

心脉医疗（688016）/医疗器械

证券研究报告/公司点评

2024年8月27日

评级：买入(维持)

市场价格：83.16元

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

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

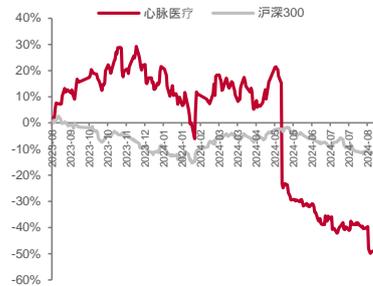
执业证书编号：S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	123
流通股本(百万股)	123
市价(元)	83.16
市值(百万元)	10,250
流通市值(百万元)	10,250

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 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
- 2 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
- 3 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
- 4 心脉医疗 2023 年业绩点评-主动脉、外周等介入业务持续亮眼，6 款创新产品有望率先收获

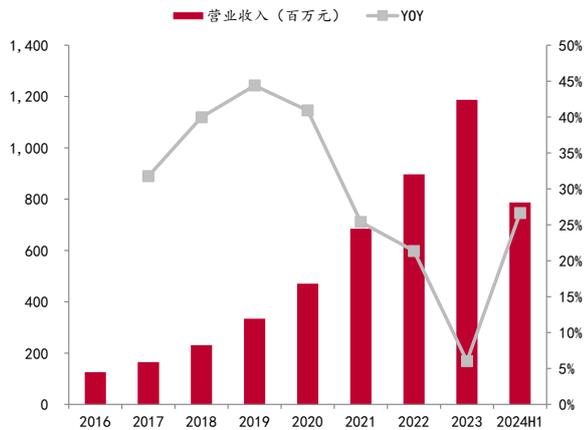
公司盈利预测及估值

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)	2.90	3.99	5.32	6.77	8.53
每股现金流量	2.71	4.53	4.41	6.41	8.04
净资产收益率	20%	13%	15%	16%	17%
P/E	29	21	16	12	10
P/B	6	3	2	2	2

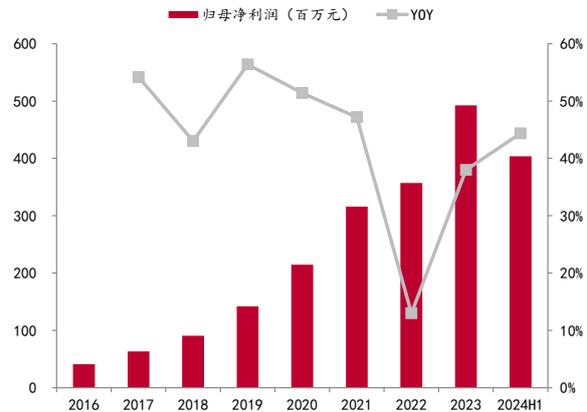
备注：股价信息截止至 2024 年 8 月 27 日

投资要点

- 事件：公司发布 2024 半年度报告，2024H1 公司实现营业收入 7.87 亿元，同比+26.63%，实现归母净利润 4.04 亿元，同比+44.36%，扣非净利润 3.87 亿元，同比+48.60%。
- 分季度看，2024 年单二季度，公司营业收入 4.29 亿元，同比增长 27.69%，归母净利润 2.19 亿元，同比增长 41.72%，扣非净利润 2.09 亿元，同比增长 48.34%，得益于国内市场的进一步拓展以及海外多国的持续突破，公司单季度延续良好增长势头。
- 高效管控叠加产品结构升级，盈利能力进一步提升。公司 2024 年上半年销售费用率 7.93%，同比下降 2.25pp，管理费用率 3.60%，同比下降 0.77pp，财务费用率-1.09%，同比减少 0.80pp，研发费用率 6.18%，同比下降 6.10pp。得益于公司规模效益及精益管理的持续细化，各项期间费用率普遍迎来改善，其中多个创新产品已逐步进入临床后期以及注册申报阶段，公司积极优化研发团队结构，提高投入产出比，研发费用同期优化；2024H1 毛利率 76.57%，同比减少 0.53pp，净利率 50.76%，同比提升 6.14pp。
- 国内血管介入市占率持续提升，多系列核心产品加速放量。2024 年以来，公司持续加大对二、三、四线城市及部分人口大县等终端市场下沉力度，有效对冲集采等外部政策造成的短期冲击，2024H1 公司国内业务收入 7.17 亿元，同比增长 23.59%。1、主动脉介入业务 2024H1 收入 6.10 亿元，同比+22.68%。优势产品 Castor 主动脉支架累计覆盖 1100 余家医院，累计植入超 2.5 万例；Minos 主动脉支架覆盖近 900 家医院，Talos 主动脉支架系统累计覆盖近 300 家医院。2、术中支架业务 2024H1 收入 1.07 亿元，同比+69.24%。核心产品 Fontus 快速放量，累计进院超 200 家。3、外周及其他业务 2024H1 收入 0.69 亿元，同比+13.37%。Reewarm PTX 药物球囊持续发力，累计覆盖终端医院超过 1000 家。
- 多款新品获批上市，产品矩阵日益完善。1、主动脉介入业务，公司自主研发的 L-REBOA 主动脉阻断球囊导管已取得国家药监局颁发的医疗器械注册证，Cratos 分支型主动脉覆膜支架及输送系统已获得欧盟定制证书；Aegis II 腹主动脉覆膜支架系统临床植入已全部完成；胸主多分支覆膜支架系统已完成 FIM 临床植入。2、外周介入业务，公司控股子公司上海蓝脉研发的腔静脉滤器、滤器回收器以及静脉支架系统相继在国内获批；3、外周动脉业务，上海鸿脉研发的 ReeAmber 外周球囊扩张导管已在国内获批；4、肿瘤介入方面，TIPS 覆膜支架系统目前在临床随访阶段，聚乙烯醇栓塞微球、经颈静脉肝内穿刺器已提交注册资料。多款创新产品快速更迭，有望助力公司长期业绩持续快速增长。
- 海外拓展持续推进，全球影响力持续提升。2024H1，公司海外收入 0.70 亿元，同比增长 67.04%，上半年公司进一步加大创新产品在国际市场的开拓力度，上半年海外新增产品注册证 8 张，累计获批 47 款产品；市场渠道方面，2024H1 公司在海外新开拓 3 个国家，累计进入欧洲、拉美等 34 个国家，其中 Minos、Castor、Herculese 等核心产品在海外多个国家实现植入突破。同时公司举办多场 UniVas 品牌会，积极搭建国际学术交流平台，有望进一步加速公司品牌在全球市场的影响力，助力海外市场开拓。
- 盈利预测与投资建议：根据公司公告，我们预计集采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%；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%。公司当前股价对应 2024-2026 年 16、12、10 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、市场竞争加剧、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。

图表 1：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

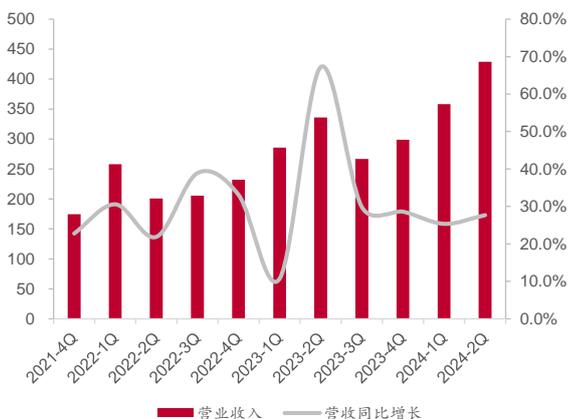
图表 2：心脉医疗归母净利润情况（百万元）


来源：wind，中泰证券研究所

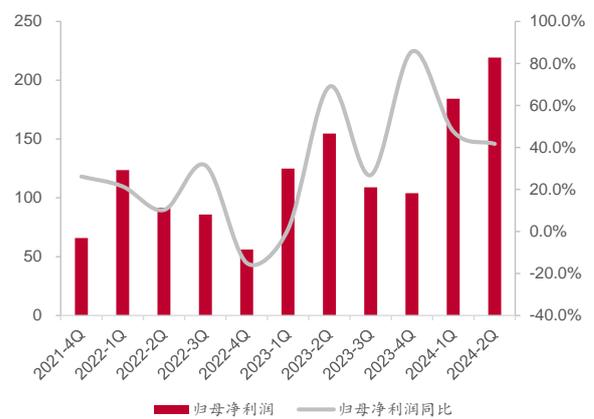
图表 3：心脉医疗分季度财务数据（百万元）

	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q	2024-2Q
营业收入	174.47	257.88	200.92	205.45	232.25	285.59	336.03	266.84	298.74	358.08	429.09
营收同比增长	22.81%	30.59%	21.91%	38.93%	33.12%	10.75%	67.25%	29.88%	28.63%	25.38%	27.69%
营收环比增长	17.98%	47.81%	-22.09%	2.25%	13.04%	22.97%	17.66%	-20.59%	11.95%	19.86%	19.83%
营业成本	43.96	57.20	52.94	51.89	60.48	69.30	73.05	63.23	73.99	84.09	100.32
营业费用	23.97	20.12	14.42	25.75	43.71	25.07	38.17	25.88	41.03	26.58	35.81
管理费用	11.24	10.38	8.74	10.51	16.39	13.19	13.98	11.65	16.20	12.59	15.72
财务费用	-2.32	-2.50	-3.07	-5.2	-0.14	-1.43	-3.55	-2.04	-1.39	-4.36	-4.22
营业利润	70.51	141.41	109.09	98.7	66.02	144.53	182.73	125.97	120.63	217.77	254.97
利润总额	70.37	141.22	109.11	98.27	65.3	144.93	180.91	125.96	120.47	216.76	254.39
所得税	5.69	19.15	18.03	13.55	11.12	21.38	27.09	18.48	18.10	33.89	37.68
归母净利润	65.87	123.49	91.55	85.85	56	124.84	154.69	108.90	104.01	184.30	219.23
归母净利润同比	26.16%	21.44%	10.27%	31.51%	-14.98%	1.09%	68.97%	26.85%	85.73%	47.63%	41.72%

来源：wind，中泰证券研究所

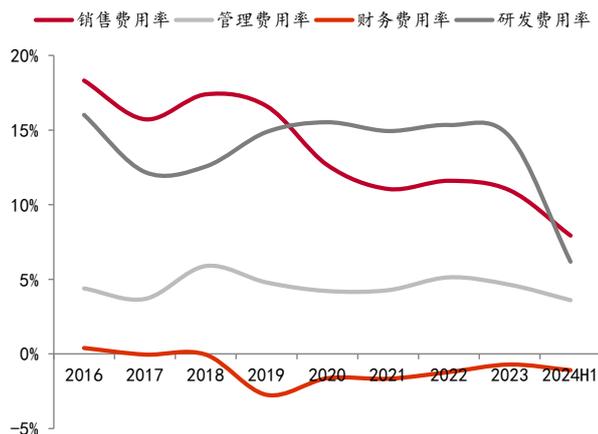
图表 4：心脉医疗分季度营业收入变化（百万）


来源：wind，中泰证券研究所

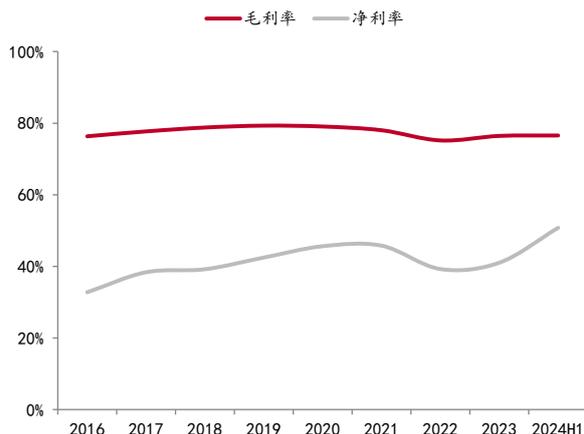
图表 5：心脉医疗分季度归母净利润变化（百万）


来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：心脉医疗期间费用率变化情况
图表 7：心脉医疗盈利能力变化



来源: wind, 中泰证券研究所



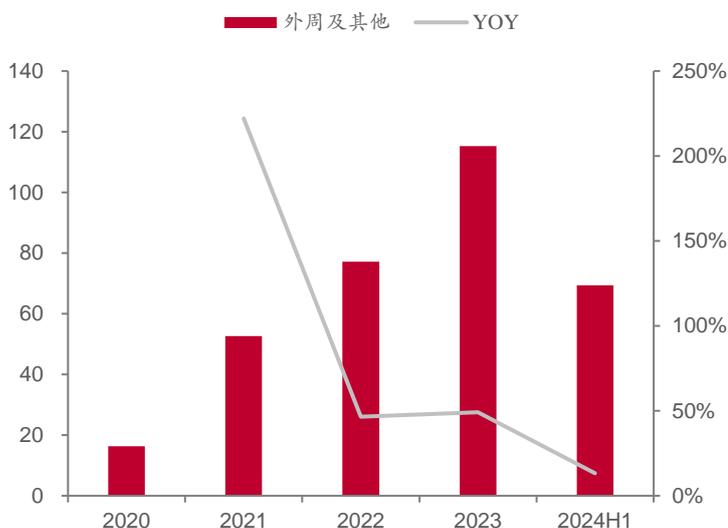
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 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 9: 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 10: 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

图表 11：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)	3.99	5.32	6.77	8.53
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	3.99	5.32	6.77	8.53
					每股经营现金流	4.53	4.41	6.41	8.04
					每股净资产	31.18	36.35	42.99	51.38
					估值比率				
					P/E	21	16	12	10
					P/B	3	2	2	2
					EV/EBITDA	30	25	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。本报告仅供本公司的客户使用。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。