

业务稳健成长，新品快速放量

——佰仁医疗 24 年报及 25 年一季报点评

核心观点

- 事件：**24 年公司实现收入 5.02 亿元，同比+35.41%，归母净利润 1.46 亿元，同比+27.02%。25 年一季度实现收入 1.00 亿元，同比+31.30%，归母净利润 0.33 亿元，同比+290.69%。24 年以来收入快速增长，主要系原有产品销售稳定增长同时新上市产品销售贡献显著，25 年一季度利润大幅增长，主要系临床试验阶段研发项目陆续完成入组和结题，研发费用及其占营业收入比例下降，同时政府补助增加所致。
- 三大业务板块并进，新品销售快速放量。**按产品拆分看，24 年心脏瓣膜置换与修复治疗板块实现收入 2.29 亿元，同比+64.28%，其中，人工生物心脏瓣膜收入同比+75.06%，核心产品市占率位居前列，先天性心脏病介入治疗及外科软组织修复板块分别同比增长 15.24%、19.89%。随着多款新品推进各省市挂网定价和进院，其销售增长稳步提速，尤其是心脏瓣膜置换与修复领域，国产替代加速势头显现。
- 成本费用控制良好，扣非净利率仍有提升。**24 年公司实现毛利率 88.34%（同比-1.5pct），主要系新产品上市导致部分板块产品成本增加，扣非净利率 28.31%（同比+0.4pct），仍有提升。从费用端看，剔除股份支付费用后，销售费用率为 21.83%（同比+0.1pct），基本保持稳定，管理费用率为 6.46%（同比-1.7pct），进一步得到控制，研发费用率为 29.55%（同比+4.2pct），加大研发投入。
- 研发项目进展顺利，产品布局持续完善。**公司 24 年研发投入达 1.51 亿元，营收占比达 30.17%（同比+3.51pct），持续研发投入取得显著成果，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，特别是经导管主动脉瓣系统作为公司首款获批的介入瓣产品，进一步完善瓣膜病患者产品布局。25Q1 以来研发项目快速推进，介入肺动脉瓣及输送系统、消化外科生物补片提交注册，复杂先心带瓣补片受理注册，心外射频消融治疗系统，卵圆孔未闭封堵器待陆续提交注册申请，产品梯队有望不断接力，保障公司未来盈利能力持续提升。

盈利预测与投资建议

- 根据 2024 年报，我们上调收入和费用预测，下调毛利率预测，调整公司 2025-2027 年每股收益分别为 1.42、1.89、2.46（2025-2026 原预测为 1.54、2.05）元，根据 DCF 估值法给予目标价格 126.56 元，维持“买入”评级。
- 风险提示**

研发失败导致的风险；产品销售不及预期；带量采购、竞争加剧等导致的价格下滑；瓣膜市占率不及预期；相关产品注册上市进度不及预期的风险等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	371	502	681	898	1,136
同比增长(%)	25.6%	35.4%	35.7%	31.8%	26.5%
营业利润(百万元)	121	153	228	304	394
同比增长(%)	12.5%	26.8%	49.0%	33.1%	29.9%
归属母公司净利润(百万元)	115	146	195	260	337
同比增长(%)	21.1%	27.0%	33.2%	33.2%	29.9%
每股收益(元)	0.84	1.07	1.42	1.89	2.45
毛利率(%)	89.8%	88.3%	88.0%	87.9%	87.7%
净利率(%)	31.1%	29.2%	28.6%	28.9%	29.7%
净资产收益率(%)	10.0%	12.0%	14.4%	16.5%	18.0%
市盈率	130.3	102.6	77.0	57.8	44.5
市净率	12.6	12.0	10.4	8.8	7.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年05月21日）	109.23 元
目标价格	126.56 元
52 周最高价/最低价	166/92.55 元
总股本/流通 A 股（万股）	13,740/13,740
A 股市值（百万元）	15,008
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 05 月 21 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.52	-3.96	3.11	-0.73
相对表现%	0.16	-7.43	4.67	-7.26
沪深 300%	-0.68	3.47	-1.56	6.53



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

联系人

陆佳晶 lujiajing@orientsec.com.cn

相关报告

业绩稳健，研发管线进入收获期：——佰仁医疗 2024 中报点评 2024-08-23
业绩增长韧性强，在研管线持续获证中：——佰仁医疗 2023 年年报&2024 年一季报点评 2024-04-28
限位可扩外科瓣获批具备里程碑意义，公司进入全新发展阶段：——关于公司创新产品限位可扩外科瓣获批注册的点评 2023-08-11

表 1：估值假设主要参数

所得税税率 T	25.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	1.70%
无杠杆影响的 β 系数	1.18
考虑杠杆因素的 β 系数	1.18
市场收益率 Rm	8.64%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	9.91%
债务比率 D/(D+E)	0.19%
债务利率 rd	3.50%
WACC	9.90%

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：FCFF 目标价敏感性分析（元）

		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	7.90%	170.14	183.61	202.58	231.29	279.81
	8.40%	152.86	163.36	177.76	198.70	231.96
	8.90%	138.11	146.40	157.48	173.10	196.73
	9.40%	125.43	132.02	140.68	152.53	169.78
	9.90%	114.44	119.73	126.56	135.70	148.58
	10.40%	104.84	109.13	114.57	121.71	131.49
	10.90%	96.42	99.91	104.29	109.92	117.48
	11.40%	89.00	91.86	95.40	99.89	105.80
	11.90%	82.41	84.77	87.65	91.27	95.93

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	295	56	102	216	501
应收票据、账款及款项融资	86	133	151	206	262
预付账款	16	26	34	44	57
存货	35	53	77	101	129
其他	247	322	343	365	387
流动资产合计	679	591	707	932	1,337
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	76	336	343	296	210
在建工程	190	88	132	166	192
无形资产	93	112	185	234	261
其他	289	304	286	295	290
非流动资产合计	648	840	947	991	953
资产总计	1,327	1,431	1,654	1,922	2,290
短期借款	0	0	24	0	0
应付票据及应付账款	52	66	102	136	169
其他	29	48	19	20	20
流动负债合计	81	114	146	156	189
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	58	66	66	66	66
非流动负债合计	58	66	66	66	66
负债合计	138	180	212	222	255
少数股东权益	(6)	(2)	(3)	(5)	(8)
实收资本（或股本）	137	137	137	137	137
资本公积	803	823	823	823	823
留存收益	253	290	485	745	1,082
其他	1	2	0	0	0
股东权益合计	1,189	1,251	1,442	1,700	2,035
负债和股东权益总计	1,327	1,431	1,654	1,922	2,290

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	109	132	194	258	335
折旧摊销	12	22	145	195	243
财务费用	(0)	(7)	(0)	(1)	(3)
投资损失	(17)	(10)	(10)	(5)	0
营运资金变动	(17)	(42)	(40)	(55)	(65)
其它	54	41	11	(13)	(1)
经营活动现金流	141	136	299	378	509
资本支出	(130)	(208)	(268)	(228)	(208)
长期投资	6	0	0	0	0
其他	204	(69)	(9)	(14)	(19)
投资活动现金流	79	(276)	(277)	(242)	(227)
债权融资	1	1	0	0	0
股权融资	45	21	0	0	0
其他	(99)	(121)	24	(23)	3
筹资活动现金流	(54)	(99)	24	(23)	3
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0
现金净增加额	167	(239)	46	114	285

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	371	502	681	898	1,136
营业成本	38	59	82	109	140
销售费用	101	122	146	188	236
管理费用	31	33	43	56	68
研发费用	99	151	195	246	297
财务费用	(0)	(7)	(0)	(1)	(3)
资产、信用减值损失	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	3	3	3
投资净收益	17	10	10	5	0
其他	2	1	(0)	(4)	(8)
营业利润	121	153	228	304	394
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	120	151	228	303	394
所得税	11	19	34	45	59
净利润	109	132	194	258	335
少数股东损益	(6)	(14)	(1)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	115	146	195	260	337
每股收益（元）	0.84	1.07	1.42	1.89	2.45

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	25.6%	35.4%	35.7%	31.8%	26.5%
营业利润	12.5%	26.8%	49.0%	33.1%	29.9%
归属于母公司净利润	21.1%	27.0%	33.2%	33.2%	29.9%
获利能力					
毛利率	89.8%	88.3%	88.0%	87.9%	87.7%
净利率	31.1%	29.2%	28.6%	28.9%	29.7%
ROE	10.0%	12.0%	14.4%	16.5%	18.0%
ROIC	9.6%	10.5%	14.2%	16.2%	17.8%
偿债能力					
资产负债率	10.4%	12.6%	12.8%	11.6%	11.1%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	8.43	5.17	4.85	5.97	7.07
速动比率	8.00	4.71	4.32	5.32	6.39
营运能力					
应收账款周转率	5.2	4.9	5.0	5.0	4.8
存货周转率	1.1	1.3	1.3	1.2	1.2
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	0.84	1.07	1.42	1.89	2.45
每股经营现金流	1.03	0.99	2.18	2.75	3.70
每股净资产	8.69	9.12	10.52	12.41	14.87
估值比率					
市盈率	130.3	102.6	77.0	57.8	44.5
市净率	12.6	12.0	10.4	8.8	7.3
EV/EBITDA	111.8	87.9	39.6	29.7	23.3
EV/EBIT	122.6	101.1	64.9	48.9	37.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。