

心脉医疗 (688016.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

新产品入院推广迅速,研发管线推进顺利

业绩简评

2024年3月27日,公司发布2023年年度报告。2023年公司实现收入11.87亿元,同比+32%;归母净利润4.92亿元,同比+38%;实现扣非归母净利润4.62亿元,同比+43%;分季度来看,2023Q4公司实现收入2.99亿元,同比+29%;归母净利润1.04亿元,同比+86%;实现扣非归母净利润0.97亿元,同比+101%。

经营分析

新产品带动术中支架高增长,国际业务拓展顺利。按照业务条线拆分,2023年公司主动脉支架类业务实现收入9.40亿元,同比增长+28%;术中支架类业务实现收入1.32亿元,同比增长+55%;外周及其他类业务实现收入1.15亿元,同比增长+49%。新产品Taloz直管型胸主动脉覆膜支架系统及Fontus分支型术中支架系统入院家数及终端植入量均增长较快。同时国外业务实现收入0.82亿元,同比+56%,目前已销售覆盖31个国家,国际收入占比持续提升。利润率稳步提升,研发投入持续增长。公司全年综合毛利率达到76.5%,同比+1.3pct;全年净利率达到41.0%,同比+1.8pct,利润率稳步提升。研发投入2.60亿元,同比+51.2%,占营收比例达到21.9%。2023年公司在各研发管线均取得重要进展,在主动脉、外周动脉、外周静脉、肿瘤介入核心赛道产品布局及研发进展领先,创新产品将为长期业绩增长提供持续动力。

经营性现金流量净额充裕,公布高比例分红计划。2023年公司经营活动产生的现金流量净额达到5.58亿元,同比+67.3%。公司同时公布了2023年度利润分配预案,预计派发现金红利人民币2.48亿元(含税),现金分红总额占公司2023年度归母净利润的50.40%。公司高度重视股东回报,长期投资价值凸显。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司在主动脉及外周介入领域的竞争力,预计2024-2026年公司归母净利润分别为6.39、8.16、10.66亿元,同比增长30%、28%、31%,EPS分别为7.73、9.87、12.88元,现价对应PE为23、18、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。

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

分析师:何冠洲(执业S1130523080002)

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):174.55元

相关报告:

- 《心脉医疗公司点评:海外销售表现亮眼,创新研发持续加强》,2023.10.28
- 《心脉医疗公司点评:三季度业绩稳步增长,创新产品推广顺利》,2023.9.27
- 《心脉医疗公司点评:二季度业绩增长加速,创新产品实现快速推广》,2023.8.27



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	897	1,187	1,575	2,039	2,662
营业收入增长率	30.95%	32.43%	32.68%	29.43%	30.58%
归母净利润(百万元)	357	492	639	816	1,066
归母净利润增长率	12.99%	37.98%	29.85%	27.69%	30.54%
摊薄每股收益(元)	4.958	5.953	7.729	9.870	12.884
每股经营性现金流净额	4.64	6.75	7.28	9.55	12.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.76%	12.81%	15.10%	17.15%	19.54%
P/E	38.13	32.70	22.58	17.69	13.55
P/B	7.92	4.19	3.41	3.03	2.65

来源:公司年报、国金证券研究所

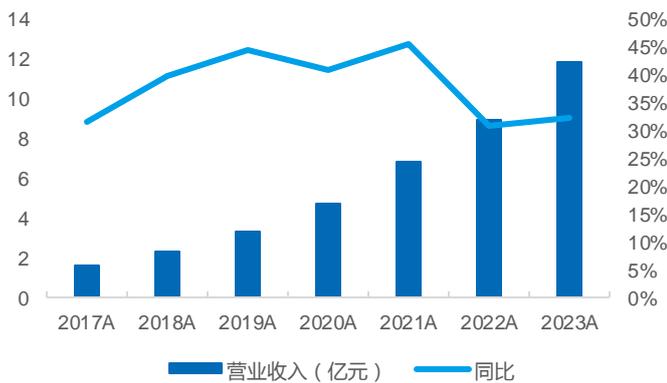
新产品带动术中支架高增长，国际业务拓展顺利

2023 年公司创新性产品 Castor 分支型主动脉覆膜支架及输送系统、Minos 腹主动脉覆膜支架及输送系统、Reewarm PTX 药物球囊扩张导管持续发力，分别覆盖超过 1000、800、900 家终端医院。新产品 Talos 直管型胸主动脉覆膜支架系统及 Fontus 分支型术中支架系统入院家数及终端植入量均增长较快。

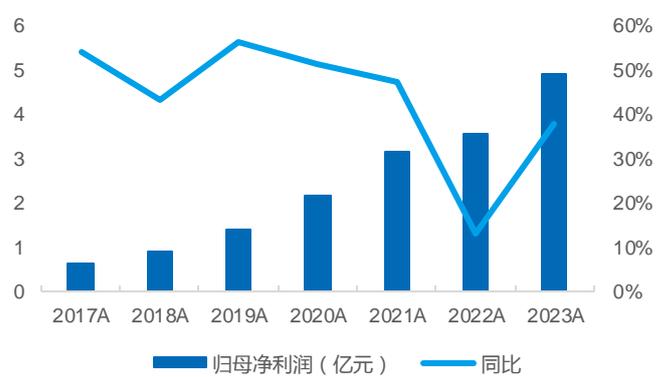
在主营业务中，公司主动脉支架类业务实现收入 9.40 亿元，同比增长+28%；术中支架类业务实现收入 1.32 亿元，同比增长+55%；外周及其他类业务实现收入 1.15 亿元，同比增长+49%。

分地区来看，公司国内业务实现收入 11.05 亿元，同比+31%；国外业务实现收入 0.82 亿元，同比+56%，占总收入比例达到 7%。公司目前已销售覆盖 31 个国家，业务拓展至欧洲、拉美和亚太其他国家和地区。

图表1：2017-2023 公司营业收入及增速



图表2：2017-2023 公司归母净利润及增速

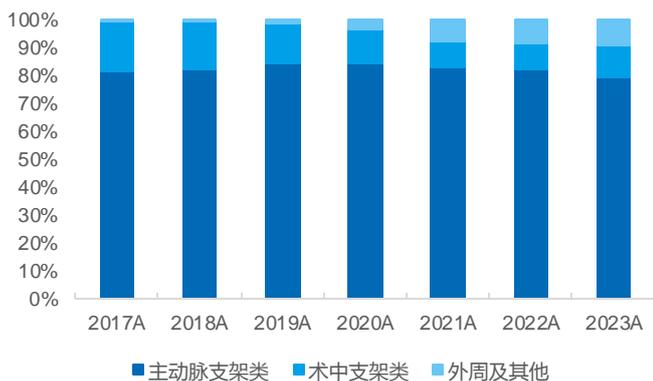


来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

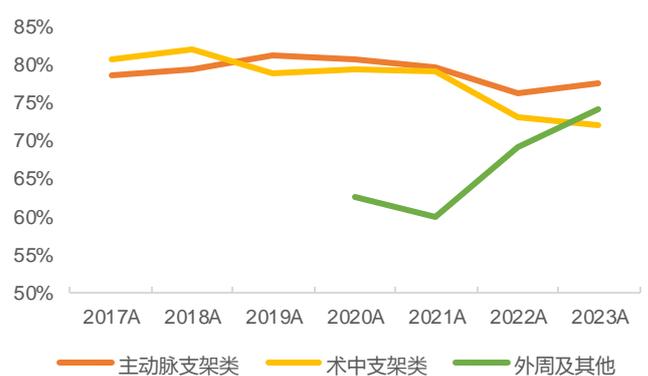
来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

从分板块毛利率来看，主动脉支架类产品毛利率 77.4% (+1.3pct)；术中支架产品毛利率 72.0% (-1.0pct)；外周及其他产品毛利率 74.1% (+5.0pct)，2022 年由于场地搬迁等因素造成的影响在 2023 年得到恢复，同时外周业务规模快速增长使毛利率持续提升。

图表3：2017-2023 公司收入结构变化



图表4：2017-2023 公司各业务毛利率变化



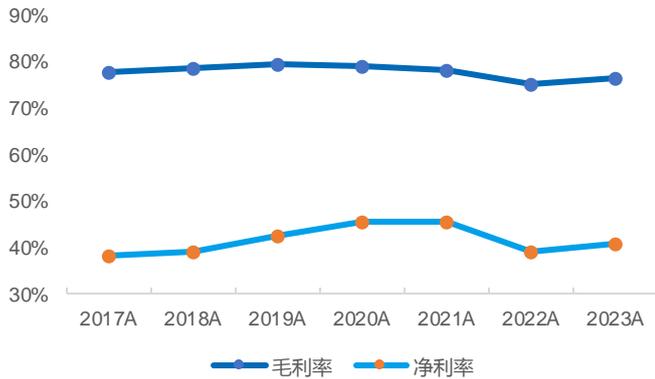
来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

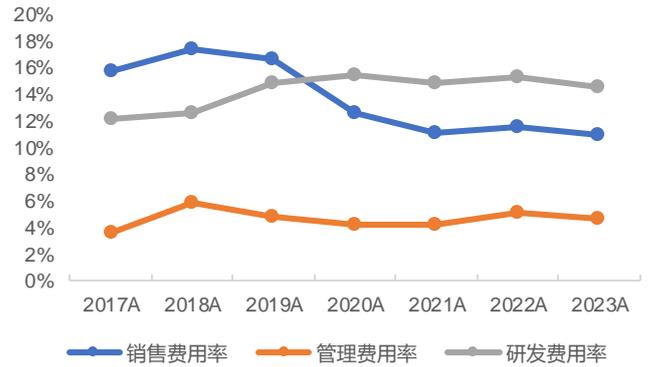
利润率稳步提升，研发投入持续增长

2023 年公司综合毛利率达到 76.5%，同比+1.3pct；全年净利率达到 41.0%，同比+1.8pct。公司全年销售费用率 11.0%，同比-0.6pct；管理费用率 4.6%，同比-0.5pct；研发投入 2.60 亿元，同比+51.2%，占营收比例达到 21.9%。2023 年公司在各研发管线均取得重要进展，主动脉领域阻断球囊、Cratos 分支型主动脉覆膜支架及输送系统已提交注册资料，胸主多分支覆膜支架系统处于单中心临床随访阶段，临床表现优异。外周领域 Vflower 静脉支架及输送系统已完成注册资料递交，Vewatch 腔静脉过滤器及 Fishhawk 机械血栓切除导管已完成上市前临床植入。公司在核心赛道产品布局及研发进展领先，创新产品将为长期业绩增长提供持续动力。

图表5: 2017-2023 公司利润率变化



图表6: 2017-2023 公司费用率变化



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

经营性现金流量净额充裕, 公布高比例分红计划

2023 年公司经营活动产生的现金流量净额达到 5.58 亿元, 同比增长+67.3%。目前公司现金流较为充裕, 经营活动处于健康状态。3 月 27 日公司同时公布了 2023 年度利润分配预案, 拟以实施 2023 年度权益分派股权登记日的总股本为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 30 元 (含税), 每 10 股派送红股 4.9 股 (含税)。预计派发现金红利人民币 248,178,759 元 (含税), 派送红股 40,535,864 股。现金分红总额占公司 2023 年度合并报表归属上市公司股东净利润的 50.40%。公司 2019 年上市以来, 每年现金分红占合并报表中归属于母公司股东的净利润比例均不低于 30%, 高度重视股东回报, 长期投资价值凸显。

风险提示

医保控费政策风险: 若未来公司部分产品纳入带量采购等医保控费政策, 出现公司产品价格下降幅度过大或公司未能完成产品中标的情况, 将可能对公司业绩造成负面影响。

新产品研发不达预期风险: 若公司不同板块在研产品推进缓慢, 或研发项目失败而中止, 将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险。

产品推广不达预期风险: 如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低, 导致产品上市后推广进场缓慢, 将可能对公司档期业绩增长造成负面影响。

海外贸易摩擦风险: 若海外贸易摩擦导致公司产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升, 将可能对公司业绩增长产生影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	685	897	1,187	1,575	2,039	2,662	货币资金	1,243	977	2,967	3,291	3,697	4,276
增长率	30.9%	32.4%	32.7%	29.4%	30.6%		应收款项	75	136	149	176	228	298
主营业务成本	-150	-223	-280	-367	-489	-629	存货	107	156	211	224	299	385
%销售收入	22.0%	24.8%	23.5%	23.3%	24.0%	23.6%	其他流动资产	34	25	38	46	62	79
毛利	534	674	908	1,209	1,550	2,033	流动资产	1,459	1,294	3,365	3,738	4,285	5,037
%销售收入	78.0%	75.2%	76.5%	76.7%	76.0%	76.4%	%总资产	83.2%	64.9%	79.3%	81.5%	82.4%	84.0%
营业税金及附加	-5	-8	-12	-8	-10	-13	长期投资	0	126	122	122	122	122
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	72	187	303	338	384	415
销售费用	-76	-104	-130	-189	-245	-319	%总资产	4.1%	9.4%	7.1%	7.4%	7.4%	6.9%
%销售收入	11.1%	11.6%	11.0%	12.0%	12.0%	12.0%	无形资产	155	317	382	320	340	360
管理费用	-29	-46	-55	-71	-88	-109	非流动资产	295	701	881	848	913	962
%销售收入	4.3%	5.1%	4.6%	4.5%	4.3%	4.1%	%总资产	16.8%	35.1%	20.7%	18.5%	17.6%	16.0%
研发费用	-102	-138	-173	-244	-316	-413	资产总计	1,754	1,995	4,246	4,586	5,198	5,999
%销售收入	14.9%	15.3%	14.6%	15.5%	15.5%	15.5%	短期借款	9	9	11	8	8	8
息税前利润 (EBIT)	322	378	538	697	891	1,178	应付款项	77	98	185	146	192	248
%销售收入	47.0%	42.2%	45.3%	44.2%	43.7%	44.3%	其他流动负债	76	80	116	120	154	197
财务费用	11	11	8	45	50	57	流动负债	162	187	313	274	354	453
%销售收入	-1.7%	-1.2%	-0.7%	-2.8%	-2.4%	-2.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-4	-5	-8	-12	-4	-5	其他长期负债	69	66	70	57	63	71
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	231	252	383	331	416	524
投资收益	15	4	9	5	5	5	普通股股东权益	1,494	1,719	3,844	4,235	4,762	5,456
%税前利润	4.2%	1.0%	1.6%	0.7%	0.5%	0.4%	其中：股本	72	72	83	83	83	83
营业利润	363	415	574	752	960	1,254	未分配利润	568	774	1,095	1,486	2,013	2,707
营业利润率	53.0%	46.3%	48.3%	47.7%	47.1%	47.1%	少数股东权益	28	24	20	20	20	20
营业外收支	-1	-1	-2	0	0	0	负债股东权益合计	1,754	1,995	4,246	4,586	5,198	5,999
税前利润	362	414	572	752	961	1,254	比率分析						
利润率	52.8%	46.2%	48.2%	47.8%	47.1%	47.1%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-48	-62	-85	-113	-144	-188	每股指标						
所得税率	13.3%	14.9%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	4.388	4.958	5.953	7.729	9.870	12.884
净利润	314	352	487	639	816	1,066	每股净资产	20.760	23.878	46.464	51.193	57.563	65.947
少数股东损益	-2	-5	-5	0	0	0	每股经营现金净流	4.171	4.637	6.749	7.276	9.554	12.514
归属于母公司的净利润	316	357	492	639	816	1,066	每股股利	0.650	0.900	2.100	3.000	3.500	4.500
净利率	46.1%	39.8%	41.5%	40.6%	40.0%	40.0%	回报率						
							净资产收益率	21.14%	20.76%	12.81%	15.10%	17.15%	19.54%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	18.01%	17.89%	11.60%	13.94%	15.71%	17.77%
							投入资本收益率	18.22%	18.36%	11.81%	13.89%	15.82%	18.27%
净利润	314	352	487	639	816	1,066	增长率						
少数股东损益	-2	-5	-5	0	0	0	主营业务收入增长率	45.59%	30.95%	32.43%	32.68%	29.43%	30.58%
非现金支出	30	49	54	42	39	45	EBIT增长率	48.43%	17.48%	42.15%	29.62%	27.93%	32.20%
非经营收益	-26	2	-14	8	-4	-4	净利润增长率	47.17%	12.99%	37.98%	29.85%	27.69%	30.54%
营运资金变动	-18	-69	31	-88	-61	-72	总资产增长率	27.43%	13.77%	112.83%	7.99%	13.36%	15.41%
经营活动现金净流	300	334	558	602	790	1,035	资产管理能力						
资本开支	-90	-294	-190	-9	-100	-90	应收账款周转天数	32.5	40.1	41.8	40.0	40.0	40.0
投资	0	-133	-10	0	0	0	存货周转天数	229.5	215.6	239.5	230.0	230.0	230.0
其他	15	-12	23	5	5	5	应付账款周转天数	51.8	54.9	53.9	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-75	-440	-177	-4	-95	-85	固定资产周转天数	37.3	35.3	29.9	25.9	26.4	24.5
股权募资	35	0	1,781	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	2	-2	-24	1	2	净负债/股东权益	-81.10%	-55.54%	-76.50%	-77.17%	-77.15%	-77.94%
其他	-75	-162	-178	-250	-291	-374	EBIT利息保障倍数	-28.2	-34.6	-63.9	-15.6	-17.9	-20.6
筹资活动现金净流	-40	-160	1,601	-274	-290	-372	资产负债率	13.20%	12.66%	9.01%	7.22%	8.01%	8.73%
现金净流量	186	-266	1,983	324	406	579							

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	2	10	17	21	42
增持	1	4	6	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.29	1.26	1.28	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-30	买入	230.00	N/A
2	2023-01-24	买入	219.50	N/A
3	2023-03-30	买入	171.00	N/A
4	2023-04-28	买入	185.02	N/A
5	2023-07-12	买入	184.10	N/A
6	2023-08-27	买入	156.50	N/A
7	2023-09-27	买入	185.78	N/A
8	2023-10-28	买入	191.95	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

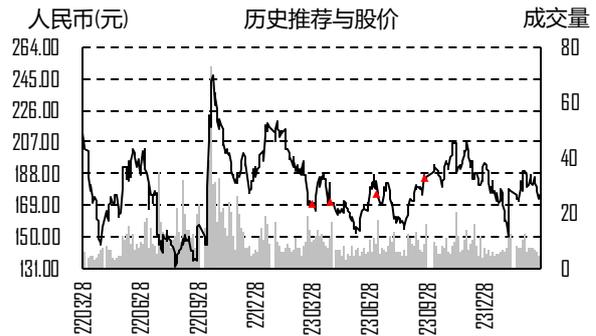
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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



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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806