

688198.SH

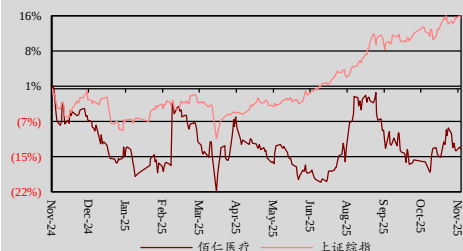
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 108.83

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	1.7	3.3	(11.2)	(13.5)
相对上证综指	(21.0)	0.6	(20.9)	(28.9)

发行股数 (百万)	137.75
流通股 (百万)	137.75
总市值 (人民币 百万)	14,991.13
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	70.51
主要股东持股比例	
金磊	61.05%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 11 月 11 日收市价为标准

佰仁医疗

Q3 收入端保持快速增长，期待新产品持续放量

公司公布三季报，前三季度公司实现营业收入 3.82 亿元，同比增长 30.58%，归母净利润为 0.93 亿元，同比增长 57.93%，扣非归母净利润为 0.80 亿元，同比增长 44.84%；单季度方面，第三季度实现营业收入 1.34 亿元，同比增长 31.54%，归母净利润为 0.21 亿元，同比减少 9.39%，扣非归母净利润为 0.19 亿元，同比减少 17.72%。考虑到公司新产品处于放量阶段，同时公司研发持续投入，未来仍有望持续有多个新产品获批，我们看好公司未来的发展前景，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **第三季度营收依然保持较快增速，销售费用率有所提高。**从收入端看，公司第三季度收入增速仍然维持相对较快的水平，与前三季度整体营收增速基本相当，前三季度结构性心脏病板块营收同比增长 42.34%，其中人工生物心脏瓣膜实现收入 1.67 亿元，同比增长 89.83%，我们推测主要由公司介入瓣产品放量拉动；公司第三季销售费用有所增加，第三季度销售费用率为 31.86%，较去年同期提高 4.19 个百分点，管理费用率为 8.25%，较去年同期提高 0.87 个百分点，研发费用率为 32.52%，较去年同期提高 1.11 个百分点，销售费用率提高水平较大，我们推测一方面，公司独家产品介入瓣中瓣于今年上半年获批，目前正处于进院阶段，使销售费用有所提高；另一方面，从过去公司季度营收看，瓣膜手术三季度属于手术淡季，产品进院销售费用的增加也进一步使公司销售费用率的上升幅度更为明显，预计后续随着四季度瓣中瓣产品的放量销售，公司费用率有望逐步回归正常水平。
- **研发投入持续增加，多产品进入注册受理后评审发补回复阶段。**公司前三季度研发费用为 1.18 亿元，占营业收入的比重为 30.81%，仍然处于较高水平。按照公司 25 年战略规划，公司拟计划注册 12 项产品，截止到前三季度，公司已有 8 项产品进入注册受理后评审和发补回复阶段，未来伴随新产品的逐步获批，公司经营有望持续向上。
- **胶原-I 临近获批节点，有望为公司带来新的业绩增量。**根据公司 24 年 10 月 29 日公告，公司胶原纤维填充剂-I 已经获得注册申请受理，从时间上来看，近期有望进入获批上市的节点，公司胶原-I 由两条 $\alpha 1(I)$ 链和一条 $\alpha 2(I)$ 链组成三条 α 肽链，形成有序缠绕的三股螺旋结构，这种结构对于胶原蛋白在细胞外间质中实现细胞与细胞之间相互作用和作为组织骨架所提供的微环境，对促进组织修复再生至关重要。除此之外，公司在胶原-I 的基础上，进一步研发了胶原-II 和胶原-III，截至今年上半年，胶原-II 已获得国家药品监督管理局受理，胶原-III 已完成全部临床随访，未来随着公司胶原产品的陆续上市，有望为公司带来新的业绩增量。

估值

- 我们维持预测公司 2025-2027 年归母净利润为 2.35/3.26/4.51 亿元，对应 EPS 分别为 1.71/2.37/3.27 元，当前股价对应估值分别为 63.7/45.9/33.2x，考虑到公司新产品处于放量阶段，同时公司研发持续投入，未来仍有望持续有多个新产品获批，我们看好公司未来的发展前景，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 新产品销售不达预期；新产品包括胶原产品获批不达预期；费用水平不达预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	371	502	690	940	1,310
增长率(%)	25.6	35.4	37.5	36.3	39.3
EBITDA(人民币 百万)	113	156	286	387	535
归母净利润(人民币 百万)	115	146	235	326	451
增长率(%)	21.1	27.0	60.8	38.7	38.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.84	1.06	1.71	2.37	3.27
市盈率(倍)	147.6	102.4	63.7	45.9	33.2
市净率(倍)	14.2	12.0	11.4	10.8	10.0
EV/EBITDA(倍)	144.3	92.6	50.9	37.3	27.3
每股股息 (人民币)	0.8	0.8	1.3	1.8	2.5
股息率(%)	0.6	0.7	1.2	1.6	2.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

相关研究报告

《佰仁医疗》20250429
《佰仁医疗》20241031
《佰仁医疗》20240822

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：医疗器械

证券分析师：刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090004

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	371	502	690	940	1,310
营业收入	371	502	690	940	1,310
营业成本	38	59	64	92	127
营业税金及附加	2	4	4	4	5
销售费用	101	122	166	226	314
管理费用	31	33	41	56	79
研发费用	99	151	166	226	314
财务费用	0	(7)	4	4	9
其他收益	4	5	4	5	8
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	1	1	1
投资收益	17	10	10	15	15
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	121	153	259	352	483
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	120	151	256	349	481
所得税	11	19	21	23	30
净利润	109	132	235	326	451
少数股东损益	(6)	(14)	0	0	0
归母净利润	115	146	235	326	451
EBITDA	113	156	286	387	535
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.84	1.06	1.71	2.37	3.27

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	679	591	767	786	1,064
货币资金	295	56	143	188	262
应收账款	83	122	185	128	272
应收票据	3	12	26	26	47
存货	35	53	53	98	105
预付账款	16	26	37	20	50
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	247	322	322	325	328
非流动资产	648	840	713	916	932
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	76	336	399	452	495
无形资产	93	112	121	138	159
其他长期资产	479	392	194	326	278
资产合计	1,327	1,431	1,480	1,701	1,997
流动负债	81	114	111	248	433
短期借款	0	0	0	32	212
应付账款	52	66	64	134	129
其他流动负债	29	48	46	82	91
非流动负债	58	66	61	63	62
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	58	66	61	63	62
负债合计	138	180	171	311	495
股本	137	137	138	138	138
少数股东权益	(6)	(2)	(2)	(2)	(2)
归属母公司股东权益	1,195	1,253	1,311	1,392	1,504
负债和股东权益合计	1,327	1,431	1,480	1,701	1,997

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	109	132	235	326	451
折旧摊销	14	25	38	52	66
营运资金变动	(17)	(44)	(94)	133	(201)
其他	35	22	217	(124)	50
经营活动现金流	141	136	396	387	366
资本支出	(129)	(163)	(140)	(140)	(140)
投资变动	379	(70)	1	1	1
其他	(171)	(43)	11	15	15
投资活动现金流	79	(276)	(128)	(125)	(124)
银行借款	0	0	0	32	180
股权融资	(65)	(103)	(177)	(246)	(339)
其他	11	4	(4)	(4)	(9)
筹资活动现金流	(54)	(99)	(181)	(218)	(168)
净现金流	167	(239)	87	45	74

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	25.6	35.4	37.5	36.3	39.3
营业利润增长率(%)	12.5	26.8	68.9	35.9	37.5
归属于母公司净利润增长率(%)	21.1	27.0	60.8	38.7	38.2
息税前利润增长率(%)	21.1	32.1	90.2	35.3	39.9
息税折旧前利润增长率(%)	27.0	38.0	83.7	35.4	38.2
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	21.1	27.0	60.8	38.7	38.2
获利能力					
息税前利润率(%)	26.6	26.0	35.9	35.7	35.8
营业利润率(%)	32.6	30.5	37.5	37.4	36.9
毛利率(%)	89.8	88.3	90.7	90.2	90.3
归母净利润率(%)	31.1	29.2	34.1	34.7	34.4
ROE(%)	9.6	11.7	17.9	23.5	30.0
ROIC(%)	19.4	16.6	25.6	37.3	39.4
偿债能力					
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
净负债权益比	(0.2)	0.0	(0.1)	(0.1)	0.0
流动比率	8.4	5.2	6.9	3.2	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	5.2	4.9	4.5	6.0	6.5
应付账款周转率	8.2	8.5	10.5	9.5	10.0
费用率					
销售费用率(%)	27.2	24.3	24.0	24.0	24.0
管理费用率(%)	8.4	6.6	6.0	6.0	6.0
研发费用率(%)	26.7	30.2	24.0	24.0	24.0
财务费用率(%)	0.0	(1.4)	0.6	0.4	0.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.8	1.1	1.7	2.4	3.3
每股经营现金流(最新摊薄)	1.0	1.0	2.9	2.8	2.7
每股净资产(最新摊薄)	8.7	9.1	9.5	10.1	10.9
每股股息	0.8	0.8	1.3	1.8	2.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	147.6	102.4	63.7	45.9	33.2
P/B(最新摊薄)	14.2	12.0	11.4	10.8	10.0
EV/EBITDA	144.3	92.6	50.9	37.3	27.3
价格/现金流(倍)	120.5	109.9	37.8	38.7	41.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371