

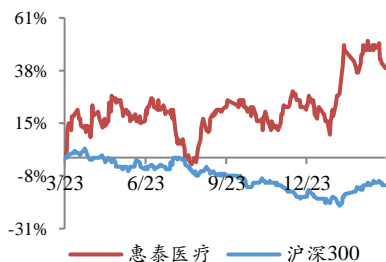
2023 全年业绩保持高增长，与迈瑞强强联合

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-25

| | |
|---------------|-------------------|
| 收盘价(元) | 425.38 |
| 近12个月最高/最低(元) | 479.96/ 296.30 |
| 总股本(百万股) | 67 |
| 流通股本(百万股) | 67 |
| 流通股比例(%) | 100.00 |
| 总市值(亿元) | 284 |
| 流通市值(亿元) | 284 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1. 惠泰医疗 (688617)：业绩延续高增长，降本控费盈利能力突出 2023-11-08

2. 23H1 业绩超预期，集采推动公司市场份额提升 2023-09-08

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2023 年年报。2023 全年实现营收 16.50 亿元 (yoy+35.71%)；归母净利润 5.34 亿元 (yoy+49.13%)；扣非归母净利润 4.68 亿元 (yoy+45.54%)。销售毛利率 71.27%，销售净利率 31.64%。

2023 年第四季度实现营业收入 4.37 亿元 (yoy+32.80%)，实现归母净利润 1.31 亿元 (yoy+34.11%)，实现扣非归母净利润 1.08 亿元 (yoy+21.78%)。2023Q4 销售毛利率 70.95%，净利率 28.77%，销售费用 7168 万元 (yoy+16.04%)，研发费用 6959.89 万元 (yoy+71.62%)。

✓ 点评：

● 电生理板块：2023 年实现收入 3.68 亿元，三维手术数量超 1,000 例

2023 年公司电生理类产品实现收入 3.68 亿元，同比增长 25.51%，销售毛利率约为 74.45%，较 2022 年的 77.98%略有下滑。2023 年，公司上市了 RFG20A 心脏射频消融仪和 IP-1 射频灌注泵，配合三维电生理标测系统使用，实现了电生理射频消融设备全覆盖。公司 2023 年完成三维电生理手术 10,000 余例，手术量较 2022 年度超过 200% 的增长，这也说明公司的三维冷盐水消融导管在非房颤治疗领域充分证实了产品的安全性和有效性，得到市场的广泛认可。

福建电生理耗材集采联盟省份自 2023 年 4 月到 6 月期间陆续执行集采价格，国产厂家凭借较强的成本优势、规模优势在集采中处于有利位置，进口替代的趋势持续加强。公司电生理产品在集采中全线中标，在各细分品类中固定弯二极、可调弯四极、可调弯十级和环肺电极等多个产品在所在竞价单元中需求量名列前茅。

此外，公司在研的电生理产品也十分丰富，预计 2025 年将有较多产品推出，如磁电定位环形标测导管、磁电定位压力感知脉冲消融导管，磁定位压力感应射频消融导管以及高精密度磁电定位标测导管等。公司目前产品主要在非房颤领域实现对进口产品的替代，预计随着公司房颤手术整体解决方案的完善，2025 年将在房颤手术领域实现更多突破，电生理板块收入也将在 2025 年实现加速增长。

● 血管介入：2023 年冠脉通路实现收入 7.91 亿元 (yoy+38.98%)，外周介入实现收入 2.56 亿元 (yoy+40.36%)

血管介入类产品仍是公司现阶段增长的主引擎之一，其中冠脉通路类借助集采加速国产替代，市场份额有望进一步提升；外周介入类随着产品线不断丰富竞争力有望进一步加强，高增长有望延续。2023 年公司冠脉通路产品实现收入 7.91 亿元 (yoy+38.98%)，外周介入实现收入 2.56 亿元 (yoy+40.36%)。公司 2023 年产品入院家数较 2022 年底

增长超 600 家，整体覆盖医院数 3,600 余家，其中外周线入院增长超 30%，冠脉线增长接近 20%。

冠脉通路器械国内市场格局已逐步实现由外资品牌主导向国产品牌崛起的转变，整体市场虽然还有部分差距，但在细分产品领域，部分国产器械已取得领先地位，如公司的微导管、造影套件等现已占据较为明显的领先地位，其他如导引导管、导引导丝、球囊导管等产品也迅速崛起，市场份额不断扩大。临床医生对于国产器械接纳程度在不断上升，随着国家及各级省市带量采购工作的开展，国产品牌的机遇会越来越多，借助集采实现更快速的医院覆盖。

外周血管介入产品与冠脉通路产品工作原理相近，通过冠脉通路产品的成功产业化，公司已经建立了成熟完备的血管介入器械产业化平台，并于 2019 年正式推出外周血管介入产品。公司外周介入主要分为肿瘤栓塞介入治疗和周围血管介入治疗两个方向，产品主要包括微导管、微导丝、TIPS 穿刺套件、导管鞘组、造影导管、造影导丝、血管鞘、导引导管、下肢工作导丝、PTA 球囊导管、圈套器、导引鞘、抽吸导管、远端保护装置等，其中外周可调阀导管鞘（导管鞘组）是国内唯一被批准上市的国产产品。造影球囊是国内首款可用于封堵血管，并在防止栓塞剂回流、压力测定、出血封堵等领域都有重要应用的特色产品。

2023 年公司血管介入类耗材销售量达 843 万根，同比增长约 44%，公司通过提升自动化水平和规模化生产能力，毛利率还有所提升，2023 年公司冠脉类耗材毛利率 71.87%，外周介入类耗材毛利率 74.75%，分别提升了 2.50 和 3.10 个百分点。公司自主研发的专用设备占比呈逐步上升趋势，较 2022 年底，各主要成品产线效率提升 10%，半成品生产工序效率提升 15%，实现了导管装配、鞘组装配、内包装作业、外包装作业产线自动化生产。同时，公司不同产品工序投入机器人超过 40 台，机器换人持续推进。

● **非血管介入业务：2023 年实现收入 1,638.88 万元，主要是公司新布局的泌尿系统产品线**

非血管介入器械产品品类丰富多样，涉及到泌尿、生殖、消化、呼吸等疾病治疗领域。公司在非血管介入器械产品是以泌尿结石类介入耗材整体解决方案为基础，部分消化介入器械、妇科介入器械为辅的产品布局。

公司子公司湖南依微迪负责非血管介入产品的生产。公司可以提供泌尿结石手术耗材的整体解决方案。在消化介入领域，公司已上市产品包括胆道引流套件、穿刺套件、斑马导丝、胆道取石篮等。在妇科介入领域，产品输卵管插入术器械，可应用于输卵管再通术等相关治疗。

● **迈瑞医疗收购惠泰医疗，双方强强联合，未来心血管平台型企业可期**

此前，迈瑞医疗公告拟通过全资子公司深迈控以 66.5 亿元自有资金收购惠泰医疗控股股东成正辉及其他股东合计持有的惠泰医疗约 1,412 万股股份，占惠泰医疗总股本的 21.12%。同时，深迈控拟以 129.28 万元受让晨壹红启持有的珠海彤昇全部 0.12% 的普通合伙权益，珠海彤

昇持有惠泰医疗 233.5 万股，占股 3.49%。此次交易完成后，深迈控及其一致行动人珠海形昇将合计持有惠泰医疗约 24.61% 的股权，深迈控将成为惠泰医疗的控股股东。

迈瑞医疗是国产医疗器械的头部厂家，深度布局生命信息与支持类产品、IVD、医疗影像设备三大业务领域，与下游的医院、经销商合作广泛，具备较好的品牌形象，品牌影响力强。此次迈瑞控股惠泰医疗，有利于双方发挥各自长处，惠泰有望成为迈瑞的心血管耗材平台。据 Evaluate Medtech 估算，全球医疗器械市场中，心血管相关器械规模排名第二，预计未来在迈瑞的渠道资源赋能下，公司海外市场有望加速拓展。

● 投资建议

我们增加了对公司 2026 年的盈利预测，预计 2024-2026 年公司收入分别为 21.74 亿元、28.82 亿元和 38.29 亿元，收入增速分别为 31.7%、32.6% 和 32.8%，2024-2026 年归母净利润分别实现 7.28 亿元、9.73 亿元和 13.07 亿元，增速分别为 36.4%、33.6% 和 34.4%，2024-2026 年 EPS 预计分别为 10.89 元、14.55 元和 19.55 元，对应 2024-2026 年的 PE 分别为 40x、30x 和 22x，维持“买入”评级。

● 风险提示

公司手术量拓展不及预期风险。

公司行业竞争格局恶化风险。

公司在研临床进展不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1650 | 2174 | 2882 | 3829 |
| 收入同比 (%) | 35.7% | 31.7% | 32.6% | 32.8% |
| 归属母公司净利润 | 534 | 728 | 973 | 1307 |
| 净利润同比 (%) | 49.1% | 36.4% | 33.6% | 34.4% |
| 毛利率 (%) | 71.3% | 71.5% | 71.8% | 71.9% |
| ROE (%) | 28.0% | 27.6% | 27.0% | 26.6% |
| 每股收益 (元) | 8.04 | 10.89 | 14.55 | 19.55 |
| P/E | 48.32 | 39.70 | 29.72 | 22.12 |
| P/B | 13.62 | 10.97 | 8.01 | 5.88 |
| EV/EBITDA | 39.11 | 32.57 | 23.61 | 17.26 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 1756 | 2437 | 3512 | 4960 | 营业收入 | 1650 | 2174 | 2882 | 3829 |
| 现金 | 1276 | 1656 | 2652 | 3720 | 营业成本 | 474 | 620 | 813 | 1077 |
| 应收账款 | 41 | 80 | 84 | 131 | 营业税金及附加 | 20 | 26 | 35 | 46 |
| 其他应收款 | 4 | 15 | 13 | 23 | 销售费用 | 305 | 402 | 533 | 708 |
| 预付账款 | 38 | 48 | 63 | 84 | 管理费用 | 82 | 109 | 144 | 191 |
| 存货 | 328 | 570 | 633 | 936 | 财务费用 | -3 | -35 | -45 | -74 |
| 其他流动资产 | 68 | 67 | 68 | 67 | 资产减值损失 | -16 | 3 | 4 | 6 |
| 非流动资产 | 817 | 979 | 1108 | 1231 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 39 | 39 | 34 | 26 | 投资净收益 | 23 | 22 | 29 | 38 |
| 固定资产 | 399 | 513 | 589 | 653 | 营业利润 | 600 | 815 | 1089 | 1464 |
| 无形资产 | 83 | 113 | 143 | 176 | 营业外收入 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 296 | 315 | 342 | 375 | 营业外支出 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 2573 | 3416 | 4620 | 6191 | 利润总额 | 596 | 815 | 1089 | 1464 |
| 流动负债 | 588 | 718 | 968 | 1257 | 所得税 | 74 | 102 | 136 | 182 |
| 短期借款 | 70 | 95 | 123 | 152 | 净利润 | 522 | 714 | 954 | 1282 |
| 应付账款 | 43 | 58 | 80 | 101 | 少数股东损益 | -12 | -14 | -19 | -26 |
| 其他流动负债 | 475 | 565 | 765 | 1005 | 归属母公司净利润 | 534 | 728 | 973 | 1307 |
| 非流动负债 | 23 | 23 | 23 | 23 | EBITDA | 634 | 840 | 1118 | 1469 |
| 长期借款 | 1 | 1 | 1 | 1 | EPS (元) | 8.04 | 10.89 | 14.55 | 19.55 |
| 其他非流动负债 | 22 | 22 | 22 | 22 | | | | | |
| 负债合计 | 611 | 740 | 991 | 1280 | | | | | |
| 少数股东权益 | 55 | 41 | 22 | -4 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 67 | 67 | 67 | 67 | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 资本公积 | 724 | 724 | 724 | 724 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 1116 | 1844 | 2817 | 4124 | 营业收入 | 35.7% | 31.7% | 32.6% | 32.8% |
| 归属母公司股东权 | 1907 | 2635 | 3608 | 4915 | 营业利润 | 51.2% | 35.8% | 33.6% | 34.4% |
| 负债和股东权益 | 2573 | 3416 | 4620 | 6191 | 归属于母公司净利 | 49.1% | 36.4% | 33.6% | 34.4% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 (%) | 71.3% | 71.5% | 71.8% | 71.9% |
| | | | | | 净利率 (%) | 32.4% | 33.5% | 33.8% | 34.1% |
| | | | | | ROE (%) | 28.0% | 27.6% | 27.0% | 26.6% |
| | | | | | ROIC (%) | 24.1% | 23.7% | 23.5% | 23.2% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 23.7% | 21.7% | 21.4% | 20.7% |
| | | | | | 净负债比率 (%) | 31.1% | 27.7% | 27.3% | 26.1% |
| | | | | | 流动比率 | 2.99 | 3.40 | 3.63 | 3.95 |
| | | | | | 速动比率 | 2.35 | 2.52 | 2.90 | 3.13 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.69 | 0.73 | 0.72 | 0.71 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 37.27 | 35.76 | 35.10 | 35.67 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 11.30 | 12.36 | 11.79 | 11.89 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 8.04 | 10.89 | 14.55 | 19.55 |
| | | | | | 每股经营现金流薄) | 10.31 | 8.69 | 17.57 | 18.64 |
| | | | | | 每股净资产 | 28.52 | 39.42 | 53.97 | 73.52 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 48.32 | 39.70 | 29.72 | 22.12 |
| | | | | | P/B | 13.62 | 10.97 | 8.01 | 5.88 |
| | | | | | EV/EBITDA | 39.11 | 32.57 | 23.61 | 17.26 |

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李婵，医药行业研究员，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。