

惠泰医疗（688617）2023年报及2024年一季度点评

核心业务持续增长，终端覆盖率再提升

2024年05月15日

【投资要点】

- ◆ **销售规模扩大，业绩稳步增长。**23 全年公司实现收入 16.50 亿元，同比+35.71%，归母净利润 5.34 亿元，同比+49.13%；24Q1 收入 4.55 亿元，同比+30.20%，归母净利润 1.40 亿元，同比+36.48%。23 年公司在电生理专注于核心策略产品的准入与增长，如期实现了从二维到三维手术的升级，达成市场份额的抢占；血管介入类则持续加大市场推广力度，加深渠道联动，实现了产品覆盖率及入院渗透率的进一步提升；此外国际业务及 OEM 业务整体也呈现良好的增长趋势。23 年电生理收入 3.68 亿元，同比+25.51%，冠脉通路类 7.91 亿元，同比+38.98%；外周介入类 2.56 亿元，同比+40.36%；OEM 2.10 亿元，同比+31.67%；非血管介入类 1638.88 万元，主要为公司新布局泌尿系统产品线收入。
- ◆ **市场开拓深化，产品覆盖率提升，费用控制良好。**公司 23 年销售、管理、研发费用率分别为 18.46%、4.98%、14.42%，同比分别-1.36pct、-0.49pct、+0.04pct；毛利率、净利率分别为 71.27%、31.64%，同比分别+0.07pct、+3.67pct。24Q1 销售、管理、研发费用率分别为 19.29%、5.33%、14.41%，同比分别-0.50pct、+0.22pct、-0.63pct；毛利率、净利率分别为 72.01%、30.28%，同比分别+1.34pct、+2.03pct。公司费控良好，24Q1 毛利率提升主要是近几年年均 30%-40% 的销售规模的增长，生产自动化的不断升级和改造，以及使用自制材料占比的提升带来的材料成本逐渐下降，也是公司的主要核心竞争力之一。公司市场开拓工作持续落实中，23 年电生理产品新增植入 300 余家医院，覆盖医院超 1100 家，完成三维电生理手术 10000 余例，同比增长超 200%，目前公司可调弯十极冠状窦导管在该品类细分市场中维持份额领先，可调弯鞘管通过带量采购项目完成了 200 余家中心的准入。24Q1 电生理手术量同比翻番，预计全年达到 18000 台以上，同比增长 80%；23 年全年血管介入类入院增长超 600 家，覆盖医院 3600 余家，其中外周线入院增长超 30%，冠脉线增长接近 20%。
- ◆ **研发投入加大，技术优势保持。**23 年公司冠脉、外周产品线持续升级。冠脉产品导引延伸导管、导引导丝、双腔微导管、高压球囊扩张导管等获证；外周产品支撑导管、颈动脉球囊扩张导管、弹簧圈推送导丝、灌注导管等获证。在研项目胸主动脉支架、腔静脉滤器、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，电生理产品线脉冲消融导管、脉冲消融仪、高密度标测导管、压力射频仪等也进入临床试验阶段。预计今年公司高附加值产品中电生理的三维磁定位冷盐水导管以及外周的造影套件、二代微导管、保护伞、导引鞘等随着集采落地、产品更新迭代，有望取得较好的增长。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

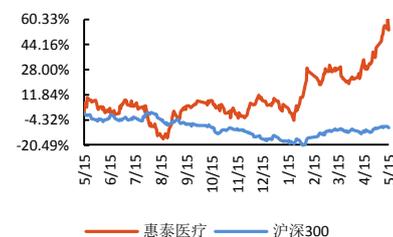
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：殷明伦

电话：(+86) 18936221690

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	36347.84
流通市值（百万元）	36347.84
52周最高/最低（元）	569.00/293.60
52周最高/最低（PE）	66.47/45.14
52周最高/最低（PB）	19.91/11.23
52周涨幅（%）	53.45
52周换手率（%）	147.72

相关研究

《迈瑞联手，企稳血管介入国产领先地位》

2024.02.07

【投资建议】

- ◆ 惠泰医疗的电生理、冠脉通路类、外周介入类三大主营业务于 23 年全年均保持较高增长。随着公司各产线院端覆盖率的提升，产研的持续迭代升级，电生理产品的集采放量，以及迈瑞对于公司产品力和海外营销方面的协同和补强，预计公司未来业绩将继续保持较高增长态势。我们调整 2024-2025 并新增 2026 年收入预测，预计公司 2024/2025/2026 年的营业收入分别为 22.15/29.44/38.75 亿元，归母净利润分别为 6.91/9.23/12.11 亿元，EPS 分别为 10.34/13.81/18.11 元，对应 PE 分别为 55/41/31 倍，维持公司“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1650.21	2214.88	2944.30	3875.48
增长率(%)	35.71%	34.22%	32.93%	31.63%
EBITDA（百万元）	633.80	851.56	1136.34	1467.57
归属母公司净利润（百万元）	533.92	691.06	923.31	1211.01
增长率(%)	49.13%	29.43%	33.61%	31.16%
EPS(元/股)	8.04	10.34	13.81	18.11
市盈率 (P/E)	48.32	54.95	41.13	31.36
市净率 (P/B)	13.62	15.46	11.79	8.91
EV/EBITDA	39.11	43.08	31.74	23.98

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 产品集中带量采购政策变化风险
- ◆ 产品升级及新产品开发风险
- ◆ 市场竞争加剧风险

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1756.07	2171.02	3034.89	4204.16
货币资金	1276.39	1409.87	2070.28	2975.74
应收及预付	79.91	121.08	156.61	203.23
存货	327.95	538.09	681.86	873.00
其他流动资产	71.81	101.98	126.14	152.19
非流动资产	816.92	1099.93	1253.53	1402.49
长期股权投资	38.66	39.26	33.73	26.38
固定资产	399.37	494.79	554.93	603.88
在建工程	47.84	63.05	77.88	95.85
无形资产	83.00	112.62	143.22	175.74
其他长期资产	248.04	390.20	443.77	500.64
资产总计	2572.98	3270.95	4288.41	5606.65
流动负债	588.17	744.41	1002.79	1287.60
短期借款	70.00	98.33	128.16	159.19
应付及预收	42.73	62.84	82.95	105.80
其他流动负债	475.44	583.24	791.68	1022.61
非流动负债	22.81	23.99	28.69	35.69
长期借款	0.59	2.59	5.59	10.59
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	22.22	21.39	23.09	25.09
负债合计	610.98	768.40	1031.48	1323.28
实收资本	66.86	66.86	66.86	66.86
资本公积	724.04	727.39	727.39	727.39
留存收益	1141.27	1686.71	2452.04	3492.82
归属母公司股东权益	1907.14	2455.89	3221.22	4262.01
少数股东权益	54.86	46.66	35.72	21.36
负债和股东权益	2572.98	3270.95	4288.41	5606.65

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1650.21	2214.88	2944.30	3875.48
营业成本	474.18	639.80	839.83	1089.11
税金及附加	20.17	25.83	34.82	45.88
销售费用	304.70	423.99	553.63	735.30
管理费用	82.26	115.81	150.35	200.27
研发费用	237.92	318.92	424.22	558.21
财务费用	-3.26	-14.79	-15.29	-23.55
资产减值损失	-15.80	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.13	27.66	32.75	38.96
资产处置收益	11.97	0.10	0.13	0.18
其他收益	46.41	50.26	56.82	62.18
营业利润	600.41	783.34	1046.43	1371.57
营业外收入	0.62	1.20	2.30	3.40
营业外支出	4.67	0.80	1.20	2.40
利润总额	596.37	783.74	1047.53	1372.57
所得税	74.24	100.87	135.17	175.92
净利润	522.13	682.87	912.36	1196.65
少数股东损益	-11.79	-8.19	-10.95	-14.36
归属母公司净利润	533.92	691.06	923.31	1211.01
EBITDA	633.80	851.56	1136.34	1467.57

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	689.06	608.18	1033.43	1292.54
净利润	522.13	682.87	912.36	1196.65
折旧摊销	67.89	82.61	104.10	118.55
营运资金变动	121.39	-132.80	45.10	9.97
其它	-22.36	-24.50	-28.13	-32.63
投资活动现金流	581.90	-358.63	-243.72	-247.37
资本支出	-189.36	-250.61	-239.90	-250.67
投资变动	751.45	-40.61	-34.47	-32.66
其他	19.82	-67.42	30.65	35.96
筹资活动现金流	-246.36	-116.10	-129.30	-139.71
银行借款	70.00	30.33	32.83	36.03
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	34.67	3.35	0.00	0.00
其他	-351.02	-149.78	-162.13	-175.74
现金净增加额	1027.44	133.48	660.41	905.46
期初现金余额	248.95	1276.39	1409.87	2070.28
期末现金余额	1276.39	1409.87	2070.28	2975.74

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	35.71%	34.22%	32.93%	31.63%
营业利润增长	51.24%	30.47%	33.59%	31.07%
归属母公司净利润增长	49.13%	29.43%	33.61%	31.16%
获利能力 (%)				
毛利率	71.27%	71.11%	71.48%	71.90%
净利率	31.64%	30.83%	30.99%	30.88%
ROE	28.00%	28.14%	28.66%	28.41%
ROIC	24.15%	25.54%	26.35%	26.27%
偿债能力				
资产负债率 (%)	23.75%	23.49%	24.05%	23.60%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.99	2.92	3.03	3.27
速动比率	2.35	2.11	2.27	2.51
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.76	0.78	0.78
应收账款周转率	37.27	39.21	36.17	37.05
存货周转率	1.42	1.48	1.38	1.40
每股指标 (元)				
每股收益	8.04	10.34	13.81	18.11
每股经营现金流	10.31	9.10	15.46	19.33
每股净资产	28.52	36.73	48.18	63.74
估值比率				
P/E	48.32	54.95	41.13	31.36
P/B	13.62	15.46	11.79	8.91
EV/EBITDA	39.11	43.08	31.74	23.98

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。