

惠泰医疗（688617）

业绩符合预期，PFA 放量引领电生理增长

事件：

2025 年 8 月 21 日，公司发布 2025 年半年报。2025H1 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%。第二季度公司实现营业收入 6.5 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 2.3 亿元，同比增长 20.41%。

点评：

PFA 产品快速放量，血管介入业务稳步推进

2025H1 公司专注于核心 PFA 产品的准入与增长，累计完成 PFA 脉冲消融手术 800 余例，并在全国多家头部医疗中心完成产品准入与常规开展。公司于 2025 年 2 月成功上市磁定位线性压力 PFA 导管和磁定位环形 PFA 导管，标志着公司在房颤治疗领域取得重要进展。此外，公司还新增磁定位压力感应消融导管等多款关键产品注册证，标志着公司完成全线产品三维化布局。

公司血管介入类产品的覆盖率及入院渗透率进一步提升。冠脉产品已进入医院数量同比增长超 18%，外周产品进入医院数量同比增长超 20%。公司通过举办超 80 场自主品牌活动、参与近 10 场全国行业大会，有效提升品牌影响力与临床认知度。同时，公司在肿瘤介入与血管介入领域分别取得弹簧圈与腔静脉滤器两个治疗类产品注册证，进一步丰富了产品组合。

费用管控持续优化，盈利能力不断增强

2025H1 公司销售费用率为 17.24%，同比下降 0.46%；管理费用率为 4.67%，同比增长 0.04%；研发费用率为 12.95%，同比下降 0.42%。公司 2025H1 毛利率为 73.51%，同比增长 0.76%。

海外市场增长强劲，重点区域实现突破

2025H1 公司境外业务收入 1.43 亿元，同比增长 23.84%。自主品牌产品持续驱动整体发展，收入同比增长 34.56%，欧洲区、俄罗斯独联体区与拉美区表现亮眼，中东非地区受地缘局势影响，增长相对承压，但整体仍符合预期。

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 26.82/34.57/44.50 亿元（2025/2026 年前值分别为 30.82/38.47 亿元），归母净利润分别为 9.3/12.46/15.17 亿元（2025/2026 年前值分别为 9.6/12.83 亿元），下调原因系 2025 年上半年海外部分市场销售承压。维持“买入”评级。

风险提示：集中带量采购范围扩大风险，海外市场波动风险，市场竞争加剧风险，科研及管理人才流失的风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,650.21	2,065.80	2,681.70	3,456.73	4,449.63
增长率(%)	35.71	25.18	29.81	28.90	28.72
EBITDA(百万元)	863.88	1,119.97	1,166.30	1,533.60	1,852.53
归属母公司净利润(百万元)	533.92	673.15	929.81	1,246.38	1,517.23
增长率(%)	49.13	26.08	38.13	34.05	21.73
EPS(元/股)	3.79	4.77	6.59	8.84	10.76
市盈率(P/E)	82.78	65.66	47.54	35.46	29.13
市净率(P/B)	23.18	17.57	13.58	10.65	8.39
市销率(P/S)	26.78	21.40	16.48	12.79	9.93
EV/EBITDA	28.45	31.32	36.51	27.24	22.23

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 09 月 29 日

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	313.45 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	141.01
流通 A 股股本(百万股)	141.01
A 股总市值(百万元)	44,200.77
流通 A 股市值(百万元)	44,200.77
每股净资产(元)	19.82
资产负债率(%)	12.20
一年内最高/最低(元)	480.00/269.20

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
张雪	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020004	
zhangxue@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《惠泰医疗-年报点评报告:业绩增长靓丽，电生理、冠脉、外周产品全线突破》 2024-04-08
- 《惠泰医疗-公司点评:Q1 营业收入保持高增长，海外市场增速亮眼》 2023-05-26
- 《惠泰医疗-首次覆盖报告:血管介入业务持续推进，电生理集采有望加速进口替代》 2023-03-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E	
货币资金	1,276.39	1,081.09	994.50	1,875.31	2,585.85	营业收入	1,650.21	2,065.80	2,681.70	3,456.73	4,449.63
应收票据及应收账款	41.78	83.29	78.66	122.78	143.03	营业成本	474.18	571.96	730.77	914.05	1,168.87
预付账款	38.13	32.29	61.32	56.04	91.87	营业税金及附加	20.17	24.71	31.93	41.59	53.24
存货	327.95	399.32	670.70	590.71	1,012.91	销售费用	304.70	372.82	536.34	433.82	558.43
其他	71.81	20.70	490.73	367.61	254.19	管理费用	82.26	91.52	157.95	138.27	163.75
流动资产合计	1,756.07	1,616.69	2,295.92	3,012.46	4,087.85	研发费用	237.92	290.54	670.43	449.37	705.27
长期股权投资	38.66	100.84	119.45	136.82	169.55	财务费用	(3.26)	(12.53)	(10.27)	(14.33)	(22.48)
固定资产	399.37	614.91	682.25	767.18	829.84	资产/信用减值损失	(15.34)	(27.32)	(19.42)	(20.69)	(22.48)
在建工程	47.84	46.34	49.35	60.81	65.13	公允价值变动收益	0.00	0.00	463.76	(112.49)	(132.52)
无形资产	83.00	402.00	508.47	645.74	812.26	投资净收益	23.13	13.17	19.02	18.44	16.88
其他	248.04	199.93	210.47	205.03	157.71	其他	(73.96)	(12.75)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	816.92	1,364.01	1,570.00	1,815.57	2,034.49	营业利润	600.41	753.69	1,027.92	1,379.22	1,684.43
资产总计	2,572.98	2,980.70	3,865.91	4,828.03	6,122.34	营业外收入	0.62	0.28	0.45	0.37	0.41
短期借款	70.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	4.67	8.01	5.36	6.01	6.46
应付票据及应付账款	42.73	46.32	62.27	88.40	100.41	利润总额	596.37	745.97	1,023.01	1,373.57	1,678.38
其他	431.05	314.30	516.18	585.97	785.53	所得税	74.24	87.80	130.03	169.08	205.82
流动负债合计	543.77	360.62	578.45	674.37	885.94	净利润	522.13	658.17	892.98	1,204.49	1,472.55
长期借款	0.59	0.00	0.30	0.15	0.22	少数股东损益	(11.79)	(14.98)	(36.82)	(41.89)	(44.68)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	533.92	673.15	929.81	1,246.38	1,517.23
其他	22.22	19.89	20.16	20.88	20.79	每股收益（元）	3.79	4.77	6.59	8.84	10.76
非流动负债合计	22.81	19.89	20.45	21.03	21.01						
负债合计	610.98	425.85	598.91	695.40	906.95						
少数股东权益	54.86	38.50	12.08	(18.37)	(51.22)						
股本	66.86	97.39	141.01	141.01	141.01						
资本公积	724.04	784.50	784.50	784.50	784.50						
留存收益	1,141.27	1,684.83	2,351.98	3,258.18	4,373.77						
其他	(25.03)	(50.39)	(22.58)	(32.69)	(32.67)						
股东权益合计	1,962.00	2,554.84	3,267.01	4,132.63	5,215.39						
负债和股东权益总计	2,572.98	2,980.70	3,865.91	4,828.03	6,122.34						

现金流量表(百万元)						主要财务比率					
2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E	
净利润	522.13	658.17	929.81	1,246.38	1,517.23	成长能力					
折旧摊销	59.10	80.98	110.90	128.43	147.26	营业收入	35.71%	25.18%	29.81%	28.90%	28.72%
财务费用	1.03	6.89	(10.27)	(14.33)	(22.48)	营业利润	51.24%	25.53%	36.39%	34.18%	22.13%
投资损失	(23.13)	(13.17)	(19.02)	(18.44)	(16.88)	归属于母公司净利润	49.13%	26.08%	38.13%	34.05%	21.73%
营运资金变动	197.33	45.41	(163.23)	137.09	(270.57)	获利能力					
其它	(67.40)	(34.89)	426.94	(154.38)	(177.20)	毛利率	71.27%	72.31%	72.75%	73.56%	73.73%
经营活动现金流	689.06	743.39	1,275.13	1,324.75	1,177.37	净利率	32.35%	32.59%	34.67%	36.06%	34.10%
资本支出	258.96	674.93	287.46	361.35	380.87	ROE	28.00%	26.75%	28.57%	30.03%	28.81%
长期投资	(28.68)	62.18	18.61	17.37	32.72	ROIC	116.51%	128.83%	66.87%	73.01%	84.58%
其他	351.62	(1,354.90)	(1,502.32)	(497.39)	(512.45)	偿债能力					
投资活动现金流	581.90	(617.79)	(1,196.24)	(118.66)	(98.86)	资产负债率	23.75%	14.29%	15.49%	14.40%	14.81%
债权融资	39.82	(62.92)	15.34	13.59	21.82	净负债率	-60.88%	-42.06%	-30.09%	-45.12%	-49.39%
股权融资	(414.42)	(104.55)	(180.82)	(338.87)	(389.79)	流动比率	2.99	3.98	3.97	4.47	4.61
其他	128.24	(140.43)	0.00	0.00	(0.00)	速动比率	2.43	3.00	2.81	3.59	3.47
筹资活动现金流	(246.36)	(307.90)	(165.48)	(325.28)	(367.97)	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	37.11	33.03	33.12	34.32	33.48
现金净增加额	1,024.60	(182.30)	(86.59)	880.82	710.54	存货周转率	4.96	5.68	5.01	5.48	5.55
						总资产周转率	0.69	0.74	0.78	0.80	0.81

每股指标（元）						估值比率					
2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E	
每股收益	3.79	4.77	6.59	8.84	10.76	市盈率	82.78	65.66	47.54	35.46	29.13
每股经营现金流	4.89	5.27	9.04	9.39	8.35	市净率	23.18	17.57	13.58	10.65	8.39
每股净资产	13.52	17.84	23.08	29.44	37.35	EV/EBITDA	28.45	31.32	36.51	27.24	22.23
						EV/EBIT	30.42	33.64	40.35	29.73	24.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

特别声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

一般声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com