

24 年业绩符合预期，静待新品放量

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报，24 年实现营收 20.7 亿元（+25.2%），实现归母净利润 6.7 亿元（+26.1%），实现扣非归母 6.4 亿元（+37.3%）。同日，发布 2025 年一季报，2025 年一季度实现营收 5.6 亿元（+23.9%），实现归母净利润 1.83 亿元（+30.7%），实现扣非归母 1.8 亿元（+32.2%）。24 年公司积极拓展国内外市场，产品覆盖率进一步提升。
- **24 年业绩符合预期，静待新品放量。**分季度看，2024Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入分别为 4.6/5.5/5.2/5.4 亿元（+30.2%/+24.5%/+23%/+23.9%）。24 年全年营收增速较快，主要系公司持续深化市场开拓，持续开展各类市场推广活动，积极发挥研发、技术、质量、市场、渠道等多方面经营优势，不断加深渠道联动，实现产品覆盖率及入院率的进一步提升，并积极拓展海外市场，持续加大对国际业务的投入，海外市场对产品的认可度不断提升。从费用率方面来看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 18%/4.4%/14.1%/-0.6%。整体费用率较 23 年略微下降。24 年 12 月，公司电生理产品 AForcePlusTM 导管、PulstamperTM 导管、心脏脉冲电场消融仪获批上市，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，25 年静待新品放量。
- **电生理手术量高增，国产替代正值窗口期。**公司仍专注于核心策略产品的准入与增长。国内电生理产品新增入院 200 余家，覆盖医院超过 1360 家。同时，国内电生理业务如期实现从传统二维手术到三维手术的升级，建立了良好的三维产品市场品牌。公司完成三维电生理手术 15000 余例，手术量较 2023 年度增长 50%。目前，公司可调弯十极冠状窦导管在该品类细分市场中维持领先份额，年使用量超十万根。在带量采购项目的推动下，可调弯鞘管入院数量较去年同比增长率超过 100%。
- **血管介入加强渠道联动，入院渗透率进一步提升。**冠脉产品已进入的医院数量较去年同比增长超 15%；外周产品已进入的医院数量较去年同比增长近 20%，市场活力表现强劲。公司血管介入产品线围绕客户使用习惯培养、手术观念普及及政策变化等主题，举办自主品牌活动 150 余场，覆盖全国 20 余省份及直辖市；在品牌建设与新产品推广方面，公司积极参与全国行业大会 17 场，有效推动品牌在全国的发声。
- **国际业务加大市场推广力度，自主品牌收入增速同比增长 46%。**公司在中东区、非洲区和欧洲区增速较快，其他区域实现平稳增长，符合公司预期。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。国际业务凭借在高端市场的前瞻性布局和重点市场的攻坚策略，自主品牌呈现较好的增长趋势。公司在西班牙、法国、意大利、德国、英国、瑞士、土耳其、巴西等市场的高端医院实现入院突破，显著提升了市场渗透率。
- **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

西南证券研究院

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：陈辰
执业证号：S1250524120002
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)	0.97
流通 A 股(亿股)	0.97
52 周内股价区间(元)	303.52-569.00
总市值(亿元)	412
总资产(亿元)	31.45
每股净资产(元)	27.82

相关研究

1. 惠泰医疗（688617）：23 年业绩符合预期，净利率提升明显（2024-04-01）

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 28.8%，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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2065.80	2672.49	3458.27	4474.91
增长率	25.18%	29.37%	29.40%	29.40%
归属母公司净利润（百万元）	673.15	874.01	1126.06	1437.60
增长率	26.08%	29.84%	28.84%	27.67%
每股收益 EPS（元）	6.93	9.00	11.60	14.81
净资产收益率 ROE	25.76%	26.27%	26.42%	26.33%
PE	62	48	37	29
PB	16.71	12.95	10.02	7.77

数据来源：Wind，西南证券

盈利预测

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 2025-2027 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 2025-2027 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 2025-2027 年公司电生理业务的销量增速分别为 28%、28%、28%。由于集采后带来的毛利率下行，预计 2025-2027 年毛利率将稳定在 73-74%。

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 2025-2027 年销量分别为 32%、32%、32%。价格预计 2025-2027 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 2025-2027 年销量分别为 20%、20%、20%。价格预计 2025-2027 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。以泌尿结石类介入耗材整体解决方案为基础，部分消化介入器械、妇科介入器械为辅的产品布局。预计 2025-2027 年销量分别为 50%、45%、40%。价格预计 2025-2027 年将相对稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 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		2024A	2025E	2026E	2027E
冠脉通路类	收入	1054	1371	1782	2317
	增速	33.3%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	73.2%	73.2%	73.2%	73.2%
电生理	收入	440	563	721	923
	增速	19.7%	28.0%	28.0%	28.0%
	毛利率	73.8%	73.8%	73.8%	73.8%
外周介入	收入	351	464	612	808
	增速	37.1%	32.0%	32.0%	32.0%
	毛利率	75.9%	76.0%	76.0%	76.0%
OEM	收入	165	198	237	285
	增速	-21.7%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	63.0%	63.0%	63.0%	63.0%
非血管介入治疗类材料	收入	39	58	84	117
	增速	135.0%	50.0%	45.0%	40.0%
	毛利率	59.9%	60.0%	60.0%	60.0%
其他业务	收入	17	19	22	25
	增速	95.8%	15.0%	15.0%	15.0%

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	收入	2,066	2,672	3,458	4,475
	增速	25.2%	29.4%	29.4%	29.4%
	毛利率	72.3%	72.4%	72.5%	72.5%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2065.80	2672.49	3458.27	4474.91	净利润	658.17	859.01	1111.06	1422.60
营业成本	571.96	737.46	951.88	1228.60	折旧与摊销	80.98	80.22	81.90	83.87
营业税金及附加	24.71	32.07	41.50	53.70	财务费用	-12.53	-3.00	-3.00	-2.00
销售费用	372.82	484.67	615.53	800.18	资产减值损失	-24.63	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	91.52	118.98	154.67	201.07	经营营运资本变动	-224.73	-90.62	-72.27	-99.71
财务费用	-12.53	-3.00	-3.00	-2.00	其他	266.13	-8.16	-18.01	2.81
资产减值损失	-24.63	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	743.39	827.45	1089.68	1397.57
投资收益	13.17	15.00	15.00	15.00	资本支出	-263.75	-20.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	2.00	2.00	2.00	其他	-354.04	17.00	17.00	17.00
其他经营损益	46.41	30.00	30.00	30.00	投资活动现金流净额	-617.79	-3.00	-33.00	-33.00
营业利润	753.69	976.15	1262.56	1616.59	短期借款	-70.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-7.72	0.00	0.00	0.00	长期借款	-0.59	0.00	0.00	0.00
利润总额	745.97	976.15	1262.56	1616.59	股权融资	90.99	0.00	0.00	0.00
所得税	87.80	117.14	151.51	193.99	支付股利	-133.82	-134.63	-174.80	-225.21
净利润	658.17	859.01	1111.06	1422.60	其他	-194.49	-12.22	3.00	2.00
少数股东损益	-14.98	-15.00	-15.00	-15.00	筹资活动现金流净额	-307.90	-146.85	-171.80	-223.21
归属母公司股东净利润	673.15	874.01	1126.06	1437.60	现金流量净额	-195.30	677.60	884.87	1141.36
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1081.09	1758.69	2643.56	3784.92	成长能力				
应收和预付款项	122.10	151.05	191.88	253.31	销售收入增长率	25.18%	29.37%	29.40%	29.40%
存货	399.32	523.34	692.77	887.74	营业利润增长率	25.53%	29.52%	29.34%	28.04%
其他流动资产	14.19	18.35	23.75	30.73	净利润增长率	26.05%	30.52%	29.34%	28.04%
长期股权投资	100.84	100.84	100.84	100.84	EBITDA 增长率	25.28%	28.13%	27.35%	26.61%
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	661.23	641.73	650.55	657.40	毛利率	72.31%	72.41%	72.48%	72.54%
无形资产和开发支出	450.13	409.75	369.37	328.99	三费率	21.87%	22.47%	22.18%	22.33%
其他非流动资产	151.81	151.47	151.13	150.79	净利率	31.86%	32.14%	32.13%	31.79%
资产总计	2980.70	3755.22	4823.84	6194.72	ROE	25.76%	26.27%	26.42%	26.33%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	22.08%	22.88%	23.03%	22.96%
应付和预收款项	224.30	297.42	381.09	491.73	ROIC	62.96%	57.72%	69.48%	81.69%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.80%	39.42%	38.79%	37.96%
其他负债	201.56	188.18	236.88	299.73	营运能力				
负债合计	425.85	485.60	617.97	791.46	总资产周转率	0.74	0.79	0.81	0.81
股本	97.39	97.08	97.08	97.08	固定资产周转率	4.07	4.37	5.68	7.33
资本公积	784.50	784.81	784.81	784.81	应收账款周转率	30.96	28.31	30.08	29.66
留存收益	1684.83	2424.21	3375.46	4587.85	存货周转率	1.50	1.54	1.54	1.54
归属母公司股东权益	2516.34	3246.11	4197.37	5409.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.52%	—	—	—
少数股东权益	38.50	23.50	8.50	-6.50	资本结构				
股东权益合计	2554.84	3269.62	4205.87	5403.26	资产负债率	14.29%	12.93%	12.81%	12.78%
负债和股东权益合计	2980.70	3755.22	4823.84	6194.72	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.98	5.26	5.94	6.42
					速动比率	3.00	4.14	4.78	5.27
					股利支付率	19.88%	15.40%	15.52%	15.67%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	822.14	1053.37	1341.47	1698.46	每股收益	6.93	9.00	11.60	14.81
PE	62.46	48.10	37.34	29.24	每股净资产	25.92	33.44	43.24	55.72
PB	16.71	12.95	10.02	7.77	每股经营现金	7.66	8.52	11.22	14.40
PS	20.35	15.73	12.16	9.40	每股股利	1.38	1.39	1.80	2.32
EV/EBITDA	49.81	38.10	29.26	22.44					
股息率	0.32%	0.32%	0.42%	0.54%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

西南证券研究院

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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn