

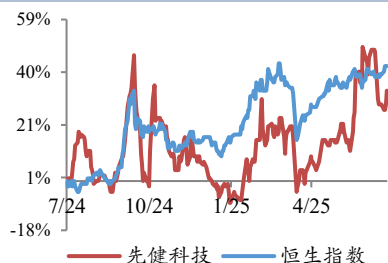
结构心+外周介入领军企业，国际化业务加速

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2025-07-31

收盘价（港元）	2.12
近 12 个月最高/最低（港元）	2.15/1.24
总股本（百万股）	4,632
流通股本（百万股）	4,632
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	98
流通市值（亿港元）	98

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：钱琨

执业证书号：S0010524110002

邮箱：qiankun@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 结构心+外周介入领军企业，有望合作多个外延 BD 项目

公司是结构心+外周介入高值耗材领域的领军企业，公司目前主营业务呈现“3+N”业务布局，分 3 大产品线和 N 个战略合作业务：三大产品线分别是结构性心脏病业务，外周血管介入和起搏电生理业务，战略合作业务是指公司未来 2-3 年有望战略合作及增资多个 BD 项目，以此拓展公司产品版图。根据 2024 年年报，公司营业收入实现 13.04 亿元，同比增长 2.88%，是国内为数不多的高值耗材收入体量达到 10 亿元的头部企业之一。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已实现高质量专利布局 2,426 项，累计 15 款产品获 NMPA 批准进入“创新医疗器械特别审查程序”；外延 BD 项目有望进一步拓展国内产品协同性及海外收入增速。

● 困境反转，国内价格调整见底，冠脉+电生理迎来国际化业务加速

2024 年，国家医保局要求 12 家国内外企业（含公司）重新制定胸主动脉覆膜支架产品的价格，旨在压缩流通环节的过高加价，实现价格透明化；此外，多省市针对封堵器和腔静脉滤器进行集采。集采导致的价格调整致公司相关产品出厂价下滑，是造成公司 24H2 收入及利润同比下滑的主要原因。我们预计为期一年的价格调整有望在 25H2 逐步出清，困境反转。在国际化业务方面，公司秉承“创新”+“国际化”的发展战略，公司主要在售产品的市场份额长期处于国内领先地位；截至 2024 年年底，公司拥有 7 个境外子公司，海外取得注册证达 1059 个，销售网络覆盖全球 117 个国家和地区，是国内少有的业务具高度国际化的三类介入医疗器械企业。产品迭代方面，我们预计公司多款二代主动脉支架产品有望在 25-26 年获批海外注册证；重磅 FIC 产品方面，IBS 冠脉铁基支架的海外获批带来国际化收入的快速放量；BD 合作方面，剑虎医疗战略合作下公司享有电生理海外独家经销权亦会带来收入增量。

● 二十年磨一剑，铁基支架平台有望颠覆现有治疗格局

可降解支架可以避免患者终生服用抗凝药，是支架技术的巨大突破；然而，以聚乳酸或镁基的可降解支架存在支撑力较差、支架内壁较厚、适应症窄的临床痛点。元心科技（孙公司）作为全球唯一从事铁基可吸收材料研发的企业，自 2006 年起研发铁基可吸收材料，通过在高纯铁中渗入约 0.05wt.% 的氮，使得仅 50 微米壁厚的铁合金支架可同时获得足够的支撑力，并在 2 年后降解，临床 3 期结果证明其性能与雅培 Xience Primes 相当，有望颠覆冠脉支架现有治疗格局。目前，IBS Angle 已获得马来西亚注册证及欧盟 CE 认证，并在美国获得同情使用；IBS Titan 也获得美国同情使用；IBS 可吸收药物洗脱冠脉支架系统国内完成三期临床入组，并在国内和欧洲地区分别递交 NMPA 和 CE 注册申请，有望于 25-26 年获批。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营业收入有望分别实现 14.03/15.28/17.36 亿元，同比增长 8%/9%/14%；归母净利润分别实现 3.16/3.88/5.26 亿元，同比增长 42%/23%/35%；对应 EPS 为 0.07/0.08/0.11 元；对应 PE 倍数为 31/25/19x。看好公司长期深耕血管介入领域的行业地位和极强产品力，看好国内部分产品困境反转及国际化业务快速增长的潜力。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

高值耗材集采收入下滑风险，核心产品获批进度不及预期，国际贸易摩擦风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1304	1403	1528	1736
收入同比 (%)	3%	8%	9%	14%
归母净利润	222	316	388	526
归母净利润同比 (%)	-16%	42%	23%	35%
ROE (%)	6.36%	8.30%	9.25%	11.14%
每股收益 (元)	0.05	0.07	0.08	0.11
市盈率 (P/E)	27.25	31.07	25.28	18.66

资料来源: ifind, 华安证券研究所

正文目录

1 国内心血管介入领导者	5
1.1 专注结构心和外周血管领域	5
1.2 公司发展历程	5
1.3 治理架构合理，股权结构分散	6
1.4 公司经营稳健增长，短期受到政策影响	7
2 结构心及外周血管综合性企业	9
2.1 结构性心脏病业务奠定基石	9
2.1.1 先心封堵器由国产头部垄断，公司位列第一梯队	9
2.1.2 左心耳封堵器市场巨大，公司产品抢占先机	11
2.2 覆膜支架形成产品矩阵，“精细化+个性化”纵深发展	13
2.3 打造外周血管疾病整体解决方案	16
2.4 IBS 铁基支架 3 期数据优异，有望颠覆冠脉治疗格局	17
3 国际化渐入佳境，内生外延双轮驱动	19
3.1 公司国际化进度加快，海外收入占比提升	19
3.2 与剑虎医疗战略合作，进军电生理领域	20
4 盈利预测与投资建议	21
4.1 收入拆分与盈利预测	21
4.2 可比公司估值	22
4.3 投资建议	22
5 风险提示	22
财务报表与盈利预测	23

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构（截至 2024 年年报）	6
图表 3 公司高级管理人员情况	6
图表 4 公司营业收入及增速（左轴：亿元，右轴：%）	7
图表 5 公司归母净利润及增速（左轴：亿元，右轴：%）	7
图表 6 公司毛利率和净利率情况（%）	8
图表 7 公司费用率变化（%）	8
图表 8 公司分板块营业收入（亿元）	8
图表 9 公司分地区营业收入（亿元）	8
图表 10 全球结构性心脏病介入医疗市场规模（左轴：十亿美元，右轴：%）	9
图表 11 中国结构性心脏病介入医疗市场规模（左轴：十亿人民币，右轴：%）	9
图表 12 全球先天性心脏病封堵器市场规模（左轴：百万美元，右轴：%）	10
图表 13 中国先天性心脏病介入市场规模（左轴：百万人民币，右轴：%）	10
图表 14 2021 年中国先心病封堵器竞争格局（按销售收入）	10
图表 15 公司先心病封堵器重点产品（不完全统计）	11
图表 16 全球左心耳封堵器市场规模（左轴：亿美元，右轴：%）	11
图表 17 中国左心耳封堵器市场规模（左轴：亿元人民币，右轴：%）	11
图表 18 上市公司左心耳封堵器竞争格局	12
图表 19 公司左心耳封堵器重点产品（不完全统计）	12
图表 20 主动脉夹层疾病原理及分型示意图	13
图表 21 主动脉夹层及治疗方式	13
图表 22 腹主动脉瘤疾病示意图	14
图表 23 EVAR 治疗方式	14
图表 24 中国胸主动脉支架市场规模（左轴：亿元，右轴：%）	14
图表 25 中国腹主动脉支架市场规模（左轴：亿元，右轴：%）	14
图表 26 公司核心产品矩阵搭配和上市进度	15
图表 27 周围血管疾病分类和具体疾病	16
图表 28 中国深静脉血栓发病人数（左轴：万人，右轴：%）	16
图表 29 公司腔静脉滤器 AEGISY/AELARK/FITAYA	17
图表 30 中国大陆地区 PCI 治疗例数（万例）	17
图表 31 IBS 系列可吸收铁基生物可吸收支架产品介绍和图示	18
图表 32 公司 IBS 冠脉支架中国临床试验随访结果	18
图表 33 公司海外收入及增速（左轴：百万元，右轴：%）	19
图表 34 公司海外收入结构（按地区分类，%）	19
图表 35 创新及国际化产品矩阵全球市场规模（亿美元，出厂价计口径计算）	20
图表 36 公司收入拆分与盈利预测（亿元）	21
图表 37 可比公司估值	22

1 国内心血管介入领导者

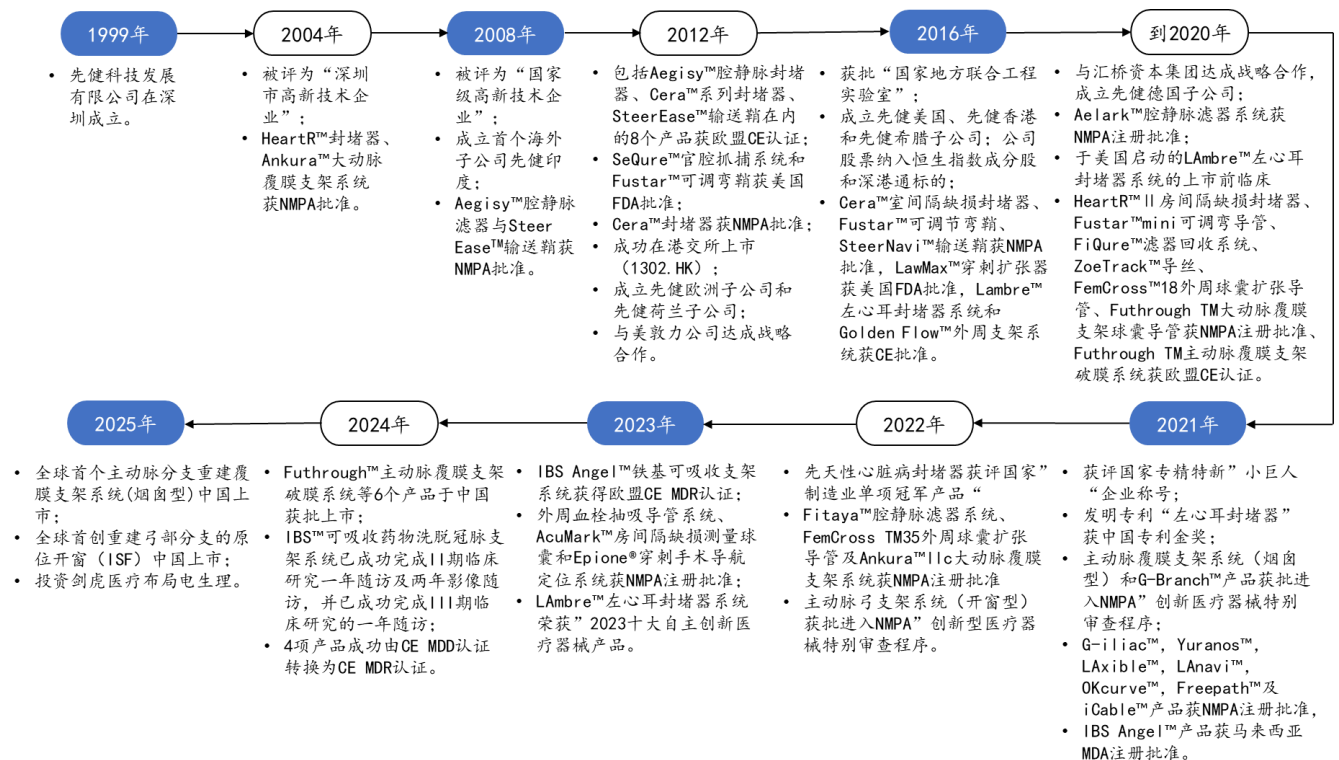
1.1 专注结构心和外周血管领域

先健科技（以下简称“公司”）于 2011 年在中国香港联合交易所上市，业务覆盖结构性心脏病、外周血管病、起搏电生理三大核心领域，其中主营业务专注于结构性心脏病和外周血管病领域。公司产品销往全球 100 多个国家和地区，秉承“创新”+“国际化”的发展战略，目前主要在售产品的市场份额长期处于国内领先地位，并拥有 7 个境外子公司，销售网络覆盖全球近 120 多个国家和地区，是国内少有的业务具高度国际化的三类介入医疗器械企业。

1.2 公司发展历程

先健科技（1302.HK）于 1999 年成立于中国深圳，2004 年被评为深圳市高新技术企业，2008 年被评为国家级高新技术企业，是国家工信部第三批专精特新“小巨人”企业。公司于 2011 年成功在港交所上市，并在 2016 年纳入恒生指数成分股及港股通标的。公司专注于心脑血管和外周血管介入医疗器械的研发、生产及全球化发展，其中发明专利“左心耳封堵器”获中国专利金奖。2025 年公司发展进入黄金期，全球首个主动脉分支支架（烟囱型）中国上市，全球首创主动脉原位开窗分支重建创新产品矩阵中国上市，公司投资剑虎医疗科技持有 30% 股权获取电生理相关产品的独家优先合作权和海外独家经销权。

图表 1 公司发展历程

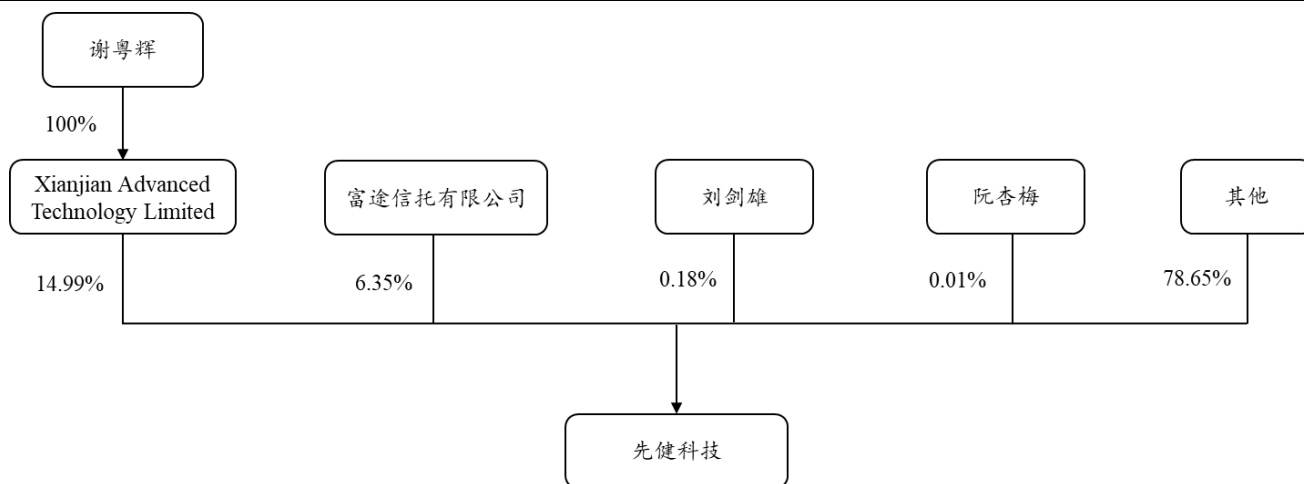


资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.3 治理架构合理，股权结构分散

公司治理架构合理，股权结构分散。截至 2024 年年报，公司实际控制人谢粤辉持有 14.99% 的股份，其中所有股份均通过 Xianjian Advanced Technology Limited 间接持有。执行董事刘剑雄持有公司 0.18% 的股份，执行董事阮杏梅持有公司 0.01% 的股份。其他股东持有总计 78.65% 的股份。

图表 2 公司股权结构（截至 2024 年年报）



资料来源：公司年报，ifind，华安证券研究所

公司实控人医疗器械行业出身，具备丰富的管理经验。公司实际控制人谢粤辉先生自 2000 年 10 月起一直担任公司董事，并自 2005 年起升任公司主席。谢先生主要负责集团的整体战略规划及集团的业务管理，拥有 28 年业务管理经验，其中于医疗器械行业积逾 16 年经验，拥有丰富的医疗器械行业管理经验。

图表 3 公司高级管理人员情况

姓名	职务	任职日期	简介
谢粤辉	执行董事, 董事会主席, 首席执行官	2006/8/17	<p>谢粤辉，先健科技公司主席，自 2006 年 8 月起获委任为董事及自 2011 年 10 月 22 日起获委任为执行董事。谢先生自 2000 年 10 月起一直担任先健科技（深圳）有限公司（‘先健深圳’）的董事，并自 2005 年起升任先健深圳主席。谢先生主要负责集团的整体战略规划及集团的业务管理。谢先生于中国拥有 28 年业务管理经验，其中于医疗器械行业积逾 16 年经验。1991 年至 1993 年，谢先生任东方钽业集团项目经理。1993 年 6 月至 1994 年 1 月，谢先生于南方证券的一间附属公司任投资经理，负责项目投资。1994 年 2 月至 1996 年 2 月，谢先生于吉林省中国银行的一间投资分行任副总经理，负责管理有关期货的投资项目。1996 年 2 月至 1998 年 12 月，谢先生任深圳市汇华集团国内贸易部经理，负责整体贸易管理。自 1998 年 6 月，谢先生任深圳市汇世邦科技有限公司总经理，并于 2000 年升为主席。于此期间，谢先生负责整体业务管理。谢先生于 1991 年七月毕业于昆明工学院，获得金属压力加工专业学士学位。彼亦</p>

刘剑雄 执行董事，副总裁，首席财务官 2015/3/27

于 2006 年 7 月获得清华大学工商管理硕士学位。谢先生已获委任为先健科技公司首席执行官，并自 2015 年 3 月 2 日起生效。

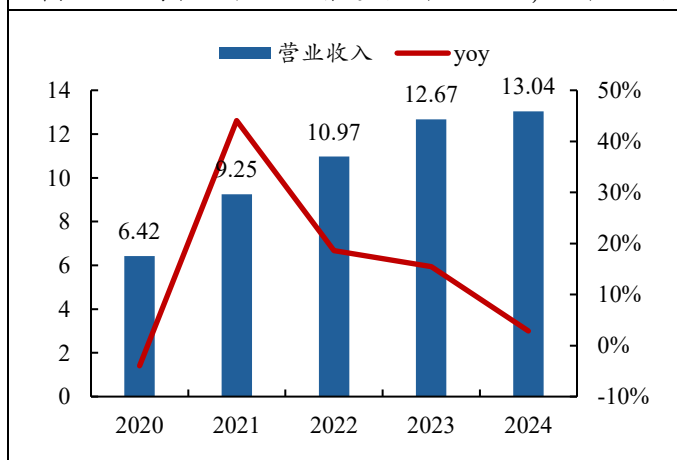
刘剑雄，为集团的 CFO 兼公司秘书。刘先生于 2010 年 9 月加入集团。刘先生于会计领域积约 26 年经验。彼于 1993 年开始其职业生涯，之后刘先生继续于多家跨国公司任职。1997 年至 2001，彼任盐田国际集装箱码头有限公司会计服务经理。2001 年至 2003 年，刘先生任深圳斯伦贝谢电子系统有限公司财务总监。2007 年 3 月至 2007 年 7 月，刘先生任中华电力集团可再生能源部的中国财务总监。2007 年 12 月至 2010 年 2 月，刘先生为 Any DATA Group 的大中华区公司财务总监，负责财务管理、账目审计、税务规划、募集资本及根据中国、美国及香港的会计准则编制财务账目。彼自 1997 年起为特许公认会计师公会会员并自 1999 年起为注册税务师。刘先生于 1990 年 7 月毕业于中山大学物理系现代物理技术专业，于 2004 年 12 月获得英国格拉摩根大学工商管理硕士学位。刘先生已获委任为先健科技公司非执行董事，于 2015 年 3 月 2 日起生效。刘先生已由先健科技公司非执行董事调任为执行董事，自 2015 年 3 月 27 日起生效。现任先健科技公司副总裁。公司自 2022 年起打通产销研专攻海外市场，整合了研发、生产、销售，辅以注册、临床等各个部门的海外事务成员专门成立国际化事业部，刘先生任国际化事业部总经理。

资料来源：ifind，华安证券研究所

1.4 公司经营稳健增长，短期受到政策影响

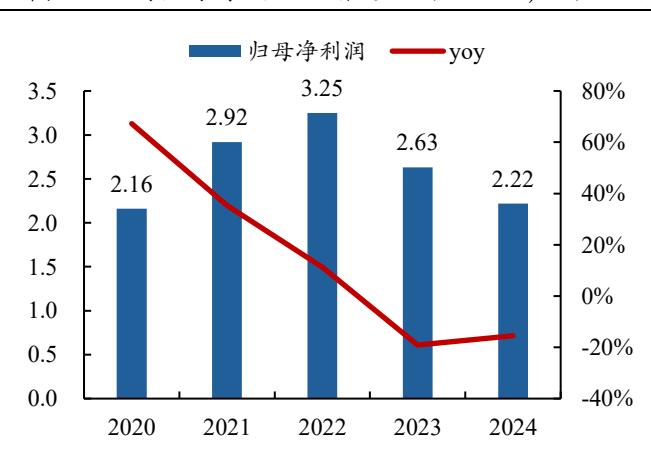
公司经营稳健增长，近期利润受到政策影响有所下滑。公司营业收入由 2020 年的 6.42 亿元增长至 2024 年的 13.04 亿元，期间年均复合增速为 19.4%；2024 营业收入 13.04 亿元，较 2023 年同比增长 3%，增长放缓主要系部分产品价格调整后收入下降所致。公司净利润调整的主要原因主要系研发、销售费用较往期增加所致。

图表 4 公司营业收入及增速（左轴：亿元，右轴：%）



资料来源：ifind，华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润及增速（左轴：亿元，右轴：%）

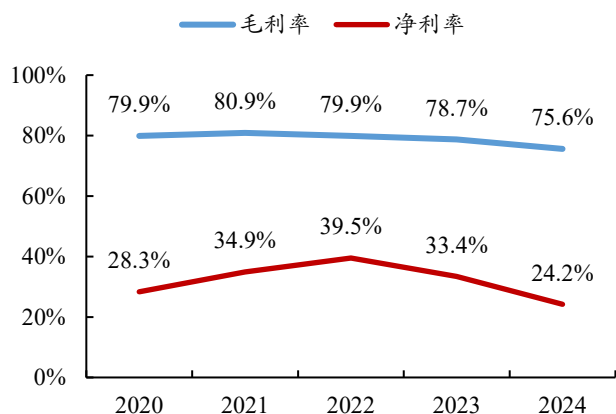


资料来源：ifind，华安证券研究所

毛利率稳定在 75%以上，净利率短期有所调整。盈利能力方面，2024 公司的扣

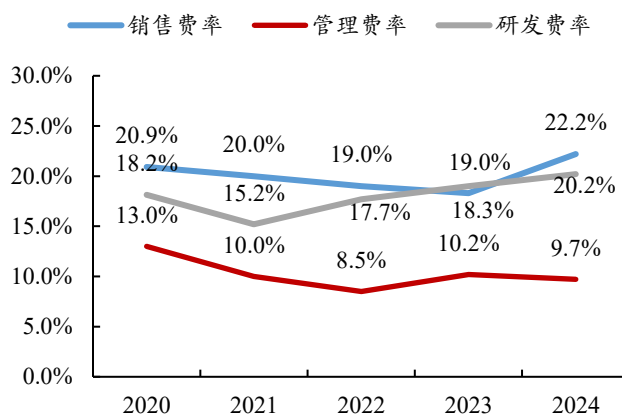
非毛利率和扣非归母净利率分别为 75.6%和 24.2%，二者与 2023 年相比均有所下滑，这主要是由于集采导致销售结构变动，低毛利产品占比增多，以及大支架价格调整。根据公司 2024 年数据，扣非端销售费率/管理费/研发费率为 22.2%/9.7%/20.2%，相较 2023 年在销售费用率、研发费用率上有所提升；公司在 2024 年研发投入为 2.63 亿元，较 2023 年同比增长 9%，该变动主要是公司持续加强研发投入，加速推进新产品的研发及商业化进程的结果。

图表 6 公司毛利率和净利率情况 (%)



资料来源：ifind，华安证券研究所，均已扣除非经常性项目-以股份为基础的付款开支，ABG 及其他金融资产公允价值变动，元心金融负债公允价值变动等

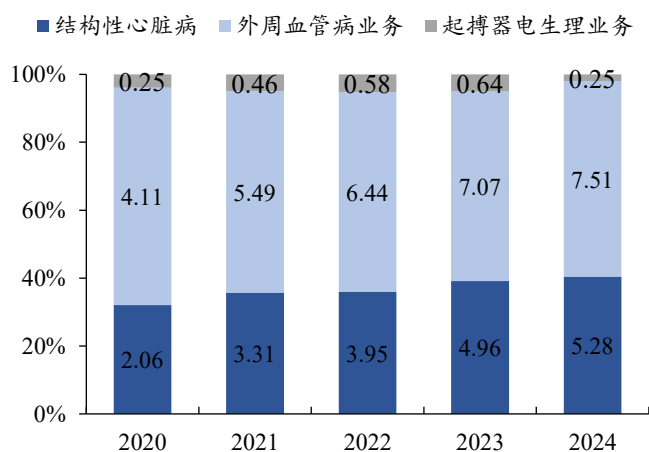
图表 7 公司费用率变化 (%)



资料来源：ifind，华安证券研究所，均已扣除非经常性项目-以股份为基础的付款开支，ABG 及其他金融资产公允价值变动，元心金融负债公允价值变动等

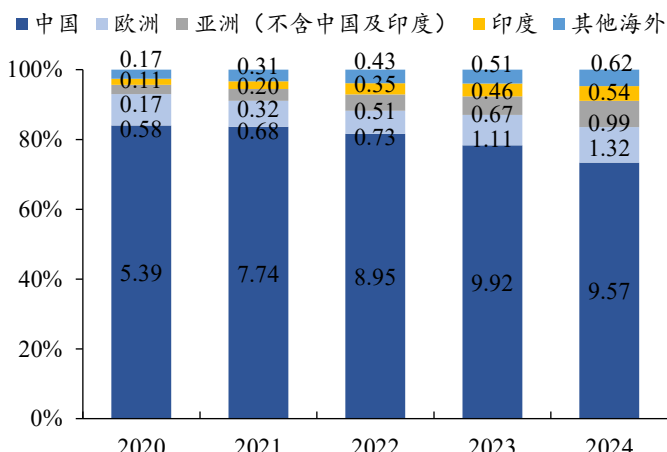
公司专注结构心和外周血管病领域。根据 2024 年公司年报，外周血管病业务营业收入实现 7.51 亿元，较 2023 年同期增长约 6.2%；结构性心脏病业务实现收入 5.28 亿元，较 2023 年同期增长约 6.5%。2020-2024 年，公司外周血管病业务和结构性心脏病业务实现持续增长态势。起搏器电生理业务为公司非核心业务收入，收入占比低于 5%。2024 年，公司海外收入占比约 26.6%，海外收入占比逐年提升。海外收入占比较高的国家或地区依次是欧洲、亚洲（不含中国和印度）和印度地区。

图表 8 公司分板块营业收入 (亿元)



资料来源：ifind，华安证券研究所

图表 9 公司分地区营业收入 (亿元)



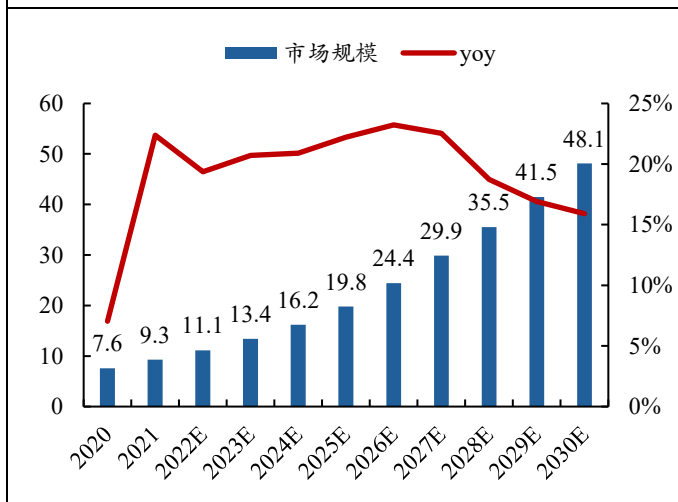
资料来源：ifind，华安证券研究所

2 结构心及外周血管综合性企业

2.1 结构性心脏病业务奠定基石

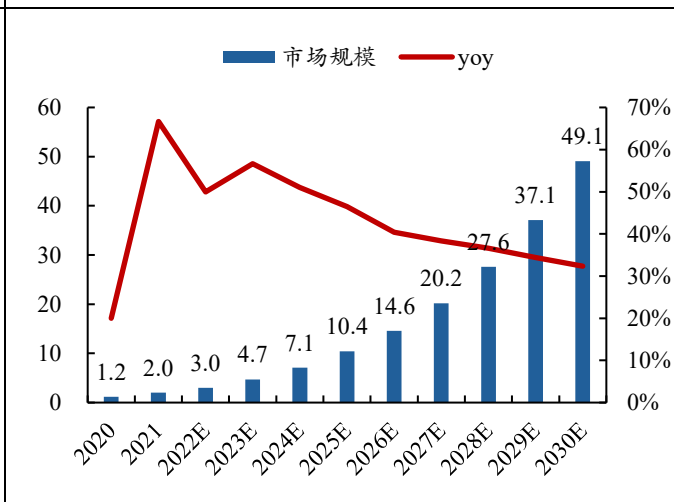
预计 2030 年中国结构性心脏病市场规模 491 亿元。针对结构性心脏病的介入治疗是一种通过血管穿刺途径进入心腔或血管以进行结构性心脏病诊断或治疗的技术。符合针对结构性心脏病的介入治疗条件的患者主要包括不能进行外科手术、经药物治疗后无改善或外科手术无明显改善者。根据弗若斯特沙利文 2022 年预测，全球结构性心脏病介入医疗器械市场由 2020 年的 76 亿美元增至 2030 年的预计 481 亿美元，年复合增长率为 20.3%；中国结构性心脏病介入医疗器械市场由 2020 年的人民币 12 亿元增至 2030 年的预计 491 亿元，年复合增长率为 44.9%。

图表 10 全球结构性心脏病介入医疗市场规模（左轴：十亿美元，右轴：%）



来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 11 中国结构性心脏病介入医疗市场规模（左轴：十亿人民币，右轴：%）



来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

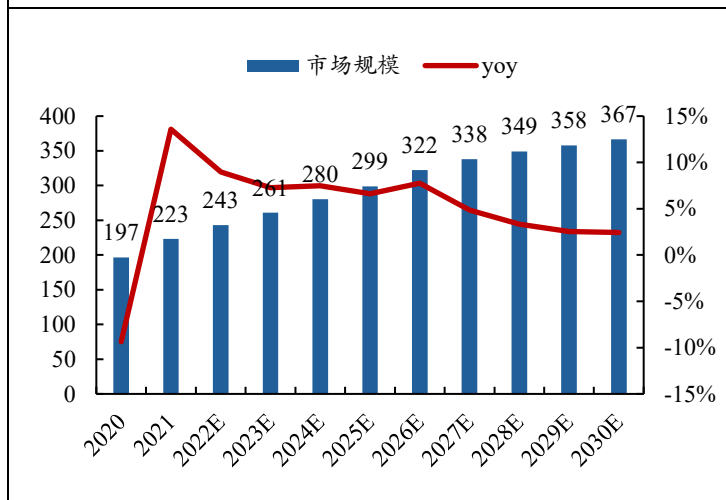
结构性心脏病主要产品类别来自各类封堵器产品。针对结构性心脏病的介入医疗器械市场主要包括三大应用领域，即先天性心脏病、心源性卒中及瓣膜病。先天性心脏病封堵器产品主要包括房间隔缺损封堵器、室间隔缺损封堵器及动脉导管未闭封堵器。心源性卒中封堵器产品主要包括卵圆孔未闭封堵器及左心耳封堵器。治疗瓣膜病的的心脏瓣膜产品主要包括主动脉瓣产品及二尖瓣产品。

2.1.1 先心封堵器由国产头部垄断，公司位列第一梯队

先心病封堵术是在 X 射线透视导引及床边彩色多普勒超声仪的协助下，进行外周血管穿刺及将输送导管和封堵器推送到先天性心脏病发育缺损的相应部位的方法。这是一种微创的心血管阻断治疗技术，用于治疗房间隔缺损、室间隔缺损及动脉导管未闭。

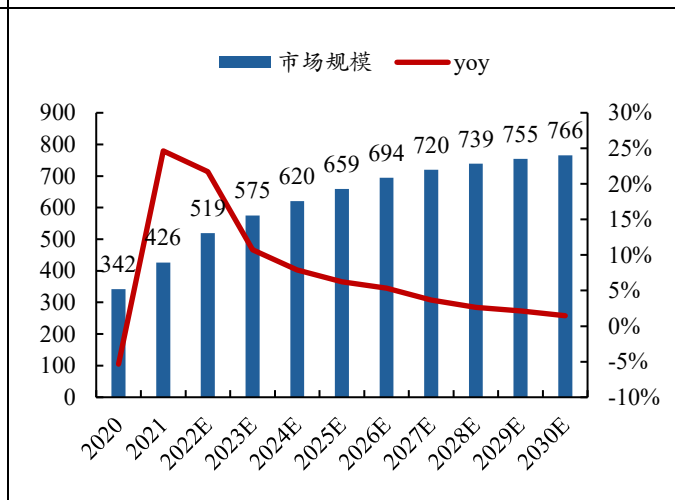
根据弗若斯特沙利文 2022 年预测，全球先天性心脏病封堵器市场由 2020 年的 1.97 亿美元增至 2030 年的预计 3.67 亿美元，年复合增长率为 6.4%；中国先天性心脏病封堵器市场由 2020 年的人民币 3.42 亿元增至 2030 年的预计 7.66 亿元，年复合增长率为 8.4%。

图表 12 全球先天性心脏病封堵器市场规模（左轴：百万美元，右轴：%）



来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

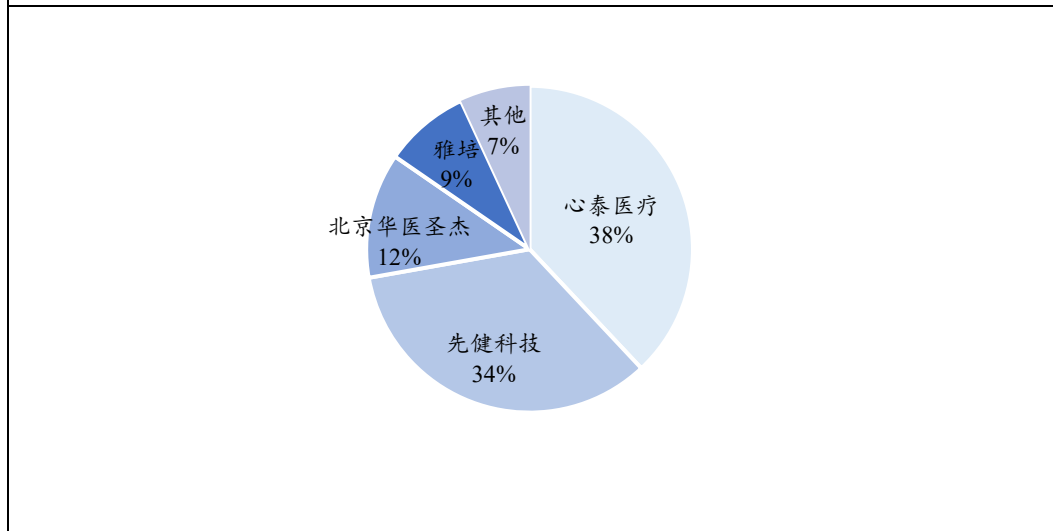
图表 13 中国先天性心脏病介入市场规模（左轴：百万人民币，右轴：%）



来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

公司先心封堵器市场份额是国内第一梯队。国内国产先天性心脏病封堵器制造商占据市场主导地位。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年中国先心病封堵器以国产封堵器占据主要市场份额，其中心泰医疗、先健科技位居市场份额第一、第二的行业地位；公司按销售收入占据整个先心病封堵器 34% 的市场份额，属于国内第一梯队。


图表 14 2021 年中国先心病封堵器竞争格局（按销售收入）



来源：弗若斯特沙利文，《中国医疗器械蓝皮书》，华安证券研究所

公司在先天性心脏病封堵器领域占据较大优势，从不同细分适应症来看，主要包括房间隔缺损封堵器、室间隔缺损封堵器和动脉导管未闭封堵器。截至 2024 年年报，公司总计上市及在研十余款先心封堵器产品，其中核心产品包括 HeartR™ 先心病封堵器、Cera™ 先心病封堵器、CeraFlex™ 先心病封堵器以及 KONAR-MF™ 室间隔缺损封堵器均在欧洲早年拿下 CE 注册证。

图表 15 公司先心病封堵器重点产品（不完全统计）

产品	图示	获批时间	适应症
HeartR™ 先心封堵器		CE: 2012 NMPA: 2001	先天性心脏病室间隔缺损的介入治疗
Cera™ 先心封堵器		CE: 2009 NMPA: 2012	先天性心脏病房间隔缺损
CeraFlex™ 先心封堵器		CE: 2011	先天性心脏病室间隔膜部缺损
KONAR-MF™ 室间隔缺损封堵器		CE: 2018	先天性心脏病室间隔缺损介入封堵治疗

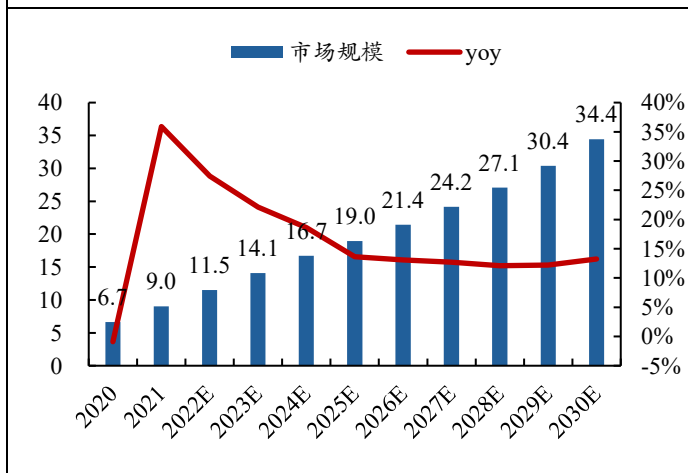
来源：公司官网，华安证券研究所

2.1.2 左心耳封堵器市场巨大，公司产品抢占先机

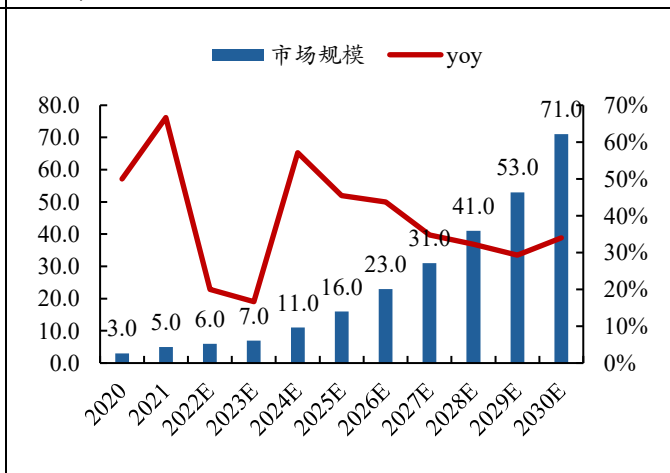
左心耳封堵器为一种封堵左心耳以预防左心耳内血栓形成及脱落，从而预防心源性卒中的医疗器械。如患者经药物治疗后无改善，可进行左心耳封堵术。对于出血风险及栓塞风险高，且不适合长期口服抗凝血剂治疗的患者，植入左心耳封堵器进行治疗为彼等的更佳选择。

根据弗若斯特沙利文 2022 年预测，全球左心耳封堵器市场由 2020 年的 6.7 亿美元增至 2030 年的预计 34.4 亿美元，年复合增长率为 17.9%；中国左心耳封堵器市场由 2020 年的人民币 3.0 亿元增至 2030 年的预计 71.0 亿元，年复合增长率为 37.2%。

图表 16 全球左心耳封堵器市场规模（左轴：亿美元，右轴：%）



图表 17 中国左心耳封堵器市场规模（左轴：亿元人民币，右轴：%）



来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

公司左心耳封堵器产品上市较早，抢占先机。左心耳封堵器疗法仍处于新兴阶段，根据 2022 年《中国医疗器械蓝皮书》数据显示，波士顿科学占据我国左心耳封堵器市场 67% 的份额，国产品牌先健科技占据 25% 的市场份额。截至 2024 年年底，国产左心耳封堵器产品市场仅有七名主要参与者。公司最早分别于 2017 年和 2021 年上市了 Lambre 和 Laxible 左心耳封堵器，在中国市场抢占先机。

图表 18 上市公司左心耳封堵器竞争格局



公司	产品	注册日期	材料
先健科技	Lambre	2017 年	合金
	Laxible	2021 年	合金
波士顿科学	WATCHMAN FLX	2013 年	合金
	WATCHMAN FLX Pro	2023 年	合金
雅培	Amulet	2013 年	合金
心泰医疗（乐普医疗）	Memolefort	2020 年	合金
心玮医疗	Laager	2022 年	合金
信立泰	LAMax	2022 年	合金
心通医疗	AnchorMan	2024 年	合金

来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

Lambre™ 左心耳封堵器系统由左心耳封堵器和输送器组成，左心耳封堵器临床使用时通过输送器释放于左心耳内，预防左心耳内血栓脱落导致的脑卒中。封堵器采用独立伞盘结构设计，是首款自主研发且拥有发明专利的国产左心耳封堵器系统，同时拥有 NMPA 注册证与 CE 认证，并荣获“2023 十大自主创新医疗器械产品”。

Laxible™ 由固定盘（锚定盘）和密封盘（封堵盘）组成，通过释放于左心耳内，封堵血栓易形成的左心耳腔，预防血栓脱落导致的脑卒中。其核心设计延续了初代产品 **Lambre™** 的“双盘状结构”，但进行了多项升级。尤其适合高卒中风险且抗凝禁忌的非瓣膜性房颤患者（90% 以上的血栓源于左心耳），以及需“房颤消融+左心耳封堵”一站式手术的患者，减少多次手术痛苦。

图表 19 公司左心耳封堵器重点产品（不完全统计）

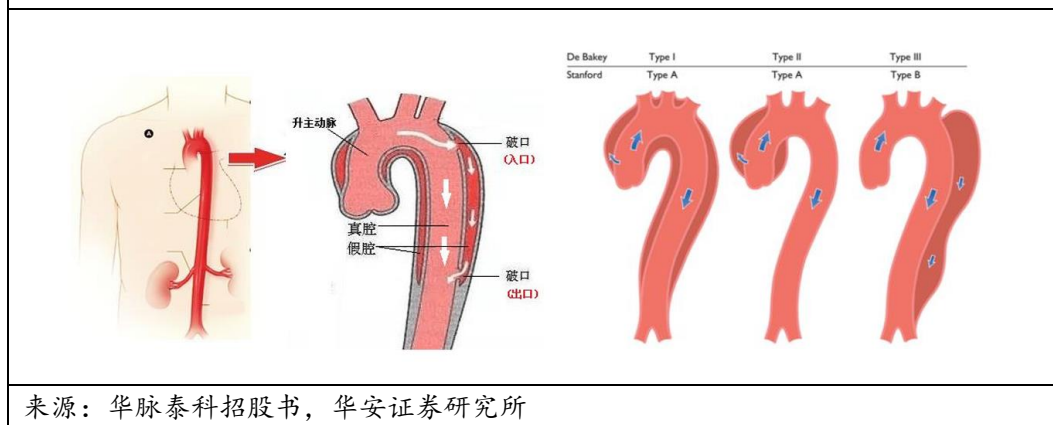
产品	图示	获批时间	适应症
Lambre™ 左心耳封堵器		CE: 2016 NMPA: 2017	CHA2DS2-VASc 评分 ≥ 2, 且长期口服抗凝治疗禁忌或抗凝治疗后仍有卒中风险的非瓣膜性房颤患者
Laxible™ 左心耳封堵器		NMPA: 2021	Lambre 的升级版, 满足房颤消融与左心耳封堵一站式手术方案

来源：公司官网，NMPA，华安证券研究所

2.2 覆膜支架形成产品矩阵，“精细化+个性化”纵深发展

主动脉夹层凶险异常，短时间内死亡率极高。主动脉是人体最大的动脉，是体循环动脉系统的起始主干。正常主动脉管壁由三层结构——内膜、中膜和外膜构成，血液的有效运输有赖于三层结构的完整性。主动脉夹层（aortic dissection, AD）是指血液冲破内膜流入主动脉壁中膜，将主动脉壁撕裂成为内、外两层的疾病。主动脉夹层的原发破口主要发生在主动脉弓和主动脉峡部，因此临床疾病以胸主动脉夹层为主。主动脉夹层一旦形成，管壁破裂导致死亡的风险极高；以 A 型主动脉夹层为例，其具备起病急骤、病情凶险、病死率高的特点，一旦发生，随时间推移每小时死亡率增加 1%，如果不及时手术，48 小时的死亡率高达 50%。

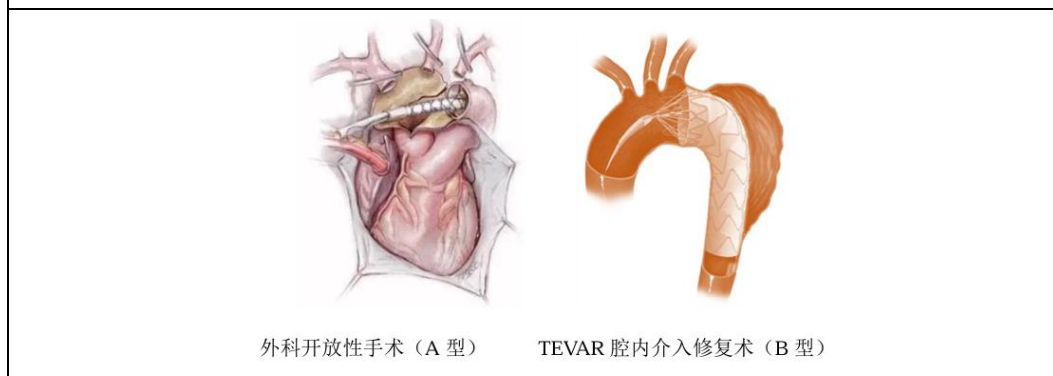
图表 20 主动脉夹层疾病原理及分型示意图



传统治疗创伤大，TEVAR 是治疗胸主动脉疾病的重要手段。胸主动脉疾病包括主动脉瘤、主动脉夹层和主动脉溃疡等，传统治疗方案包括通过外科手术进行主动脉置换，但是创伤较大，风险较高。TEVAR 术是通过微创治疗的模式，具有创伤小、手术时间短、并发症少、死亡率低、术后恢复快等优点，TEVR 术在欧洲心脏病学会主动脉疾病诊治指南中推荐使用。

胸主动脉覆膜支架系统的原理：对于动脉管壁永久性局限性扩张的主动脉瘤或血液通过动脉内膜裂口进入动脉壁并造成分离的主动脉夹层，通过特制的输送系统将覆膜支架输送至靶病变部位，随后将覆膜支架释放固定于靶病变处，从而隔绝主动脉瘤的瘤腔或封闭夹层破裂口。我国临床医生从上世纪 90 年代末也相继开展主动脉夹层的 TEVAR 术，目前我国临床上已经开展到非常成熟的阶段。

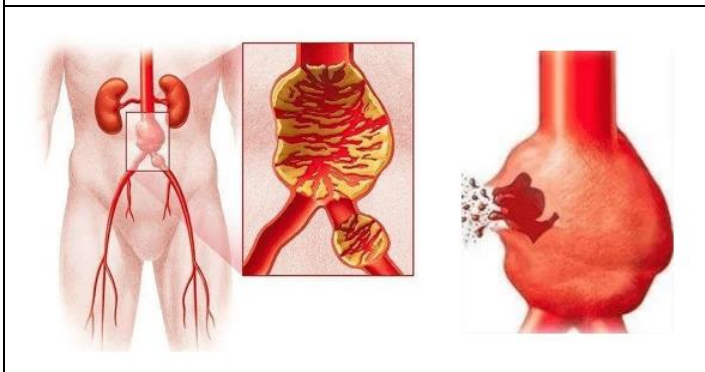
图表 21 主动脉夹层及治疗方式



来源：华脉泰科招股书，华安证券研究所

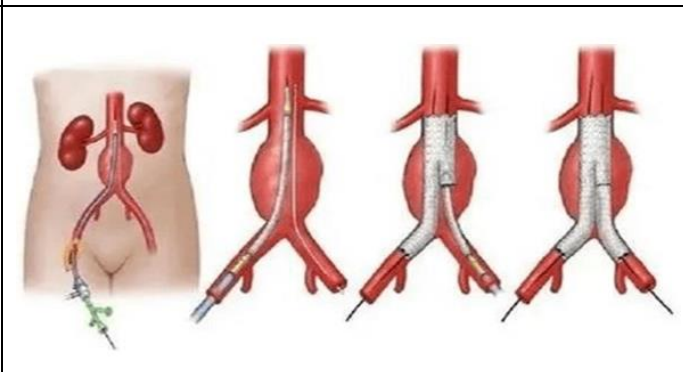
主动脉瘤以腹主动脉瘤更为常见，发生破裂死亡率高达 70%~90%。主动脉瘤是指主动脉局部性或弥漫性扩张，其膨突管径大于正常主动脉 1.5 倍以上的血管囊状病症。我国临床中腹主动脉瘤相较于胸主动脉瘤更为常见，患者瘤体发生急性破裂出血的死亡率高达 70%~90%。

图表 22 腹主动脉瘤疾病示意图



来源：华脉泰科招股书，华安证券研究所

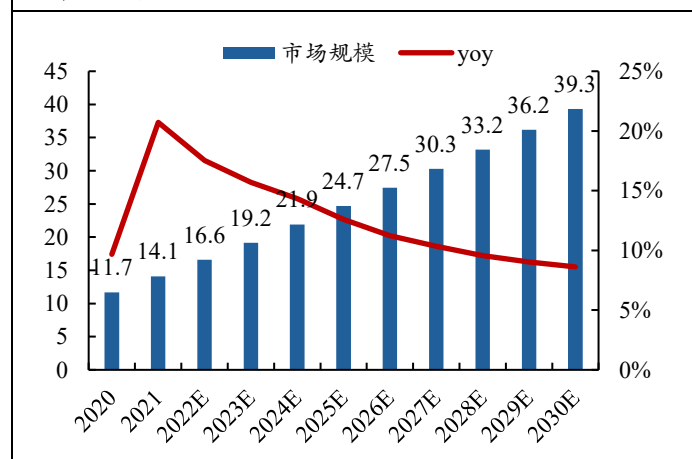
图表 23 EVAR 治疗方式



来源：华脉泰科招股书，华安证券研究所

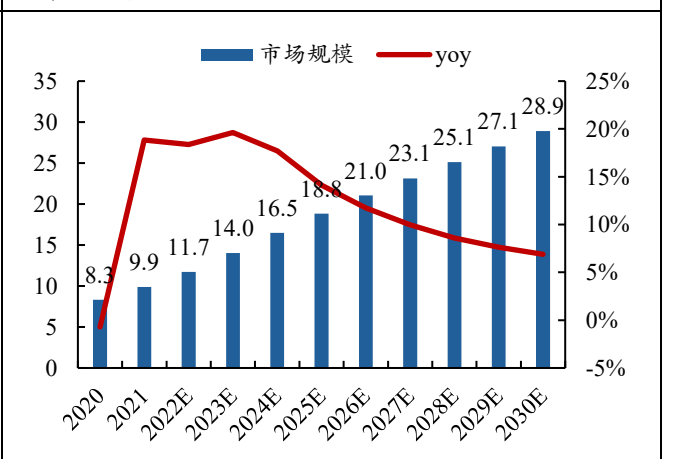
EVAR 是腹主动脉瘤的主要治疗手段。腹主动脉瘤的治疗方法包括药物治疗、开放手术治疗和腔内治疗，开放手术。随着腔内介入器械和技术的进步，腔内修复术的适应症逐渐扩大至腹主动脉瘤的治疗，即腹主动脉瘤腔内修复术 EVAR。EVAR 是通过股动脉，应用特质的输送装置导入覆膜支架，将支架固定于正常段的主动脉壁，隔离非正常区域的高压动脉血流与动脉瘤壁，从而达到治疗目的。腔内介入修复具有伤口小、失血少、疼痛轻、恢复快等低侵袭性的显著优势。

图表 24 中国胸主动脉支架市场规模（左轴：亿元，右轴：%）



来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 25 中国腹主动脉支架市场规模（左轴：亿元，右轴：%）



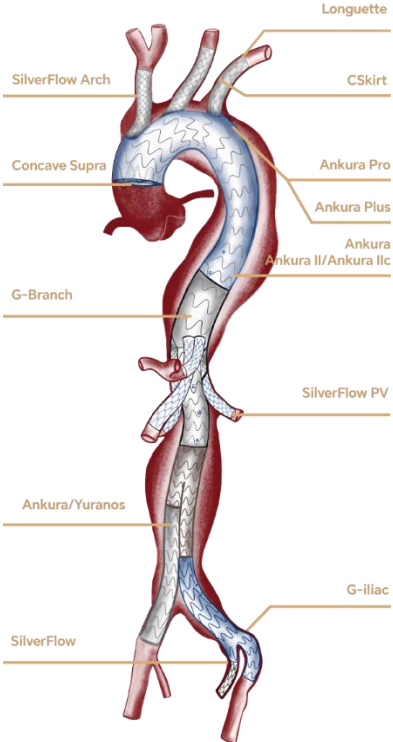
来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

胸/腹主动脉支架市场规模稳步增长。根据弗若斯特沙利文 2022 年预测，我国胸主动脉支架市场规模由 2020 年的 11.7 亿元增至 2030 年的预计 39.3 亿元，年复合增长率为 12.9%；我国腹主动脉支架市场规模由 2020 年的 8.3 亿元增至 2030 年的预计

28.9 亿元，年复合增长率为 13.3%。

形成以主动脉大支架全产品矩阵，多款创新产品“精准化+个性化”纵深发展。公司长年深耕覆膜支架领域，形成了主动脉弓部分支+胸主+胸腹主+腹主+髂主动脉分支+内脏分支+髂内动脉为核心垂类的全域产品包矩阵。同时公司多款特色创新产品屡次打破国产治疗空白：1) Longuette 裙边支架（烟囱型）：由 Ankura™ Pro 主动脉主体覆膜支架系统和 Longuette™ 主动脉分支覆膜支架系统组成。2) 原位开窗支架：Futhrough 破膜系统、自适应防漏 CSkirt 裙边分支支架、Ankura Plus 主体支架组成。3) CS 主动脉弓部分支重建系统：由中国医学科学院阜外医院舒畅教授团队细化后形成的产品，能够避免传统开胸手术的巨大创伤、深低温停循环的手术打击。4) G-Branch 胸腹主动脉覆膜支架：G-Branch 胸腹主动脉覆膜支架系统可在完全微创腔内技术下进行分支血管重建，为国际公认难题提供了解决方案，其突破性地实现了单支架重建腹腔干、肠系膜上动脉及双肾动脉，将原本需要开腹、体外循环的巨创手术转化为微创介入治疗。5) 髂内动脉重建系统：包括 G-Branch 胸腹主动脉覆膜支架、SilverFlow PV 覆膜支架、主体延长支架（AE）、分叉型主体支架（AAA）、髂延长支架（IE）。

图表 26 公司核心产品矩阵搭配和上市进度

解剖部位	领域	产品矩阵	获批进度
	主动脉分支重建系统	Ankura 胸主动脉覆膜支架	CE: 2011 NMPA: 2004
		Ankura II 胸主动脉覆膜支架	CE: 2011 NMPA: 2017
		Ankura IIC 胸主动脉覆膜支架	NMPA: 2022
	烟囱技术	Xuper 主动脉术中覆膜支架	CE: 2021
		主动脉分支覆膜支架系统（烟囱型）	CE: 2021
		主动防漏 Longuette 裙边分支支架	NMPA: 2025.2
	原位开窗	Ankura Pro 主体支架	NMPA: 2025.5
		Futhrough 破膜系统	
		自适应防漏 CSkirt 裙边分支支架	
	分支支架技术	Ankura Plus 主体支架	注册临床入组中
		CS 三支覆膜支架重建系统	
		主动脉弓单分支覆膜支架系统	
	内脏分支重建系统	Ankura 腹主动脉覆膜支架	CE: 2011 NMPA: 2004
		Yuranos 腹主动脉覆膜支架	NMPA: 2021
		G-Branch 胸腹主动脉覆膜支架	即将获批
髂内动脉重建系统		SilverFlow PV 覆膜支架	
		主体延长支架（AE）	
		分叉型主体支架（AAA）	
		髂延长支架（IE）	
		SilverFlow 髂内覆膜支架系统	NMPA: 2021
		G-iliac 髂动脉分叉支架	NMPA: 2021

来源：公司官网，华安证券研究所

2.3 打造外周血管疾病整体解决方案

周围血管疾病(Peripheral vascular disease, PVD)是一种慢性肢体缺血性疾病,临床上将心脑血管病以外的血管疾病统称为周围血管病。周围血管主要包括外周动脉和静脉。周围血管疾病的致病原因主要是动脉粥样硬化,逐渐形成斑块而引起血栓,继而钙化发展导致血管闭塞,少数情况下,动脉硬化可导致动脉壁受损变得薄弱,形成动脉瘤。主要临床表现包括肢体肿胀、肢体疼痛及间歇性跛行。

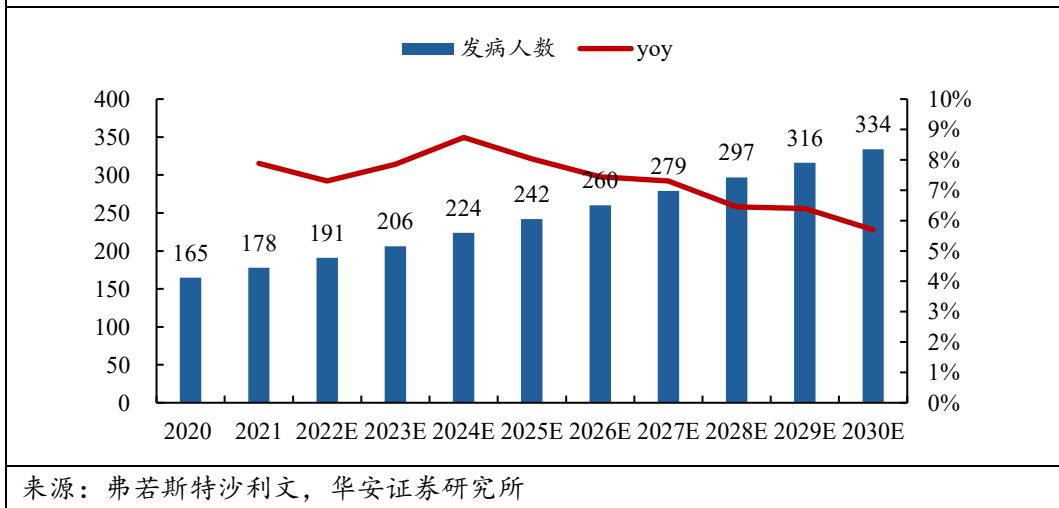
图表 27 周围血管疾病分类和具体疾病

周围血管	主要致病类型	具体疾病
外周动脉	粥样动脉硬化斑块及血栓造成的动脉狭窄闭塞	慢性动脉硬化性闭塞症、急性动脉栓塞
	动脉炎症	多发性大动脉炎、血栓闭塞性脉管炎、结节性动脉炎
	动脉扩张性病变	动脉瘤
	末梢动脉功能紊乱	雷诺氏病、红斑性肢痛症
	外压性病变	胸出口综合征、腠动脉挤压综合征
静脉	浅静脉血栓、静脉曲张	静脉曲张、血栓性浅静脉炎
	深静脉血栓	深静脉血栓形成后综合征

来源：华脉泰科招股书，华安证券研究所

我国深静脉血栓发病率约为 0.13%。我国深静脉血栓发病人数预计 2024 年增长到 224 万人，从 2020 年到 2024 年的复合年增长率为 7.94%。预计到 2030 年，我国深静脉血栓发病人数将达 334 万人，2020 年到 2030 年的年复合增长率为 7.31%。

图表 28 中国深静脉血栓发病人数（左轴：万人，右轴：%）

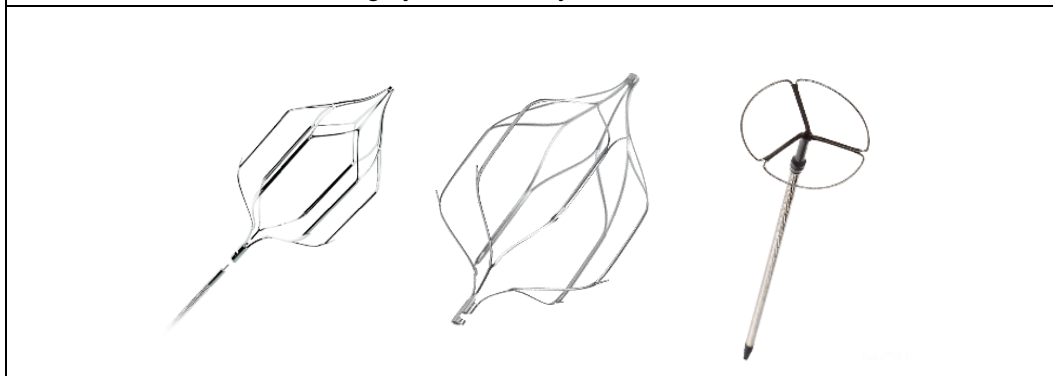


来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

腔静脉过滤器能有效捕获血栓，防止致死性肺动脉栓塞。目前针对静脉疾病的治疗主要为抗凝药物，采用介入器械类别相对较少，主要采用过滤器等用以治疗静脉曲张、深静脉血栓等疾病。腔静脉过滤器是一种医用过滤器，其用途是经皮置入下腔静脉，捕获静脉系统中脱落的血栓，防止致死性肺动脉栓塞的发生。当抗凝治疗出现严重并

发病或失败时，可以在体内放置腔静脉滤器，可以有效防止肺部血栓堵塞的发生。

图表 29 公司腔静脉滤器 Aegisy/Aelark/Fitaya



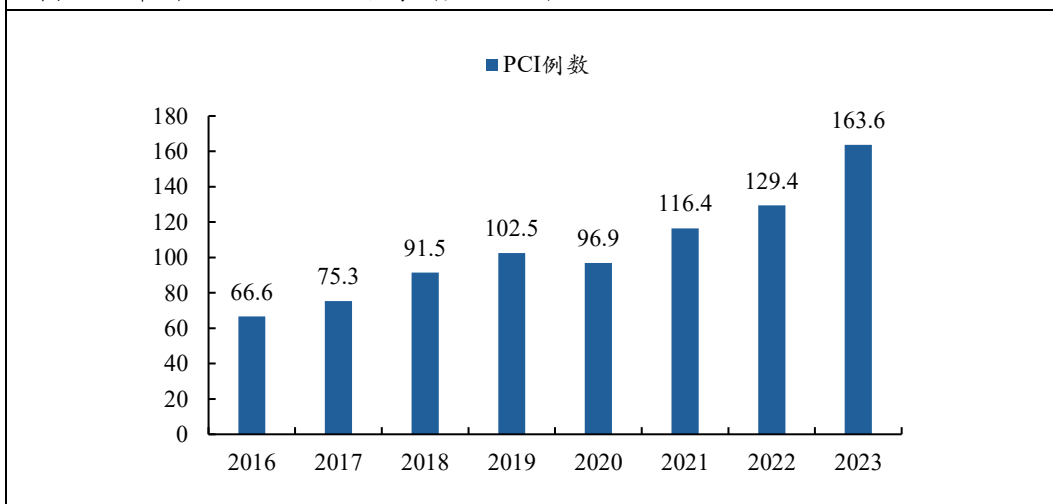
来源：公司官网，华安证券研究所

2.4 IBS 铁基支架 3 期数据优异，有望颠覆冠脉治疗格局

冠心病是最常见的心血管疾病之一，发病率及死亡率高，严重威胁人类健康。近年来，中国及全球冠心病患者人数快速增长；根据 CCIF 2021 数据，我国目前冠心病患者人数已达 1100 万人，心肌梗塞患者约为 400-500 万人。

经皮冠状动脉介入治疗（PCI）是治疗冠心病的主流手段。经皮冠状动脉介入治疗（PCI）因其具备微创、省时、安全、高效等优势从而发展迅速，现已成为冠心病治疗的主流方式。然而，永久金属冠脉支架因其不可降解，在植入人体后将会伴随患者一生，使患者需要终生服药、承担远期支架疲劳断裂风险、血管再狭窄和动脉粥样硬化发展二次干预受限等一系列问题。近年来，随着医学的不断发展，“介入无植入”的血运重建已成为领域内的发展趋势。

图表 30 中国大陆地区 PCI 治疗例数（万例）

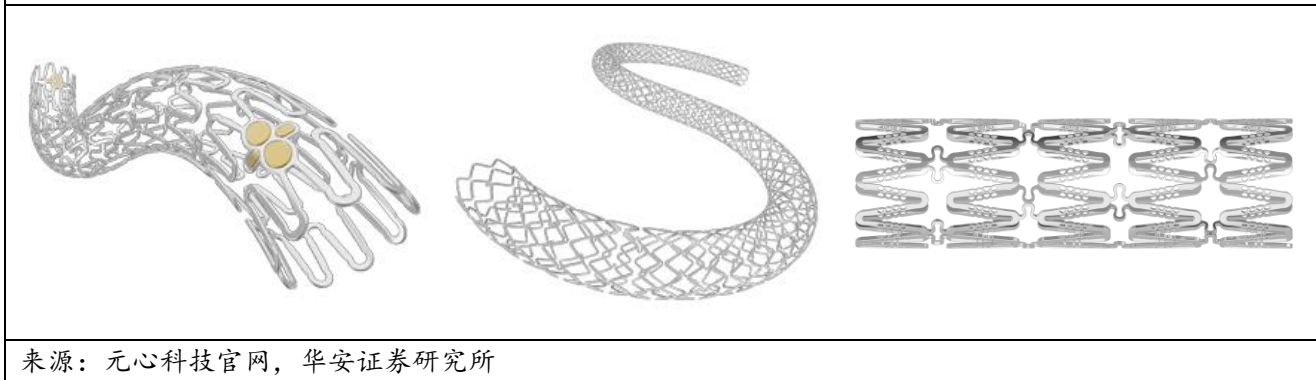


来源：CCIF & CCPCC 2024，华安证券研究所

PCI 手术稳定增长，公司通过子公司元心科技布局铁基可吸收支架。根据中国医师协会介入心脏病学大会暨第十三届中国胸痛中心大会（CCIF & CCPCC 2024）数据显示，我国开展的 PCI 手术例数已从 2016 年的 66.6 万例，增长至 2023 年的 163.6

万例，年复合增长率约 13.7%。公司旗下重要子公司元心科技是全球稀缺的从事铁基可吸收材料研发的企业，平台研发的适应症包括 IBS 可吸收药物洗脱冠脉支架、Titan 可吸收药物洗脱外周支架、ANGEL 铁基可吸收支架，分别治疗冠心病、外周血管病和肺动脉狭窄三个适应症。

图表 31 IBS 系列可吸收铁基生物可吸收支架产品介绍和图示



来源：元心科技官网，华安证券研究所

IBS 冠脉支架是公司自主研发的全球首创产品，产品力与外资主流产品相当。IBS 药物洗脱冠脉支架是由渗氮铁骨架、纯锌缓蚀层以及药物涂层组成，是全球首创产品；作为一款可吸收支架，IBS 能在保持其力学性能的前提下降解（周期约为 2 年），血管拥有较高的通畅率。IBS 药物洗脱冠脉支架已在中国完成三期入组，随访结果显示，IBS 的临床结果与雅培的 Xience Primes 相当，无显著差异，再次证明铁基支架的安全性及有效性。IBS 冠脉支架预计 25-26 年获批 NMPA 和 CE MDR 注册证。

图表 32 公司 IBS 冠脉支架中国临床试验随访结果

研究阶段	结果	成果
FIM 研究 三年随访	六个月的靶病变失败率（TLF）仅为 2.2%，植入后一年、两年和三年的靶病变失败率（TLF）稳定在 6.7%，整个随访周期内未发生死亡、心梗和血栓事件；IBS®冠脉支架植入六个月后的靶血管新生内膜覆盖率高达 99.8%，并在一年后达到 100%；整个降解过程无获得性贴壁不良，并在成功植入后的两至三年降解完成。	初步证明中期安全有效性
II 期临床 一年随访	试验组（IBS®冠脉支架组）靶病变失败率（TLF）为 2.3%，对照组（Xience®依维莫司药物洗脱冠脉支架组）TLF 为 2.7%，无心源性死亡与支架内血栓发生	安全性与有效性与主流药物洗脱金属支架相当
III 期临床 一年随访	成功率 99.9%，病变成功率 99.7%，手术成功率 99.3%，并在一年随访中展现了极低的靶病变失败率（TLF 为 2.9%），心源性死亡 0%、靶血管相关心梗 1.1%、血栓事件发生率 0.4%，截至目前未发生晚期血栓事件	极低的靶病变失败率（TLF）、血栓形成和心肌梗死发生率

来源：公司官网，华安证券研究所

IBS 冠脉支架 III 期临床研究一年随访结果证实了安全性和有效性。IBS 冠脉支架于 2018 年 3 月启动中国上市前临床研究(共三期),由高润霖院士担任主要研究者(PI),并邀请到葛均波院士和韩雅玲院士,以及全国近 40 家临床研究中心和专家参与。公司 FIM 研究、II 期临床和 III 期临床研究扎实可靠,多次披露随访结果和关键数据,确保其产

品安全性和有效性，为产品上市做充足的临床循证医学证据。2024 年，IBS 冠脉支架 III 期临床研究结果显示，器械成功率为 99.9%，病变成功率为 99.7%，手术成功率为 99.3%，并在一年随访中展现了极低的靶病变失败率（TLF）——仅为 2.9%。一年随访结果同时显示，心源性死亡为 0%、靶血管相关心梗为 1.1%、血栓事件发生率仅为 0.4%，且血栓事件均发生在一个月内，截至目前未发生晚期血栓事件。该临床随访结果进一步证明了 IBS 冠脉支架具有理想的安全性和有效性。

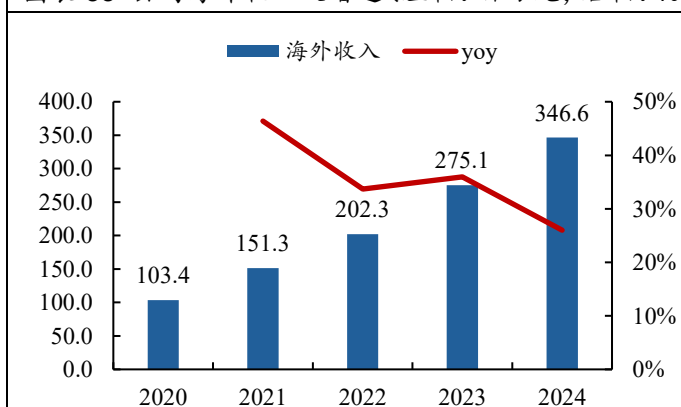
3 国际化渐入佳境，内生外延双轮驱动

3.1 公司国际化进度加快，海外收入占比提升

内生外延双轮驱动，海外国际化进展迅速。公司一直坚持“创新”和“国际化”的双轮驱动发展战略，在丰富的创新产品组合和高质量的学术服务支持下，公司的国际业务保持了快速增长。公司 2024 年海外收入同比增长 3.47 亿元，同比增长 26.0%，占总收入的比重上升至 26.6%。海外收入结构来看，欧洲和亚洲（除中国、印度）是公司的主要海外市场，销售额分别占总收入的约 10%和约 8%，同时公司的先心封堵器在东南亚市场显示出强大的市场竞争力。

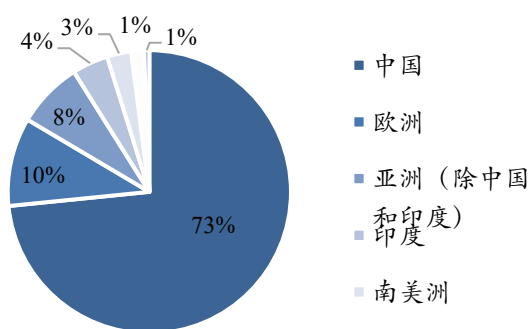
主动脉支架+左心耳封堵器+电生理业务，进一步拓展国际市场。我们预计 25-27 年海外收入增速来自：1) 主动脉支架更新迭代产品（Ankura、Yuranos）及主动脉支架创新产品（G-iliac、主动脉覆膜支架（烟囱型、开窗型）、G-branch、CS 等）获批；2) 电生理业务海外独家代理，与现有左心耳封堵器产品高度协同，推动海外市场左心耳进一步增长。截至 2024 年年底，公司累计合作 171 家海外代理商，申请获得 908 项海外专利，取得 1059 张海外注册证，覆盖 117 个国家或地区。我们预计公司 25-27 年海外增速维持 30%增速。

图表 33 公司海外收入及增速（左轴：百万元，右轴：%）



来源：ifind，华安证券研究所

图表 34 公司海外收入结构（按地区分类，%）

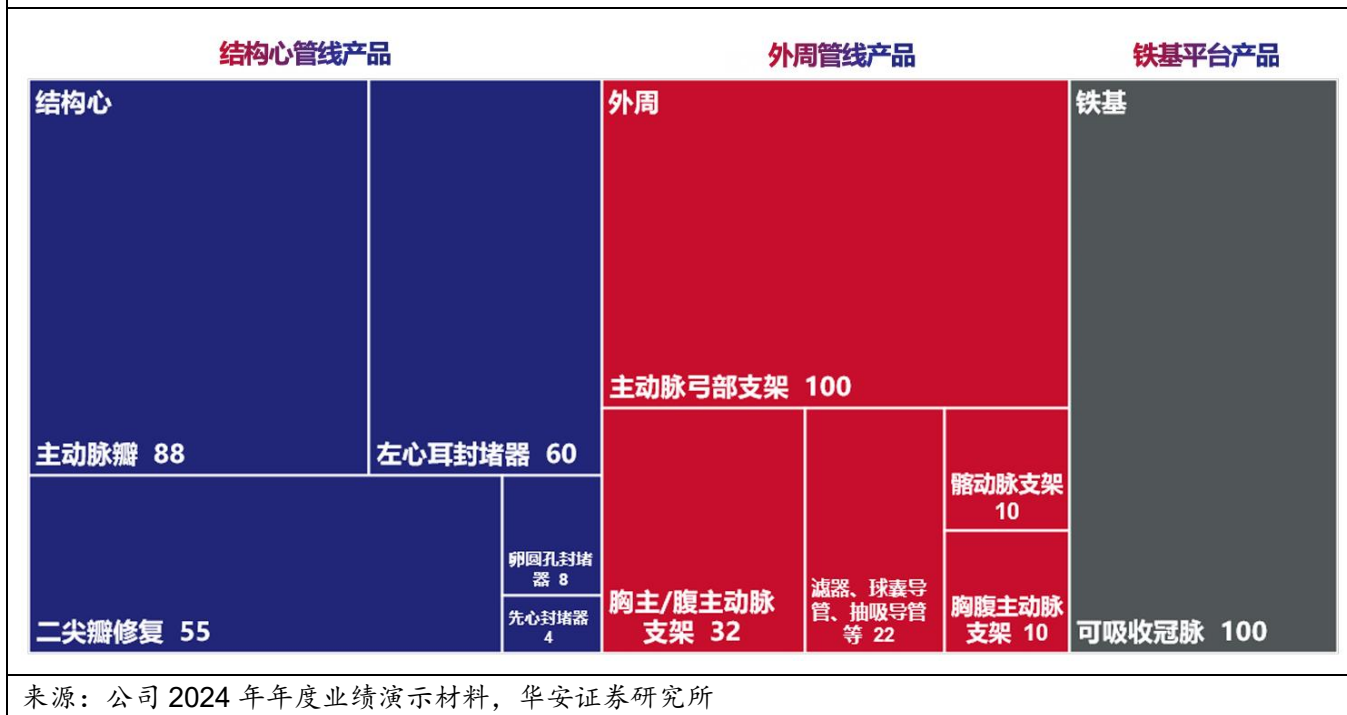


来源：ifind，华安证券研究所

全球市场空间广阔，中国创新医疗器械出海大有可为。公司三大产品矩阵包括结构心管线产品、外周管线产品和铁基平台产品，全球市场空间预计 490 亿美元。根据 2024 年公司内部测算和第三方研究报告显示，结构心产品管线预计全球市场规模总计 215 亿美元（主动脉瓣 88 亿美元，左心耳封堵器 60 亿美元，二尖瓣修复 55 亿美元，卵圆孔封堵器 8 亿美元，先心封堵器 4 亿美元），外周管线产品预计全球市场规模总计 174 亿美元（主动脉弓部支架 100 亿美元，胸主/腹主动脉支架 32 亿美元，滤器、球

囊导管、抽吸导管 22 亿美元，胸腹主动脉支架 10 亿美元)，铁基可吸收冠脉支架 100 亿美元。

图表 35 创新及国际化产品矩阵全球市场规模（亿美元，出厂价计口径计算）



3.2 与剑虎医疗战略合作，进军电生理领域

公司增资 1.5 亿元持有剑虎医疗 30% 股权，正式进军电生理领域。2025 年 6 月 6 日，公司宣布拟通过其全资子公司先健深圳，以 1.5 亿元人民币分阶段投资剑虎医疗科技（苏州）有限公司（“剑虎医疗”）。投资完成后，公司将持有剑虎医疗 30% 股权，其中 22.22% 的股权将于第一阶段投资完成后立即取得，但剑虎医疗不会成为先健科技的附属公司。公司拥有剑虎医疗电生理相关产品的独家优先合作权及海外独家经销权，包括但不限于三维标测设备、环形标测导管、高密标测导管、压力大头导管、射频仪、脉冲消融仪、环形脉冲导管及其他产品。

全球唯一三维介电标测+纳秒 PFA，形成集影像+能量平台+耗材的一体化方案。心脏电生理设备技术壁垒显著，长期以来，中国心脏电生理设备高度依赖进口，国内市场一直由国际巨头占据主导，尤其三维标测设备国产份额尚不足 10%，具有巨大国产替代空间和技术突破潜力。剑虎医疗拥有自主知识产权和核心算法，是国内目前唯一一家同时拥有介电三维标测技术和纳秒级脉冲电场消融技术的公司，其核心产品 StarTrek® 三维标测平台已于今年 5 月获 NMPA 批准上市，是国产首个基于介电成像技术的开放式三维介电标测平台。其特色的三维介电脉冲电场一体化消融系统，由 STARTREK™ 三维介电成像标测导航系统、ALPHATRION® 纳秒脉冲电场消融仪和 HALOPULSE™ 介电定位环形多通道消融导管三部分组成，是集影像+能量平台+耗材的一体化方案。

4 盈利预测与投资建议

4.1 收入拆分与盈利预测

公司业务可拆分为三大板块：结构性心脏病业务，外周血管病业务，和起搏器电生理业务。其中结构性心脏病业务主要包括先心封堵器、左心耳封堵器和其他业务，外周血管病业务主要包括主动脉覆膜支架、腔静脉滤器和其他外周，起搏器电生理业务占比较低，是公司的非主营业务或代理业务。

图表 36 公司收入拆分与盈利预测（百万元）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,097.31	1,267.18	1,303.70	1,403.02	1,527.64	1,736.33
同比增长率 YOY(%)	18.6%	15.5%	2.9%	7.6%	8.9%	13.7%
国内收入	895.05	992.13	957.11	965.72	952.56	1,022.76
yoy		10.8%	-3.5%	0.9%	-1.4%	7.4%
海外收入	202.26	275.05	346.59	437.30	575.08	713.57
yoy		36.0%	26.0%	26.2%	31.5%	24.1%
海外收入占比	18%	22%	27%	31%	38%	41%
营业成本	152.99	191.05	216.73	342.31	347.95	351.85
销售毛利率(%)	79.6%	78.6%	75.3%	75.6%	77.2%	79.7%
归属母净利润	325.34	263.24	222.39	316.08	388.36	526.12
净利润 yoy (%)	11.2%	-19.1%	-15.5%	42.1%	22.9%	35.5%
净利率(%)	29.6%	20.8%	17.1%	22.5%	25.4%	30.3%
1.结构性心脏病						
营业收入	394.57	495.67	527.60	570.61	625.31	699.83
营业收入 YOY(%)	19.2%	25.6%	6.4%	8.2%	9.6%	11.9%
营业成本	45.94	49.57	52.76	85.59	87.54	83.98
毛利率(%)	91.0%	90.0%	90.0%	85.0%	86.0%	88.0%
占营业收入比(%)	36.0%	39.1%	40.5%	40.7%	40.9%	40.3%
2.外周血管病						
营业收入	644.34	707.11	751.11	807.41	877.33	1,011.50
营业收入 YOY(%)	/	9.7%	6.2%	7.5%	8.7%	15.3%
营业成本	74.94	106.07	150.22	242.22	245.65	252.87
毛利率(%)	88.4%	85.0%	80.0%	70.0%	72.0%	75.0%
占营业收入比(%)	58.7%	55.8%	57.6%	57.5%	57.4%	58.3%
3.起搏器电生理						
营业收入	58.39	64.40	25.00	25.00	25.00	25.00
营业收入 YOY(%)	0.0%	10.3%	-61.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	32.11	35.42	13.75	14.50	14.75	15.00
毛利率(%)	45.0%	45.0%	45.0%	42.0%	41.0%	40.0%
占营业收入比(%)	5.3%	5.1%	1.9%	1.8%	1.6%	1.4%

来源：华安证券研究所预测

4.2 可比公司估值

选取 H 股医药生物板块下的血管介入高值耗材公司进行对比：归创通桥，沛嘉医疗，微创脑科学。截至 2025 年 7 月 30 日，H 股可比公司 2025-2027 年市盈率（PE）均值为 36/26/26 倍（沛嘉医疗 25-26E 预测 PE 异常，均值仅计算归创通桥、微创脑科学），我们预测公司 2025-2027 年市盈率（PE）为 31/25/19 倍。

图表 37 可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	净利润（百万元）				PE		
			24A	25E	26E	27E	25E	26E	27E
2190.HK	归创通桥	75.28	100.26	161.35	244.96	356.08	45.53	29.99	20.63
9996.HK	沛嘉医疗-B	55.03	-226.58	-92.38	12.46	133.98	/	425.26	39.55
2172.HK	微创脑科学	78.10	254.17	281.46	355.11	456.57	25.53	20.23	15.74
	均值		/				36.36	25.78	25.96
1302.HK	先健科技	98.19	222.39	316.08	388.36	526.12	31.07	25.28	18.66

资料来源：ifind（2025 年 7 月 30 日），华安证券研究所；注：可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期

4.3 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营业收入有望分别实现 14.03/15.28/17.36 亿元，同比增长 8%/9%/14%；归母净利润分别实现 3.16/3.88/5.26 亿元，同比增长 42%/23%/35%；对应 EPS 为 0.07/0.08/0.11 元；对应 PE 倍数为 31/25/19x。看好公司长期深耕血管介入领域的行业地位和极强产品力，看好国内部分产品困境反转及国际化业务快速增长的潜力。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

高值耗材集采收入下滑风险，核心产品获批进度不及预期，国际贸易摩擦风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万人民币		
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,334	2,657	3,008	3,483
现金	666	629	622	707
应收账款及票据	137	137	153	172
存货	532	580	585	593
其他	999	1,311	1,648	2,011
非流动资产	2,566	2,602	2,700	2,844
固定资产	931	933	960	1,009
无形资产	735	835	965	1,085
其他	900	833	775	750
资产总计	4,900	5,259	5,708	6,328
流动负债	816	875	948	1,065
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	60	94	85	90
其他	756	781	862	975
非流动负债	609	609	609	609
长期债务	0	0	0	0
其他	609	609	609	609
负债合计	1,425	1,485	1,557	1,675
普通股股本	0	0	0	0
储备	3,493	3,808	4,196	4,722
归属母公司股东权益	3,495	3,810	4,198	4,724
少数股东权益	-19	-36	-47	-71
股东权益合计	3,475	3,775	4,151	4,653
负债和股东权益	4,900	5,259	5,708	6,328
现金流量表		单位:百万人民币		
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	321	304	410	542
净利润	222	316	388	526
少数股东权益	-54	-16	-11	-24
折旧摊销	88	48	49	50
营运资金变动及其他	65	-43	-15	-11
投资活动现金流	-518	-341	-416	-457
资本支出	-283	-150	-205	-220
其他投资	-235	-191	-211	-237
筹资活动现金流	-117	0	0	0
借款增加	-7	0	0	0
普通股增加	-146	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	36	0	0	0
现金净增加额	-314	-37	-6	84
利润表		单位:百万人民币		
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,304	1,403	1,528	1,736
其他收入	0	0	0	0
营业成本	322	342	348	352
销售费用	340	309	321	347
管理费用	165	140	145	156
研发费用	303	281	290	313
财务费用	-13	-9	-8	-8
除税前溢利	199	352	444	591
所得税	31	53	67	89
净利润	168	300	377	502
少数股东损益	-54	-16	-11	-24
归属母公司净利润	222	316	388	526
EBIT表				
EBIT	186	343	435	583
EBITDA	274	391	484	633
EPS（元）	0.05	0.07	0.08	0.11
主要财务比率				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	2.88%	7.62%	8.88%	13.66%
归属母公司净利润	-15.52%	42.13%	22.87%	35.47%
获利能力				
毛利率	75.28%	75.60%	77.22%	79.74%
销售净利率	17.06%	22.53%	25.42%	30.30%
ROE		6.36%	8.30%	9.25%
ROIC	4.52%	7.74%	8.91%	10.64%
偿债能力				
资产负债率	29.08%	28.23%	27.27%	26.47%
净负债比率	-19.16%	-16.66%	-14.99%	-15.19%
流动比率	2.86	3.04	3.17	3.27
速动比率	2.20	2.37	2.55	2.71
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.28	0.28	0.29
应收账款周转率	10.78	10.26	10.55	10.69
应付账款周转率	3.51	4.45	3.87	4.02
每股指标（元）				
每股收益	0.05	0.07	0.08	0.11
每股经营现金流	0.07	0.07	0.09	0.12
每股净资产	0.75	0.82	0.91	1.02
估值比率				
P/E	27.25	31.07	25.28	18.66
P/B	1.84	2.58	2.34	2.08
EV/EBITDA	21.09	23.49	19.02	14.39

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，华安证券研究所副所长，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：钱琨，医药行业分析师，主要负责医疗器械行业研究。上海交通大学医学本硕，曾任职于美敦力（上海）管理有限公司、某国产结构性心脏病公司。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。