

冠脉和外周线保持快速增长，心脏电生理板块产品后续可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-09-04

收盘价（元）	194.97
近12个月最高/最低（元）	468.76 / 140.97
总股本（百万股）	66.67
流通股本（百万股）	44.32
流通股比例（%）	66.48
总市值（亿元）	130
流通市值（亿元）	86

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1. 心脏电生理龙头企业，布局血管介入加速成长_20220802

主要观点：

➤ 事件：

2022年8月30日，公司披露2022年中报。公司2022年上半年实现营业收入5.56亿元，同比增长44.42%，归属于上市公司股东的净利润1.59亿元，同比增长38.33%，归属于上市公司股东的扣除非经常损益的净利润1.41亿元，同比增长39.96%。

➤ 事件点评

● 22Q2业绩符合预期，同比保持高增长，毛利率仍保持高位

2022Q2，公司营收实现2.90亿元（yoy+29.59%），归母净利润实现0.92亿元（yoy+36.07%），销售毛利率70.93%，较去年同期增加0.94个百分点。

● 冠脉、外周线保持高速增长，公司凭借产品丰富巩固竞争优势

分业务线看，2022年上半年，公司冠脉及外周产品线收入分别较上年同期增长50.87%和61.42%。公司旗下冠脉及外周产品线主要是由子公司湖南埃普特负责，2022年上半年，湖南埃普特实现收入4.59亿元，同比增长47.59%，实现净利润1.82亿元，同比增长70.09%。

目前，除支架类产品外，冠脉通路类产品仍然由外资品牌所主导，国产品牌由于起步较晚，技术工艺不够成熟加之医生操作和使用习惯的限制，整体市场占有率较低。目前随着更多冠脉类产品进入集采，如冠脉支架、球囊导管、导引导管、导引导丝等通路类产品陆续纳入带量采购目录，公司完善的生产线布局，产品线齐全等原因保障了竞争优势。与冠脉介入相比，外周血管介入治疗在我国仍处于发展早期。目前，外周血管介入市场无论动脉或者静脉均是外资品牌为主，国产产品相对匮乏，产品线处在补齐阶段。未来3-5年，随着公司更多在研产品的上市，与外资品牌差距也将进一步缩短，国产替代趋势逐步显现。

● 继续加大研发投入，心脏电生理板块产品后续可期

截至2022年6月30日，公司共拥有研发人员321人，占公司全体员工的19.89%，公司近三年及一期研发投入分别为7,042.27万元、7,189.94万元及13,487.68万元及8,837.05万元，占营业收入比重达17.43%、15.00%及16.28%及15.90%。

公司是心脏电生理领域的老牌企业，电生理电极导管和射频消融电极导管均为国内首个获批上市的国产产品。近年来，公司三维电生理设备获批上市，在研产品也布局了如磁电定位高精密度电极导管、压力感应消融导管、磁定位压力感应射频消融导管、三维电生理标测系统pro已处临床实验阶段，胸主动脉支架（TAA）和腔静脉滤器已经进入临床随访阶段，脉冲消融导管和脉冲消融仪已进入临床试验准备阶段，而且

还有多款产品处于后续梯队中。国内电生理市场由于国产品牌上市晚于外资品牌，且国产厂家在技术上与进口厂家有一定差距，导致国内市场高端产品仍以外资品牌为主。但近些年国产厂商技术实力发展较快，正逐渐缩小与外资厂商的差距。

● 国内市场做大做深，海外市场低基数下保持快速增长

国内市场方面，公司快速拓展医院覆盖，国内电生理产品新增医院植入近 300 家，覆盖医院超过 800 家。同时，国内电生理业务如期实现了从二维到三维的突破，并建立了三维产品良好的市场品牌。公司于 2022 年上半年，在超过 300 家医院完成三维电生理手术 1,100 余例，并取得了全国各级专家对新上市三维电生理产品和品牌的认可和互动。

公司血管介入类产品的覆盖率及入院渗透率进一步提升，产品入院数量较去年同期增长超 200 家，整体覆盖医院数 2,400 余家，围绕代理商认知和口碑，进行代理商培训超 30 场，覆盖近 20 省市，有效增强了公司的渠道影响力。

海外市场方面，公司国际业务在国外疫情依然严峻、重点市场手术量受影响的情况下，保持较快的发展，销售收入整体同比增长率为 42.95%，其中电生理自主品牌同比增长 38.48%，血管介入类自主品牌同比增长 26.5%，OEM 业务同比增长 69.5%。从区域维度看，西欧及东欧地区、亚太区、独联体区增长迅速，其他区域维持平稳。公司各类产品目前已覆盖销售的国家和市场超过 90 个，长期稳定合作经销商数量超过 70 个，新开展合作或正在进行注册产品备案的经销商数量超过 20 个。新产品注册方面，公司也启动俄罗斯独联体区域的欧亚联盟注册，预计 2022 年内完成 6~9 类产品注册，将为该区域的发展提供新的引擎，产品注册将加速。2022 年上半年，公司与第三方公告机构开始外周血管类 4 个产品的 CE 注册和 3 个 PCI 介入产品的 FDA 510(K) 申请，预计在 2022 年底向欧洲等 CE 市场和北美市场进行销售。

● 投资建议

考虑到公司并表子公司上海宏桐的并表节奏，我们预计于 2022 年下半年并表，对原预测的 2022 年的归母净利润略有上调，预计公司 2022-2024 年收入端分别实现 11.45 亿元、15.86 亿元和 21.72 亿元，同比增速分别达 38.2%、38.5%和 36.9%；2022-2024 年归母净利润端预计分别实现 2.82 亿元、3.74 亿元和 5.24 亿元，同比增速分别达 35.7%、32.5%和 40.0%。2022-2024 年的 EPS 分别约为 4.23、5.61 和 7.85 元，对应的 PE 估值分别约 46x、35x 和 25x。基于公司在心脏电生理和血管介入领域不断推出新产品，国产替代产业背景下，优质赛道的龙头公司，维持“买入”评级。

● 风险提示

在研产品临床、商业化推进不及预期；
产品集采，中标价格超预期下降风险；
市场竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	829	1145	1586	2172
收入同比（%）	72.8%	38.2%	38.5%	36.9%
归属母公司净利润	208	282	374	524
净利润同比（%）	87.7%	35.7%	32.5%	40.0%
毛利率（%）	69.5%	69.7%	69.6%	69.9%
ROE（%）	11.7%	14.2%	15.8%	18.1%
每股收益（元）	3.19	4.23	5.61	7.85
P/E	87.77	46.06	34.76	24.82
P/B	10.50	6.52	5.49	4.50
EV/EBITDA	76.42	38.97	27.79	19.76

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1553	1717	2119	2668	营业收入	829	1145	1586	2172
现金	310	334	555	915	营业成本	253	347	482	654
应收账款	34	114	88	178	营业税金及附加	8	11	16	22
其他应收款	9	5	17	13	销售费用	196	269	373	510
预付账款	19	24	34	46	管理费用	55	74	102	137
存货	263	322	507	598	财务费用	1	-8	-9	-16
其他流动资产	918	918	918	918	资产减值损失	-10	-2	-2	-2
非流动资产	460	542	598	656	公允价值变动收益	22	0	0	0
长期投资	45	63	83	104	投资净收益	11	11	16	22
固定资产	208	274	319	358	营业利润	223	300	415	580
无形资产	32	26	11	1	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	175	179	185	193	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2013	2259	2717	3324	利润总额	222	300	415	580
流动负债	195	241	333	426	所得税	27	35	48	67
短期借款	16	11	6	3	净利润	195	266	367	513
应付账款	21	20	38	40	少数股东损益	-13	-16	-7	-10
其他流动负债	157	210	288	383	归属母公司净利润	208	282	374	524
非流动负债	27	27	27	27	EBITDA	241	326	449	613
长期借款	10	10	10	10	EPS (元)	3.19	4.23	5.61	7.85
其他非流动负债	17	17	17	17					
负债合计	222	268	360	454					
少数股东权益	13	-4	-11	-21					
股本	67	67	67	67					
资本公积	1268	1268	1268	1268					
留存收益	443	659	1033	1557					
归属母公司股东权益	1778	1994	2368	2891					
负债和股东权益	2013	2259	2717	3324					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	181	212	327	470	成长能力				
净利润	195	266	367	513	营业收入	72.8%	38.2%	38.5%	36.9%
折旧摊销	35	44	57	68	营业利润	86.3%	35.0%	38.0%	40.0%
财务费用	3	1	1	1	归属于母公司净利	87.7%	35.7%	32.5%	40.0%
投资损失	-11	-11	-16	-22	获利能力				
营运资金变动	-19	-88	-84	-92	毛利率(%)	69.5%	69.7%	69.6%	69.9%
其他经营现金流	194	356	453	608	净利率(%)	25.1%	24.6%	23.6%	24.1%
投资活动现金流	-1110	-116	-100	-107	ROE(%)	11.7%	14.2%	15.8%	18.1%
资本支出	-167	-109	-96	-107	ROIC(%)	9.9%	12.3%	14.5%	16.6%
长期投资	-948	-18	-20	-21	偿债能力				
其他投资现金流	5	11	16	22	资产负债率(%)	11.0%	11.9%	13.3%	13.7%
筹资活动现金流	1119	-73	-5	-4	净负债比率(%)	12.4%	13.5%	15.3%	15.8%
短期借款	6	-5	-5	-3	流动比率	7.98	7.13	6.37	6.26
长期借款	-13	0	0	0	速动比率	6.51	5.67	4.73	4.74
普通股增加	17	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1109	0	0	0	总资产周转率	0.64	0.54	0.64	0.72
其他筹资现金流	2	-68	-1	-1	应收账款周转率	21.32	15.45	15.68	16.32
现金净增加额	189	24	222	360	应付账款周转率	17.11	16.72	16.45	16.65

每股指标(元)					估值比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
每股收益	3.19	4.23	5.61	7.85	P/E	87.77	46.06	34.76	24.82
每股经营现金流薄)	2.72	3.18	4.90	7.06	P/B	10.50	6.52	5.49	4.50
每股净资产	26.67	29.90	35.51	43.37	EV/EBITDA	76.42	38.97	27.79	19.76

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李婵，研究助理，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。