

惠泰医疗 (688617.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

全年净利率进一步提升,自主品牌出海表现优异

业绩简述

2024年3月24日,公司发布2023年年度报告。2023年公司实现收入16.50亿元,同比+36%;归母净利润5.34亿元,同比+49%;实现扣非归母净利润4.68亿元,同比+46%;

分季度来看,2023Q4实现收入4.37亿元,同比+33%;归母净利润1.31亿元,同比+34%;实现扣非归母净利润1.08亿元,同比+22%。

经营分析

国内产品覆盖率持续提升,国际自主品牌出海表现突出。公司持续加强市场开拓,电生理业务实现收入3.68亿元,同比+26%,在超过800家医院完成三维电生理手术10000余例,手术量较2022年增长超过200%。冠脉通路类业务实现收入7.91亿元,同比+39%;外周介入类业务实现收入2.56亿元,同比+40%。此外公司境外业务实现收入2.34亿元,同比+73%,占总收入比例达到14%。中东非洲、独联体区域同比增长超过100%,自主品牌出海表现优异。

全年净利率进一步提升,多类研发项目推进顺利。2023年公司综合毛利率达到71.3%,同比+0.1pct;净利率达到31.6%,同比+3.7pct,公司销售规模提升、降本控费带来的利润率增长可观。

公司全年研发费用率14.4%,同比基本持平。在研项目中,胸主动脉支架TAA等产品已进入注册发补阶段,同时电生理脉冲消融PFA导管、脉冲消融仪等处于临床试验阶段,核心研发项目进展顺利。

迈瑞收购公司控制权,海外市场销售有望协同。1月迈瑞医疗公告拟通过全资子公司深迈控收购惠泰约1412万股股份,占公司总股本的21.12%。引入国产医疗设备龙头迈瑞作为控股股东后,惠泰有望在三维标测设备、射频消融仪等设备产品研发能力上进一步加强。同时海外市场自有品牌将通过迈瑞已经建立的海外完善渠道实现协同经营,未来国际市场拓展有望加速。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司在电生理及血管介入领域的发展前景,预计2024-2026年公司归母净利润分别为7.11、9.76、13.03亿元,同比增长33%、37%、34%,EPS分别为10.63、14.60、19.49元,现价对应PE为41、30、22倍,维持“买入”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,新产品上市推广进度不达预期风险。

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

分析师:何冠洲(执业S1130523080002)

heguanzhou@gjzq.com.cn

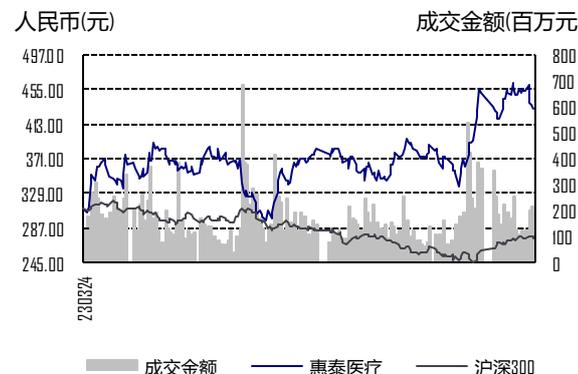
市价(人民币):432.37元

相关报告:

1.《惠泰医疗公司点评:三季度销售快速增长,盈利能力进一步提升》,2023.10.27

2.《惠泰医疗公司点评:二季度业绩快速增长,三维手术推广顺利》,2023.8.25

3.《惠泰医疗公司点评:销售规模快速增长,三维电生理手术加速开展》,2023.4.28



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,216	1,650	2,208	3,028	4,003
营业收入增长率	46.74%	35.71%	33.80%	37.15%	32.18%
归母净利润(百万元)	358	534	711	976	1,303
归母净利润增长率	72.19%	49.13%	33.13%	37.30%	33.52%
摊薄每股收益(元)	5.370	7.986	10.631	14.596	19.488
每股经营性现金流净额	5.51	10.31	9.54	15.36	20.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.30%	28.00%	27.47%	28.32%	28.23%
P/E	57.16	48.65	40.67	29.62	22.19
P/B	11.60	13.62	11.17	8.39	6.26

来源:公司年报、国金证券研究所

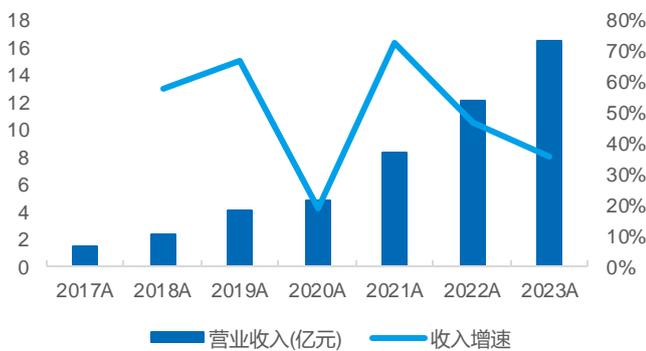
国内产品覆盖率持续提升，国际自主品牌出海表现突出

2023 年公司不断加强市场开拓力度，深化市场开拓，产品市场覆盖率进一步提高，目前公司在电生理及血管介入领域覆盖医院数量分别超过 1100、3600 家。

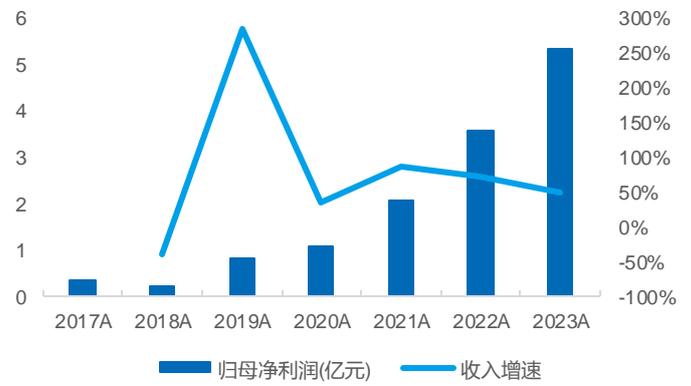
在主营业务中，公司电生理业务实现收入 3.68 亿元，同比+26%，全年在超过 800 家医院完成三维电生理手术 10000 余例，手术量较 2022 年增长超过 200%。冠脉通路类业务实现收入 7.91 亿元，同比+39%，入院数量增长接近 20%；外周介入类业务实现收入 2.56 亿元，同比+40%，入院数量增长超 30%，全年公司血管介入产品围绕客户使用习惯培养、手术观念养成、政策变化等主题参与及举办活动 120 余场，覆盖全国 20 余省份及直辖市。OEM 类业务实现收入 2.10 亿元，同比+32%。非血管介入类产品实现收入 1639 万元，主要来自新布局的泌尿系统产品线。

分地区来看，公司境内业务实现收入 14.08 亿元，同比+32%；境外业务实现收入 2.34 亿元，同比+73%，占总收入比例达到 14%。中东非洲、独联体区域同比增长超过 100%，冠脉 PCI 及电生理 EP 自主品牌产品成为主要增长动力。

图表1: 2017-2023 公司营业收入及增速



图表2: 2017-2023 公司归母净利润及增速

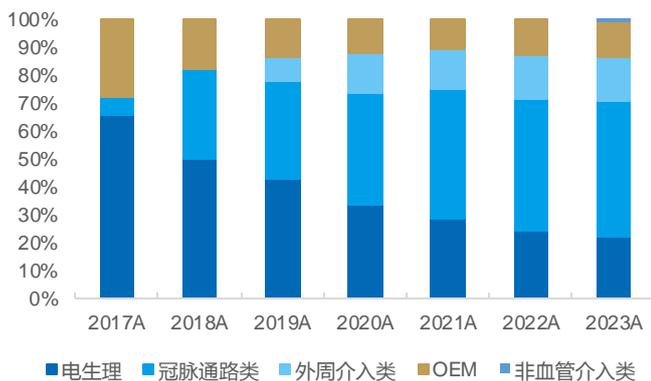


来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

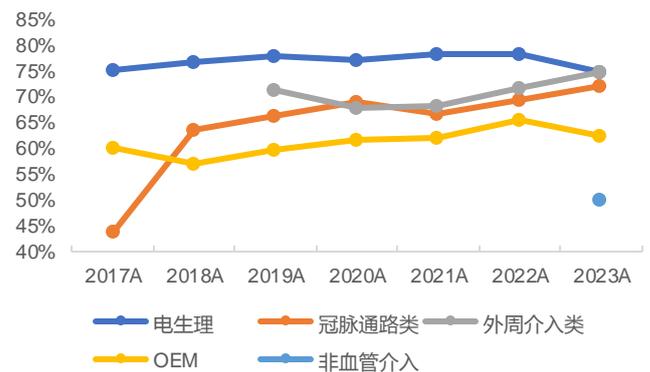
来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

从产品毛利率来看，公司电生理业务毛利率为 74.5%，同比-3.5pct，主要系电生理联盟集采实施后产品价格下降影响；冠脉通路类业务毛利率 71.9%，同比+2.5pct；外周介入类业务毛利率为 74.8%，同比+3.1pct；OEM 业务毛利率 62.4%，同比-2.9pct。综合毛利率保持相对平稳。

图表3: 2017-2023 公司收入结构变化



图表4: 2017-2023 公司各业务毛利率变化



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

全年净利率进一步提升，多类研发项目推进顺利

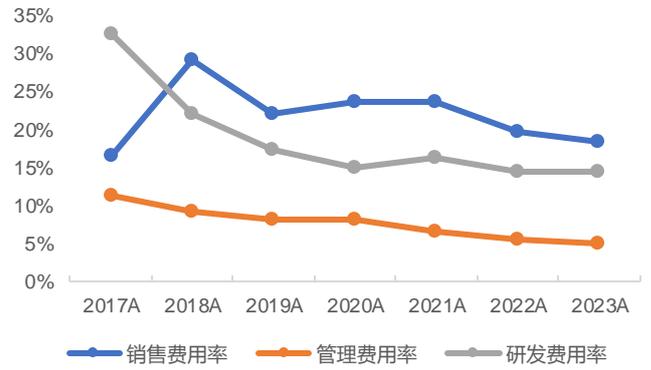
2023 年公司综合毛利率达到 71.3%，同比+0.1pct；净利率达到 31.6%，同比+3.7pct，公司销售规模提升、降本控费带来的利润率增长可观。公司全年销售费用率 18.5%，同比-1.4pct；管理费用率 5.0%，同比-0.5pct；研发费用率 14.4%，同比持平。2023 年公司冠脉业务双腔微导管、外周业务颈动脉球囊扩张导管、弹簧圈推送导丝、灌注导管等顺利获得注册证。在研项目中，截至 2023 年年末，胸主动脉支架、腔静脉过滤器、弹簧圈等植入产品进入注册发补阶段，颈动脉支架、TIP 覆膜支架进入临床试验阶段。同时，电生理

产品线脉冲消融导管、脉冲消融仪、高密度标测导管、压力射频仪等已进入临床试验阶段。

图表5: 2017-2023 公司利润率变化



图表6: 2017-2023 公司费用率变化



来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

迈瑞收购惠泰控制权，海外市场销售有望协同

2024年1月28日，迈瑞医疗公告拟通过全资子公司深迈控收购惠泰控股股东和其他股东合计持有的惠泰约1412万股股份，占惠泰医疗总股本的21.12%。本次交易完成后，惠泰医疗控股股东将变更为深迈控。引入国产医疗设备龙头迈瑞作为控股股东后，惠泰有望在三维标测设备、射频消融仪等设备产品研发能力上进一步加强。同时海外市场自有品牌有望通过迈瑞已经建立的海外完善渠道实现协同经营，国际市场拓展或将进一步加速。

风险提示

医保控费政策风险：目前电生理、冠脉介入等领域产品在国内部分地区已纳入带量采购试点，若未来公司耗材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：若公司压力感应射频导管、脉冲消融等新产品在研项目推进缓慢，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，将可能对公司造成负面影响。

产品推广不达预期风险：如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低，导致产品上市后推广进场缓慢，将可能对公司当期业绩增长造成负面影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	829	1,216	1,650	2,208	3,028	4,003
增长率		46.7%	35.7%	33.8%	37.1%	32.2%
主营业务成本	-253	-350	-474	-628	-846	-1,097
%销售收入	30.5%	28.8%	28.7%	28.4%	28.0%	27.4%
毛利	576	866	1,176	1,580	2,182	2,905
%销售收入	69.5%	71.2%	71.3%	71.6%	72.1%	72.6%
营业税金及附加	-8	-14	-20	-22	-30	-40
%销售收入	1.0%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-196	-241	-305	-397	-545	-720
%销售收入	23.7%	19.8%	18.5%	18.0%	18.0%	18.0%
管理费用	-55	-67	-82	-99	-129	-160
%销售收入	6.7%	5.5%	5.0%	4.5%	4.3%	4.0%
研发费用	-135	-175	-238	-320	-439	-580
%销售收入	16.3%	14.4%	14.4%	14.5%	14.5%	14.5%
息税前利润 (EBIT)	181	369	531	741	1,039	1,405
%销售收入	21.8%	30.4%	32.2%	33.6%	34.3%	35.1%
财务费用	-1	3	3	28	44	62
%销售收入	0.1%	-0.2%	-0.2%	-1.3%	-1.4%	-1.6%
资产减值损失	-10	-16	-15	0	0	0
公允价值变动收益	22	0	0	4	4	4
投资收益	11	21	23	25	25	25
%税前利润	5.0%	5.3%	3.9%	3.1%	2.2%	1.7%
营业利润	223	397	600	813	1,126	1,511
营业利润率	26.8%	32.6%	36.4%	36.8%	37.2%	37.7%
营业外收支	-1	-2	-4	0	0	0
税前利润	222	395	596	813	1,126	1,511
利润率	26.7%	32.5%	36.1%	36.8%	37.2%	37.7%
所得税	-27	-55	-74	-114	-158	-212
所得税率	12.1%	13.9%	12.4%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	195	340	522	700	968	1,299
少数股东损益	-13	-18	-12	-11	-7	-4
归属于母公司的净利润	208	358	534	711	976	1,303
净利率	25.1%	29.4%	32.4%	32.2%	32.2%	32.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	195	340	522	700	968	1,299
少数股东损益	-13	-18	-12	-11	-7	-4
非现金支出	44	67	83	73	92	122
非经营收益	-38	-20	-38	-21	-28	-29
营运资金变动	-19	-20	121	-114	-5	-2
经营活动现金净流	181	367	689	638	1,027	1,390
资本开支	-167	-143	-189	-84	-159	-259
投资	-948	-39	751	0	0	0
其他	5	48	20	25	25	25
投资活动现金净流	-1,110	-135	582	-59	-134	-234
股权募资	1,199	19	35	60	0	0
债权募资	-7	7	30	-80	2	3
其他	-73	-320	-311	-93	-118	-134
筹资活动现金净流	1,119	-295	-246	-113	-115	-132
现金净流量	189	-61	1,027	466	777	1,025

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	310	251	1,276	1,743	2,520	3,545
应收款项	43	56	46	100	137	181
存货	263	338	328	481	649	842
其他流动资产	937	912	105	106	124	145
流动资产	1,553	1,557	1,756	2,430	3,431	4,713
%总资产	77.2%	70.0%	68.3%	74.8%	79.5%	82.2%
长期投资	121	178	160	160	160	160
固定资产	245	307	447	500	564	699
%总资产	12.2%	13.8%	17.4%	15.4%	13.1%	12.2%
无形资产	40	44	137	141	145	148
非流动资产	460	669	817	818	885	1,022
%总资产	22.8%	30.0%	31.7%	25.2%	20.5%	17.8%
资产总计	2,013	2,226	2,573	3,247	4,315	5,734
短期借款	30	44	81	0	0	0
应付款项	42	218	309	346	470	612
其他流动负债	123	150	198	251	342	450
流动负债	195	412	588	597	811	1,062
长期贷款	10	2	1	1	1	1
其他长期负债	17	21	22	18	21	23
负债	222	435	611	616	833	1,086
普通股股东权益	1,778	1,763	1,907	2,588	3,447	4,616
其中：股本	67	67	67	67	67	67
未分配利润	405	686	1,108	1,728	2,587	3,757
少数股东权益	13	28	55	44	36	32
负债股东权益合计	2,013	2,226	2,573	3,247	4,315	5,734

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	3.119	5.370	7.986	10.631	14.596	19.488
每股净资产	26.670	26.448	28.524	38.702	51.548	69.036
每股经营现金净流	2.721	5.512	10.306	9.545	15.356	20.795
每股股利	0.100	0.000	0.000	1.350	1.750	2.000
回报率						
净资产收益率	11.69%	20.30%	28.00%	27.47%	28.32%	28.23%
总资产收益率	10.33%	16.08%	20.75%	21.89%	22.61%	22.72%
投入资本收益率	8.68%	17.25%	22.68%	24.23%	25.64%	25.98%
增长率						
主营业务收入增长率	72.85%	46.74%	35.71%	33.80%	37.15%	32.18%
EBIT增长率	71.91%	104.02%	43.75%	39.64%	40.09%	35.22%
净利润增长率	87.70%	72.19%	49.13%	33.13%	37.30%	33.52%
总资产增长率	241.95%	10.58%	15.59%	26.21%	32.89%	32.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.1	12.2	9.8	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	294.9	313.3	256.3	280.0	280.0	280.0
应付账款周转天数	21.3	32.5	32.3	32.3	32.3	32.3
固定资产周转天数	91.5	87.6	88.3	71.5	59.9	57.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-66.08%	-60.69%	-63.94%	-68.63%	-74.28%	-77.79%
EBIT利息保障倍数	282.2	-137.4	-163.0	-26.1	-23.8	-22.6
资产负债率	11.03%	19.54%	23.75%	18.97%	19.29%	18.94%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	5	10	11	33
增持	0	3	6	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.38	1.38	1.39	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	2022-08-30	增持	176.81	N/A
2	2022-10-17	增持	269.98	N/A
3	2022-10-27	增持	351.30	N/A
4	2023-01-20	增持	321.99	N/A
5	2023-04-07	增持	362.90	N/A
6	2023-04-28	增持	378.00	N/A
7	2023-08-25	买入	305.58	N/A
8	2023-10-27	买入	372.50	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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806