

Q3 业绩基本符合预期，海外业务保持高速增长

核心观点

25年三季度，公司业绩符合预期，海外业务保持高速增长态势，国内业务在去年低基数的背景下，恢复快速增长。展望2025年Q4，在去年低基数基础上，公司营收端有望呈现高速增长，利润端实现扭亏为盈。展望26年，虽然公司外周介入业务和海外业务有望保持高速增长，但国内大支架业务存在集采的不确定性，不考虑国内大支架集采的影响，公司营收和利润有望在今年低基数的基础上恢复快速增长。中长期来看，公司持续加强全球化布局，创新产品在海内外市场保持快速放量趋势；其次公司紧跟临床市场需求，持续加大研发投入，加速完善产品线布局，在主动脉介入、外周介入及肿瘤介入领域打造具备竞争力的产品组合，为公司长期业绩增长提供有效支撑。

事件

公司发布2025年三季度报

根据公告，公司2025年前三季度实现营收10.15亿元，同比+4.66%；归母净利润4.29亿元，同比-22.46%；扣非归母净利润3.72亿元，同比-25.80%。EPS为3.54元/股。

简评

三季度业绩符合预期，海外市场保持高速增长

公司前三季度实现营收10.15亿元，同比+4.66%；归母净利润4.29亿元，同比-22.46%；扣非归母净利润3.72亿元，同比-25.80%。公司第三季度实现营收3.00亿元，同比+64.68%；归母净利润1.14亿元，同比-23.63%；扣非归母净利润1.02亿元，同比-11.84%，若剔除政府补贴及其他投资收益影响后净利润同比增长60%。公司营收端高速增长主要系去年同期公司主要产品受价格治理的影响，营收端基数较低；其次公司逐步扩大海外市场，产品竞争力持续增强，产销量稳步提升。报表利润端略有下滑主要系去年同期一次性投资收益带来的高基数。

心脉医疗(688016.SH)

维持

买入

贺菊颖, hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存, wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

郑涛, zhengtaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524060004

朱琪璋, zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

发布日期: 2025年11月22日

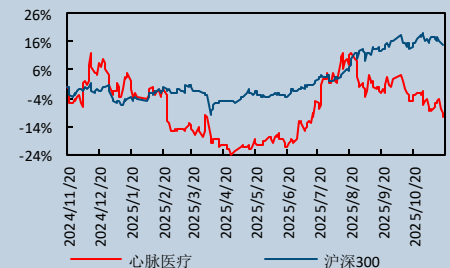
当前股价: 95.56元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
-6.07/-8.86	-19.97/-25.83	-6.64/-25.38
12月最高/最低价(元)		121.75/83.15
总股本(万股)		12,326.21
流通A股(万股)		12,326.21
总市值(亿元)		117.79
流通市值(亿元)		117.79
近3月日均成交量(万)		207.80
主要股东		
MicroPort Endovascular CHINA Corp. Limited		39.77%

股价表现



相关研究报告

【中信建投医疗器械】心脉医疗(688016):25年上半年业绩超预期,全年有望完成股权激励目标
25.07.16

分地区来看，国内前三季度产品销量增速保持在 20%以上，但由于去年主动脉价格治理以及外周药球联盟集采等因素影响，收入较去年基本持平，其中 25 年上半年国内营收同比下滑 17.24%，25 年 Q3 国内营收同比恢复正增长。海外业务前三季度营收同比增速超过 65%，占公司收入比例提升至 18%。

展望 2025 年 Q4 及 2026 年，潜在的行业集采对公司业绩的影响有望逐渐减弱

展望 2025 年 Q4，在去年低基数基础上，公司营收端有望呈现高速增长，利润端实现扭亏为盈。展望 26 年，虽然公司外周介入业务和海外业务有望保持高速增长，但国内大支架业务存在集采的不确定性，不考虑国内大支架集采的影响，公司营收和利润有望在今年低基数的基础上恢复快速增长。随着公司术中业务保持稳健增长、海外业务保持较高增长，以及外周介入业务多款新产品上市后的快速放量，外周介入、术中支架、海外业务等非集采业务营收占比快速提升，后续潜在的国内主动脉介入行业集采对公司整体业绩的影响有望逐渐减弱。

在研项目进展顺利，胸主多分支支架已完成国内多中心首例患者临床入组

公司国内新产品研发注册有序推进中，Hector 胸主动脉多分支覆膜支架已于近期开展国内多中心临床植入工作并已完成首例患者入组；Aegis II 腹主动脉覆膜支架和 IBD 髂分支支架等主动脉在研产品也在按计划推进。外周业务中，SunRiver 膝下药物球囊扩张导管、SeaNet 血栓保护装置、Fishhawk 机械血栓切除导管系统、FinderSphere/FluentSphere 聚乙烯醇栓塞微球、Tipspear 经颈静脉肝内穿刺套件等重点产品预计未来一年内陆续获批上市。公司持续优化研发投入结构，加速完善产品线布局，在主动脉介入、外周介入及肿瘤介入领域打造具备竞争力的产品组合，为公司长期业绩增长提供有效支撑。

海外业务持续发力，加强全球化布局

公司出海战略布局多年，自身海外业务覆盖中东、亚太和南美三大区域，24 年收购的 Lombard 主要覆盖欧洲区域。截至 10 月底，公司今年已新增海外注册证 11 张，新增拓展 7 个国家，2025 年前三季度，公司 Castor 分支型主动脉覆膜支架和 Cratos 分支型主动脉覆膜支架在欧洲、南美、亚太的增速较好，Cratos 分支型主动脉覆膜支架（非定制证）在 9 月完成 CE 注册现场审核，预计 2026 年获批；新产品 Hector 胸主动脉多分支覆膜支架系统已经在欧盟获得定制证书，近期在欧洲正式启动上市销售，目前临床需求反馈积极；Talos 直管型胸主动脉覆膜支架系统的 CE 注册也正处于审批中。随着未来更多产品在海外获批以及覆盖国家数量的进一步提升，公司 2025 年、2026 年海外业务有望继续保持快速增长态势，海外营收占比有望进一步提升。

财务指标基本正常，经营效率持续提升

公司第三季度毛利率为 73.28%，同比提升+2.43pct；主要原因是生产效率提升、料工费下降。公司生产供应链团队致力于改善生产效率，目前公司原材料国产化率超过 85%，自动化编织设备也陆续开始使用，随着销量和产量提升，原材料的议价能力也在提升，预计全年毛利率恢复到 70%以上。公司第三季度销售费用、研发费用、管理费用和财务费用率分别为 18.49%、4.64%、7.51%、0.30%，同比分别变动+2.09pct、-7.74pct、-1.89pct、+2.20pct。销售费用率上升主要系公司参加国内外展会、学术交流导致国内外市场的营销投入增加；研发费用率下降主要由于公司优化研发团队结构，评估优化项目商业化潜力，致力于提高研发投入产出比，带来研发投入同比下降 31.60%。2025 年前三季度，公司经营性现金流净额为 3.63 亿元，同比下滑 3.26%。应收账款周转天数为 91.52 天，同比增加 42.13 天；存货周转天数为 228.85 天，同比下降 44.57 天。公司财务指标基本维持稳定，保持正常。

国内主动脉介入领域龙头，创新出海持续加速

公司是国产主动脉及外周介入领域龙头公司，短期来看，主动脉介入大支架集采尚未在全国大范围落地，对公司业绩的影响存在不确定性，考虑公司产品组合丰富，抵御集采风险的能力较强，且主动脉介入大支架市场竞争格局较好，在集采政策优化逐步落地的背景下预计集采降幅可能较为温和；中长期来看，公司产品组合丰富，非集采业务营收保持快速增长且营收占比持续提升，国内主动脉介入行业潜在的集采风险对公司业绩的影响有望逐步减弱；公司持续加强全球化布局，创新产品在海内外市场保持快速放量趋势；其次公司紧跟临床市场需求，持续加大研发投入，加速完善产品线布局，在主动脉介入、外周介入及肿瘤介入领域打造具备竞争力的产品组合，为公司长期业绩增长提供有效支撑。

不考虑主动脉介入大支架潜在的集采预期，我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 14.52、17.56 和 21.14 亿元，同比增长 20.37%、20.91% 和 20.40%，归母净利润分别为 5.69、6.98 和 8.58 亿元，同比增长 13.42%、22.50% 和 22.97%，对应 PE 分别为 21、17 和 14 倍，维持“买入”评级。

图表 1：预测及比率

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1206.33	1452.09	1755.72	2113.91
增长率	1.61%	20.37%	20.91%	20.40%
归属母公司股东净利润	502.10	569.49	697.62	857.86
增长率	1.96%	13.42%	22.50%	22.97%
每股收益（EPS，元/股）	4.07	4.62	5.66	6.96
市盈率（P/E）	23.46	20.68	16.88	13.73

资料来源：Wind，中信建投 收盘日期截至 2025 年 11 月 19 日

风险提示

- 1) 行业竞争加剧及技术迭代不及预期的风险：行业竞争加剧导致公司未能紧跟行业发展，技术创新和产品迭代升级进度不及预期，导致公司业绩增长不及预期的风险。
- 2) 集中带量采购降价幅度超预期导致公司业绩增速承压的风险：在国家相关集采政策执行的过程中，公司可能面临产品市场价格下降的风险，对公司未来盈利能力产生不利影响。我们假设 26 年行业集采导致公司国内主动脉介入产品终端价平均降幅约 30%，预计出厂价平均降幅约 15%，对公司整体利润端的负面影响约 1.1 亿。
- 3) 市场推广不及预期：公司不能及时提高对经销商的管理能力，可能导致公司品牌及声誉受损或产品区域性销售下滑，对公司推广产生不利影响。
- 4) 在研管线进度不及预期：由于主动脉及外周血管介入医疗器械产品注册前置程序较多，周期较长，公司可能存在新研发产品无法及时完成注册的风险，进而延缓产品上市推广进程，并对公司经营业绩造成不利影响。

图表 2：财务预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债表（百万元）					
货币资金	2966.93	2170.60	2635.41	3097.03	3630.77
应收票据及账款	148.09	254.04	229.25	277.19	333.74
预付账款	33.05	38.20	39.93	48.28	58.13
其他应收款	1.27	2.08	7.85	9.50	11.43
存货	210.89	266.40	324.63	385.86	456.57
其他流动资产	5.02	8.84	8.20	9.91	11.93
流动资产总计	3365.25	2740.17	3245.29	3827.77	4502.58
长期股权投资	121.86	0.00	-4.04	-8.09	-12.13
固定资产	129.36	123.49	131.01	131.02	123.49
在建工程	205.96	288.27	240.23	192.18	144.14
无形资产	207.63	440.25	374.01	303.32	228.17
长期待摊费用	35.35	25.40	12.70	0.00	0.00
其他非流动资产	180.80	674.03	647.27	620.50	593.74
非流动资产合计	880.96	1551.43	1401.18	1238.93	1077.40
资产总计	4246.21	4291.60	4646.46	5066.70	5579.98
短期借款	0.00	14.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	40.40	41.27	65.77	78.17	92.50
其他流动负债	272.37	283.77	350.96	417.00	493.01
流动负债合计	312.76	339.04	416.72	495.17	585.51
长期借款	24.37	13.97	6.45	-0.51	-6.42
其他非流动负债	45.50	116.12	116.12	116.12	116.12
非流动负债合计	69.87	130.09	122.57	115.61	109.69
负债合计	382.63	469.13	539.29	610.78	695.20
股本	82.73	123.26	123.26	123.26	123.26
资本公积	2622.91	2655.70	2655.70	2655.70	2655.70
留存收益	1138.18	1012.88	1305.70	1664.40	2105.50
归属母公司权益	3843.82	3791.84	4084.66	4443.36	4884.45
少数股东权益	19.76	30.63	22.51	12.56	0.33
股东权益合计	3863.57	3822.47	4107.17	4455.92	4884.78
负债和股东权益合计	4246.21	4291.60	4646.46	5066.70	5579.98
利润表（百万元）					
营业收入	1,187.20	1,206.33	1,452.09	1,755.72	2,113.91
减：营业成本	279.58	325.58	428.37	509.16	602.46
税金及附加	12.03	10.48	12.61	15.25	18.36
主营业务利润	895.59	870.27	1,011.11	1,231.31	1,493.09
减：销售费用	130.16	156.85	188.77	210.69	232.53
管理费用	55.03	93.41	87.13	112.37	135.29

图表 2：财务预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
研发费用	172.88	93.77	108.91	128.17	152.20
财务费用	-8.41	-16.65	-7.61	-9.89	-11.94
经营性利润	545.94	542.90	633.92	789.98	985.01
加：资产减值损失	-6.35	-4.69	-5.68	-6.86	-8.26
信用减值损失	-1.34	-3.25	-3.27	-3.95	-4.76
其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	9.15	87.41	33.55	33.55	33.55
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.03	0.01	0.01	0.01
其他收益	26.46	38.77	30.72	30.72	30.72
营业利润	573.85	661.17	689.26	843.45	1,036.27
加：其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.33	0.06	0.25	0.25	0.25
减：营业外支出	1.92	9.04	4.21	4.21	4.21
利润总额	572.27	652.19	685.30	839.48	1,032.31
减：所得税	85.05	159.45	123.93	151.81	186.68
净利润	487.22	492.75	561.37	687.67	845.62
减：少数股东损益	-5.21	-9.35	-8.12	-9.95	-12.23
归属母公司股东净利润	492.43	502.10	569.49	697.62	857.86

现金流量表（百万元）

资本支出	178.33	142.03	-0.00	0.00	-0.00
自由现金流	338.20	157.37	732.09	768.95	910.72
短期借款增加	0.00	14.00	-14.00	0.00	0.00
长期带息债务增加	-7.72	-10.40	-7.52	-6.96	-5.92
股权筹资额			0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	248.18	245.83	276.67	338.92	416.77
长期投资	13.17	-520.53	26.69	26.69	26.69
经营性现金净流量	558.31	373.60	728.69	770.91	917.78
投资性现金净流量	-177.09	-733.14	26.70	26.70	26.70
筹资性现金净流量	1,601.31	-534.98	-290.58	-335.99	-410.74
现金流量净额	1,982.52	-894.27	464.81	461.62	533.74
货币资金的期初余额	970.58	2,953.10	2,058.83	2,523.64	2,985.26
货币资金的期末余额	2,953.10	2,058.83	2,523.64	2,985.26	3,519.00
企业自由现金流	338.20	157.37	732.09	768.95	910.72
权益自由现金流	337.64	173.55	716.81	770.08	914.59

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

郑涛

同济大学生命科学学士，北京大学生物学博士，医疗器械领域分析师，主要覆盖 A 股、港股心血管介入医疗器械领域。

朱琪璋

医疗器械和医疗服务团队分析师，法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖医疗设备、高值耗材板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk