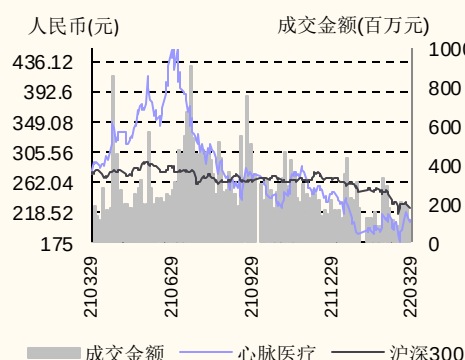


心脉医疗 (688016.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 207.49 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)	149.35
年内股价最高最低(元)	456.70/175.81
沪深 300 指数	4134
上证指数	3204

**相关报告**

- 1.《主动脉产品出类拔萃，外周领域布局日趋完善-心脉医疗深度报告》，2022.2.25
- 2.《收入利润高速增长，竞争力进一步巩固-心脉医疗业绩快报点评》，2022.2.25
- 3.《创新产品持续增长，研发管线布局丰富-心脉医疗业绩预告点评》，2022.1.25
- 4.《新型胸主动脉支架获批，产品线进一步丰富-心脉医疗事件点评》，2022.1.12
- 5.《新一代中支获批，研发迎来密集收获期-心脉医疗公司事件点评》，2021.12.20

袁维

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

何冠洲

联系人
heguanzhou@gjzq.com.cn

年报业绩高速增长，创新产品储备丰富**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	470	685	953	1,305	1,728
营业收入增长率	40.91%	45.59%	39.21%	36.90%	32.40%
归母净利润(百万元)	215	316	425	577	767
归母净利润增长率	51.40%	47.17%	34.67%	35.73%	32.91%
摊薄每股收益(元)	2.982	4.388	5.910	8.021	10.661
每股经营性现金流净额	2.98	4.00	5.84	7.77	10.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.39%	21.14%	24.45%	27.67%	30.07%
P/E	84.25	56.68	35.11	25.87	19.46
P/B	14.65	11.98	8.58	7.16	5.85

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简述

- 2022 年 3 月 29 日，公司发布 2021 年年度报告。2021 年公司实现收入 6.85 亿元，同比+46%；实现归母净利润 3.16 亿元，同比+47%；实现扣非归母净利润 2.88 亿元，同比+51%；
- 分季度来看，2021 年 Q4 公司实现收入 1.74 亿元，同比+23%，归母净利润 0.66 亿元，同比+26%，扣非归母净利润 0.55 亿元，同比+34%。

经营分析

- **主动脉领域增速稳定，外周药物球囊迅速放量。**公司 Castor、Minos、Reewarm PTX 等创新性产品临床表现优异，进一步提高了公司在主动脉及外周血管介入市场的竞争力。2021 年公司主动脉支架类实现收入 5.66 亿元，同比增长+44%；外周及其他类实现收入 0.53 亿元，同比增长+222%。在传统主动脉业务维持领先地位的同时，新拓展的外周业务实现快速爆发。
- **全年净利率维持稳定，研发投入同比快速增长。**2021 年公司净利率达到 45.79%，同比+0.15pct，公司整体盈利能力依然保持在较高水平。公司全年研发费用率 14.94%，研发投入同比增长 48.2%，公司高度重视自身创新研发能力的提升，加大了在外周动脉及静脉血管介入领域的研发投入力度，研发人员数量显著增长。
- **创新产品储备丰富，在研项目推进顺利。**公司主动脉领域新一代 Cratos 分支型主动脉覆膜支架系统已获得型式检报告，新一代 Aegis 腹主动脉覆膜支架系统已获得动物实验报告；外周静脉领域 Fishhawk 机械血栓切除导管、腔静脉滤器已分别获得型式检报告和动物实验报告；此外 TIPS 覆膜支架系统已完成动物实验并进行型式送检，上述项目预计将于 2022 年逐步进入临床试验阶段，众多在研产品储备足以体现公司强大的创新研发实力。

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 2022-2024 年公司归母净利润分别为 4.25、5.77、7.67 亿元，同比增长 35%、36%、33%，EPS 分别为 5.91、8.02、10.66 元，现价对应 PE 为 35、26、19 倍，维持“买入”评级。

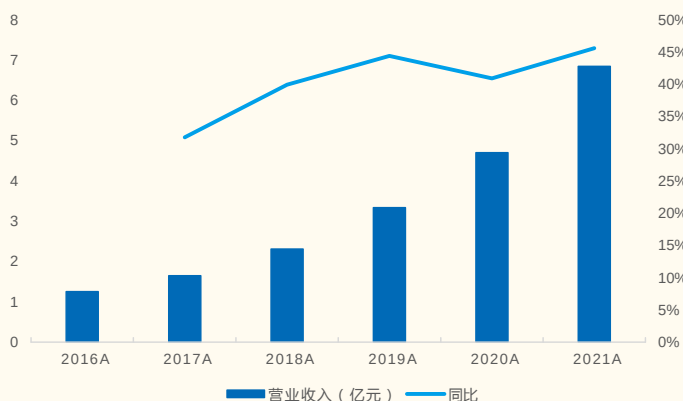
风险提示

- 医保控费政策风险；新产品研发不达预期风险；产品推广不达预期风险；海外贸易摩擦风险。

主动脉领域增速稳定，外周药物球囊迅速放量

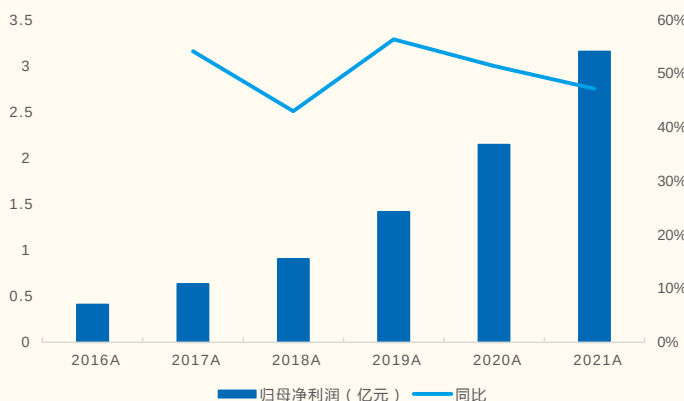
- 2021 年公司创新性产品 Castor 分支型主动脉覆膜支架及输送系统、Minos 腹主动脉覆膜支架及输送系统、Reewarm PTX 药物球囊扩张导管临床表现优异，进一步提高了公司在主动脉及外周血管介入市场的竞争力。
- 在主营业务中，公司主动脉支架类实现收入 5.66 亿元，同比增长+44%；术中支架类业务实现收入 0.66 亿元，同比增长+18%；外周及其他类实现收入 0.53 亿元，同比增长+222%。在传统主动脉业务维持强势领先地位的同时，新拓展的外周业务实现快速爆发。
- 分地区来看，公司国内业务实现收入 6.54 亿元，占总收入比例达到 96%，同比+44%；国际业务实现收入 0.30 亿元，占总收入比例达到 4%，同比+158%。公司目前已销售覆盖 18 个国家，业务拓展至欧洲、南美和亚太其他国家和地区。

图表 1：2016-2021 公司营业收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

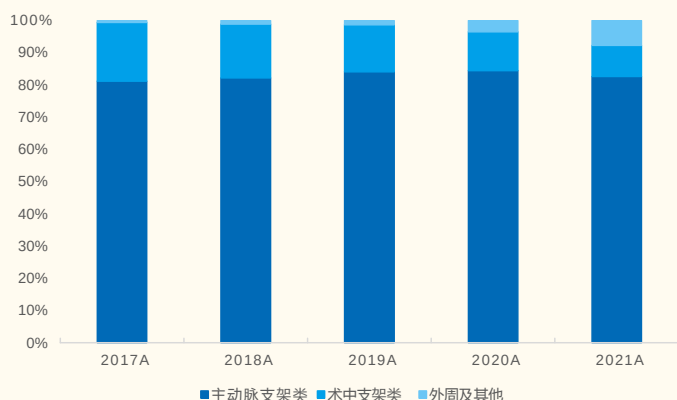
图表 2：2016-2021 公司归母净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

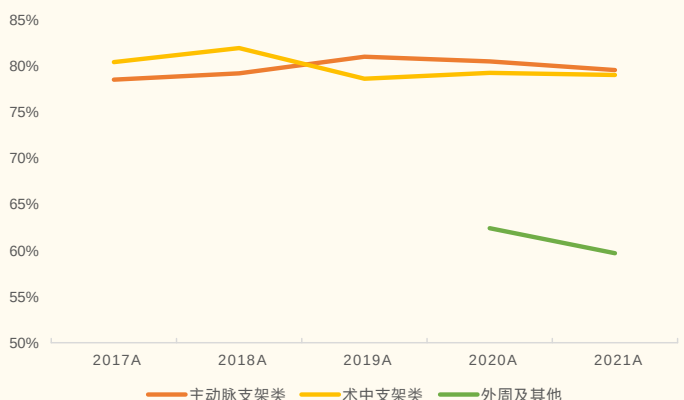
- 从收入结构来看，公司外周板块占比快速提升，主要得益于公司外周药物球囊产品的快速放量。从板块毛利率变化来看，核心的主动脉支架类和术中支架类产品毛利率基本维持稳定，外周及其他类产品毛利率 59.74%(-2.72pct)，同比略有波动。

图表 3：2017-2021 公司收入结构变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：2017-2021 各业务毛利率变化



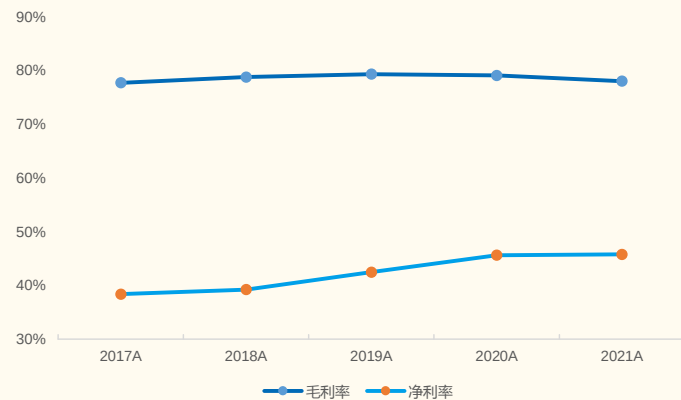
来源：公司公告，国金证券研究所

全年净利率维持稳定，研发投入同比快速增长

- 2021 年公司综合毛利率达到 78.05%，同比-1.05pct，主要系毛利率相对较低的外周业务收入占比提升；全年净利率达到 45.79%，同比+0.15pct，公司整体盈利能力依然保持在较高水平。公司全年销售费用率 11.05%，同比下降 1.61pct；管理费用率 4.27%，同比增长 0.06pct；研发费用率

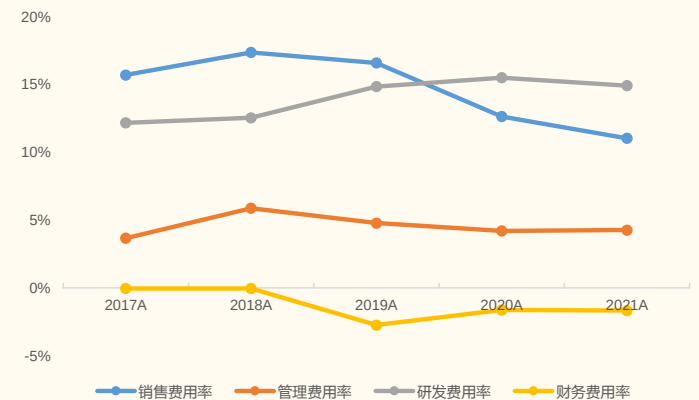
14.94%，全年研发投入同比增长 48.2%，公司高度重视自身创新研发能力的提升，加大了在外周动脉及静脉血管介入领域的研发投入力度，研发人员数量显著增长。

图表 5：2017-2021 公司利润率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2017-2021 公司费用率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

创新产品储备丰富，在研项目推进顺利

- 公司目前在研产品储备丰富，覆盖主动脉、外周动脉及外周静脉多个领域。新一代 Cratos 分支型主动脉覆膜支架系统获取型检报告，新一代 Aegis 腹主动脉覆膜支架系统已获得动物实验报告，Fishhawk 机械血栓切除导管、腔静脉滤器已分别获得型检报告和动物实验报告，TIPS 覆膜支架系统已完成动物实验并进行型式送检，上述项目预计将于 2022 年逐步进入临床试验阶段，同时公司也在逐步推进其他新技术与研发项目的储备。众多在研产品储备足以体现公司强大的创新研发实力。

风险提示

- **医保控费政策风险：**若未来公司部分产品纳入带量采购等医保控费政策，出现公司产品价格下降幅度过大或公司未能完成产品中标的情况，将可能对公司业绩造成负面影响。
- **新产品研发不达预期风险：**若公司不同板块在研产品推进缓慢，或研发项目失败而中止，将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险。
- **产品推广不达预期风险：**如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低，导致产品上市后推广进场缓慢，将可能对公司档期业绩增长造成负面影响。
- **海外贸易摩擦风险：**若海外贸易摩擦导致公司产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升，将可能对公司业绩增长产生影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	334	470	685	953	1,305	1,728
增长率	44.4%	40.9%	45.6%	39.2%	36.9%	32.4%
主营业务成本	-69	-98	-150	-200	-264	-345
%销售收入	20.7%	20.9%	22.0%	21.0%	20.3%	20.0%
毛利	265	372	534	753	1,041	1,383
%销售收入	79.3%	79.1%	78.0%	79.1%	79.8%	80.1%
营业税金及附加	-2	-3	-5	-5	-7	-9
%销售收入	0.5%	0.6%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-55	-60	-76	-119	-166	-216
%销售收入	16.6%	12.7%	11.1%	12.5%	12.7%	12.5%
管理费用	-16	-20	-29	-54	-69	-88
%销售收入	4.8%	4.2%	4.3%	5.7%	5.3%	5.1%
研发费用	-50	-73	-102	-132	-183	-242
%销售收入	14.9%	15.5%	14.9%	13.8%	14.0%	14.0%
息税前利润 (EBIT)	142	217	322	444	617	829
%销售收入	42.6%	46.1%	47.0%	46.6%	47.3%	48.0%
财务费用	9	8	11	20	20	26
%销售收入	-2.7%	-1.6%	-1.7%	-2.1%	-1.5%	-1.5%
资产减值损失	0	0	0	-6	-2	-3
公允价值变动收益	0	0	0	20	25	30
投资收益	1	14	15	10	6	5
%税前利润	0.5%	5.6%	4.2%	2.0%	0.9%	0.6%
营业利润	164	250	363	495	671	892
营业利润率	49.2%	53.1%	53.0%	51.9%	51.4%	51.6%
营业外收支	0	0	-1	0	0	0
税前利润	164	250	362	495	671	892
利润率	49.2%	53.1%	52.8%	51.9%	51.5%	51.7%
所得税	-23	-35	-48	-69	-94	-125
所得税率	13.7%	14.0%	13.3%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	142	215	314	425	577	767
少数股东损益	0	0	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	142	215	316	425	577	767
净利率	42.5%	45.6%	46.1%	44.6%	44.2%	44.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	142	215	314	425	577	767
少数股东损益	0	0	-2	0	0	0
非现金支出	11	16	18	27	28	32
非经营收益	-12	-20	-26	-20	-25	-29
营运资金变动	-1	4	-18	-12	-20	-24
经营活动现金净流	140	215	288	420	559	746
资本开支	-21	-26	-90	-110	-70	-81
投资	0	0	0	-270	0	0
其他	10	18	15	10	6	5
投资活动现金净流	-11	-9	-75	-370	-64	-76
股权募资	745	0	35	0	0	0
债权募资	0	0	0	-8	1	2
其他	-38	-47	-75	-184	-236	-308
筹资活动现金净流	707	-47	-40	-192	-235	-306
现金净流量	836	159	174	-143	260	364

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	889	1,051	1,243	1,101	1,361	1,725
应收款项	34	49	75	83	114	151
存货	56	82	107	127	165	211
其他流动资产	10	15	34	316	349	387
流动资产	990	1,197	1,459	1,628	1,988	2,473
%总资产	85.7%	87.0%	83.2%	78.7%	80.4%	82.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	53	54	72	105	125	149
%总资产	4.5%	3.9%	4.1%	5.1%	5.1%	4.9%
无形资产	106	111	155	196	225	257
非流动资产	165	179	295	439	484	535
%总资产	14.3%	13.0%	16.8%	21.3%	19.6%	17.8%
资产总计	1,156	1,376	1,754	2,067	2,472	3,008
短期借款	4	0	9	8	8	8
应付款项	32	51	77	83	111	145
其他流动负债	34	63	76	85	110	141
流动负债	70	115	162	176	229	294
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	20	27	69	123	128	134
负债	90	142	231	300	357	429
普通股股东权益	1,066	1,234	1,494	1,740	2,087	2,552
其中：股本	72	72	72	72	72	72
未分配利润	164	317	568	813	1,160	1,625
少数股东权益	0	0	28	28	28	28
负债股东权益合计	1,156	1,376	1,754	2,067	2,472	3,008

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.969	2.982	4.388	5.910	8.021	10.661
每股净资产	16.417	17.144	20.760	24.170	28.991	35.452
每股经营现金净流	0.000	2.982	4.003	5.837	7.769	10.368
每股股利	0.650	0.900	2.100	2.500	3.200	4.200
回报率						
净资产收益率	13.30%	17.39%	21.14%	24.45%	27.67%	30.07%
总资产收益率	12.27%	15.60%	18.01%	20.58%	23.36%	25.51%
投入资本收益率	11.46%	15.11%	18.22%	21.49%	24.98%	27.54%
增长率						
主营业务收入增长率	44.39%	40.91%	45.59%	39.21%	36.90%	32.40%
EBIT增长率	45.62%	52.62%	48.43%	37.88%	38.96%	34.36%
净利润增长率	56.38%	51.40%	47.17%	34.67%	35.73%	32.91%
总资产增长率	329.93%	19.07%	27.43%	17.88%	19.58%	21.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.5	32.2	32.5	32.5	32.5	32.5
存货周转天数	238.3	256.9	229.5	240.0	235.0	230.0
应付账款周转天数	42.2	51.2	51.8	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	52.3	39.7	37.3	31.5	27.3	24.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-83.08%	-85.19%	-81.10%	-78.22%	-78.87%	-79.94%
EBIT利息保障倍数	-15.5	-28.2	-28.2	-21.9	-31.4	-31.7
资产负债率	7.76%	10.33%	13.20%	14.49%	14.46%	14.25%

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	9	16	31
增持	0	2	4	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.40	1.31	1.30	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-26	买入	293.98	N/A
2	2021-09-22	买入	247.00	N/A
3	2021-10-29	买入	229.65	N/A
4	2021-11-16	买入	269.45	N/A
5	2021-12-20	买入	250.10	N/A
6	2022-01-12	买入	216.98	N/A
7	2022-01-25	买入	203.60	N/A
8	2022-02-25	买入	195.63	195.63 ~ 274.43

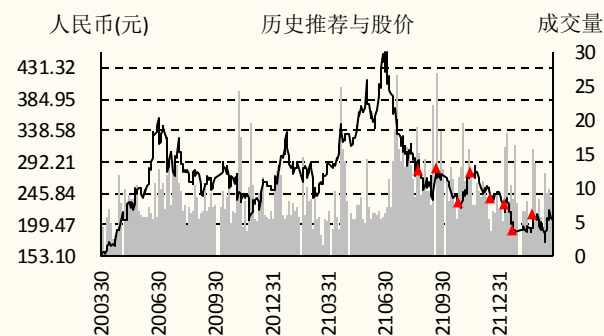
来源：国金证券研究所

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


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