

惠泰医疗 (688617.SH)

2022 年中报点评：营收同比增长 44%，海外拓展进程加快

买入

核心观点

营收同比增长 44.42%，归母净利润同比增长 38.33%。2022H1 总营收 5.56 亿元 (+44.42%)，归母净利润 1.59 亿元 (+38.33%)，研发支出 0.88 亿元 (+76%)，毛利率 70.38% (+0.27pp)。血管介入业务拉动业绩增长，外周产品较上年同期增长 61.42%，冠脉产品较上年同期增长 50.87%。

海外业务拓展进程加快，OEM 业务同比增长 69.5%。国际市场中 OEM 业务同比增长 69.5%，电生理自主品牌同比增长 38.48%，血管介入类自主品牌同比增长 26.5%。截至 22H1 公司获得 14 个 CE 认证，在超过 90 个国家和地区完成注册和市场准入。目前已开展外周血管类 4 个产品 CE 注册、3 个 PCI 介入产品 FDA 510(K) 申请，预计在年底向欧洲等 CE 市场和北美市场进行销售。海外业务在西欧及东欧地区、亚太区、独联体区增长迅速，印度尼西亚子公司预计年底投入运营。公司已启动俄罗斯独联体区域的欧亚联盟注册，预计年内完成 6~9 类产品注册。

血管介入与电生理研发齐头并进。22H1 在疫情反复下，研发工作依然有序、多品类、分层次开展。外周介入产品线远端栓塞保护系统、造影球囊、经颈静脉肝内穿刺器械、外周球囊扩张导管获批 NMPA。腔静脉滤器与 TAA 进入临床随访阶段。冠脉介入产品中血管内异物抓捕器、导丝（冠脉升级）、导丝（冠脉二代）、球头球囊扩张导管（二代）进入注册审核阶段，双腔微导管等产品已完成注册申报。电生理产品一次性使用可调弯标测导管获批 NMPA。脉冲消融导管和脉冲消融仪进入临床试验准备阶段，高密度标测导管、压力射频仪和压力感应消融导管已进入临床试验阶段。

风险提示：集采降价超出预期的风险；海外业务拓展不及预期的风险；研发进度不及预期的风险；手术开展不及预期的风险。

投资建议：维持“买入”评级。考虑公司研发管线兑现能力较强，产品商业化能力优异，海外业务拓展较快，略微上调营收预测：预计 22-24 年营收 11.57/15.55/20.3 亿元，同比增速 39.6/34.4/30.6%。考虑到集采扩容，略微下调归母净利润预测，预计 22-24 归母净利润 2.77/3.67/4.91 亿元，同比增速 33.3/32.5/33.8%，摊薄 EPS=4.16/5.51/7.37 元，对应 PE=42/32/24x。

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

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	176.81 元
总市值/流通市值	11846/7780 百万元
52 周最高价/最低价	413.00/140.97 元
近 3 个月日均成交额	65.81 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) - 2022 一季报点评：营收同比增长 65%，利润承压看好长期发展》——2022-04-29

《惠泰医疗 (688617.SH) - 业绩亮眼，多赛道齐发》——2022-03-14

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

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	479	829	1,157	1,555	2,030
(+/-%)	18.7%	72.8%	39.6%	34.4%	30.6%
净利润(百万元)	111	208	277	367	491
(+/-%)	34.2%	87.7%	33.3%	32.5%	33.8%
每股收益(元)	2.22	3.12	4.16	5.51	7.37
EBIT Margin	37.0%	38.1%	29.2%	25.9%	26.5%
净资产收益率 (ROE)	24.1%	11.7%	13.9%	16.2%	18.6%
市盈率 (PE)	79.8	56.7	42.5	32.1	24.0
EV/EBITDA	45.5	34.9	33.4	28.2	21.4
市净率 (PB)	19.20	6.63	5.93	5.19	4.46

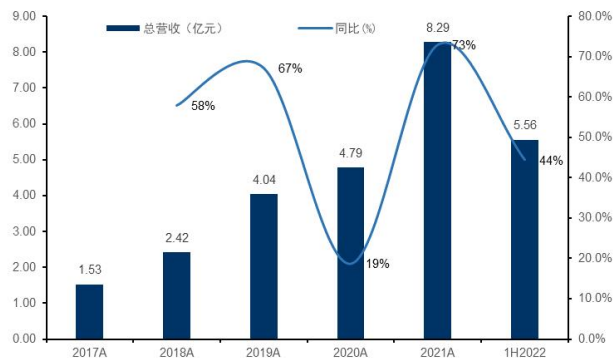
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

◆ 22H1 总营收增速 44.42%，归母净利润增速 38.33%，扣非归母净利润增速 39.96%

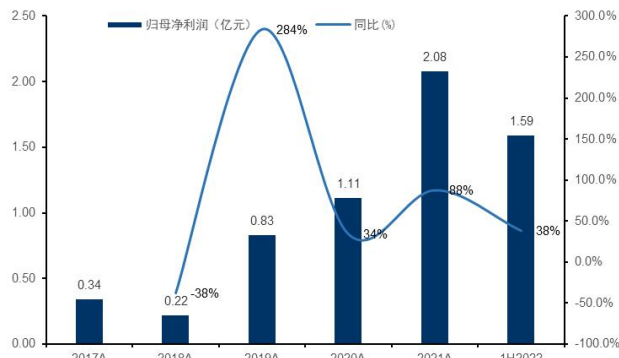
2022H1 营业收入达到 5.66 亿元，同比增长 44.42%；归母净利润达 1.59 亿元，同比增长 38.33%；扣非归母净利润达 1.41 亿元，同比增长 39.96%。研发投入同比去年同期增长 75.72%。北京、上海疫情反复情况下，择期手术与物流供应链供需承压，公司整体业绩依然稳健增长，外周产品较上年同期增长 61.42%，冠脉产品较上年同期增长 50.87%。

图1：惠泰医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

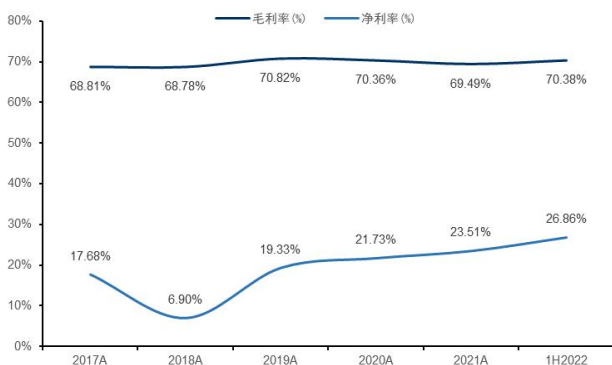
图2：惠泰医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

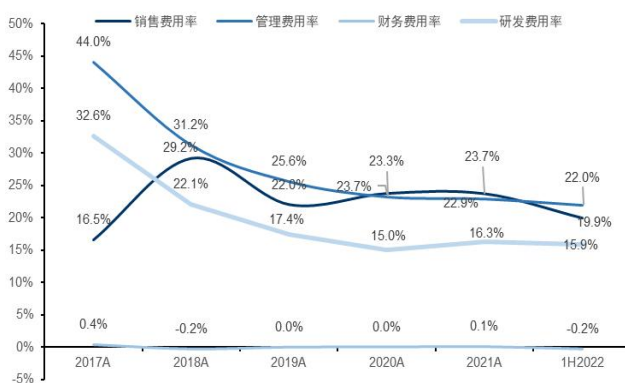
◆ 毛利率与净利率维持较高水平，费用控制较好。毛利率达 70.38%，与去年同期相比增长 0.27pp；净利率 26.86%，与去年同期相比下降 1.77pp。三费控制合理，管理费用率与去年同期相比略微增长 1.35pp，销售费用率下降 1.28pp，研发费用率增长 2.83pp，主要系部分项目进入临床阶段，临床实验费、检验检测费增加；以及实施限制性股票激励计划对应的股份支付增加。

图3：惠泰医疗单季度毛利率与净利率（%）



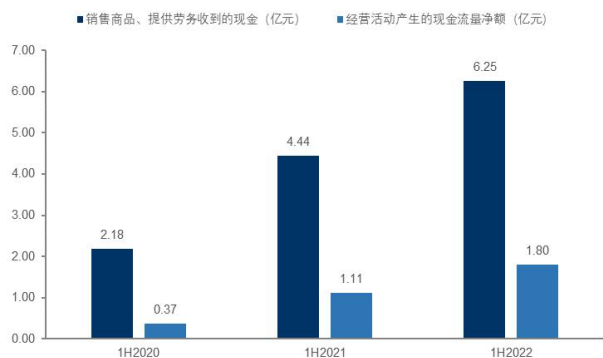
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：惠泰医疗销售、管理、研发、财务费用率（%）

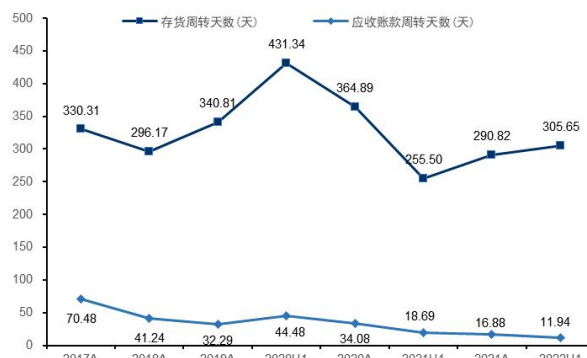


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

- ◆ 经营性活动现金净流量达 1.8 亿元，同比增长 63.63%。存货相较 2020 年同比降低，相较 2021 年略有增长。应收账款周转天数明显缩短。

图5：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6：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

- ◆ **出海进程加快，海外业务拓展能力优异。**截至 22H1 已取得 48 个中国医疗器械注册证，14 CE 认证，在超过 90 个国家和地区完成注册和市场准入。西欧及东欧地区、亚太区、独联体区业务增长迅速，印度尼西亚设立子公司的筹建工作，预计年底投入运营。长期稳定合作经销商数量超过 70 个，新增潜在经销商 20 个。海外拓展计划启动俄罗斯独联体区域的欧亚联盟注册，预计 2022 年内完成 6~9 类产品注册。目前已开展外周血管类 4 个产品 CE 注册、3 个 PCI 介入产品 FDA 510(K) 申请，预计在年底向欧洲等 CE 市场和北美市场进行销售。
- ◆ **血管介入与电生理研发齐头并进，专利全球布局完善。**22H1 实现多管线研发同步开展。截止 2022H1，公司拥有已授权的境内外专利 102 项，其中境内授权专利 100 项（包括发明专利 48 项、实用新型专利 46 项、外观设计专利 6 项），境外授权专利 2 项（均为发明专利）。
- (1) **外周介入：**远端栓塞保护系统、造影球囊、经颈静脉肝内穿刺器械、外周球囊扩张导管 NMPA。腔静脉滤器与 TAA 进入随访阶段。
 - (2) **冠脉介入：**血管内异物抓捕器、导丝（冠脉升级）、导丝（冠脉二代）、球头球囊扩张导管（二代）进入注册审核阶段，双腔微导管等产品已完成注册申报。
 - (3) **电生理：**一次性使用可调弯标测导管 22 年 6 月获批 NMPA。在研项目脉冲消融导管和脉冲消融仪已进入临床试验准备阶段，高密度标测导管、压力射频仪和压力感应消融导管已进入临床试验阶段。

表1：惠泰医疗 2022H1 知识产权新增及累计情况

产品线	申请数 (个)	获得数 (个)	累计获得数 (个)
发明专利	10	2	50
实用新型专利	3	6	46
外观设计专利	-	-	6
软件著作权	-	-	30
其他	-	-	1
合计	13	8	133

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- ◆ **优化产能，22H2 或将进入收获期。**电生理耗材与设备扩容优化，预计年底，产能同比增大 50%以上。血管介入产品线达 16 条，产能较 2021 提升 50%，各类产品年产能达 1370 万 pcs，导管类达 600 万 pcs，导丝类达 400 万 pcs，鞘管类达 250 万 pcs，球囊类达 120 万 pcs。灭菌仓储中心已进入设备调试验证阶段，预计 2022Q3 验收投产，可以满足产值 30 亿/年。各主要成品效率提升 20%，半成品生产效率提升 25%。
- ◆ **穿越疫情，市场拓展步履不停。**电生理产品新增医院植入约 300 家，覆盖医院超过 800 家。22H1 在超过 300 家医院完成三维电生理手术 1,100 余例。公司与亚洲心律学会合作，开展以基础电生理技能为核心的“精心讲堂”线上培训项目 10 余场。血管介入类产品入院数量同期增长超 200 家，整体覆盖医院数 2,400 余家。2022 年上半年，市场活动举办超过 40 余场，代理商培训超 30 场，覆盖近 20 省市。
- ◆ **电生理集采在即，国产替代更进一步。**5 月 10 日，福建省发文开展心脏介入电生理类医用耗材产品信息采集工作。6 月 1 日和 6 月 2 日，山西省药械集中招标采购中心、西藏自治区医保局先后发布通知开展心脏介入电生理类医用耗材历史采购数据填报工作。中国电生理市场强生医疗、波士顿科学、雅培医疗等进口公司市占率超过 80%，电生理集采有望进一步加快国产龙头企业进口替代步伐。公司在国产电生理耗材品类具有较强先发优势，产品线覆盖及布局较完善，集采或将带来放量机遇。

表 2：福建省联盟心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集采品种（意见稿）

品种名称

房间隔穿刺鞘
 电生理导管鞘
 房间隔穿刺针
 体表定位参考电极
 灌注管路
 电定位诊断导管
 磁定位诊断导管
 心内超声导管
 电定位治疗导管
 磁定位治疗导管
 冷冻治疗导管

资料来源：福建省医疗保障局、国信证券经济研究所整理

- ◆ **投资建议：维持“买入”评级。**考虑公司研发管线兑现能力较强，三维产品商业化能力优异，海外业务拓展较快，略微上调营收预测：预计 2022-2024 年营收 11.57/15.55/20.3 亿元，同比增速 39.6/34.4/30.6%。考虑集采扩容，略微下调归母净利润预测：预计 2022-2024 归母净利润 2.77/3.67/4.91 亿元，同比增速 33.3/32.5/33.8%。摊薄 EPS=4.16/5.51/7.37 元，对应 PE=42/32/24x。公司核心营收地区如北京、上海等地疫情反复，但依然保持超过行业平均水准增速。公司海外业务拓展能力优异，出海前景广阔。维持“买入”评级。

◆ **风险提示**

集采降价超出预期的风险；海外业务拓展不及预期的风险；研发进度不及预期的风险；手术开展不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	120	310	432	581	759	营业收入	479	829	1157	1555	2030
应收款项	47	43	63	81	111	营业成本	142	253	350	515	650
存货净额	145	263	368	513	596	营业税金及附加	7	8	15	21	27
其他流动资产	12	24	33	44	58	销售费用	114	196	301	412	548
流动资产合计	350	1553	1810	2133	2437	管理费用	40	55	153	205	267
固定资产	155	245	508	692	874	财务费用	0	1	(2)	6	7
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	2532	3037	3522	营业利润	119	223	298	396	531
短期借款及交易性金融负债	16	30	291	443	489	营业外净收支	2	(1)	3	3	3
应付款项	8	21	28	38	44	利润总额	121	222	301	399	534
其他流动负债	85	144	197	277	359	所得税费用	17	27	42	56	75
流动负债合计	109	195	516	758	893	少数股东损益	(7)	(13)	(18)	(24)	(32)
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	277	367	491
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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	139	222	543	786	920	净利润	111	208	277	367	491
少数股东权益	(10)	13	(1)	(19)	(43)	资产减值准备	(0)	10	12	7	8
股东权益	460	1778	1990	2270	2644	折旧摊销	20	28	31	44	57
负债和股东权益总计	589	2013	2532	3037	3522	公允价值变动损失	(0)	(31)	(71)	(34)	(46)
						财务费用	0	1	(2)	6	7
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	16	(132)	(63)	(76)	(30)
每股收益	2.22	3.12	4.16	5.51	7.37	其它	(6)	(21)	(26)	(25)	(32)
每股红利	0.03	0.50	0.98	1.31	1.75	经营活动现金流	141	61	161	283	448
每股净资产	9.21	26.67	29.84	34.04	39.66	资本开支	0	(158)	(234)	(200)	(200)
ROIC	34%	42%	26%	22%	24%	其它投资现金流	(25)	(889)	0	0	0
ROE	24%	12%	14%	16%	19%	投资活动现金流	(25)	(1079)	(234)	(200)	(200)
毛利率	70%	69%	70%	67%	68%	权益性融资	0	1199	0	0	0
EBIT Margin	37%	38%	29%	26%	26%	负债净变化	(80)	(13)	0	0	0
EBITDA Margin	41%	41%	32%	29%	29%	支付股利、利息	(1)	(33)	(66)	(87)	(116)
收入增长	19%	73%	40%	34%	31%	其它融资现金流	95	101	261	152	46
净利润增长率	34%	88%	33%	32%	34%	融资活动现金流	(69)	1207	196	65	(70)
资产负债率	22%	12%	21%	25%	25%	现金净变动	47	189	123	149	178
息率	0.0%	0.3%	0.6%	0.7%	1.0%	货币资金的期初余额	74	120	310	432	581
P/E	79.8	56.7	42.5	32.1	24.0	货币资金的期末余额	120	310	432	581	759
P/B	19.2	6.6	5.9	5.2	4.5	企业自由现金流	189	16	25	114	289
EV/EBITDA	45.5	34.9	33.4	28.2	21.4	权益自由现金流	203	103	288	261	329

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