

公司研究

国内业务有序推进，海外业务快速增长

——心脉医疗（688016.SH）跟踪报告

要点

国内业务有序推进，海外表现亮眼。公司国内业务稳步推进中，国际业务中子公司 Lombard 预期今年扭亏为盈。得益于生产效率提升及原材料国产化率超过 85%等降本增效措施，公司盈利能力环比改善，预计全年整体毛利率有望恢复至 70%以上。从三季度业务情况看，25Q3 收入同比增长 64.68%，主要系上年同期公司主要产品受价格治理影响基数较低。利润端同比下滑主要受产品价格调整影响。分业务看，海外业务成为重要增长引擎，前三季度收入增速超过 65%，占总收入比重已提升至 18%；盈利能力显著改善，海外业务整体毛利率已提升至 50%。海外业务表现亮眼。

研发管线稳步推进，多款重磅产品上市可期。公司持续优化研发投入结构，致力于提高研发投入产出比。各产品管线均取得重要进展，为中长期发展提供动力。Hector（通天戟）胸主动脉多分支覆膜支架系统已于 11 月成功完成全国首例上市前临床植入；Aegis II 腹主动脉覆膜支架系统和 IBD 骼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/穿云箭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。

盈利预测、估值与评级：公司是国内主动脉及外周介入领域龙头，25Q3 收入端在低基数下实现高增，海外及外周业务持续放量，盈利能力环比改善。公司海外业务高增、外周产品持续入院放量，但考虑到潜在集采政策影响，我们下调公司 25/26 年归母净利润为 6.33/7.05 亿元（原值为 8.16/10.48 亿元），新增 27 年归母净利润预测为 8.48 亿元，25~27 年归母净利润同比分别增长 26.0%、11.4%、20.3%。当前股价对应 26 年 PE 约为 16 倍。

风险提示：高值耗材集采及 DRGS 等政策推进带来产品降价风险；研发进展不及预期风险；行业竞争加剧风险；海外市场拓展不及预期风险；医疗事故风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,187	1,206	1,532	1,834	2,224
营业收入增长率	32.43%	1.61%	26.98%	19.73%	21.25%
净利润（百万元）	492	502	633	705	848
净利润增长率	37.98%	1.96%	26.02%	11.41%	20.32%
EPS（元）	5.95	4.07	5.13	5.72	6.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.81%	13.24%	15.15%	15.43%	16.74%
P/E	16	23	18	16	13
P/B	2.0	3.0	2.7	2.5	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-12-17（23-24 年总股本分别为 0.83/1.23 亿股，25-27E 总股本预测为 1.23 亿股）

无评级（维持）

当前价：92.54 元

作者

分析师：吴佳青

执业证书编号：S0930519120001

021-52523697

wujiaqing@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.23
总市值(亿元)：	114.06
一年最低/最高(元)：	80.51/122.79
近3月换手率：	70.93%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.70	-13.40	-33.21
绝对	-5.04	-12.19	-17.71

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,187	1,206	1,532	1,834	2,224	总资产	4,246	4,292	4,549	4,985	5,512
营业成本	280	326	413	502	609	货币资金	2,967	2,171	2,300	2,552	2,904
折旧和摊销	24	38	34	44	52	交易性金融资产	0	0	0	0	0
税金及附加	12	10	12	13	16	应收账款	148	210	138	165	200
销售费用	130	157	191	220	256	应收票据	0	0	0	0	0
管理费用	55	93	115	127	147	其他应收款 (合计)	1	2	3	3	4
研发费用	173	94	115	128	156	存货	211	266	338	411	498
财务费用	-8	-17	-13	-14	-15	其他流动资产	5	53	61	69	79
投资收益	9	87	70	56	45	流动资产合计	3,365	2,740	2,888	3,259	3,756
营业利润	574	661	825	930	1,119	其他权益工具	0	0	0	0	0
利润总额	572	652	825	921	1,110	长期股权投资	122	0	0	0	0
所得税	85	159	202	225	271	固定资产	97	101	166	207	231
净利润	487	493	623	696	839	在建工程	206	288	227	181	146
少数股东损益	-5	-9	-9	-9	-9	无形资产	208	440	524	556	586
归属母公司净利润	492	502	633	705	848	商誉	0	436	436	436	436
EPS(元)	5.95	4.07	5.13	5.72	6.88	其他非流动资产	23	55	55	55	55
现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	非流动资产合计	881	1,551	1,661	1,726	1,756
经营活动现金流	558	374	464	601	723	总负债	383	469	351	404	443
净利润	492	502	633	705	848	短期借款	0	14	0	0	0
折旧摊销	24	38	34	44	52	应付账款	40	41	41	50	61
净营运资金增加	248	180	374	367	497	应付票据	0	0	0	0	0
其他	-206	-346	-577	-516	-674	预收账款	0	0	0	0	0
投资活动产生现金流	-177	-733	-74	-49	-35	其他流动负债	4	5	5	5	5
净资本支出	-190	-213	-120	-70	-70	流动负债合计	313	339	282	336	374
长期投资变化	122	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0
其他资产变化	-109	-521	46	21	35	应付债券	0	0	0	0	0
融资活动现金流	1,601	-535	-261	-299	-335	其他非流动负债	46	67	67	67	67
股本变化	11	41	0	0	0	非流动负债合计	70	130	69	69	69
债务净变化	2	-7	-27	0	0	股东权益	3,864	3,822	4,198	4,580	5,069
无息负债变化	128	71	-92	54	38	股本	83	123	123	123	123
净现金流	1,983	-894	129	252	352	公积金	2,664	2,717	2,717	2,717	2,717
						未分配利润	1,095	1,085	1,470	1,861	2,360
						归属母公司权益	3,844	3,792	4,177	4,568	5,067
						少数股东权益	20	31	21	12	3

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	76.5%	73.0%	73.0%	72.6%	72.6%	销售费用率	10.96%	13.00%	12.50%	12.00%	11.50%
EBITDA 率	51.0%	51.3%	50.2%	49.4%	50.2%	管理费用率	4.64%	7.74%	7.50%	6.90%	6.60%
EBIT 率	48.0%	47.2%	48.0%	47.0%	47.8%	财务费用率	-0.71%	-1.38%	-0.87%	-0.77%	-0.66%
税前净利润率	48.2%	54.1%	53.9%	50.2%	49.9%	研发费用率	14.56%	7.77%	7.50%	7.00%	7.00%
归母净利润率	41.5%	41.6%	41.3%	38.4%	38.1%	所得税率	15%	24%	24%	24%	24%
ROA	11.5%	11.5%	13.7%	14.0%	15.2%	每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROE (摊薄)	12.8%	13.2%	15.1%	15.4%	16.7%	每股红利	3.00	2.01	2.54	2.84	3.42
经营性 ROIC	24.6%	14.9%	16.2%	17.0%	18.4%	每股经营现金流	6.75	3.03	3.76	4.87	5.86
偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E	每股净资产	46.46	30.76	33.89	37.06	41.11
资产负债率	9%	11%	8%	8%	8%	每股销售收入	14.35	9.79	12.43	14.88	18.04
流动比率	10.76	8.08	10.24	9.71	10.04	估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
速动比率	10.09	7.30	9.04	8.48	8.71	PE	16	23	18	16	13
归母权益/有息债务	337.82	141.01	-	-	-	PB	2.0	3.0	2.7	2.5	2.3
有形资产/有息债务	337.93	119.25	-	-	-	EV/EBITDA	9.8	17.3	13.9	11.8	9.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP