

心脉医疗 (688016.SH)

增持

2023 年报及 2023 一季报点评：疫情扰动利润端承压，在研管线持续兑现

核心观点

2022 年营收端快速增长，核心产品加速商业化。2022 年总营收 8.97 亿元 (+30.95%)，归母净利润 3.57 亿元 (+12.99%)，扣非归母净利润 3.24 亿元 (+12.25%)，毛利率 75.18% (-2.87pp)，研发支出 1.72 亿元 (+39.84%)、营收占比达 19.22%。主动脉覆膜支架 Castor、腹主动脉覆膜支架 Minos 及药物球囊扩张导管 Reewarm PTX 均实现快速入院商业化。

2023Q1 疫情扰动，营收及利润端承压。2023 一季度营收 2.86 亿元 (+10.75%)，归母净利润 1.25 亿元 (+1.1%)，扣非归母净利润 1.2 亿元 (+1.58%)，毛利率 75.73% (-2.09pp)，净利率 43.26% (-4.06pp)。销售费用率 8.78% (+0.98pp)，研发费用率 12.68% (-0.62pp)，管理费用率 4.62% (+0.6pp)。业绩增速放缓主要系疫情及春节因素影响。医院 1 月手术量显著减少，公司经销商春节前备货降低，致公司 1 月销售收入大幅低于去年同期。但医院逐月恢复正常运转，2 月医院手术量开始回升，3 月份手术量全面恢复，与之对应公司 5 款创新立品植入量在 3 月份均创月度历史新高。2023 年 1-3 月，Castor 分支型主动脉覆膜支架及输送系统植入量同比增长 24.32%，Minos 腹主动脉覆膜支架及输送系统植入量同比增长 45.51%，Reewarm PTX 药物球囊扩张导管同比增长 62.54%。

2022 年持续加大研发投入，在研管线持续兑现。2022 年研发费用支出同比增长 39.84%，营收占比达 19.22%，持续加大研发投入。主动脉、外周动脉、外周静脉、肿瘤介入均实现研发进展。新品分支型术中支架 Fontus、Taloz 直管型胸主动脉覆膜支架商业化快速，覆盖超过 100 家。外周血管产品逐步丰富、组合优势将逐步凸显。

风险提示：集采降价超出预期的风险；研发进度不及预期的风险；手术开展不及预期的风险。

投资建议：维持“增持”评级。略微下调 23-24 年盈利预测、新增 25 年盈利预测，预计未来三年营收 12.1/16.2/21.24 亿元，同比增长 34.9%/33.9%/31.1%，原 23-24 预测为 12.37/16.22 亿元；归母净利润 4.65/6.17/7.95 亿元，同比增长 30.4%/31%/30.3%，原 23-24 预测为 5.26/6.85 亿元。对应 PE=26/20/15x。

公司研究 · 财报点评

医药生物 · 医疗器械

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	173.20 元
总市值/流通市值	12467/12467 百万元
52 周最高价/最低价	258.00/133.04 元
近 3 个月日均成交额	155.66 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《心脉医疗 (688016.SH) - 2022 年三季报点评：归母净利润同比增长 31.5%，研发管线兑现高效》——2022-10-31

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	685	897	1,210	1,620	2,124
(+/-%)	45.6%	30.9%	34.9%	33.9%	31.1%
净利润(百万元)	316	357	465	610	795
(+/-%)	47.2%	13.0%	30.4%	31.0%	30.3%
每股收益(元)	4.39	4.96	6.47	8.47	11.04
EBIT Margin	47.0%	42.2%	43.0%	42.2%	42.0%
净资产收益率 (ROE)	21.1%	20.8%	22.3%	23.7%	24.8%
市盈率 (PE)	39.5	34.93	26.78	20.44	15.69
EV/EBITDA	37.6	31.7	23.7	18.2	14.2
市净率 (PB)	8.34	7.25	5.97	4.84	3.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

◆ 2022 年营收端快速增长，核心产品加速商业化。

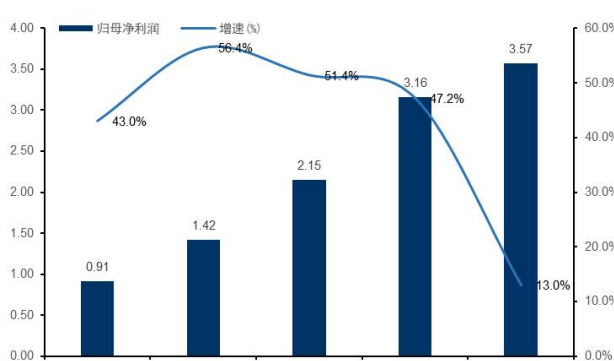
2022 年总营收 8.97 亿元（+30.95%），归母净利润 3.57 亿元（+12.99%），扣非归母净利润 3.24 亿元（+12.25%），毛利率 75.18%（-2.87pp），研发支出 1.72 亿元（+39.84%）、营收占比达 19.22%。主动脉覆膜支架 Castor、腹主动脉覆膜支架 Minos 及药物球囊扩张导管 Reewarm PTX 均实现快速入院商业化。

图1：心脉医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



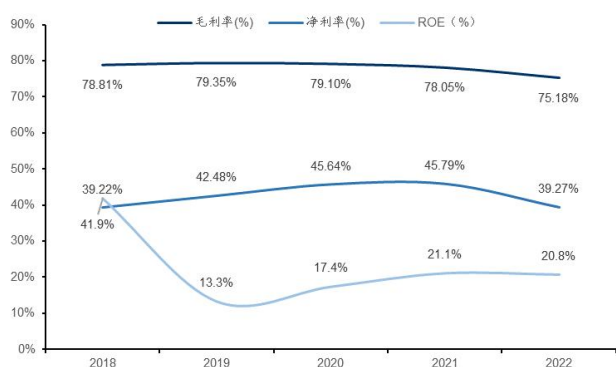
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：心脉医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



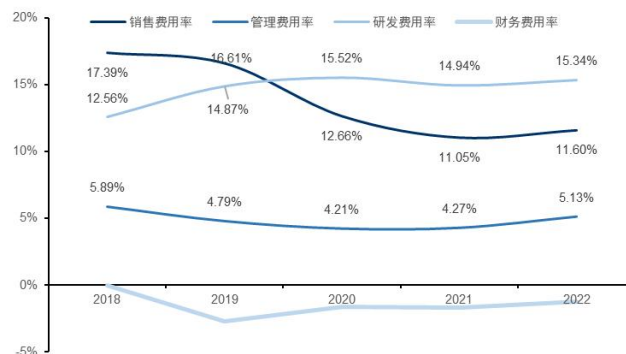
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：心脉医疗毛利率、净利率与 ROE (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：心脉医疗销售、管理、研发、财务费用率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 2023Q1 疫情扰动，营收及利润端承压。

2023 一季度营收 2.86 亿元（+10.75%），归母净利润 1.25 亿元（+1.1%），扣非归母净利润 1.2 亿元（+1.58%），毛利率 75.73%（-2.09pp），净利率 43.26%（-4.06pp）。销售费用率 8.78%（+0.98pp），研发费用率 12.68%（-0.62pp），管理费用率 4.62%（+0.6pp）。业绩增速放缓主要系疫情及春节因素影响。医院 1 月手术量显著减少，公司经销商春节前备货降低，致公司 1 月销售收入大幅低于去年同期。但医院逐月恢复正常运转，2 月医院手术量开始回升，3 月份手术量全面恢复，与之对应公司 5 款创新立品植入量在 3 月份均创月度历史新高。2023 年 1-3 月，Castor 分支型主动脉覆膜支架及输送系统植入量同比增长 24.32%，Minos 腹主动脉覆膜支架及输送系统植入量同比增长 45.51%，Reewarm PTX 药物球囊扩张导管同比增长 62.54%。

图5：心脉医疗单季度营业收入及环比增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：心脉医疗单季度归母净利润及环比增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 2022 年持续加大研发投入，在研管线持续兑现。

2022 年研发费用支出同比增长 39.84%，营收占比达 19.22%，持续加大研发投入。主动脉、外周动脉、外周静脉、肿瘤介入均实现研发进展。新品分支型术中支架 Fontus、Tallos 直管型胸主动脉覆膜支架商业化快速，覆盖超过 100 家。外周血管产品逐步丰富、组合优势将逐步凸显。

◆ **投资建议：维持“增持”评级。**略微下调 23-24 年盈利预测、新增 25 年盈利预测，预计未来三年营收 12.1/16.2/21.24 亿元，同比增长 34.9%/33.9%/31.1%，原 23-24 预测为 12.37/16.22 亿元；归母净利润 4.65/6.1/7.95 亿元，同比增长 30.4%/31%/30.3%，原 23-24 预测为 5.26/6.85 亿元。对应 PE=26/20/15x。

◆ 风险提示

集采降价超出预期的风险；研发进度不及预期的风险；手术开展不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1243	977	1380	1820	2402	营业收入	685	897	1210	1620	2124
应收款项	75	136	132	176	231	营业成本	150	223	290	397	520
存货净额	107	156	206	280	369	营业税金及附加	5	8	11	15	20
其他流动资产	34	25	35	47	62	销售费用	76	104	151	211	282
流动资产合计	1459	1294	1753	2323	3064	管理费用	29	46	51	65	83
固定资产	72	187	219	247	271	研发费用	102	138	186	248	326
无形资产及其他	76	219	212	204	196	财务费用	(11)	(11)	(12)	(16)	(21)
投资性房地产	147	168	168	168	168	投资收益	15	4	10	10	10
长期股权投资	0	126	126	126	126	资产减值及公允价值变动	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
资产总计	1754	1995	2477	3067	3825	其他收入	(85)	(113)	(186)	(248)	(326)
短期借款及交易性金融负债	9	9	0	0	0	营业利润	363	415	540	707	921
应付款项	25	42	51	70	92	营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
其他流动负债	128	136	252	346	458	利润总额	362	414	540	707	921
流动负债合计	162	187	304	416	550	所得税费用	48	62	81	106	138
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(2)	(5)	(6)	(8)	(11)
其他长期负债	69	66	66	66	66	归属于母公司净利润	316	357	465	610	795
长期负债合计	69	66	66	66	66	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	231	252	369	481	616	净利润	316	357	465	610	795
少数股东权益	28	24	19	12	4	资产减值准备	1	(2)	3	1	1
股东权益	1494	1719	2089	2574	3205	折旧摊销	15	23	22	28	32
负债和股东权益总计	1754	1995	2477	3067	3825	公允价值变动损失	3	2	2	2	2
						财务费用	(11)	(11)	(12)	(16)	(21)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(70)	(104)	74	(18)	(23)
每股收益	4.39	4.96	6.47	8.47	11.04	其它	(3)	(1)	(8)	(7)	(9)
每股红利	0.90	2.10	1.33	1.74	2.26	经营活动现金流	262	275	559	616	797
每股净资产	20.76	23.88	29.02	35.75	44.53	资本开支	0	(119)	(51)	(51)	(51)
ROIC	22%	22%	26%	28%	30%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	21%	21%	22%	24%	25%	投资活动现金流	0	(245)	(51)	(51)	(51)
毛利率	78%	75%	76%	75%	75%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	47%	42%	43%	42%	42%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	49%	45%	45%	44%	44%	支付股利、利息	(65)	(151)	(95)	(125)	(163)
收入增长	46%	31%	35%	34%	31%	其它融资现金流	59	6	(9)	0	0
净利润增长率	47%	13%	30%	31%	30%	融资活动现金流	(70)	(296)	(105)	(125)	(163)
资产负债率	15%	14%	16%	16%	16%	现金净变动	192	(266)	403	439	583
股息率	0.5%	1.2%	0.8%	1.0%	1.3%	货币资金的期初余额	1051	1243	977	1380	1820
P/E	39.5	34.9	26.8	20.4	15.7	货币资金的期末余额	1243	977	1380	1820	2402
P/B	8.3	7.3	6.0	4.8	3.9	企业自由现金流	237	121	488	540	717
EV/EBITDA	37.6	31.7	23.7	18.2	14.2	权益自由现金流	172	127	489	554	735

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032