-16 | 买入 | 269.45 | 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