

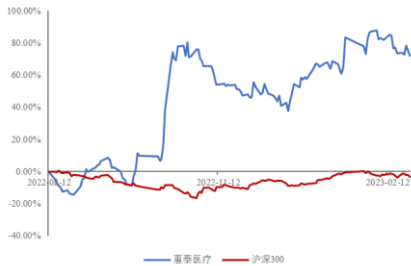
## 2022 年业绩符合预期，电生理板块看点丰富

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-10

收盘价(元)	367.55
近12个月最高/最低(元)	370.67/140.97
总股本(百万股)	67
流通股本(百万股)	45
流通股比例(%)	67.47
总市值(亿元)	245
流通市值(亿元)	165

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

### 相关报告

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2022 年年报：2022 年公司实现收入 12.16 亿元，同比增长 47%；实现归母净利润 3.58 亿元，同比增长 72%；实现扣非归母净利润 3.22 亿元，同比增长 92%。

✓ 点评：

● 受益于电生理集采中标以及疫情后恢复，公司电生理板块竞争力增加

2022 年公司电生理板块收入实现 2.93 亿元，同比增长 26%。其中，公司电生理设备的控股子公司上海宏桐（持股增长到 79.47%）实现收入 3,945.30 万元，同比增长 52%，实现净利润约 -4,448.94 万元，较 2021 年亏损增加 1,345.39 万元。拆分去看，预计公司电生理耗材收入约 2.53 亿元，同比增长约 22%。公司 2022 年电生理板块综合毛利率水平达 77.98%，较 2021 年的 78.28% 略有下降，考虑到相对低毛利率的设备板块占比提升，预计公司电生理耗材的毛利率较 2021 年仍有一定幅度的提升。

下游医院拓展方面，2022 年公司国内电生理产品新增医院植入 300 余家，覆盖医院超过 800 家，在超过 400 家医院完成三维电生理手术 3,000 余例。2022 年公司共销售电生理设备 120 台，其中三维标测设备预计约 65 台，加上公司 2021 年市场上存量的 43 台三维标测设备，预计市场上存量的三维标测设备约 108 台。2022 年公司也完成了三维设备的生产扩容，扩容后的年产能可达 200 台，2023 年新冠疫情影响逐渐褪去，预计公司在 2023 年将有更大规模的三维标测设备投放或销售。

2022 年 12 月福建电生理联盟集采落地，公司所有产品中标，能够针对非房颤手术提供整体的设备、耗材解决方案。公司原优势品种可调弯 10 极导管顺利中标，保证了原有的市场份额，公司新推出时间不久的重磅产品磁定位冷盐水消融导管预报量也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%，预计随着公司产品住院渗透率提升，公司的品牌效应也更强，后续无论是新品推进还标外市场拓展，均处于有利地位。

在新产品推进上，公司也正快速推进如房颤领域使用的高精密度标测导管、磁定位压力消融导管、电定位压力消融导管、PFA 导管等产品，预计 2023 年底到 2024 年期间公司将有大批电生理产品上市，届时也更有利于公司参加下一轮电生理耗材集采。

● 公司产能有效提升，持续增强规模效应

公司 2022 年毛利率提升，除了高毛利率产品占比提升外，公司也

做了一系列降本增效的措施,公司的生产产能在2022年快速扩充。电生理耗材方面,公司对电生理耗材产线进行了扩容和优化,产能同比扩大了50%以上。

血管介入方面,公司建立16条血管介入产品线,包括血管鞘组、微导管、造影导管、导引导管、球囊导管、亲水涂层导丝、导引导丝、微导丝、支撑导管、导引延伸导管、可调弯鞘、导管鞘组、Y阀、压力泵、长鞘、各类OEM产品线等产品系列。2022年产能较2021年提升50%,各类产品年产能达到了1,370万pcs,其中导管类年产能达到600万pcs,导丝类年产能达到400万pcs,鞘管类年产能达到250万pcs,球囊类年产能达到120万pcs。新的现代化的灭菌仓储中心,已投入使用,可以满足30亿的年产值。

而且,公司也持续提升自动化率,公司自主研发的专用设备占比超过50%,工序装备化达到90%以上,各主要成品产线效率提升20%,半成品生产工序效率提升25%。电生理耗材、电生理设备、血管介入耗材三条生产线均实现自动化生产。

#### ● 公司海外市场拓展加速

2022年公司国际业务整体呈现良好的增长趋势,同比增长72.05%。其中,东欧、独联体、西欧同比增长超过100%。从产品线层面看,PCI自主品牌及EP自主品牌是国际业务增长的驱动源头。公司长期稳定的经销商合作伙伴有70余家,2022年内新增经销商30余家。

在海外市场本地化运营方面,公司完成了印尼子公司的建设工作,并已投入运营。印尼子公司是公司海外运营的第一个项目,将为印尼本地的销售和品牌建设起到桥头堡作用,同时,也为公司后续建立海外基地提供了丰富的经验。

#### ● 投资建议

考虑公司新发布的2022年年报情况,我们调整2023-2024年公司业绩预测,增加对2025年的业绩预测,预计2023-2025年公司收入分别为16.11亿元、21.65亿元和29.26亿元(前次对2023-2024年收入预测为16.80亿元和22.46亿元),收入增速分别为32.5%、34.4%和35.1%,2023-2025年归母净利润分别实现4.80亿元、6.43亿元和8.91亿元(前次对2023-2024年归母净利润预测为4.70亿元和6.44亿元),增速分别为34.0%、34.1%和38.6%,2023-2025年EPS预计分别为7.20元、9.65元和13.37元,对应2023-2025年的PE分别为51x、38x和27x,维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

公司手术量拓展不及预期风险。  
 公司行业竞争格局恶化风险。  
 公司在研临床进展不及预期风险。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1216	1611	2165	2926
收入同比 (%)	46.7%	32.5%	34.4%	35.1%
归属母公司净利润	358	480	643	891
净利润同比 (%)	72.2%	34.0%	34.1%	38.6%
毛利率 (%)	71.2%	71.2%	71.5%	71.9%
ROE (%)	20.3%	21.4%	22.3%	23.6%
每股收益 (元)	5.38	7.20	9.65	13.37
P/E	57.05	51.07	38.09	27.49
P/B	11.60	10.93	8.49	6.49
EV/EBITDA	45.74	43.10	30.83	22.12

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1557	1919	2664	3648	<b>营业收入</b>	1216	1611	2165	2926
现金	251	515	1012	1823	营业成本	350	465	618	823
应收账款	47	81	87	137	营业税金及附加	14	16	22	29
其他应收款	9	11	19	21	销售费用	241	330	433	585
预付账款	25	34	45	60	管理费用	67	97	130	176
存货	338	390	614	720	财务费用	-3	-6	-13	-28
其他流动资产	887	887	887	887	资产减值损失	-15	-7	-7	-8
<b>非流动资产</b>	669	771	844	903	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	67	91	116	140	投资净收益	21	16	22	29
固定资产	292	365	409	440	<b>营业利润</b>	397	509	709	982
无形资产	39	48	54	61	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	270	267	264	262	营业外支出	3	0	0	0
<b>资产总计</b>	2226	2689	3508	4551	<b>利润总额</b>	395	509	709	982
<b>流动负债</b>	412	426	614	783	所得税	55	59	78	108
短期借款	30	39	49	59	<b>净利润</b>	340	451	631	874
应付账款	41	23	68	55	少数股东损益	-18	-29	-13	-17
其他流动负债	341	365	497	669	<b>归属母公司净利润</b>	358	480	643	891
<b>非流动负债</b>	23	23	23	23	EBITDA	443	558	764	1029
长期借款	2	2	2	2	EPS (元)	5.38	7.20	9.65	13.37
其他非流动负债	21	21	21	21					
<b>负债合计</b>	435	449	637	806	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	28	-2	-14	-32	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股本	67	67	67	67	<b>成长能力</b>				
资本公积	1013	1011	1011	1011	营业收入	46.7%	32.5%	34.4%	35.1%
留存收益	684	1164	1807	2699	营业利润	78.4%	28.3%	39.1%	38.6%
归属母公司股东权	1763	2242	2885	3776	归属于母公司净利	72.2%	34.0%	34.1%	38.6%
<b>负债和股东权益</b>	2226	2689	3508	4551	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	71.2%	71.2%	71.5%	71.9%
					净利率 (%)	29.4%	29.8%	29.7%	30.5%
					ROE (%)	20.3%	21.4%	22.3%	23.6%
					ROIC (%)	18.3%	19.0%	20.6%	21.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	19.5%	16.7%	18.2%	17.7%
					净负债比率 (%)	24.3%	20.1%	22.2%	21.5%
					流动比率	3.78	4.50	4.34	4.66
					速动比率	2.89	3.49	3.26	3.66
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.57	0.66	0.70	0.73
					应收账款周转率	29.96	25.05	25.71	26.10
					应付账款周转率	11.23	14.51	13.53	13.38
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	5.38	7.20	9.65	13.37
					每股经营现金流薄)	5.51	6.24	9.46	14.05
					每股净资产	26.45	33.62	43.27	56.64
					<b>估值比率</b>				
					P/E	57.05	51.07	38.09	27.49
					P/B	11.60	10.93	8.49	6.49
					EV/EBITDA	45.74	43.10	30.83	22.12

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

**联系人：**李婵，研究助理，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。