

业绩符合预期，PFA 有望保持快速放量趋势

惠泰医疗 (688617.SH)

核心观点

公司 25 年收入增长符合预期，利润率有所下降，主要系公司研发和销售投入加大所致。在 PFA 产品快速放量的驱动下，预计 26Q1 收入有望实现较好的增长，利润增速或略低于收入增速。展望全年，公司收入和净利润有望实现稳健增长，考虑净利率基数的差异，预计季度净利润增速呈现前低后高趋势。分业务来看，冠脉和外周业务有望保持稳健增长；电生理业务方面，PFA（脉冲消融）产品 2025 年国内手术量达到 5900 余例、今年有望加速放量，高密度标测导管和压力消融导管有望借助后续福建省牵头的 27 省联盟电生理集采续约实现以价换量和加速入院。

事件

公司发布 2025 年年报

公司 2025 年营业收入为 25.84 亿元，同比增长 25%；归母净利润为 8.21 亿元，同比增长 22%；扣非归母净利润为 7.91 亿元，同比增长 23%；基本每股收益为 5.82 元/股。2025 年度利润分配及资本公积金转增股本预案为：向全体股东按每 10 股派发现金红利 10 元（含税），不进行资本公积金转增股本，不送红股。

简评

业绩符合预期，季度利润率波动与费用投入有关

公司 2025 年营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 25.84 亿元（+25%）、8.21 亿元（+22%）和 7.91 亿元（+23%），业绩符合预期。净利润增速略低于收入增速，主要系公司加大研发和销售费用投入所致。2025Q4 单季度营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 7.16 亿元（同比增长 32%，环比增长 10%）、1.97 亿元（同比增长 36%，环比下降 0.4%）、1.89 亿元（同比增长 40%，环比下降 1%），25Q4 收入环比增长、利润环比下降，主要系费用环比持续增加所致。

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

朱琪璋

zhuqizhang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522070002

郑涛

zhengtaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524060004

发布日期：2026 年 04 月 27 日

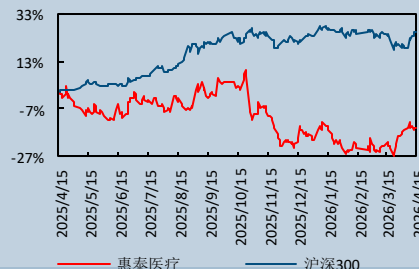
当前股价：248.00 元

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
11.96/4.97	2.27/3.63	-42.40/-66.17
12 月最高/最低价 (元)		439.02/221.50
总股本 (万股)		14,104.18
流通 A 股 (万股)		14,104.18
总市值 (亿元)		349.78
流通市值 (亿元)		349.78
近 3 月日均成交量 (万)		108.45
主要股东		
深圳迈瑞科技控股有限责任公司		23.05%

股价表现



冠脉和外周业务稳健增长，PFA 驱动电生理收入增速显著提升

分业务来看，公司 2025 年电生理产品营收为 5.71 亿元（+30%），主要得益于产品迭代和 PFA 产品的放量，其中 PFA 手术量达到 5900 余例（上半年仅完成 800 余例），驱动下半年电生理收入同比增长 50%（上半年同比增长 10%），传统三维非房颤手术超 1.5 万例。血管介入类业务在产品迭代升级、新产品放量的驱动下实现较高的增长，其中冠脉通路类产品营收为 13.43 亿元（+27%），主要得益于国内市场二代球囊入院上量和产品迭代升级；外周介入类产品营收为 4.56 亿元（+30%），主要得益于集采持续放量及弹簧圈等新产品逐步上量。非血管介入类产品收入为 0.53 亿元（+37%）；OEM 业务营收为 1.45 亿元（-12%），预计主要受公司主动调整价格的影响。

分地区来看，2025 年公司境内业务收入为 22.31 亿元（+26%）；境外业务收入为 3.37 亿元（+20%），占主营业务收入比例为 13.11%，其中自主品牌收入增长超 30%。

26 年业绩有望保持稳健增长，看好电生理集采续约加速入院和 PFA 快速放量趋势

在 PFA 产品快速放量的驱动下，预计 26Q1 收入端有望实现较好的增长，利润端需要考虑季度费用投入节奏。展望 2026 年，公司收入和净利润有望实现稳健增长，预计营销及研发投入持续增加，利润增速或略低于收入增速，考虑净利率基数的差异，预计季度净利润增速呈现前低后高的趋势。分业务来看，在优势产品国产替代加速、新品集采放量的驱动下，冠脉和外周业务有望保持稳健增长；电生理业务方面，PFA（脉冲消融）产品 2025 年国内手术量达到 5900 余例，今年有望加速放量，高密度标测导管和压力消融导管有望借助后续福建省牵头的 27 省联盟电生理集采续约实现以价换量和加速入院。国际业务方面，公司产品注册工作正加速推进，市场不断开拓，自有产品出海有望维持高增长趋势。

股权激励绑定核心员工与公司利益，彰显公司长期发展信心

2026 年 3 月 24 日，公司发布 2026 年限制性股票激励计划（草案），本激励计划拟向激励对象授予权益总计 220 万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额的 1.56%；首次授予激励对象共 663 人，约占员工总数的 21.26%；首次授予价格为 240.00 元/股，相比 3 月 24 日收盘价（225.95 元/股）溢价 6%，公司认为该定价具备合理性，让核心员工与企业长期发展利益绑定。业绩考核目标为（以 A 类考核目标为例）：1）第一个归属期（2026-2027 年度）：以 2025 年营业收入为基数，2026 年和 2027 年营收增长额之和与 2025 年营收之比需达到 74.29%（目标值）、64.00%（触发值）；2）第二个归属期（2028-2029 年度）：以 2025 年营业收入为基数，2028 年和 2029 年营收增长额之和与 2025 年营收之比需达到 214.97%（目标值）、180.86%（触发值）。以此计算，2026-2029 年营收年复合增长率需达到 23%（目标值）、20%（触发值）。本激励计划总激励成本为 3241.48 万元，预计 2026-2030 年每年股份支付费用分别为 855.52、1140.69、702.85、441.62、100.80 万元，对公司利润影响相对可控。我们认为，股权激励计划有利于充分调动员工积极性，也彰显了公司长期发展信心。

毛利率保持较高水平且略有提升，费用加大投入导致下半年净利率环比下降

2025 年，公司销售毛利率为 72.88%，同比增长 0.56 个百分点，实现稳中有升。公司销售费用率为 17.83%，同比下降 0.22 个百分点；管理费用率为 4.59%，同比增长 0.16 个百分点；研发费用率为 14.12%，同比增长 0.05 个百分点；财务费用率为 -0.25%，同比增长 0.35 个百分点。2025 年下半年净利率为 28.86%，环比下降 6.10 个百分点，主要系研发和销售费用环比加大投入所致，下半年销售费用率和研发费用率分别为 18.34%、15.15%，环比上半年分别增长 1.10、2.20 个百分点。2025 年，公司经营性现金流净额为 9.68 亿元，同比增长 30%，主要

系公司销售规模增长收到的现金增加所致。应收账款周转天数为 11.25 天，同比增加 0.38 天；存货周转天数为 234.23 天，同比增加 0.10 天，基本维持稳定。其他财务指标基本正常。

深耕电生理和血管介入领域多年，外周、神经介入和非血管介入业务成长可期

公司深耕电生理和血管介入领域多年，同时布局外周介入、非血管介入等新兴领域，长期成长潜力大。短期来看，公司外周和电生理领域多款新产品有望贡献业绩增量，2026 年业绩有望实现稳健增长。中长期来看，随着公司三维电生理设备和耗材产品性能持续优化、PFA 等新产品的放量，电生理国产替代进程有望加速，叠加外周业务、非血管介入业务仍处于快速成长或者起步阶段，有望开启第二增长曲线；国际业务方面，公司产品在海外逐步获批，市场不断开拓，同时借助迈瑞在海外强大的营销系统，国际化有望加速，贡献新的增长曲线。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别同比增长 25.01%、25.59% 和 25.06%，预计归母净利润分别同比增长 22.97%、24.65% 和 24.70%。维持“买入”评级。

风险提示

1、行业政策风险：部分国家政策有不可预测性，存在本报告给出的盈利预测可能达不到的风险；行业合规政策收紧的风险；行业监管相关风险；集采导致产品价格下降的风险。

2、市场竞争风险：目前，我国电生理和血管介入医疗器械行业，外资品牌仍占据绝对主导地位。外资品牌诸如强生、雅培、波士顿科学、泰尔茂等企业凭借其强大的研发优势、健全的产品体系和先发的渠道优势，占据国内 80% 以上的市场份额。虽然从竞争厂家上看，公司所处的电生理和血管介入细分领域竞争厂家并不多，但外资品牌经过多年的市场耕耘和对临床医生的培育，在一定程度上培养了临床医生的使用习惯，公司仍需要一定的时间来提升公司产品的使用量。此外，PFA 产品获批的国产厂商数量较多，存在市场竞争加剧的风险。

3、其他风险：电生理新产品放量不及预期的风险；新产品研发及注册失败风险；研发及管理人才流失风险；销售渠道风险及经销商管理风险；产品质量及潜在责任风险。

图表1： 预测及比率

单位:百万元	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2584	3230	4057	5073
增长率(%)	25.08%	25.01%	25.59%	25.06%
归属母公司股东净利润	821	1009	1258	1569
增长率(%)	21.91%	22.97%	24.65%	24.70%
每股收益(元/股)	5.82	7.15	8.92	11.12
市盈率(P/E)	43	35	28	22

资料来源: Wind, 中信建投 收盘日期截至 2026 年 04 月 24 日

图表2： 财务预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债表 (百万元)					
流动资产	1,617	2,122	3,386	4,775	6,464
现金	1,081	1,264	2,334	3,514	4,944
应收账款	83	78	103	130	162
其他应收款	7	4	8	10	12
预付账款	32	22	51	64	80
存货	399	492	622	786	988
其他流动资产	14	262	267	272	277
非流动资产	1,364	1,530	1,354	1,175	994
长期投资	101	112	116	119	123
固定资产	625	695	605	512	416
无形资产	402	390	325	260	195
其他非流动资产	236	332	308	284	261
资产总计	2,981	3,652	4,740	5,950	7,458
流动负债	406	459	731	923	1,161
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	46	60	76	97	121
其他流动负债	360	399	655	827	1,039
非流动负债	20	63	59	55	52
长期借款	5	12	8	4	1
其他非流动负债	15	51	51	51	51
负债合计	426	522	790	979	1,212
少数股东权益	39	42	21	-4	-35
股本	97	141	141	141	141
资本公积	785	703	703	703	703
留存收益	1,634	2,245	3,085	4,132	5,437
归属母公司股东权益	2,516	3,089	3,928	4,975	6,281
负债和股东权益	2,981	3,652	4,740	5,950	7,458
利润表 (百万元)					
营业收入	2,066	2,584	3,230	4,057	5,073
营业成本	572	701	892	1,127	1,417
营业税金及附加	25	34	40	50	63
营业费用	373	461	581	730	908
管理费用	92	119	145	183	228
研发费用	291	365	468	580	715
财务费用	-13	-7	-6	-10	-15
资产减值损失	-25	-7	-26	-32	-41
信用减值损失	-3	-17	-8	-10	-13

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
其他收益	41	39	42	42	42
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	13	17	18	18	18
资产处置收益	0	-1	4	4	4
营业利润	754	945	1,139	1,418	1,766
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	8	8	7	7	7
利润总额	746	936	1,132	1,411	1,760
所得税	88	129	143	179	223
净利润	658	808	989	1,233	1,537
少数股东损益	-15	-13	-20	-25	-31
归属母公司净利润	673	821	1,009	1,258	1,569

现金流量表 (百万元)

经营活动现金流	743	968	1,227	1,373	1,671
净利润	658	808	989	1,233	1,537
折旧摊销	91	113	179	182	185
财务费用	-13	-7	-6	-10	-15
投资损失	-13	-17	-18	-18	-18
营运资金变动	-20	38	79	-18	-22
其他经营现金流	39	33	3	3	3
投资活动现金流	-618	-519	11	11	11
资本支出	649	250	0	0	0
长期投资	23	-223	0	0	0
其他投资现金流	-1,290	-546	11	11	11
筹资活动现金流	-308	-280	-167	-205	-252
短期借款	-70	0	0	0	0
长期借款	-4	7	-4	-4	-3
其他筹资现金流	-234	-286	-164	-201	-249
现金净增加额	-195	165	1,070	1,179	1,430

资料来源: 公司公告, Wind, 中信建投

分析师介绍

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。

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。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。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 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。

朱琪璋

医疗器械和医疗服务团队分析师，法国巴黎高科金融专业硕士，南京大学生物学学士。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖医疗设备、高值耗材板块。

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。

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