

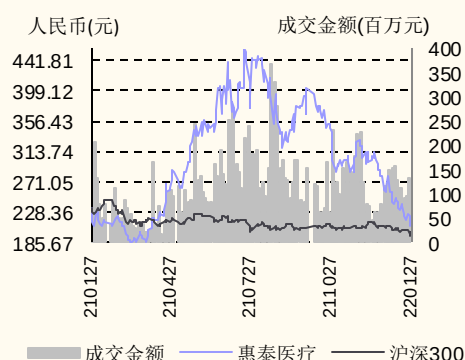
惠泰医疗 (688617.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 208.98 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.67
已上市流通 A 股(亿股)	0.42
总市值(亿元)	139.33
年内股价最高最低(元)	459.48/185.95
沪深 300 指数	4620
上证指数	3394

**相关报告**

- 1.《核心产品市占率提升,市场推广与研发加速-惠泰医疗三季报点评》, 2021 10 20
- 2.《国产电生理耗材龙头,血管介入助力业务爆发-公司深度报告-惠泰...》, 2021 10 6

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

冠脉产品线高速增长, 国际业务快速发展**公司基本情况 (人民币)**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	404	479	783	1,107	1,542
营业收入增长率	67.08%	18.68%	63.32%	41.36%	39.31%
归母净利润(百万元)	83	111	201	294	405
归母净利润增长率	283.85%	34.15%	81.38%	46.39%	37.62%
摊薄每股收益(元)	1.651	2.216	3.014	4.412	6.071
每股经营性现金流净额	1.06	2.96	1.25	3.39	5.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.62%	24.06%	11.27%	14.49%	17.07%
P/E	N/A	N/A	69.34	47.37	34.42
P/B	N/A	N/A	7.82	6.87	5.88

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022 年 1 月 27 日, 公司发布 2021 年业绩预告。预计 2021 年度实现归母净利润 1.92~2.09 亿元, 同比+73%~+89%; 预计 2021 年度实现扣非归母净利润 1.70~1.87 亿元, 同比+74%~+91%。
- 分季度来看, 预计 2021 年 Q4 实现归母净利润 0.30~0.47 亿, 同比-24%~+20%; 实现扣非归母净利润 0.24~0.41 亿元, 同比-25%~+28%。

经营分析

- **电生理布局突破, 血管介入业务高速增长。**得益于 2021 年国内疫情恢复与产品市场份额的快速提升, 公司全年业绩实现了高速增长。电生理板块实现了从二维向三维的创新升级, 血管介入类产品的覆盖率及入院渗透率也进一步提升, 其中冠脉产品线同比增长 111%。电生理与血管介入共同驱动公司业务快速增长, 规模效应带来生产制造环节的降本增效, 同时盈利能力也稳中提有升, 未来公司快速增长趋势有望持续。
- **产品研发快速推进, 国际业务持续发展。**公司高度重视研发团队的建设, 在电生理、冠脉介入和外周介入板块均布局了丰富的产品研发管线, 其中还包括新型脉冲消融产品和胸主动脉覆膜支架, 预计未来研发投入还将持续增长。同时, 国际业务持续实现较快发展, 2021 年完成了 10 余个国家近 50 个产品注册批件, 未来将逐步打开海外潜在市场空间。
- **国产替代空间巨大, 三维电生理有望加速放量。**国内电生理与冠脉通路类产品过去被外资品牌主导, 随着国产企业研发实力不断提升与国家政策的支持, 国产企业有望逐步扩大市场份额。公司三维心脏电生理标测系统 HT Viewer 作为稀缺的国产设备, 未来随着公司市场开拓力度不断加大, 有望带动三维电生理耗材加速放量。

盈利调整与投资建议

- 我们认为公司在电生理和血管介入领域产品技术领先, 未来有望维持国产领导者地位, 逐步抢占外资企业市场份额。预计公司 2021-2023 年归母净利润 2.01、2.94、4.05 亿元, 同比增长 81%、46%、38%, EPS 分别为 3.01、4.41、6.07 元/股, 现价对应 PE 为 69、47、34 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, 募投产能建设进度不达预期风险, 汇率波动风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	242	404	479	783	1,107	1,542
增长率	57.8%	67.1%	18.7%	63.3%	41.4%	39.3%
主营业务成本	-75	-118	-142	-232	-322	-441
%销售收入	31.2%	29.2%	29.6%	29.6%	29.1%	28.6%
毛利	166	286	337	551	785	1,101
%销售收入	68.8%	70.8%	70.4%	70.4%	70.9%	71.4%
营业税金及附加	-3	-4	-7	-12	-17	-23
%销售收入	1.3%	1.1%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
销售费用	-70	-89	-114	-188	-249	-339
%销售收入	29.2%	22.0%	23.7%	24.0%	22.5%	22.0%
管理费用	-22	-33	-40	-59	-72	-93
%销售收入	9.2%	8.2%	8.3%	7.5%	6.5%	6.0%
研发费用	-53	-70	-72	-117	-160	-224
%销售收入	22.1%	17.4%	15.0%	15.0%	14.5%	14.5%
息税前利润 (EBIT)	17	89	105	175	287	422
%销售收入	7.0%	22.1%	22.0%	22.4%	25.9%	27.4%
财务费用	1	0	0	0	3	9
%销售收入	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.6%
资产减值损失	0	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	37	37	29
%税前利润	1.2%	n.a	n.a	16.1%	10.8%	6.1%
营业利润	24	92	119	228	341	475
营业利润率	9.8%	22.8%	24.9%	29.1%	30.8%	30.8%
营业外收支	0	-1	2	2	3	3
税前利润	23	91	121	230	344	478
利润率	9.6%	22.6%	25.3%	29.3%	31.1%	31.0%
所得税	-7	-13	-17	-34	-52	-72
所得税率	28.2%	14.5%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	17	78	104	195	292	407
少数股东损益	-5	-4	-7	-6	-2	2
归属于母公司的净利润	22	83	111	201	294	405
净利率	8.9%	20.4%	23.1%	25.7%	26.6%	26.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	17	78	104	195	292	407
少数股东损益	-5	-4	-7	-6	-2	2
非现金支出	10	15	21	30	49	80
非经营收益	-1	1	1	-37	-38	-31
营运资金变动	-7	-41	22	-105	-77	-87
经营活动现金净流	19	53	148	83	226	369
资本开支	-32	-67	-44	-221	-335	-211
投资	0	-2	-30	-1,000	300	300
其他	3	1	75	37	37	29
投资活动现金净流	-29	-68	1	-1,184	2	118
股权募资	12	0	0	1,154	3	3
债权募资	10	28	-99	-14	1	2
其他	0	-32	-3	-35	-52	-68
筹资活动现金净流	21	-4	-102	1,105	-47	-63
现金净流量	12	-19	46	4	181	424

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	91	74	120	124	305	729
应收款项	27	51	47	74	116	162
存货	80	143	145	222	300	399
其他流动资产	9	7	37	1,070	750	456
流动资产	207	274	350	1,491	1,471	1,746
%总资产	70.5%	50.5%	59.5%	77.6%	66.4%	66.5%
长期投资	13	13	33	33	33	33
固定资产	69	115	155	327	629	752
%总资产	23.4%	21.2%	26.3%	17.0%	28.4%	28.6%
无形资产	2	105	34	39	43	48
非流动资产	87	268	238	431	745	880
%总资产	29.5%	49.5%	40.5%	22.4%	33.6%	33.5%
资产总计	294	543	589	1,922	2,216	2,625
短期借款	11	34	16	0	0	0
应付款项	12	27	26	44	59	81
其他流动负债	26	41	67	82	113	156
流动负债	49	101	109	125	173	237
长期贷款	0	104	24	24	24	24
其他长期负债	7	10	6	7	8	10
负债	55	215	139	156	204	270
普通股股东权益	270	350	460	1,782	2,029	2,371
其中：股本	29	50	50	67	67	67
未分配利润	121	140	239	406	651	989
少数股东权益	1	-4	-10	-16	-18	-16
负债股东权益合计	326	561	589	1,922	2,216	2,625

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.430	1.651	2.216	3.014	4.412	6.071
每股净资产	5.397	6.992	9.207	26.734	30.438	35.562
每股经营现金净流	0.376	1.063	2.955	1.249	3.392	5.532
每股股利	0.177	0.000	0.000	0.500	0.750	1.000
回报率						
净资产收益率	7.97%	23.62%	24.06%	11.27%	14.49%	17.07%
总资产收益率	6.60%	14.72%	18.82%	10.45%	13.27%	15.42%
投入资本收益率	4.35%	15.79%	18.51%	8.33%	11.97%	15.10%
增长率						
主营业务收入增长率	57.84%	67.08%	18.68%	63.32%	41.36%	39.31%
EBIT增长率	66.11%	425.37%	17.81%	66.54%	63.45%	47.37%
净利润增长率	-37.61%	283.85%	34.15%	81.38%	46.39%	37.62%
总资产增长率	28.91%	72.19%	4.93%	226.50%	15.29%	18.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.8	32.7	34.6	32.0	32.0	32.0
存货周转天数	300.3	345.5	369.9	350.0	340.0	330.0
应付账款周转天数	31.1	27.6	25.0	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	92.5	84.3	104.7	97.4	102.8	114.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.65%	18.60%	-18.05%	-62.31%	-48.78%	-46.92%
EBIT利息保障倍数	-30.9	1,111.5	523.1	-432.5	-107.8	-47.4
资产负债率	16.92%	38.35%	23.55%	8.10%	9.23%	10.29%

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
买入	1	3	7	13	19
增持	0	2	3	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.40	1.30	1.35	1.00

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	2021-10-06	增持	404.00	404.00 ~ 477.96
2	2021-10-29	增持	340.05	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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402