

## 2022 年业绩高增长，2023 年一季度业绩超预期

惠泰医疗 (688617.SH)

### 核心观点

2022 年业绩整体符合预期，冠脉、外周、OEM 业务实现高速增长，电生理在疫情影响下仍实现稳健增长。2023 年 Q1 业绩超预期，公司血管介入类产品的覆盖率及入院渗透率持续提升，同时海外市场及 OEM 业务保持持续良好增长。短期来看，公司冠脉业务在微导管等重点产品放量、冠脉导引导丝和冠脉导引导管等集采品种放量的驱动下，仍有望实现稳健增长。中长期来看，一方面，公司电生理业务国内市占率仍然较低，未来随着产品性能持续优化、房颤关键耗材陆续获批以及 PFA（脉冲消融）技术的突破，国产替代进程有望加速，同时公司外周业务和神经介入业务仍处于起步或快速成长阶段，未来成长可期；另一方面，随着公司海外销售渠道逐步拓宽，国际业务有望维持高增长。

### 事件

#### 2023 年 4 月 6 日，公司发布 2022 年年报

根据公告，公司 2022 年营业收入为 12.16 亿元，同比增长 47%。归母净利润为 3.58 亿元，同比增长 72%，扣非归母净利润为 3.22 亿元，同比增长 92%。EPS 为 5.38 元/股。

#### 2023 年 4 月 27 日，公司发布 2023 年一季度报

根据公告，公司 2023 年 Q1 营业收入为 3.50 亿元，同比增长 32%。归母净利润为 1.03 亿元，同比增长 54%，扣非归母净利润 0.90 亿元，同比增长 49%。EPS 为 1.54 元/股。

### 简评

#### 全年业绩符合预期，冠脉、外周和 OEM 业务实现高增长

公司 2022 年收入和归母净利润增速分别为 47% 和 72%，业绩符合预期。在全年疫情反复的情况下，公司收入端仍实现高速增长，预计主要受益于公司冠脉和外周类产品的覆盖率和入院渗透率的持续提升、电生理类产品市场份额的提升，同时公司也积极拓展海外市场和 OEM 业务。利润端增速高于收入端，我们预计主要由于毛利率同比提升 1.71 个点、期间费用率同比下降 5.35 个百分点，导致利润率显著提升 4.35 个百分点。

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-86451382

SAC 编号:S1440521070003

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

发布日期：2023 年 04 月 28 日

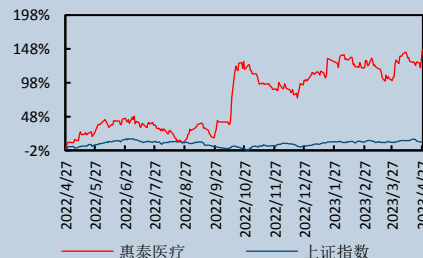
当前股价：378.00 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
21.17/20.55	5.67/5.02	158.90/145.06
12 月最高/最低价 (元)		378.00/152.99
总股本 (万股)		6,667.00
流通 A 股 (万股)		4,498.45
总市值 (亿元)		252.01
流通市值 (亿元)		170.04
近 3 月日均成交量 (万)		52.63
主要股东		
成正辉		25.03%

### 股价表现



从单季度来看，22Q4 营收和归母净利润分别为 3.29 亿元（+40%）和 0.97 亿元（+112%），利润端增速显著高于收入端，预计主要由于 21Q4 费用率较高导致利润端基数较低。

分产品来看，冠脉通路类产品收入为 5.69 亿元（+49%），外周介入类产品收入为 1.83 亿元（+53%），电生理类产品收入为 2.93 亿元（+26%），OEM 业务收入为 1.60 亿元（+79%）。分地区来看，境内收入为 10.69 亿元（+44%），占收入比重为 89%；境外收入为 1.36 亿元（+72%），占收入比重为 11%，其中 PCI 自主品牌和电生理自主品牌是国际业务增长的主要驱动力。

### 23 年 Q1 业绩超预期，各项业务保持持续良好增长

公司 2023 年 Q1 营收 3.50 亿元（+32%），主要是因为公司销售规模持续扩大，血管介入类产品的覆盖率及入院渗透率进一步提升，海外市场及 OEM 业务持续良好增长。归母净利润为 1.03 亿元（+54%），扣非归母净利润 0.90 亿元（+49%），公司业绩略超预期。公司利润端增速高于收入端增速，主要是因为公司产品盈利能力增强，降本控费以及收到的政府补贴增加带来的利润增长。

### 国内产品市场覆盖率和入院渗透率持续提升，国际市场表现亮眼

公司血管介入类产品和电生理产品在终端医院的覆盖率持续提升。电生理产品 2022 年新增医院植入 300 余家，覆盖医院超过 800 家，在超过 400 家医院完成三维电生理手术 3000 余例；血管介入类产品市场覆盖率和入院渗透率进一步提升，产品入院数量同比增长超 600 家，整体覆盖医院数达到 3000 余家，同比增长超过 20%。此外，公司在国际市场积极拓展经销商、加强市场推广，2022 年新增经销商 30 余家，驱动国际业务收入大幅增长 72% 至 1.36 亿元，其中东欧、独联体、西欧地区收入同比增长超过 100%。

展望 2023 年：1) 冠脉和外周业务：公司冠脉和外周领域核心产品性能优异、临床评价较好，同时冠脉导引导丝和导引导管等产品集采后成功实现以价换量，有望驱动冠脉和外周业务实现高增长；2) 电生理业务：一方面，去年终端电生理手术的开展受疫情影响较大，今年行业手术量有望恢复高增长态势，公司三维手术量或迎来快速增长；另一方面，随着公司三维标测系统进一步投放、集采后入院渗透率加速提升，叠加十极可调弯标测导管等明星产品的持续放量，电生理业务有望快速增长。

### 福建牵头的 27 省联盟电生理集采结果即将执行，国产替代进程有望加速

2022 年 12 月，福建牵头的 27 省联盟电生理集采落地，中选产品平均降幅 49.35%，整体降幅较为温和。公司电生理产品全线中标，十极可调弯标测导管、环肺电极等部分产品医疗机构需求量较大，且公司通过报量在全国头部大中心的准入渗透率从 27% 提升至 70%，集采后公司产品入院速度有望提升，国产替代进程有望加速。福建牵头的 27 省联盟电生理集采结果已于今年 4 月开始在福建省正式落地执行，后续其他省份或陆续执行，预计公司中标产品出厂价会有一定程度的调整，但考虑公司部分产品中标数量的提升能够弥补出厂价的下降，我们预计公司电生理业务受集采影响有限。此次集采后，房颤消融手术单台手术耗材成本将由集采前的平均 7.6 万元下降至集采后的 4.2 万元，手术价格的下降有利于行业渗透率的提升。

### 在研产品管线丰富，重点布局房颤手术耗材和 PFA 领域

公司在三大业务领域持续推进在研产品的临床和申报进度。外周血管介入领域，公司远端栓塞保护系统等产品均已在国内获批，外周导丝等产品已进入注册审核阶段。在冠脉介入领域，血管内异物抓捕器等产品已获

批，导引延伸导管（二代）、高压球囊扩张导管等产品已进入注册审核阶段。在电生理领域，脉冲消融导管和脉冲消融仪已进入临床试验准备阶段，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。其中，重磅产品磁定位压力感应射频消融系统于 2023 年 3 月 3 日完成了最后 1 例入组患者的手术治疗，意味着惠泰医疗成为国产首家完成持续性房颤注册试验的公司，未来该产品获批后有望完善公司房颤手术耗材的布局。丰富的在研管线有望成为公司长远发展的业绩增长点，尤其是房颤相关耗材领域的布局，将进一步提升公司电生理业务的核心竞争力。

### 费用管控良好，现金流显著改善

2022 年公司毛利率为 71.20%，同比增长 1.71 个百分点，预计主要系公司规模化效应逐步体现、自动化生产水平提升、原材料采购价格下降、产品结构变化等所致。销售费用率为 19.82%，同比下降 3.87 个百分点；管理费用率为 5.47%，同比下降 1.18 个百分点；财务费用率为-0.22%，同比下降 0.3 个百分点；研发费用率为 14.38%，同比下降 1.89 个百分点。公司期间费用率持续优化，预计主要系费用端增速显著低于收入端增速所致。经营性现金流净额为 3.67 亿元，同比增长 103%，预计主要系公司销售规模增长、经营利润增加所致。投资活动产生的现金流量净额为-1.35 亿元（上年同期为-11.10 亿元），变动的主要原因是本期公司收回上年投资的银行理财及取得对应的投资收益，以及股权投资增加所致。筹资活动产生的现金流量净额为-2.95 亿元（上年同期为-11.19 亿元），变动的主要原因是上年同期收到首次公开发行股票募集资金，以及本期公司购买子公司少数股东股权支付的股权转让款所致。2022 年应收账款周转天数为 12.01 天，同比减少 4.87 天，应付账款周转天数为 32.05 天，同比增加 11.01 天，公司整体运营效率提升。其余财务指标基本正常。

2023 年 Q1 公司毛利率为 70.67%，同比增长 0.38 个百分点；销售费用率为 19.79%，同比下降 0.86 个百分点；管理费用率为 5.11%，同比下降 1.44 个百分点；财务费用率为 0.28%，同比增加 0.43 个百分点，公司费用管控良好，财务指标基本正常。公司经营性现金流净额为 1.16 亿元，同比增长 73.13%，预计主要系公司销售规模增长、持续高质量精细化管理、经营利润增长所致。

### 深耕电生理和血管介入领域多年，外周和神经介入成长可期

公司深耕电生理和血管介入领域多年，同时布局外周和神经介入等新兴领域，长期成长潜力大。短期来看，公司冠脉业务在微导管等重点产品放量、冠脉导引导丝和冠脉导引导管等集采品种放量的驱动下，仍有望实现稳健增长。中长期来看，一方面，公司电生理业务国内市占率仍然较低，未来随着产品性能持续优化、房颤关键耗材陆续获批以及 PFA（脉冲消融）技术的突破，国产替代进程有望加速，同时公司外周业务和神经介入业务仍处于起步或快速成长阶段，未来成长可期；另一方面，随着公司海外销售渠道逐步拓宽、品牌知名度逐步提升，国际业务有望维持高增长。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别同比增 35%、32%和 33%，预计归母净利润分别同比增长 31%、31%和 33%，以 2023 年 4 月 27 日收盘价（378.00 元）计算，对应的 PE 分别为 54、41 和 31 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**新产品研发及注册失败风险、研发及管理人才流失风险、市场竞争风险（目前，我国电生理和血管介入医疗器械行业，外资品牌仍占据绝对主导地位。外资品牌诸如强生、雅培、波士顿科学、泰尔茂等企业凭借其强大的研发优势、健全的产品体系和先发的渠道优势，占据国内约 80% 以上的市场份额。虽然从竞争厂家上看，公司所处的电生理和血管介入细分领域竞争厂家并不多，但外资品牌经过多年的市场耕耘和对临床医生的培育，在一定程度上培养了临床医生的使用习惯，公司仍需要一定的时间来提升公司产品的使用量）、行业政策导致产品价格下降的风险、销售渠道风险及经销商管理风险、集采政策风险、产品质量及潜在责任风

险、行业监管相关风险、产品注册风险、汇率波动的风险、新冠疫情的风险。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1216	1648	2183	2900
增长率(%)	47%	35%	32%	33%
归属母公司股东净利润	358	471	617	821
增长率(%)	72%	31%	31%	33%
每股收益(EPS)	5.37	7.06	9.26	12.32
市盈率(P/E)	70	54	41	31

资料来源: Wind, 中信建投 收盘日期截至 2023 年 04 月 27 日

**图表2： 财务预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>资产负债表（百万元）</b>					
流动资产	1553	1557	1996	2550	3318
现金	310	251	597	867	1345
应收账款	34	47	85	103	139
其他应收款	9	9	15	20	26
预付账款	19	25	36	50	67
存货	263	338	512	687	932
其他流动资产	918	887	750	824	810
非流动资产	460	669	529	516	480
长期投资	45	67	45	45	45
固定资产	208	292	277	244	209
无形资产	32	39	37	35	33
其他非流动资产	175	270	170	191	193
资产总计	2013	2226	2525	3066	3798
流动负债	195	412	332	381	402
短期借款	16	30	22	24	24
应付账款	21	41	49	69	95
其他流动负债	157	341	261	288	283
非流动负债	27	23	19	21	21
长期借款	10	2	2	2	2
其他非流动负债	17	21	17	19	19
负债合计	222	435	351	402	423
少数股东权益	13	28	2	-30	-74
股本	67	67	67	67	67
资本公积	1268	1013	1013	1013	1013
留存收益	425	717	1078	1595	2349
归属母公司股东权益	1778	1763	2172	2694	3449
负债和股东权益	2013	2226	2525	3066	3798
<b>利润表（百万元）</b>					
营业收入	829	1216	1648	2183	2900
营业成本	253	350	504	679	925
营业税金及附加	8	14	19	26	33
营业费用	196	241	330	426	537
管理费用	55	67	97	118	157
研发费用	135	175	247	327	435
财务费用	1	-3	-15	-28	-43
资产减值损失	-10	-15	-11	-12	-12
公允价值变动收益	22	0	4	5	6
投资净收益	11	21	15	5	5

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业利润	223	397	515	676	899
营业外收入	0	2	1	1	1
营业外支出	1	3	2	2	2
利润总额	222	395	514	674	898
所得税	27	55	68	90	120
净利润	195	340	445	585	777
少数股东损益	-13	-18	-26	-33	-44
归属母公司净利润	208	358	471	617	821

**现金流量表（百万元）**

经营活动现金流	181	367	227	400	477
净利润	195	340	445	585	777
折旧摊销	29	44	40	41	42
财务费用	1	-3	-15	-28	-43
投资损失	-11	-21	-15	-5	-5
营运资金变动	-37	-34	-289	-161	-281
其他经营现金流	5	41	61	-31	-12
投资活动现金流	-1110	-135	176	-65	23
资本支出	167	143	0	0	0
长期投资	948	39	-22	0	0
其他投资现金流	5	48	153	-65	23
筹资活动现金流	1119	-295	-56	-65	-22
短期借款	6	14	-8	2	1
长期借款	-13	-8	0	0	0
普通股增加	17	0	0	0	0
资本公积增加	1109	-255	0	0	0
其他筹资现金流	2	-45	-49	-66	-23
现金净增加额	189	-61	346	270	478

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 王在存

北京大学生物医学工程博士。2017 年加入中信建投研究发展部，负责医疗器械和医疗服务板块，研究勤奋、全面，深度跟踪医疗器械产业趋势和研究成果。

### 朱琪璋

法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。2 年卖方工作经验，2021 年 11 月加入中信建投证券，主要覆盖医疗器械板块。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：（8610） 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：（8621） 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755） 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852） 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk