

心脉医疗

688016

审慎增持 (维持)

公司业绩快速增长， 持续开拓主动脉与外周介入市场

2020年03月30日

市场数据

市场数据日期	2020-3-27
收盘价(元)	161.41
总股本(百万股)	71.98
流通股本(百万股)	14.73
总市值(百万元)	11617.99
流通市值(百万元)	2377.15
净资产(百万元)	1065.97
总资产(百万元)	1155.71
每股净资产(元)	14.81

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	334	460	628	851
同比增长(%)	44.4%	37.7%	36.6%	35.6%
净利润(百万元)	142	196	269	367
同比增长(%)	56.4%	38.6%	37.0%	36.3%
毛利率(%)	79.3%	79.3%	79.4%	79.7%
净利润率(%)	42.5%	42.7%	42.9%	43.1%
净资产收益率(%)	13.3%	15.6%	17.6%	19.3%
每股收益(元)	1.97	2.73	3.74	5.10
每股经营现金流(元)	1.48	2.19	3.22	4.37

相关报告

《心脉医疗(688016)2019年三季报点评:国产主动脉及外周介入器械先锋,进入增长快车道》2019-10-28

《科创新股研究报告 心脉医疗(688016.SH):深耕主动脉及外周血管介入器械领域先锋》2019-07-30

分析师:

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

投资要点

- 近日,心脉医疗发布了2019年报。报告期内,公司实现营业收入3.34亿元,同比增长44.39%;实现归母净利润1.42亿元,同比增长56.38%;实现扣非归母净利润1.21亿元,同比增长44.92%;实现基本每股收益2.31元/股,摊薄每股收益1.97元/股;实现经营现金流净额1.43亿元,同比增长34.02%。
- **盈利预测与估值:**公司作为血管介入领域医疗器械的国产先锋,在主动脉领域已布局了多款独家及创新产品,并有多款创新产品将在未来2-3年内陆续上市,有望维持公司在该领域的领先地位;随着今年药物球囊的预期上市,外周领域或将进入快速成长期。我们调整盈利预测,预计2020-2022年公司EPS分别为2.73元、3.74元、5.10元,对应3月27日收盘价,市盈率分别为59.1倍、43.2倍、31.7倍,维持“审慎增持”评级。

风险提示:短期事件影响终端销售,核心产品销售不及预期,新产品获批及研发失败风险,高值耗材集采等行业政策风险等

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- 近日，心脉医疗发布了 2019 年报。报告期内，公司实现营业收入 3.34 亿元，同比增长 44.39%；实现归母净利润 1.42 亿元，同比增长 56.38%；实现扣非归母净利润 1.21 亿元，同比增长 44.92%；实现基本每股收益 2.31 元/股，摊薄每股收益 1.97 元/股；实现经营现金流净额 1.43 亿元，同比增长 34.02%。

点评

- **持续深耕主动脉及外周介入市场，业绩保持较快增长：**报告期内，公司营收及扣非后归母净利润增速分别为 44.39% 和 44.92%，基本一致且保持快速增长态势，主要得益于公司产品技术的独特性、产品的齐全性以及稳定的产品性能，公司的技术和产品被市场广泛认可，公司终端客户不断增加、市场占有率继续提升。其中公司新产品 Castor 分支型主动脉覆膜支架及输送系统自 2017 年度正式上市以来获得市场广泛认可，带动公司全年销售收入实现较快增长。报告期内，公司新增覆盖医院 60 余家，已覆盖国内 30 个省、自治区和直辖市，并与 100 多家经销商开展合作，在经销商数量、终端医院及销售区域覆盖能力上都已具备较强的竞争力，其中 Castor 已覆盖超过 300 家终端医院。2019 年，公司主动脉支架类产品实现营收 2.76 亿元，同比增长 46.64%，该产品毛利率为 81.08%，较去年同期提升 1.82 个百分点；术中支架类产品实现营收 0.48 亿元，同比增长 25.95%，该产品毛利率为 78.68%，较去年同期降低 3.32 个百分点，主要由于制造费用大幅增加所致。未来，公司将在巩固现有市场的基础上，加大营销网络覆盖力度，配合国家医疗资源的持续下沉、大力开发县级医院市场的策略，同时推进部分现有主动脉及外周介入产品在欧盟、亚太等国家与市场的准入认证，加速开拓海外市场。随着产品销量快速增长，公司也将进一步扩大生产规模，优化生产工艺，进一步提高产品质量，并有效降低产品成本。
- **持续推进主动脉产品线创新升级，加速完善外周产品线布局：**公司始终把技术研发和创新能力建设放在公司发展的首要位置，坚持“生产销售一代、研制注册一代、预先研究一代”的研发原则，通过不断推出符合市场需求的创新性产品确保公司在日渐激烈的市场竞争中处于领先地位。公司已上市及在研产品中有 5 项曾进入国家创新医疗器械特别审批通道，进入特别审批通道的产品数量排名在国内医疗器械企业中处于领先地位。报告期内，公司自主研发的 Minos 腹主动脉覆膜支架及输送系统于 2019 年 3 月获批医疗器械产品注册证，并于 2019 年 9 月获得 CE 证书；同时 Fontus 分支型术中支架系统已递交注册申请，Talos 直管型胸主动脉覆膜支架系统已完成 6 个月临床随访报告，包括髂静脉支架系统、腔静脉滤器、静脉取栓系统等产品分别进入样品

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

验证或型式送检阶段，同时持续推进其他前沿新技术与研发项目的储备与立项。

表 1：心脉医疗主动脉及外周介入产品研发进展

类别	应用前景	项目名称	研发进展	技术特点
主动脉支架类	主动脉夹层及动脉瘤介入治疗	Minos 腹主动脉支架系统	已获得注册证	目前国内市场输送系统外鞘直径最细的腹主动脉支架产品之一，较细的输送系统外鞘直径更加适用于入路血管直径相对狭窄、迂曲的亚洲人群
		Talos 胸主动脉支架系统	临床随访阶段	区别于同行业其他产品的关键在于本产品具有覆膜远端微孔设计，远端带孔的延长段支架可撑开真腔，同时带孔的覆膜可以保证远端的分支血管不被封堵，从而既能隔绝主动脉夹层，也能保证分支血管的通畅
		多分支胸主动脉覆膜支架系统	设计输入阶段	相较同行业其他产品，本产品为 Castor 单分支产品的升级产品，采用多分支的结构设计，可通过腔内方式同时处理弓部三分支血管
术中支架类	胸主动脉夹层的外科手术治疗	Fontus 分支型术中支架	已提交注册申请	国内尚无同类上市产品，产品技术处于领先水平
外周产品类	外周血管狭窄或闭塞介入治疗	药物球囊扩张导管	注册申请阶段	球囊表面有药物涂层，用于外周动脉血管狭窄性或闭塞性病变的治疗。独特的螺旋层压喷涂工艺，药物涂层牢固度稳定；微晶结构的药物单位，保证药物长期持续释放
		髂静脉支架系统	型式送检阶段	产品具有良好的支撑力和纵向柔顺性能，支架符合髂总静脉开口解剖生理结构，设计不同分段网孔和分段支撑力，易于放在迂曲血管内，支架近端采用裸段结构，防止支架端口阻碍对侧血流。系统具有精确定位功能，并可以控制支架前跳或提前释放
		高压球囊扩张导管	样品验证阶段	产品性能直接对标市场标杆产品
		腔静脉滤器	样品验证阶段	产品具备较长的回收时间窗，拦截血栓效率高，倒钩和防刺穿设计在保持滤器不移位的前提下保护了静脉血管，避免了对周围脏器的损伤。回收部分易于被捕捉回收，减少了回收时的操作和并发症

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 研发费用率有所上升，净经营现金稳定增长：**费用方面，报告期内，销售费用 0.55 亿元，同比增长 37.90%，销售费用率 16.61%，同比下降 0.78 个百分点，费用增加主要由于公司产品销售规模不断扩大；管理费用 0.16 亿元，同比增加 23.12%，管理费用率 4.79%，同比下降 0.83 个百分点，费用增加主要由于 IPO 上市相关费用及人工薪酬等费用支出增加，公司管理效率持续优化；财务费用-0.09 亿元，同比变化-0.09 亿元；研发投入 0.50 亿元，同比增加 67.28%，研发费用率 14.87%，同比增加 2.04 个百分点，研发投入持续增加。公司经营现金流量净额 1.43 亿元，同比增长 34.02%，整体来看，公司运营稳定，净现金保持增长。
- 盈利预测与估值：**公司作为血管介入领域医疗器械的国产先锋，在主动脉领域已布局了多款独家及创新产品，并有多款创新产品将在未来 2-3 年内陆续上市，有望维持公司在该领域的领先地位；随着今年药物球囊的预期上市，外周领域或将进入快速成长期。我们调整盈利预测，预计 2020-2022 年公司

EPS 分别为 2.73 元、3.74 元、5.10 元，对应 3 月 27 日收盘价，市盈率分别为 59.1 倍、43.2 倍、31.7 倍，维持“审慎增持”评级。

- **风险提示：**短期事件影响终端销售，核心产品销售不及预期，新产品获批及研发失败风险，高值耗材集采等行业政策风险等。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	990	1124	1324	1666	营业收入	334	460	628	851
货币资金	889	990	1142	1418	营业成本	69	95	129	173
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	2	2	3	4
应收账款	34	49	65	89	销售费用	55	75	103	141
其他应收款	0	0	1	1	管理费用	16	18	26	37
存货	56	69	96	130	财务费用	-9	-4	-5	-6
非流动资产	165	220	297	330	资产减值损失	-3	-2	-2	-2
可供出售金融资产	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	1	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	营业利润	164	228	312	425
固定资产	48	62	97	120	营业外收入	0	0	0	0
在建工程	5	17	39	29	营业外支出	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0	利润总额	164	228	312	425
无形资产	45	67	89	111	所得税	23	31	43	58
资产总计	1156	1344	1621	1996	净利润	142	196	269	367
流动负债	70	66	73	80	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	142	196	269	367
应付票据	0	0	0	0	EPS(元)	1.97	2.73	3.74	5.10
应付账款	10	14	18	24					
其他	60	53	55	56					
非流动负债	20	16	17	17	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
其他	20	16	17	17	成长性(%)				
负债合计	90	82	89	98	营业收入增长率	44.4%	37.7%	36.6%	35.6%
股本	72	72	72	72	营业利润增长率	56.7%	38.5%	37.0%	36.3%
资本公积	809	809	809	809	净利润增长率	56.4%	38.6%	37.0%	36.3%
未分配利润	164	341	583	913	盈利能力(%)				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	79.3%	79.3%	79.4%	79.7%
股东权益合计	1066	1262	1532	1898	净利率	42.5%	42.7%	42.9%	43.1%
负债及权益合计	1156	1344	1621	1996	ROE	13.3%	15.6%	17.6%	19.3%
					偿债能力(%)				
现金流量表					资产负债率	7.8%	6.1%	5.5%	4.9%
单位:百万元					流动比率	14.13	17.02	18.19	20.70
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	速动比率	13.27	15.89	16.77	18.96
净利润	142	196	269	367	营运能力(次)				
折旧和摊销	0	6	7	9	资产周转率	46.9%	36.8%	42.3%	47.1%
资产减值准备	0	2	3	4	应收帐款周转率	11.23	10.53	10.51	10.55
无形资产摊销	0	3	3	3	每股资料(元)				
公允价值变动损失	0	0	0	0	每股收益	1.97	2.73	3.74	5.10
财务费用	0	-4	-5	-6	每股经营现金	1.48	2.19	3.22	4.37
投资损失	0	0	0	0	每股净资产	14.81	17.54	21.28	26.37
少数股东损益	0	0	0	0	估值比率(倍)				
营运资金的变动	0	-38	-43	-60	PE	82.0	59.1	43.2	31.7
经营活动产生现金流量	107	158	232	314	PB	10.9	9.2	7.6	6.1
投资活动产生现金流量	-25	-61	-85	-44					
融资活动产生现金流量	-64	4	5	6					
现金净变动	18	101	152	277					
现金的期初余额	31	889	990	1142					
现金的期末余额	49	990	1142	1418					

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyq.com.cn