

惠泰医疗 (688617.SH)

业绩符合预期, PFA 等新品获批进军房颤治疗领域

公司发布 2024 年年度报告: 2024 年实现营业收入 20.66 亿元, 同比增长 25.18%; 归母净利润 6.73 亿元, 同比增长 26.08%; 扣非归母净利润 6.43 亿元, 同比增长 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, 同比增长 23.93%; 归母净利润 1.83 亿元, 同比增长 30.69%; 扣非归母净利润 1.81 亿元, 同比增长 32.23%。

□ 电生理手术量受益于集采持续增长, 血管介入产品不断迭代入院率提升。

电生理业务: 2024 年实现营业收入 4.40 亿元 (yoy+19.73%), 公司完成三维电生理手术 15,000 余例, 同比增长 50%。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超过 100%。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; 2025 年 2 月, 惠泰医疗一次性使用压力射频消融导管获批, 标志着公司正式进入房颤治疗领域。

血管介入: 冠脉通路类产品收入 10.54 亿元 (yoy+33.30%), 外周介入类产品收入 3.51 亿元 (yoy+37.09%), 冠脉产品新入院数量同比增长超 15%, 外周产品新入院数量超 20%, 公司及时进行产品迭代, 积极应对行业变化, 血管介入类产品的覆盖率及入院渗透率进一步提升。2025 年 Q1, 重磅产品 A18 外周导丝、外周高压球囊腔静脉滤器、球囊封堵微导管等陆续获批, 进一步提升公司在血管介入领域的影响力。

□ 财务表现稳健, 盈利能力持续提升。

2024 年, 公司的综合毛利率同比增加 1.05pts 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 -0.41pts、-0.55pts、-0.36pts、-0.41pts。综合影响下, 公司整体净利率同比增加 0.22pts 至 31.86%。

其中, 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 +0.30pts、+2.51pts、-0.19pts、+0.27pts、-1.65pts、-3.61pts。

2025 年第一季度的综合毛利率、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 73.09%、17.38%、5.39%、13.11%、-0.63%、31.92%, 分别变动 +1.08pts、-1.91pts、+0.06pts、-1.30pts、-0.09pts、+1.64pts。

□ 盈利预测与投资建议: 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 26.91 亿/34.75 亿/45.53 亿元, 同比增长分别为 30%/29%/31%; 归母净利润分别为 9.00 亿/11.72 亿/15.35 亿元; 分别增长 34%/30%/31%, 对应 2025-2027 年 PE 为 45/34/26 倍, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 降价幅度超预期的风险、医疗反腐等行业政策风险影响医院招标

强烈推荐 (维持)

消费品/生物医药

目标估值: NA

当前股价: 413.0 元

基础数据

总股本 (百万股)	97
已上市流通股 (百万股)	97
总市值 (十亿元)	40.1
流通市值 (十亿元)	40.1
每股净资产 (MRQ)	27.8
ROE (TTM)	26.5
资产负债率	13.0%
主要股东 深圳迈瑞科技控股有限责任	
主要股东持股比例	21.09%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	19	19
相对表现	1	24	15



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《惠泰医疗 (688617) — 新品持续获批, 业绩增速强劲》2024-11-11
- 2、《惠泰医疗 (688617) — 市场拓展与技术创新双轮驱动, 业绩稳健增长》2024-09-12
- 3、《惠泰医疗 (688617) — 立足于心血管介入, 持续打造平台化医疗解决方案》2024-08-24

梁广楷 S1090524010001

✉ liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

✉ xufeifei@cmschina.com.cn

郭子娴 研究助理

✉ guozixian@cmschina.com.cn

的风险、汇率波动风险、市场竞争激烈程度加剧的风险、技术颠覆性风险、新品研发、注册及认证不及预期的风险、贸易摩擦的相关风险、业绩不及预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1650	2066	2691	3475	4552
同比增长	36%	25%	30%	29%	31%
营业利润(百万元)	600	754	1006	1308	1711
同比增长	51%	26%	33%	30%	31%
归母净利润(百万元)	534	673	900	1172	1535
同比增长	49%	26%	34%	30%	31%
每股收益(元)	5.50	6.93	9.27	12.07	15.81
PE	75.1	59.6	44.5	34.2	26.1
PB	21.0	15.9	12.4	9.6	7.4

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1756	1617	2216	3065	4238
现金	1276	1081	1524	2188	3091
交易性投资	60	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	41	83	108	140	184
其它应收款	4	7	8	11	14
存货	328	399	515	650	849
其他	45	46	60	76	100
非流动资产	817	1364	1496	1600	1683
长期股权投资	39	101	101	101	101
固定资产	399	615	792	938	1058
无形资产商誉	131	450	405	365	328
其他	248	198	197	197	196
资产总计	2573	2981	3712	4666	5921
流动负债	588	406	427	460	508
短期借款	70	0	0	0	0
应付账款	43	46	60	75	98
预收账款	44	45	58	74	96
其他	431	314	309	311	313
长期负债	23	20	20	20	20
长期借款	1	0	0	0	0
其他	22	20	20	20	20
负债合计	611	426	447	480	528
股本	67	97	97	97	97
资本公积金	664	725	725	725	725
留存收益	1176	1694	2424	3371	4613
少数股东权益	55	39	18	(8)	(42)
归属于母公司所有者权益	1907	2516	3246	4193	5435
负债及权益合计	2573	2981	3712	4666	5921

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	689	743	840	1108	1417
净利润	522	658	880	1146	1501
折旧摊销	59	81	155	182	204
财务费用	1	7	(13)	(13)	(13)
投资收益	(23)	(13)	(54)	(54)	(54)
营运资金变动	135	26	(128)	(153)	(221)
其它	(5)	(15)	0	0	0
投资活动现金流	582	(618)	(233)	(233)	(233)
资本支出	(202)	(650)	(287)	(287)	(287)
其他投资	784	32	54	54	54
筹资活动现金流	(246)	(308)	(164)	(213)	(281)
借款变动	146	(278)	(6)	0	0
普通股增加	0	31	0	0	0
资本公积增加	(289)	60	0	0	0
股利分配	(110)	(134)	(170)	(225)	(293)
其他	6	13	13	13	13
现金净增加额	1025	(182)	443	663	904

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1650	2066	2691	3475	4552
营业成本	474	572	737	931	1216
营业税金及附加	20	25	32	42	54
营业费用	305	373	483	617	799
管理费用	82	92	117	147	188
研发费用	238	291	382	497	651
财务费用	(3)	(13)	(13)	(13)	(13)
资产减值损失	(3)	(27)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	46	41	41	41	41
投资收益	23	13	13	13	13
营业利润	600	754	1006	1308	1711
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	5	8	8	8	8
利润总额	596	746	998	1300	1703
所得税	74	88	118	154	202
少数股东损益	(12)	(15)	(20)	(26)	(34)
归属于母公司净利润	534	673	900	1172	1535

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	36%	25%	30%	29%	31%
营业利润	51%	26%	33%	30%	31%
归母净利润	49%	26%	34%	30%	31%
获利能力					
毛利率	71.3%	72.3%	72.6%	73.2%	73.3%
净利率	32.4%	32.6%	33.5%	33.7%	33.7%
ROE	29.1%	30.4%	31.2%	31.5%	31.9%
ROIC	26.8%	28.3%	30.0%	30.6%	31.2%
偿债能力					
资产负债率	23.7%	14.3%	12.0%	10.3%	8.9%
净负债比率	3.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.0	4.0	5.2	6.7	8.3
速动比率	2.4	3.0	4.0	5.3	6.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
存货周转率	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6
应收账款周转率	37.1	33.0	28.1	28.0	28.1
应付账款周转率	11.3	12.8	13.9	13.8	14.0
每股资料(元)					
EPS	5.50	6.93	9.27	12.07	15.81
每股经营净现金	7.10	7.66	8.66	11.42	14.59
每股净资产	19.64	25.92	33.44	43.19	55.98
每股股利	1.38	1.76	2.32	3.02	3.95
估值比率					
PE	75.1	59.6	44.5	34.2	26.1
PB	21.0	15.9	12.4	9.6	7.4
EV/EBITDA	62.5	49.9	35.3	27.4	21.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。