



## 外周血管介入业务增长稳健，持续拓展海外业务

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年报。2025 年公司实现营收 13.70 亿元，同比+5.1%；剔除若干非经常性项目后，实现核心纯利 3.53 亿元，同比+24.9%；受股份支付及所得税等增加影响，实现归母净利润 1.48 亿元，同比-33.5%。公司作为心血管及外周血管微创介入器械领先者，积极拓展海外业务，25 年海外销售额同比增加约 14.4%。
- **外周血管业务表现亮眼，结构性业务短期承压。** 分产品看，外周血管介入业务 25 年收入 8.45 亿元 (+12.4%)，占总营收比重持续提升。其中核心产品覆膜支架收入同比增长 19.9%，腔静脉滤器受市场因素影响收入同比下降 12.2%。结构性心脏病业务 25 年收入 5.12 亿元 (-3.0%)。核心产品中左心耳封堵器收入同比+4.7%，先天性心脏病封堵器收入同比-6.3%。起搏电生理业务 25 年收入 0.13 亿元 (-46.0%)。25 年公司整体毛利率为 74.4% (-0.9pp)，主要因为 1) 受集采政策影响，若干区域的个别产品销售单价有所下降；及 2) 销售组合变化。
- **战略投资剑虎医疗，积极布局电生理高速增长赛道拓展新业务。** 2025 年 6 月，公司通过全资附属公司先健深圳以现金方式投资于专注于电生理及创新医疗器械领域的剑虎医疗，总代价为 1.50 亿元。截至 25 年底，公司已完成第一阶段 1.00 亿元注资，并取得剑虎医疗 22.22% 的股权。此次战略投资将进一步拓展公司在高速增长医疗器械领域的业务，提升技术能力，并与现有业务产生协同效应，共同促进创新心脏介入影像平台产品的研究、开发及商业化。同时，公司获得了剑虎医疗电生理相关产品的独家优先合作权及海外独家经销权，为长远发展注入新动能。
- **自主高效研发，创新带来长期竞争力。** 25 年公司多款重磅产品如胸腹主动脉覆膜支架系统（包括 G-Branch™ 胸腹主动脉主体覆膜支架系统、SilverFlow™ PV 外周血管覆膜支架系统等）、主动脉覆膜支架系统（包括 Ankura™ Pro 主动脉主体覆膜支架系统及 Longuette™ 主动脉分支覆膜支架系统）、主动脉弓支架系统（包括 Ankura™ Plus 主动脉弓主体支架系统及 CSkirt™ 主动脉弓分支支架系统）及左心耳封堵器输送系统等已获得国家药品监督管理局认证；Ankura™ Ilc 大动脉覆膜支架系统已获得 CE MDR 认证。此外，髂动脉覆膜支架系统（包括 G-iliac™ Pro 及 SilverFlow™ Pro）等正在中国注册审批中；Fitaya™ 腔静脉滤器系统、Yuranos™ 腹主动脉覆膜支架系统等正处于 CE 认证中。丰富的获批与在研管线将持续巩固公司在国内及全球血管介入领域的领先地位。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2026-2028 年 EPS 分别为 0.06 元、0.07 元、0.08 元，对应 PE 分别为 30 倍、24 倍、20 倍。公司创新单品上市及出海业务增长势头良好，建议持续关注。
- **风险提示:** 国际贸易风险、行业竞争加剧的风险，研发不及预期的风险，集采降价的风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元人民币)	1369.8	1516.1	1724.2	1985.5
增长率	5.1%	10.7%	13.7%	15.2%
归属母公司净利润(百万元人民币)	147.8	262.2	320.6	381.9
增长率	-33.5%	77.3%	22.3%	19.1%
每股收益 EPS	0.03	0.06	0.07	0.08
净资产收益率	4.2%	6.9%	7.8%	8.5%
PE	52.7	29.7	24.3	20.4

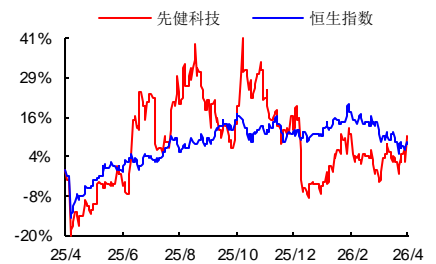
数据来源: 公司公告, 西南证券

### 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: 聚源数据

### 基础数据

52 周区间(港元)	1.34-2.31
3 个月平均成交量(百万)	17.62
流通股数(亿)	46.32
市值(亿)	88.93

### 相关研究

1. 先健科技 (1302.HK): 心血管及外周血管微创介入器械领先者, 24 年海外收入高增 (2025-05-11)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：公司结构心业务受益于产品迭代及海外市场拓展，预计 2026-2028 年销量分别增长 7%、10%、12%。部分产品线收到集采各个省份逐步落地的影响，由于完全落地时间窗口不确定性，量价、成本规模优势、价格联动等情况尚不明确。预计毛利率短期内稳定在 86~88%。

假设 2：公司外周介入业务中覆膜支架持续增长，老产品集采情况尚不明确是否要推进。新产品自 25 年逐步取证后，预计 26 年将会开始放量。因此预计 2026-2028 年销量分别增长 13%、16%、17%。考虑到集采的不确定性，预计毛利率维持在 65~68%。

假设 3：公司起搏器业务规模尚小，因市场策略调整短期承压。预计 2026-2028 年销量分别增长 5%、5%、5%。目前毛利仍旧亏损，预计后续毛利率亏损收窄至 -5~-10% 附近。

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
结构心业务	收入	512	547	602	675
	增速	-3.0%	7.0%	10.0%	12.0%
	毛利率	88.5%	86.0%	86.0%	86.0%
外周介入业务	收入	845	954	1107	1295
	增速	12.5%	13.0%	16.0%	17.0%
	毛利率	67.4%	65.0%	65.0%	65.0%
起搏器业务	收入	13	14	15	16
	增速	-46.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	-18.6%	-20.0%	-10.0%	-5.0%
合计	收入	1,369.78	1,516.1	1,724.2	1,985.5
	增速	5.1%	10.7%	13.7%	15.2%
	毛利率	74.4%	71.8%	71.7%	71.6%

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
营业额	1369.78	1516.07	1724.24	1985.47	税后经营利润	109.43	200.68	243.90	292.74
销售成本	350.67	427.67	488.15	564.18	折旧与摊销	-	320.68	320.68	320.68
其他费用	0.00	-20.00	-24.00	-26.00	财务费用	-19.00	-2.51	-3.22	-5.10
销售费用	401.78	433.93	468.64	538.94	其他经营资金	-90.43	-633.38	-47.08	-58.55
管理费用	449.90	458.89	527.73	591.05	经营性现金净流量	-	-114.54	514.27	549.77
财务费用	-19.00	-2.51	-3.22	-5.10	投资性现金净流量	-	0.85	0.85	0.85
其他经营损益	0.00	18.00	20.00	22.00	筹资性现金净流量	-	2.51	3.22	5.10
投资收益	6.20	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	-	-111.18	518.34	555.72
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
营业利润	192.63	236.09	286.94	344.40					
其他非经营损益	-1.17	1.00	1.00	1.00	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
税前利润	191.45	237.09	287.94	345.40	货币资金	772.27	661.09	1179.44	1735.15
所得税	79.08	35.56	43.19	51.81	应收账款	161.80	154.63	175.86	202.50
税后利润	112.38	201.53	244.75	293.59	预付款项、按金及其他应收款项	469.07	488.72	555.83	640.03
归属于非控制股东利润	-35.45	-60.64	-75.85	-88.30	其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司股东利润	147.83	262.17	320.60	381.89	存货	444.90	670.27	765.06	884.22
EBITDA	172.46	555.26	605.40	660.97	其他流动资产	477.09	594.87	621.49	654.89
NOPLAT	94.56	198.54	241.16	288.40	流动资产总计	2325.13	2569.58	3297.66	4116.79
					长期股权投资	106.34	106.34	106.34	106.34
					固定资产	921.10	776.79	632.49	488.18
					在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
					无形资产	826.59	688.83	551.06	413.30
					长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
					其他非流动资产	833.26	794.66	756.05	717.45
					非流动资产合计	2687.29	2366.62	2045.94	1725.27
<b>主要财务比率</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>资产总计</b>	<b>5012.43</b>	<b>4936.20</b>	<b>5343.61</b>	<b>5842.06</b>
<b>成长能力</b>					短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营收额增长率	5.1%	10.7%	13.7%	15.2%	应付账款	84.70	125.92	143.73	166.11
EBIT 增长率	-7.1%	36.0%	21.4%	19.5%	其他流动负债	1394.71	1075.74	1220.58	1403.07
EBITDA 增长率	-37.0%	222.0%	9.0%	9.2%	流动负债合计	1479.41	1201.65	1364.31	1569.18
税后利润增长率	-33.3%	79.3%	21.4%	20.0%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>盈利能力</b>					其他非流动负债	57.91	57.91	57.91	57.91
毛利率	74.4%	71.8%	71.7%	71.6%	非流动负债合计	57.91	57.91	57.91	57.91
净利率	8.2%	13.3%	14.2%	14.8%	<b>负债合计</b>	<b>1537.32</b>	<b>1259.57</b>	<b>1422.22</b>	<b>1627.09</b>
ROE	4.2%	6.9%	7.8%	8.5%	股本	0.04	0.04	0.04	0.04
ROA	2.9%	5.3%	6.0%	6.5%	储备	3512.61	3512.61	3512.61	3512.61
ROIC	3.6%	8.1%	8.7%	11.5%	留存收益	0.00	262.17	582.77	964.66
<b>估值倍数</b>					归属于母公司股东权益	3512.65	3774.81	4095.41	4477.30
P/E	52.73	29.73	24.31	20.41	归属于非控制股东权益	-37.54	-98.18	-174.03	-262.33
P/S	5.69	5.14	4.52	3.93	权益合计	3475.11	3676.63	3921.38	4214.97
P/B	2.22	2.06	1.90	1.74	<b>负债和权益合计</b>	<b>5012.43</b>	<b>4936.20</b>	<b>5343.61</b>	<b>5842.06</b>
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00					
EV/EBIT	-6.23	-4.30	-5.56	-6.46					
EV/EBITDA	-6.23	-1.82	-2.61	-3.33					
EV/NOPLAT	-11.36	-5.08	-6.56	-7.63					

数据来源: Wind, 西南证券; 注意: 25 年年报完整版现金流量表暂未披露

## 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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 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	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

---