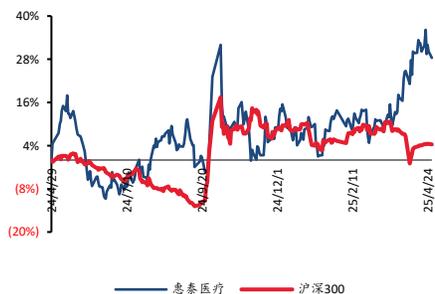


惠泰医疗点评报告：业绩持续高增长，PFA 有望贡献新增量

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|----------------|---------------|
| 总股本/流通(亿股) | 0.97/0.97 |
| 总市值/流通(亿元) | 414.64/414.64 |
| 12个月内最高/最低价(元) | 569/303.52 |

相关研究报告

<<惠泰医疗点评报告：业绩基本符合预期，看好集采下产品放量>>--
2024-11-01

<<惠泰医疗点评报告：电生理手术量保持强劲增长，业绩持续向好>>--
2024-08-27

<<惠泰医疗点评报告：电生理手术量增速强劲，血管介入新品迭出>>--
2024-04-26

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

研究助理：李啸岩

电话：0755-83683312

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

事件：近日，公司发布2024年年度报告：2024年实现营业收入20.66亿元，同比上涨25.18%，受国内业务持续带动；归母净利润6.73亿元，同比上涨26.08%；扣非归母净利润6.43亿元，同比上涨37.29%。其中，2024年第四季度营业收入5.41亿元，同比增长23.93%；归母净利润1.45亿元，同比增长10.96%；扣非归母净利润1.35亿元，同比增长24.69%。

同日，公司发布2025年第一季度报告：2025年一季度实现营业收入5.64亿元，同比上涨23.93%；归母净利润1.83亿元，同比上涨30.69%；扣非归母净利润1.81亿元，同比上涨32.23%。

国内电生理业务实现术式升级，介入类渗透率进一步提升

(1) 电生理业务：2024年，公司国内新增入院200余家，覆盖医院超过1,360家，完成三维电生理手术15,000余例，同比增长50%。产品方面，公司可调弯十极冠状窦导管维持领先份额，年使用量超十万根；在集采推动下，可调弯鞘管入院数量同比增长超过100%；2024年12月，AForcePlus™导管、Pulstamper™导管、心脏脉冲电场消融仪获批，公司成为全球首个同时拥有线形/环形磁电定位脉冲消融导管、心脏脉冲消融仪和配套三维标测系统，可实现三维脉冲消融整体解决方案的企业。(2) 血管介入业务：2024年，公司产品覆盖率及渗透率进一步提升，冠脉、外周产品进入的医院数量分别同比增长超15%、近20%。

海外自主品牌收入快速增长，产品线陆续补齐

2024年，公司凭借在高端市场的前瞻性布局以及重点市场的攻坚策略，国际业务自主品牌呈现较好的增长趋势，同比增长45.88%。其中，在中东区、非洲区和欧洲区增速较快，其他区域实现平稳增长。独联体区在产品注册、渠道布局以及重点客户关系等方面实现了突破，为未来业务拓展奠定了坚实基础。从产品线层面看，PCI产品线补齐了极为重要的PTCA导丝，为复杂手术提供了有力的产品支撑，能够提供复杂手术全套产品解决方案。

毛利率小幅提升，净利率维持稳定

2024年，公司的综合毛利率同比增加1.04pct至72.31%。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为18.05%、4.43%、14.06%、-0.61%，同比变动幅度分别为-0.41pct、-0.55pct、-0.36pct、-0.41pct。综合影响下，公司整体净利率同比增加0.22pct至31.86%。

2024年第四季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为71.25%、18.93%、4.42%、16.21%、-1.37%、25.16%，分别变动+0.30pct、+2.51pct、-0.19pct、+0.27pct、-1.65pct、-3.61pct。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2025-2027年营业收入分别为26.89亿/34.68亿/44.69亿元，同比增速分别为30%/29%/29%；归母净利

润分别为 9.00 亿/11.89 亿/15.52 亿元；分别增长 34%/32%/31%；EPS 分别为 9.27/12.25/15.99，按照 2025 年 4 月 28 日收盘价对应 2025 年 46 倍 PE。维持“买入”评级。

风险提示：电生理集采续约结果不及预期的风险，PFA 等新品拓展不及预期的风险，竞争格局恶化的风险。

■ 盈利预测和财务指标

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 2,066 | 2,689 | 3,468 | 4,469 |
| 营业收入增长率(%) | 25.18% | 30.17% | 28.97% | 28.86% |
| 归母净利（百万元） | 673 | 900 | 1,189 | 1,552 |
| 净利润增长率(%) | 26.08% | 33.64% | 32.21% | 30.52% |
| 摊薄每股收益（元） | 6.96 | 9.27 | 12.25 | 15.99 |
| 市盈率（PE） | 53.50 | 46.09 | 34.86 | 26.71 |

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 1,276 | 1,081 | 1,615 | 2,472 | 3,613 |
| 应收和预付款项 | 80 | 116 | 152 | 176 | 202 |
| 存货 | 328 | 399 | 456 | 523 | 635 |
| 其他流动资产 | 72 | 21 | 24 | 28 | 33 |
| 流动资产合计 | 1,756 | 1,617 | 2,247 | 3,199 | 4,482 |
| 长期股权投资 | 39 | 101 | 131 | 161 | 191 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 399 | 615 | 665 | 700 | 720 |
| 在建工程 | 48 | 46 | 51 | 54 | 56 |
| 无形资产开发支出 | 83 | 402 | 392 | 382 | 372 |
| 长期待摊费用 | 6 | 3 | 2 | 1 | 0 |
| 其他非流动资产 | 1,998 | 1,813 | 2,473 | 3,438 | 4,734 |
| 资产总计 | 2,573 | 2,981 | 3,714 | 4,737 | 6,074 |
| 短期借款 | 70 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付和预收款项 | 43 | 46 | 62 | 79 | 101 |
| 长期借款 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他负债 | 498 | 380 | 494 | 621 | 783 |
| 负债合计 | 611 | 426 | 556 | 700 | 883 |
| 股本 | 67 | 97 | 97 | 97 | 97 |
| 资本公积 | 724 | 785 | 726 | 726 | 726 |
| 留存收益 | 1,141 | 1,685 | 2,360 | 3,252 | 4,416 |
| 归母公司股东权益 | 1,907 | 2,516 | 3,131 | 4,023 | 5,187 |
| 少数股东权益 | 55 | 39 | 27 | 14 | 3 |
| 股东权益合计 | 1,962 | 2,555 | 3,158 | 4,037 | 5,190 |
| 负债和股东权益 | 2,573 | 2,981 | 3,714 | 4,737 | 6,074 |

现金流量表 (百万)

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营性现金流 | 689 | 743 | 1,041 | 1,369 | 1,742 |
| 投资性现金流 | 582 | -618 | -237 | -215 | -212 |
| 融资性现金流 | -246 | -308 | -270 | -298 | -388 |
| 现金增加额 | 1,027 | -195 | 534 | 857 | 1,141 |

利润表 (百万)

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,650 | 2,066 | 2,689 | 3,468 | 4,469 |
| 营业成本 | 474 | 572 | 739 | 945 | 1,208 |
| 营业税金及附加 | 20 | 25 | 32 | 42 | 54 |
| 销售费用 | 305 | 373 | 479 | 610 | 782 |
| 管理费用 | 82 | 92 | 118 | 149 | 188 |
| 财务费用 | -3 | -13 | -16 | -24 | -37 |
| 资产减值损失 | -16 | -25 | -16 | -12 | -8 |
| 投资收益 | 23 | 13 | 17 | 22 | 29 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 600 | 754 | 1,014 | 1,340 | 1,759 |
| 其他非经营损益 | -4 | -8 | -5 | -3 | -7 |
| 利润总额 | 596 | 746 | 1,009 | 1,337 | 1,752 |
| 所得税 | 74 | 88 | 121 | 160 | 210 |
| 净利润 | 522 | 658 | 888 | 1,176 | 1,541 |
| 少数股东损益 | -12 | -15 | -12 | -13 | -11 |
| 归母股东净利润 | 534 | 673 | 900 | 1,189 | 1,552 |

预测指标

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 71.27% | 72.31% | 72.52% | 72.75% | 72.97% |
| 销售净利率 | 32.35% | 32.59% | 33.45% | 34.29% | 34.73% |
| 销售收入增长率 | 35.71% | 25.18% | 30.17% | 28.97% | 28.86% |
| EBIT 增长率 | 47.44% | 31.55% | 33.43% | 32.18% | 30.62% |
| 净利润增长率 | 49.13% | 26.08% | 33.64% | 32.21% | 30.52% |
| ROE | 28.00% | 26.75% | 28.73% | 29.56% | 29.92% |
| ROA | 20.75% | 22.58% | 24.22% | 25.11% | 25.56% |
| ROIC | 24.15% | 25.60% | 27.57% | 28.53% | 29.01% |
| EPS(X) | 5.54 | 6.96 | 9.27 | 12.25 | 15.99 |
| PE(X) | 70.13 | 53.50 | 46.09 | 34.86 | 26.71 |
| PB(X) | 13.62 | 14.41 | 13.24 | 10.31 | 7.99 |
| PS(X) | 15.74 | 17.55 | 15.42 | 11.96 | 9.28 |
| EV/EBITDA(X) | 39.11 | 42.12 | 34.95 | 26.42 | 19.98 |

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。