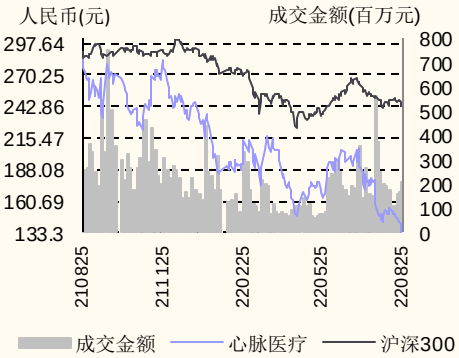
心脉医疗 (688016.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）： 135.95 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)	97.85
年内股价最高最低(元)	295.33/135.43
沪深 300 指数	4116
上证指数	3246



相关报告

1.《新一期定增预案公布，扩大产能及研发布局-心脉医疗定增预案点评》，2022.7.26
2.《一季报收入增长稳健，创新研发项目持续推进-心脉医疗 22 年一季...》，2022.4.30
3.《年报业绩高速增长，创新产品储备丰富-心脉医疗 2021 年报点评》，2022.3.29
4.《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
5.《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

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

何冠洲 联系人
heguanzhou@gjzq.com.cn

创新产品维持高增，海外渠道布局加速

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	930	1,224	1,624
营业收入增长率	40.91%	45.59%	35.77%	31.72%	32.67%
归母净利润(百万元)	215	316	398	524	694
归母净利润增长率	51.40%	47.17%	26.15%	31.52%	32.38%
摊薄每股收益(元)	2.982	4.388	5.536	7.281	9.639
每股经营性现金流净额	3.02	4.17	5.62	7.27	9.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.39%	21.14%	23.26%	26.12%	28.93%
P/E	84.25	56.68	24.56	18.67	14.10
P/B	14.65	11.98	5.71	4.88	4.08

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简述

- 2022 年 8 月 25 日，公司发布 2022 年半年度报告。2022 上半年公司实现收入 4.59 亿元，同比+27%；实现归母净利润 2.15 亿元，同比+16%；实现扣非归母净利润 2.05 亿元，同比+14%；
- 分季度来看，2022 年 Q2 公司实现收入 2.01 亿元，同比+22%，归母净利润 0.92 亿元，同比+10%，扣非归母净利润 0.87 亿元，同比+7%。

经营分析

- **二季度生产端受疫情扰动，收入实现稳步增长。**由于二季度上海局部地区疫情形势，公司采取了全封闭生产以保障供应，生产效率及物流运输出现一定困难，但二季度整体依然实现了 22%的收入增长，全国销售布局覆盖进一步加深。自 6 月起公司已开始逐步恢复常态化运营，目前已完全恢复至正常运营状态，预计未来公司销售增长有望进一步加速。
- **创新型产品持续放量，主动脉及外周介入竞争力进一步提升。**Castor 分支型胸主动脉覆膜支架目前已累计植入超过 12000 例，实现收入 1.83 亿元，同比+38%；Minos 腹主动脉覆膜支架系统实现收入 0.75 亿元，同比+79%；Reewarm PTX 药物球囊在公司产能受限的情况下依然实现 42%的增速，创新产品增长动力充足，公司在国内主动脉及外周介入的竞争力进一步提升。
- **参股海外企业拓展渠道，开展业务合作实现共赢。**公司上半年通过参股的方式与英国 Lombard 开展业务合作，其 Aorfix 和 Altura 产品与心脉自身的腹主动脉覆膜支架形成较强的互补优势。且 Lombard 在欧洲市场深耕多年，有望利用其欧洲的成熟代理商网络和专业销售人员助力公司产品在欧洲市场的覆盖，未来公司在海外地区的拓展有望加速。

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 3.98、5.24、6.94 亿元，同比增长 26%、32%、32%，EPS 分别为 5.54、7.28、9.64 元，现价对应 PE 为 25、19、14 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。

敬请参阅最后一页特别声明

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**	**930**	**1,224**	**1,624**
增长率		40.9%	45.6%	35.8%	31.7%	32.7%
主营业务成本	-69	-98	-150	-198	-253	-331
%销售收入	20.7%	20.9%	22.0%	21.4%	20.7%	20.4%
毛利	265	372	534	731	971	1,294
%销售收入	79.3%	79.1%	78.0%	78.7%	79.4%	79.7%
营业税金及附加	-2	-3	-5	-5	-6	-8
%销售收入	0.5%	0.6%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-55	-60	-76	-112	-147	-195
%销售收入	16.6%	12.7%	11.1%	12.0%	12.0%	12.0%
管理费用	-16	-20	-29	-53	-65	-83
%销售收入	4.8%	4.2%	4.3%	5.7%	5.3%	5.1%
研发费用	-50	-73	-102	-139	-184	-244
%销售收入	14.9%	15.5%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
息税前利润（EBIT）	142	217	322	423	570	764
%销售收入	42.6%	46.1%	47.0%	45.5%	46.6%	47.1%
财务费用	9	8	11	20	19	25
%销售收入	-2.7%	-1.6%	-1.7%	-2.2%	-1.5%	-1.5%
资产减值损失	-4	-3	-4	-6	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	10	10	10
投资收益	1	14	15	10	6	5
%税前利润	0.5%	5.6%	4.2%	2.2%	1.0%	0.6%
营业利润	164	250	363	463	609	807
营业利润率	49.2%	53.1%	53.0%	49.8%	49.8%	49.7%
营业外收支	0	0	-1	0	0	0
税前利润	164	250	362	463	609	807
利润率	49.2%	53.1%	52.8%	49.8%	49.8%	49.7%
所得税	-23	-35	-48	-65	-85	-113
所得税率	13.7%	14.0%	13.3%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	142	215	314	398	524	694
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**	**398**	**524**	**694**
净利率	42.5%	45.6%	46.1%	42.9%	42.8%	42.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	142	215	314	398	524	694
少数股东损益	0	0	-2	0	0	0
非现金支出	14	18	30	27	27	32
非经营收益	-12	-20	-26	-10	-10	-1
营运资金变动	-1	4	-18	-11	-18	-23
经营活动现金净流	**143**	**217**	**300**	**404**	**523**	**702**
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	**839**	**162**	**186**	**-158**	**224**	**320**

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	1,085	1,309	1,629
应收款项	34	49	75	81	107	142
存货	56	82	107	127	158	202
其他流动资产	10	15	34	306	322	340
流动资产	990	1,197	1,459	1,599	1,896	2,313
%总资产	85.7%	87.0%	83.2%	78.4%	79.7%	81.4%
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%	5.2%	5.2%
无形资产	106	111	155	196	225	257
非流动资产	165	179	295	439	484	527
%总资产	14.3%	13.0%	16.8%	21.6%	20.3%	18.6%
资产总计	**1,156**	**1,376**	**1,754**	**2,038**	**2,380**	**2,840**
短期借款	4	0	9	8	8	8
应付款项	32	51	77	82	106	139
其他流动负债	34	63	76	84	104	134
流动负债	70	115	162	174	218	281
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	20	27	69	123	127	133
负债	**90**	**142**	**231**	**298**	**345**	**414**
普通股股东权益	**1,066**	**1,234**	**1,494**	**1,713**	**2,007**	**2,398**
其中：股本	72	72	72	72	72	72
未分配利润	164	317	568	787	1,080	1,472
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**	**2,038**	**2,380**	**2,840**

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.969	2.982	4.388	5.536	7.281	9.639
每股净资产	14.810	17.144	20.760	23.796	27.877	33.316
每股经营现金净流	1.990	3.021	4.171	5.617	7.271	9.753
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%	23.26%	26.12%	28.93%
总资产收益率	12.27%	15.60%	18.01%	19.55%	22.02%	24.43%
投入资本收益率	11.46%	15.11%	18.22%	20.78%	24.00%	27.01%
增长率						
主营业务收入增长率	44.39%	40.91%	45.59%	35.77%	31.72%	32.67%
EBIT增长率	45.62%	52.62%	48.43%	31.28%	34.90%	34.10%
净利润增长率	56.38%	51.40%	47.17%	26.15%	31.52%	32.38%
总资产增长率	329.93%	19.07%	27.43%	16.24%	16.75%	19.35%
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	32.3	29.1	25.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-83.08%	-85.19%	-81.10%	-77.95%	-78.22%	-79.20%
EBIT利息保障倍数	-15.5	-28.2	-28.2	-21.0	-30.1	-31.1
资产负债率	7.76%	10.33%	13.20%	14.60%	14.51%	14.59%

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	6	10	16	44
增持	0	3	5	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.33**	**1.33**	**1.33**	**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。

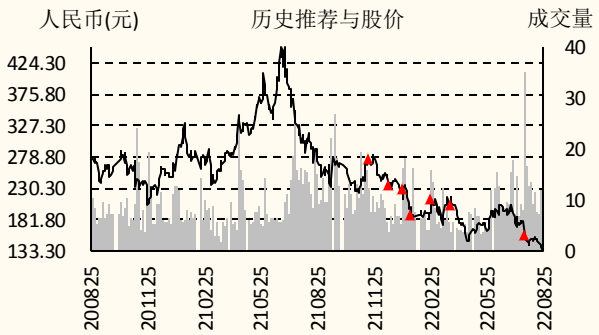
最终评分与平均投资建议对照：

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	2021-11-16	买入	269.45	N/A
2	2021-12-20	买入	250.10	N/A
3	2022-01-12	买入	216.98	N/A
4	2022-01-25	买入	203.60	N/A
5	2022-02-25	买入	195.63	195.63 ~ 274.43
6	2022-03-29	买入	205.62	N/A
7	2022-04-30	买入	159.51	N/A
8	2022-07-26	买入	178.50	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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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