

惠泰医疗 (688617.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

重磅产品陆续进入临床, 盈利能力进一步提升

业绩简述

2023年4月6日, 公司发布2022年年度报告。2022年公司实现收入12.16亿元, 同比+47%; 实现归母净利润3.58亿元, 同比+72%; 实现扣非归母净利润3.22亿元, 同比+92%;

分季度来看, 2022Q4实现收入3.29亿元, 同比+40%, 归母净利润0.97亿元, 同比+112%, 扣非归母净利润0.89亿元, 同比+302%。

经营分析

血管介入业务快速增长, 国际市场持续突破。公司2022年产品市场覆盖率进一步提高, 电生理业务实现收入2.93亿元, 同比+26%; 冠脉通路类业务实现收入5.69亿元, 同比+49%; 外周介入类业务实现收入1.83亿元, 同比+53%。血管介入类业务成为公司的重要增长支撑。此外公司境外业务实现收入1.36亿元, 同比+72%, 占总收入比例达到11%。国际市场持续突破, 销售占比进一步提升。

盈利能力进一步提升, 电生理重磅产品陆续进入临床。2022年公司综合毛利率达到71.2%, 同比+1.7pct,; 净利率达到28.0%, 同比+4.5pct, 盈利能力进一步提升。公司在电生理、冠脉和外周介入领域均取得可观的研发成果, 电生理领域的脉冲消融导管、高密度标测导管、压力感应消融导管等重磅产品均已进入临床试验阶段, 未来公司还将持续加速已有产品技术革新和新产品研发。

电生理联盟集采落地, 产品有望加速入院。2022年12月由福建省医保局牵头组织的心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集采项目中, 公司电生理产品全线中标, 多个产品在所在竞价单元中所有品牌的需求量名列前茅, 三维磁盐水消融导管在上市18个月后, 预销量在该竞价单元全部品牌中取得较好成绩。通过报量在全国头部大中心的准入渗透率从27%提升至70%。预计后续公司电生理板块耗材产品销售将实现加速, 进一步推动行业国产替代趋势。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司在电生理及血管介入领域的发展前景, 预计2023-2025年公司归母净利润分别为4.85、6.84、9.07亿元, 同比增长35%、41%、33%, EPS分别为7.27、10.26、13.60元, 现价对应PE为50、35、27倍, 维持“增持”评级。

风险提示

医保控费政策风险, 在研项目推进不达预期风险, 新产品上市推广进度不达预期风险。

医药组

分析师: 袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

联系人: 何冠洲

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 362.90 元

相关报告:

- 《惠泰医疗公司点评: 2022 全年业绩高速增长, 电生理业务未来有...》, 2023.1.20
- 《销售规模快速增长, 降本控费效果显著-惠泰医疗 2022 季报点...》, 2022.10.27
- 《三季度业绩高速增长, 各产品线发展稳步推进-惠泰医疗三季度业绩...》, 2022.10.17



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	829	1,216	1,686	2,339	3,159
营业收入增长率	72.85%	46.74%	38.66%	38.74%	35.04%
归母净利润(百万元)	208	358	485	684	907
归母净利润增长率	87.70%	72.19%	35.37%	41.18%	32.52%
摊薄每股收益(元)	3.119	5.370	7.269	10.262	13.600
每股经营性现金流净额	2.72	5.51	6.16	10.45	14.06
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.69%	20.30%	21.62%	24.13%	25.01%
P/E	89.78	57.16	49.92	35.36	26.68
P/B	10.50	11.60	10.80	8.53	6.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

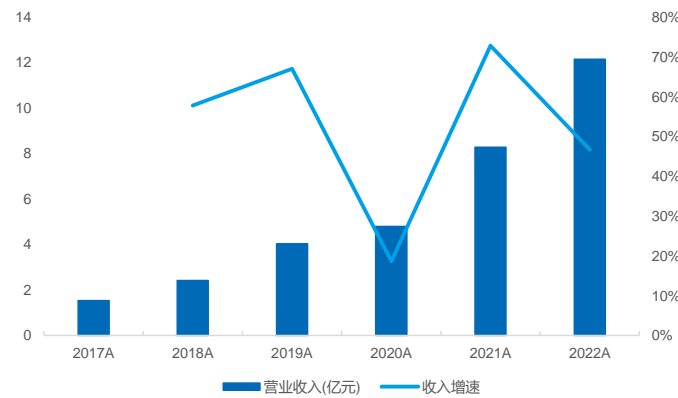
血管介入业务快速增长，国际市场持续突破

2022 年公司持续深化市场开拓，在电生理及血管介入领域产品市场覆盖率进一步提高，目前公司在两个领域覆盖医院数量分别超过 800、3000 家。

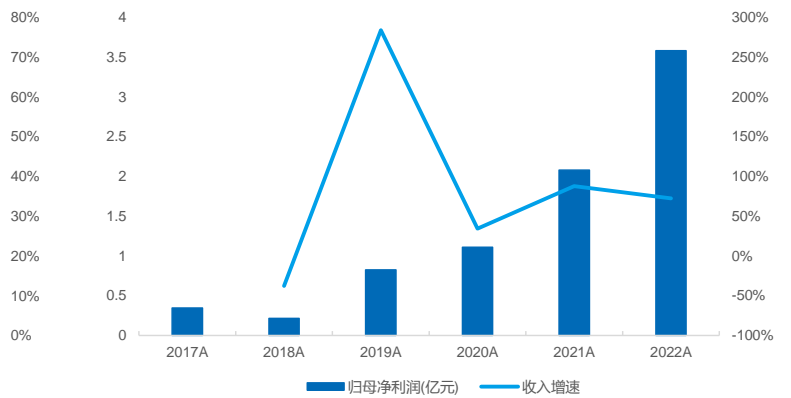
在主营业务中，公司电生理业务实现收入 2.93 亿元，同比+26%，全年在超过 400 家医院完成三微电生理手术 3000 余例。冠脉通路类业务实现收入 5.69 亿元，同比+49%；外周介入类业务实现收入 1.83 亿元，同比+53%，子公司湖南埃普特 2022 年产能同比提升了 50%，目前各类产品产能达到 1370 万 pcs，可以满足 30 亿年产值。OEM 类业务实现收入 1.60 亿元，同比+79%。

分地区来看，公司境内业务实现收入 10.69 亿元，同比+44%；境外业务实现收入 1.36 亿元，同比+72%，占总收入比例达到 11%。国际市场长期稳定的经销商数量达到 70 余家，冠脉和电生理自主产品成为海外业务发展的主要驱动力。

图表1：2017-2022 公司营业收入及增速



图表2：2017-2022 公司归母净利润及增速

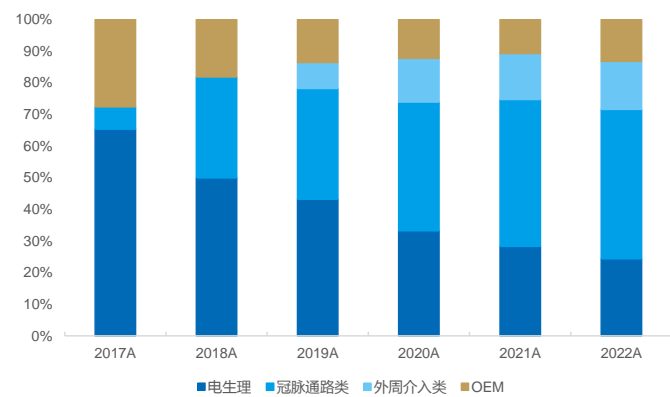


来源：公司公告，国金证券研究所

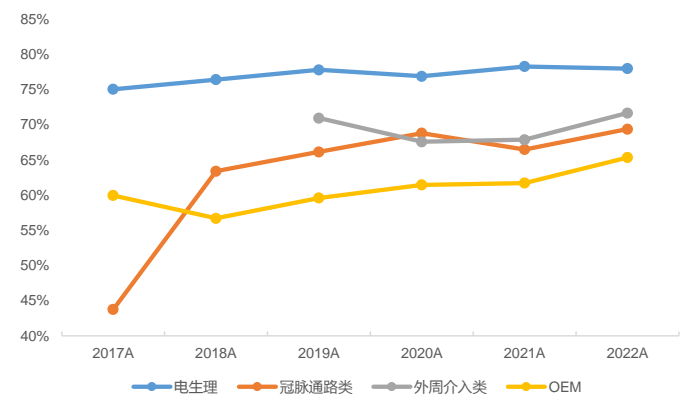
来源：公司公告，国金证券研究所

从产品毛利率来看，公司电生理业务毛利率为 78.0%，同比-0.3pct；冠脉通路类业务毛利率 69.4%，同比+2.9pct；外周介入类业务毛利率为 71.7%，同比+3.8pct；OEM 业务毛利率 65.4%，同比+3.6pct。综合毛利率保持向上趋势。

图表3：2017-2022 公司收入结构变化



图表4：2017-2022 公司各业务毛利率变化



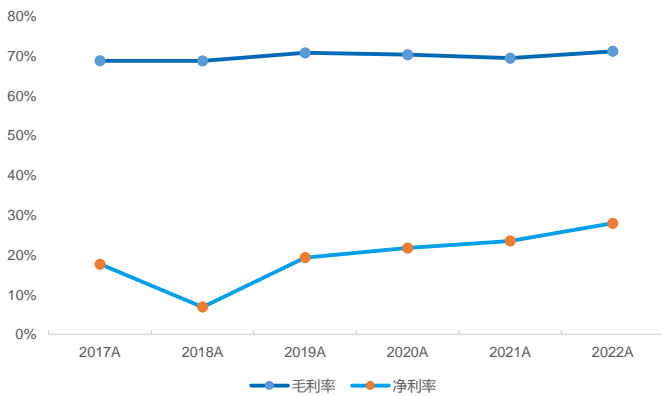
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

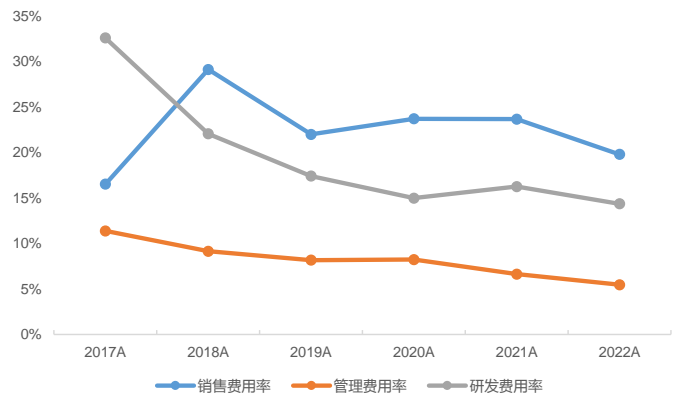
盈利能力进一步提升，电生理重磅产品陆续进入临床

2022 年公司综合毛利率达到 71.2%，同比+1.7pct；净利率达到 28.0%，同比+4.5pct，公司盈利能力进一步提升，规模效应逐步体现。公司全年销售费用率 19.8%，同比-3.9pct；管理费用率 5.5%，同比-1.2pct；研发费用率 14.4%，同比-1.9pct。2022 年公司在电生理、冠脉和外周介入领域均取得可观的研发成果，其中电生理领域的脉冲消融导管、脉冲消融仪、高密度标测导管、压力射频仪和压力感应消融导管已进入临床试验阶段，未来公司还将持续加速已有产品技术革新和新产品研发。

图表5: 2017-2022 公司利润率变化



图表6: 2017-2022 公司费用率变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

电生理联盟集采落地, 产品有望加速入院

2022年12月由福建省医保局牵头组织的心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集采项目中, 公司电生理产品全线中标, 其中固定弯二极、可调弯四极、可调弯十极和环肺电极等多个产品在所在竞价单元中所有品牌的需求量名列前茅, 三维磁盐水消融导管在上市18个月, 预报量在该竞价单元全部品牌中取得较好成绩。通过报量在全国头部大中心的准入渗透率从27%提升至70%。预计后续公司电生理板块耗材产品入院及销售有望实现加速, 进一步推动行业国产替代趋势。

风险提示

医保控费政策风险: 目前电生理、冠脉介入等领域产品在国内部分地区已纳入带量采购试点, 若未来公司耗材产品的价格下滑幅度过大, 或者公司未能在带量采购中中标, 将可能对公司业绩造成负面影响。

在研项目推进不达预期风险: 若公司压力感应射频导管、脉冲消融等新产品在研项目推进缓慢, 或研发项目失败而中止, 将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险, 将可能对公司造成负面影响。

产品推广不达预期风险: 如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低, 导致产品上市后推广进场缓慢, 将可能对公司当期业绩增长造成负面影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	479	829	1,216	1,686	2,339	3,159
增长率		72.8%	46.7%	38.7%	38.7%	35.0%
主营业务成本	-142	-253	-350	-504	-674	-919
%销售收入	29.6%	30.5%	28.8%	29.9%	28.8%	29.1%
毛利	337	576	866	1,182	1,666	2,240
%销售收入	70.4%	69.5%	71.2%	70.1%	71.2%	70.9%
营业税金及附加	-7	-8	-14	-17	-23	-32
%销售收入	1.4%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-114	-196	-241	-320	-444	-600
%销售收入	23.7%	23.7%	19.8%	19.0%	19.0%	19.0%
管理费用	-40	-55	-67	-89	-117	-152
%销售收入	8.3%	6.7%	5.5%	5.3%	5.0%	4.8%
研发费用	-72	-135	-175	-253	-351	-474
%销售收入	15.0%	16.3%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	105	181	369	502	730	982
%销售收入	22.0%	21.8%	30.4%	29.8%	31.2%	31.1%
财务费用	0	-1	3	8	19	32
%销售收入	0.0%	0.1%	-0.2%	-0.5%	-0.8%	-1.0%
资产减值损失	0	-10	-16	0	0	0
公允价值变动收益	0	22	0	20	18	16
投资收益	0	11	21	25	25	25
%税前利润	n.a	5.0%	5.3%	4.4%	3.1%	2.3%
营业利润	119	223	397	566	802	1,065
营业利润率	24.9%	26.8%	32.6%	33.6%	34.3%	33.7%
营业外收支	2	-1	-2	0	0	0
税前利润	121	222	395	566	802	1,065
利润率	25.3%	26.7%	32.5%	33.6%	34.3%	33.7%
所得税	-17	-27	-55	-79	-112	-149
所得税率	14.0%	12.1%	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	104	195	340	487	690	916
少数股东损益	-7	-13	-18	2	6	9
归属于母公司的净利润	111	208	358	485	684	907
净利率	23.1%	25.1%	29.4%	28.7%	29.2%	28.7%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	120	310	251	694	1,221	1,913
应收款项	47	43	56	82	114	154
存货	145	263	338	414	535	705
其他流动资产	37	937	912	833	762	694
流动资产	350	1,553	1,557	2,024	2,632	3,465
%总资产	59.5%	77.2%	70.0%	75.9%	77.3%	79.0%
长期投资	33	121	178	178	178	178
固定资产	155	245	307	404	533	680
%总资产	26.3%	12.2%	13.8%	15.2%	15.6%	15.5%
无形资产	34	40	44	47	51	54
非流动资产	238	460	669	642	773	924
%总资产	40.5%	22.8%	30.0%	24.1%	22.7%	21.0%
资产总计	589	2,013	2,226	2,666	3,406	4,389
短期借款	16	30	44	0	0	0
应付款项	26	42	218	183	248	336
其他流动负债	67	123	150	195	268	361
流动负债	109	195	412	378	516	697
长期贷款	24	10	2	2	2	2
其他长期负债	6	17	21	16	17	19
负债	139	222	435	396	535	719
普通股股东权益	460	1,778	1,763	2,241	2,835	3,626
其中：股本	50	67	67	67	67	67
未分配利润	239	405	686	1,104	1,698	2,488
少数股东权益	-10	13	28	30	35	45
负债股东权益合计	589	2,013	2,226	2,666	3,406	4,389

比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	2.216	3.119	5.370	7.269	10.262	13.600
每股净资产	9.207	26.670	26.448	33.617	42.530	54.380
每股经营现金净流	2.965	2.721	5.512	6.164	10.450	14.062
每股股利	0.100	0.000	0.000	1.000	1.350	1.750
回报率						
净资产收益率	24.06%	11.69%	20.30%	21.62%	24.13%	25.01%
总资产收益率	18.82%	10.33%	16.08%	18.18%	20.09%	20.66%
投入资本收益率	18.51%	8.68%	17.25%	19.01%	21.85%	23.01%
增长率						
主营业务收入增长率	18.68%	72.85%	46.74%	38.66%	38.74%	35.04%
EBIT 增长率	17.81%	71.91%	104.02%	36.03%	45.26%	34.61%
净利润增长率	34.15%	87.70%	72.19%	35.37%	41.18%	32.52%
总资产增长率	4.93%	241.95%	10.58%	19.79%	27.73%	28.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.6	17.1	12.2	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	369.9	294.9	313.3	300.0	290.0	280.0
应付账款周转天数	25.0	21.3	32.5	32.5	32.5	32.5
固定资产周转天数	104.7	91.5	87.6	73.5	65.2	65.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.05%	-66.08%	-60.69%	-65.79%	-67.54%	-69.37%
EBIT 利息保障倍数	523.1	282.2	-137.4	-61.0	-37.9	-30.8
资产负债率	23.55%	11.03%	19.54%	14.84%	15.71%	16.37%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	104	195	340	487	690	916
少数股东损益	-7	-13	-18	2	6	9
非现金支出	21	44	67	56	75	106
非经营收益	1	-38	-20	-38	-42	-40
营运资金变动	22	-19	-20	-93	-26	-44
经营活动现金净流	148	181	367	411	697	937
资本开支	-44	-167	-143	-42	-206	-256
投资	-30	-948	-39	100	100	100
其他	75	5	48	25	25	25
投资活动现金净流	1	-1,110	-135	83	-81	-131
股权募资	0	1,199	19	60	0	0
债权募资	-99	-7	7	-42	2	2
其他	-3	-73	-320	-68	-91	-117
筹资活动现金净流	-102	1,119	-295	-50	-89	-115
现金净流量	47	189	-61	443	527	691

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-02-25	增持	204.39	N/A
2	2022-03-11	增持	207.07	N/A
3	2022-04-29	增持	162.88	N/A
4	2022-06-15	增持	206.75	N/A
5	2022-08-30	增持	176.81	N/A
6	2022-10-17	增持	269.98	N/A
7	2022-10-27	增持	351.30	N/A
8	2023-01-20	增持	321.99	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402