

增持 (维持)

惠泰医疗 (688617)

2022 年报点评: 电生理加速入院, 各板块推进顺利

2023 年 04 月 20 日

### 市场数据

市场数据日期 2023-04-20

收盘价(元)	341.95
总股本(百万股)	66.67
流通股本(百万股)	44.98
净资产(百万元)	1763.31
总资产(百万元)	2225.98
每股净资产(元)	26.45

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关报告

《【兴证医药】惠泰医疗 2022 季报点评: 三季度延续快速增长, 电生理集采有望加速国产替代》2022-10-27

《【兴证医药】惠泰医疗 2021 年报点评: 研发投入持续加大, 2022 年业绩有望延续较快增长趋势》2022-03-14

《【兴证医药】惠泰医疗 2021 季报点评: 各项业务稳步发展, Q3 延续较快增长趋势》2021-10-29

分析师:

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

S0190519020002

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

### 投资要点

- 近日, 惠泰医疗发布 2022 年度报告, 2022 年公司实现营业总收入 121,601.80 万元, 同比增长 46.74%。实现归属于母公司所有者的净利润 35,801.97 万元, 同比增长 72.19%; 实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润 32,179.54 万元, 同比增长 92.02%。
- 根据年报数据, 2022 年 Q4 单季度公司实现营业收入 32,869.14 万元, 同比上升 39.69%, 实现归母净利润 9,744.28 万元, 同比上升 112.33%, 实现扣非归母净利润 2,206.60 万元, 同比上升 302.37%。
- **盈利预测:** 随着疫情后心电生理业务逐步恢复, 行业迎来景气度回暖, 三维系统快速推广逐步带来增量, 叠加集采促进国产替代, 公司导引导管/导丝等品种放量, 公司产品渗透率及市占率提高, 预计公司将后续保持较快增长趋势, 我们维持此前的盈利预测, 预计公司 2023E-2025E 实现营业收入 16.89、22.89、30.85 亿元, 同比增长 38.9%、35.5%、34.8%; 实现归母净利润 4.83、6.52、8.84 亿元, 同比增长 35.0%、34.8%、35.7%, EPS 分别为 7.25 元、9.77 元和 13.26 元, 对应 2022 年 4 月 20 日 PE 分别为 47.2 倍、35.0 倍和 25.8 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 业绩增长低于预期, 业务拓展低于预期, 研发管线进展低于预期, 政策影响超预期。

### 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1216	1689	2289	3085
同比增长	46.7%	38.9%	35.5%	34.8%
归母净利润(百万元)	358	483	652	884
同比增长	72.2%	35.0%	34.8%	35.7%
毛利率	71.2%	70.5%	70.6%	70.6%
ROE	20.3%	22.4%	24.5%	26.4%
每股收益(元)	5.37	7.25	9.77	13.26
市盈率	63.7	47.2	35.0	25.8

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 报告正文

## 事件

- 近日，惠泰医疗发布 2022 年度报告，2022 年公司实现营业总收入 121,601.80 万元，同比增长 46.74%。实现归属于母公司所有者的净利润 35,801.97 万元，同比增长 72.19%；实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润 32,179.54 万元，同比增长 92.02%。

## 点评

- **2022Q4 延续快速增长：**根据年报数据，2022 年 Q4 单季度公司实现营业收入 32,869.14 万元，同比上升 39.69%，实现归母净利润 9,744.28 万元，同比上升 112.33%，实现扣非归母净利润 2,206.60 万元，同比上升 302.37%。符合此前发布的业绩预告。总体来看，Q4 收入端延续 Q3 的恢复趋势，受到疫情放开的短期影响，增速尚未恢复到正常水平，利润端叠加 22 年低基数因素呈现高速增长；电生理业务持续推广入院、通路业务延续高速增长，是公司 Q4 业绩增长的核心驱动力。
- **三维技术升级受认可，营销发力驱动高速入院：**报告期内，公司积极推动电生理手术技术升级，依托旗下三维心脏电生理标测系统，迅速完成国内二维电生理标测系统的替代。报告期内，公司在超过 400 家医院完成三维电生理手术 3,000 余例，并取得了全国各级专家对新上市三维电生理产品的认可。以此为契机，公司加大营销力度，国内电生理产品新增医院植入 300 余家，覆盖医院超过 800 家。公司血管介入类产品入院数量较去年底增长超 600 家，整体覆盖医院数 3,000 余家，同比增长超过 20%。
- **集采落地如期推动国产替代，公司渗透率提升可观：**在带量采购等政策的支持下，公司产品入院率及头部医院覆盖率快速提升。在以福建省牵头，27 省参与的电生理带量采购项目中，公司电生理产品全线中标。从细分品类来说，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所有品牌的需求量名列前茅，三维磁盐水消融导管在上市 18 个月后，预报量在该竞价单元全部品牌中取得较好成绩。公司电生理产品通过报量在全国头部大中心的准入渗透率从 27%提升至 70%。
- **国际市场开拓顺利，海外业务保持高增长：**报告期内，公司国际业务整体呈现良好的增长趋势，同比增长 72.05%。其中，东欧、独联体、西欧同比增长超过 100%。从产品线层面看，PCI 自主品牌及 EP 自主品牌是国际业务增长的驱动源头。公司长期稳定的经销商合作伙伴有 70 余家，报告期内新增经销商 30 余家。

- **注重产线升级创新，夯实业务新增长点：**报告期内，**冠脉产品线中：**在研项目血管内异物抓捕器、导丝、球囊扩张导管获得注册证，导引延伸导管（二代）、双腔微导管、高压球囊扩张导管等已进入注册审核阶段。**外周血管介入产品线中：**远端栓塞保护系统、造影球囊、经颈静脉肝内穿刺器械、外周球囊扩张导管均已获得国内注册证。在研项目外周导丝、外周球囊扩张导管、颈动脉球囊扩张导管、支撑导管等已进入注册审核阶段。**电生理产品线中：**一次性使用可调弯标测导管在报告期内获得注册证。在研项目脉冲消融导管、脉冲消融仪、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。
- **费用率呈现下降趋势：**2022年全年，公司销售费用2.41亿元，同比增长22.78%，销售费用率19.82%，同比减少3.87个百分点；管理费用0.67亿元，同比增长20.73%，管理费用率5.47%，同比减少1.18个百分点；研发费用1.75亿元，同比增长29.66%，研发费用率14.38%，同比下降1.89个百分点。
- **盈利预测：**随着疫情后心电生理业务逐步恢复，行业迎来景气度回暖，三维系统快速推广逐步带来增量，叠加集采促进国产替代，公司导引导管/导丝等品种放量，公司产品渗透率及市占率提高，预计公司将后续保持较快增长趋势，我们维持此前的盈利预测，预计公司2023E-2025E实现营业收入16.89、22.89、30.85亿元，同比增长38.9%、35.5%、34.8%；实现归母净利润4.83、6.52、8.84亿元，同比增长35.0%、34.8%、35.7%，EPS分别为7.25元、9.77元和13.26元，对应2022年4月20日PE分别为47.2倍、35.0倍和25.8倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**业绩增长低于预期，业务拓展低于预期，研发管线进展低于预期，政策影响超预期。

## 附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1557	1700	2028	2468
货币资金	251	319	372	533
交易性金融资产	881	745	819	805
应收票据及应收账款	47	82	100	137
预付款项	25	36	49	66
存货	338	495	661	893
其他	15	24	27	34
<b>非流动资产</b>	669	771	959	1194
长期股权投资	67	51	55	56
固定资产	292	481	644	877
在建工程	15	32	41	46
无形资产	39	28	24	19
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	5	4	2	0
其他	250	175	192	196
<b>资产总计</b>	2226	2471	2988	3662
<b>流动负债</b>	412	286	327	358
短期借款	30	0	0	0
应付票据及应付账款	41	48.14	68.36	92.87
其他	341	238	259	265
<b>非流动负债</b>	23	19	20	20
长期借款	2	2	2	2
其他	21	17	19	19
<b>负债合计</b>	435	305	347	379
股本	67	67	67	67
资本公积	1013	1013	1013	1013
未分配利润	686	1038	1520	2170
少数股东权益	28	6	-23	-64
<b>股东权益合计</b>	1791	2165	2640	3283
<b>负债及权益合计</b>	2226	2471	2988	3662

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	358	483	652	884
折旧和摊销	44	53	81	116
资产减值准备	1	1	6	6
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	-7	-7	-6
财务费用	0	-7	-10	-13
投资损失	-21	-19	-19	-19
少数股东损益	-18	-21	-30	-40
营运资金的变动	-34	-301	-169	-263
<b>经营活动产生现金流量</b>	367	220	497	661
<b>投资活动产生现金流量</b>	-135	-41	-308	-312
<b>融资活动产生现金流量</b>	-295	-111	-136	-188
现金净变动	-61	68	53	162
现金的期初余额	310	251	319	372
现金的期末余额	249	319	372	533

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1216	1689	2289	3085
营业成本	350	498	674	906
税金及附加	14	19	26	35
销售费用	241	336	449	592
管理费用	67	90	120	161
研发费用	175	251	342	458
财务费用	-3	-7	-10	-13
其他收益	19	18	19	19
投资收益	21	19	19	19
公允价值变动收益	0	7	7	6
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	-15	-11	-12	-12
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	397	535	721	978
营业外收入	2	1	1	1
营业外支出	3	3	5	4
<b>利润总额</b>	395	533	717	975
所得税	55	71	95	131
<b>净利润</b>	340	462	622	844
少数股东损益	-18	-21	-30	-40
<b>归属母公司净利润</b>	358	483	652	884
<b>EPS(元)</b>	5.37	7.25	9.77	13.26

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	46.7%	38.9%	35.5%	34.8%
营业利润增长率	78.4%	34.7%	34.9%	35.5%
归母净利润增长率	72.2%	35.0%	34.8%	35.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	71.2%	70.5%	70.6%	70.6%
归母净利率	29.4%	28.6%	28.5%	28.7%
ROE	20.3%	22.4%	24.5%	26.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.5%	12.3%	11.6%	10.3%
流动比率	3.78	5.94	6.20	6.89
速动比率	2.96	4.21	4.18	4.39
<b>营运能力</b>				
资产周转率	57.4%	71.9%	83.9%	92.8%
应收账款周转率	2787.0%	2444.1%	2340.3%	2415.1%
存货周转率	114.4%	118.0%	114.8%	114.8%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	5.37	7.25	9.77	13.26
每股经营现金	5.51	3.31	7.46	9.92
每股净资产	26.45	32.38	39.95	50.20
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	63.7	47.2	35.0	25.8
PB	12.9	10.6	8.6	6.8



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编: 200135 邮箱: research@xyzq.com.cn	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元 邮编: 100020 邮箱: research@xyzq.com.cn	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编: 518035 邮箱: research@xyzq.com.cn