

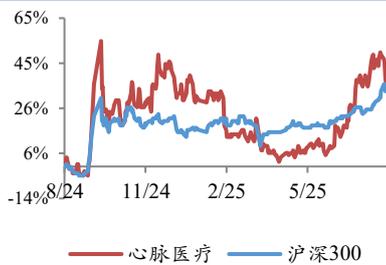
内生增长韧性十足，预计完成股权激励目标

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-28

收盘价 (元)	110.18
近 12 个月最高/最低 (元)	135.58/79.28
总股本 (百万股)	123
流通股本 (百万股)	123
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	136
流通市值 (亿元)	136

公司价格与沪深 300 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

1. 【华安医药】公司点评心脉医疗 (688016)：国内政策扰动明显，看好产品出海加速 2024-04-02
2. 【华安医药】公司点评心脉医疗 (688016)：24H2 承压明显，看好海外收入增长 2024-11-21
3. 【华安医药】公司点评心脉医疗 (688016)：业绩保持高速增长，创新产品持续获批 2024-08-28

主要观点：

● 事件：

2025 年 8 月 27 日，公司发布 2025 年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入 7.14 亿元(同比-9.24%)，归母净利润 3.15 亿元(同比-22.03%)，扣非净利润 2.71 亿元(同比-29.96%)；单二季度，公司实现营业收入 3.82 亿元(同比-10.92%)，归母净利润 1.85 亿元(同比-15.61%)，扣非净利润 1.48 亿元(同比-28.84%)。

● 点评：

● 国内市场承压，但产品结构优化，预计完成 25 年股权激励目标

报告期内，公司 1Q/2Q 单季度分别实现营业收入 3.32 亿元/3.82 亿元，上半年业绩同比下滑，主要系 24H2 国家医保局进行价格调整影响所致。但从业绩趋势看，单二季度收入环比增长 15%，归母净利润环比增长 42%，显示出价格调整的影响正逐步减弱，盈利能力环比改善明显。国内产品结构持续优化，尽管主动脉产品因价格调整收入下滑，但公司术中支架和外周产品同比增长较好。我们认为，公司 2025 年能够完成 2024 年底发布的股权激励方案（25 年净利润不低于 6 亿元，对应 25/26/27 年净利润增速 19.5%/20.0%/20.0%），价格调整逐步出清，产品结构持续优化，公司收入端有望重回双位数增长趋势。

● 海外市场延续高增势头，创新管线构筑长期壁垒

在国内业务调整期，公司全球化战略成效显著。报告期内，公司海外营业收入实现 1.23 亿元，同比增长 95.22%，销售收入占比提升至 17.25%。公司国际业务已拓展至 45 个国家和地区，核心产品 Castor®分支型胸主动脉覆膜支架、Minos®腹主动脉覆膜支架均已在 27 个国家实现植入，Talos®直管型胸主动脉覆膜支架系统也首次在巴西及阿根廷实现海外销售。此外，Minos®腹主动脉覆膜支架及 Hercules®球囊扩张导管获得欧盟 CE MDR 认证，为欧洲市场拓展奠定基础。同时，公司研发管线多点开花，新一代 Cratos®分支型主动脉覆膜支架系统获批上市并实现临床植入；Hector®胸主动脉多分支覆膜支架系统获批进入国家创新医疗器械特别审查程序，为公司第 9 款进入“绿色通道”的产品，持续巩固公司在主动脉及外周血管介入领域的技术领先优势。

● 投资建议：

我们预计公司 2025-2027 年营业收入实现 14.37/17.15/20.59 亿元，同比增长 19.1%/19.3%/20.0%；归母净利润分别实现 6.20/7.60/9.21 亿元，同比增长 23.5%/22.6%/21.2%；对应 EPS 为 5.03/6.16/7.47 元；对应 PE 倍数为 22/18/15x。维持“买入”评级。

● 风险提示

价格调整导致收入下滑，高值耗材集采影响，海外收入不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1206	1437	1715	2059
收入同比 (%)	1.6%	19.1%	19.3%	20.0%
归属母公司净利润	502	620	760	921
净利润同比 (%)	2.0%	23.5%	22.6%	21.2%
毛利率 (%)	73.0%	70.2%	70.8%	71.0%
ROE (%)	13.2%	15.2%	15.7%	16.0%
每股收益 (元)	4.07	5.03	6.16	7.47
P/E	26.99	21.91	17.88	14.75
P/B	3.57	3.32	2.80	2.35
EV/EBITDA	18.47	14.10	10.77	8.35

资料来源: ifind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	2740	3165	4004	5043	
现金	2171	2526	3208	4120	
应收账款	210	215	277	320	
其他应收款	2	2	3	3	
预付账款	38	50	59	70	
存货	266	336	401	474	
其他流动资产	53	35	56	56	
非流动资产	1551	1533	1512	1485	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	101	143	168	164	
无形资产	440	429	418	418	
其他非流动资产	1010	961	925	904	
资产总计	4292	4699	5515	6529	
流动负债	339	458	527	634	
短期借款	14	21	32	40	
应付账款	41	58	66	80	
其他流动负债	284	379	430	514	
非流动负债	130	130	130	130	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	130	130	130	130	
负债合计	469	588	657	764	
少数股东权益	31	21	9	-5	
股本	123	164	164	164	
资本公积	2656	2656	2656	2656	
留存收益	1013	1270	2029	2950	
归属母公司股东权益	3792	4089	4849	5770	
负债和股东权益	4292	4699	5515	6529	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	374	646	624	807	
净利润	493	611	748	906	
折旧摊销	61	48	52	26	
财务费用	0	1	1	2	
投资损失	-87	-57	-78	-99	
营运资金变动	-95	43	-99	-29	
其他经营现金流	591	568	847	935	
投资活动现金流	-733	27	48	99	
资本支出	-213	-30	-30	0	
长期投资	-562	0	0	0	
其他投资现金流	41	57	78	99	
筹资活动现金流	-535	-317	9	7	
短期借款	14	7	11	9	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	41	41	0	0	
资本公积增加	33	0	0	0	
其他筹资现金流	-622	-364	-1	-2	
现金净增加额	-894	356	681	912	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	1206	1437	1715	2059	
营业成本	326	428	500	597	
营业税金及附加	10	13	16	19	
销售费用	157	180	196	237	
管理费用	93	83	90	105	
财务费用	-17	-21	-24	-30	
资产减值损失	-5	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	87	57	78	99	
营业利润	661	760	940	1145	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	9	0	0	0	
利润总额	652	760	940	1145	
所得税	159	149	192	239	
净利润	493	611	748	906	
少数股东损益	-9	-9	-12	-15	
归属母公司净利润	502	620	760	921	
EBITDA	618	787	968	1141	
EPS (元)	4.07	5.03	6.16	7.47	

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	1.6%	19.1%	19.3%	20.0%
营业利润	15.2%	15.0%	23.7%	21.8%
归属于母公司净利	2.0%	23.5%	22.6%	21.2%
获利能力				
毛利率 (%)	73.0%	70.2%	70.8%	71.0%
净利率 (%)	41.6%	43.1%	44.3%	44.7%
ROE (%)	13.2%	15.2%	15.7%	16.0%
ROIC (%)	10.9%	14.3%	14.8%	15.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	10.9%	12.5%	11.9%	11.7%
净负债比率 (%)	12.3%	14.3%	13.5%	13.3%
流动比率	8.08	6.91	7.60	7.96
速动比率	7.16	6.05	6.71	7.08
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.32	0.34	0.34
应收账款周转率	6.74	6.77	6.98	6.89
应付账款周转率	7.97	8.62	8.09	8.22
每股指标 (元)				
每股收益	4.07	5.03	6.16	7.47
每股经营现金流(薄)	3.03	5.24	5.07	6.54
每股净资产	30.76	33.17	39.34	46.81
估值比率				
P/E	26.99	21.91	17.88	14.75
P/B	3.57	3.32	2.80	2.35
EV/EBITDA	18.47	14.10	10.77	8.35

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, 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。