

2023年08月27日

心脉医疗（688016.SH）

公司快报

医药 | 医疗器械III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2023-08-25)

156.50 元

交易数据

总市值（百万元） 11,264.58

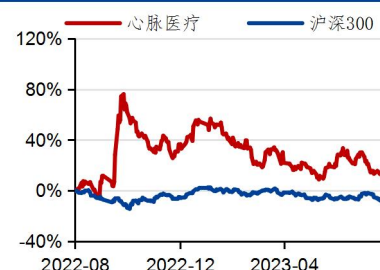
流通市值（百万元） 11,264.58

总股本（百万股） 71.98

流通股本（百万股） 71.98

12 个月价格区间 230.86/139.37

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.06	-2.04	21.71
绝对收益	-14.13	-5.72	12.01

分析师

周平

 SAC 执业证书编号：S0910523020001
 zhouping@huajinsc.cn

相关报告

23Q2 业绩恢复快速增长，海外市场发展提速

投资要点

- ◆ **业绩恢复快速增长：**公司发布 2023 年中报，2023H1 实现收入 6.22 亿元（+35%）、归母净利润 2.80 亿元（+30%）、扣非归母净利润 2.60 亿元（+27%）；2023Q2 单季度实现收入 3.36 亿元（+67%）、归母净利润 1.55 亿元（+69%）、扣非归母净利润 1.41 亿元（+62%）。2023Q2 公司业绩恢复快速增长，主要系公司主要产品受到市场广泛认可，产品竞争力持续增强，产销量稳步提升。
- ◆ **渠道布局完善，产品覆盖率持续提升。**2023H1 公司主动脉业务实现收入 4.97 亿元，术中支架业务实现收入 0.63 亿元，外周及其他业务实现收入 0.61 亿元。主动脉介入领域，公司产品种类齐全，市场竞争力较强，公司主动脉腔内介入产品国内市场占有率达 29%，中国市场排名第一。同时积极布局周围血管介入产品管线，新产品上市助力抢占外周市场。公司终端营销渠道布局完善，目前产品已覆盖国内 31 个省、自治区和直辖市，与近 249 家经销商开展合作，下沉二、三、四线城市，加大产品覆盖率。其中，Castor®分支型主动脉覆膜支架及输送系统已累计覆盖 950 余家终端医院，累计植入超 18000 例；Minos®腹主动脉覆膜支架及输送系统已累计覆盖 700 余家终端医院，累计植入超 5000 例；Reewarm® PTX 药物球囊扩张导管已累计覆盖 750 余家医院，累计植入超 15000 例；于去年前后上市的 2 款创新产品 Fontus®分支型术中支架系统、Talos®直管型胸主动脉覆膜支架系统快速推广，累计共进入 200 余家医院，累计植入近 2000 例，产品覆盖率持续提升。
- ◆ **加强国际市场开拓力度，海外收入增长迅猛。**2023H1 公司海外销售收入同比增长超过 114%，公司目前已销售覆盖 28 个国家，业务拓展至欧洲、拉美和东南亚等地；其中，Minos®腹主动脉覆膜支架及输送系统和 Hercules® LowProfile 直管型覆膜支架及输送系统两款产品在哥伦比亚成功完成首例植入，分别进入第 15 和第 16 个海外国家；Castor®分支型主动脉覆膜支架及输送系统累计已进入 13 个国家。Hercules®球囊扩张导管上市后临床表现优异，于 2016 年取得 CE 认证，目前已进入阿根廷、巴西、英国、日本等 8 个海外国家。公司持续推进前述创新性产品在国际业务市场的开拓力度，进一步贡献业绩增量。
- ◆ **投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.76/6.19/7.80 亿元，增速分别为 33%/30%/26%，对应 PE 分别为 24/18/14 倍。公司作为国产主动脉及外周介入领先企业，Castor、Fontus 等明星产品快速放量，持续加大市场覆盖，同时快速推进创新产品上市，加速海外市场拓展，公司业绩有望持续快速发展。首次覆盖，给予“买入”建议。
- ◆ **风险提示：**产品销售不及预期风险，市场竞争加剧风险，海外市场开拓不及预期风险。



财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	685	897	1,222	1,606	2,104
YoY(%)	45.6	30.9	36.3	31.4	31.0
净利润(百万元)	316	357	476	619	780
YoY(%)	47.2	13.0	33.4	30.0	26.1
毛利率(%)	78.0	75.2	76.4	76.4	76.4
EPS(摊薄/元)	4.39	4.96	6.61	8.60	10.84
ROE(%)	20.6	20.2	23.0	24.0	24.1
P/E(倍)	35.7	31.6	23.7	18.2	14.4
P/B(倍)	7.5	6.6	5.6	4.4	3.5
净利率(%)	46.1	39.8	39.0	38.5	37.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

1. 盈利预测

分业务来看：

- (1) **主动脉支架类：**公司的胸主动脉产品已初步实现进口替代，Castor 等明星产品稳步放量，同时加速推动腹主动脉介入产品国产替代，随着公司相关新产品陆续上市，有望加速市场渗透，推进公司主动脉支架业务快速增长。预计 2023-2025 年主动脉支架业务营收增速分别为 35%、30%、30%，毛利率分别为 77%、77%、77%。
- (2) **术中支架类：**公司的 Fontus®分支型术中支架是国内第一款获批上市的可在胸主动脉夹层外科手术中使用的术中支架系统，产品优势较强，有望带动公司术中支架业务快速增长。预计 2023-2025 年术中支架营收增速分别为 35%、30%、30%，毛利率分别为 75%、75%、75%。
- (3) **外周及其他：**公司积极布局周围血管介入产品管线，药物球囊放量表现抢眼，未来随着新型号和新类型产品的不断上市，预计公司在外周血管领域市场占比将持续上升。预计 2023-2025 年外周及其他业务营收增速分别为 50%、45%、40%，毛利率分别为 73%、73%、73%。

综上，公司作为国产主动脉及外周介入领先企业，Castor、Fontus 等明星产品快速放量，持续加大市场覆盖，同时快速推进创新产品上市，并加速海外市场拓展，公司业绩有望持续快速发展。预计公司 2023-2025 年整体营收增速分别为 36%、31%、31%，毛利率分别为 76.43%、76.39%、76.37%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测（百万）

细分业务	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025
主动脉支架类	392.77	565.77	733.86	990.71	1287.92	1674.30
YOY		44%	30%	35%	30%	30%
毛利率	80.56%	79.63%	76.08%	77.00%	77.00%	77.00%
术中支架类	55.95	66.21	85.43	115.33	149.93	194.91
YOY		18%	29%	35%	30%	30%
毛利率	79.31%	79.08%	72.93%	75.00%	75.00%	75.00%
外周及其他	16.34	52.65	77.21	115.82	167.93	235.10
YOY		222%	47%	50%	45%	40%
毛利率	62.46%	59.74%	69.12%	73.00%	73.00%	73.00%
其他业务	5.19					
YOY				/		
毛利率	18.40%					
营业总收入	470.25	684.63	896.50	1,221.86	1,605.79	2,104.31
YOY		46%	31%	36%	31%	31%
毛利率	79.10%	78.05%	75.18%	76.43%	76.39%	76.37%

资料来源：Wind，华金证券研究所

2. 可比公司估值

公司主要产品可分为主动脉支架类、术中支架类及外周血管介入等其他产品。综合考虑行业内公司的销售模式、客户结构、产品结构等因素，选取和公司业务相似的医疗器械企业惠泰医疗（电生理及血管介入器械）、乐普医疗（心脑血管介入器械）和爱博医疗（眼科器械）进行估值对比。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688617.SH	惠泰医疗	318.19	5.37	7.32	9.82	13.20	57	43	32	24
300003.SZ	乐普医疗	18.24	1.17	1.33	1.57	1.86	20	14	12	10
688050.SH	爱博医疗	153.60	2.21	3.15	4.36	5.89	104	49	35	26
	平均值						60	35	26	20
688016.SH	心脉医疗	156.50	4.96	6.61	8.60	10.84	38	24	18	14

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 Wind 一致预期，截止日期 2023 年 8 月 25 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1459	1294	1543	1983	2527
现金	1243	977	1132	1456	1832
应收票据及应收账款	73	124	145	208	254
预付账款	34	21	52	45	87
存货	107	156	213	271	350
其他流动资产	1	17	1	4	4
非流动资产	295	701	769	891	1045
长期投资	0	126	155	192	237
固定资产	70	87	142	194	250
无形资产	116	270	294	323	361
其他非流动资产	109	218	178	183	197
资产总计	1754	1995	2312	2875	3573
流动负债	162	187	196	254	301
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	25	42	36	71	70
其他流动负债	137	145	160	182	231
非流动负债	69	66	63	64	65
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	69	66	63	64	65
负债合计	231	252	259	318	366
少数股东权益	28	24	19	13	5
股本	72	72	72	72	72
资本公积	818	835	835	835	835
留存收益	604	810	1096	1457	1893
归属母公司股东权益	1494	1719	2034	2544	3202
负债和股东权益	1754	1995	2312	2875	3573

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	300	334	444	612	724
净利润	314	352	471	613	772
折旧摊销	18	33	38	48	60
财务费用	-11	-11	18	21	22
投资损失	-15	-4	-8	-10	-9
营运资金变动	-29	-84	-76	-59	-121
其他经营现金流	24	48	1	-1	-1
投资活动现金流	-75	-440	-99	-159	-204
筹资活动现金流	-40	-160	-190	-129	-144
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	4.39	4.96	6.61	8.60	10.84
每股经营现金流(最新摊薄)	4.17	4.64	6.17	8.50	10.06
每股净资产(最新摊薄)	20.76	23.88	28.19	35.30	44.44

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	685	897	1222	1606	2104
营业成本	150	223	288	379	497
营业税金及附加	5	8	9	12	17
营业费用	76	104	132	177	253
管理费用	29	46	67	88	126
研发费用	102	138	183	241	316
财务费用	-11	-11	18	21	22
资产减值损失	-4	-5	-4	-4	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	15	4	8	10	9
营业利润	363	415	549	714	900
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	2	2	1	1	1
利润总额	362	414	548	713	899
所得税	48	62	77	100	127
税后利润	314	352	471	613	772
少数股东损益	-2	-5	-5	-6	-8
归属母公司净利润	316	357	476	619	780
EBITDA	343	418	554	722	910

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	45.6	30.9	36.3	31.4	31.0
营业利润(%)	45.1	14.5	32.1	30.1	26.1
归属于母公司净利润(%)	47.2	13.0	33.4	30.0	26.1
获利能力					
毛利率(%)	78.0	75.2	76.4	76.4	76.4
净利率(%)	46.1	39.8	39.0	38.5	37.1
ROE(%)	20.6	20.2	23.0	24.0	24.1
ROIC(%)	18.3	18.6	21.5	22.5	22.6
偿债能力					
资产负债率(%)	13.2	12.7	11.2	11.0	10.2
流动比率	9.0	6.9	7.9	7.8	8.4
速动比率	8.1	6.0	6.5	6.6	6.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	11.2	9.1	9.1	9.1	9.1
应付账款周转率	7.1	6.6	7.4	7.1	7.0
估值比率					
P/E	35.7	31.6	23.7	18.2	14.4
P/B	7.5	6.6	5.6	4.4	3.5
EV/EBITDA	29.5	24.8	18.4	13.6	10.4

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周平声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn