

医药

行业研究/动态报告

心脉医疗：国产排名第一主动脉介入器械商

—科创板生物医药公司上市跟踪系列

动态研究报告/医药

2019年07月22日

报告摘要：
● 心脉医疗将于7月22日登陆科创板，成为第一批科创板上市企业

科创板第一批企业将于7月22日正式上市，我们对即将登陆科创板上市的心脉医疗的基本情况进行再次梳理，为投资者提供公司基本面的数据。南微医学于6月19日成功过会，6月26日提交注册申请，7月2日注册生效，7月8日完成初步询价，7月11日完成申购，公司发行价为46.23元/股，发行市盈率39.75，略高于专用设备制造业行业的市盈率，股票代码688029.SH。

● 心脉医疗：国产品牌排名第一的主动脉介入医疗器械

——2018年公司在我国主动脉血管介入医疗器械市场份额排名第二，国产品牌中市场份额排名第一；

——香港心脉直接持有公司60.96%股份，是公司的控股股东；

——主动脉腔内介入医疗器械快速成长，外周血管介入医疗器械国产份额有望继续提升；

——2018年公司营收2.31亿元，归母净利润0.91亿元，保持快速增长；

——公司研发实力强，产品已覆盖国内30个省市自治区的700多家医院；

——拟募集资金6.5亿元，主要用于主动脉及外周血管介入医疗器械研究和产业化项目。

● 投资建议

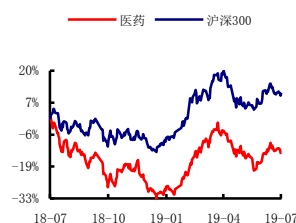
科创板是反映国内医药板块增量的关键变量。在当前政策环境下，建议关注受益产业转型升级方向的公司，包括创新研发、服务外包、API、优质器械等领域的领军企业。我们建议关注研发投入金额和占比较高的公司，包括微芯生物、博瑞医药、泽璟医药，同时关注微芯生物、南微医学、心脉医疗和昊海生科等有望第一批登陆科创板的生物医药企业。

● 风险提示

公司上市进度不及预期，临床失败风险，政策风险。

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较


资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

相关研究

- 昊海生科下周上会，新增百奥泰和成都先导——科创板生物医药公司系列研究第12期
- 民生医药外包行业周报 20190715：生物药高景气，进口临床申报或加速

目录

一、心脉医疗：国产品牌排名第一的主动脉介入医疗器械.....	3
（一）2018 年公司在我国主动脉血管介入医疗器械市场份额排名第二，国产品牌中市场份额排名第一.....	3
（二）香港心脉直接持有公司 60.96% 股份，是公司的控股股东.....	4
（三）主动脉腔内介入医疗器械快速成长，外周血管介入医疗器械国产份额有望继续提升.....	5
（四）2018 年公司营收 2.31 亿元，归母净利润 0.91 亿元，保持快速增长.....	6
（五）公司研发实力强，产品已覆盖国内 30 个省市自治区的 700 多家医院.....	6
（六）拟募集资金 6.5 亿元，主要用于主动脉及外周血管介入医疗器械研究开发和产业化项目.....	7
二、投资建议.....	7
三、风险提示.....	7
插图目录.....	8
表格目录.....	8





一、心脉医疗：国产品牌排名第一的主动脉介入医疗器械

(一)2018 年公司在我国主动脉血管介入医疗器械市场份额排名第二，国产品牌中市场份额排名第一

心脉医疗主要从事主动脉及外周血管介入医疗器械的研发、生产和销售。经多年研发，公司掌握了涉及治疗主动脉疾病的覆膜支架系统的核心设计及制造技术，成功开发出第一个国产腹主动脉覆膜支架、国内唯一获批上市的可在胸主动脉夹层外科手术中使用的术中支架系统。公司自主研发的 Castor 分支型主动脉覆膜支架首次将 TEVAR 手术适应证拓展到主动脉弓部病变，是全球首款获批上市的分支型主动脉支架，解决了目前直管型产品难以处理的累及弓部病变，产品技术全球领先。

根据弗若斯特沙利文公司的相关研究报告，按照产品应用的手术量排名，2018 年公司在我国主动脉血管介入医疗器械市场份额排名第二，国产品牌中市场份额排名第一。

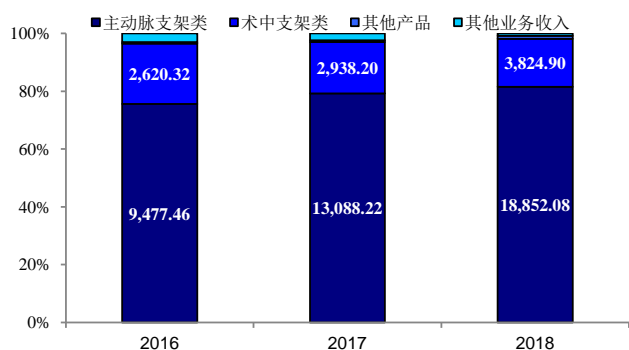
表 1：心脉医疗主要产品及用途

产品类别	主要用途	具体产品	产品图示
主动脉支架类	胸主动脉覆膜支架系统	Hercules Low Profile 直管型覆膜支架及输送系统	
		Castor 分支型主动脉覆膜支架及输送系统	
	腹主动脉覆膜支架系统	Hercules 分叉型覆膜支架及输送系统	
		Aegis 分叉型大动脉覆膜支架及输送系统	
		Minos 腹主动脉覆膜支架及输送系统	
	术中支架类	配合主动脉夹层治疗手术，使二次开胸手术简化为一次完成，降低全弓置换手术操作难度	CRONUS 术中支架系统
其他产品	治疗外周血管的狭窄或闭塞性病变的扩张	CROWNUS 外周血管支架系统	

资料来源：心脉医疗招股书，民生证券研究院 注：其他产品主要系外周血管介入产品及主动脉支架产品的附件。

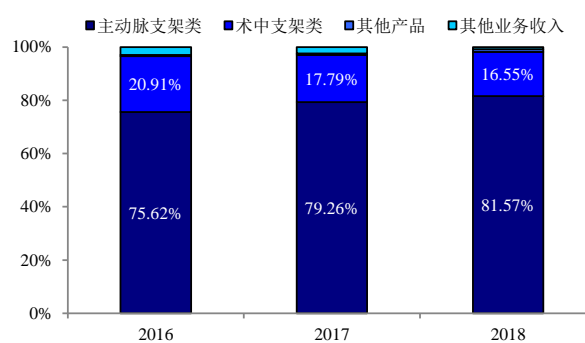
公司在主动脉介入医疗器械领域的主要产品为主动脉覆膜支架系统;在外周血管介入医疗器械领域,目前拥有外周血管支架系统、外周血管球囊扩张导管等产品。从公司主营产品收入占比数据来看,公司的主要收入来源于主动脉支架类产品销售,占总营收比例由2016年的75.62%逐步提升至2018年的81.57%,2018年主动脉支架类产品的销售收入为1.89亿元,同比增长44%。

图 1: 心脉医疗主营产品销售收入情况 (万元)



资料来源: 心脉医疗招股书, 民生证券研究院

图 2: 心脉医疗主营产品收入占比情况

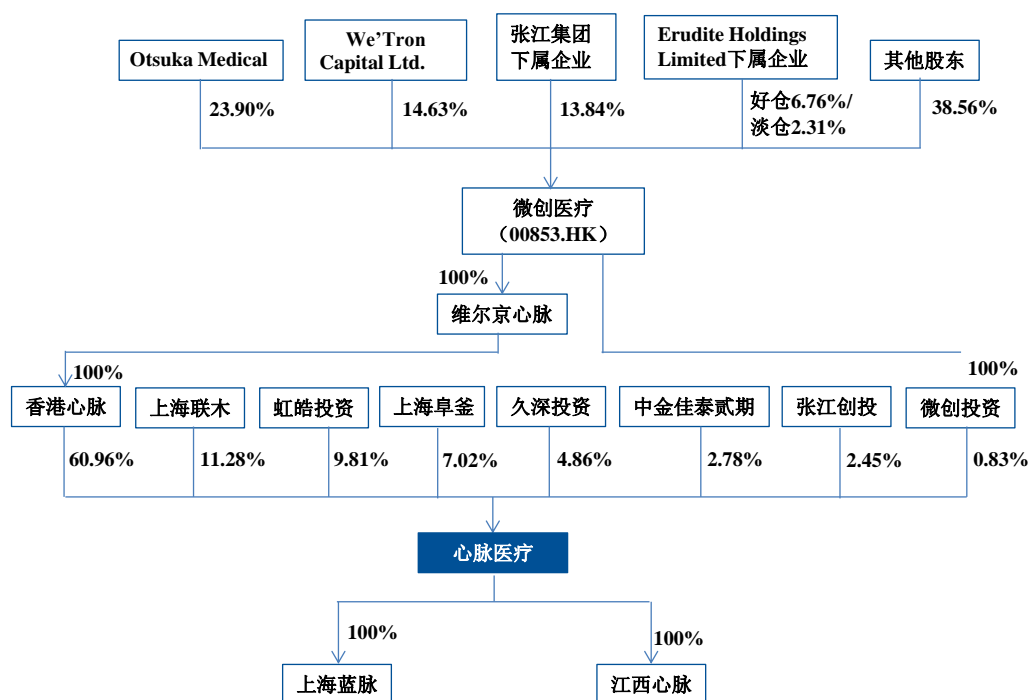


资料来源: 心脉医疗招股书, 民生证券研究院

(二) 香港心脉直接持有公司 60.96%股份, 是公司的控股股东

香港心脉直接持有公司 60.96%股份, 是公司的控股股东。其他股东为上海联木 (持股比例 11.28%), 虹皓投资 (持股比例 9.81%), 上海阜釜 (持股比例 7.02%)。

图 3: 心脉医疗股权结构



资料来源：心脉医疗招股书，民生证券研究院

（三）主动脉腔内介入医疗器械快速成长，外周血管介入医疗器械国产份额有望继续提升

主动脉腔内介入医疗器械高速增长。受益于政策支持及我国人均医疗支出的提高，我国主动脉血管腔内介入医疗器械正处于高速增长阶段，市场规模由 2013 年的 5.5 亿元增长至 2017 年的 10.3 亿元，复合增长率高达 17.2%。随着我国主动脉疾病筛查技术不断发展、临床相关经验不断提升、人民健康意识的不断提高，我国主动脉介入医疗器械预计市场规模于 2022 年增长至 19.5 亿元。

外周血管介入医疗器械国产份额有望继续提升。我国外周血管介入医疗器械市场规模由 2013 年的 17.0 亿元增长至 2017 年的 30.1 亿人民币，复合增长率达 15.4%，预计至 2022 年我国外周血管介入医疗器械市场规模将增至 71.2 亿元。目前，我国该领域市场主要被国外企业占据，随着我国生产企业研发能力的不断增强，预期国产医疗器械的市场份额将持续提升。行业内主要竞争对手为美敦力、戈尔、库克、先健科技。

表 2：心脉医疗可比上市公司情况

公司名称	业务领域
------	------

美敦力	主动脉及外周血管介入、心脏节律及心衰、冠脉及结构性心脏病、神经调控、神经血管、骨科、脊柱、外科技术、早期技术、患者监护与恢复、创新外科、肾健康解决方案、强化胰岛素疗法管理、非强化糖尿病疗法、糖尿病等医疗服务和解决方案
先健科技	结构性心脏病业务、主动脉及外周血管病业务、起搏器电生理业务等领域，2018 年末，先健科技总资产为 15.31 亿元，2018 年度实现主营业务收入 5.57 亿元
心脉医疗	公司主要从事主动脉及外周血管介入医疗器械的研发生产和销售，主要产品包括用于主动脉微创介入治疗的主动脉覆膜支架系统，可在开放手术中适用的术中支架系统，以及用于治疗外周血管病变的外周血管支架系统、外周血管球囊扩张导管等

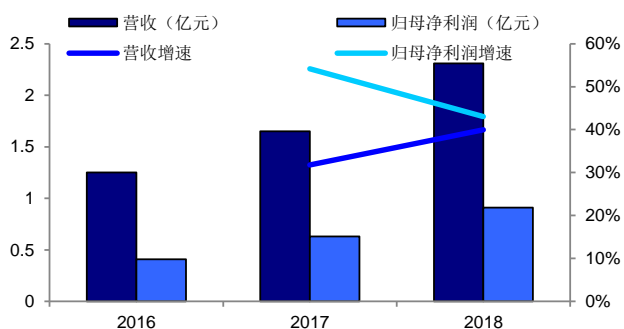
资料来源：心脉医疗招股说明书，民生证券研究院

（四）2018 年公司营收 2.31 亿元，归母净利润 0.91 亿元，保持快速增长

公司成立以来，营业收入规模逐年保持快速增长，2016 年至 2018 年，公司营业收入分别为 1.25 亿元、1.65 亿元及 2.31 亿元，年均复合增长率达到 35% 以上；实现归母净利润分别为 0.41 亿元、0.63 亿元及 0.91 亿元，年均复合增长率达到 48% 以上。

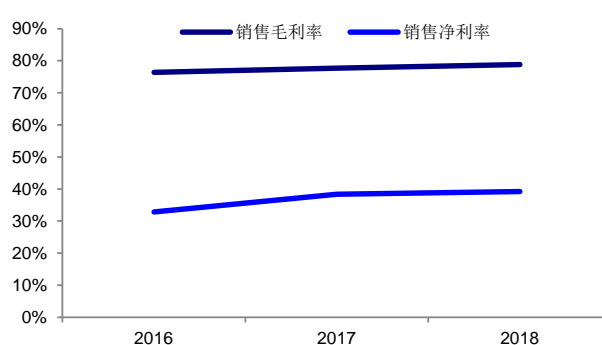
公司的毛利率水平较高，与行业平均水较为相近。2016 年至 2018 年，公司主营业务毛利率分别为 77.66%、78.69% 及 79.21%，毛利率稳中有升。主动脉支架类产品是公司主营业务毛利的主要来源。公司的费用包括销售费用、管理费用、研发费用和财务费用。2016 年至 2018 年，公司费用占营业收入的比重分别为 39.13%、31.56% 和 35.80%。

图 4：心脉医疗历年营业收入和归母净利润及增速变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：心脉医疗历年综合毛利率和净利率变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

（五）公司研发实力强，产品已覆盖国内 30 个省市自治区的 700 多家医院

1) 卓越的研发能力：公司拥有一批经验丰富、创新能力强、专业构成合理的主动脉及外周血管介入医疗器械产品研发专业技术人才，截止 2018 年底，公司拥有研发人员 74 名，占公司员工总数的比例为 26.06%；

2) 领先的产品创新能力：公司在国内率先开发出具有完全自主知识产权、达到国际先进水平的主动脉介入医疗器械产品。公司成功开发出第一个国产腹主动脉覆膜支架、国

内唯一获批上市的可在胸主动脉夹层外科手术中使用的术中支架系统；

3) 深度覆盖的营销网络：经过多年发展，公司产品已覆盖国内 30 个省、自治区和直辖市，广泛运用于国内 700 多家医院，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。此外，公司已在诸多二、三线城市进行了营销渠道布局，未来渗透率有望进一步提升。

（六）拟募集资金 6.5 亿元，主要用于主动脉及外周血管介入医疗器械研究开发和产业化项目

表 3：心脉医疗募集资金金额及用途（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	计划利用募集资金金额
1	主动脉及外周血管介入医疗器械产业化项目	15,128.45	15,128.45
2	主动脉及外周血管介入医疗器械研究开发项目	35,497.87	35,497.87
3	营销网络及信息化建设项目	4,483.59	4,483.59
4	补充流动资金	10,000.00	10,000.00
	合计	65,109.91	65,109.91

资料来源：心脉医疗招股说明书，民生证券研究院

二、投资建议

科创板是反映国内医药板块增量的关键变量。在当前政策环境下，建议关注受益产业转型升级方向的公司，包括创新研发、服务外包、API、优质器械等领域的领军企业。我们建议关注研发投入金额和占比较高的公司，包括微芯生物、博瑞医药、泽璟医药，同时关注微芯生物、南微医学、心脉医疗和昊海生科等有望第一批登陆科创板的生物医药企业。

三、风险提示

公司上市进度不及预期，临床失败风险，政策风险。

插图目录

图 1: 心脉医疗主营产品销售收入情况 (万元)	4
图 2: 心脉医疗主营产品收入占比情况	4
图 3: 心脉医疗股权结构	4
图 4: 心脉医疗历年营业收入和归母净利润及增速变化	6
图 5: 心脉医疗历年综合毛利率和净利率变化情况	6

表格目录

表 1: 心脉医疗主要产品及用途	3
表 2: 心脉医疗可比上市公司情况	5
表 3: 心脉医疗募集资金金额及用途 (单位: 万元)	7

分析师简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。