

战略合并微创心律管理，加速构建全球化心衰诊疗平台

微创心通-B (2160.HK)

核心观点

微创心通-B 通过战略整合微创集团心律管理业务，突破对结构性心脏病单一赛道的依赖，大幅提升了公司的抗风险能力；同时心通能够获得更为成熟的全球化销售网络，进一步加速公司海外市场扩张。未来，微创心通有望结合双方在结构性心脏病无源介入器械和心律管理有源介入器械的技术积累，针对心衰全病因、全病程的复杂诊疗需求，构建贯穿“监测—诊断—治疗—管理”全过程的全球化心衰诊疗专业器械平台，重点开发植入式心衰监测装置、植入式智能心衰循环调节装置及介入式心室辅助装置（pVAD）等产品。

事件

12月21日，公司宣布与微创心律管理完成战略合并。

12月21日，公司公告，微创心通战略合并微创心律管理业务的协议条款均已达成或豁免，微创心律管理业务正式成为微创心通旗下全资子公司。

12月30日，公司公告 TAVI 业务海外累计植入量近 1300 例。

12月30日，公司自愿公告，公司 TAVI 产品已经进入全球 35 个国家及地区，累计海外植入量近 1300 例，其中，预计 2025 年海外全年植入量超过 850 例，同比增长近 350%。

简评

微创心通和微创心律管理完成战略合并，加速构建心衰诊疗一体化的全球创新器械平台

根据公告，微创心通以 6.8 亿美元（约合 48 亿元）对价发行新股（每股 1.35 港元）全资收购微创心律管理（CRM Cayman）。微创心律主要从事心律管理业务，公司专注于心律失常管理解决方案，核心产品包括起搏器、除颤器、心脏再同步治疗装置及配套导线等产品，根据弗若斯特沙利文统计，2021 年微创心律管理以 1.8% 的市占率位列全球第五。合并完成后，微创心律管理将成为心通医疗全资子公司，其财务业绩将并入微创心通的财务业绩。微创医疗持有微创心通的股权占比从 46.12% 略微下降至 44.45%，微创心通仍是微创医疗的控股并表子公司。

维持

买入

袁清慧, yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

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

李虹达, lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

SFC 编号:BUT196

贺菊颖, hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期: 2025 年 12 月 31 日

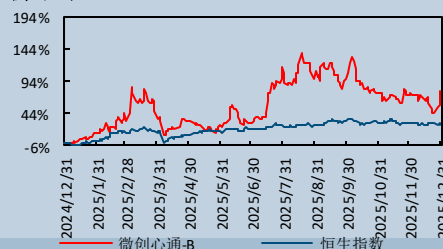
当前股价: 1.21 港元

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
2.54/3.43	-8.33/-4.61	72.86/44.97
12 月最高/最低价 (港元)		1.62/0.65
总股本 (万股)		636,655.42
流通 H 股 (万股)		636,655.42
总市值 (亿港元)		29.19
流通市值 (亿港元)		29.19
近 3 月日均成交量 (万)		472.67
主要股东		
Shanghai MicroPort Limited		46.13%

股价表现



对于微创集团，此次微创心通和心律管理的整合采用“零现金”换股模式，交易完成后，原存在于微创医疗与 CRM 层面的约 2.6 亿美元优先股回购义务解除，减少了公司潜在的现金流出风险；此外，微创医疗于 2025 年下半年协助 CRM 完成总额 1.7 亿美元的债务置换，将票息 15%-20% 的可转债置换为利率约 2.8% 的银行贷款，不仅能够改善心律管理业务的财务状况，由净负债转为净资产，心律管理业务现金流及净亏损情况预计也将有所改善，反映到集团合并报表层面来看，公司债务结构得到进一步优化，财务费用预计将大幅下降。

对于微创心通，此次合并能够帮助微创心通突破对结构性心脏病单一赛道的依赖，大幅提升公司的抗风险能力；同时心通能够获得更为成熟的全球化销售网络，进一步加速公司海外市场扩张；在产品管线布局方面，通过结合双方在结构性心脏病无源介入器械和心律管理有源介入器械的技术积累，微创心通可以针对心衰全病因、覆盖病程全阶段的复杂诊疗需求，加速构建贯穿“监测—诊断—治疗—管理”全过程的全球化心衰诊疗专业器械平台，重点开发植入式心衰竭监测装置、植入式智能心衰循环调节装置及介入式心室辅助装置（pVAD）等产品。

心通医疗整体维持稳健增长，海外业务保持快速增长

2025 年上半年，心通医疗实现营收 2.29 亿元，同比增长 2.7%，其中，国内市场公司 TAVI 植入 2146 例，位居国内市场第一；海外市场商业化持续推进，25 年上半年，公司凭借二代 TAVI 产品在海外市场的快速放量，海外植入量近 250 例，海外业务营收同比增长 235.3%；得益于公司 TAVI 产品获得 CE 获批之后的商业化放量以及亚洲、拉美等新兴市场国家份额的持续提升，2025 年下半年海外植入量环比上半年增长超过 170%；全年来看，公司 TAVI 产品海外植入量超过 850 例，同比增长近 350%。公司自主研发的左心耳封堵系统已于今年 2 月获得 CE 认证，为海外市场特别是欧洲市场商业化带来更多可能。

25 年上半年公司实现亏损约 220 万元（去年同期亏损约 5780 万元），亏损大幅收窄主要由于公司持续优化资源配置、积极管控各项费用，营运效率持续提升；另一方面联营公司 4C Medical 完成 D 轮融资，给公司带来了一定的投资收益。

心律管理业务短期业绩承压，国内外新品获批后业绩有望恢复稳健增长

2025 年上半年，心律管理业务全球实现营收 1.14 亿美元，同比下降 1.4%（剔除汇率影响），其中国外市场上半年营收同比下降 1.5%（剔除汇率影响）；国内业务受集采执行晚于预期的影响，营收同比下降 1.5%（剔除汇率影响）。心律管理业务近年来在海内外均有多款产品获批或取得重要研发进展：植入式起搏器 ALIZEA、BOREA 和 CELEA 以及新款 SmartView Connect 远程监测系统等新左束支区域起搏（LBBAP）适应症均已获得欧盟 CE 认证；适用于 LBBAP 的 FLEXIGOTM 导管系统于 2025 年 6 月底获得美国 FDA 批准上市，与其配套使用的 VEGA M 起搏导线也先后于欧盟和澳大利亚获批上市；国产 TEN 系列磁共振兼容起搏器已获得 NMPA 批准上市，也是目前国产唯一实现 3.0T 全身磁共振兼容的起搏器。国内外新品的获批上市，有望助力公司切入到全球心律管理高端市场，也有助于心律管理业务恢复稳健增长态势。

期待公司后续的战略整合进展，逐步打造心衰诊疗一体化的全球创新器械平台

公司通过战略整合微创集团心律管理业务，突破对结构性心脏病单一赛道的依赖，大幅提升了公司的抗风险能力；同时心通能够获得更为成熟的全球化销售网络，进一步加速公司海外市场扩张。未来，微创心通有望结合双方在医疗器械领域的研发技术积累，打造全球化心衰诊疗专业器械平台。

我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 4.44、21.20 和 23.76 亿元，同比增长分别为 22.84%、377.37% 和 12.05%，归母净利润分别为-0.37、-1.68、0.50 亿元，同比增长分别为 25.50%、-356.33%、129.97%，维持“买入”评级。

表 1:重要财务指标 (百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	336.22	361.57	444.14	2120.23	2375.81
YoY(%)	33.94%	7.54%	22.84%	377.37%	12.05%
净利润 (百万元)	-471.53	-49.45	-36.84	-168.10	50.38
YoY(%)	-3.77%	89.51%	25.50%	-356.33%	129.97%
每股收益 EPS (元/每股)	-0.07	-0.01	-0.01	-0.03	0.01
市盈率 (P/E)	-14.76	-140.72	-188.88	-41.39	138.11

资料来源: Wind, 中信建投证券

风险提示

- 1) 集中带量采购降价幅度超预期：未来不排除公司现有商业化产品品类纳入集中带量采购政策中，如果相关产品降价幅度超过市场预期，将影响公司的盈利能力。
- 2) 产品推广进度不及预期风险：公司近两年来获批新产品较多，若产品进院进度、临床接受程度不及预期，可能对公司业绩带来不利影响。
- 3) 在研管线进度不及预期：公司产品布局广，在结构性心脏病、心律管理领域均有产品布局，部分在研产品研发进度有可能不及预期，对公司后续收入及利润增长带来不利影响。
- 4) 业绩兑现不及预期的风险：部分海外国家及国内政策有不可预测性，公司未来可能因为行业竞争加剧、集采、原材料成本增加等导致出厂价和毛利率下降，公司也可能改变经营计划、出售部分子公司控制权等，导致本报告盈利预测存在无法实现的风险。
- 5) 并购整合风险：若并购整合双方在战略定位、组织架构、企业文化、业务流程、技术体系及人力资源等方面存在差异或协同障碍，未能有效实现资源融合与价值协同，进而导致核心人才流失、运营效率下降等潜在引发财务损失的风险。

表 2：财务预测（百万元）

会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润表						
营业额	251.03	336.22	361.57	444.14	2,120.23	2,375.81
减：销售成本	88.90	106.28	110.36	133.24	890.50	974.08
其他费用	47.78	54.59	43.97	57.74	169.62	118.79
销售费用	160.78	223.01	164.83	155.45	593.66	498.92
管理费用	295.78	307.56	211.02	173.22	593.66	593.95
财务费用	5.41	4.15	4.00	0.20	82.97	176.42
加：其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-69.31	-64.46	-61.67	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-416.92	-423.83	-234.29	-75.71	-210.19	13.65
加：其他非经营损益	-34.38	-39.75	188.03	37.96	37.96	37.96
税前利润	-451.30	-463.58	-46.26	-37.74	-172.22	51.61
减：所得税	3.10	7.95	7.01	0.00	0.00	0.00
税后利润	-454.40	-471.53	-53.27	-37.74	-172.22	51.61
减：归属于非控股股东利润	0.00	0.00	-3.82	-0.90	-4.12	1.23
归属于母公司股东利润	-454.40	-471.53	-49.45	-36.84	-168.10	50.38
资产负债表						
货币资金	1,866.64	1,065.41	108.35	353.82	212.02	237.58
应收和预付款项	79.11	144.73	179.31	183.81	877.44	983.21
存货	114.12	122.87	135.38	162.85	1,088.34	1,190.50
其他流动资产	211.90	708.33	1,251.44	949.30	4,531.69	5,077.96
长期股权投资	285.68	143.09	165.76	165.76	165.76	165.76
投资物业	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	241.72	193.60	505.96	426.70	347.43	268.16
无形资产和开发支出	163.12	147.26	192.28	160.24	128.19	96.14
其他非流动资产	38.98	51.83	137.27	137.27	137.27	137.27
资产总计	3,001.26	2,577.11	2,675.76	2,539.73	7,488.15	8,156.58
短期借款	0.00	0.00	37.50	0.00	2,632.99	2,984.62
应付和预收款项	148.42	188.65	391.08	324.59	1,680.88	1,871.23
长期借款	0.00	0.00	4.00	4.00	1,096.86	1,171.96
其他负债	99.12	53.60	21.49	27.19	65.69	65.43
负债合计	247.55	242.25	454.07	355.78	5,476.42	6,093.24
股本	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
储备	2,753.63	2,334.78	2,187.13	2,187.13	2,187.13	2,187.13
留存收益	0.00	0.00	0.00	-36.84	-204.94	-154.56

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

港股公司动态报告

归属于母公司股东权益	2,753.72	2,334.86	2,187.21	2,150.37	1,982.27	2,032.65
归属于非控制股东权益	0.00	0.00	34.48	33.57	29.46	30.69
权益合计	2,753.72	2,334.86	2,221.69	2,183.95	2,011.73	2,063.34
负债和权益合计	3,001.26	2,577.11	2,675.76	2,539.73	7,488.15	8,156.58
投入资本(IC)	912.17	1,303.07	2,190.99	1,878.54	5,741.58	6,219.92
现金流量表						
资本支出	79.84	52.17	190.86	0.00	0.00	0.00
自由现金流	-425.63	-969.08	-758.61	234.73	-3,987.62	-280.18
经营性现金净流量	-182.53	-206.99	-111.67	245.20	-3,822.64	-261.92
投资性现金净流量	-179.78	-596.06	-798.50	37.96	37.96	37.17
筹资性现金净流量	-136.42	-25.61	-56.31	-37.70	3,642.88	250.31
现金流量净额	-345.24	-801.23	-957.06	245.46	-141.79	25.56

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020年新浪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团队核心成员、Wind金牌分析师医药行业第4名。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，第一财经最佳分析师医药行业第1名。2021年新财富最佳分析师医药行业第五名。

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。

李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021年加入中信建投证券研究发展部。

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。

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