

公司研究

业绩持续高增长，国产通路龙头加速前进

——惠泰医疗（688617.SH）2020 年年报&2021 年一季报点评

要点

事件：公司披露 2020 年度报告，报告期内实现营业收入 4.79 亿元，同比增长 18.68%；实现归母净利润 1.11 亿元，同比增长 34.15%；实现扣非后归母净利润 9774.49 万元，同比增长 21.30%；基本每股收益 2.22 元；拟每 10 股派发现金红利 5 元(含税)。

公司披露 2021 年一季度报告，报告期内实现营业收入 1.61 亿元，同比增长 124.32%；实现归母净利润 4719.47 万元，同比增长 439.94%；实现扣非后归母净利润 4008.98 万元，同比增长 525.68%；基本每股收益 0.77 元，业绩超出市场预期。

点评：

冠脉通路外周介入产品持续放量，电生理板块增长有望提速。从主营业务结构来看，2020 年公司外周介入类产品收入增长较快，同比增长 100.23%；而冠脉通路类同比增长 38.25%，为公司 2020 年主要业绩增长点，进入 2021 年一季度，公司外周和冠脉介入业务延续了高增长态势。此外，作为我国电生理领域的龙头，公司的电生理电极导管和射频消融电极导管均为国内首个获批上市的国产产品；2020 年 5 月自主研发的临时起搏电极导管获得医疗器械产品注册证，成为国内首家获得注册证的国产产品；三维电生理标测系统目前已经获得注册证，正处在进院装机阶段，2022 年有望助推电生理业务加速发展。2021 年公司还将着力推进房颤项目研发进度，完成 TAA 等项目的临床实验入组。

股权激励深度绑定管理层，国产通路龙头加速前进。公司近期公布 2021 年度股权激励计划，计划拟以 184.30 元/股的价格向 302 名对象授予 115 万股限制性股票，占公司股本总额 1.72%。业绩考核标准以 2020 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 82%；2023 年营业收入增长率不低于 146%；2024 年营业收入增长率不低于 207%，年复合增速约 35%，充分彰显了公司对长期发展的信心。

盈利预测、估值与评级：公司是电生理和冠脉通路双轮驱动的支援器械明星企业，具备国内领先的导管制造工艺。随着电生理领域三维标测导管装机量提升，神经、外周领域等新品放量，调高公司 2021~2022 年归母净利润预测为 1.82（上调 2.82%）/2.78 亿元（上调 6.92%），新增 2023 年归母净利润预测为 3.97 亿元，现价对应 2021~2023 年 PE 为 95/62/43 倍，维持“买入”评级。

风险提示：集中采购产品大幅降价、医疗安全事故等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	404	479	653	994	1,427
营业收入增长率	67.08%	18.68%	36.13%	52.30%	43.53%
净利润（百万元）	83	111	182	278	397
净利润增长率	283.85%	34.15%	63.95%	52.80%	43.16%
EPS（元）	1.65	2.22	2.72	4.16	5.96
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.62%	24.06%	29.44%	32.58%	33.57%
P/E	157	117	95	62	43
P/B	37.1	28.1	28.0	20.3	14.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-26，公司 2020 年总股本为 0.5 亿股，2021 年因新发股本增加至 0.67 亿股

买入（维持）

当前价：259.09 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

分析师：黄卓

执业证书编号：S0930520030002

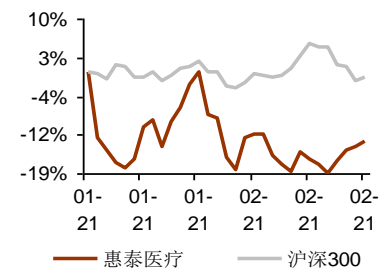
021-52523676

huangz@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	0.67
总市值(亿元):	172.74
一年最低/最高(元):	180.50/274.89
近 3 月换手率:	22.54%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	36.97	27.98	-32.01
绝对	37.57	19.82	0.81

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	404	479	653	994	1,427
营业成本	118	142	189	275	380
折旧和摊销	15	20	11	15	20
税金及附加	4	7	9	14	20
销售费用	89	114	151	225	320
管理费用	33	40	53	81	115
研发费用	70	72	98	149	214
财务费用	0	0	2	4	5
投资收益	-1	0	38	42	44
营业利润	92	119	205	317	457
利润总额	91	121	207	319	458
所得税	13	17	29	45	64
净利润	78	104	178	274	394
少数股东损益	-4	-7	-4	-4	-3
归属母公司净利润	83	111	182	278	397
EPS(元)	1.65	2.22	2.72	4.16	5.96

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	55	148	84	146	243
净利润	83	111	182	278	397
折旧摊销	15	20	11	15	20
净营运资金增加	95	22	111	188	238
其他	-138	-4	-220	-335	-412
投资活动产生现金流	-68	1	-85	-88	-96
净资本支出	-67	-44	-120	-130	-140
长期投资变化	13	13	0	0	0
其他资产变化	-14	32	35	42	44
融资活动现金流	-3	-102	45	27	-39
股本变化	21	0	17	0	0
债务净变化	127	-99	71	74	32
无息负债变化	33	22	18	41	48
净现金流	-17	47	43	85	108

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	70.8%	70.4%	71.1%	72.4%	73.4%
EBITDA 率	27.3%	29.4%	28.2%	29.8%	30.9%
EBIT 率	23.5%	25.1%	26.5%	28.3%	29.5%
税前净利润率	22.6%	25.3%	31.6%	32.1%	32.1%
归母净利润率	20.4%	23.1%	27.8%	27.9%	27.8%
ROA	13.9%	17.7%	21.4%	23.3%	24.9%
ROE (摊薄)	23.6%	24.1%	29.4%	32.6%	33.6%
经营性 ROIC	16.3%	22.7%	21.8%	24.5%	26.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	38%	24%	27%	29%	27%
流动比率	2.70	3.20	2.47	2.34	2.64
速动比率	1.30	1.87	1.40	1.34	1.53
归母权益/有息债务	2.54	11.78	5.59	4.63	5.49
有形资产/有息债务	3.30	14.15	6.76	5.66	6.50

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021	2022E	2023E
总资产	561	589	831	1,177	1,585
货币资金	74	120	163	249	357
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	47	44	61	93	134
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	4	5	7	10
存货	143	145	207	302	418
其他流动资产	5	3	8	19	32
流动资产合计	274	350	479	708	994
其他权益工具	0	20	20	20	20
长期股权投资	13	13	13	13	13
固定资产	112	137	169	208	253
在建工程	22	18	39	60	78
无形资产	104	32	81	129	176
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	34	15	18	18	18
非流动资产合计	287	238	352	468	591
总负债	215	139	228	343	422
短期借款	34	11	77	145	172
应付账款	11	8	11	16	23
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	4	0	7	11	16
其他流动负债	16	1	1	1	1
流动负债合计	101	109	194	303	377
长期借款	104	24	29	34	39
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	6	6	6	7
非流动负债合计	114	29	34	40	45
股东权益	346	450	603	834	1,163
股本	50	50	67	67	67
公积金	160	171	173	176	176
未分配利润	140	239	377	609	941
归属母公司权益	350	460	617	852	1,183
少数股东权益	-4	-10	-14	-18	-21

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	22.02%	23.73%	23.10%	22.60%	22.40%
管理费用率	8.18%	8.25%	8.15%	8.10%	8.08%
财务费用率	0.02%	0.04%	0.27%	0.39%	0.37%
研发费用率	17.43%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
所得税率	15%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.50	0.64	0.99	1.42
每股经营现金流	1.10	2.96	1.26	2.19	3.65
每股净资产	6.99	9.21	9.25	12.78	17.75
每股销售收入	8.08	9.59	9.79	14.91	21.40

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	157	117	95	62	43
PB	37.1	28.1	28.0	20.3	14.6
EV/EBITDA	119.5	92.4	94.3	58.8	39.6
股息率	0.0%	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE