

惠泰医疗 (688617.SH)

业绩亮眼，多赛道齐发

买入

核心观点

2021 年业绩亮眼，业绩增长强劲。公司发布 2021 年业绩，营业收入达到 8.29 亿元，同比增长 73%；归母净利润达 2.08 亿元，同比增长 88%；扣非归母净利润达 1.68 亿元，同比增长 71%。2021Q4 业绩：营业收入达 2.35 亿元，同比增长 50%；归母净利润达 0.46 亿元，同比增长 17%；扣非归母净利润达 0.22 亿元，同比下降 32%。最新 2022 年业绩快报披露 1-2 月营收达 1.56 亿元，同比增长 70%，业绩增长强劲。

多赛道齐发，业务持续拓展。四大业务电生理、冠脉通路、外周介入、OEM 分别实现 2.33 亿元 (+46%)、3.82 亿元 (+97%)、1.19 亿元 (+81%)、0.89 亿元 (+51%)，均实现高增长。2) 公司业务拓展能力强劲，电生理业务新增覆盖医院达 300 家，三维手术完成 600 例。血管介入覆盖医院达 2000 家。公司代理商新增 250 家。

研发实力强大，出海前景广阔。2021 年研发费用率增长至 16.28% (+1.28%)，房间隔穿刺系统完成第二代产品迭代，磁电定位高密度标测导管、磁定位压力消融导管完成注册检验，有望 2024 年前切入三维房颤治疗。高压脉冲消融系统处于注册检验阶段，心律失常治疗再斩新版图。海外 3 款通路产品提交 FDA，共计 14 个产品已获批 CE。

风险提示：集采降价超出预期的风险；研发进度不及预期的风险；手术开展不及预期的风险；同质化竞争导致产品价格下降、毛利下滑的风险。

投资建议：看好龙头企业平台化发展，维持“买入”评级。

根据原材料及能源价格上涨，下调 2022/2023 年盈利预测、新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 3.09/4.51/5.53 亿元(原 2022/2023 年 3.31/4.55 亿元)，同比增速 31.7/39.7/33.1%；摊薄 EPS=4.63/6.76/8.29 元，当前股价对应 PE=46/32/26x。公司面对疫情择期手术受到影响、同质化竞争增加、集采品类扩容，依然维持业绩高增长，充分显示出平台型公司规模化管理实力。2022 年江西九省冠脉导引导管、导丝集中采购中标，2021 年内蒙古八省两区联盟集采中标，充分显示出公司产品强竞争力，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	479	829	1,092	1,525	2,030
(+/-%)	18.7%	72.8%	31.7%	39.7%	33.1%
净利润(百万元)	111	208	309	451	553
(+/-%)	34.2%	87.7%	48.6%	45.9%	22.7%
每股收益(元)	2.22	3.12	4.63	6.76	8.29
EBIT Margin	37.0%	38.1%	34.0%	32.0%	29.5%
净资产收益率 (ROE)	24.1%	11.7%	15.3%	19.1%	19.9%
市盈率 (PE)	97.0	68.9	46.4	31.8	25.9
EV/EBITDA	55.2	42.3	36.8	28.1	23.1
市净率 (PB)	23.35	8.06	7.12	6.08	5.16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

医药生物 · 医疗器械

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenyingling@guosen.com.cn

S0980519010002

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenchenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

联系人：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	215.00 元
总市值/流通市值	14405/9460 百万元
52 周最高价/最低价	468.77/180.50 元
近 3 个月日均成交额	96.95 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

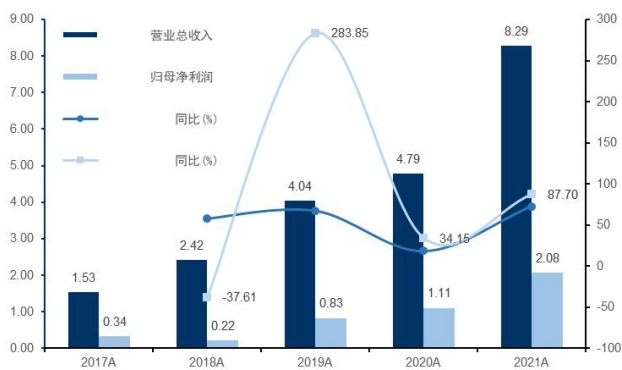
相关研究报告

 《惠泰医疗 (688617.SH)：从“心”出发，四轮并驱》——
 2022-03-09

◆ 全年业绩增长亮眼。

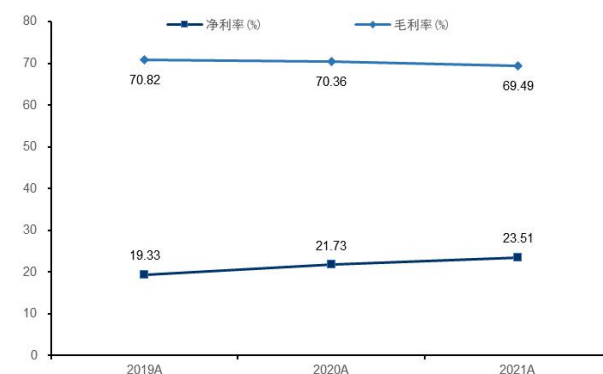
2021 年营收达 8.29 亿元（+73%），归母净利润 2.08 亿元（+88%），扣非归母净利润 1.68 亿元（+71%）。2021Q4 业绩：营业收入达 2.35 亿元（+50%）；归母净利润达 0.46 亿元（+17%）；扣非归母净利润达 0.22 亿元（-32%）。

图1：惠泰医疗营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：惠泰医疗 2019-2021 年毛利率与净利率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：惠泰医疗季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：惠泰医疗季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

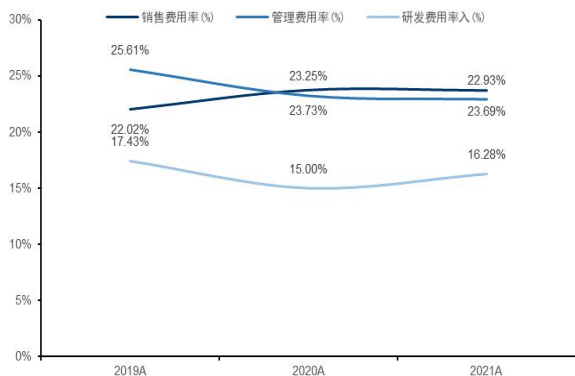


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 2021 年研发费用进一步增加，四大业务强势增长

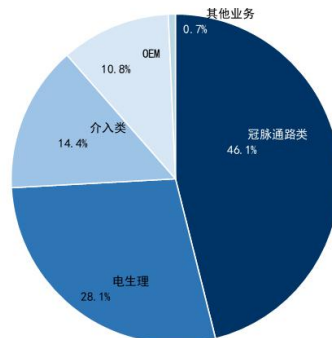
2021 年，公司销售费用、管理费用控制在合理范围，研发费用率增长至 16.28%，主要系多个产品处于临床阶段。四大业务电生理、冠脉通路、外周介入、OEM 分别实现 2.33 亿元（+46%）、3.82 亿元（+97%）、1.19 亿元（+81%）、0.89 亿元（+51%），均实现高增长。毛利率分别为 78.28%、66.49%、67.87%、61.72%，均维持在较高水平。公司电生理业务完成新增 300 家医院植入，覆盖范围突破 800 家医院。HT Viewer 三维系统 10 月产品上市，切入三维室上速治疗，公司知名度进一步提升。血管介入类产品覆盖超过 2000 家医院，冠脉通路业新增医院覆盖超过 90 家，外周介入超过 190 家。冠脉通路业务多次区域集采中标，球囊、导引导管、导引导丝以价换量。在研管线中锚定球囊、导引导管（二代）获批 NMPA；导引延伸导管、导引导丝、后扩球囊等二代产品完成注册申报。

图5: 惠泰医疗销售费用率、管理费用率、研发费用率 (%)



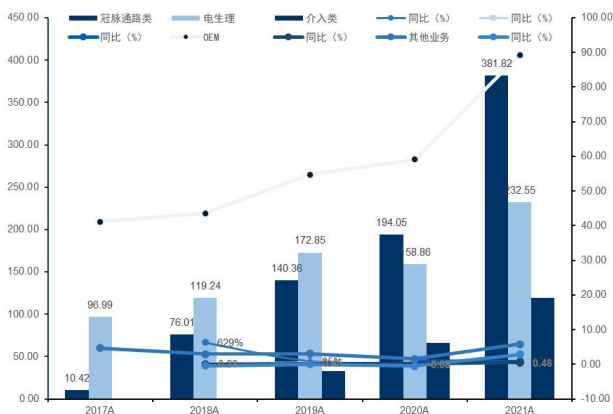
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 惠泰医疗四大业务占比



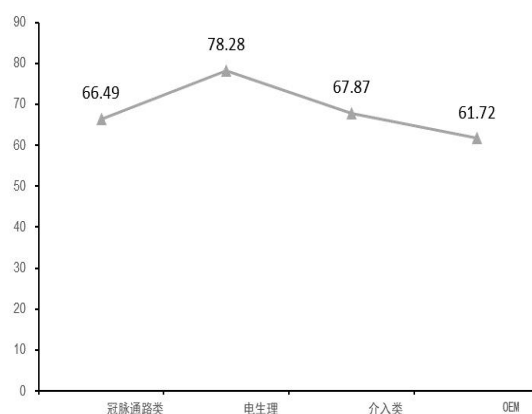
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 2021 年惠泰医疗四大业务营收及同比增长 (百万元, %)



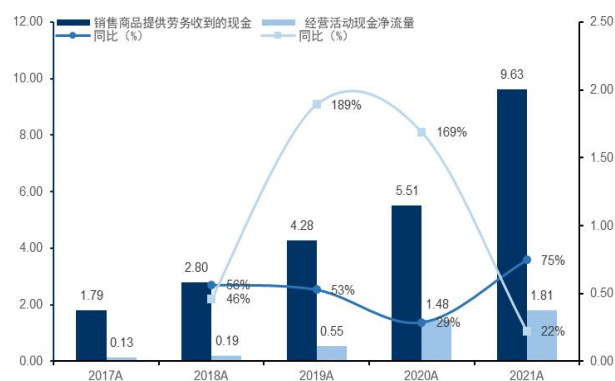
资料来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 2021 年惠泰医疗四大业务毛利率 (%)



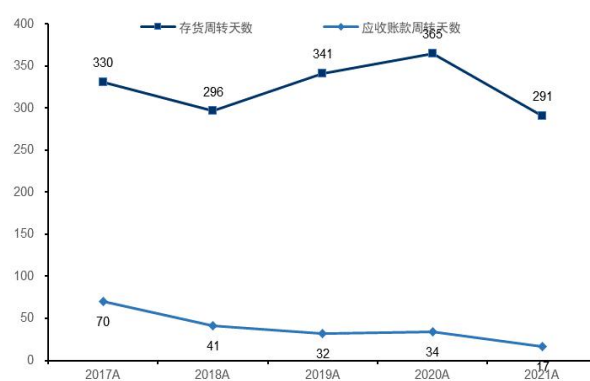
资料来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 惠泰医疗经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 惠泰医疗主要流动资产周转情况

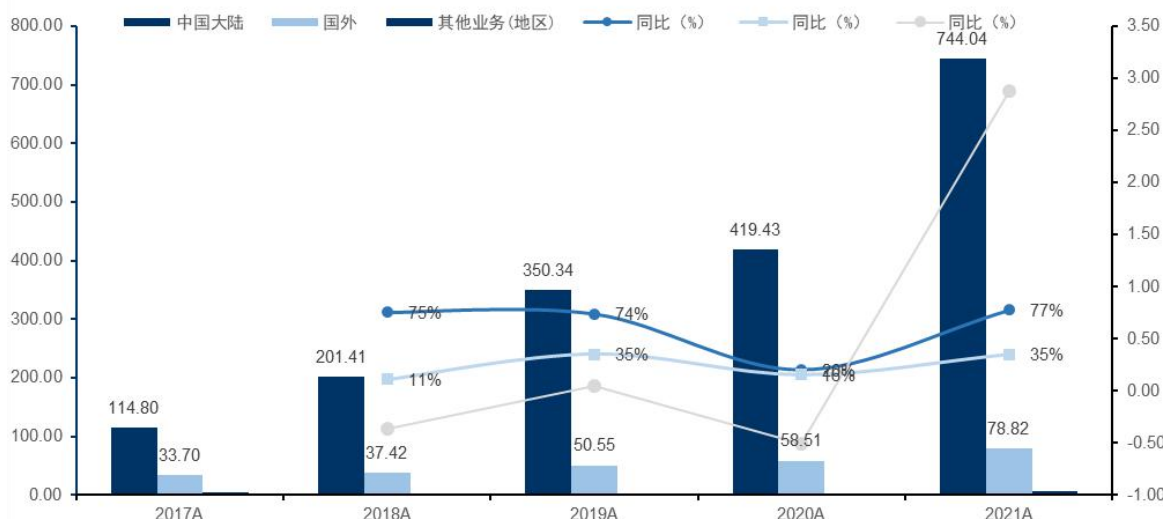


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 海外版图再扩张，注册进程加快

国际业务受疫情恢复不及预期，择期手术开展受影响，但公司 2021 年仍实现 0.79 亿元收入（+35%）。当前公司 3 款通路产品已提交 FDA 510（K）申请，电生理产品正在准备 CE 申请，2022 年预期海外业务营收将进一步增长，2025 年预期将超过总营收 20%。

图 11：2017–2021 惠泰医疗国内外业务营业收入及同比增长（百万元，%）



资料来源：2021 年报、Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 江西九省联盟冠脉导引导管、冠脉导引导丝集采中标

2022 年 3 月 8 日，江西省药品医用耗材集中采购联席会议办公室公布了《关于公布赣冀鲁豫鄂桂渝滇陕九省(区、市)联盟医用耗材带量采购中选结果的通知》。联盟由江西省、河北省、山东省、河南省、湖北省、广西壮族自治区、重庆市、云南省和陕西省等九省组成，冠脉导引导管首年意向采购量为 462818 根，冠脉导引导丝首年意向采购量为 692070 根。冠脉导引导管最高有效价为 720 元，冠脉导引导丝最高有效申报价为 750 元。惠泰医疗子公司湖南埃普特在冠脉导引导管、冠脉导引导丝两个品类皆中选。

表 1：2022 江西省联盟带量采购中选结果

品类	冠脉导引导管	冠脉导引导丝
中选企业	湖南埃普特（惠泰医疗子公司）	湖南埃普特（惠泰医疗子公司）
	康蒂思	乐普
	业聚	波士顿科学
	美敦力	雅培
	朝日英达	朝日英达
	泰尔茂	泰尔茂
	巴泰	顺美
	麦普奇	茵络
	迪泰	莱诺
	蓝通泰德	康德莱
	康德莱	

资料来源：江西省医药采购服务平台，国信证券经济研究所整理估算

◆ 2022 年 1-2 月业绩增长强劲，同比增长 70%

2022 年 1-2 月，公司实现营业总收入 1.56 亿元左右，同比增长 70%左右。主要系公司 2022 年春节期间产品销售势头良好，市场呈现良性态势。

◆ 投资建议：公司 2021 年业绩亮眼，多赛道齐发。国产龙头先发优势明显、行业红利突出。创新疗法高速发展下，国内业务与出海业务都将进入收获期。维持“买入”评级

根据原材料及能源价格上涨，下调 2022/2023 年盈利预测、新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 3.09/4.51/5.53 亿元（原 2022/2023 年 3.31/4.55 亿元），同比增速 31.7/39.7/33.1%；摊薄 EPS=4.63/6.76/8.29 元，当前股价对应 PE=46/32/26x。公司面对疫情择期手术受到影响、同质化竞争增加、集采品类扩容，依然维持业绩高增长，充分显示出平台型公司规模化经营实力。2022 年江西九省冠脉导引导管、导丝集中采购中标，2021 年内蒙古八省两区联盟集采中标，充分显示出公司产品强竞争力，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

集采降价超出预期的风险；研发进度不及预期的风险；手术开展不及预期的风险；同质化竞争导致产品价格下降、毛利下滑的风险。

表2：医疗器械上市公司及医药行业优质公司财务和估值水平横向比较

能力类别	指标	2020A										备注
		惠泰医疗	迈瑞医疗	鱼跃医疗	新产业	九安医疗	健帆生物	康泰医学	南微医学	万东医疗	爱博医疗	
盈利能力及收益质量	营业总收入（亿元）	4.73	208.08	66.64	21.87	20.01	19.22	13.94	13.14	11.15	2.69	惠泰医疗的毛利率在同行中处于较高水平，净利率处于同行中平均水平
	净利润（亿元）	1.11	66.58	17.59	9.39	2.42	8.75	6.13	2.61	2.21	0.97	
	销售毛利率（%）	69.93	64.60	52.24	77.10	56.15	85.02	58.02	65.71	49.61	83.67	
	销售净利率（%）	22.04	32.00	26.36	42.94	11.84	45.42	44.01	20.25	19.58	35.72	
	ROE	27.35	31.80	26.04	23.65	13.66	35.37	57.01	10.25	10.10	9.04	
	ROA	19.27	22.59	19.51	21.43	11.02	30.65	44.18	8.72	8.13	8.31	
	经营性现金流	1.48	88.70	28.31	9.77	4.62	9.57	5.98	2.31	5.20	1.23	
并购潜力	速动比率	1.87	2.20	1.87	7.44	2.79	5.64	1.91	5.42	3.62	14.10	资产负债率偏高，速动比率较低
	资产负债率（%）	23.55	30.07	25.54	9.45	25.87	11.91	25.22	14.22	16.79	5.55	
	三年营收复合增速（%）	46.35	23.58	23.86	24.46	50.07	39.77	52.59	27.60	8.51	53.91	
成长能力	三年利润复合增速（%）	47.55	37.00	43.76	20.39	51.26	45.45	99.67	37.10	26.46	197.56	惠泰医疗营收、利润增速较高，未来预计仍能高速发展
	当前股价（2022-3-4）	212.55	313.26	29.71	39.51	56.93	46.12	39.01	146.23	30.79	162.27	
估值水平	总市值（亿元）（2022-3-4）	141.71	3,808.27	297.84	310.81	272.47	371.50	156.74	195.58	166.52	170.61	
	市盈率（TTM）	68.60	47.86	18.61	34.29	-385.97	33.44	40.55	59.18	86.31	99.57	
	P/S	18.89	15.64	4.14	12.34	22.87	15.37	15.53	10.96	13.92	40.97	
	P/B	8.28	14.76	3.66	5.78	13.58	12.18	8.92	6.92	7.14	10.42	
	EV/EBIT	100.94	45.97	13.79	26.81	53.10	35.23	22.19	67.57	52.55	125.92	

资料来源：Wind 一致预期，国信证券经济研究所整理 截至 2022/3/4

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	120	310	408	570	759	营业收入	479	829	1092	1525	2030
应收款项	47	43	60	79	111	营业成本	142	253	300	450	650
存货净额	145	263	313	446	597	营业税金及附加	7	8	14	20	27
其他流动资产	12	24	31	43	58	销售费用	114	196	262	366	487
流动资产合计	350	1553	1725	2052	2438	管理费用	40	55	144	201	267
固定资产	155	245	496	680	863	财务费用	0	1	(3)	1	1
无形资产及其他	32	32	31	30	28	投资收益	(0)	11	(112)	(34)	(45)
投资性房地产	38	137	137	137	137	资产减值及公允价值变动	0	31	71	34	46
长期股权投资	13	45	45	45	45	其他收入	(58)	(135)	0	0	0
资产总计	589	2013	2434	2944	3512	营业利润	119	223	333	487	599
短期借款及交易性金融负债	16	30	199	302	368	营业外净收支	2	(1)	3	3	3
应付款项	8	21	23	33	44	利润总额	121	222	336	490	602
其他流动负债	85	144	173	248	344	所得税费用	17	27	47	69	84
流动负债合计	109	195	395	583	756	少数股东损益	(7)	(13)	(20)	(29)	(35)
长期借款及应付债券	24	10	10	10	10	归属于母公司净利润	111	208	309	451	553
其他长期负债	6	17	17	17	17						
长期负债合计	29	27	27	27	27	现金流量表（百万元）					
负债合计	139	222	423	611	784	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	(10)	13	(2)	(24)	(51)	净利润	111	208	309	451	553
股东权益	460	1778	2014	2358	2780	资产减值准备	(0)	10	12	7	8
负债和股东权益总计	589	2013	2434	2944	3512	折旧摊销	20	28	30	44	56
						公允价值变动损失	(0)	(31)	(71)	(34)	(46)
						财务费用	0	1	(3)	1	1
						营运资本变动	16	(132)	(31)	(72)	(82)
						其它	(6)	(21)	(27)	(29)	(35)
						经营活动现金流	141	61	222	366	454
						资本开支	0	(158)	(220)	(200)	(200)
						其它投资现金流	(25)	(889)	0	0	0
						投资活动现金流	(25)	(1079)	(220)	(200)	(200)
						权益性融资	0	1199	0	0	0
						负债净变化	(80)	(13)	0	0	0
						支付股利、利息	(1)	(33)	(73)	(107)	(131)
						其它融资现金流	95	101	170	103	66
						融资活动现金流	(69)	1207	96	(4)	(65)
						现金净变动	47	189	98	162	189
						货币资金的期初余额	74	120	310	408	570
						货币资金的期末余额	120	310	408	570	759
						企业自由现金流	189	16	98	191	288
						权益自由现金流	203	103	270	293	354

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032