

心脉医疗（688016）/医疗器械

证券研究报告/公司点评

2024年3月28日

评级：买入（维持）

市场价格：174.55元

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

电话：021-20315895

Email: xiemq@zts.com.cn

分析师：于佳喜

执业证书编号：S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	897	1,187	1,510	1,919	2,425
增长率 yoy%	31%	32%	27%	27%	26%
净利润（百万元）	357	492	655	835	1,051
增长率 yoy%	13%	38%	33%	27%	26%
每股收益（元）	4.31	5.95	7.92	10.09	12.71
每股现金流量	4.03	6.75	6.56	9.55	11.98
净资产收益率	20%	13%	15%	16%	17%
P/E	40.5	29.3	22.0	17.3	13.7
P/B	8.4	3.8	3.2	2.7	2.3

备注：股价信息截止至2024年3月27日

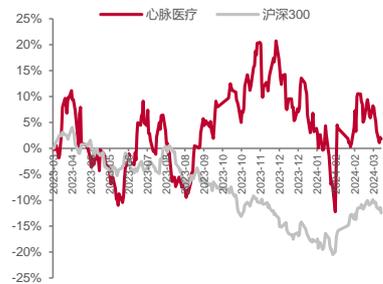
投资要点

- 事件：公司发布2023年年度报告，2023年公司实现营业收入11.87亿元，同比增长32.43%，归母净利润4.92亿元，同比增长37.98%，扣非净利润4.62亿元，同比增长42.74%
- 分季度看，2023年单四季度实现收入2.99亿元，同比增长28.63%，归母净利润1.04亿元，同比增长85.73%，扣非净利润0.97亿元，同比增长100.91%，公司单季度业绩实现高增，主要得益于术中、胸主以及药球等核心产品的快速放量，同时也与2022Q4同期的低基数有关。
- 规模效应+精细化运作，毛利率、净利率迎来提升。公司2023年销售费用率10.96%，同比下降0.64pp，管理费用率4.64%，同比下降0.50pp，财务费用率-0.71%，同比提升0.51pp，研发费用率14.56%，同比下降0.78pp。公司期间费用率迎来优化，主要得益于收入体量扩大摊薄效应提升，以及精细化管理的持续推进，同时规模效应也驱动公司毛利率提高，2023年公司毛利率76.45%，同比提升1.27pp，净利率41.04%，同比提升1.77pp。
- 市场下沉策略成效显著，主动脉、外周等业务均实现高增。公司作为国内主动脉介入市场的行业龙头，持续着眼于对二、三、四线城市及部分人口大县的营销渠道布局，加大市场下沉力度，加快中低层市场渗透，市占率实现进一步提升。主动脉介入领域，2023年公司主动脉业务2023年实现收入9.40亿元，同比增长28.07%，其中Castor分支型支架覆盖累计超过1000家医院，Minos腹主动脉覆盖医院累计超过800家；外周介入领域，2023年公司实现收入1.15亿元，同比增长49.30%，其中Reewarm PTX药物球囊覆盖医院超过900家；术中支架业务2023年实现收入1.32亿元，同比增长54.59%，主要得益于Fontus分支型术中支架等新产品拉动。随着临床应用覆盖率的不断提升，终端植入量有望持续高增，未来公司相关产品有望持续保持快速增长趋势。
- 国际化战略加速推进，主动脉、静脉等6款产品进入注册阶段。2023年公司进一步加大创新产品在国际市场的开拓力度，目前已经累计覆盖31个国家，美国子公司也正式启动运营，在Castor、Minos、HLP等核心品种的驱动下，2023年公司海外业务收入0.82亿元，同比增长56.19%，随着更多成熟产品的认证获批，公司海外业务有望延续高增趋势。同时公司进一步加快研发管线重点项目推进，阻断药球、Cratos分支型支架等6款重磅产品已向国家药监局递交注册资料，未来有望陆续获批上市，为公司中长期成长提供充足动能。
- 盈利预测与投资建议：根据公司公告，我们调整盈利预测，预计医疗反腐等外部政策可能造成短期扰动，费用优化、产能扩张等驱动下盈利水平有望进一步提升，预计2024-2026年公司收入15.10、19.19、24.25亿元，同比增长27%、27%、26%（调整前2024-2025年15.57、20.41亿元）；预计2024-2026年归母净利润为6.55、8.35、10.51亿元，同比增长33%、27%、26%（调整前2024-2025年6.42、8.38亿元）。公司当前股价对应2024-2026年22、17、14倍，考虑到公司是国内血管介入龙头企业，竞争优势显著，未来有望凭借一系列主动脉以及外周介入创新产品维持高增长态势，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：新产品研发风险、政策变化风险、市场竞争加剧风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。

基本状况

总股本(百万股)	83
流通股本(百万股)	72
市价(元)	174.55
市值(百万元)	14,440
流通市值(百万元)	12,564

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 心脉医疗2023年半年报点评-介入龙头业绩高增，创新产品快速推广
- 心脉医疗2022年业绩预告点评-创新产品驱动快速增长，全球化布局持续加速
- 心脉医疗公司点评：25亿再融资项目发布，有望全面提升血管介入综合竞争力

全能业绩表现优异，盈利能力稳步回升	- 3 -
终端植入量持续提升，创新产品有序推动.....	- 5 -
风险提示	- 7 -

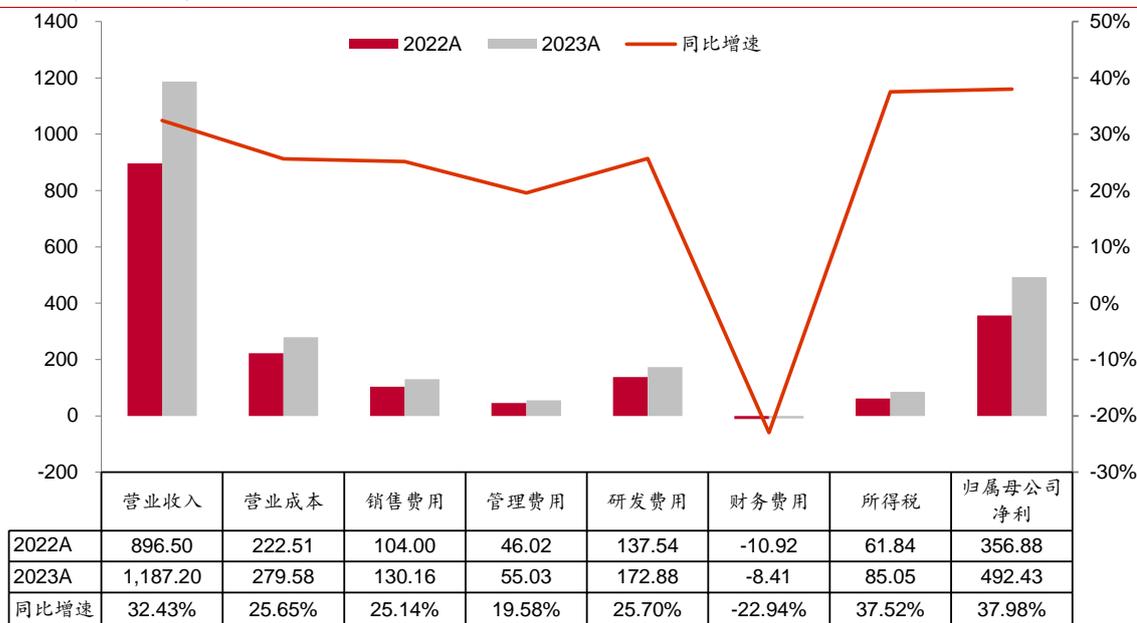
图表目录

图表 1: 心脉医疗主要财务指标变化 (百万元)	- 3 -
图表 2: 心脉医疗主营业务收入情况 (百万元)	- 3 -
图表 3: 心脉医疗归母净利润情况 (百万元)	- 3 -
图表 4: 心脉医疗分季度财务数据 (百万元)	- 4 -
图表 5: 心脉医疗分季度营业收入变化 (百万元)	- 4 -
图表 6: 心脉医疗分季度归母净利润变化 (百万元)	- 4 -
图表 7: 心脉医疗期间费用率变化情况.....	- 5 -
图表 8: 心脉医疗盈利能力变化.....	- 5 -
图表 9: 心脉医疗主动脉支架收入表现/百万元.....	- 5 -
图表 10: 心脉医疗术中支架收入表现/百万元.....	- 5 -
图表 11: 心脉医疗外周介入收入表现/百万元.....	- 6 -
图表 12: 心脉医疗财务报表预测.....	- 8 -

全能业绩表现优异，盈利能力稳步回升

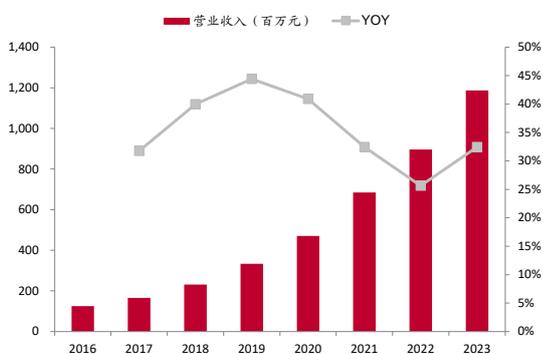
- 2023 年公司实现营业收入 11.87 亿元，同比增长 32.43%，归母净利润 4.92 亿元，同比增长 37.98%，扣非净利润 4.62 亿元，同比增长 42.74%。

图表 1：心脉医疗主要财务指标变化（百万元）



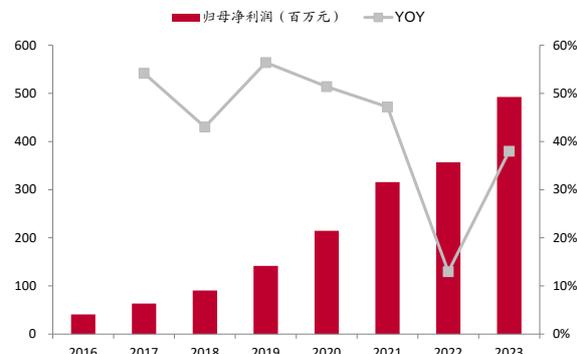
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：心脉医疗主营业务收入情况（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：心脉医疗归母净利润情况（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

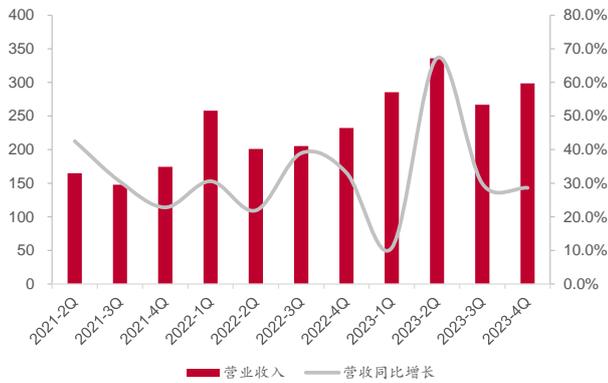
- 分季度来看：2023 年单四季度实现收入 2.99 亿元，同比增长 28.63%，归母净利润 1.04 亿元，同比增长 85.73%，扣非净利润 0.97 亿元，同比增长 100.91%，公司单季度业绩实现高增，主要得益于术中、胸主以及药球等核心产品的快速放量，同时也与 2022Q4 同期的低基数有关。

图表 4: 心脉医疗分季度财务数据 (百万元)

	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q
营业收入	164.81	147.88	174.47	257.88	200.92	205.45	232.25	285.59	336.03	266.84	298.74
营收同比增长	42.51%	30.47%	22.81%	30.59%	21.91%	38.93%	33.12%	10.75%	67.25%	29.88%	28.63%
营收环比增长	-16.54%	-10.27%	17.98%	47.81%	-22.09%	2.25%	13.04%	22.97%	17.66%	-20.59%	11.95%
营业成本	34.54	32.42	43.96	57.20	52.94	51.89	60.48	69.30	73.05	63.23	73.99
营业费用	11.89	21.83	23.97	20.12	14.42	25.75	43.71	25.07	38.17	25.88	41.03
管理费用	6.53	6.96	11.24	10.38	8.74	10.51	16.39	13.19	13.98	11.65	16.20
财务费用	-3.54	-2.56	-2.32	-2.50	-3.07	-5.2	-0.14	-1.43	-3.55	-2.04	-1.39
营业利润	97.02	76.61	70.51	141.41	109.09	98.7	66.02	144.53	182.73	125.97	120.63
利润总额	97.30	75.33	70.37	141.22	109.11	98.27	65.3	144.93	180.91	125.96	120.47
所得税	14.28	11.21	5.69	19.15	18.03	13.55	11.12	21.38	27.09	18.48	18.10
归母净利润	83.02	65.28	65.87	123.49	91.55	85.85	56	124.84	154.69	108.90	104.01
归母净利润同比	35.96%	55.91%	26.16%	21.44%	10.27%	31.51%	-14.98%	1.09%	68.97%	26.85%	85.73%

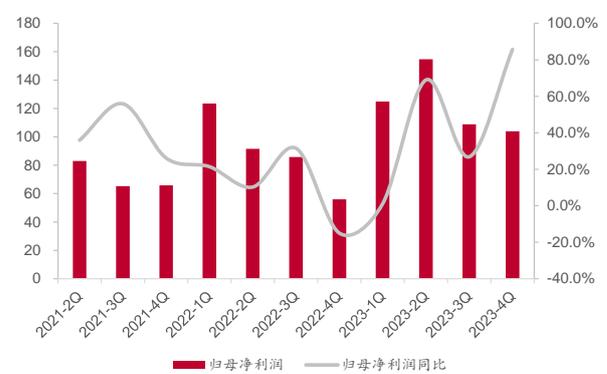
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 心脉医疗分季度营业收入变化 (百万元)



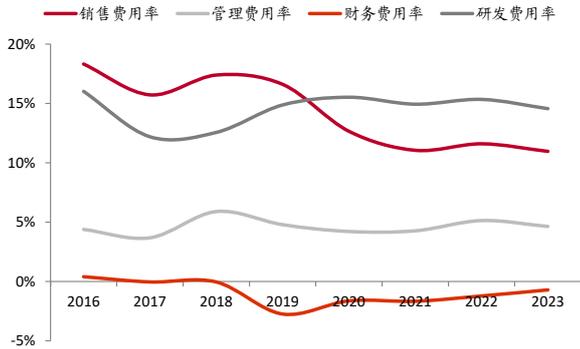
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 心脉医疗分季度归母净利润变化 (百万元)

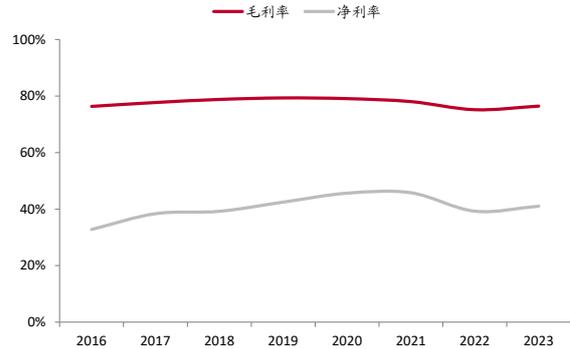


来源: wind, 中泰证券研究所

- 规模效应+精细化运作, 毛利率、净利率迎来提升。**公司 2023 年销售费用率 10.96%, 同比下降 0.64 pp, 管理费用率 4.64%, 同比下降 0.50 pp, 财务费用率-0.71%, 同比提升 0.51 pp, 研发费用率 14.56%, 同比下降 0.78pp。公司期间费用率迎来优化, 主要得益于收入体量扩大摊薄效应提升, 以及精细化管理的持续推进, 同时规模效应也驱动公司毛利率回升, 2023 年公司毛利率 76.45%, 同比提升 1.27pp, 净利率 41.04%, 同比提升 1.77pp。

图表 7: 心脉医疗期间费用率变化情况


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 心脉医疗盈利能力变化


来源: wind, 中泰证券研究所

终端植入量持续提升, 创新产品有序推动

- 市场下沉策略成效显著, 主动脉、外周业务均实现高增。**公司作为国内主动脉介入市场的行业龙头, 持续着眼于对二、三、四线城市及部分人口大县的营销渠道布局, 加大市场下沉力度, 加快中低层市场渗透, 市占率实现进一步提升。主动脉介入领域, 2023 年公司主动脉业务 2023 年实现收入 9.40 亿元, 同比增长 28.07%, 其中 Castor 分支型支架覆盖累计超过 1000 家医院, Minos 腹主动脉覆盖医院累计超过 800 家; 外周介入领域, 2023 年公司实现收入 1.15 亿元, 同比增长 49.30%, 其中 Reewarm PTX 药物球囊累计覆盖医院超过 900 家; 术中支架 2023 年实现收入 1.32 亿元, 同比增长 54.59%, 主要得益于 Fontus 分支型术中支架等产品的拉动。随着临床应用覆盖率的不断提升, 终端植入量有望持续高增, 未来公司相关产品有望持续保持快速增长趋势。

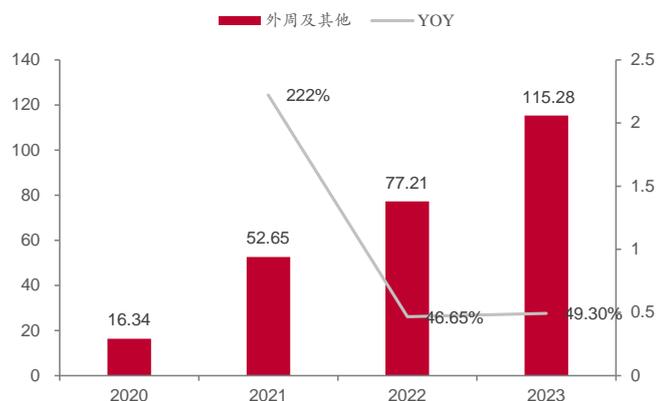
图表 9: 心脉医疗主动脉支架收入表现/百万元


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 心脉医疗术中支架收入表现/百万元


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 心脉医疗外周介入收入表现/百万元



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 国际化战略加速推进, 主动脉、静脉等 6 款产品进入注册阶段。**2023 年公司进一步加大创新产品在国际市场的开拓力度, 目前已经累计覆盖 31 个国家, 美国子公司也正式启动运营, 在 Castor、Minos、HLP 等核心品种的驱动下, 2023 年公司海外业务收入 0.82 亿元, 同比增长 56.19%, 随着更多成熟产品的认证获批, 公司海外业务有望延续高增趋势。同时公司进一步加快研发管线重点项目推进, 阻断药球、Cratos 分支型支架等 6 款重磅产品已向国家药监局递交注册资料, 未来有望陆续获批上市, 为公司中长期成长提供充足动能。

风险提示

- **新产品研发风险。** 医用器械行业对技术创新和产品研发能力要求较高、研发周期较长。因此在主动脉、外周血管介入等新产品研发的过程中，可能面临因研发技术路线出现偏差、研发投入成本过高、研发进程缓慢而导致研发失败的风险。
- **政策变化风险。** 医用耗材行业受国家的严格管控，在持续深入的医改背景下，两票制、集中采购、检验收费降价等政策变化可能对行业和公司带来负面影响，从而产生业绩波动。
- **市场竞争加剧风险。** 公司目前在国内主动脉介入市场处于行业领先地位，随着相关产品的市场规模不断扩大，可能会有更多的公司加入竞争。公司可能面临由于对竞争应对不力而对业绩造成的不利影响的风险。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

图表 12: 心脉医疗财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,967	3,186	3,805	4,657	营业收入	1,187	1,510	1,919	2,425
应收票据	0	0	0	0	营业成本	280	356	455	577
应收账款	148	189	226	279	税金及附加	12	15	18	24
预付账款	33	52	54	74	销售费用	130	166	201	242
存货	211	275	318	425	管理费用	55	70	79	88
合同资产	0	0	0	0	研发费用	173	220	270	329
其他流动资产	6	16	22	23	财务费用	-8	-72	-69	-50
流动资产合计	3,365	3,717	4,425	5,458	信用减值损失	-1	-2	-2	-2
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-6	0	0	0
长期股权投资	122	122	122	122	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	97	497	913	1,344	投资收益	9	9	8	9
在建工程	206	306	306	206	其他收益	26	0	0	0
无形资产	208	249	298	314	营业利润	574	763	971	1,223
其他非流动资产	248	255	263	265	营业外收入	0	0	1	1
非流动资产合计	881	1,429	1,902	2,252	营业外支出	2	2	2	2
资产合计	4,246	5,145	6,327	7,709	利润总额	572	761	970	1,222
短期借款	0	97	226	335	所得税	85	113	144	182
应付票据	0	0	0	0	净利润	487	648	826	1,040
应付账款	40	71	92	119	少数股东损益	-5	-7	-9	-11
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	492	655	835	1,051
合同负债	2	21	27	34	NOPLAT	480	587	767	997
其他应付款	145	145	145	145	EPS (按最新股本摊薄)	5.95	7.92	10.09	12.71
一年内到期的非流动负债	11	11	11	11					
其他流动负债	115	137	153	169	主要财务比率				
流动负债合计	313	482	654	813	会计年度	2022	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	100	300	500	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	32.4%	27.2%	27.1%	26.4%
其他非流动负债	70	70	70	70	EBIT增长率	39.9%	22.2%	30.7%	30.1%
非流动负债合计	70	170	370	570	归母公司净利润增长率	38.0%	33.1%	27.4%	25.9%
负债合计	383	652	1,024	1,383	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,844	4,481	5,299	6,334	毛利率	76.5%	76.4%	76.3%	76.2%
少数股东权益	20	13	4	-7	净利率	41.0%	42.9%	43.0%	42.9%
所有者权益合计	3,864	4,494	5,303	6,326	ROE	12.7%	14.6%	15.7%	16.6%
负债和股东权益	4,246	5,145	6,327	7,709	ROIC	15.7%	15.6%	16.2%	17.0%
					偿债能力				
					资产负债率	9.0%	12.7%	16.2%	17.9%
					债务权益比	2.1%	6.2%	11.5%	14.5%
					流动比率	10.8	7.7	6.8	6.7
					速动比率	10.1	7.1	6.3	6.2
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
					应收账款周转天数	41	40	39	37
					应付账款周转天数	53	56	65	66
					存货周转天数	236	245	235	232
					每股指标 (元)				
					每股收益	5.95	7.92	10.09	12.71
					每股经营现金流	6.75	6.56	9.55	11.98
					每股净资产	46.46	54.17	64.05	76.56
					估值比率				
					P/E	29	22	17	14
					P/B	4	3	3	2
					EV/EBITDA	30	24	18	14

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。