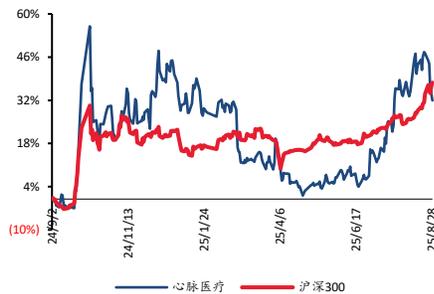


心脉医疗：增长动力储备充足，出海大步向前

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	1.23/1.23
总市值/流通(亿元)	133.84/133.84
12个月内最高/最低价(元)	135.58/79.28

相关研究报告

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

研究助理：李啸岩

电话：0755-83688835

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

事件：公司近期发布2025年半年度报告：2025年上半年，公司实现营业收入7.14亿元，同比下降9.24%；归母净利润3.15亿元，同比下降22.03%；扣非归母净利润2.71亿元，同比下降29.96%。其中，公司第二季度实现营业收入3.82亿元，同比下降10.92%；归母净利润1.85亿元，同比下降15.61%；扣非归母净利润1.48亿元，同比下降28.84%。

研发成果逐步兑现，后续增长动力储备充足

(1) 主动脉介入领域，Cratos分支型主动脉覆膜支架获批上市；Aegis腹主动脉覆膜支架完成上市前临床随访；Hector胸主动脉多分支覆膜支架系统进入国家创新医疗器械特别审查程序（“绿色通道”）；L-REBOA主动脉阻断球囊导管开展上市后临床应用。(2) 外周动脉介入领域，HawkMaster可解脱带纤维毛栓塞弹簧圈处于注册审评阶段；SunRiver膝下药物球囊扩张导管完成上市前临床随访；HawkNest带纤维毛栓塞弹簧圈顺利开展上市后临床应用。(3) 外周静脉介入领域，Fishhawk机械血栓切除术导管处于注册审评阶段；SeaNet血栓保护装置完成上市前临床随访；Vflower静脉支架系统、Vewatch腔静脉滤器、SeaDragon外周球囊扩张导管顺利开展上市后临床应用。(4) 肿瘤介入领域，首款产品Tipspear经颈静脉肝内穿刺套件获批上市；HepaFlow®TIPS覆膜支架系统、FinderSphere/FluentSphere聚乙烯醇栓塞微球处于注册审评阶段。

出海大步向前，上半年收入同比近乎翻倍

国际业务方面，公司持续推进主动脉及外周血管介入产品在欧洲、拉美、亚太等区域国家的市场准入和推广工作，同时积极推动新产品在欧洲和日本的上市前临床试验。2025上半年，公司海外销售收入较2024年同期增长超95%，销售收入占比提升至17%。海外新增获得产品注册证8张，Hector胸主动脉多分支覆膜支架系统获欧盟定制证书，Minos腹主动脉覆膜支架及输送系统、Hercules球囊扩张导管获欧盟CE MDR认证，累计获得海外注册证100余张，其中CE证书5张，海外业务新增拓展5个国家，累计覆盖欧洲、拉美、亚洲、非洲45个国家和地区。

毛利水平受产品降价影响，费用端升高

2025年上半年，公司的综合毛利率同比下降7.38pct至69.19%，主要系产品降价影响。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为13.42%、5.23%、5.18%、-1.23%，同比变动幅度分别为+5.49pct、+1.63pct、-1.00pct、-0.14pct。销售、管理费率变动主要由于收购整合Lombard完成后海外销售团队扩大，海外市场及销售相关推广活动增加等因素所致。

其中，2025年第二季度的综合毛利率、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68.82%、13.39%、4.49%、5.50%、1.79%、48.40%，分别变动-7.80pct、+5.05pct、+0.83pct、-0.44pct、

-0.81pct、-2.69pct。

盈利预测及投资评级：我们预计，2025-2027 年公司营业收入分别为 15.51/18.52/23.50 亿元，同比增速为 28.57%/19.41%/26.89%；归母净利润分别为 6.45/7.55/9.90 亿元，同比增速为 28.51%/17.00%/31.19%；EPS 分别为 5.23/6.12/8.04 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 21/18/14 倍。维持“买入”评级。

风险提示：集采降价风险，招投标落地节奏慢的风险，耗材推广不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,206	1,551	1,852	2,350
营业收入增长率(%)	1.61%	28.57%	19.41%	26.89%
归母净利（百万元）	502	645	755	990
净利润增长率(%)	1.96%	28.51%	17.00%	31.19%
摊薄每股收益（元）	4.07	5.23	6.12	8.04
市盈率（PE）	26.99	20.74	17.73	13.51

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,967	2,171	2,716	3,105	3,616
应收和预付款项	181	248	303	330	377
存货	211	266	346	400	451
其他流动资产	6	55	13	16	19
流动资产合计	3,365	2,740	3,379	3,852	4,464
长期股权投资	122	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	97	101	136	166	189
在建工程	206	288	308	328	348
无形资产开发支出	346	601	557	517	477
长期待摊费用	35	25	18	13	11
其他非流动资产	3,440	3,276	3,902	4,370	4,977
资产总计	4,246	4,292	4,922	5,395	6,003
短期借款	0	14	9	4	0
应付和预收款项	40	41	66	83	101
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	342	414	518	609	712
负债合计	383	469	593	695	814
股本	83	123	123	123	123
资本公积	2,623	2,656		2,663	2,663
留存收益	1,137	1,147	1,635	2,013	2,508
归母公司股东权益	3,844	3,792	4,308	4,686	5,181
少数股东权益	20	31	21	14	9
股东权益合计	3,864	3,822	4,329	4,699	5,190
负债和股东权益	4,246	4,292	4,922	5,395	6,003

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	558	374	736	851	1,085
投资性现金流	-177	-733	-62	-76	-73
融资性现金流	1,601	-535	-130	-385	-501
现金增加额	1,983	-894	545	389	511

利润表 (百万元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,187	1,206	1,551	1,852	2,350
营业成本	280	326	472	595	730
营业税金及附加	12	10	16	19	24
销售费用	130	157	209	241	294
管理费用	55	93	85	98	118
财务费用	-8	-17	-21	-32	-41
资产减值损失	-6	-5	-8	-5	-2
投资收益	9	87	16	19	24
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	574	661	752	884	1,162
其他非经营损益	-2	-9	-4	-5	-3
利润总额	572	652	748	879	1,159
所得税	85	159	112	132	174
净利润	487	493	636	747	986
少数股东损益	-5	-9	-10	-7	-5
归母股东净利润	492	502	645	755	990

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	76.45%	73.01%	69.57%	67.87%	68.94%
销售净利率	41.48%	41.62%	41.60%	40.76%	42.15%
销售收入增长率	32.43%	1.61%	28.57%	19.41%	26.89%
EBIT 增长率	39.01%	0.14%	30.42%	16.65%	31.97%
净利润增长率	37.98%	1.96%	28.51%	17.00%	31.19%
ROE	12.81%	13.24%	14.98%	16.11%	19.12%
ROA	11.60%	11.70%	13.11%	13.99%	16.50%
ROIC	12.15%	10.89%	14.16%	15.25%	18.25%
EPS(X)	6.81	4.07	5.23	6.12	8.04
PE(X)	28.58	26.99	20.74	17.73	13.51
PB(X)	4.19	3.57	3.11	2.86	2.58
PS(X)	13.56	11.22	8.63	7.23	5.70
EV/EBITDA(X)	21.86	18.47	13.19	10.98	8.06

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。