

23年业绩符合预期，净利率提升明显

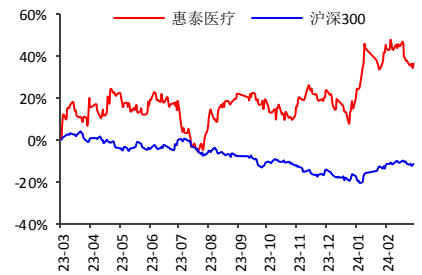
投资要点

- **事件:** 公司发布2023年年报, 23年实现营收16.5亿元(+35.7%), 实现归母净利润5.3亿元(+49.1%), 实现扣非归母4.7亿元(+45.5%)。其中23Q4实现营业收入4.4亿元(+32.8%)、归母净利润1.3亿元(+34.1%)。23年公司积极拓展国内外市场, 产品覆盖率进一步提升。
- **23年业绩符合预期, 净利率提升明显。** 分季度看, 2023Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为3.5/4.4/4.3/4.4亿元(+31.7%/+51.1%/+28.4%/+32.8%), 单季度归母净利润分别为1/1.5/1.5/1.3亿元(+53.7%/+68%/+43.4%/+34.1%)。23年全年全年营收增速较快, 主要系公司积极拓展国内外市场, 产品覆盖率进一步提高, 公司坚持技术创新, 产品布局不断完善。从盈利能力来看, 23年净利润增速高于收入增速, 原因主要系降本控费带来的利润率的提升。从费用率方面来看, 销售/管理/研发/财务费用率分别为18.5%/5%/14.4%/-0.2%。销售费用率23年减少1.4pp, 主要系销售人员工资、差旅费、市场投入有所增加, 但增加速率小于营收, 整体控费用效果较为明显。
- **电生理产品逐步提升市占率, 国产替代正值窗口期。** 公司销售规模持续扩大, 国内电生理仍专注于核心策略产品的准入与增长, 如期实现从二维手术到三维手术的升级, 达成市场份额的抢占。惠泰医疗作为行业龙头, 填补了电生理电极导管和可控射频消融电极导管的国产空白, 公司三维电生理标测系统为国产三维消融手术产品注入强心针。目前, 公司覆盖医院800+家, 全年完成了10000多例三维电生理手术, 手术量较2022年度超过200%的增长, 市场份额增加带来了产销量增长。
- **血管介入加强渠道联动, 入院渗透率进一步提升。** 血管介入类产品持续加大市场推广力度, 加深渠道联动, 实现产品覆盖率及入院渗透率的进一步。随着生产技术的日渐成熟, 医生教育的加强和临床认可度的提高, 该领域产品的渗透率将不断增加, 并驱动血管介入器械总体市场继续高速增长。外周介入领域预计2024年市场规模将达近50亿。公司外周介入收入从2019年的3300万上升至2023年的约2.6亿(复合增速高达67%)。目前, 公司已经建立18条血管介入产品线, 包括血管鞘组、微导管、造影导管、导引导管、球囊导管、亲水涂层导丝、导引导丝、微导丝、支撑导管、各类OEM产品线等产品系列, 较2022年产能提升50%。子公司湖南埃普特对产能进行了扩容。2023年新的生产基地已经完成规划设计并开始施工, 新厂区将按规模化、自动化、智能化、连续流的思路进行车间规划布局, 现一期工程已经建设完成, 预计2024年第二季度投入使用。
- **国际业务加大市场推广力度, 23年收入增速高达59%。** 国际业务积极拓展经销商, 加大市场推广, 专注于国际临床学术交流和产品临床应用的专家经验分享, 持续增加国际专家对公司产品的认可和信心。通过积极参与学术交流和举办相关活动, 公司展示了核心产品在临床应用领域的研究成果, 进一步巩固了在国际市场的竞争地位。国际业务收入占比从2022年12.1%提升至2023年14.2%, 收入增速也高达59%, 未来可期。

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 陈辰
电话: 021-68416017
邮箱: chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.67
流通A股(亿股)	0.45
52周内股价区间(元)	293.60-479.96
总市值(亿元)	286
总资产(亿元)	25.73
每股净资产(元)	28.52

相关研究

1. 惠泰医疗(688617): 聚焦电生理和血管介入领域, 国产替代正当时(2023-10-24)

- **盈利预测与投资建议：**公司是国产电生理及血管介入的头部企业，公司产线丰富且产品性能优异。随着未来市场需求及市场份额的进一步扩大，预计头部效应将愈发明显，国产替代未来可期。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 29.4%，维持“持有”评级。
- **风险提示：**市场竞争风险、政策控费风险、研发失败风险、新品放量不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1650.21	2182.43	2839.43	3693.70
增长率	35.71%	32.25%	30.10%	30.09%
归属母公司净利润（百万元）	533.92	683.24	903.27	1156.77
增长率	49.13%	27.97%	32.20%	28.06%
每股收益EPS（元）	7.99	10.22	13.51	17.30
净资产收益率 ROE	26.61%	26.85%	27.41%	27.18%
PE	54	42	32	25
PB	15.01	11.69	8.90	6.83

数据来源：Wind，西南证券

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：冠脉通路类——公司已经建立了成熟完备的冠脉通路类器械产业化平台，依靠持续增加的研发投入和丰富的产品线，公司整体自动化水平和规模化生产能力大幅提升。我们预计 2024-2026 年公司冠脉通路类业务的销量增速分别为 30%、30%、30%。产品价格预计在 2024-2026 年保持相对稳定。

假设 2：电生理——电生理产品主要为标测导管、射频消融导管、及其他新产品。随着公司标测系统在院端投放量的增加，带动公司三维手术标测和射频消融导管销量增加，因此我们预计 2024-2026 年公司电生理业务的销量增速分别为 30%、28%、28%。价格预计 2024-2026 年将相对稳定。另外，由于集采后带来的毛利率下行，预计 2024-2026 年毛利率将稳定在 74.5%。

假设 3：外周介入类——外周介入类产品上市较晚，2019 年产品开始陆续上市销售。随着介入产品线的逐渐丰富，预计 2024-2026 年销量分别为 35%、32%、32%。价格预计 2024-2026 年将相对稳定。

假设 4：OEM——OEM 业务并非公司核心业务，但因基数较低，预计 2024-2026 年销量分别为 40%、30%、30%。价格预计 2024-2026 年将相对稳定。

假设 5：非血管介入治疗类材料——公司 23 年首次布局了非血管介入类产品线。其中，泌尿系统产品线在研项目输尿管支架及配件、输尿管扩张球囊导管均进入注册审核阶段；肝胆系统产品线的在研项目一次性取石网篮进入注册审核阶段。预计 2024-2026 年销量分别为 50%、50%、45%。价格预计 2024-2026 年将相对稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
冠脉通路类	收入	791	1028	1337	1738
	增速	39.0%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	71.9%	72.0%	72.0%	72.0%
电生理	收入	368	478	612	783
	增速	25.5%	30.0%	28.0%	28.0%
	毛利率	74.4%	74.5%	74.5%	74.5%
外周介入	收入	256	346	457	603
	增速	40.4%	35.0%	32.0%	32.0%
	毛利率	74.8%	75.0%	75.0%	75.0%
OEM	收入	210	295	383	498
	增速	31.7%	40.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	62.4%	62.0%	62.0%	62.0%
非血管介入治疗类材料	收入	16	25	37	53
	增速		50.0%	50.0%	45.0%

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
	毛利率	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务	收入	8	11	14	19
	增速	-26.5%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	32.2%	45.0%	45.0%	45.0%
合计	收入	1,650	2,182	2,839	3,694
	增速	35.7%	32.3%	30.1%	30.1%
	毛利率	71.3%	71.3%	71.2%	71.2%

数据来源：Wind，西南证券

惠泰医疗业务主要包括电生理和冠脉通路介入医疗器械等，在神经介入及外周血管介入亦有布局。我们选取了行业中与惠泰业务最为相近的三家公司：微电生理、赛诺医疗、心脉医疗。微电生理专注于电生理介入诊疗与消融治疗领域创新医疗器械研发、生产和销售的高新技术企业；赛诺医疗专注于高端介入医疗器械的研发，在冠脉介入及神经介入领域产品覆盖较为广泛；心脉医疗是一家从事主动脉及外周血管介入医疗器械研发的高新技术企业，在主动脉介入医疗器械领域较为成熟。由于三者业务分别与公司主要板块相似，因此具有可比性。

我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 29.4%，维持“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688351.SH	微电生理-U	26.00	0.10	0.19	-	267	136	-
688108.SH	赛诺医疗	11.83	0.01	0.11	-	-	103	-
688016.SH	心脉医疗	183.78	7.80	9.99	-	24	18	14
平均值						146	86	-

数据来源：Wind，西南证券；股价为 2023 年 3 月 29 日收盘价

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1650.21	2182.43	2839.43	3693.70	净利润	522.13	668.24	888.27	1141.77
营业成本	474.18	626.61	816.35	1063.18	折旧与摊销	59.10	37.75	40.95	43.97
营业税金及附加	20.17	26.19	34.07	44.32	财务费用	-3.26	-3.00	-3.00	-3.00
销售费用	304.70	408.30	510.37	663.48	资产减值损失	-15.80	-15.00	-15.00	-15.00
管理费用	82.26	106.94	139.02	180.73	经营营运资本变动	151.38	-47.42	15.65	19.09
财务费用	-3.26	-3.00	-3.00	-3.00	其他	-24.49	1.20	-5.07	-4.07
资产减值损失	-15.80	-15.00	-15.00	-15.00	经营活动现金流净额	689.06	641.77	921.80	1182.76
投资收益	23.13	20.00	20.00	20.00	资本支出	-197.35	-100.00	-63.00	-63.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	779.25	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	46.41	55.00	60.00	65.00	投资活动现金流净额	581.90	-80.00	-43.00	-43.00
营业利润	600.41	768.09	1021.00	1312.37	短期借款	40.00	-70.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.05	0.00	0.00	0.00	长期借款	-1.18	0.00	0.00	0.00
利润总额	596.37	768.09	1021.00	1312.37	股权融资	-288.35	0.00	0.00	0.00
所得税	74.24	99.85	132.73	170.61	支付股利	-109.49	-106.78	-136.65	-180.65
净利润	522.13	668.24	888.27	1141.77	其他	112.67	-42.44	3.00	3.00
少数股东损益	-11.79	-15.00	-15.00	-15.00	筹资活动现金流净额	-246.36	-219.23	-133.65	-177.65
归属母公司股东净利润	533.92	683.24	903.27	1156.77	现金流量净额	1027.44	342.54	745.16	962.11
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1276.39	1618.93	2364.09	3326.20	成长能力				
应收和预付款项	84.37	132.61	167.62	215.23	销售收入增长率	35.71%	32.25%	30.10%	30.09%
存货	327.95	430.82	562.60	733.47	营业利润增长率	51.24%	27.93%	32.93%	28.54%
其他流动资产	67.35	69.72	72.65	76.45	净利润增长率	53.50%	27.98%	32.93%	28.54%
长期股权投资	38.66	38.66	38.66	38.66	EBITDA 增长率	49.76%	22.34%	31.90%	27.80%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	447.21	519.25	551.09	579.91	毛利率	71.27%	71.29%	71.25%	71.22%
无形资产和开发支出	131.14	121.94	112.74	103.54	三费率	23.25%	23.47%	22.76%	22.77%
其他非流动资产	199.92	199.32	198.73	198.13	净利率	31.64%	30.62%	31.28%	30.91%
资产总计	2572.98	3131.25	4068.17	5271.58	ROE	26.61%	26.85%	27.41%	27.18%
短期借款	70.00	0.00	0.00	0.00	ROA	20.29%	21.34%	21.83%	21.66%
应付和预收款项	191.79	261.41	338.40	439.78	ROIC	91.09%	92.64%	106.25%	124.85%
长期借款	0.59	0.59	0.59	0.59	EBITDA/销售收入	39.77%	36.79%	37.29%	36.64%
其他负债	348.60	380.75	489.07	629.98	营运能力				
负债合计	610.98	642.75	828.06	1070.35	总资产周转率	0.69	0.77	0.79	0.79
股本	66.86	66.86	66.86	66.86	固定资产周转率	4.77	5.17	6.12	7.41
资本公积	724.04	724.04	724.04	724.04	应收账款周转率	35.87	37.90	34.38	35.53
留存收益	1141.27	1717.72	2484.35	3460.46	存货周转率	1.41	1.65	1.64	1.64
归属母公司股东权益	1907.14	2448.64	3215.26	4191.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.91%	—	—	—
少数股东权益	54.86	39.86	24.86	9.86	资本结构				
股东权益合计	1962.00	2488.49	3240.12	4201.23	资产负债率	23.75%	20.53%	20.35%	20.30%
负债和股东权益合计	2572.98	3131.25	4068.17	5271.58	带息债务/总负债	11.55%	0.09%	0.07%	0.06%
					流动比率	2.99	3.63	3.93	4.15
					速动比率	2.43	2.94	3.23	3.45
					股利支付率	20.51%	15.63%	15.13%	15.62%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	656.26	802.84	1058.96	1353.35	每股收益	7.99	10.22	13.51	17.30
PE	53.61	41.89	31.69	24.74	每股净资产	28.52	36.62	48.09	62.69
PB	15.01	11.69	8.90	6.83	每股经营现金	10.31	9.60	13.79	17.69
PS	17.34	13.12	10.08	7.75	每股股利	1.64	1.60	2.04	2.70
EV/EBITDA	41.41	33.32	24.56	18.51					
股息率	0.38%	0.37%	0.48%	0.63%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
