

## 业绩高增，瓣膜产品矩阵逐渐成型

——佰仁医疗 2025 年报点评

### 核心观点

- 产品力强大，业绩保持高速增长。**公司 2025 年实现营业收入 6.2 亿元，同比增长 23.6%，归母净利润 1.9 亿元，同比增长 32.3%。2025 年第四季度，公司实现营业收入 2.4 亿元，同比增长 13.8%，归母净利润 1.0 亿元，同比增长 16.2%。2026 年第一季度，公司实现营业收入 1.4 亿元，同比增长 43.4%，归母净利润 0.4 亿元，同比增长 27.3%。得益于公司核心产品人工生物心脏瓣膜可比肩进口主流产品的强大产品力，公司业绩保持高速增长。
- TAVR 快速放量，构筑核心增长引擎。**2025 年，中国大陆 TAVR 为 18636 例，同比增长 8.1%。公司结构性心脏病板块实现营业收入 4.5 亿元，同比增长 23.2%，毛利率为 93.24%，同比增长 2.67pct，分产品看，人工心脏瓣膜销售额同比增长约 10.31%，其中介入瓣销量增长超 50%。我们预计未来国内 TAVR 手术将持续增长，TAVR 产品进入快速放量期，成为公司的核心增长引擎。
- 瓣中瓣系统获批，研发管线丰富。**2025 年公司在注册审核阶段产品共 10 项，3 项获批注册。同年 5 月，全球首个以瓣中瓣理念设计的 Renato 经导管瓣中瓣产品获批，独家覆盖生物瓣患者的全生命周期治疗需求，公司差异化优势突出。借助在心脏瓣膜的强大技术积累，公司横向拓展组织修产品：眼科补片产品已处在注册审批阶段，消化外科生物补片有望在 2026 年二季度上市。通过多产品协同，构建平台型企业应对短期的激烈竞争。

### 盈利预测与投资建议

- 考虑到公司介入瓣产品增速较快、产品矩阵已逐渐成型等原因，我们预测公司 2026-2027 年归母净利润分别为 2.83、3.71 亿元（2026-2027 原预测为 2.68、3.46 亿元），并新增 2028 年预测归母净利润为 4.64 亿元，我们采取 DCF 估值法给予目标价格 111.94 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 研发失败导致的风险；产品销售不及预期；带量采购、竞争加剧等导致的价格下滑；瓣膜市占率不及预期；相关产品注册上市进度不及预期的风险等。

### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	502	620	849	1,130	1,434
同比增长(%)	35.4%	23.6%	36.8%	33.1%	26.9%
营业利润(百万元)	153	212	320	428	544
同比增长(%)	26.8%	38.4%	50.7%	33.8%	27.3%
归属母公司净利润(百万元)	146	194	283	371	464
同比增长(%)	27.0%	32.3%	45.9%	31.3%	25.0%
每股收益(元)	1.06	1.41	2.05	2.69	3.37
毛利率(%)	88.3%	89.2%	90.2%	88.5%	88.3%
净利率(%)	29.2%	31.2%	33.3%	32.8%	32.3%
净资产收益率(%)	12.0%	15.0%	19.2%	20.7%	21.0%
市盈率	96.8	73.1	50.1	38.2	30.5
市净率	11.3	10.7	8.8	7.1	5.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

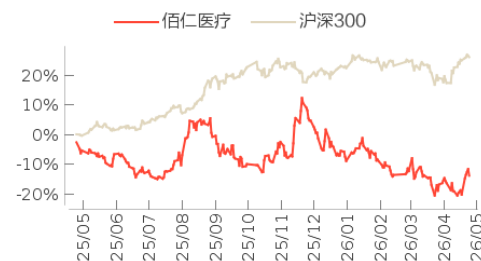
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2026年04月24日）	101.21元
目标价格	111.94元
52周最高价/最低价	132.94/92.57元
总股本/流通A股（万股）	13,775/13,775
A股市值（百万元）	13,941
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2026年04月26日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	7.97	5.86	-8.77	-13.85
相对表现%	7.11	-0.72	-10.19	-39.88
沪深300%	0.86	6.58	1.42	26.03



### 证券分析师

伍云飞 执业证书编号：S0860524020001  
香港证监会牌照：BRX199  
wuyunfei1@orientsec.com.cn  
021-63326320

### 相关报告

业绩亮眼，研发成果有序落地：——佰仁 2025-09-24  
医疗 2025 年中报点评  
业务稳健成长，新品快速放量：——佰仁 2025-05-21  
医疗 24 年报及 25 年一季报点评  
业绩稳健，研发管线进入收获期：——佰仁 2024-08-23  
医疗 2024 中报点评

**表 1：估值假设主要参数**

所得税税率 T	15.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	1.82%
无杠杆影响的 $\beta$ 系数	1.17
考虑杠杆因素的 $\beta$ 系数	1.17
市场收益率 Rm	8.85%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	10.04%
债务比率 D/(D+E)	0.37%
债务利率 rd	3.50%
WACC	10.01%

数据来源：wind，东方证券研究所

**表 2：FCFF 目标价敏感性分析（元）**

		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	8.01%	111.03	119.18	130.59	147.68	176.11
	8.51%	107.98	115.04	124.65	138.54	160.32
	9.01%	105.31	111.48	119.71	131.22	148.47
	9.51%	102.95	108.40	115.52	125.23	139.24
	10.01%	100.85	105.70	111.94	120.24	131.86
	10.51%	98.98	103.32	108.82	116.01	125.81
	11.01%	97.29	101.21	106.10	112.39	120.77
	11.51%	95.77	99.31	103.70	109.25	116.50
	12.01%	94.38	97.61	101.56	106.50	112.84

数据来源：东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	56	40	278	390	617	营业收入	502	620	849	1,130	1,434
应收票据、账款及款项融资	133	215	239	337	443	营业成本	59	67	83	130	168
预付账款	26	17	35	46	52	销售费用	122	156	208	270	347
存货	53	69	79	125	164	管理费用	33	46	59	75	97
其他	322	564	379	423	457	研发费用	151	155	190	237	287
<b>流动资产合计</b>	<b>591</b>	<b>904</b>	<b>1,010</b>	<b>1,320</b>	<b>1,733</b>	财务费用	(7)	(0)	0	(3)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	2	3	3	3	3
固定资产	336	355	354	351	345	公允价值变动收益	1	1	1	1	1
在建工程	88	105	132	188	237	投资净收益	10	8	12	10	10
无形资产	112	162	213	261	307	其他	1	10	1	(1)	(4)
其他	304	97	94	91	89	<b>营业利润</b>	<b>153</b>	<b>212</b>	<b>320</b>	<b>428</b>	<b>544</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>840</b>	<b>719</b>	<b>793</b>	<b>892</b>	<b>978</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,431</b>	<b>1,623</b>	<b>1,803</b>	<b>2,211</b>	<b>2,711</b>	营业外支出	2	6	3	4	4
短期借款	0	75	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>151</b>	<b>206</b>	<b>317</b>	<b>424</b>	<b>540</b>
应付票据及应付账款	66	54	92	133	164	所得税	19	26	47	64	81
其他	48	98	50	58	66	<b>净利润</b>	<b>132</b>	<b>180</b>	<b>269</b>	<b>360</b>	<b>459</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>114</b>	<b>227</b>	<b>142</b>	<b>191</b>	<b>231</b>	少数股东损益	(14)	(14)	(13)	(11)	(5)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>146</b>	<b>194</b>	<b>283</b>	<b>371</b>	<b>464</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	1.06	1.41	2.05	2.69	3.37
其他	66	82	78	78	78						
<b>非流动负债合计</b>	<b>66</b>	<b>82</b>	<b>78</b>	<b>78</b>	<b>78</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>180</b>	<b>310</b>	<b>220</b>	<b>269</b>	<b>309</b>		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	(2)	(14)	(27)	(38)	(43)	成长能力					
实收资本 (或股本)	137	138	138	138	138	营业收入	35.4%	23.6%	36.8%	33.1%	26.9%
资本公积	823	814	814	814	814	营业利润	26.8%	38.4%	50.7%	33.8%	27.3%
留存收益	290	374	657	1,028	1,491	归属于母公司净利润	27.0%	32.3%	45.9%	31.3%	25.0%
其他	2	1	2	2	2	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,251</b>	<b>1,313</b>	<b>1,582</b>	<b>1,943</b>	<b>2,402</b>	毛利率	88.3%	89.2%	90.2%	88.5%	88.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,431</b>	<b>1,623</b>	<b>1,803</b>	<b>2,211</b>	<b>2,711</b>	净利率	29.2%	31.2%	33.3%	32.8%	32.3%
						ROE	12.0%	15.0%	19.2%	20.7%	21.0%
						ROIC	10.5%	14.0%	18.2%	20.4%	21.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	12.6%	19.1%	12.2%	12.2%	11.4%
净利润	132	180	269	360	459	净负债率	0.0%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	22	41	42	47	53	流动比率	5.17	3.97	7.12	6.93	7.52
财务费用	(7)	(0)	0	(3)	(5)	速动比率	4.71	3.67	6.56	6.27	6.80
投资损失	(10)	(8)	(12)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	(42)	(53)	(62)	(107)	(113)	应收账款周转率	4.9	4.4	4.6	4.6	4.5
其它	41	38	(3)	(1)	(1)	存货周转率	1.3	1.1	1.1	1.3	1.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>136</b>	<b>198</b>	<b>234</b>	<b>287</b>	<b>383</b>	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
资本支出	(208)	(110)	(116)	(146)	(138)	每股指标 (元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.06	1.41	2.05	2.69	3.37
其他	(69)	(69)	196	(32)	(22)	每股经营现金流	0.99	1.44	1.70	2.08	2.78
<b>投资活动现金流</b>	<b>(276)</b>	<b>(179)</b>	<b>79</b>	<b>(179)</b>	<b>(160)</b>	每股净资产	9.09	9.63	11.68	14.38	17.74
债权融资	1	(1)	(0)	0	(0)	估值比率					
股权融资	21	(9)	0	0	0	市盈率	96.8	73.1	50.1	38.2	30.5
其他	(121)	(25)	(75)	3	5	市净率	11.3	10.7	8.8	7.1	5.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(99)</b>	<b>(35)</b>	<b>(75)</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	EV/EBITDA	82.9	55.1	38.6	29.6	23.6
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	95.3	65.9	43.7	32.9	25.9
<b>现金净增加额</b>	<b>(239)</b>	<b>(16)</b>	<b>239</b>	<b>111</b>	<b>228</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。