

# 波科获批新适应症，惠泰 PFA 放量值得期待

## 惠泰医疗 (688617)

### 事件概述

近日，波士顿科学宣布 FDA 批准其脉冲场消融术 (PFA) 产品 FARAPULSE 新适应症，可用于治疗药物难治性、症状性持续性房颤。在此之前只有美敦力的 PFA 产品 Sphere-9 和 PulseSelect 被允许用于治疗持续性房颤，打破美敦力垄断。

### ► 中国心脏电生理手术量增长较快，其中房颤适应症增速尤为突出。

根据弗若斯特沙利文，预计 2025 年房颤/室上速/其他快速心律失常/总体手术量分别为 38.25/13.99/5.22/57.46 万例，随着 PFA 等新兴消融技术在临床中的逐步推广应用，中国心脏电生理手术量将进一步增长，预计 2032 年房颤/室上速/其他快速心律失常/总体手术量分别为 132.33/20.70/9.92/162.95 万例，2025-2032 年房颤/室上速/其他快速心律失常/总体手术量 CAGR 分别为 19.40%/5.75%/9.61%/16.06%，2032 年房颤手术量占心脏电生理手术量预计达到 80% 以上。

### ► 国内 PFA 除美敦力外均只获批阵发性房颤适应症，惠泰 PFA 放量第一年手术量超预期。

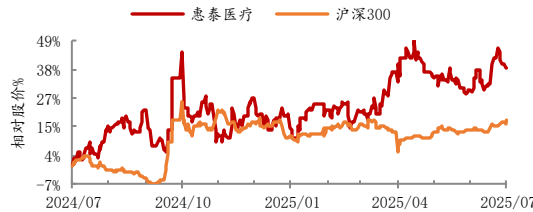
目前，国内只有美敦力的 PFA 产品于 2024 年 9 月被获批用于阵发性/持续性房颤双适应症，其余厂家的 PFA 产品仅获批用于阵发性房颤适应症。2024 年 12 月，惠泰医疗先后获批 PFA 产品一次性使用心脏脉冲电场消融导管 (Pulpstamper 导管，环形) 以及一次性使用磁电定位压力监测脉冲电场消融导管 (AForcePlus 导管，线形)，两根导管配合使用，用于治疗药物难治性、复发性、症状性阵发性房颤。其中 Pulpstamper 导管用于肺静脉口和前庭消融，AForcePlus 导管用于补充消融。至此，惠泰成为全球首个同时拥有线形/环形磁电定位脉冲消融导管、心脏脉冲消融仪和配套三维标测系统，实现三维脉冲消融整体解决方案的公司。由于惠泰 PFA 产品具备三维、压力贴靠、可局麻、环形线形结合等优势，我们看好公司 2025 年全年 PFA 产品的放量以及潜在适应症拓展可能性。

### 投资建议

考虑到 2024 年政策影响手术量增长放缓以及电生理北京集采降价执行，我们下调 2025 年收入预测至 27.54 亿元 (原预测 29.40 亿元)，引入 2026-2027 年收入预测 35.69/45.20 亿元。考虑到公司创新驱动新品上市以及高毛利业务板块占比提升，盈利能力持续增强，我们上调 2025 年归母净利润预测至 9.25 亿元 (原预测 8.50 亿元)，引入 2026-2027 年归母净利润预测

### 评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	
最新收盘价:	289.28
股票代码:	688617
52 周最高价/最低价:	494.93/269.2
总市值(亿)	407.92
自由流通市值(亿)	407.92
自由流通股数(百万)	141.01



分析师: 崔文亮  
邮箱: cuiwl@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519110002  
联系电话:

分析师: 府嘉颖  
邮箱: fujiy@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120525050001  
联系电话:

### 相关研究

- 【华西医药】惠泰医疗点评报告: 2023Q1 业绩超预期, 三维电生理稳步发力  
2023.05.05
- 【华西医药】惠泰医疗 (688617) 点评报告: 业绩增长超预期, 技术创新夯实可持续增长  
2023.04.10
- 【华西医药】惠泰医疗 (688617): 底层技术坚实多面盛放, 主流三维电生理产品趋丰着眼进口替代  
2022.11.02

12.13/15.48 亿元，2025-2027 年对应每股收益预测分别为 6.56/8.61/10.98 元（2025 每股收益原预测 12.75 元），2025 年 7 月 8 日 289.28 元收盘价对应 PE 分别为 43.94/33.50/26.26 倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

新产品研发失败及注册风险，产品销售不及预期风险，集采等行业政策超预期风险，产品质量及潜在责任风险，科研及管理人才流失的风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,650	2,066	2,754	3,569	4,520
YoY (%)	35.7%	25.2%	33.3%	29.6%	26.6%
归母净利润(百万元)	534	673	925	1,213	1,548
YoY (%)	49.1%	26.1%	37.4%	31.2%	27.6%
毛利率 (%)	71.3%	72.3%	72.3%	72.4%	72.4%
每股收益 (元)	5.54	6.96	6.56	8.61	10.98
ROE	28.0%	26.8%	28.9%	29.5%	29.4%
市盈率	52.04	41.42	43.94	33.50	26.26

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,066	2,754	3,569	4,520	净利润	658	905	1,186	1,514
YoY (%)	25.2%	33.3%	29.6%	26.6%	折旧和摊销	91	163	175	198
营业成本	572	764	986	1,246	营运资金变动	-12	115	-105	34
营业税金及附加	25	33	43	54	经营活动现金流	743	1,171	1,241	1,724
销售费用	373	509	657	827	资本开支	-650	-241	-258	-278
管理费用	92	116	150	190	投资	23	0	0	0
财务费用	-13	-16	-27	-37	投资活动现金流	-618	-239	-235	-249
研发费用	291	387	502	636	股权募资	79	0	0	0
资产减值损失	-25	0	0	0	债务募资	-71	1	0	0
投资收益	13	18	23	29	筹资活动现金流	-308	-220	-307	-391
营业利润	754	1,033	1,352	1,723	现金净流量	-195	712	700	1,083
营业外收支	-8	-8	-8	-8					
利润总额	746	1,025	1,345	1,716	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	88	121	158	202	<b>成长能力</b>				
净利润	658	905	1,186	1,514	营业收入增长率	25.2%	33.3%	29.6%	26.6%
归属于母公司净利润	673	925	1,213	1,548	净利润增长率	26.1%	37.4%	31.2%	27.6%
YoY (%)	26.1%	37.4%	31.2%	27.6%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	6.96	6.56	8.61	10.98	毛利率	72.3%	72.3%	72.4%	72.4%
					净利率	32.6%	33.6%	34.0%	34.2%
					总资产收益率 ROA	23.7%	26.1%	26.8%	27.0%
					净资产收益率 ROE	26.8%	28.9%	29.5%	29.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>偿债能力</b>				
货币资金	1,081	1,793	2,493	3,576	流动比率	3.98	3.65	4.33	4.50
预付款项	32	52	62	82	速动比率	<b>2.88</b>	<b>2.77</b>	<b>3.35</b>	<b>3.58</b>
存货	399	531	687	867	现金比率	2.66	2.63	3.17	3.41
其他流动资产	104	113	156	184	资产负债率	14.3%	18.2%	16.7%	17.2%
流动资产合计	1,617	2,489	3,397	4,709	<b>经营效率</b>				
长期股权投资	101	101	101	101	总资产周转率	0.74	0.80	0.81	0.80
固定资产	615	678	738	798	<b>每股指标 (元)</b>				
无形资产	402	420	435	448	每股收益	6.96	6.56	8.61	10.98
非流动资产合计	1,364	1,451	1,527	1,599	每股净资产	25.84	22.73	29.16	37.37
资产合计	2,981	3,941	4,924	6,308	每股经营现金流	7.63	8.30	8.80	12.22
短期借款	0	0	0	0	每股股利	1.75	1.66	2.18	2.78
应付账款及票据	46	65	82	105	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	360	617	703	942	PE	41.42	43.94	33.50	26.26
流动负债合计	406	682	785	1,048	PB	14.41	12.68	9.89	7.72
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	20	35	35	35					
非流动负债合计	20	35	35	35					
负债合计	426	717	820	1,083					
股本	97	141	141	141					
少数股东权益	39	18	-9	-44					
股东权益合计	2,555	3,224	4,103	5,226					
负债和股东权益合计	2,981	3,941	4,924	6,308					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。