



TAVR 业务复苏明显，海外市场持续拓展中

投资要点

- **事件:** 近日公司公告 2023 年中报业绩, 23H1 收入 2.6 亿元 (+21.7%), 国内植入量同比+28%至 2300 台, 归母净亏损 3.5 亿元 (22H1 亏损 2.0 亿元)。
- **TAVR 植入量复苏明显, 新一代产品 Venus-PowerX 未来可期。**根据 Frost&Sullivan 预测, 2025 年国内 TAVR 手术量有望达到 4.2 万例, 行业出厂规模有望达到 50 亿元, 行业快速扩容; 启明目前在市场上销售三款 TAVR 产品 (VenusA-Valve、VenusA-Plus、以及 VenusA-Pro)。VenusA-Pro 为 VenusA-Plus 的升级产品。23H1 VenusA 系列产品销售收入为 2.3 亿元 (+16.9%)。预计行业 2023 年手术量为 11000 台, 23 年 1-6 月启明医疗国内 TAVR 手术植入量共计约 2300 台 (+28%), 符合公司预期。此外, 公司新一代 TAVR 产品 Venus-PowerX 目前正处于早期可行性研究阶段, 将在欧洲等国家和地区开展国际多中心临床试验, 推进 Venus-PowerX 在全球市场获批上市。
- **国内市场执行本土利润化战略, 逐步降低销售费用率及补贴金额。**公司通过提高人均销售产出和优化费用来实现商业化正收益。23 年下半年随着行业旺季的到来, 预计手术量将环比继续提升, 预计 23 年启明医疗 TAVR 手术植入量可达 5000 台。23H1 公司逐步降低销售费用率的同时, 出于利润化导向, 公司也将单均患者补贴从 22 年的 2W 每人降低至 1.1W 每人, 实现 23H1 近 10% 商业利润率。
- **海外 VenusP-Valve 欧洲销售增长强劲, 北美同步开展临床研究。**23H1 VenusP-Valve 销售收入为 2519 万元 (+177%), 23H1 VenusP-Valve 已在超过 1/5 的“一带一路”沿线国家上市, 已进入英国、意大利、西班牙等 30 个国家及地区。借助本土化销售团队, 销售业绩增长强劲。23 年 7 月, 北美同步开展临床研究。VenusP-Valve 获得美国 FDA 批准 IDE 申请, 在美国及日本的十余个医疗中心同步开展临床研究, 预计共入组 60 例患者。
- **盈利预测:** 预计 2023-2025 年收入分别为 6.4、10.1、15.5 亿元, 归母净利润分别为 -7.7、-4、0.1 亿元, 收入端持续高增长。
- **风险提示:** 产品放量不及预期风险、研发失败风险、政策控费风险、竞争加剧风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	406.5	636.8	1011.0	1547.3
增长率	-2.3%	56.7%	58.8%	53.0%
归属母公司净利润 (百万元)	-1057.7	-770.0	-396.4	12.1
增长率	-183.1%	27.2%	48.5%	103.0%
每股收益 EPS (元)	-2.4	-1.7	-0.9	0.0
净资产收益率 ROE	-29.3%	-27.1%	-16.2%	0.5%
PS	-2.0	-2.8	-5.4	176.2

数据来源: ifind, 西南证券

西南证券研究发展中心

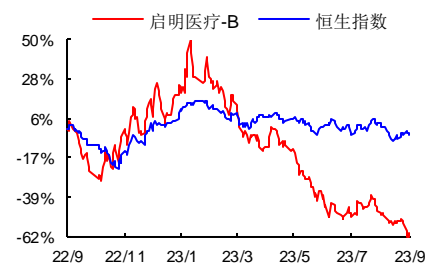
分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	4.61-18.1
3 个月平均成交量(百万)	4.5
流通股数(亿)	4.41
市值(亿)	21.26

相关研究

1. 启明医疗-B (2500.HK): TAVR 业务复苏启航, 在研管线凸显长期竞争优势 (2023-04-11)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司主动脉类产品 Venus A 系列产品拥有业内最长的随访期，中长期安全性及有效性得到充分验证。TAVR 植入量复苏明显，新一代产品 Venus-PowerX 未来可期。预计 2023-2025 年销量分别上涨 55%、66%、57%。

假设 2：公司 TPVR 类产品凭借优异的长期安全性和有效性临床数据，VenusP-Valve 已获得全球专家和医生的高度认可。预计 2023-2025 年销量将上涨 93%、8%、15%。价格及毛利率短期内保持稳定。

假设 3：配套产品 2024 年随着需求的复苏，预计 2023-2025 年销量为 -42%、33%、50%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
主动脉产品	收入	358	554	920	1440
	增速	-11.7%	54.9%	66.1%	56.5%
	毛利率	79.8%	81.2%	81.8%	82.0%
TPVR 产品	收入	41	78	85	98
	增速		92.6%	8.3%	15.4%
	毛利率	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
配套产品	收入	8	5	7	10
	增速	-23.2%	-41.5%	33.3%	50.0%
	毛利率	38.3%	38.0%	38.0%	38.0%
合计	收入	407	637	1011	1547
	增速	-2.3%	56.7%	58.8%	53.0%
	毛利率	77.3%	80.7%	81.4%	81.6%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2023-2025 年收入分别为 6.4、10.1、15.5 亿元，归母净利润分别为 -7.7、-4、0.1 亿元，收入端持续高增长。

附：财务报表

损益表						现金流量表					
12月31年结(百万CNY)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	12月31年结(百万CNY)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	416	406	637	1011	1547	税前利润	-378	-1156	-785	-404	19
毛利	324	314	514	823	1262	税项	-6	-34	0	0	7
EBIT	-376	-1112	-756	-367	77	营运资本变动	3231	1977	704	170	106
财务收入(费用)	2	45	28	37	58	经营现金流量	-457	-729	-520	-253	213
联营公司	0	0	0	0	0	资本开支	-653	-1072	-670	-530	-572
非经常性项目	585	224	100	120	130	自由现金流量	-457	-729	-520	-253	213
税前利润	-378	-1156	-785	-404	19	股息	0	0	0	0	0
税项	-6	-34	0	0	7	其他非流动资产变动	1401	1654	2142	2273	2349
非控股权益	2	-64	-15	-8	0	股本变动	0	0	0	0	0
已终止经营业务利润	0	0	0	0	0	其他	-34	91	0	0	0
净利润(归属母公司)	-374	-1058	-770	-396	12	净现金流量	281	-1167	-1441	-365	54
						期初净现金(负债)	2708	2955	1907	466	101
						期末净现金(负债)	2955	1879	466	101	155
资产负债表						财务比率					
12月31年结(百万CNY)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	12月31年结	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2958	1907	466	101	155	增长					
应收账款	302	303	490	778	1191	收入	51%	-2%	57%	59%	53%
存货	91	104	137	210	318	EBITDA	-125%	-208%	48%	94%	1668%
其他流动资产	89	154	170	270	414	EBIT	-107%	-196%	32%	51%	121%
物业、厂房及设备	142	318	572	1018	1324	净利润	-103%	-202%	30%	49%	103%
无形资产	413	754	629	503	377	每股盈利	-105%	-183%	27%	49%	103%
其他非流动资产	1114	1741	2101	2036	2056	利润率					
总资产	5109	5283	4566	4917	5835	毛利	78%	77%	81%	81%	82%
						EBITDA	-78%	-246%	-82%	-3%	33%
应付账款	9	9	12	19	29	EBIT	-90%	-274%	-119%	-36%	5%
短期借款	5	223	0	329	676	净利润	-89%	-276%	-123%	-40%	1%
其他流动负债	195	260	547	841	1266	其他比率					
长期借款	0	573	573	699	822	ROE	-8%	-29%	-27%	-16%	0%
递延税项负债	0	0	0	0	0	ROA	-7%	-20%	-17%	-8%	0%
其他非流动负债	269	586	586	586	586	净负债率	-64%	-31%	4%	38%	55%
总负债	478	1652	1719	2474	3380	利息覆盖率	-19719%	-2491%	-2653%	-991%	132%
						应收账款周转天数	265	272	281	281	281
股本	441	441	441	441	441	应付账款周转天数	35	36	37	37	37
储备	4105	3167	3167	3167	3167	存货周转天数	361	412	407	407	407
股东权益	4546	3608	2838	2442	2454	有效税率	2%	3%	0%	0%	35%
非控股权益	86	23	9	1	1						
总权益	4632	3631	2847	2443	2455						
净现金(负债)	2958	1907	466	101	155						

数据来源：公司公告，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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
