

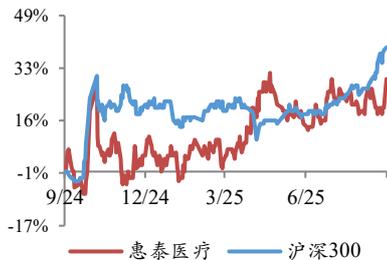
业绩符合预期，PFA 成为电生理业务新看点

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-02

收盘价(元)	305.49
近12个月最高/最低(元)	329.83/ 214.72
总股本(百万股)	141
流通股本(百万股)	141
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	431
流通市值(亿元)	431

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：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

- 【华安医药】公司点评：惠泰医疗 (688617)：业绩延续高增长，房颤解决方案完善 2025-04-25
- 【华安医药】公司点评：惠泰医疗 (688617)：2024Q3 业绩延续高增长，降本增效效果显著 2024-10-31

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现营业收入 12.14 亿元，同比增长 21.26%；归母净利润 4.25 亿元，同比增长 24.11%；扣非归母净利润 4.11 亿元，同比增长 25.33%。

其中，公司第二季度实现营业收入 6.50 亿元，同比增长 19.04%；归母净利润 2.42 亿元，同比增长 19.56%；扣非归母净利润 2.30 亿元，同比增长 20.41%。

✓ 点评：

● PFA 解决方案成为公司电生理业务新看点

脉冲消融技术 (PFA) 凭借组织选择性与非热效应的特性，成为心脏电生理领域备受瞩目的新型能量形式。公司的 PFA 产品凭借独特压力感应技术，可精准感知导管与心肌组织的接触压力，该产品上市前的临床研究数据表明其房颤三维脉冲环形+线性的解决方案对阵发性房颤患者治疗安全有效，2025 年 2 月，公司磁定位线性压力 PFA 导管和磁定位环形 PFA 导管的成功上市标志着公司在房颤消融治疗领域取得重要进展，为临床治疗提供了新的可靠选择。

2025 年上半年，公司累计完成 PFA 脉冲消融手术 800 余例，并在全国多家头部中心完成 PFA 产品的准入及常规开展工作。公司营销团队目前正聚焦省级头腰部中心的准入加速，全年 PFA 手术量会超过年初预期的 3,000 台，预计达到 4,500 台。另外，2025 年上半年，公司国内电生理传统三维非房颤手术仍在加速推进，报告期内完成手术近 8,000 例，预计全年公司三维手术量会超过 2 万台。

● 其他核心业务保持高速增长，整体盈利质量较优

公司血管介入类产品的覆盖率及入院渗透率进一步提升。报告期末，冠脉产品已进入的医院数量较去年同期增长超 18%；外周产品已进入的医院数量较去年同期增长超 20%，市场活力表现强劲。2025 年上半年，公司冠脉介入实现收入 6.54 亿收入，yoy+30.02%，保持快速增长趋势；外周介入实现收入 2.13 亿收入，yoy+21.33%。公司在研新产品方面进展顺利，棘突球囊获批上市，ICE、IVUS 处于注册审批阶段，有望获批后带动未来增长。

公司整体的经营质量来看，2025 年上半年公司毛利率 73.51%，单 Q2 毛利率 73.87%，环比同比略有提升，保持高位水平。期间费用方面销售费用率 17.24% (yoy-0.46pp)，管理费用率 4.67% (yoy+0.05pp)，研发费用率 12.95% (yoy-0.43pp)，基本保持与 24H1 同期一致。公司单 Q2 净利率 36.76%，净利润率较稳定，经营韧性强。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 26.73 亿元、34.39 亿元和 44.24 亿元 (2025-2027 年前值预测为 27.41 亿元、35.80 亿元和 46.64 亿元), 收入增速分别为 29.4%、28.7%和 28.7%, 2025-2027 年归母净利润分别实现 8.90 亿元、11.58 亿元和 15.01 亿元 (2025-2027 年前值预测为 9.13 亿元、12.03 亿元和 15.81 亿元), 增速分别为 32.2%、30.2%和 29.6%, 2025-2027 年 EPS 预计分别为 6.31 元、8.21 元和 10.64 元, 对应 2025-2027 年的 PE 分别为 45x、35x 和 27x, 维持“买入”评级。

● 风险提示

公司手术量拓展不及预期风险。

公司在研临床进展不及预期风险。

● 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	2066	2673	3439	4424
收入同比 (%)	25.2%	29.4%	28.7%	28.7%
归属母公司净利润	673	890	1158	1501
净利润同比 (%)	26.1%	32.2%	30.2%	29.6%
毛利率 (%)	72.3%	72.6%	72.8%	73.0%
ROE (%)	26.8%	25.8%	25.1%	24.6%
每股收益 (元)	6.96	6.31	8.21	10.64
P/E	53.50	45.07	34.62	26.72
P/B	14.41	11.62	8.70	6.56
EV/EBITDA	42.12	37.07	28.25	21.45

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1617	2356	3233	4496	营业收入	2066	2673	3439	4424
现金	1081	1695	2332	3426	营业成本	572	732	937	1196
应收账款	83	62	131	118	营业税金及附加	25	32	41	53
其他应收款	7	8	12	13	销售费用	373	495	636	818
预付账款	32	49	62	77	管理费用	92	134	172	221
存货	399	527	682	847	财务费用	-13	-32	-51	-70
其他流动资产	14	15	14	15	资产减值损失	-25	2	4	3
非流动资产	1364	1763	2137	2508	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	101	134	166	203	投资净收益	13	13	17	22
固定资产	615	791	920	1031	营业利润	754	968	1260	1633
无形资产	402	583	787	1002	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	246	255	265	272	营业外支出	8	0	0	0
资产总计	2981	4118	5370	7004	利润总额	746	968	1260	1633
流动负债	406	653	802	1006	所得税	88	120	157	203
短期借款	0	0	0	0	净利润	658	847	1103	1429
应付账款	46	68	81	108	少数股东损益	-15	-42	-55	-71
其他流动负债	360	584	720	899	归属母公司净利润	673	890	1158	1501
非流动负债	20	20	20	20	EBITDA	835	1036	1337	1711
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	6.96	6.31	8.21	10.64
其他非流动负债	20	20	20	20					
负债合计	426	673	822	1026					
少数股东权益	39	-4	-59	-130					
股本	97	141	141	141					
资本公积	785	785	785	785					
留存收益	1634	2524	3682	5183					
归属母公司股东权益	2516	3450	4608	6109					
负债和股东权益	2981	4118	5370	7004					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	743	1070	1140	1613	成长能力				
净利润	658	847	1103	1429	营业收入	25.2%	29.4%	28.7%	28.7%
折旧摊销	91	116	149	173	营业利润	25.5%	28.4%	30.2%	29.6%
财务费用	7	0	0	0	归属于母公司净利润	26.1%	32.2%	30.2%	29.6%
投资损失	-13	-13	-17	-22	获利能力				
营运资金变动	-12	121	-92	36	毛利率 (%)	72.3%	72.6%	72.8%	73.0%
其他经营现金流	683	724	1191	1391	净利率 (%)	32.6%	33.3%	33.7%	33.9%
投资活动现金流	-618	-499	-503	-519	ROE (%)	26.8%	25.8%	25.1%	24.6%
资本支出	-650	-480	-487	-504	ROIC (%)	25.6%	23.3%	22.8%	22.5%
长期投资	23	-33	-32	-37	偿债能力				
其他投资现金流	9	13	17	22	资产负债率 (%)	14.3%	16.3%	15.3%	14.6%
筹资活动现金流	-308	44	0	0	净负债比率 (%)	16.7%	19.5%	18.1%	17.2%
短期借款	-70	0	0	0	流动比率	3.98	3.61	4.03	4.47
长期借款	-1	0	0	0	速动比率	2.88	2.71	3.09	3.54
普通股增加	31	44	0	0	营运能力				
资本公积增加	60	0	0	0	总资产周转率	0.74	0.75	0.72	0.72
其他筹资现金流	-328	0	0	0	应收账款周转率	33.13	36.67	35.50	35.46
现金净增加额	-195	614	637	1094	应付账款周转率	12.85	12.78	12.53	12.66
					每股指标 (元)				
					每股收益	6.96	6.31	8.21	10.64
					每股经营现金流(薄)	5.27	7.59	8.08	11.44
					每股净资产	25.84	24.46	32.68	43.32
					估值比率				
					P/E	53.50	45.07	34.62	26.72
					P/B	14.41	11.62	8.70	6.56
					EV/EBITDA	42.12	37.07	28.25	21.45

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，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李婵，医药行业研究员，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

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。