

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

核心观点

- 牛心包瓣持续放量，择期手术有望不断恢复。**公司 2023 年全年实现营业收入 3.71 亿元，同比+25.57%，剔除股份支付后实现净利润 1.40 亿元，同比-3.52%。2023 年受到就医环境和政策变动，市场需求有所波动，但公司延续了较快的增长势头，尤其是牛心包瓣销量超过 8400 枚，同比增长约 28%，增速较快，也进一步体现出瓣膜产品的需求刚性和竞争力。2024 Q1 公司实现营业收入 0.76 亿元，同比+17.53%；实现归母净利润 0.08 亿元，同比-28.88%；扣除股份支付后实现归母净利润 0.13 亿元，同比-39.55%。Q1 收入下滑主要系一季度是传统手术淡季，市场手术量仍处于恢复性增长中，同时受 23 年下半年以来产品新进院和新品上量放缓所致，预计后续随着择期手术量逐步恢复，公司全年增长值得期待。
- 公司多款重磅产品陆续获批中，长期发展空间广阔。**公司研发实力强劲，2023 年公司限位可扩张外科瓣、新二尖瓣成形环已获批，其中限位可扩张外科瓣产品的获批补足了瓣膜病治疗产品布局的关键一环，并且公司球扩式介入主动脉瓣、介入瓣中瓣均已按创新通道提交注册并进入正式审核，公司在结构性心脏病领域的产品布局日趋完善。其次，目前，血管生物补片已获批注册，有望快速放量，广泛应用于颈动脉狭窄患者行外科手术切除病灶后的血管重建或修复。此外，在研管线中，公司眼科生物补片产品已提交创新通道申请并积极做好注册申报准备，介入肺动脉瓣已完成临床试验入组，分体式介入瓣进展顺利，分体式介入主动脉瓣动物试验效果达到预期。后续随着在研管线的逐步兑现，公司长期发展空间可期。
- 公司是动物源性植介入医疗器械平台型企业，具备持续原研创新能力，平台价值显著。**公司研发团队聚焦牛心包瓣研究达 30 余年，历经长期基础研究和临床应用实践积累，形成了公司独特的核心技术与知识产权，既能满足人工生物心脏瓣膜的高要求，也可拓展至多个人工生物组织材料植介入领域。目前公司已在心脏瓣膜置换与修复、先天性心脏病植介入治疗、软组织修复等领域构建了系列化产品结构，其中核心产品牛心包瓣是目前国内唯一具有长期随访数据的生物瓣产品。其次，公司在研管线储备丰富，后续在研拟提交注册或已在注册申请的产品有 10 余项，包括介入主动脉瓣系统、介入瓣中瓣系统、眼科生物补片等产品，平台价值显著。

盈利预测与投资建议

- 根据 2023 年年报及 2024 年一季报，目前行业手术量尚处于恢复阶段，因此我们下调心脏瓣膜置换与修复治疗、补片类产品收入；同时公司近年来持续重视产品研发，新品正逐步上市，产品推广需求增加，因此我们上调期间费用率。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.10、2.86、3.94 亿元（2024-2025 原预测为 2.74、3.91 亿元），根据 DCF 估值法给予目标价 139.09 元，并维持“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等风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	295	371	524	696	920
同比增长(%)	17.2%	25.6%	41.3%	32.9%	32.3%
营业利润(百万元)	107	121	246	335	461
同比增长(%)	104.2%	12.5%	103.6%	36.2%	37.6%
归属母公司净利润(百万元)	95	115	210	286	394
同比增长(%)	85.8%	21.1%	82.4%	36.3%	37.7%
每股收益(元)	0.70	0.84	1.54	2.10	2.89
毛利率(%)	89.4%	89.8%	91.8%	91.7%	91.6%
净利率(%)	32.2%	31.1%	40.1%	41.2%	42.8%
净资产收益率(%)	9.1%	10.0%	16.1%	18.3%	20.7%
市盈率	157.4	130.0	71.3	52.3	38.0
市净率	13.6	12.5	10.6	8.8	7.1

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（2024年04月26日）	113.66元
目标价格	139.09元
52周最高价/最低价	144/97.51元
总股本/流通A股（万股）	13,658/13,658
A股市值（百万元）	15,524
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024年04月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	5.24	-0.06	7.23	-4.75
相对表现%	4.04	-1.2	-0.28	4.72
沪深300%	1.2	1.14	7.51	-9.47



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524020001
田世豪	021-63325888*6111 tianshihao@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521080001

相关报告

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
疫情承压下业绩增长仍具备韧性，坚定看好长期发展：——佰仁医疗年报&一季报点评	2023-04-20
外科生物瓣引领成长，业绩释放略超预期：——佰仁医疗业绩快报点评	2023-03-01

表 1：估值假设主要参数

所得税税率 T	25.00%
永续增长率 $G_n(\%)$	3.00%
无风险利率 R_f	2.22%
无杠杆影响的 β 系数	1.01
考虑杠杆因素的 β 系数	1.01
市场收益率 R_m	9.44%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (K_e)	9.52%
债务比率 $D/(D+E)$	0.02%
债务利率 r_d	3.95%
WACC	9.52%

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 $G_n(\%)$				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC($\%$)	139.09					
	7.52%	181.38	198.37	222.87	261.28	330.17
	8.02%	163.37	176.67	195.26	223.10	269.36
	8.52%	148.01	158.55	172.91	193.61	226.08
	9.02%	134.80	143.24	154.49	170.21	193.76
	9.52%	123.34	130.17	139.09	151.24	168.76
	10.02%	113.33	118.90	126.05	135.57	148.89
	10.52%	104.53	109.10	114.89	122.45	132.75
	11.02%	96.75	100.53	105.25	111.32	119.40
	11.52%	89.84	92.98	96.86	101.77	108.19

数据来源：wind，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						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	128	295	419	557	770	营业收入	295	371	524	696	920
应收票据、账款及款项融资	60	86	102	143	192	营业成本	31	38	43	58	77
预付账款	16	16	21	32	40	销售费用	100	101	95	127	178
存货	31	35	38	54	71	管理费用	24	31	46	45	58
其他	489	247	452	453	454	研发费用	55	99	108	136	147
流动资产合计	724	679	1,033	1,239	1,526	财务费用	(1)	(0)	(2)	(1)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	2	1	1	2	1
固定资产	49	76	125	170	209	公允价值变动收益	1	1	3	3	3
在建工程	141	190	200	208	215	投资净收益	21	17	10	5	0
无形资产	45	93	89	85	81	其他	1	2	1	(2)	(5)
其他	220	289	181	225	226	营业利润	107	121	246	335	461
非流动资产合计	456	648	595	688	730	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	1,180	1,327	1,628	1,926	2,256	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	0	0	96	85	0	利润总额	106	120	245	335	461
应付票据及应付账款	39	52	45	70	93	所得税	12	11	37	50	69
其他	24	29	18	18	18	净利润	94	109	209	284	392
流动负债合计	63	81	159	173	111	少数股东损益	(1)	(6)	(1)	(2)	(3)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	95	115	210	286	394
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.70	0.84	1.54	2.10	2.89
其他	17	58	58	58	58						
非流动负债合计	17	58	58	58	58	主要财务比率					
负债合计	80	138	217	231	169		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	(2)	(6)	(8)	(10)	(12)	成长能力					
实收资本(或股本)	136	137	137	137	137	营业收入	17.2%	25.6%	41.3%	32.9%	32.3%
资本公积	760	803	818	818	818	营业利润	104.2%	12.5%	103.6%	36.2%	37.6%
留存收益	206	253	464	750	1,144	归属于母公司净利润	85.8%	21.1%	82.4%	36.3%	37.7%
其他	0	1	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,099	1,189	1,411	1,695	2,087	毛利率	89.4%	89.8%	91.8%	91.7%	91.6%
负债和股东权益总计	1,180	1,327	1,628	1,926	2,256	净利率	32.2%	31.1%	40.1%	41.2%	42.8%
						ROE	9.1%	10.0%	16.1%	18.3%	20.7%
						ROIC	9.1%	9.6%	15.4%	17.2%	20.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	6.8%	10.4%	13.3%	12.0%	7.5%
净利润	94	109	209	284	392	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	5	(31)	8	15	21	流动比率	11.45	8.43	6.48	7.16	13.75
财务费用	(1)	(0)	(2)	(1)	(5)	速动比率	10.95	8.00	6.24	6.84	13.11
投资损失	(21)	(17)	(10)	(5)	0	营运能力					
营运资金变动	(3)	(17)	(40)	(43)	(51)	应收账款周转率	6.0	5.2	5.7	5.7	5.5
其它	54	96	86	(47)	(3)	存货周转率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
经营活动现金流	129	141	251	203	353	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
资本支出	(108)	(88)	(63)	(63)	(63)	每股指标(元)					
长期投资	(0)	6	0	0	0	每股收益	0.70	0.84	1.54	2.10	2.89
其他	(7)	161	(178)	8	3	每股经营现金流	0.95	1.03	1.83	1.48	2.57
投资活动现金流	(115)	79	(241)	(55)	(60)	每股净资产	8.06	8.75	10.39	12.48	15.37
债权融资	(1)	1	0	0	0	估值比率					
股权融资	65	45	15	0	0	市盈率	157.4	130.0	71.3	52.3	38.0
其他	(102)	(99)	98	(10)	(80)	市净率	13.6	12.5	10.6	8.8	7.1
筹资活动现金流	(38)	(54)	113	(10)	(80)	EV/EBITDA	130.5	161.8	57.7	41.8	30.5
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	137.0	120.8	59.7	43.7	32.0
现金净增加额	(24)	167	124	138	213						

资料来源：东方证券研究所

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。

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。