

牛心包瓣放量，加大研发未来成长可期

投资要点

- **事件:** 1) 公司发布 2021 年年报, 全年实现收入 2.5 亿元 (+38.4%), 归母净利润 5120 万元 (-9.4%), 扣非归母净利润 3571 万元 (-13%), 经营现金流 7649 万元 (+50.7%)。2) 公司发布 2022 年一季报, 2022Q1 收入 6600 万元 (+26.3%), 归母净利润 1361 万元 (+53.5%), 扣非归母净利润 1090 万元 (+48.2%), 经营现金流净额 2309 万元 (+73.2%)。
- **股份支付费用影响表观业绩, 内生盈利能力维持高水平。** 2020 年确认股份支付费用 6445 万元, 剔除此影响, 内生归母净利润 1.17 亿元 (+33.6%)。2022Q1 确认股份支付费用 1698 万元, 剔除此影响, 一季度内生归母净利润 2866 万元 (+16.8%)。盈利能力看, 22Q1 毛利率 88.7%, 基本稳定, 若剔除股份支付的因素, 内生归母净利润率 43.4%, 维持高水平。
- **人工心脏瓣膜为增长引擎。** 分业务看, 2021 年心脏瓣膜置换与修复业务收入 9457 万元 (+77.9%), 毛利率 95.7% (+0.3pp), 其中核心产品人工生物心脏瓣膜-牛心包瓣实现收入 6508 万元 (+97.1%), 销量为 5105 枚, 较 2020 年实现翻倍增长, 2022Q1 公司牛心包瓣收入同比增长 44.9%, 继续成为增长引擎。2021 年先心病介入业务收入 8607 万元 (+38.3%), 毛利率 81.5% (-2.1pp); 外科软组织修复治疗业务收入 7116 万元 (+7%), 毛利率 86.6% (-2.1pp)。
- **持续加大研发, 在研产品有序推进。** 2021 年公司研发投入 5890 万元 (+104.7%), 占营收比重高达 23.4%, 2022Q1 研发投入同比增长 43.3%, 继续快于收入增速。公司各项在研产品有序推进, 其中介入瓣中瓣 Renato® 于 2022 年 3 月 29 日完成全部患者入组, 球扩 TAVR Renatus® 于 2022 年 4 月 20 日完成全部患者入组。眼科生物补片于 2020 年 5 月正式开展临床试验研究, 2022 年 4 月 7 日完成全部患者入组。公司血管生物补片已完成患者入组, 目前已完成结题, 注册申报正在准备中。流出道单瓣补片已于 2021 年 3 月 31 日获国家药监局审批注册, 为全球首款获批的独家产品, 目前已开始市场销售。此外, 公司还有众多产品处于临床或设计阶段, 庞大在研管线有序推进支撑公司长线发展。
- **盈利预测和评级:** 考虑股权激励费用的影响, 预计 2022-2024 年归母净利润 0.85、1.46、1.94 亿元, 对应 EPS 为 0.88、1.52、2.01 元。作为以动物源性植介入材料为平台的创新龙头, 未来潜力巨大, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发失败风险、销售不及预期、疫情反复、竞争加剧风险。

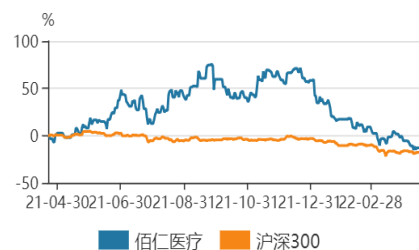
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	251.82	326.31	421.54	533.00
增长率	38.42%	29.58%	29.18%	26.44%
归属母公司净利润 (百万元)	51.20	85.32	146.38	194.25
增长率	-9.42%	66.65%	71.55%	32.71%
每股收益 EPS (元)	0.53	0.88	1.52	2.01
净资产收益率 ROE	5.19%	8.03%	12.29%	14.32%
PE	254	152	89	67
PB	13.14	12.21	10.89	9.57

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
 执业证号: S1250520030002
 电话: 021-68416017
 邮箱: duxy@swsc.com.cn
 联系人: 周章庆
 电话: 021-68416017
 邮箱: zzq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: wind

基础数据

总股本(亿股)	0.96
流通 A 股(亿股)	0.24
52 周内股价区间(元)	132.65~330
总市值(亿元)	130
总资产(亿元)	10.54
每股净资产(元)	10.46

相关研究

1. 佰仁医疗 (688198): 业绩符合预期, 人工心脏瓣膜持续放量 (2021-10-28)
2. 佰仁医疗 (688198): 牛心包瓣持续放量, 在研管线有序推进 (2021-08-16)
3. 佰仁医疗 (688198): 瓣膜业务持续放量, 一季度内业绩超预期 (2021-04-22)
4. 佰仁医疗 (688198): 动物源性植介入龙头, 三轮驱动业绩成长 (2020-11-24)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	251.82	326.31	421.54	533.00	净利润	51.26	85.43	146.56	194.50
营业成本	29.61	38.34	48.21	60.32	折旧与摊销	6.48	6.14	6.14	6.14
营业税金及附加	1.23	2.28	2.95	3.73	财务费用	-1.39	-0.56	-0.89	-1.34
销售费用	110.40	104.88	104.88	115.37	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	20.75	22.83	25.11	28.88	经营营运资本变动	-30.08	1.47	-19.83	-16.46
财务费用	-1.39	-0.56	-0.89	-1.34	其他	50.22	-20.60	-23.68	-31.70
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	76.49	71.89	108.32	151.15
投资收益	14.93	20.00	25.00	30.00	资本支出	-41.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.97	0.60	0.68	0.70	其他	-22.76	20.60	25.68	30.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-64.64	20.60	25.68	30.70
营业利润	52.61	99.61	171.53	227.92	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.85	0.90	0.90	0.90	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	49.76	100.51	172.43	228.82	股权融资	120.11	0.00	0.00	0.00
所得税	-1.51	15.08	25.86	34.32	支付股利	0.00	-10.24	-17.06	-29.28
净利润	51.26	85.43	146.56	194.50	其他	-129.40	-0.44	0.89	1.34
少数股东损益	0.06	0.11	0.19	0.25	筹资活动现金流净额	-9.29	-10.68	-16.18	-27.94
归属母公司股东净利润	51.20	85.32	146.38	194.25	现金流量净额	2.57	81.81	117.82	153.91
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	156.78	238.59	356.41	510.32	成长能力				
应收和预付款项	47.57	49.70	70.62	87.81	销售收入增长率	38.42%	29.58%	29.18%	26.44%
存货	21.96	28.44	33.76	43.74	营业利润增长率	-21.69%	89.33%	72.20%	32.88%
其他流动资产	626.87	630.23	634.52	639.54	净利润增长率	-8.33%	66.65%	71.55%	32.71%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-19.64%	82.30%	68.06%	31.65%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	87.97	86.13	84.28	82.44	毛利率	88.24%	88.25%	88.56%	88.68%
无形资产和开发支出	43.16	39.06	34.96	30.86	三费率	51.53%	38.97%	30.63%	26.81%
其他非流动资产	46.63	46.43	46.23	46.04	净利率	20.36%	26.18%	34.77%	36.49%
资产总计	1030.96	1118.59	1260.79	1440.75	ROE	5.19%	8.03%	12.29%	14.32%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.97%	7.64%	11.62%	13.50%
应付和预收款项	29.50	41.92	52.78	65.24	ROIC	37.29%	42.65%	69.69%	83.68%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.91%	32.24%	41.94%	43.66%
其他负债	13.23	13.31	15.16	17.42	营运能力				
负债合计	42.73	55.23	67.94	82.67	总资产周转率	0.26	0.30	0.35	0.39
股本	96.44	96.87	96.87	96.87	固定资产周转率	6.26	8.15	11.04	14.66
资本公积	733.85	733.42	733.42	733.42	应收账款周转率	7.36	7.82	8.09	7.75
留存收益	159.16	234.25	363.56	528.54	存货周转率	1.55	1.52	1.50	1.50
归属母公司股东权益	989.51	1064.54	1193.85	1358.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.07%	—	—	—
少数股东权益	-1.28	-1.17	-0.99	-0.74	资本结构				
股东权益合计	988.23	1063.36	1192.86	1358.08	资产负债率	4.14%	4.94%	5.39%	5.74%
负债和股东权益合计	1030.96	1118.59	1260.79	1440.75	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	23.31	19.29	17.72	16.74
					速动比率	22.71	18.71	17.18	16.17
					股利支付率	0.00%	12.00%	11.66%	15.07%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	57.70	105.19	176.78	232.73	每股收益	0.53	0.88	1.52	2.01
PE	253.91	152.36	88.81	66.92	每股净资产	10.26	11.04	12.38	14.09
PB	13.14	12.21	10.89	9.57	每股经营现金	0.79	0.75	1.12	1.57
PS	51.62	39.84	30.84	24.39	每股股利	0.00	0.11	0.18	0.30
EV/EBITDA	211.15	115.59	68.11	51.08					
股息率	0.00%	0.08%	0.13%	0.23%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn