



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 05 月 03 日

基础数据

04 月 30 日收盘价（元）	416.12
总市值（亿元）	403.98
总股本（亿股）	0.97

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：孙媛媛

S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：黄翰漾

S0190519020002
huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：东楠

S0190521030001
dongnan@xyzq.com.cn

惠泰医疗(688617.SH)

业绩延续快速增长趋势，房颤治疗组合放量可期

投资要点：

- **事件：**惠泰医疗发布 2024 年报及 2025 年一季报。2024 年，公司实现营业收入 20.66 亿元，同比增长 25.18%；实现归母净利润 6.73 亿元，同比增长 26.08%；实现扣非归母净利润 6.43 亿元，同比增长 37.29%；实现经营现金流净额 7.43 亿元，同比增长 7.88%。2025 年第一季度，公司实现营业收入 5.64 亿元，同比增长 23.93%；实现归母净利润 1.83 亿元，同比增长 30.69%；实现扣非归母净利润 1.81 亿元，同比增长 32.23%；实现经营现金流净额 1.67 亿元，同比增长 45.45%。
- **公司业绩延续快速增长趋势，房颤治疗组合放量可期。**2024 年，公司电生理营收 4.40 亿元，同比增长 19.73%，毛利率 73.76%，同比减少 0.69 个百分点。2024 年公司电生理产品国内新增入院 200 余家，截至 2024 年底覆盖医院超过 1,360 家；2024 年公司完成三维电生理手术 15,000 余例，同比增长 50%。2024 年 12 月，公司电生理产品 AForcePlus 导管、Pulstamper 导管、心脏脉冲电场消融仪获批上市，标志着公司正式进入房颤治疗领域。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。公司冠脉通路类营收 10.54 亿元，同比增长 33.30%，毛利率 73.21%，同比增加 1.34 个百分点；外周介入营收 3.51 亿元，同比增长 37.09%，毛利率 75.86%，同比增加 1.11 个百分点。截至 2024 年底，公司冠脉产品已进入的医院数量同比增长超 15%；外周产品已进入的医院数量同比增长近 20%。非血管介入营收 0.39 亿元，同比增长 135.05%，毛利率 59.89%，同比增加 9.91 个百分点。OEM 营收 1.65 亿元，同比下降 21.67%，毛利率 63.02%，同比增加 0.61 个百分点。
- **盈利预测与评级：**在高值耗材集采常态化的背景下，国产替代加速，公司份额有望持续扩大，市场领先地位稳固。在电生理领域，公司稳居行业国产龙头，集采推动公司市占率提升，随着高端电生理产品 AForcePlus 导管、Pulstamper 导管、心脏脉冲电场消融仪的获批上市，公司有望加速开拓市场潜力更为广阔的房颤治疗领域，未来增长潜力可期；在血管介入领域，公司产品线不断丰富，凭借性价比优势，以集采为契机实现以价换量，近年来于国内外市场均实现了较快增长；此外，公司还在积极布局非血管介入领域。我们持续看好公司在高值耗材领域的发展潜力，我们预计 2025-2027 年归母净利润为 9.00 亿元、11.86 亿元、15.24 亿元，对应 4 月 30 日收盘价，PE 分别为 44.9、34.1、26.5 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业政策变动超预期，产品放量不及预期风险，行业竞争加剧风险，研发风险，并购整合不及预期风险，国际贸易摩擦风险，惠泰医疗为我司做市企业等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2066	2687	3450	4401
同比增长	25.2%	30.1%	28.4%	27.6%
归母净利润（百万元）	673	900	1186	1524
同比增长	26.1%	33.7%	31.7%	28.6%
毛利率	72.3%	73.1%	73.7%	74.3%
ROE	26.8%	28.6%	29.9%	30.3%
每股收益（元）	6.93	9.27	12.21	15.70
市盈率	60.0	44.9	34.1	26.5

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

- **惠泰医疗发布 2024 年报及 2025 年一季报。**2024 年，公司实现营业收入 20.66 亿元，同比增长 25.18%；实现归母净利润 6.73 亿元，同比增长 26.08%；实现扣非归母净利润 6.43 亿元，同比增长 37.29%；实现经营现金流净额 7.43 亿元，同比增长 7.88%。2025 年第一季度，公司实现营业收入 5.64 亿元，同比增长 23.93%；实现归母净利润 1.83 亿元，同比增长 30.69%；实现扣非归母净利润 1.81 亿元，同比增长 32.23%；实现经营现金流净额 1.67 亿元，同比增长 45.45%。

点评

- **公司业绩延续快速增长趋势，房颤治疗组合放量可期。**2024 年，公司电生理营收 4.40 亿元，同比增长 19.73%，毛利率 73.76%，同比减少 0.69 个百分点。2024 年公司电生理产品国内新增入院 200 余家，截至 2024 年底覆盖医院超过 1,360 家；2024 年公司完成三维电生理手术 15,000 余例，同比增长 50%。2024 年 12 月，公司电生理产品 AForcePlus 导管、Pulstamper 导管、心脏脉冲电场消融仪获批上市，标志着公司正式进入房颤治疗领域。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。公司冠脉通路类营收 10.54 亿元，同比增长 33.30%，毛利率 73.21%，同比增加 1.34 个百分点；外周介入营收 3.51 亿元，同比增长 37.09%，毛利率 75.86%，同比增加 1.11 个百分点。截至 2024 年底，公司冠脉产品已进入的医院数量同比增长超 15%；外周产品已进入的医院数量同比增长近 20%。非血管介入营收 0.39 亿元，同比增长 135.05%，毛利率 59.89%，同比增加 9.91 个百分点。OEM 营收 1.65 亿元，同比下降 21.67%，毛利率 63.02%，同比增加 0.61 个百分点。
- **公司持续深耕国际市场。**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，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。此外，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。2024 年，公司境外营收 2.80 亿元，同比增长 19.62%，毛利率 66.22%，同比增加 2.84 个百分点。

- 公司坚持技术创新，研发投入不断加强。2024 年，公司研发投入 2.91 亿元，占营业收入的比重达 14.06%。
- 在电生理领域，公司产品线在注册进程上取得显著进展。脉冲消融导管、脉冲消融仪、磁定位环形标测导管及 HIRS 多道生理记录仪等核心产品成功获得注册证；同时，高密度标测导管、磁定位压力感应射频消融导管及压力射频仪等关键产品已进入注册审批阶段。这些进展丰富了公司电生理产品线，也为未来市场拓展提供了强有力的技术支持，进一步巩固了公司在电生理领域的竞争优势。
- 在血管介入领域，公司冠脉及外周产品线持续升级。冠脉产品线中，血栓抽吸导管、导丝、微导管等核心产品成功获得注册证；外周产品线中，胸主动脉覆膜支架系统、外周球囊扩张导管、标测造影导管、双头可调阀导管鞘、栓塞弹簧圈及外周可解脱弹簧圈等关键产品顺利获得注册证；配件产品中，高压球囊扩张压力泵、环柄注射器、高压造影注射延长管及连通板等产品成功获得注册证。截至报告期末，在研项目中，颈动脉支架及 TIPS 覆膜支架植入产品已进入临床随访阶段，栓塞微球则进入注册发补阶段，为未来产品线的进一步拓展奠定了坚实基础。
- 此外，公司持续扩展非血管介入类产品线。泌尿系统产品线中，输尿管扩张球囊导管、输尿管支架及附件等关键产品成功获得注册证；肝胆系统产品线中，一次性取石网篮成功获得注册证。截至报告期末，在研产品中，一次性使用电子胆道内窥镜导管、经皮肝穿刺引流套件及经皮介入导管等产品已进入注册审批阶段。
- 2024 年 Q4 单季度：公司实现营业收入 5.41 亿元，同比增长 23.93%；实现归母净利润 1.45 亿元，同比增长 10.96%；实现扣非归母净利润 1.35 亿元，同比增长 24.69%。
- 费用情况：2024 年，公司销售费用 3.73 亿元，同比增长 22.36%，销售费用率 18.05%，同比减少 0.41 个百分点，主要系公司销售规模增长，市场投入增加，相应的人力成本、运营成本增加；管理费用 0.92 亿元，同比增长 11.26%，管理费用率 4.43%，同比减少 0.55 个百分点，主要系公司人员增加、薪酬增加，以及随着业务增长办公费和折旧费增加；财务费用-0.13 亿元，2023 年同期为-0.03 亿元，主要系报告期利息收入增加；研发费用 2.91 亿元，同比增长 22.12%，研发费用率 14.06%，同比减少 0.36 个百分点，主要系公司

始终坚持研发及创新，通过持续的高研发投入，不断完善产品布局，报告期公司研发项目增加，对应的人员、薪酬、材料费、开发费增加，以及根据研发项目进程，临床实验费、检验测试费增加。2025 年第一季度，公司销售费用 0.98 亿元，同比增长 11.64%，销售费用率 17.38%，同比减少 1.91 个百分点；管理费用 0.30 亿元，同比增长 25.28%，管理费用率 5.39%，同比增加 0.06 个百分点；财务费用-0.04 亿元，2024 年第一季度同期为-0.02 亿元；研发费用 0.74 亿元，同比增长 12.73%，研发费用率 13.11%，同比减少 1.30 个百分点。

- **盈利预测与评级：**在高值耗材集采常态化的背景下，国产替代加速，公司份额有望持续扩大，市场领先地位稳固。在电生理领域，公司稳居行业国产龙头，集采推动公司市占率提升，随着高端电生理产品 AForcePlus 导管、Pulstamper 导管、心脏脉冲电场消融仪的获批上市，公司有望加速开拓市场潜力更为广阔的房颤治疗领域，未来增长潜力可期；在血管介入领域，公司产品线不断丰富，凭借性价比优势，以集采为契机实现以价换量，近年来于国内外市场均实现了较快增长；此外，公司还在积极布局非血管介入领域。我们持续看好公司在高值耗材领域的发展潜力，我们预计 2025-2027 年归母净利润为 9.00 亿元、11.86 亿元、15.24 亿元，对应 4 月 30 日收盘价，PE 分别为 44.9、34.1、26.5 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业政策变动超预期，产品放量不及预期风险，行业竞争加剧风险，研发风险，并购整合不及预期风险，国际贸易摩擦风险，惠泰医疗为我司做市企业等。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1617	2053	2683	3611
货币资金	1081	1412	1908	2675
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	83	92	116	143
预付款项	32	41	51	64
存货	399	494	591	710
其他	21	14	17	19
非流动资产	1364	1662	1978	2266
长期股权投资	101	119	137	170
固定资产	615	759	920	1085
在建工程	46	91	120	138
无形资产	402	493	616	711
商誉	48	48	48	48
其他	152	151	138	114
资产总计	2981	3715	4661	5877
流动负债	406	515	647	806
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	46	59	73	91
其他	360	457	573	715
非流动负债	20	37	37	36
长期借款	0	0	0	0
其他	20	37	37	36
负债合计	426	552	683	843
股本	97	97	97	97
未分配利润	1636	2129	2778	3614
少数股东权益	39	21	9	2
股东权益合计	2555	3162	3978	5034
负债及权益合计	2981	3715	4661	5877

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	673	900	1186	1524
折旧和摊销	91	181	212	252
营运资金的变动	-12	-16	-23	-24
经营活动产生现金流量	743	1029	1340	1721
资本支出	-650	-450	-518	-526
长期投资	23	-8	-3	-10
投资活动产生现金流量	-618	-441	-485	-494
债权融资	-71	3	0	0
股权融资	79	0	0	0
融资活动产生现金流量	-308	-255	-356	-458
现金净变动	-195	331	496	767

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2066	2687	3450	4401
营业成本	572	723	906	1130
税金及附加	25	32	42	53
销售费用	373	505	645	821
管理费用	92	118	148	187
研发费用	291	387	493	627
财务费用	-13	-16	-20	-27
投资收益	13	34	38	44
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-3	-1	-1	-2
资产减值损失	-25	-18	-20	-21
营业利润	754	1015	1344	1734
营业外收支	-8	-5	-5	-6
利润总额	746	1011	1339	1728
所得税	88	128	165	212
净利润	658	882	1174	1516
少数股东损益	-15	-18	-12	-8
归属母公司净利润	673	900	1186	1524
EPS(元)	6.93	9.27	12.21	15.70

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	25.2%	30.1%	28.4%	27.6%
营业利润增长率	25.5%	34.7%	32.4%	29.0%
归母净利润增长率	26.1%	33.7%	31.7%	28.6%
盈利能力				
毛利率	72.3%	73.1%	73.7%	74.3%
归母净利率	32.6%	33.5%	34.4%	34.6%
ROE	26.8%	28.6%	29.9%	30.3%
偿债能力				
资产负债率	14.3%	14.9%	14.7%	14.3%
流动比率	3.98	3.98	4.15	4.48
速动比率	2.88	2.93	3.15	3.51
营运能力				
资产周转率	74.4%	80.3%	82.4%	83.5%
每股资料(元)				
每股收益	6.93	9.27	12.21	15.70
每股经营现金	7.66	10.60	13.80	17.73
估值比率(倍)				
PE	60.0	44.9	34.1	26.5
PB	16.1	12.9	10.2	8.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为惠泰医疗(688617)做市商。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn