

25年业绩符合预期，发布股权激励彰显长期信心

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年度报告。公司 2025 年实现营业收入 25.84 亿元(同比增长 25.08%)，实现归属于上市公司股东的净利润 8.21 亿元(同比增长 21.91%)，实现扣除非经常性损益的净利润 7.91 亿元(同比增长 23.00%)。公司 2025 年第四季度实现营业收入 7.16 亿元(同比增长 32.4%)，归母净利润 1.97 亿元(同比增长 36.1%)，扣非归母净利润 1.89 亿元(同比增长 39.9%)。公司业绩符合预期，创新产品脉冲消融(PFA)放量显著，同时公司发布股权激励彰显长期信心。
- **2025 年业绩稳健增长，PFA 产品放量超预期。**分产品线看，2025 年公司电生理产品线实现营收 5.71 亿元(同比增长 29.81%)。电生理业务增长主要得益于产品迭代及脉冲消融(PFA)产品放量。2025 年公司累计完成 PFA 脉冲消融手术 5900 余例，并在全国多家头部中心完成 PFA 产品准入及常规开展工作。公司冠脉通路产品线实现营收 13.43 亿元(同比增长 27.35%)。冠脉业务增长主要系二代球囊入院上量、造影导管等多款产品迭代升级，提升了国内覆盖率和入院渗透率。外周介入产品线实现营收 4.56 亿元(同比增长 29.76%)，主要受益于集采持续放量以及弹簧圈、胸主动脉支架、腔静脉滤器等新品上量。非血管介入产品线实现营收 5258.92 万元(同比增长 36.52%)，主要来源于产品结构优化及入院渗透率提升。OEM 业务实现营收 1.45 亿元(同比下降 12.05%)，主要受线圈集采观望及国际订单下滑影响。从费用率来看，2025 年销售费用率 17.83%(2024 年 18.05%)，管理费用率 4.59%(2024 年 4.43%)，研发费用率 14.12%(2024 年 14.06%)，财务费用率-0.25%(2024 年-0.61%)。整体费用率保持相对稳定。
- **电生理手术量高增，创新产品持续突破。**公司持续深化市场开拓，国内电生理业务加速推进。2025 年，公司累计完成 PFA 脉冲消融手术 5900 余例，传统三维非房颤手术超 1.5 万例。公司磁定位压力感应消融导管、磁定位星型标测导管、电定位可调弯鞘管等多款产品陆续获得注册证，有效完善了房颤手术的三维标测导管及可视化通路解决方案。2025 年 11 月，公司一次性使用心腔内超声导管(ICE)成功获批，该产品可与迈瑞医疗的超声机及公司三维电生理标测系统联合使用，实现清晰的心腔内超声影像和三维建模。在传统的标测和通路产品中，公司可调弯十极冠状窦标测导管在该品类细分市场中维持领先份额，商业销售超 10 万根。
- **股权激励落地，彰显管理层信心。**公司近期落地股权激励，授予价格 240 元/股，考核目标为 2026 年和 2027 年营收增量之和。股权激励费用将分期确认，对 2026 年利润有一定影响。公司重视股东回报，近五年保持稳定现金分红，2022 年、2025 年和 2026 年多次股份回购。2025 年分红和回购总金额占净利润的 29.13%。
- **盈利预测与投资建议。**公司是国产电生理及血管介入的头部企业，公司产线丰富且产品性能优异。随着未来市场需求及市场份额的进一步扩大，预计头部效应将愈发明显，国产替代未来可期。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 24.7%，维持“持有”评级。
- **风险提示:** 市场竞争风险、政策控费风险、研发失败风险、新品放量不及预期风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2583.93	3311.23	4105.04	5017.17
增长率	25.08%	28.15%	23.97%	22.22%
归属母公司净利润(百万元)	820.64	1040.37	1273.71	1590.76
增长率	21.91%	26.78%	22.43%	24.89%
每股收益 EPS(元)	5.82	7.38	9.03	11.28
净资产收益率 ROE	25.80%	25.70%	24.96%	24.76%
PE	42	33	27	22
PB	11.28	8.79	6.93	5.47

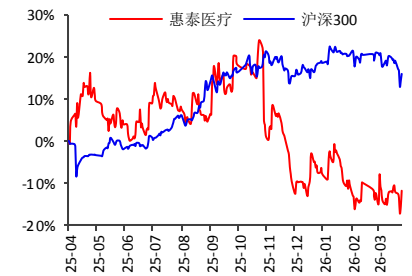
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 陈辰
执业证号: S1250524120002
电话: 021-68416017
邮箱: chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.41
流通 A 股(亿股)	1.41
52 周内股价区间(元)	219.48-466.07
总市值(亿元)	348.23
总资产(亿元)	36.52
每股净资产(元)	21.90

相关研究

1. 惠泰医疗(688617): 24 年业绩符合预期，静待新品放量(2025-05-02)

盈利预测

关键假设：

假设 1：冠脉通路类——公司已经建立了成熟完备的冠脉通路类器械产业化平台，依靠持续增加的研发投入和丰富的产品线，公司整体自动化水平和规模化生产能力大幅提升。我们预计 2026-2028 年公司冠脉通路类业务的销量增速分别为 30%、25%、23%，产品价格预计在 2026-2028 年保持相对稳定。

假设 2：电生理——电生理产品主要为标测导管、射频消融导管、及其他新产品。随着公司标测系统在院端投放量的增加，带动公司三维手术标测和射频消融导管销量增加。预计 PFA 将会持续放量。因此预计 2026-2028 年公司电生理业务的销量增速分别为 30%、25%、25%；由于集采后带来的毛利率下行，预计 2026-2028 年毛利率将稳定在 73~74%。

假设 3：外周介入类——外周介入类产品上市较晚，2019 年产品开始陆续上市销售。随着介入产品线的逐渐丰富，预计 2026-2028 年销量分别为 30%、25%、20%，价格预计 2026-2028 年将相对稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
冠脉通路类	收入	1343	1746	2182	2684
	增速	27.4%	30.0%	25.0%	23.0%
	毛利率	73.7%	73.5%	73.5%	73.5%
电生理	收入	571	743	928	1160
	增速	29.8%	30.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	73.9%	73.9%	73.9%	73.9%
外周介入	收入	456	593	741	889
	增速	29.8%	30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	76.2%	76.2%	76.2%	76.2%
OEM	收入	145	142	144	145
	增速	-12.0%	-2.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	59.7%	59.7%	59.7%	59.7%
非血管介入治疗类材料	收入	53	71	92	120
	增速	36.5%	35.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	62.3%	62.3%	62.3%	62.3%
其他业务	收入	16	17	18	19
	增速	-1.3%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	收入	2,584	3,311	4,105	5,017
	增速	25.1%	28.1%	24.0%	22.2%
	毛利率	72.9%	73.0%	73.1%	73.2%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2583.93	3311.23	4105.04	5017.17	净利润	807.74	1025.37	1257.71	1574.76
营业成本	700.84	894.34	1102.95	1343.47	折旧与摊销	103.55	90.05	97.44	104.73
营业税金及附加	33.68	43.05	53.37	65.22	财务费用	-6.51	-3.00	-2.00	-1.00
销售费用	460.61	598.79	748.49	890.70	资产减值损失	-6.55	-13.00	-13.00	-13.00
管理费用	118.64	154.23	192.79	231.35	经营营运资本变动	-36.04	-141.71	-79.01	-88.79
财务费用	-6.51	-3.00	-2.00	-1.00	其他	105.57	-2.74	-7.59	11.03
资产减值损失	-6.55	-13.00	-13.00	-13.00	经营活动现金流净额	967.76	954.96	1253.54	1587.73
投资收益	16.94	10.00	10.00	15.00	资本支出	-484.67	-200.00	-150.00	-170.00
公允价值变动损益	0.49	2.00	2.00	2.00	其他	-34.51	12.00	12.00	17.00
其他经营损益	39.34	30.00	30.00	30.00	投资活动现金流净额	-519.18	-188.00	-138.00	-153.00
营业利润	944.56	1178.58	1445.64	1810.07	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.27	0.00	0.00	0.00	长期借款	3.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	936.29	1178.58	1445.64	1810.07	股权融资	-38.27	0.00	0.00	0.00
所得税	128.55	153.22	187.93	235.31	支付股利	-139.16	-164.13	-208.07	-254.74
净利润	807.74	1025.37	1257.71	1574.76	其他	-106.08	-5.38	2.00	1.00
少数股东损益	-12.90	-15.00	-16.00	-16.00	筹资活动现金流净额	-279.74	-169.51	-206.07	-253.74
归属母公司股东净利润	820.64	1040.37	1273.71	1590.76	现金流量净额	165.04	597.45	909.47	1180.99
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1264.42	1861.87	2771.34	3952.33	成长能力				
应收和预付款项	103.96	151.24	185.24	224.13	销售收入增长率	25.08%	28.15%	23.97%	22.22%
存货	491.96	633.53	801.33	968.48	营业利润增长率	25.32%	24.78%	22.66%	25.21%
其他流动资产	261.90	265.12	268.62	272.65	净利润增长率	22.73%	26.94%	22.66%	25.21%
长期股权投资	111.93	111.93	111.93	111.93	EBITDA 增长率	26.69%	21.51%	21.76%	24.19%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	817.66	968.48	1061.92	1168.06	毛利率	72.88%	72.99%	73.13%	73.22%
无形资产和开发支出	438.50	397.89	357.29	316.68	三费率	22.17%	22.65%	22.88%	22.34%
其他非流动资产	161.54	161.27	161.00	160.73	净利率	31.26%	30.97%	30.64%	31.39%
资产总计	3651.86	4551.33	5718.68	7175.00	ROE	25.80%	25.70%	24.96%	24.76%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	22.12%	22.53%	21.99%	21.95%
应付和预收款项	294.75	366.35	453.41	554.38	ROIC	53.03%	57.50%	61.18%	69.09%
长期借款	3.76	3.76	3.76	3.76	EBITDA/销售收入	40.31%	38.22%	37.54%	38.14%
其他负债	222.99	190.98	221.63	256.97	营运能力				
负债合计	521.51	561.09	678.80	815.11	总资产周转率	0.78	0.81	0.80	0.78
股本	141.03	141.03	141.03	141.03	固定资产周转率	3.99	4.48	4.82	5.27
资本公积	702.60	702.60	702.60	702.60	应收账款周转率	27.44	29.33	28.65	28.32
留存收益	2343.63	3219.87	4285.51	5621.52	存货周转率	1.51	1.54	1.52	1.51
归属母公司股东权益	3088.67	3963.56	5029.19	6365.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.37%	—	—	—
少数股东权益	41.68	26.68	10.68	-5.32	资本结构				
股东权益合计	3130.35	3990.24	5039.88	6359.89	资产负债率	14.28%	12.33%	11.87%	11.36%
负债和股东权益合计	3651.86	4551.33	5718.68	7175.00	带息债务/总负债	0.72%	0.67%	0.55%	0.46%
					流动比率	4.62	5.84	6.53	7.20
					速动比率	3.55	4.57	5.23	5.91
					股利支付率	16.96%	15.78%	16.34%	16.01%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	1041.60	1265.63	1541.08	1913.80	每股收益	5.82	7.38	9.03	11.28
PE	42.44	33.48	27.35	21.90	每股净资产	21.90	28.10	35.66	45.13
PB	11.28	8.79	6.93	5.47	每股经营现金	6.86	6.77	8.89	11.26
PS	13.48	10.52	8.48	6.94	每股股利	0.99	1.16	1.48	1.81
EV/EBITDA	31.84	25.73	20.54	15.92					
股息率	0.40%	0.47%	0.60%	0.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn