

限位可扩外科瓣放量在即，高研发助力产品梯队布局

投资要点

- **事件：**公司发布2023年年报及2024年一季报，2023年实现收入3.7亿元（+25.6%），实现归母净利润1.2亿元（+21.1%）。剔除股份支付费用2920万元后，公司2023年实现归属于上市公司股东的净利润1.4亿元。此外，2024Q1实现收入7627万元，（+17.5%），实现归母净利润832万元（-28.9%）。2023年业绩符合预期，2024Q1略有承压，单季度终端手术量增速有所下滑以及研发费用显著增加，高研发助力后续产品布局完善。
- **23年业绩增长快速，毛利率维持较高水平。**分季度看，2023Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为0.7/1.0/0.9/1.1亿元（-1.7%/+37.1%/+12.5%/+52.2%），单季度归母净利润分别为0.1/0.3/0.3/0.4亿元（-14%/+37.3%/+15.8%/+27.2%）。23Q1及Q3的就医环境和政策变动影响了短期内的市场需求，放大了季节性因素波动，总体上降低了手术量的同比增速。细化来看，疫情防控导致23Q1手术量降低。此外，23Q3是传统手术的淡季，叠加医疗政策影响，市场出现手术量短期增长放缓的情形。23Q4市场环境出现改善，手术量逐步恢复，带动公司业绩增长。从盈利水平看，23年毛利率为89.8%（+0.5pp），维持较高水平。销售费用率27.2%（-6.7pp），管理费用率8.4%（+0.4pp），研发费用率26.7%（+8pp）。研发费用率增长较为明显，研发管线布局丰富，预计多款重磅产品会在24-25年上市，对公司的业绩产生较大的贡献。
- **23年各业务线均实现较高增长。**分业务看，2023年三大业务板块收入均实现同比增长，1）心脏瓣膜置换与修复板块同比增长21.1%，其中人工生物心脏瓣膜收入同比增长27.7%；2）先天性心脏病介入治疗同比增长26.5%；3）外科软组织修复板块分别同比增长29.74%，保持了相对均衡的收入结构。
- **持续加大研发，完善产品布局。**2023年研发费用近亿元（+79.2%），研发费用率达26.7%，公司持续加大研发项目投入。23年获批产品：1）限位可扩张外科瓣8月重磅获批，产品适用范围覆盖了主动脉瓣、二尖瓣、三尖瓣3个瓣位，是首个国产可扩张外科生物瓣，也是全球首个上市的覆盖二尖瓣和三尖瓣治疗的可扩张外科生物瓣，填补了市场空白；2）新二尖瓣成形环获批，既是原有产品的升级，也为接续治疗奠定基础；3）球扩式介入主动脉瓣、介入瓣中瓣均已按创新通道提交注册并进入正式审核，公司在结构性心脏病领域的产品布局日趋完善；4）血管生物补片获批，继心外科生物补片、胸外科生物补片、硬脑脊膜生物补片和生物疝补片之后的又一生物补片产品；5）眼科生物补片产品已提交创新通道申请；6）介入肺动脉瓣已完成临床试验入组；7）分体式介入瓣进展顺利，分体式介入主动脉瓣动物试验效果达到预期；8）延伸开发注射胶原蛋白产品，三款产品先后进入正式临床试验；9）ePTFE材料领域实现关键突破。公司拓展在材料领域的布局，完成了对天穹创新的收购，为分体介入瓣的研发提供关键助力。
- **盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年归母净利润1.5、2、2.6亿元。作为以动物源性植（介）入材料为平台的创新龙头，未来潜力较大，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发失败风险、汇率波动风险、市场开拓风险、贸易摩擦风险。

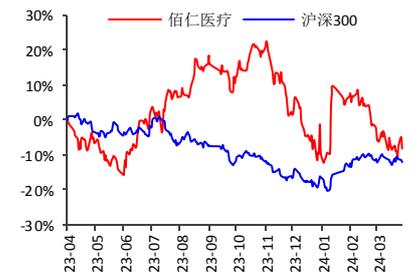
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	370.64	496.39	669.08	844.82
增长率	25.57%	33.93%	34.79%	26.27%
归属母公司净利润(百万元)	115.21	147.89	200.79	258.45
增长率	21.09%	28.37%	35.77%	28.72%
每股收益EPS(元)	0.84	1.08	1.47	1.89
净资产收益率ROE	9.21%	11.27%	13.54%	15.19%
PE	127	99	73	57
PB	12.28	11.13	9.85	8.59

数据来源: Wind, 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
联系人: 陈辰
电话: 021-68416017
邮箱: chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.37
流通A股(亿股)	1.37
52周内股价区间(元)	97.51-144
总市值(亿元)	147
总资产(亿元)	13.09
每股净资产(元)	8.84

相关研究

- 佰仁医疗 (688198): 限位可扩张外科瓣获批, 介入瓣中瓣注册受理 (2023-11-06)
- 佰仁医疗 (688198): 23H1 符合预期, 人工心脏瓣膜持续高增长 (2023-09-09)
- 佰仁医疗 (688198): 业绩短暂承压, 人工心脏瓣膜持续引领增长 (2023-04-25)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司心脏瓣膜置换与修复治疗涉及产品品类较多。业绩贡献较大的为外科生物瓣。随着生物瓣逐步替代机械瓣，牛心包瓣逐步替代猪主动脉瓣，预计 24 年牛心包外科生物瓣销量将达到 1W+，带动整体业绩增长。另外，限位可扩张外科瓣 23 年 8 月获批，预计未来将带来增量。此外，新二尖瓣成形环获批，既是原有产品的升级，也为接续治疗奠定基础。因此预计 2024-2026 年销量分别上涨 43%、45%、28%，价格及毛利率短期内维持稳定。

假设 2：公司先天性心脏病植(介)入治疗涉及产品品类较多。业绩贡献较大的为心外科补片。随着手术量的提升，预计 2024-2026 年销量分别上涨 27%、25%、25%，价格及毛利率短期内维持稳定。

假设 3：公司外科软组织修复涉及产品品类较多。业绩贡献较大的为神经外科生物补片，23 年胸外科补片及血管补片获证，亦有多条补片在研管线。因此预计 2024-2026 年销量分别上涨 31%、31%、24%，价格及毛利率短期内维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
心脏瓣膜置换与修复治疗	收入	140	199	289	371
	增速	21.1%	42.8%	44.9%	28.4%
	毛利率	96.8%	96.5%	96.5%	96.5%
先天性心脏病植(介)入治疗	收入	117	148	186	232
	增速	26.5%	27.2%	25.2%	25.0%
	毛利率	88.0%	88.0%	88.0%	88.0%
外科软组织修复	收入	114	149	194	242
	增速	29.7%	30.8%	30.8%	24.3%
	毛利率	83.1%	83.0%	83.0%	83.0%
合计	收入	371	496	669	845
	增速	25.6%	33.9%	34.8%	26.3%
	毛利率	89.8%	89.9%	90.2%	90.3%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	370.64	496.39	669.08	844.82	净利润	109.41	147.89	200.79	258.45
营业成本	37.64	50.06	65.46	81.94	折旧与摊销	11.72	22.96	27.58	31.01
营业税金及附加	2.11	2.98	4.01	5.07	财务费用	-0.07	-0.50	-0.89	-1.38
销售费用	100.73	130.95	170.23	212.79	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	31.24	42.17	56.93	71.17	经营营运资本变动	-12.88	-25.41	-30.46	-33.43
财务费用	-0.07	-0.50	-0.89	-1.38	其他	32.99	-26.86	-27.52	-30.52
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	141.17	118.08	169.51	224.13
投资收益	16.87	30.00	30.00	30.00	资本支出	-95.79	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	1.00	0.00	0.00	0.00	其他	175.09	163.32	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	10.00	10.00	10.00	投资活动现金流净额	79.30	113.32	-20.00	-20.00
营业利润	120.82	162.52	220.65	284.01	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.80	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	120.02	162.52	220.65	284.01	股权融资	44.51	0.00	0.00	0.00
所得税	10.61	14.63	19.86	25.56	支付股利	-67.84	-23.04	-29.58	-40.16
净利润	109.41	147.89	200.79	258.45	其他	-30.21	-3.33	0.89	1.38
少数股东损益	-5.80	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-53.54	-26.37	-28.69	-38.78
归属母公司股东净利润	115.21	147.89	200.79	258.45	现金流量净额	166.92	205.04	120.82	165.35
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	295.31	500.34	621.16	786.51	成长能力				
应收和预付款项	103.34	128.90	176.04	222.76	销售收入增长率	25.57%	33.93%	34.79%	26.27%
存货	34.90	46.42	58.70	74.98	营业利润增长率	12.47%	34.52%	35.77%	28.72%
其他流动资产	245.67	114.16	116.66	119.19	净利润增长率	15.89%	35.18%	35.77%	28.72%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.66%	39.64%	33.71%	26.81%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	266.16	308.14	345.50	379.43	毛利率	89.84%	89.92%	90.22%	90.30%
无形资产和开发支出	109.77	94.92	80.07	65.22	三费率	35.59%	34.78%	33.82%	33.45%
其他非流动资产	271.87	271.78	271.69	271.59	净利率	29.52%	29.79%	30.01%	30.59%
资产总计	1327.01	1464.66	1669.81	1919.69	ROE	9.21%	11.27%	13.54%	15.19%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.24%	10.10%	12.02%	13.46%
应付和预收款项	70.79	85.87	117.32	146.26	ROIC	30.54%	32.53%	38.59%	43.79%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	35.74%	37.27%	36.97%	37.13%
其他负债	67.67	66.75	69.23	71.88	营运能力				
负债合计	138.47	152.62	186.55	218.14	总资产周转率	0.30	0.36	0.43	0.47
股本	136.58	136.58	136.58	136.58	固定资产周转率	5.92	3.76	2.98	2.95
资本公积	803.27	803.27	803.27	803.27	应收账款周转率	5.12	5.29	5.39	5.19
留存收益	253.40	378.26	549.47	767.76	存货周转率	1.13	1.23	1.22	1.20
归属母公司股东权益	1194.61	1318.11	1489.32	1707.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.67%	—	—	—
少数股东权益	-6.06	-6.06	-6.06	-6.06	资本结构				
股东权益合计	1188.55	1312.04	1483.26	1701.55	资产负债率	10.43%	10.42%	11.17%	11.36%
负债和股东权益合计	1327.01	1464.66	1669.81	1919.69	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.43	8.34	7.56	7.51
					速动比率	8.00	7.85	7.10	7.04
					股利支付率	58.88%	15.58%	14.73%	15.54%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	132.47	184.99	247.34	313.65	每股收益	0.84	1.08	1.47	1.89
PE	127.30	99.16	73.04	56.75	每股净资产	8.75	9.65	10.90	12.50
PB	12.28	11.13	9.85	8.59	每股经营现金	1.03	0.86	1.24	1.64
PS	39.57	29.54	21.92	17.36	每股股利	0.50	0.17	0.22	0.29
EV/EBITDA	105.65	74.54	55.26	43.05					
股息率	0.46%	0.16%	0.20%	0.27%					

数据来源: Wind, 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。

本报告及附录版权为西南证券所
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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@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	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@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
