

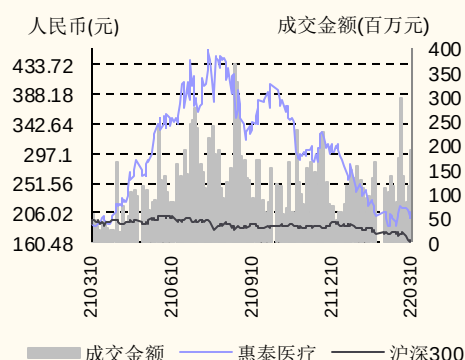
惠泰医疗 (688617.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 207.07 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)	138.05
年内股价最高最低(元)	459.48/185.95
沪深 300 指数	4293
上证指数	3296

**相关报告**

- 1.《收入端持续高增长，通路产品快速放量-惠泰医疗业绩快报点评》，2022.2.25
- 2.《冠脉产品线高速增长，国际业务快速发展-惠泰医疗业绩预告点评》，2022.1.28
- 3.《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》，2021.10.29
- 4.《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

何冠洲

联系人
heguanzhou@gjzq.com.cn

年报业绩高增长，通路产品持续发力**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	479	829	1,144	1,610	2,226
营业收入增长率	18.68%	72.85%	38.06%	40.73%	38.27%
归母净利润(百万元)	111	208	292	407	559
归母净利润增长率	34.15%	87.70%	40.32%	39.55%	37.35%
摊薄每股收益(元)	2.216	3.119	4.376	6.107	8.388
每股经营性现金流净额	2.96	2.35	3.53	5.33	7.93
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.06%	11.69%	14.44%	17.25%	19.76%
P/E	N/A	89.78	47.32	33.91	24.69
P/B	N/A	10.50	6.83	5.85	4.88

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简述

- 2022 年 3 月 10 日，公司发布 2021 年年度报告。2021 年公司实现收入 8.29 亿元，同比+73%；实现归母净利润 2.08 亿元，同比+88%；实现扣非归母净利润 1.68 亿元，同比+71%；
- 分季度来看，2021 年 Q4 公司实现收入 2.35 亿元，同比+50%，归母净利润 0.46 亿元，同比+17%，扣非归母净利润 0.22 亿元，同比-32%。

经营分析

- **全年收入高速增长，通路类产品发力迅猛。**公司 2021 年围绕战略发展规划方向，积极发挥研发、技术、质量、产品、市场、渠道等多方面经营优势，全年实现了高速增长。主营业务中，电生理业务实现收入 2.33 亿元 (+46%)；冠脉通路类业务实现收入 3.82 亿元 (+97%)。国内电生理业务如期实现了从二维到三维的突破，并建立了三维产品良好的市场品牌，血管介入类产品的覆盖率及入院渗透率也进一步提升。
- **研发费用率增长显著，部分项目陆续进入临床。**公司 2021 年全年净利率达到 23.51% (+1.78pct)，管理费用率 6.65% (-1.60pct)，收入增长带来的规模效应显著。公司全年研发费用率 16.28% (+1.28pct)，2021 年 Q4 研发费用增长尤为明显，体内研发项目增加且进入临床阶段的项目增多，为公司长期增长空间打下良好基础。
- **区域集采中标结果良好，通路类产品高增长趋势有望延续。**公司 2021 年参加了多个区域带量采购的招标，在冠脉球囊、导引导丝、导引导管等多个产品的中选结果中表现优异，由于当前公司在国内市占率提升尚存在较大空间，未来通路类产品高增长趋势有望延续。

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，未来有望维持国产龙头地位，逐步抢占外资企业市场份额。预计公司 2022-2024 年归母净利润 2.92、4.07、5.59 亿元，同比增长 40%、39%、37%，EPS 分别为 4.38、6.11、8.39 元，现价对应 PE 为 47、34、25 倍，维持“增持”评级。

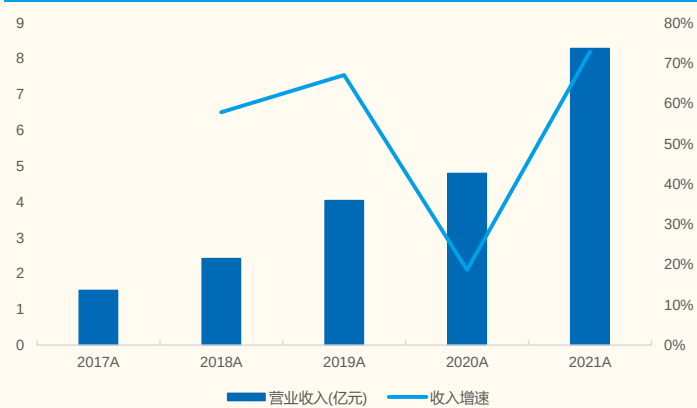
风险提示

- 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。

全年收入高速增长，通路类产品发力迅猛

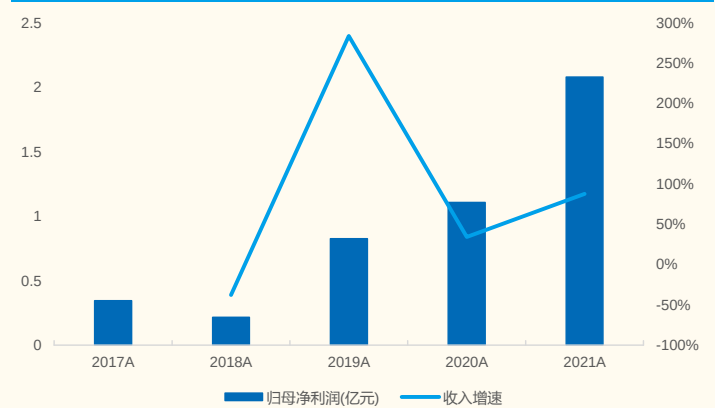
- 公司 2021 年围绕战略发展规划方向，积极发挥研发、技术、质量、产品、市场、渠道等多方面经营优势，巩固医工结合的优势，进一步加大新产品、新技术研发投入，并不断加大市场开拓力度，全年实现了高速增长。
- 主营业务中，公司电生理业务实现收入 2.33 亿元 (+46%)；冠脉通路类业务实现收入 3.82 亿元 (+97%)；外周介入类业务实现收入 1.19 亿元 (+81%)；OEM 业务实现收入 0.89 亿元 (+51%)。国内电生理业务如期实现了从二维到三维的突破，并建立了三维产品良好的市场品牌，血管介入类产品的覆盖率及入院渗透率也进一步提升。
- 分地区来看，境内业务实现收入 7.44 亿元，占总收入比例达到 90%，同比+77%；境外业务实现收入 0.79 亿元，占总收入比例达到 10%，同比+35%。在国外疫情严峻，重点市场手术量受影响的情况下，境外增速相比国内略低。

图表 1：2017-2021 公司营业收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

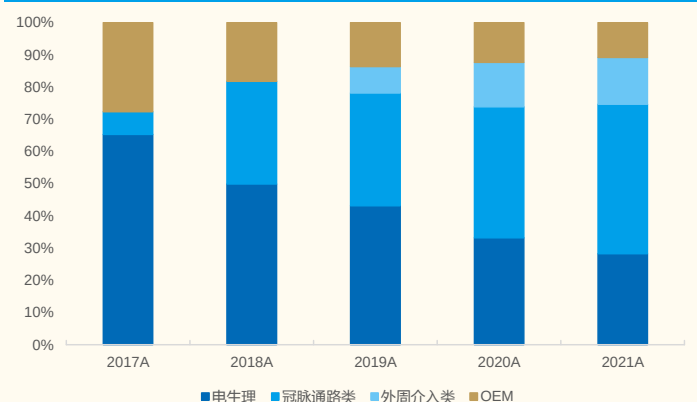
图表 2：2017-2021 公司归母净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

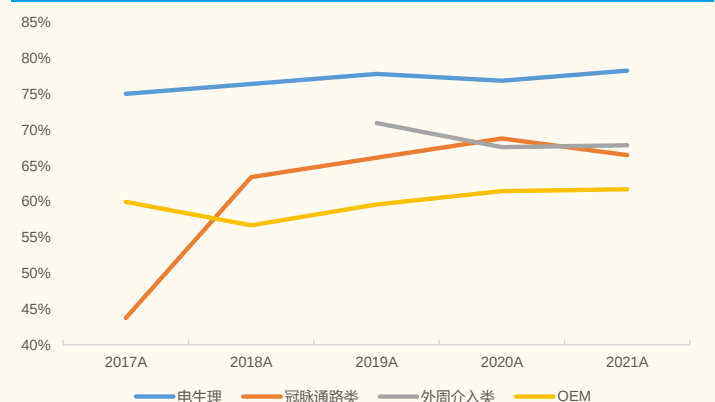
- 从分板块毛利率来看，仅冠脉通路类产品毛利率略有下降，其余业务板块毛利率均呈现稳中有升趋势，推测主要原因系部分冠脉通路类产品国内带量采购中标后放量较快。

图表 3：2017-2021 公司收入结构变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：2017-2021 各业务毛利率变化



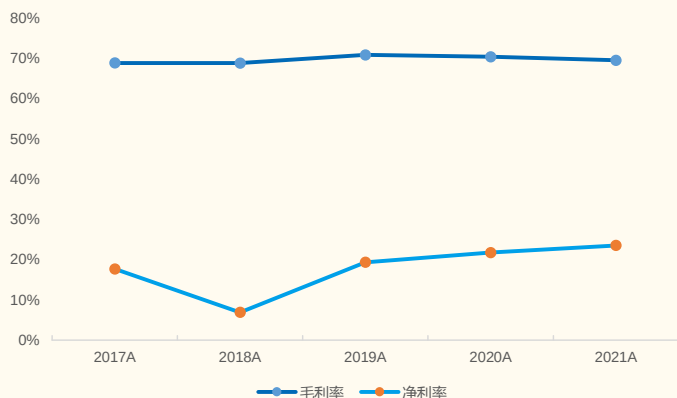
来源：公司公告，国金证券研究所

研发费用率增长显著，部分项目陆续进入临床

- 公司 2021 年毛利率达到 69.49% (-0.87pct)，主要系较低毛利率的通路类产品收入占比提升；全年净利率达到 23.51% (+1.78pct)。公司全年销售费用率 23.69% (-0.04pct)；管理费用率 6.65% (-1.60pct)，收入增长带来的规模效应显著；研发费用率 16.28% (+1.28pct)，2021 年 Q4 研发费

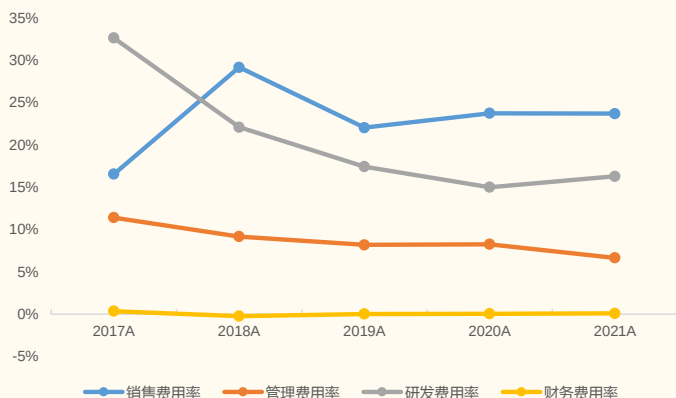
用增长尤为明显，公司体内研发项目增加，且部分项目进入临床阶段，为公司长期增长空间打下良好基础。

图表 5：2017-2021 公司利润率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2017-2021 公司费用率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

区域集采中标结果良好，通路类产品高增长趋势有望延续

- 公司 2021 年参加了多个区域带量采购的招标，其中包括：1) 四川等六省二区联盟、京津冀新及新疆兵团联盟、上海、福建、江苏、安徽开展的冠脉球囊带量采购项目；2) 江苏、内蒙古等十三省区联盟、江西等九省联盟、广东省广州市等十市联盟开展的导引导丝带量采购项目；3) 江苏、江西等九省联盟、广东省广州市等十市联盟开展的导引导管带量采购项目，以上项目均获得中选资格，由于当前公司在国内市占率提升尚存在较大空间，未来通路类产品高增长趋势有望延续。

风险提示

- **医保控费政策风险：**目前公司产品中，冠脉球囊、导丝和导管已经开始纳入省级带量采购试点，若未来带量采购的范围进一步扩大、公司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：**若公司电生理及血管介入在研项目推进缓慢，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。
- **募投产能建设进度不达预期风险：**若募投的血管介入器械产能建设进度缓慢，未能及时开工生产，可能会影响公司产品销售速度。
- **汇率波动风险：**公司存在向境外购买原料，并向国外市场销售产品的情形，若汇率发生波动，可能影响公司当期经营业绩。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	404	479	829	1,144	1,610	2,226
增长率	67.1%	18.7%	72.8%	38.1%	40.7%	38.3%
主营业务成本	-118	-142	-253	-349	-481	-659
%销售收入	29.2%	29.6%	30.5%	30.5%	29.9%	29.6%
毛利	286	337	576	795	1,129	1,567
%销售收入	70.8%	70.4%	69.5%	69.5%	70.1%	70.4%
营业税金及附加	-4	-7	-8	-11	-16	-22
%销售收入	1.1%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-89	-114	-196	-263	-362	-490
%销售收入	22.0%	23.7%	23.7%	23.0%	22.5%	22.0%
管理费用	-33	-40	-55	-69	-89	-114
%销售收入	8.2%	8.3%	6.7%	6.0%	5.5%	5.1%
研发费用	-70	-72	-135	-183	-258	-356
%销售收入	17.4%	15.0%	16.3%	16.0%	16.0%	16.0%
息税前利润 (EBIT)	89	105	181	269	404	586
%销售收入	22.1%	22.0%	21.8%	23.5%	25.1%	26.3%
财务费用	0	0	-1	6	9	15
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	-0.5%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	1	0	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	22	20	18	16
投资收益	-1	0	11	25	26	22
%税前利润	n.a	n.a	5.0%	7.4%	5.5%	3.3%
营业利润	92	119	223	335	473	654
营业利润率	22.8%	24.9%	26.8%	29.2%	29.4%	29.4%
营业外收支	-1	2	-1	3	3	3
税前利润	91	121	222	337	476	657
利润率	22.6%	25.3%	26.7%	29.5%	29.5%	29.5%
所得税	-13	-17	-27	-47	-67	-92
所得税率	14.5%	14.0%	12.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	78	104	195	290	409	565
少数股东损益	-4	-7	-13	-2	2	6
归属于母公司的净利润	83	111	208	292	407	559
净利率	20.4%	23.1%	25.1%	25.5%	25.3%	25.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	78	104	195	290	409	565
少数股东损益	-4	-7	-13	-2	2	6
非现金支出	15	21	19	44	64	96
非经营收益	1	1	-38	-39	-46	-40
营运资金变动	-41	22	-19	-59	-72	-92
经营活动现金净流	53	148	156	235	355	528
资本开支	-67	-44	-167	-179	-209	-209
投资	-2	-30	-948	100	100	100
其他	1	75	5	25	26	22
投资活动现金净流	-68	1	-1,110	-54	-83	-87
股权募资	0	0	1,199	0	0	0
债权募资	28	-99	-7	-28	2	2
其他	-32	-3	-74	-52	-68	-91
筹资活动现金净流	-4	-102	1,118	-80	-66	-89
现金净流量	-19	46	164	102	206	353

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	74	120	310	411	617	970
应收款项	51	47	43	109	153	212
存货	143	145	263	287	382	506
其他流动资产	7	37	937	853	779	705
流动资产	274	350	1,553	1,660	1,932	2,392
%总资产	48.9%	59.5%	77.2%	73.8%	72.4%	73.7%
长期投资	13	33	121	121	121	121
固定资产	133	155	245	405	546	655
%总资产	23.8%	26.3%	12.2%	18.0%	20.4%	20.2%
无形资产	105	34	40	49	57	64
非流动资产	287	238	460	588	736	852
%总资产	51.1%	40.5%	22.8%	26.2%	27.6%	26.3%
资产总计	561	589	2,013	2,248	2,668	3,244
短期借款	34	16	30	0	0	0
应付款项	27	26	42	46	64	87
其他流动负债	41	67	123	145	203	279
流动负债	101	109	195	192	267	367
长期贷款	104	24	10	10	10	10
其他长期负债	10	6	17	16	17	19
负债	215	139	222	217	295	396
普通股股东权益	350	460	1,778	2,020	2,360	2,830
其中：股本	50	50	67	67	67	67
未分配利润	140	239	405	647	988	1,457
少数股东权益	-4	-10	13	11	13	19
负债股东权益合计	561	589	2,013	2,248	2,668	3,244

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.651	2.216	3.119	4.376	6.107	8.388
每股净资产	6.992	9.207	26.670	30.296	35.403	42.441
每股经营现金净流	1.063	2.955	2.347	3.530	5.325	7.926
每股股利	0.104	0.000	0.000	0.750	1.000	1.350
回报率						
净资产收益率	23.62%	24.06%	11.69%	14.44%	17.25%	19.76%
总资产收益率	14.72%	18.82%	10.33%	12.98%	15.26%	17.24%
投入资本收益率	15.79%	18.51%	8.68%	11.33%	14.58%	17.62%
增长率						
主营业务收入增长率	67.08%	18.68%	72.85%	38.06%	40.73%	38.27%
EBIT增长率	425.37%	17.81%	71.91%	48.50%	50.31%	44.88%
净利润增长率	283.85%	34.15%	87.70%	40.32%	39.55%	37.35%
总资产增长率	72.19%	4.93%	241.95%	11.69%	18.66%	21.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.7	34.6	17.1	32.0	32.0	32.0
存货周转天数	345.5	369.9	294.9	300.0	290.0	280.0
应付账款周转天数	27.6	25.0	21.3	21.3	21.3	21.3
固定资产周转天数	100.8	104.7	91.5	85.4	81.2	84.9
偿债能力						
净负债/股东权益	18.60%	-18.05%	-66.08%	-60.80%	-57.26%	-57.15%
EBIT利息保障倍数	1,111.5	523.1	282.2	-47.6	-43.2	-38.7
资产负债率	38.35%	23.55%	11.03%	9.67%	11.04%	12.21%

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	2	6	9	12	23
增持	1	2	4	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.25	1.31	1.33	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
3	2022-01-28	增持	208.98	N/A
4	2022-02-25	增持	204.39	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