

佰仁医疗 (688198) 2024年三季度报点评

业绩增长稳健, 高度重视研发成长后劲充足

2024年10月31日

【投资要点】

- ◆ **事件:** 2024年10月29日, 公司发布三季度财报, 截至2024年三季度, 公司实现营业收入2.92亿元, 同比增长13.57%; 其中2024Q3营收1.02亿元, 同比+13.25%, 环比-11.17%。
- ◆ **业绩增长稳健, 高度重视研发成长后劲充足。收入端:** 公司2024Q1-Q3营收2.92亿元, 同比+13.57%, 分板块来看, 心脏瓣膜置换与修复治疗、先天性心脏病介入治疗、外科软组织修复三个板块主营业务收入同比分别增长14.78%、10.82%、14.33%, 其中, 人工生物心脏瓣膜实现收入8,749.25万元, 同比增长15.54%。其中2024Q3营收1.02亿元, 同比+13.25%, 环比-11.17%, 我们判断收入同环比较快增长主要受益于心脏瓣膜产品增长强劲助力销售收入提升。预计2024Q4随着血管生物补片、介入主动脉瓣系统等新产品挂网、进院等上市准入及推广工作的逐步推进, 相关产品的销售将有望推动公司收入增速显著提升, 维持公司全年营业收入同比增长30%-40%的指引。
毛利率: 公司2024Q1-Q3毛利率为88.56%, 同比-1.12pct, 其中2024Q3毛利率为87.24%, 同比-3.72pct, 环比-2.03pct, 我们判断毛利率同环比下降主要受行业环境的影响。
费用端: 公司2024Q1-Q3销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率为27.96%、7.67%、37.28%、-1.29%, 同比-4.41pct、-1.27pct、12.78pct、-1.14pct, 我们判断销售费用率明显下降, 研发费用率提升显著主要受产品结构影响, 在研项目投入加大, 研发费用前置, 落地推广预计后续接力。
利润端: 公司2024Q1-Q3归母净利润0.59亿元, 同比-16.56%, 其中2024Q3归母净利润0.24亿元, 同比-10.04%, 环比-12.53%, 我们判断公司2024Q1-Q3业绩同环比承压主要系研发费用前置影响, 后续待相关产品落地上市, 业绩潜力有望释放。
- ◆ **系列化产品开发优势渐显, 后续产品上市有望持续贡献业绩增量。** 剔除股份支付费用影响, 前三个季度研发费用10,658.67万元, 同比增长86.98%, 占营业收入的比例为36.46%。截至2024Q3公司加速推进新产品布局的注册落地, 研发持续发力和加大投入, 在研各项产品进展顺利: 1) **心脏瓣膜置换板块:** 介入治疗领域, 介入主动脉瓣系统获批; 介入瓣中瓣系统预期将于近期审结; 介入肺动脉瓣即将提

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

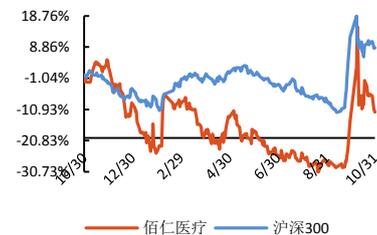
增持 (首次)

东方财富证券研究所

证券分析师: 王昉朝

证书编号: S1160524090005

相对指数表现



基本数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总市值 (百万元) | 16439.33 |
| 流通市值 (百万元) | 16439.33 |
| 52周最高/最低 (元) | 166.00/92.55 |
| 52周最高/最低 (PE) | 202.51/115.47 |
| 52周最高/最低 (PB) | 18.00/10.81 |
| 52周涨幅 (%) | -11.81 |
| 52周换手率 (%) | 47.36 |

相关研究

交产品注册；分体式介入瓣系统动物试验进展顺利。公司瓣膜病全生命周期管理理念得到有力产品支撑。2) **外科软组织修复板块**：眼科生物补片已申报注册；消化外科生物补片即将提交产品注册；此外公司自研的国内首款血管生物补片也已获批。公司植介入材料和器械原研创新平台优势突显，核心竞争力稳步增强，后续随产品上市落地，有望持续贡献业绩增量。

- ◆ **医美抗衰板块最新进展，成立植介入金属材料加工研发中心领先进入 TAVR3.0 分体时代**：胶原蛋白作为分体介入瓣锚定支架覆膜涂层用材料，可加快瓣膜锚定支架植入后的内膜化，同时亦可用于医美行业平皱填充剂，公司依据平台技术持续拓展产品线，于 2023 年 1 月成立北京艾佰瑞生物，开发 3 款胶原蛋白填充剂。2024 年 10 月 29 日，公司胶原纤维填充剂-I 注册申请获得受理，II 和 III 型两款产品分别于 2024 年的 1 月和 5 月完成临床试验全部受试者入组，初步获得的临床试验结果验证了产品设计的有效和安全，待完成全部 1 年随访后陆续提交注册申报。此外公司前瞻布局划时代产品——分体式介入瓣系列产品，为单一瓣位原发病变的外科手术换瓣有风险的患者及多个瓣位的瓣膜病损患者提供全生命周期的治疗方案。已正式启动以注册为目标的长期动物原位植入试验，目前进展顺利。同步成立了植介入金属材料加工研发中心，加快分体式介入瓣系列产品研发以及未来产品配套，加速向 TAVR3.0 时代迈进。

【投资建议】

- ◆ 我们看好公司在传统产品领域市占率持续提升，及 TAVR 板块介入和外科产品开拓对营收的拉动，综合考虑国内心脏外科手术需求提速以及二次换瓣人群扩大等的影响，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 5.15/6.61/7.74 亿元，归母净利分别为 1.17/2.07/2.68 亿元，EPS 分别为 0.85/1.51/1.95 元，对应 2024 年 10 月 31 日 119.65 元/股收盘价，PE 为 140.73/79.44/61.42 倍，考虑到公司极高技术护城河具备稀缺性，给予“增持”评级。

盈利预测

| 项目\年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 370.64 | 514.98 | 661.02 | 774.22 |
| 增长率(%) | 25.57% | 38.94% | 28.36% | 17.12% |
| EBITDA（百万元） | 117.04 | 182.37 | 291.91 | 367.57 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 115.21 | 116.81 | 206.93 | 267.67 |
| 增长率(%) | 21.11% | 1.39% | 77.15% | 29.35% |
| EPS(元/股) | 0.85 | 0.85 | 1.51 | 1.95 |
| 市盈率 (P/E) | 146.51 | 140.73 | 79.44 | 61.42 |
| 市净率 (P/B) | 14.32 | 12.53 | 10.82 | 9.20 |
| EV/EBITDA | 142.90 | 88.45 | 54.90 | 43.10 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 新产品研发进度不达预期；
- ◆ 产品销售情况不及预期；
- ◆ 带量采购政策变动风险。

资产负债表 (百万元)

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 679.22 | 738.03 | 891.35 | 1111.01 |
| 货币资金 | 295.31 | 321.56 | 426.32 | 607.62 |
| 应收及预付 | 102.25 | 127.24 | 166.20 | 195.00 |
| 存货 | 34.90 | 42.02 | 50.31 | 59.00 |
| 其他流动资产 | 246.76 | 247.21 | 248.53 | 249.38 |
| 非流动资产 | 647.80 | 713.41 | 780.38 | 838.09 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 75.92 | 46.54 | 9.97 | -36.00 |
| 在建工程 | 190.24 | 243.48 | 302.16 | 357.42 |
| 无形资产 | 92.76 | 122.99 | 154.33 | 188.05 |
| 其他长期资产 | 288.89 | 300.40 | 313.92 | 328.61 |
| 资产总计 | 1327.01 | 1451.44 | 1671.73 | 1949.10 |
| 流动负债 | 80.58 | 90.65 | 110.70 | 129.49 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付及预收 | 51.52 | 53.90 | 67.28 | 79.21 |
| 其他流动负债 | 29.06 | 36.75 | 43.42 | 50.28 |
| 非流动负债 | 57.89 | 57.89 | 57.89 | 57.89 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 57.89 | 57.89 | 57.89 | 57.89 |
| 负债合计 | 138.47 | 148.54 | 168.58 | 187.38 |
| 实收资本 | 136.58 | 137.40 | 137.40 | 137.40 |
| 资本公积 | 803.27 | 803.27 | 803.27 | 803.27 |
| 留存收益 | 253.40 | 370.21 | 577.14 | 844.81 |
| 归属母公司股东权益 | 1194.61 | 1312.24 | 1519.17 | 1786.84 |
| 少数股东权益 | -6.06 | -9.34 | -16.03 | -25.12 |
| 负债和股东权益 | 1327.01 | 1451.44 | 1671.73 | 1949.10 |

利润表 (百万元)

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 370.64 | 514.98 | 661.02 | 774.22 |
| 营业成本 | 37.64 | 45.58 | 53.67 | 63.41 |
| 税金及附加 | 2.11 | 2.87 | 3.73 | 4.36 |
| 销售费用 | 100.73 | 144.19 | 189.77 | 218.46 |
| 管理费用 | 31.24 | 42.57 | 54.75 | 64.27 |
| 研发费用 | 98.81 | 193.12 | 185.09 | 193.55 |
| 财务费用 | -0.07 | -0.68 | -0.68 | -0.68 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 1.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 16.87 | 29.27 | 36.81 | 42.10 |
| 资产处置收益 | 0.06 | 0.05 | 0.07 | 0.09 |
| 其他收益 | 4.19 | 6.23 | 7.49 | 8.97 |
| 营业利润 | 120.82 | 122.87 | 219.06 | 281.99 |
| 营业外收入 | 0.31 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 1.11 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 120.02 | 122.87 | 219.06 | 281.99 |
| 所得税 | 10.61 | 9.34 | 18.82 | 23.41 |
| 净利润 | 109.41 | 113.53 | 200.24 | 258.58 |
| 少数股东损益 | -5.80 | -3.28 | -6.69 | -9.09 |
| 归属母公司净利润 | 115.21 | 116.81 | 206.93 | 267.67 |
| EBITDA | 117.04 | 182.37 | 291.91 | 367.57 |

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 141.17 | 118.76 | 201.80 | 274.12 |
| 净利润 | 109.41 | 113.53 | 200.24 | 258.58 |
| 折旧摊销 | 14.23 | 56.90 | 66.84 | 77.17 |
| 营运资金变动 | 26.42 | -22.48 | -28.52 | -19.57 |
| 其它 | -8.89 | -29.20 | -36.76 | -42.06 |
| 投资活动现金流 | 79.30 | -93.20 | -96.92 | -92.70 |
| 资本支出 | -128.32 | -122.46 | -133.73 | -134.79 |
| 投资变动 | -43.28 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 250.90 | 29.27 | 36.81 | 42.10 |
| 筹资活动现金流 | -53.54 | 0.70 | -0.12 | -0.12 |
| 银行借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 债券融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 16.90 | 0.82 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -70.44 | -0.12 | -0.12 | -0.12 |
| 现金净增加额 | 166.92 | 26.26 | 104.75 | 181.30 |
| 期初现金余额 | 127.66 | 295.31 | 321.56 | 426.32 |
| 期末现金余额 | 294.58 | 321.56 | 426.32 | 607.62 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长 | 25.57% | 38.94% | 28.36% | 17.12% |
| 营业利润增长 | 12.47% | 1.70% | 78.28% | 28.73% |
| 归属母公司净利润增长 | 21.11% | 1.39% | 77.15% | 29.35% |
| 获利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 89.84% | 91.15% | 91.88% | 91.81% |
| 净利率 | 29.52% | 22.05% | 30.29% | 33.40% |
| ROE | 9.64% | 8.90% | 13.62% | 14.98% |
| ROIC | 7.81% | 8.81% | 13.58% | 15.01% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 10.43% | 10.23% | 10.08% | 9.61% |
| 净负债比率 | - | - | - | - |
| 流动比率 | 8.43 | 8.14 | 8.05 | 8.58 |
| 速动比率 | 6.14 | 6.00 | 6.18 | 6.88 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.28 | 0.35 | 0.40 | 0.40 |
| 应收账款周转率 | 4.44 | 4.88 | 4.76 | 4.74 |
| 存货周转率 | 10.62 | 12.26 | 13.14 | 13.12 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.85 | 0.85 | 1.51 | 1.95 |
| 每股经营现金流 | 1.03 | 0.86 | 1.47 | 2.00 |
| 每股净资产 | 8.69 | 9.55 | 11.06 | 13.01 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 146.51 | 140.73 | 79.44 | 61.42 |
| P/B | 14.32 | 12.53 | 10.82 | 9.20 |
| EV/EBITDA | 142.90 | 88.45 | 54.90 | 43.10 |

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。