

24 年业绩符合预期，新品上市带动长期增长

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报，实现收入 5.02 亿 (+35.4%)，归母净利润 1.46 亿元 (+27%)。同日，发布 2025 年一季报，实现收入 1 亿 (+31.3%)，归母净利润 3251 万元 (+290.7%)。2024 年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，24 年业绩符合预期。
- **24 年业绩符合预期，新品上市带动长期增长。**分季度看，2024Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入分别为 0.8/1.1/1/2.1 亿元 (+17.5%/+11.3%/+13.3%/+85%)，单季度归母净利润分别为 0.08/0.27/0.24/0.88 亿元 (-28.9%/-17.4%/-10%/95.4%)。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，毛利率为 88.3% (-1.5pp)，系低毛利产品占比提升、脑膜集采降价以后拉低整体毛利率、以及新产品上市致使部分板块产品成本增加，毛利出现小幅变化。销售费用率 24.3% (-2.9pp)，剔除股份支付费用影响后研发费用率 29.6%，研发费用率增长较为明显，研发管线布局丰富，球扩 TAVR 放量在即，预计多款重磅产品会在 25-26 年上市，对公司的业绩产生较大的贡献。
- **24 年各业务线均实现稳健增长。**分业务看，2024 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 64.3%，其中人工生物心脏瓣膜产品销售额同比增长 75.06%，核心产品市场占有率稳居前列。2) 先天性心脏病介入治疗同比增长 15.2%；3) 外科软组织修复板块分别同比增长 20%，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。**2024 年公司按既定战略继续夯实基础研究，持续加大投入实验室和研发团队建设，加快推进十余项在研产品的研发和多项进入临床试验阶段产品如期完成入组和结题。报告期研发费用约为 1.51 亿元，同比增长 53.26%，占营业收入的比例为 30.17%，研发投入持续保持在较高水平。持续研发投入已取得显著成果，先后获得“血管生物补片”“心脏瓣膜生物补片”和“经导管主动脉瓣系统”三项新产品注册；“经导管瓣中瓣系统”创新产品的注册也即将完成审评审批。“眼科生物补片”“胶原纤维填充剂-1”以及“心包膜”三个均为填补空白的产品提交注册申请并获受理；“介入肺动脉瓣及输送系统”作为创新通道产品已提交注册；此外，消化外科生物补片、心外射频消融治疗系统、卵圆孔未闭封堵器均已完成临床试验，待陆续提交注册申请。正在进行临床试验的创新产品“微创心肌切除系统”临床试验入组即将完成，临床效果显著。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年归母净利润 1.9、2.6、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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	501.88	658.60	940.13	1174.65
增长率	35.41%	31.23%	42.75%	24.95%
归属母公司净利润(百万元)	146.33	190.76	260.57	278.33
增长率	27.02%	30.36%	36.60%	6.82%
每股收益 EPS(元)	1.07	1.39	1.90	2.03
净资产收益率 ROE	10.57%	13.53%	5.96%	14.97%
PE	108	83	61	57
PB	12.64	11.21	9.69	8.51

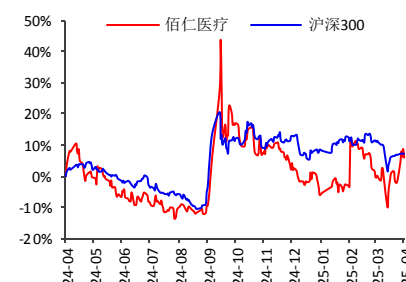
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：陈辰
执业证号：S1250524120002
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)	92.55-166.00
总市值(亿元)	158.39
总资产(亿元)	14.73
每股净资产(元)	9.37

相关研究

1. 佰仁医疗 (688198)：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 (2024-08-26)
2. 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)

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，预计整体业绩会有长期增长。另外，限位可扩张外科瓣 23 年 8 月获批，球扩 TAVR 和心脏瓣膜补片 24 年获批上市，经导管介入瓣中瓣系统的创新产品的注册也将于近日完成审评审批，新品逐步放量。另外预计 TAVR 相关集采将在 26 年开展，因此预计短期内对相关产品的毛利率有所影响。预计 2025-2027 年收入分别上涨 47%、47%、19%，毛利率预计为 92%、92%、85%。

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 2025-2027 年销量分别上涨 16%、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，眼科生物补片、胶原纤维填充剂-1 以及心包膜三个均为填补空白的产品提交注册申请并获受理，预计 25 年底新品上市后也将再 26 年贡献收入。因此预计 2025-2027 年销量分别上涨 21%、61%、42%，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 2025-2027 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		2024	2025E	2026E	2027E
心脏瓣膜置换与修复治疗	收入	229	336	493	587
	增速	64.3%	46.6%	46.6%	19.2%
	毛利率	91.7%	91.7%	91.7%	85.0%
先天性心脏病植(介)入治疗	收入	135	156	179	206
	增速	15.2%	15.9%	15.0%	14.8%
	毛利率	88.7%	88.7%	88.7%	88.7%
外科软组织修复	收入	136	165	265	378
	增速	19.9%	20.9%	61.0%	42.3%
	毛利率	82.9%	83.0%	83.0%	83.0%
其他	收入	2	2	3	4
	增速	120.5%	24.2%	50.0%	33.3%
	毛利率	45.3%	45.0%	45.0%	45.0%
合计	收入	502	659	940	1,175
	增速	35.4%	31.2%	42.7%	24.9%
	毛利率	88.3%	88.7%	88.5%	84.9%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	501.88	658.60	940.13	1174.65	净利润	132.14	190.76	260.57	278.33
营业成本	58.52	74.61	107.89	177.73	折旧与摊销	21.98	29.22	32.10	34.67
营业税金及附加	4.20	3.95	5.64	7.05	财务费用	-6.84	-5.00	-5.00	-4.00
销售费用	121.96	158.55	229.89	285.07	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	32.96	42.85	59.99	77.98	经营营运资本变动	-56.31	-27.08	-61.61	-33.19
财务费用	-6.84	-5.00	-5.00	-4.00	其他	45.26	-15.38	-17.10	-20.32
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	136.23	172.51	208.97	255.50
投资收益	10.01	20.00	20.00	20.00	资本支出	-210.20	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.74	0.00	0.00	0.00	其他	-66.03	155.87	20.00	20.00
其他经营损益	5.33	10.00	10.00	10.00	投资活动现金流净额	-276.23	105.87	-30.00	-30.00
营业利润	153.22	216.77	296.10	316.29	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.43	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	150.79	216.77	296.10	316.29	股权融资	20.60	0.00	0.00	0.00
所得税	18.64	26.01	35.53	37.95	支付股利	-109.26	-29.27	-38.15	-52.11
净利润	132.14	190.76	260.57	278.33	其他	-10.37	0.67	5.00	4.00
少数股东损益	-14.19	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-99.03	-28.60	-33.15	-48.11
归属母公司股东净利润	146.33	190.76	260.57	278.33	现金流量净额	-239.03	249.78	145.82	177.39
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	56.01	305.79	451.61	628.99	成长能力				
应收和预付款项	161.25	201.31	291.90	384.12	销售收入增长率	35.41%	31.23%	42.75%	24.95%
存货	52.74	67.24	95.23	159.17	营业利润增长率	26.82%	41.48%	36.60%	6.82%
其他流动资产	320.80	187.05	190.84	194.01	净利润增长率	20.78%	44.36%	36.60%	6.82%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	27.09%	43.14%	34.12%	7.35%
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	423.74	457.06	487.51	515.38	毛利率	88.34%	88.67%	88.52%	84.87%
无形资产和开发支出	129.45	118.79	108.14	97.48	三费率	29.51%	29.82%	30.30%	30.57%
其他非流动资产	286.85	284.97	283.08	281.19	净利率	26.33%	28.96%	27.72%	23.69%
资产总计	1430.85	1622.21	1908.30	2260.34	ROE	10.57%	13.53%	15.96%	14.97%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.24%	11.76%	13.65%	12.31%
应付和预收款项	99.82	132.68	190.85	305.09	ROIC	23.57%	26.75%	32.83%	31.56%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	33.55%	36.59%	34.38%	29.54%
其他负债	80.46	79.15	84.66	96.23	营运能力				
负债合计	180.28	211.83	275.51	401.32	总资产周转率	0.36	0.43	0.53	0.56
股本	137.40	137.40	137.40	137.40	固定资产周转率	2.44	1.82	2.30	2.64
资本公积	823.05	823.05	823.05	823.05	应收账款周转率	4.78	4.76	4.96	4.67
留存收益	290.47	451.96	674.37	900.59	存货周转率	1.34	1.24	1.31	1.38
归属母公司股东权益	1252.60	1412.41	1634.82	1861.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.30%	—	—	—
少数股东权益	-2.03	-2.03	-2.03	-2.03	资本结构				
股东权益合计	1250.57	1410.38	1632.80	1859.02	资产负债率	12.60%	13.06%	14.44%	17.75%
负债和股东权益合计	1430.85	1622.21	1908.30	2260.34	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.17	5.22	4.91	4.07
					速动比率	4.71	4.76	4.46	3.60
					股利支付率	74.67%	15.34%	14.64%	18.72%
					每股指标				
					每股收益	1.07	1.39	1.90	2.03
					每股净资产	9.12	10.28	11.90	13.55
					每股经营现金	0.99	1.26	1.52	1.86
					每股股利	0.80	0.21	0.28	0.38
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	168.36	240.99	323.20	346.96					
PE	108.24	83.03	60.79	56.91					
PB	12.64	11.21	9.69	8.51					
PS	31.56	24.05	16.85	13.48					
EV/EBITDA	91.12	62.61	46.23	42.55					
股息率	0.69%	0.18%	0.24%	0.33%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

西南证券研究院

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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@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
	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	资深销售经理	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
	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn