

# 惠泰医疗 (688617.SH)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 销售规模快速增长,三维电生理手术加速开展

### 业绩简评

2023年4月27日,公司发布2023年第一季度报告。2023年Q1公司实现收入3.50亿元,同比+32%;实现归母净利润1.03亿元,同比+54%;实现扣非归母净利润0.90亿元,同比+49%。

### 经营分析

**销售规模快速增长,血管介入类产品渗透率持续提升。**一季度公司收入保持快速增长趋势,其中血管介入类产品的覆盖率及入院渗透率进一步提升。同时海外市场及OEM业务持续良好增长,Q1海外市场占比达到11.8%,目前产品已覆盖美国、日本、欧盟等超过90个国家及地区,全球化战略布局持续加速。

**利润率上升趋势显著,三维电生理手术加速开展。**公司Q1毛利率70.7%,同比+0.9pct;实现净利率28.3%,同比+4.5pct。公司降费控本带来的利润增长效果较为显著。一季度公司销售费用率销售费用率19.8%,同比-0.9pct;管理费用率5.1%,同比-1.4pct;研发费用率15.0%,同比-1.7pct。一季度公司已完成三维电生理总手术例数超过2000例,相关创新产品有望持续放量。

**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4.83、6.82、9.03亿元,同比增长35%、41%、33%,EPS分别为7.25、10.22、13.55元,现价对应PE为52、37、28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

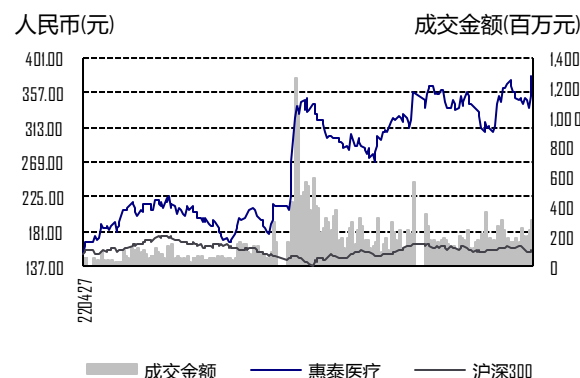
联系人:何冠洲

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):378.00元

相关报告:

- 《惠泰医疗公司点评:重磅产品陆续进入临床,盈利能力进一步提升》,2023.4.7
- 《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2022三季报点...》,2022.10.27



### 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	483	682	903
归母净利润增长率	87.70%	72.19%	35.03%	40.98%	32.56%
摊薄每股收益(元)	3.119	5.370	7.251	10.223	13.551
每股经营性现金流净额	2.72	5.51	6.10	10.37	13.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.69%	20.30%	21.58%	24.07%	24.97%
P/S	89.78	57.16	52.13	36.98	27.89
P/B	10.50	11.60	11.25	8.90	6.96

来源:公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>479</b>	<b>829</b>	<b>1,216</b>	<b>1,686</b>	<b>2,339</b>	<b>3,159</b>	货币资金	120	310	251	561	1,057	1,710	
增长率		72.8%	46.7%	38.7%	38.7%	35.0%	应收款项	47	43	56	82	114	154	
<b>主营业务成本</b>	<b>-142</b>	<b>-253</b>	<b>-350</b>	<b>-504</b>	<b>-674</b>	<b>-919</b>	存货	145	263	338	414	535	705	
%销售收入	29.6%	30.5%	28.8%	29.9%	28.8%	29.1%	其他流动资产	37	937	912	833	762	694	
<b>毛利</b>	<b>337</b>	<b>576</b>	<b>866</b>	<b>1,182</b>	<b>1,666</b>	<b>2,240</b>	流动资产	350	1,553	1,557	1,891	2,468	3,263	
%销售收入	70.4%	69.5%	71.2%	70.1%	71.2%	70.9%	%总资产	59.5%	77.2%	70.0%	70.7%	72.3%	74.3%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	<b>-23</b>	<b>-32</b>	长期投资	33	121	178	178	178	178	
%销售收入	1.4%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	155	245	307	404	533	680	
<b>销售费用</b>	<b>-114</b>	<b>-196</b>	<b>-241</b>	<b>-320</b>	<b>-444</b>	<b>-600</b>	%总资产	26.3%	12.2%	13.8%	15.1%	15.6%	15.5%	
%销售收入	23.7%	23.7%	19.8%	19.0%	19.0%	19.0%	无形资产	34	40	44	47	51	54	
<b>管理费用</b>	<b>-40</b>	<b>-55</b>	<b>-67</b>	<b>-89</b>	<b>-117</b>	<b>-152</b>	非流动资产	238	460	669	785	945	1,129	
%销售收入	8.3%	6.7%	5.5%	5.3%	5.0%	4.8%	%总资产	40.5%	22.8%	30.0%	29.3%	27.7%	25.7%	
<b>研发费用</b>	<b>-72</b>	<b>-135</b>	<b>-175</b>	<b>-253</b>	<b>-351</b>	<b>-474</b>	<b>资产总计</b>	<b>589</b>	<b>2,013</b>	<b>2,226</b>	<b>2,676</b>	<b>3,412</b>	<b>4,392</b>	
%销售收入	15.0%	16.3%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%	短期借款	16	30	44	0	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>105</b>	<b>181</b>	<b>369</b>	<b>502</b>	<b>730</b>	<b>982</b>	应付款项	26	42	218	183	248	336	
%销售收入	22.0%	21.8%	30.4%	29.8%	31.2%	31.1%	其他流动负债	67	123	150	199	272	365	
<b>财务费用</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>16</b>	<b>28</b>	流动负债	109	195	412	382	519	701	
%销售收入	0.0%	0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.7%	-0.9%	长期贷款	24	10	2	2	2	2	
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-10</b>	<b>-16</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	6	17	21	23	24	26	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>22</b>	<b>0</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	负债	139	222	435	406	546	729	
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>460</b>	<b>1,778</b>	<b>1,763</b>	<b>2,240</b>	<b>2,832</b>	<b>3,618</b>	
%税前利润	n.a	5.0%	5.3%	4.4%	3.1%	2.4%	其中：股本	50	67	67	67	67	67	
<b>营业利润</b>	<b>119</b>	<b>223</b>	<b>397</b>	<b>564</b>	<b>799</b>	<b>1,061</b>	未分配利润	239	405	686	1,103	1,694	2,481	
营业利润率	24.9%	26.8%	32.6%	33.5%	34.2%	33.6%	少数股东权益	-10	13	28	30	35	45	
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>589</b>	<b>2,013</b>	<b>2,226</b>	<b>2,676</b>	<b>3,412</b>	<b>4,392</b>	
<b>税前利润</b>	<b>121</b>	<b>222</b>	<b>395</b>	<b>564</b>	<b>799</b>	<b>1,061</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	25.3%	26.7%	32.5%	33.5%	34.2%	33.6%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-17</b>	<b>-27</b>	<b>-55</b>	<b>-79</b>	<b>-112</b>	<b>-149</b>	每股收益	2.216	3.119	5.370	7.251	10.223	13.551	
所得税率	14.0%	12.1%	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%	每股净资产	9.207	26.670	26.448	33.600	42.472	54.273	
<b>净利润</b>	<b>104</b>	<b>195</b>	<b>340</b>	<b>485</b>	<b>687</b>	<b>913</b>	每股经营现金净流	2.965	2.721	5.512	6.099	10.368	13.963	
少数股东损益	-7	-13	-18	2	6	9	每股股利	0.100	0.000	0.000	1.000	1.350	1.750	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>111</b>	<b>208</b>	<b>358</b>	<b>483</b>	<b>682</b>	<b>903</b>	<b>回报率</b>							
净利率	23.1%	25.1%	29.4%	28.7%	29.1%	28.6%	净资产收益率	24.06%	11.69%	20.30%	21.58%	24.07%	24.97%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	18.82%	10.33%	16.08%	18.07%	19.97%	20.57%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	18.51%	8.68%	17.25%	18.97%	21.83%	23.01%	
<b>净利润</b>	<b>104</b>	<b>195</b>	<b>340</b>	<b>485</b>	<b>687</b>	<b>913</b>	<b>增长率</b>							
少数股东损益	-7	-13	-18	2	6	9	主营业务收入增长率	18.68%	72.85%	46.74%	38.66%	38.74%	35.04%	
<b>非现金支出</b>	<b>21</b>	<b>44</b>	<b>67</b>	<b>56</b>	<b>75</b>	<b>106</b>	EBIT增长率	17.81%	71.91%	104.02%	36.03%	45.26%	34.61%	
非经营收益	1	-38	-20	-44	-45	-44	净利润增长率	34.15%	87.70%	72.19%	35.03%	40.98%	32.56%	
<b>营运资金变动</b>	<b>22</b>	<b>-19</b>	<b>-20</b>	<b>-90</b>	<b>-26</b>	<b>-44</b>	总资产增长率	4.93%	241.95%	10.58%	20.21%	27.53%	28.71%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>148</b>	<b>181</b>	<b>367</b>	<b>407</b>	<b>691</b>	<b>931</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>资本开支</b>	<b>-44</b>	<b>-167</b>	<b>-143</b>	<b>-171</b>	<b>-232</b>	<b>-287</b>	应收账款周转天数	34.6	17.1	12.2	15.0	15.0	15.0	
投资	-30	-948	-39	100	100	100	存货周转天数	369.9	294.9	313.3	300.0	290.0	280.0	
其他	75	5	48	25	25	25	应付账款周转天数	25.0	21.3	32.5	32.5	32.5	32.5	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>1</b>	<b>-1,110</b>	<b>-135</b>	<b>-46</b>	<b>-107</b>	<b>-162</b>	固定资产周转天数	104.7	91.5	87.6	73.5	65.2	65.3	
股权募资	0	1,199	19	60	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	-99	-7	7	-42	2	2	净负债/股东权益	-18.05%	-66.08%	-60.69%	-59.94%	-61.88%	-63.99%	
其他	-3	-73	-320	-68	-91	-117	EBIT利息保障倍数	523.1	282.2	-137.4	-73.3	-45.1	-35.0	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-102</b>	<b>1,119</b>	<b>-295</b>	<b>-50</b>	<b>-89</b>	<b>-115</b>	资产负债率	23.55%	11.03%	19.54%	15.18%	15.99%	16.60%	
<b>现金净流量</b>	<b>47</b>	<b>189</b>	<b>-61</b>	<b>310</b>	<b>496</b>	<b>654</b>								

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	2022-03-11	增持	207.07	N/A
2	2022-04-29	增持	162.88	N/A
3	2022-06-15	增持	206.75	N/A
4	2022-08-30	增持	176.81	N/A
5	2022-10-17	增持	269.98	N/A
6	2022-10-27	增持	351.30	N/A
7	2023-01-20	增持	321.99	N/A
8	2023-04-07	增持	362.90	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。

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