

球扩 TAVR 及球扩介入瓣中瓣放量在即， 打造瓣膜病全生命周期管理

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年中报，实现收入归母净利润 1.91 亿元 (+13.7%)。归属于上市公司股东的净利润 3519 万元 (-20.4%)，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3256 万元 (-14%)。2024H1 市场环境持续承受宏观经济形势和医保支付的压力，公司手术量仍保持增长趋势，研发费用增加明显，产品加速布局。
- **24H1 业绩稳健增长，公司对全年营业收入同比增长 30-40%的预期不变。**分季度看，2024Q1/Q2 单季度收入分别为 0.8/1.1 亿元 (+17.5%/+11.3%)，单季度归母净利润分别为 0.08/0.3 亿元 (-28.9%/-17.4%)。细化来看，2024H1 市场环境持续承受宏观经济形势和医保支付的压力，公司业绩呈现平稳增长。长逻辑来看：国产替代空间大，行业生物瓣膜对机械瓣膜的替代，手术量的提升，以及打造瓣膜病全生命周期管理带来的市占率的提升。从盈利水平看，24H1 毛利率为 89.3%，与去年同期 89% 基本一致。销售费用率 28.1%，另外，剔除股份支付费用影响，研发费用率 39.5%，研发费用率增长较为明显，研发管线布局丰富，球扩 TAVR 及球扩介入瓣中瓣放量在即，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。
- **24H1 各业务线均实现稳健增长。**分业务看，2024H1 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 18.8%，其中人工生物心脏瓣膜收入同比增长 20.6%；2) 先天性心脏病介入治疗同比增长 11%；3) 外科软组织修复板块分别同比增长 10.3%，保持了相对均衡的收入结构。
- **持续加大研发，打造瓣膜病全生命周期管理。**公司持续夯实基础研究，完善产品布局，加强团队建设，加快产品研发和注册上市，为公司的长远可持续发展提供坚实的产品支持。剔除股份支付费用影响，24H1 公司研发费用约 7522 万元，同比增加 110.8%，占营业收入比例 39.5%。其中核心产品球扩式介入主动脉瓣系统注册申请已进入制证环节；介入瓣中瓣系统预期将于近期审结。公司倡导的瓣膜病全生命周期管理理念即将得到有力的产品支撑；三款胶原蛋白植入剂圆满完成临床试验入组，初步结果显著优于对照产品；眼科生物补片、介入肺动脉瓣、消化外科生物补片等即将陆续提交产品注册；分体式介入瓣系统动物试验进展顺利，公司植介入材料和器械原研创新平台的优势突显，核心竞争力稳步增强。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年归母净利润 1.3、2、2.8 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。

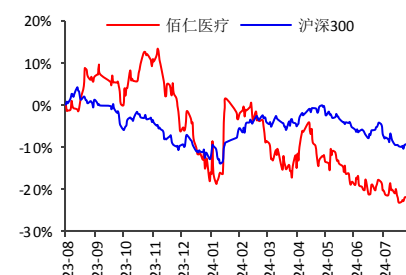
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	370.64	514.26	694.54	873.54
增长率	25.57%	38.75%	35.06%	25.77%
归属母公司净利润 (百万元)	115.21	130.34	195.99	280.43
增长率	21.09%	13.14%	50.37%	43.08%
每股收益 EPS (元)	0.84	0.95	1.43	2.04
净资产收益率 ROE	9.21%	10.07%	13.38%	16.44%
PE	113	100	67	47
PB	10.92	10.03	8.87	7.62

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)	92.55-142.94
总市值(亿元)	130
总资产(亿元)	12.63
每股净资产(元)	8.24

相关研究

- 佰仁医疗 (688198): 限位可扩外科瓣放量在即，高研发助力产品梯队布局 (2024-04-26)
- 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)

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，球扩 TAVR 及球扩介入瓣中瓣放量在即，预计 2024-2026 年销量分别上涨 63%、54%、34%，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 22%、15%、15%，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，24/4 月血管补片获证，亦有多条补片在研管线。因此预计 2024-2026 年销量分别上涨 27%、26%、19%，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	227	349	468
	增速	21.1%	62.9%	53.5%	34.3%
	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	143	165	190
	增速	26.5%	22.4%	15.3%	15.0%
	毛利率	88.0%	88.0%	88.0%	88.0%
外科软组织修复	收入	114	144	181	216
	增速	29.7%	26.7%	25.6%	19.2%
	毛利率	83.1%	83.0%	83.0%	83.0%
合计	收入	371	514	695	874
	增速	25.6%	38.7%	35.1%	25.8%
	毛利率	89.8%	90.4%	91.0%	91.3%

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	514.26	694.54	873.54	净利润	109.41	130.34	195.99	280.43
营业成本	37.64	49.59	62.74	75.79	折旧与摊销	11.72	22.96	27.58	31.01
营业税金及附加	2.11	3.09	4.17	5.24	财务费用	-0.07	-6.00	-5.00	-5.00
销售费用	100.73	120.88	157.14	196.42	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	31.24	40.61	52.80	63.35	经营营运资本变动	-18.17	-27.89	-35.37	-37.63
财务费用	-0.07	-6.00	-5.00	-5.00	其他	38.28	-8.54	-5.38	-8.58
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	110.87	177.82	260.24
投资收益	16.87	10.00	10.00	10.00	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	143.32	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	5.00	5.00	5.00	投资活动现金流净额	79.30	93.32	-40.00	-40.00
营业利润	120.82	143.23	215.38	308.17	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	143.23	215.38	308.17	股权融资	44.51	0.00	0.00	0.00
所得税	10.61	12.89	19.38	27.74	支付股利	-67.84	-23.04	-26.07	-39.20
净利润	109.41	130.34	195.99	280.43	其他	-30.21	2.17	5.00	5.00
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	-20.87	-21.07	-34.20
归属母公司股东净利润	115.21	130.34	195.99	280.43	现金流量净额	166.92	183.32	116.75	186.04
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	478.63	595.38	781.42	成长能力				
应收和预付款项	103.34	132.69	180.59	226.57	销售收入增长率	25.57%	38.75%	35.06%	25.77%
存货	34.90	45.98	56.17	69.28	营业利润增长率	12.47%	18.55%	50.37%	43.08%
其他流动资产	245.67	114.42	117.03	119.61	净利润增长率	15.89%	19.13%	50.37%	43.08%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.66%	20.93%	48.54%	40.44%
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%	90.36%	90.97%	91.32%
无形资产和开发支出	109.77	94.92	80.07	65.22	三费率	35.59%	30.24%	29.51%	29.17%
其他非流动资产	271.87	271.78	271.69	271.59	净利率	29.52%	25.35%	28.22%	32.10%
资产总计	1327.01	1446.56	1646.42	1913.13	ROE	9.21%	10.07%	13.38%	16.44%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.24%	9.01%	11.90%	14.66%
应付和预收款项	70.79	85.40	113.22	136.58	ROIC	30.54%	27.37%	36.40%	46.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	35.74%	31.15%	34.26%	38.26%
其他负债	67.67	66.67	68.79	70.89	营运能力				
负债合计	138.47	152.07	182.01	207.47	总资产周转率	0.30	0.37	0.45	0.49
股本	136.58	137.40	137.40	137.40	固定资产周转率	5.92	3.90	3.10	3.05
资本公积	803.27	802.46	802.46	802.46	应收账款周转率	4.95	5.15	5.22	5.00
留存收益	253.40	360.70	530.63	771.86	存货周转率	1.13	1.23	1.20	1.18
归属母公司股东权益	1194.61	1300.56	1470.48	1711.72	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	1294.49	1464.42	1705.65	资产负债率	10.43%	10.51%	11.05%	10.84%
负债和股东权益合计	1327.01	1446.56	1646.42	1913.13	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.43	8.19	7.65	8.00
					速动比率	8.00	7.71	7.19	7.54
					股利支付率	58.88%	17.68%	13.30%	13.98%
					每股指标				
					每股收益	0.84	0.95	1.43	2.04
					每股净资产	8.69	9.47	10.70	12.46
					每股经营现金	1.03	0.81	1.29	1.89
					每股股利	0.49	0.17	0.19	0.29
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	132.47	160.20	237.96	334.18					
PE	113.27	100.12	66.58	46.53					
PB	10.92	10.03	8.87	7.62					
PS	35.21	25.38	18.79	14.94					
EV/EBITDA	92.87	76.12	50.75	35.58					
股息率	0.52%	0.18%	0.20%	0.30%					

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	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
	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
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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	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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	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
广深	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	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
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn