

# 惠泰医疗 (688617.SH)

优于大市

## 25Q4 业绩增速回升，电生理板块全年增长稳健

### 核心观点

**公司 2025 年全年增速稳健，Q4 增速有所回升。**2025 年公司实现营业收入 25.84 亿元，同比增长 25.1%；归母净利润 8.21 亿元，同比增长 21.9%。25Q4 单季度公司实现营收 7.16 亿元，同比增长 32.4%；归母净利润 1.97 亿元，同比增长 36.09%；单季度营收再创历史新高。公司全年业绩增速稳健主要得益于产品覆盖率以及入院率的持续提升，以及新产品的获批和迭代。随着公司 PFA 以及血管介入领域新产品商业化的不断推进，后续公司有望维持较高营收增速及盈利水平。

**费用率控制良好，毛利率水平持续提升。**2025 年公司销售费用率 17.8% (-0.2pp)；管理费用率 4.6% (+0.1pp)；财务费用率-0.3% (+0.3pp)；研发费用率 14.1% (+0.1pp)；公司费用率水平基本呈稳定趋势，展现了在新产品商业化快速推进期公司良好的费用控制能力。公司 2025 毛利率 72.9% (+0.6pp)，净利率 31.3% (-0.6pp)，毛利率的提升主要受益于高毛利产品的放量。

**PFA 商业化表现亮眼，股权激励彰显公司发展信心。**2025 年公司专注于核心 PFA 产品的准入与推广，全年累计完成 PFA 脉冲消融手术 5900 余例，在全国多家头部中心完成 PFA 产品的准入以及常规开展工作。国内传统三维房颤手术量全年累计超 1.5 万例。此外，公司冠脉产品及外周产品已进入医院数量分别同比增长超 13%、20%，仍具备强劲市场表现。从海外市场看，公司 2025 年海外收入 3.37 亿元，同比增长 20.1%，自主品牌持续驱动国际业务发展。公司发布新一轮股权激励计划，给予 2026-2029 年较高业绩考核目标，彰显公司未来发展信心。

**投资建议：**公司为国内血管介入及电生理赛道领军企业，管线布局完善，PFA 等热门产品商业化持续推进，海外业务加速布局。受益于国内 PFA 和血管介入赛道的高景气度，公司有望在该领域国产替代浪潮下维持高速增长。考虑传统电生理业务及冠脉业务增速略有下滑，略下调 2026-2027 年盈利预测，引入 2028 年盈利预测。预计公司 2026-2028 年营业收入 32.89/41.26/50.86 亿元（同比+27.3%/25.5%/23.3%；2026-2027 原为 34.23/44.01 亿元）；预计公司 2026-2028 年归母净利润 10.92/13.99/17.50 亿元（同比+33.1%/28.0%/25.1%；2026-2027 原为 11.34/14.73 亿元），当前股价对应 PE=29.2/22.8/18.2 倍，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**产品销售不及预期风险、集采政策风险、研发风险、市场竞争加剧风险。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,066	2,584	3,289	4,126	5,086
(+/-%)	25.2%	25.1%	27.3%	25.5%	23.3%
归母净利润(百万元)	673	821	1092	1399	1750
(+/-%)	26.1%	21.9%	33.1%	28.0%	25.1%
每股收益(元)	6.91	5.82	7.75	9.92	12.41
EBIT Margin	34.6%	35.0%	35.5%	36.3%	37.0%
净资产收益率 (ROE)	26.8%	26.6%	27.6%	27.5%	27.0%
市盈率 (PE)	32.7	38.8	29.2	22.8	18.2
EV/EBITDA	28.3	32.2	25.7	20.1	16.2
市净率 (PB)	8.75	10.32	8.04	6.27	4.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 医药生物·医疗器械

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

联系人：贾瑞祥

021-60875137

jiaruixiang@guosen.com.cn

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

chenpensiyou@guosen.com.cn

S0980521060003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	225.95 元
总市值/流通市值	31866/31866 百万元
52 周最高价/最低价	466.07/219.48 元
近 3 个月日均成交额	254.02 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

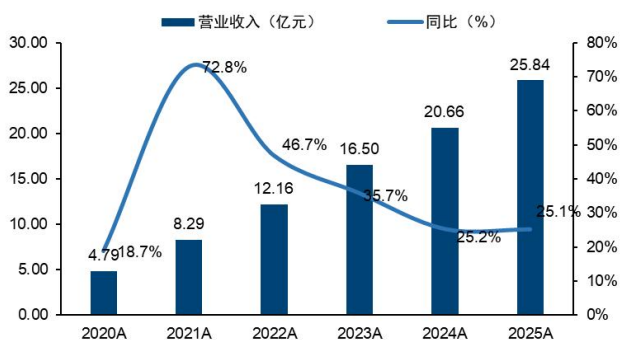
#### 相关研究报告

《惠泰医疗 (688617.SH) -PFA 产品商业化逐步开展，海外市场自主品牌维持高速增长》——2025-08-26

《惠泰医疗 (688617.SH) -血管介入平台持续高速增长，强势进军房颤市场》——2025-04-24

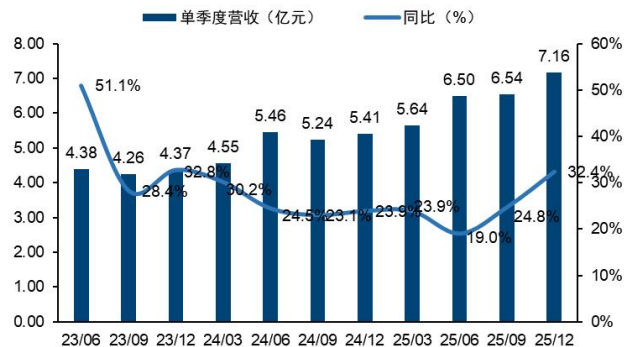
公司 2025 年全年增速稳健，Q4 增速有所回升。2025 年公司实现营业收入 25.84 亿元，同比增长 25.1%；归母净利润 8.21 亿元，同比增长 21.9%。25Q4 单季度公司实现营收 7.16 亿元，同比增长 32.4%；归母净利润 1.97 亿元，同比增长 36.09%；单季度营收再创历史新高。公司全年业绩增速稳健主要得益于产品覆盖率以及入院率的持续提升，以及新产品的获批和迭代。随着公司 PFA 以及血管介入领域新产品商业化的不断推进，后续公司有望维持较高营收增速及盈利水平。

图1: 惠泰医疗营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



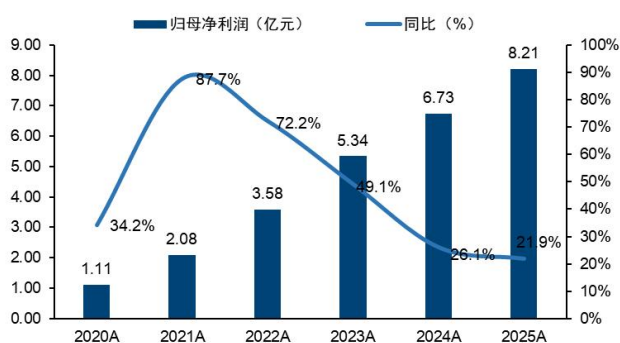
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 惠泰医疗单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



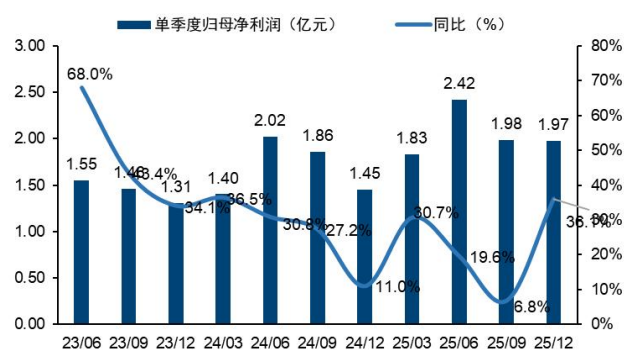
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 惠泰医疗归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

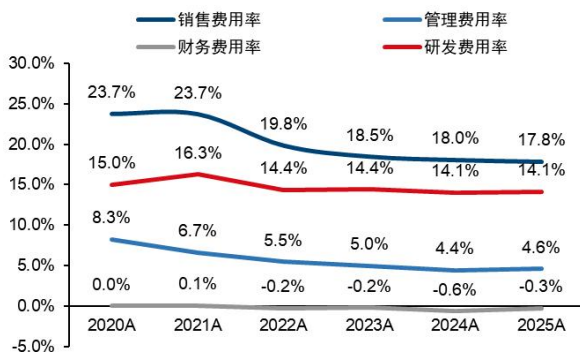
图4: 惠泰医疗单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

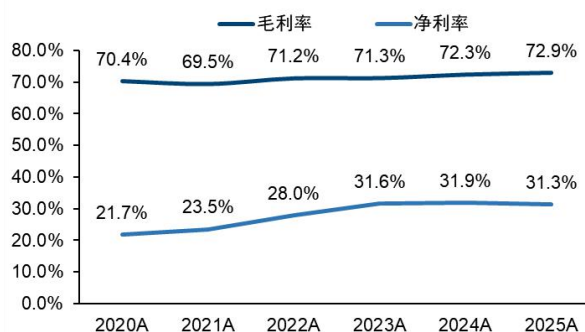
费用率控制良好, 毛利率水平持续提升。2025 公司销售费用率 17.8% (-0.2pp); 管理费用率 4.6% (+0.1pp); 财务费用率-0.3% (+0.3pp); 研发费用率 14.1% (+0.1pp); 公司费用率水平基本呈稳定趋势, 展现了在新产品商业化快速推进期公司良好的费用控制能力。公司 2025 毛利率 72.9% (+0.6pp), 净利率 31.3% (-0.6pp), 毛利率的提升主要受益于高毛利产品的放量。

图5: 惠泰医疗费用率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

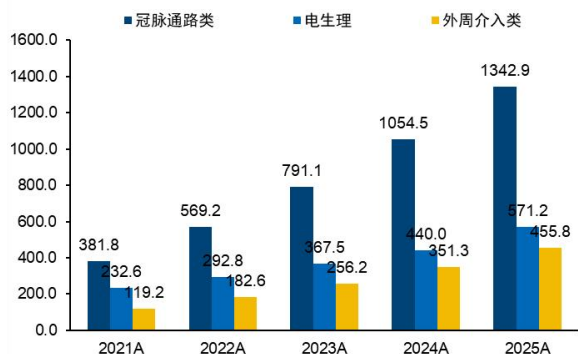
图6: 惠泰医疗毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

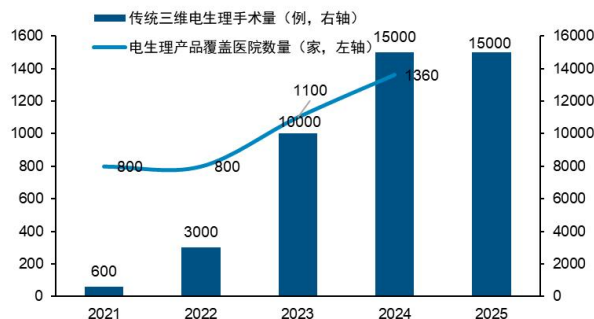
**PFA 商业化表现亮眼, 股权激励彰显公司发展信心。**2025 年公司专注于核心 PFA 产品的准入与推广, 全年累计完成 PFA 脉冲消融手术 5900 余例, 在全国多家头部中心完成 PFA 产品的准入以及常规开展工作。国内传统三维房颤手术量全年累计超 1.5 万例。此外, 公司冠脉产品及外周产品已进入医院数量分别同比增长超 13%、20%, 仍具备强劲市场表现。从海外市场看, 公司 2025 年海外收入 3.37 亿元, 同比增长 20.1%, 自主品牌持续驱动国际业务发展。公司发布新一轮股权激励计划, 给予 2026-2029 年较高业绩考核目标, 彰显公司未来发展信心。

图7: 惠泰医疗主要业务板块营收情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 惠泰医疗电生理产品覆盖医院数量及电生理手术量情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 公司股权激励计划业绩考核要求

归属期	对应考核年度	业绩考核目标
第一个归属期	2026、2027 年度	以公司 2025 年营业收入为基数, 2026 年度与 2027 年度两年增长额之和与 2025 年度营业收入之比: 目标值 (Am) 74.29%; 触发值 (An) 64.00%
第二个归属期	2028、2029 年度	以公司 2025 年营业收入为基数, 2028 年度与 2029 年度两年增长额之和与 2025 年度营业收入之比: 目标值 (Am) 214.97%; 触发值 (An) 180.16%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**压力感应房颤消融导管等多款重点产品获批。**公司 2025 多款压力感应消融导管、高密度标测等产品以及应用于 PTCA 手术的棘突球囊扩张导管获批上市, 产品管线布局逐步完善。预计随着公司高端产品逐步上市, 未来将催化公司营收规模的增长及利润水平的提升。

表2: 惠泰医疗 2025H1 获批重点产品

项目名称	技术水平	应用场景
棘突球囊扩张导管	结构、原理与在售产品类同,但采用了更优的焊接工艺、产品通过外径更小,通过性更好	PTCA 手术
腔静脉滤器	采用上下两层支柱设计,提高了滤器在血管内的自中心性能。滤器上下支柱上刺钩方向相反,能实现双向固定,增加滤器固定的稳定性,降低了术后滤器移位的风险	用于预防下腔静脉系统栓子脱落而引起的肺动脉栓塞 (PE)
聚乙烯醇栓塞微球	该微球是一种聚乙烯醇水凝胶微球,具有良好的生物相容性、亲水性、非吸收性以及能够负载抗肿瘤药物的性能	TACE 手术
压力感应消融导管	应用光纤压力感应技术,具有高度精确性和稳定性	心脏消融手术
磁定位压力感应射频消融导管	应用光纤压力感应技术和磁导航,具有高度精确性和稳定性	心脏消融手术
磁电定位高密度标测导管	柔软头端设计,确保与心内膜更好地无损伤贴靠;微小电极设计,提供高质量的电信号;大面积同步采集快速发现心动过速起源点	心脏电生理标测
磁电定位可调弯标测电极导管	完善三维标测产品种类,满足多元化临床需求,增强公司竞争力	心脏电生理标测
带压力感应的射频消融仪	基于心脏射频消融仪基础上开发,增加导管头端接触压力指示,射频发生器和光纤压力感应技术整合属于国内首创	应用于射频消融,治疗快速性心律失常,射频房颤解决方案的一部分
心腔内超声导管	基于超声成像技术及磁定位技术,形成可视化手术操作,提高手术安全性	心脏电生理手术

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1081	1264	1758	2505	3658	营业收入	2066	2584	3289	4126	5086
应收款项	90	82	117	145	176	营业成本	572	701	875	1084	1318
存货净额	399	492	638	780	944	营业税金及附加	25	34	41	52	64
其他流动资产	46	33	59	74	92	销售费用	373	461	584	726	887
<b>流动资产合计</b>	<b>1617</b>	<b>2122</b>	<b>2823</b>	<b>3754</b>	<b>5120</b>	管理费用	92	119	157	189	224
固定资产	661	818	1145	1446	1611	研发费用	291	365	464	580	712
无形资产及其他	402	390	376	361	347	财务费用	(13)	(7)	(36)	(51)	(75)
投资性房地产	200	210	210	210	210	投资收益	13	17	3	3	3
长期股权投资	101	112	132	152	172	资产减值及公允价值变动	(25)	(6)	15	15	0
<b>资产总计</b>	<b>2981</b>	<b>3652</b>	<b>4685</b>	<b>5924</b>	<b>7459</b>	其他收入	(252)	(343)	(464)	(580)	(712)
短期借款及交易性金融负债	6	8	50	50	50	营业利润	754	945	1222	1565	1958
应付款项	46	60	80	98	120	营业外净收支	(8)	(8)	0	0	0
其他流动负债	353	391	502	620	756	<b>利润总额</b>	<b>746</b>	<b>936</b>	<b>1222</b>	<b>1565</b>	<b>1958</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>406</b>	<b>459</b>	<b>632</b>	<b>768</b>	<b>926</b>	所得税费用	88	129	147	188	235
长期借款及应付债券	0	4	4	4	4	少数股东损益	(15)	(13)	(17)	(22)	(27)
其他长期负债	20	59	59	59	59	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>673</b>	<b>821</b>	<b>1092</b>	<b>1399</b>	<b>1750</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>20</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>426</b>	<b>522</b>	<b>695</b>	<b>831</b>	<b>988</b>	净利润	673	821	1092	1399	1750
少数股东权益	39	42	28	11	(11)	资产减值准备	9	(18)	4	2	2
股东权益	2516	3089	3963	5082	6482	折旧摊销	77	102	100	127	149
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2981</b>	<b>3652</b>	<b>4685</b>	<b>5924</b>	<b>7459</b>	公允价值变动损失	25	6	(15)	(15)	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(13)	(7)	(36)	(51)	(75)
每股收益	6.91	5.82	7.75	9.92	12.41	营运资本变动	(169)	(9)	(73)	(45)	(53)
每股红利	1.38	1.21	1.55	1.98	2.48	其它	(21)	8	(17)	(20)	(23)
每股净资产	25.84	21.90	28.10	36.03	45.96	<b>经营活动现金流</b>	<b>595</b>	<b>909</b>	<b>1091</b>	<b>1448</b>	<b>1824</b>
ROIC	29.37%	30.24%	36%	41%	48%	资本开支	0	(228)	(401)	(401)	(301)
ROE	26.75%	26.57%	28%	28%	27%	其它投资现金流	60	(250)	0	0	0
毛利率	72%	73%	73%	74%	74%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2)</b>	<b>(489)</b>	<b>(421)</b>	<b>(421)</b>	<b>(321)</b>
EBIT Margin	35%	35%	36%	36%	37%	权益性融资	(13)	36	0	0	0
EBITDA Margin	38%	39%	39%	39%	40%	负债净变化	(1)	4	0	0	0
收入增长	25%	25%	27%	25%	23%	支付股利、利息	(134)	(170)	(218)	(280)	(350)
净利润增长率	26%	22%	33%	28%	25%	其它融资现金流	(505)	60	42	0	0
资产负债率	16%	15%	15%	14%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(788)</b>	<b>(237)</b>	<b>(176)</b>	<b>(280)</b>	<b>(350)</b>
股息率	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%	<b>现金净变动</b>	<b>(195)</b>	<b>183</b>	<b>494</b>	<b>747</b>	<b>1153</b>
P/E	32.7	38.8	29.2	22.8	18.2	货币资金的期初余额	1276	1081	1264	1758	2505
P/B	8.7	10.3	8.0	6.3	4.9	货币资金的期末余额	1081	1264	1758	2505	3658
EV/EBITDA	28.3	32.2	25.7	20.1	16.2	企业自由现金流	0	646	654	997	1450
						权益自由现金流	0	710	728	1042	1515

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032