

惠泰医疗（688617）2024年中报点评

产品覆盖率持续提升，自产能力再优化

2024年08月29日

【投资要点】

- ◆ 业绩增长符合预期，盈利能力持续提升。24H1 公司实现营收 10.01 亿元（+27.03%），其中冠脉通路类 5.03 亿，占比达 50.27%；电生理 2.23 亿，占比 22.31%；外周介入类 1.75 亿，占比 17.50%；OEM 0.74 亿，占比 7.35%；非血管介入类 0.16 亿，占比 1.63%。24H1 公司归母净利润 3.43 亿元（+33.09%），扣非归母净利润 3.28 亿元（+35.20%）；毛利率 72.75%（+1.02pct），净利率 33.77%（+1.71pct）。
- ◆ 深化国内市场开拓，产品覆盖率进一步提高。公司专注电生理核心策略产品的准入与增长，24H1 国内新增医院植入 150 余家，总覆盖超 1250 家，在超 800 家医院完成三维电生理手术约 7500 例，手术量同比增长超 100%。目前公司可调弯十极冠状窦导管继续维持份额领先，可调弯鞘管通过带量采购项目完成准入，24H1 使用量突破 5000 根；公司血管介入类产品的覆盖率及入院渗透率也进一步提升，24H1 冠脉产品入院数量同比增长近 20%，外周产品入院同比增长超 30%，整体覆盖医院数接近 4000 家。
- ◆ 国际业务稳定增长，自主品牌成为主要驱动。24H1 公司国际业务继续保持增长，实现收入 1.16 亿（+19.73%），其中独联体地区业绩表现突出同比增长 124%，欧洲区同比增长 51%，亚太、拉美、中东非等地区也增长显著。冠脉及外周自主品牌和电生理自主品牌继续作为公司国际业务增长的主要驱动力，冠脉及外周自主品牌业务上半年同比增长 43.77%，电生理自主品牌同比增长 63.04%，OEM 则同比减少 20.18%。
- ◆ 自主生产能力再优化，制造成本端核心竞争力突出。24H1 公司对电生理耗材产线进行了扩容和优化，产能同比扩大了 50% 以上。同时为各细分血管介入品类建立 18 条产线，较 2023 全年产能提升 40%。子公司埃普特一期半成品厂房已建成投产，可满足未来三年产能扩充需求。二期成品厂房主体预计 24Q4 建设完成，25H1 开始投产，届时整体血管介入产品年生产能力可达到 40 亿元。此外，公司各生产基地持续开展智能制造和精益生产，以匹配和适应生产规模的扩张。公司自研的专用设备占比持续上升，24H1 各主要成品产线效率同比提升 5%，半成品生产工序效率同比提升 10%。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（维持）

目标价：593.83 元

东方财富证券研究所

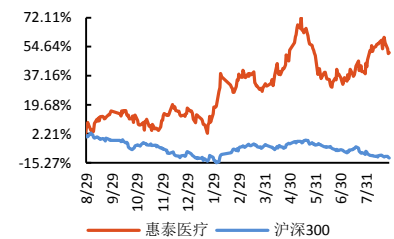
证券分析师：何玮

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）	33778.90
流通市值（百万元）	33778.90
52周最高/最低（元）	569.00/303.52
52周最高/最低（PE）	66.47/45.14
52周最高/最低（PB）	19.91/11.85
52周涨幅（%）	52.92
52周换手率（%）	115.26

相关研究

《电生理血管介入双龙头，增长潜力可期》

2024.07.01

《核心业务持续增长，终端覆盖率再提升》

2024.05.15

《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 24H1 继续保持较高增长。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。我们维持此前的收入预测，公司 2024/2025/2026 年的营业收入分别为 22.15/29.44/38.75 亿元，考虑到公司产能扩张的规模效应和生产效率的进一步提升，上调归母净利润分别为 7.26/9.83/13.06 亿元，EPS 分别为 10.86/14.70/19.53 元，对应 PE 分别为 52/39/29 倍，维持公司“买入”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	891.08	1203.49	1573.85
归属母公司净利润（百万元）	533.92	725.91	983.00	1306.04
增长率（%）	49.13%	35.96%	35.42%	32.86%
EPS（元/股）	8.04	10.86	14.70	19.53
市盈率（P/E）	48.32	52.32	38.63	29.08
市净率（P/B）	13.62	15.25	11.45	8.53
EV/EBITDA	39.11	41.13	29.89	22.24

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	2172.88	3070.43	4300.29
货币资金	1276.39	1448.00	2165.54	3165.32
应收及预付	79.91	118.04	151.41	194.97
存货	327.95	504.86	627.35	787.81
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	3272.80	4323.96	5702.78
流动负债	588.17	711.83	944.93	1196.42
短期借款	70.00	98.33	128.16	159.19
应付及预收	42.73	58.96	76.32	95.47
其他流动负债	475.44	554.54	740.45	941.76
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	735.82	973.61	1232.10
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	1721.55	2546.57	3682.38
归属母公司股东权益	1907.14	2490.73	3315.75	4451.57
少数股东权益	54.86	46.25	34.59	19.11
负债和股东权益	2572.98	3272.80	4323.96	5702.78

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	600.28	772.68	982.84
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	-15.87	-24.98
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	822.86	1114.15	1479.28
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	823.26	1115.25	1480.28
所得税	74.24	105.96	143.91	189.72
净利润	522.13	717.30	971.35	1290.55
少数股东损益	-11.79	-8.61	-11.66	-15.49
归属母公司净利润	533.92	725.91	983.00	1306.04
EBITDA	633.80	891.08	1203.49	1573.85

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	646.31	1090.56	1386.86
净利润	522.13	717.30	971.35	1290.55
折旧摊销	67.89	82.61	104.10	118.55
营运资金变动	121.39	-129.10	43.25	10.39
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	171.61	717.54	999.78
期初现金余额	248.95	1276.39	1448.00	2165.54
期末现金余额	1276.39	1448.00	2165.54	3165.32

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%	37.05%	35.40%	32.77%
归属母公司净利润增长	49.13%	35.96%	35.42%	32.86%
获利能力 (%)				
毛利率	71.27%	72.90%	73.76%	74.64%
净利率	31.64%	32.39%	32.99%	33.30%
ROE	28.00%	29.14%	29.65%	29.34%
ROIC	24.15%	26.50%	27.31%	27.20%
偿债能力				
资产负债率 (%)	23.75%	22.48%	22.52%	21.61%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.99	3.05	3.25	3.59
速动比率	2.35	2.27	2.51	2.86
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.76	0.78	0.77
应收账款周转率	37.27	39.21	36.17	37.05
存货周转率	1.42	1.44	1.36	1.39
每股指标 (元)				
每股收益	8.04	10.86	14.70	19.53
每股经营现金流	10.31	9.67	16.31	20.74
每股净资产	28.52	37.25	49.59	66.58
估值比率				
P/E	48.32	52.32	38.63	29.08
P/B	13.62	15.25	11.45	8.53
EV/EBITDA	39.11	41.13	29.89	22.24

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。