

惠泰医疗（688617）深度研究

# 电生理血管介入双龙头，增长潜力可期

2024年07月01日

## 【投资要点】

- ◆ **公司心脏电生理和血管介入布局全面，先发优势明显，产品力领先。**成立于2002年的深圳惠泰医疗目前已形成以完整冠脉通路和心脏电生理医疗器械为主导，外周血管和神经介入医疗器械为重点发展方向的业务布局，是国产电生理与血管介入器械品类齐全，规模领先、具有较强市场竞争力的企业之一，已具备能与国外产品形成强力竞争的实力。近年来得益于公司对国内外市场的开拓，产品覆盖率的提升，以及技术面的创新和产品布局的完善，公司业绩高速增长，2017-2023营收CAGR达到48.64%。近年公司的盈利能力也实现大幅提升，净利率从2017年的17.68%提升至2023年的31.64%。
- ◆ **电生理手术量高增时代，国产技术跟进，集采加速国产关键过弯进程。**目前正值心脏电生理各适应症手术量高速增长期，2025年国内手术量预计达57.46万例，2021-2025年CAGR达28%，其中房颤手术量CAGR达39.56%，但未被满足的需求缺口仍较大，2019年美国电生理手术渗透率在我国10倍以上。2020-2024年国产电生理医疗器械市场CAGR达42.3%，包括惠泰在内的国产厂商的成熟壮大以及宽松的集采政策倾斜，将利好国产龙头企业持续放量，加速抢占国内市场，并在远期实现进口替代和市场洗牌。目前公司在国产市场先发优势显著，在研脉冲消融导管、脉冲消融仪、高密度标测导管、压力射频仪等已进入临床试验阶段。公司优先深度布局PFA，其心脏PFA创新产品也是全球首款融合“压力感知/贴靠指示”+“磁电双定位三维标测”+“脉冲消融”三大功能于一体的消融系统，配合压力感知脉冲消融导管和环形脉冲消融导管，预计在PFA手术占比有望达到40%-50%的未来，将成为带动公司业绩长期增长的重磅项目。
- ◆ **迈瑞设备与惠泰高耗强强联合，血管介入国产领先地位进一步夯实。**迈瑞入主完成收购后，在惠泰独立发展的基础上，迈瑞与惠泰将共同制定业务发展战略、研发和营销体系等各方面的整合规划，为惠泰的血管介入产业资源整合、产品性能提升以及出海渠道拓展提供强大助力。未来在迈瑞成熟的研发体系及强大的产品工程化和系统集成能力的加持下，惠泰的三维标测系统、射频消融仪等相对薄弱的设备领域将得到显著补强，结合惠泰自身多年耗材领域的技术积累，以及高密度标测导管和压力感应导管等高端产品的上市，将加速其房颤领域市占率的提升。此外，迈瑞拥有的超50家子公司和3000名员工的海外资源以及在全球主要市场的布局优势，也将大幅提升惠泰产品在海外市场空间的可及性，进一步落实公司的出海战略。

**东方财富证券**  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

**买入**（上调）

目标价：593.83元

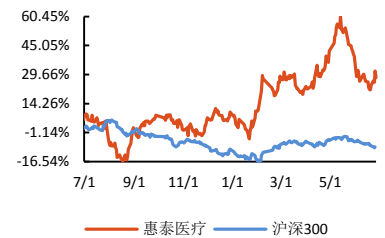
**东方财富证券研究所**

证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：殷明伦

电话：(+86) 18936221690

**相对指数表现****基本数据**

总市值（百万元）	29987.32
流通市值（百万元）	29987.32
52周最高/最低（元）	569.00/293.60
52周最高/最低（PE）	66.47/45.14
52周最高/最低（PB）	19.91/11.23
52周涨幅（%）	20.00
52周换手率（%）	162.67

**相关研究**

- 《核心业务持续增长，终端覆盖率再提升》  
2024.05.15
- 《迈瑞联手，企稳血管介入国产领先地位》  
2024.02.07

## 【投资建议】

- ◆ 我们选取与公司业务相近的血管介入行业和电生理行业相关公司进行可比估值，包括产线涵盖心脑血管和结构性心脏病等介入治疗重点领域的赛诺医疗、主要从事主动脉及外周血管介入器械的心脉医疗、心血管大健康生态型企业乐普医疗以及专攻电生理板块的公司微电生理。其中赛诺医疗与微电生理尚处成长期 PE 较高，而心脉医疗与乐普医疗步入成熟期 PE 已较为稳定。考虑到惠泰医疗的电生理、冠脉通路类、外周介入类三大主营业务近年均保持较高增长，随着公司各产线院端覆盖率的提升，产研的持续迭代升级，电生理产品的集采放量，以及迈瑞对于公司产品力和海外营销方面的协同和补强，预计公司未来业绩将继续保持较高增长态势，并兼具创新驱动的成长属性，综合参照公司历史 PE 数据均高于 45 倍水平，我们给予惠泰医疗 2025 年 43 倍 PE，对应 12 个月内目标价为 593.83 元。我们维持此前的收入预测，预计公司 2024/2025/2026 年的营业收入分别为 22.15/29.44/38.75 亿元，归母净利润分别为 6.91/9.23/12.11 亿元，EPS 分别为 10.34/13.81/18.11 元，给予公司“买入”评级。

### 盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1650.21	2214.88	2944.30	3875.48
增长率（%）	35.71%	34.22%	32.93%	31.63%
EBITDA（百万元）	633.80	851.56	1136.34	1467.57
归属母公司净利润（百万元）	533.92	691.06	923.31	1211.01
增长率（%）	49.13%	29.43%	33.61%	31.16%
EPS（元/股）	8.04	10.34	13.81	18.11
市盈率（P/E）	48.32	43.39	32.48	24.76
市净率（P/B）	13.62	12.21	9.31	7.04
EV/EBITDA	39.11	33.70	24.70	18.54

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 集中带量采购政策变化风险：若未来国家相关政策发生重大变化，公司未能调整相应经营策略，则可能面临产品市场价格下降、毛利率下降等风险；
- ◆ 产品升级及新产品开发风险：介入类医疗器械研发难度较高，受研发能力、研发条件等不确定因素的限制，可能导致公司不能按照计划开发出新产品或在研项目无法产业化，而影响营收和盈利成长；
- ◆ 市场竞争加剧风险：随着价格体系的变化，若公司无法准确把握行业发展趋势或无法快速应对市场竞争变化，现有的竞争优势可能被削弱，可能面临市场份额和盈利能力下降的风险。

## 1. 关键假设

我们的盈利预测基于如下假设：

**营业收入：**按公司年报中分产品营收构成划分，主要包括电生理、冠脉通路类、OEM、外周介入类、非血管介入类产品。

**电生理：**公司是国产电生理龙头企业，产品力领先。公司的电生理电极标测导管、射频消融电极导管、漂浮临时起搏电极导管均为国内首家获证国产产品，其三维心脏电生理标测系统采用磁电融合定位，具有三机一体的高度集成特性，创新地将三维标测系统、多道记录仪、刺激仪集成为一体化平台，将心脏电生理标测系统的发展推向新的高度。公司在 22 年的福建省级联盟电生理集采表现优秀，耗材产品全线中标且需求量名列前茅，报量后的全国头部大中心的准入渗透率从 27% 提升至 70%。随着 23 年集采执行，公司产品将实现快速稳定放量。公司 23 年完成相应产能扩建工作，电生理耗材产能同比+50%。目前公司包括 PFA 在内的多项重磅产品进入临床试验阶段，上市后也将为销售收入贡献新的增量，整体业绩预计将有较大幅度增长且逐年加大，预计公司 2024-2026 电生理收入增速 28%/32%/35%，毛利率 74.80%/75.10%/75.50%。

**冠脉通路类：**作为国产冠脉通路的先行者，公司已经构建了完整的冠脉通路产品线。23 年公司血管介入类产品的覆盖率及入院渗透率进一步提升，入院数量同比增长 600 余家，目前覆盖医院总计 3600 余家。公司在血管介入方面对子公司埃普特的产能进行了扩容，预计 24 年投入使用后主要产品将实现产能翻番，此外自主研发的设备主要产品生产效率也较 22 年底提升 10%，半成品生产效率提升 15%。公司冠脉产线新品研发迭代持续推进，上市放量可期，冠脉产品导引延伸导管、导引导丝、双腔微导管、高压球囊扩张导管等于 23 年获得注册证。目前公司的微导管、造影套件等在国内市场现已占据明显领先地位，导引导管和导引导丝也在迅速崛起。随着集采的开展，公司作为占据先发优势和规模化生产能力的国产品牌，产品将实现院端的快速覆盖放量，同时随着公司自动化水平和产能的大幅提升，创新产品的上市也将为业绩贡献增量，市场竞争力将逐渐增强，预计公司 2024-2026 冠脉通路类收入增速 35%/32%/30%，毛利率 72.20%/72.50%/72.80%。

**OEM 业务：**OEM 业务是公司利用自身研发优势及所掌握的介入医疗器械核心生产工艺，对外承接或内、国外 OEM 业务，提供批量代加工、产品定制以及委托项目开发等服务，产品涵盖各类血管/非血管领域输送系统、导管、导丝以及镍钛类等。目前公司积极开拓海外市场和 OEM 业务，23 年 OEM 同比增长 31.67%。进行 OEM 生产的子公司埃普特预计 24Q2 新的生产基地一期投入使用，二期将在 24 年底完成，彼时预计将实现产能的双倍扩容，此外生产效率也在相应持续提升。公司 OEM 业务并非核心业务，但因基数较低，提升空间较大，预计公司 2024-2026 OEM 收入增速 32%/30%/28%，毛利率 32%/30%/28%。

**外周介入：**公司建立了成熟完备的血管介入产业化平台，于 19 年推出了外周血管介入产品，目前产品线在持续完善中，23-24 年外周产品支撑导管、颈动脉球囊扩张导管、弹簧圈推送导丝、灌注导管、胸主动脉支架等相继获证，腔静脉滤器、弹簧圈等产品进入注册发补阶段，颈动脉支架、TIP 覆膜支架进入临床试验阶段。公司利用在通路类器械的技术及品牌优势，优先在肿瘤栓塞和血管治疗的通路器械发力，尤其在肿瘤栓塞领域，公司的微导管、造影套件已经取得明显竞争优势。目前外周市场庞大，昂贵的进口器械占主导，与国家医保政策背驰，国产替代是趋势，近年公司外周介入产品的覆盖率、入院渗透率、收入占比持续提升，公司在外周介入的市场耕耘发展是重要战略布局之一，预计 2024-2026 外周介入收入增速 42%/39%/35%，毛利率 72.00%/72.40%/72.80%。

**非血管介入产品：**目前公司的非血管介入器械产品是以泌尿结石类介入耗材整体解决方案为基础，部分消化介入器械、妇科介入器械为辅的产品布局，为 23Q4 新增业务，占比较小基数较低，但也已实现 1639 万收入，预计 2024-2026 非血管介入收入增速 50%/40%/30%，毛利率 51.00%/53.00%/55.00%。

## 2. 创新之处

**市场或低估电生理赛道集采背景下的国产替代和竞争格局重塑效率。**与相对成熟的红海市场不同，电生理产品壁垒较高，处高景气、低渗透率、低国产化率赛道，目前市场参与者数量有限。而公司作为国产龙头，产品布局全面，先发优势显著，此时进行集采先是对存量竞争格局进行重新洗牌，致后进公司破壁难度加大，而后叠加集采终端降价幅度相对缓和的政策优势加持，公司中标结果领先，利好其稳定开拓增量市场，预期产品将集中放量拉升市场份额，填补高位终端需求量，以加速进口替代进程。

**市场或因终端支架球囊类全面集采的价格下滑而低估冠脉通路赛道价值和远期增长空间。**冠脉支架因临床成熟用量大、采购金额高、市场竞争充分、同质化水平高等因素率先步入大规模集采，普遍拉低市场对通路类产品的价格水平预期，但支架集采降价后患者对于产品的可及性大幅提升，实则将带动 PCI 手术前置位通路类产品的加速放量，同时支架类接续国采的量价齐升和通路类首开集采的缓幅降价都将有利于惠泰的标内产品未来放量的提升，而在公司介入类创新产品频出拉升价值的前提下，叠加行业稳定向上的需求趋势、趋于稳定的市场格局和公司日益壮大的市场影响力，公司整体通路类产品的远期增长空间或将高于预期水平。

**市场或低估脉冲电场消融技术对电生理产品未来市场格局的革命性影响。**目前国产电生理依然以射频和冷冻消融为主，市场鲜有以 PFA 产品为主导的电生理成熟上市企业，而公司较同类率先深度布局 PFA，其心脏 PFA 创新产品也是全球首款融合“压力感知/贴靠指示”+“磁电双定位三维标测”+“脉冲消融”三大功能于一体的消融系统，配合压力感知脉冲消融导管和环形脉冲消融导管等新品未来入市达成对市场份额的开辟，据惠泰预计在 PFA 手术占比有望达到 40%-50% 的未来，将成为带动公司业绩长期增长的重磅项目。

## 3. 潜在催化

海外产品获批上市渠道拓展加速；迈瑞收购协同效应研产销全面优化；外周和非血管介入新品上市扩容

## 正文目录

1. 惠泰医疗：电生理+血管介入双龙头，迈瑞入主市场竞争力再提升 .....	7
1.1. 战略布局层次明晰，产品储备丰富优质 .....	7
1.2. 股权结构稳定，管理层经验丰富背景专业 .....	8
1.3. 营业收入高速增长，盈利能力稳步提升 .....	11
2. 电生理—终端需求高企，先发优势明显技术领先 .....	12
2.1. 电生理行业—澎湃蓝海市场，增量空间广阔 .....	12
2.2. 国产领先的电生理新势力，深度布局 PFA 比肩外资 .....	17
3. 血管介入—冠脉+外周双轮驱动，乘行业东风而上 .....	19
3.1. 血管介入行业—高耗最大细分热度依旧 .....	19
3.2. 基石业务全数增长，步入常态化持续放量阶段 .....	23
3.2.1 冠脉通路覆盖全面，产品市场竞争力全国领先 .....	23
3.2.2 外周介入新贵逐步成型，持续加码打造新兴增长曲线 .....	25
4. 关键假设与盈利预测 .....	27
5. 投资建议 .....	28
6. 风险提示 .....	29

## 图表目录

图表 1：惠泰医疗发展历程梳理 .....	7
图表 2：惠泰医疗产品布局概览 .....	8
图表 3：惠泰医疗股权结构（截止迈瑞收购前） .....	9
图表 4：子公司业务定位及实际主营业务 .....	9
图表 5：公司主要股东与深迈控股份股份转让明细 .....	9
图表 6：惠泰医疗管理层团队情况 .....	10
图表 7：2017-2023 惠泰医疗收入和归母净利（亿） .....	11
图表 8：2017-2023 惠泰医疗毛利率和净利率水平 .....	11
图表 9：2017-2023 惠泰医疗各业务线收入和增速 .....	12
图表 10：2017-2023 惠泰医疗各业务占比及毛利率 .....	12
图表 11：心脏传导系统 .....	13
图表 12：心脏激动传导路径 .....	13
图表 13：2017-2032 国内房颤、室上速、室速患病人数（百万人） .....	13
图表 14：2017-2032 中国心脏电生理手术量按适应症拆分（万例） .....	14
图表 15：2017-2032 中国电生理市场规模 .....	15
图表 16：2019 年中美电生理手术渗透率对比 .....	15
图表 17：2017-2026 中国房颤&室上速病患数 .....	15
图表 18：2017-2026 中国房颤&室上速电生理渗透率 .....	15
图表 19：2020 年中国心脏电生理市场竞争格局(亿) .....	16
图表 20：2015-2024 中国进口和国产电生理市场（亿） .....	16
图表 21：电生理三种采购模式公司中标结果汇总 .....	16
图表 22：惠泰医疗电生理近期上市旗舰新品 .....	17
图表 23：惠泰医疗电生理产线在研项目进展 .....	18
图表 24：惠泰医疗心脏 PFA 解决方案 .....	19
图表 25：2019 年中国高值耗材市场细分领域占比 .....	20
图表 26：历年中国血管介入器械（除支架）规模（亿） .....	20
图表 27：2022 中国血管介入市场细分领域占比 .....	20
图表 28：历年中国 PCI 手术治疗病例数（除军队） .....	20

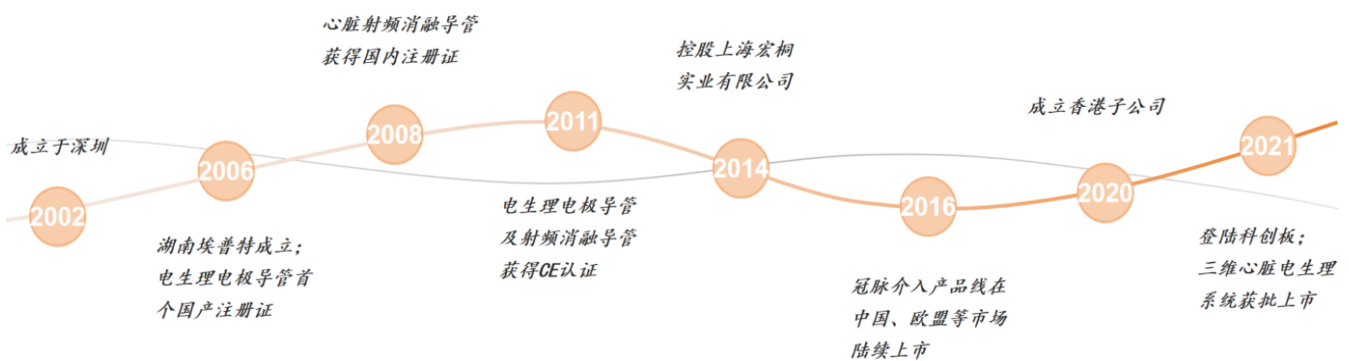
图表 29 : 冠脉支架接续意向采购量大幅增长.....	21
图表 30 : 冠脉支架接续采购中选价格上调.....	21
图表 31 : 2016-2030 中国心内药物涂层球囊使用量占比及市场规模增速 ....	22
图表 32 : 2019 年中国冠脉通路市场份额占比.....	22
图表 33 : 中国冠脉介入国产和进口市场规模 (亿) .....	22
图表 34 : 惠泰医疗产品在 PCI 中的应用情况.....	23
图表 35 : 惠泰医疗血管介入主要产品情况.....	24
图表 36 : 惠泰外周血管新品.....	25
图表 37 : 惠泰外周栓塞新品.....	25
图表 38 : 惠泰 RescSeal™ 胸主动脉覆膜支架系统.....	26
图表 39 : RescSeal™ 安全性和有效性得到验证.....	26
图表 40 : 惠泰医疗血管介入在研项目进展.....	26
图表 41 : 公司收入预测.....	27
图表 42 : 盈利预测.....	28
图表 43 : 可比公司估值表.....	28
图表 44 : 历史 PE (TTM) 区间.....	29
图表 45 : 历史 PB 区间.....	29

# 1. 惠泰医疗：电生理+血管介入双龙头，迈瑞入主市场竞争力再提升

## 1.1. 战略布局层次明晰，产品储备丰富优质

深圳惠泰医疗器械股份有限公司（688617.SH）成立于2002年，专注于心脏电生理和介入医疗器械的研发、生产和销售，已形成了以完整冠脉通路和心脏电生理医疗器械为主导，外周血管和神经介入医疗器械为重点发展方向的业务布局。公司2006年成立湖南埃普特，开展血管介入业务，同年电生理电极导管获得首个国产注册证。2008年公司心脏消融导管获证，电生理耗材业务得以开拓。2014年公司控股上海宏桐，完善电生理设备类产品布局。2016年公司冠脉介入产品线在中国、欧盟等市场陆续上市。据弗若斯特沙利文数据，2019年公司已在电生理国产器械品牌中市场份额排名第一，在冠脉通路国产器械产品中市场份额排名第三。2020年香港子公司成立，开展采购及境外销售业务。2021年公司登陆科创板，同年三维心脏电生理系统获批上市。2024年迈瑞入主完成对公司的控制权收购，公司国产心血管龙头之一的地位进一步夯实。

图表 1：惠泰医疗发展历程梳理



资料来源：惠泰医疗官网，东方财富证券研究所

公司主营包括电生理、冠脉通路、外周介入、非血管介入以及 OEM 业务，是国产电生理和血管介入器械品类齐全、规模领先、具有较强市场竞争力的企业之一，已具备能与国外产品形成强力竞争的实质。

### 1) 电生理

公司电生理产品分为有耗材及设备两部分，设备主要有三维心脏电生理标测系统和多道电生理记录仪等；耗材包括电生理电极标测导管、射频消融电极导管和房间隔穿刺针鞘等，其中公司电生理电极标测导管、射频消融电极导管、漂浮临时起搏电极导管均为国内首家获证的国产产品。公司的三维心脏电生理标测系统采用了国际先进的磁电融合定位方式，具有三机一体的高度集成特性，创新地将三维标测系统、多道记录仪、刺激仪集成为一体化平台，极大地提高了手术效率，将心脏电生理标测系统的发展推向了一个新高度。

### 2) 冠脉通路

公司冠脉通路产品主要包括导引导丝、微导管、球囊、造影导丝及导管等，其中冠脉薄壁鞘（血管鞘组）为国产独家产品，微导管（冠脉应用）和延伸导

管为国内首个获得注册证的国产同类产品。另外，公司的锚定球囊扩张导管是国内首个导引导管内采用球囊锚定方式进行导管交换的创新器械，预塑型导丝为国内首创预先塑弯的导丝，冠状动脉高压球囊扩张导管的可扩张压力也为冠脉介入最高。

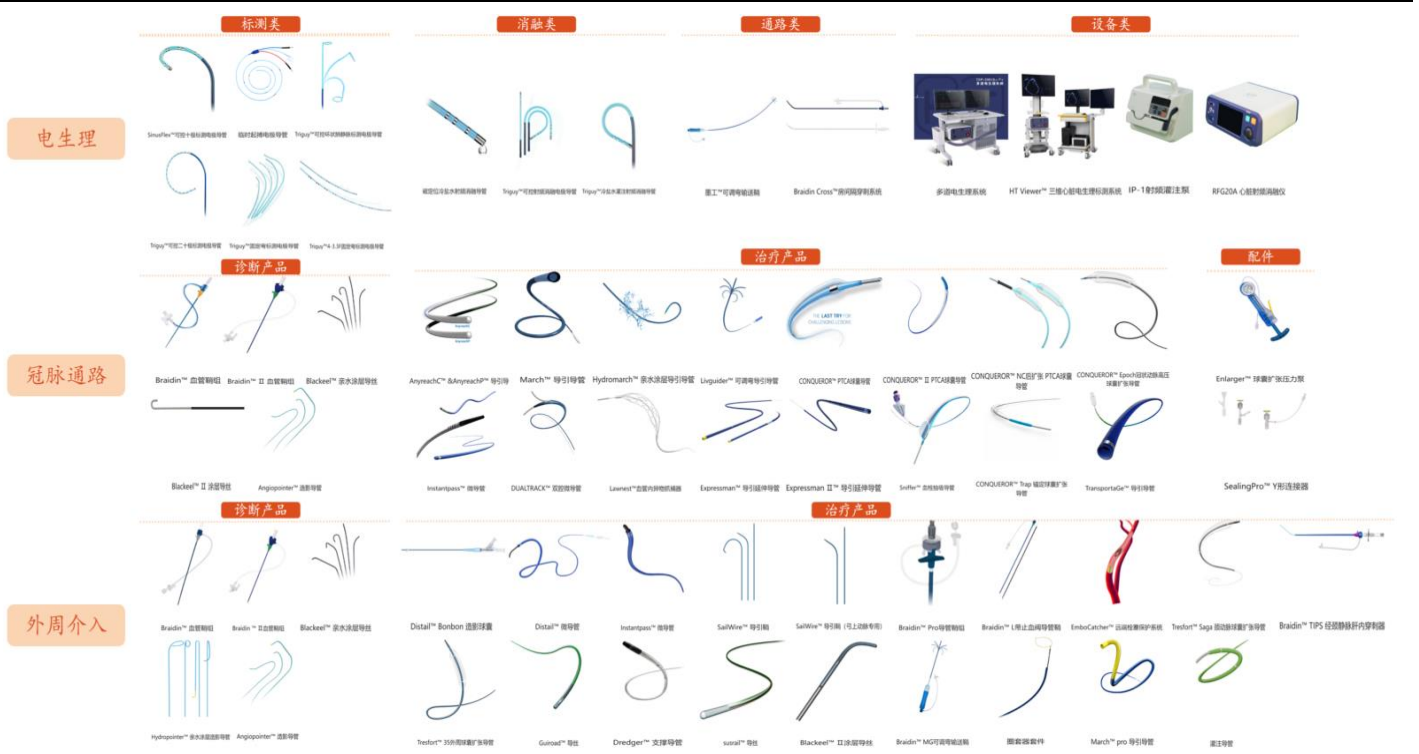
### 3) 外周介入

公司外周介入产品主要分为肿瘤栓塞介入治疗和周围血管介入治疗两个方向，产品包括微导管、微导丝、TIPS 穿刺套件、导管鞘组、造影导管、造影导丝、血管鞘、导引导管、下肢工作导丝、PTA 球囊导管、圈套器、导引鞘、抽吸导管、远端保护装置等，其中外周可调阀导管鞘（导管鞘组）是国内唯一被批准上市的国产产品，造影球囊是国内首款可用于封堵血管，在防止栓塞剂回流，并在压力测定，出血封堵等领域都有重要应用的特色产品。

### 4) OEM 和非血管介入

公司充分利用自身研发优势及所掌握的介入医疗器械核心生产工艺，对外承接国内、国外 OEM 业务，提供批量代加工、产品定制以及委托项目开发等服务，产品涵盖各类血管/非血管领域输送系统、导管、导丝以及镍钛类等。此外，公司的非血管介入业务在有序开拓中，目前已形成以泌尿结石类介入耗材整体解决方案为基础，部分消化介入器械、妇科介入器械为辅的产品布局，相关新品也在陆续上市中。

图表 2：惠泰医疗产品布局概览



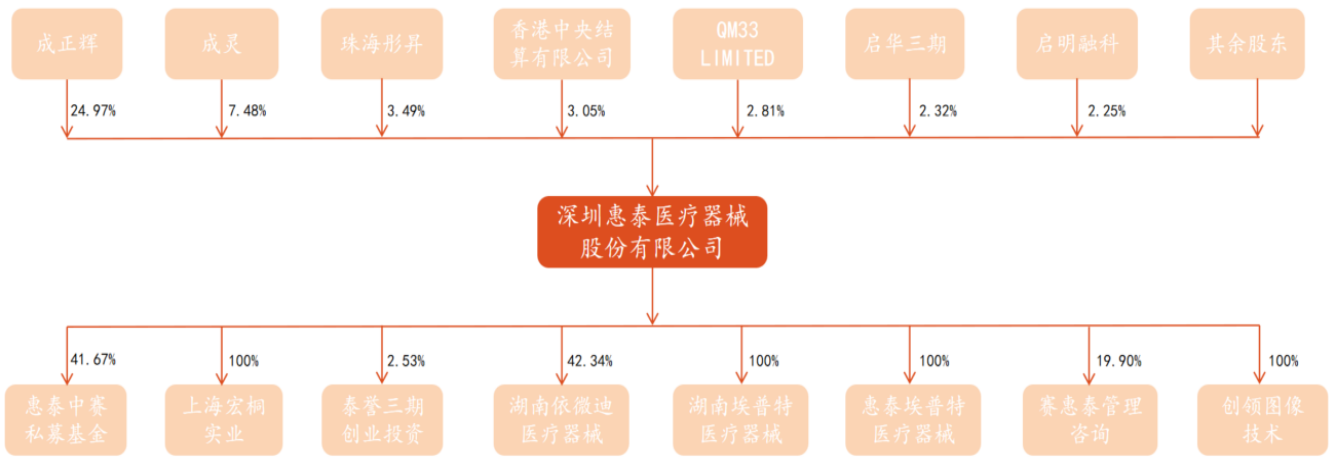
资料来源：惠泰医疗官网，东方财富证券研究所

## 1.2. 股权结构稳定，管理层经验丰富背景专业

截止 2023 年末，公司股权结构清晰，股权集中度良好，董事长成正辉和其子成灵为控股股东及一致行动人，合计持股 32.45%，为公司实控人，其余股东持股数量较少且较为分散。公司旗下子公司分工明确，各司其职。湖南埃普

特负责血管介入医疗器械（冠脉通路及外周血管介入）的研发、生产和销售，上海宏桐负责三维电生理标测系统和射频消融仪的研发，以及多道电生理记录仪的生产和销售，上海惠泰负责面向华东市场，开展客户维护、产品销售等业务，湖南惠泰负责器械的销售业务，香港惠泰则负责境外采购及销售的运营。

图表 3：惠泰医疗股权结构（截止迈瑞收购前）



资料来源：Choice 惠泰医疗股权穿透，东方财富证券研究所

图表 4：子公司业务定位及实际主营业务

公司名称	业务定位及实际主营业务
惠泰医疗	负责电生理耗材器械的研发、生产和销售
湖南埃普特	负责血管介入医疗器械（冠脉通路及外周血管介入）的研发、生产和销售
上海宏桐	负责三维电生理标测系统和射频消融仪的研发，以及多道电生理记录仪的生产和销售
上海惠泰	负责面向华东市场，开展客户维护、产品销售等业务
湖南惠泰	负责医疗器械销售业务
香港惠泰	负责境外采购及销售的运营

资料来源：惠泰医疗公告，东方财富证券研究所

2024年1月28日，迈瑞医疗通过全资子公司深迈控，以协议转让的方式，由每股471.12元的价格，收购惠泰医疗约1412.03万股股份，占惠泰医疗总股本的21.12%，转让金额合计约66.52亿元。本次交易完成后，深迈控及其一致行动人珠海彤昇合计持有惠泰医疗约1645.56万股股份，占惠泰医疗总股本的24.61%，成正辉持有股份占比下降至18.73%，成灵不再持股，惠泰医疗控股股东变更为深迈控，迈瑞医疗完成对惠泰医疗的控制权收购。此次收购预计将为惠泰的血管介入产业资源整合、产品性能提升以及出海渠道拓展提供强大助力，进一步确立惠泰在心血管领域的国产领先地位。

图表 5：公司主要股东与深迈控股份股份转让明细

转让方	转让股份	占已发行股份总数比例
成正辉	4,173,116	6.24%
成灵	5,000,442	7.48%
戴振华	188,695	0.28%

上海惠深	469,919	0.70%
上海惠疗	10,000	0.01%
启华三期	958,444	1.43%
启明融科	931,070	1.39%
启明融盈	293,036	0.44%
QM33	1,160,518	1.74%
扬州澎旭	935,070	1.40%
<b>合计</b>	<b>14,120,310</b>	<b>21.12%</b>

资料来源：惠泰医疗公告，东方财富证券研究所

公司拥有一支具备全球化视野和敏锐战略眼光的管理团队。团队成员具有领先的开拓意识和创新能力，拥有丰富的产业经验和国内外知名企业的从业经历，以及专业的学术与技术背景沉淀，为公司的可持续发展奠定了良好坚实的基础。董事长成正辉硕士研究生毕业于中国科学院金属研究所，曾任国内知名血管介入器械公司先健科技有限公司总经理以及多家医疗科技公司管理层。公司副总经理、核心技术人员韩永贵曾任先健科技生产部经理，副总经理、核心技术人员 Yuchen Qiu 曾任美国强生公司产品研发部工程师，核心技术人员张勇曾任美敦力产品工程师和微创医疗高级经理。

**图表 6：惠泰医疗管理层团队情况**

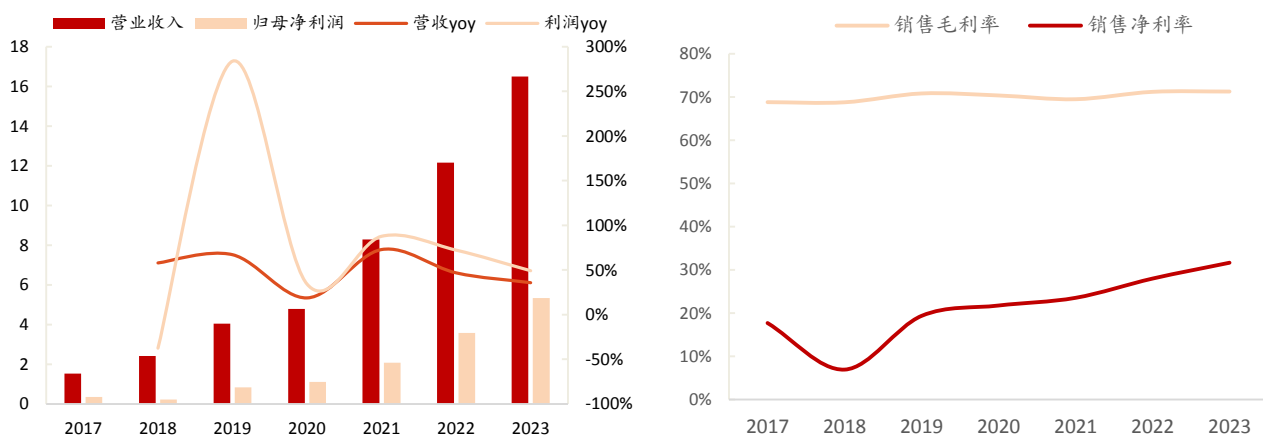
姓名	职务	主要工作经历
成正辉	董事长、总经理	中国科学院金属研究所硕士研究生。先后任职于深圳东部开发（集团）有限公司、深圳嘉云电子有限公司等，曾任职于先健科技（深圳）有限公司总经理，开运实业发展有限公司执行董事。2002年6月创立公司前身深圳市惠泰医疗器械有限公司，后任上海恺蕴经贸有限公司监事，北京晟睿普科技发展有限公司法定代表人、经理。2014年5月至今担任公司法定代表人、董事长，2016年8月至今担任公司总经理。
徐轶青	董事、副总经理	金融学本科学历。曾任深圳金星材料技术有限公司财务经理，深圳远山机电有限公司副总经理，深圳市中杰实业有限公司董事长、总经理，深圳利华得数码技术有限公司董事、副总经理，深圳市昂信科技发展有限公司董事、总经理。2006年10月至今担任公司副总经理，并于2014年5月至今担任公司董事。
戴振华	董事、副总经理、财务负责人、董事会秘书	工业会计学士、EMBA、中国注册会计师非执业会员。曾任无锡市机电设备有限公司/汽车贸易分公司会计经理，曾于通用电气医疗系统（中国）有限公司分别担任财务分析主管、财务经理、财务总监等职务，后任圣犹达医疗用品（上海）有限公司高级财务及运营总监。2013年7月至今任公司董事、副总经理、财务负责人。2019年11月至今担任公司董事会秘书。
徐静	董事	金融学学士、中国注册会计师（CPA）、特许金融分析师（CFA）。曾任普华永道中天会计师事务所北京分所经理，瑞银证券有限责任公司董事，罗兵咸永道会计师事务所经理。于2015年8月加入启明创投，现任人民币基金首席财务官。2022年11月至今担任公司董事。
韩永贵	副总经理、核心技术人员	焊接工程本科学历，高级工程师。曾任武汉锅炉集团有限公司工艺员，先健科技（深圳）有限公司生产部经理。2002年6月至今任公司副总经理，负责公司电生理产品的研发、生产及公司观澜分公司的日常运营管理。
Yuchen Qiu	副总经理、核心技术人员	拥有机械工程学士学位（清华大学）、生物医学工程学硕士学位（美国迈阿密大学）、机械工程硕士学位（美国宾夕法尼亚州立大学）以及生物工程学博士学位（美国宾夕法尼亚州立大学）。曾任 Medjet Inc 公司研发工程师，Zynergy Cardio Vascular 公司产品开发工程师，强生公司产品研发部主任级工程师。2011年至今任公司副总经理，负责公司血管介入类医疗器械的产品开发、注册和临床相关工作。
张勇	核心技术人员	电路与系统专业硕士研究生学历。曾任上海宏桐实业有限公司高级研发工程师，美敦力医疗用品技术服务（上海）有限公司产品工程师，于机器视觉自由创业，后任上海微创医疗器械（集团）有限公司高级经理，柯惠（中国）医疗器材技术有限公司高级经理。2015年8月至今，任公司子公司上海宏桐研发总监，主导公司电生理设备系统的研发。

资料来源：惠泰医疗公告，东方财富证券研究所

### 1.3. 营业收入高速增长，盈利能力稳步提升

近年公司营收稳步增长，从 2017 年的 1.53 亿元增长至 2023 年的 16.50 亿元，2020 年受疫情影响增速有所放缓至 18.68%，疫情恢复后呈现出较强的恢复弹性，2021 年增速达到 72.85%，其余年份均保持高速增长态势，2017-2023 营收 CAGR 达到 48.64%。公司积极拓展国内外市场，产品覆盖率进一步提高，同时坚持技术创新，产品布局不断完善，2023 年整体收入同比增长 35.71%，各产线收入较上年同期均维持不同程度的增长。公司归母净利润 2017-2023 CAGR 达到 58.25%，从 2017 年的 0.34 亿元增长至 2023 年的 5.34 亿元，2023 年公司销售规模持续增长，降本控费成效显著，归母净利润同比增长达 49.13%。此外，公司在销售毛利率稳定在 70% 的同时净利率从 2017 年的 17.68% 提升至 2023 年的 31.64%，盈利能力大幅提升。

图表 7：2017-2023 惠泰医疗收入和归母净利润（亿） 图表 8：2017-2023 惠泰医疗毛利率和净利率水平



资料来源：choice 惠泰医疗深度资料财务数据，东方财富证券研究所

资料来源：choice 惠泰医疗深度资料财务数据，东方财富证券研究所

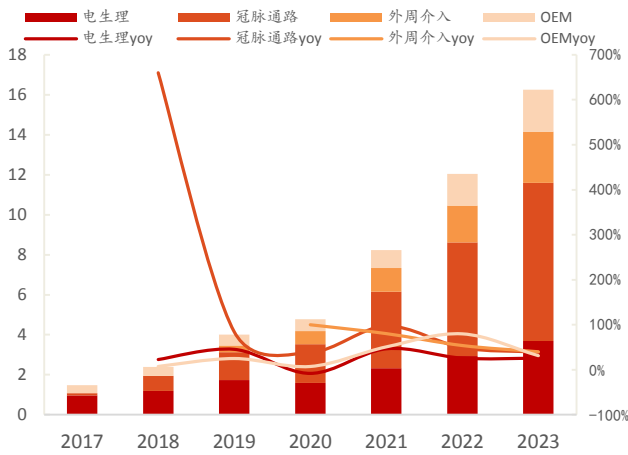
公司的主营业务结构主要包括电生理、冠脉通路、外周介入及 OEM 四大类。

电生理业务目前占比 22.27%，2017-2023 营收 CAGR 24.89%。2023 年公司在电生理产线专注于核心策略产品的准入与增长，如期实现了从二维到三维手术的升级，达成市场份额的抢占，产线收入 3.68 亿元，同比+25.51%，毛利率稳定在 74.45%。2023 年公司电生理产品新增植入 300 余家医院，覆盖医院超 1100 家，完成三维电生理手术 10000 余例，同比增长超 200%。

血管介入类的冠脉通路和外周介入业务目前分别占比 47.94% 和 15.53%，呈逐年增长态势，其中冠脉通路已超越电生理成为公司最大主营业务。冠脉通路业务 2017-2023 营收 CAGR 达到 107.19%，2019 新增的外周介入业务至 2023 的营收 CAGR 也达到 66.89%。2023 年公司在血管介入类方面持续加大市场推广力度，加深渠道联动，实现了产品覆盖率及入院渗透率的进一步提升，整体入院增长超 600 家，覆盖医院 3600 余家，其中外周介入入院增长超 30%，冠脉线增长接近 20%。2023 年公司冠脉通路收入 7.91 亿元，同比+38.98%，毛利率提升至 71.87%，外周介入收入 2.56 亿元，同比+40.36%，毛利率提升至 74.75%。

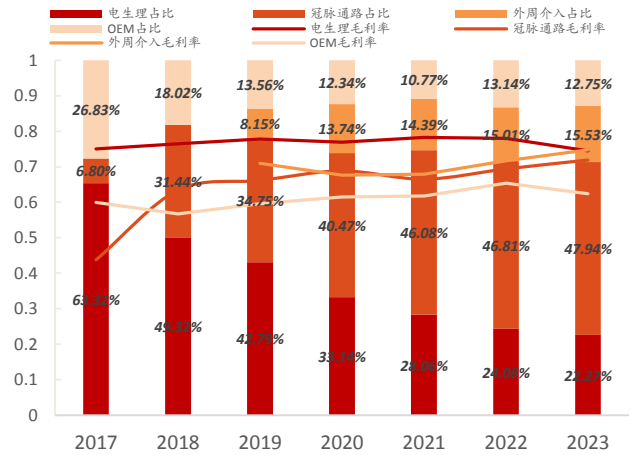
OEM 业务目前占比 12.75%，2017-2023 收入 CAGR 31.29%。2023 年公司国际业务及 OEM 业务整体也呈现良好的增长趋势，OEM 收入 2.10 亿元，同比+31.67%，毛利率稳定在 62.41%。此外，2023 年公司新增非血管介入类泌尿系统产品线收入 1638.88 万元，占比 0.99%，整体发展势头良好。

图表 9：2017-2023 惠泰医疗各业务线收入和增速



资料来源：choice惠泰医疗深度资料财务数据，东方财富证券研究所

图表 10：2017-2023 惠泰医疗各业务占比及毛利率



资料来源：choice惠泰医疗深度资料财务数据，东方财富证券研究所

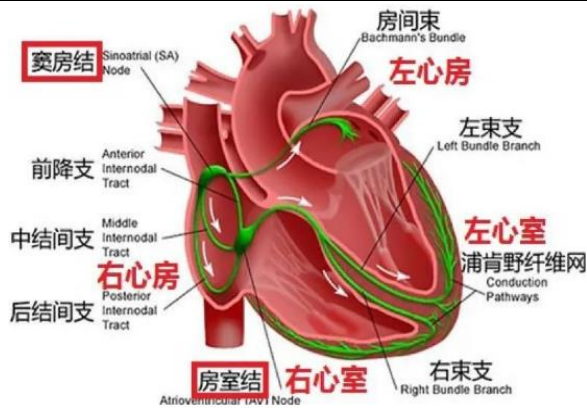
2024 年 1 月迈瑞医疗完成对惠泰的控制权收购，本次交易完成后，在惠泰医疗独立发展的基础上，迈瑞与惠泰将共同制定业务发展战略、研发和营销体系等各方面的整合规划，预计将实现迈瑞设备与惠泰高耗的强强联合，为惠泰的血管介入产业资源整合、产品性能提升以及出海渠道拓展提供强大助力，其在血管介入行业的国产领先地位有望进一步夯实。未来在迈瑞研发体系的助力，以及强大的产品工程化和系统集成能力的加持下，惠泰的三维标测系统、射频消融仪等相对薄弱的设备领域有望得到显著补强，结合多年以来耗材领域的技术积累，惠泰的磁电定位高密度标测导管和磁定位压力感应导管等高端产品也将上市，加速房颤领域国产化率提升。此外，迈瑞在超声、心电监护等领域的优势也将有效赋能惠泰的电生理和血管介入业务，加深护城河的构筑。另外，迈瑞拥有的超 50 家子公司和 3000 名员工的海外资源以及在全球主要市场的布局优势，也将大幅提升惠泰产品在海外市场空间的可及性，进一步落实公司的出海战略。

## 2. 电生理—终端需求高企，先发优势明显技术领先

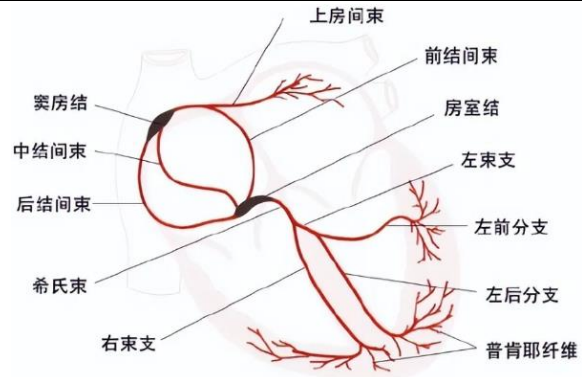
### 2.1. 电生理行业—澎湃蓝海市场，增量空间广阔

在心脏内发生的激动，由窦房结-心房-房室交界处（房室结+希氏束）-束支-浦肯野纤维的途径依次传导至心脏内部。这个途径由具有自律性的特殊心肌细胞组成，称为激动传导系统。心律失常指心律起源部位、心搏频率与节律以及冲动传导等任一项异常，是由于窦房结激动异常或激动产生于窦房结以外，激动的传导缓慢、阻滞或经异常通道传导导致心脏搏动的频率和（或）节律异常。心律失常是心血管疾病中重要的一组疾病，可单独发病或与其他心血管病伴发，其预后与心律失常的病因、诱因、演变趋势、是否导致严重血流动力障碍有关，可突然发作而致猝死，亦可持续累及心脏而致其衰竭。

图表 11：心脏传导系统



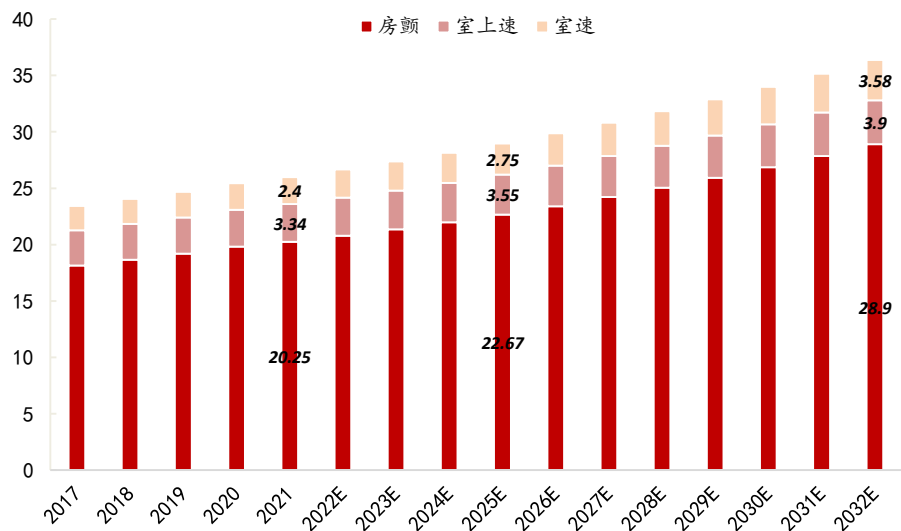
图表 12：心脏激动传导路径



资料来源：Philadelphia Holistic Clinic, 《Treatment of Arrhythmia》，资料来源：360doc.com, 《心电图判读》，东方财富证券研究所  
东方财富证券研究所

心律失常是心血管疾病中常见的病症之一。根据弗若斯特沙利文数据，我国心律失常患者数量超过 3000 万人。据上海市公共卫生临床中心的数据，2022 年我国房颤的发病率为 2.3%，并且与年龄呈正相关。根据第六次人口普查的数据，我国年龄标准化房颤患病率为 1.6%，在 80 岁以上的人群中，房颤患者比例高达 10% 以上，房颤可能会导致患者的全因死亡率增加 1.5-3.5 倍。根据弗若斯特沙利文分析，2021 年全国房颤患者数量为 2025.47 万人，预计到 2025 年将增至 2266.63 万人，年复合增长率为 2.85%。至于室上速，在全国一般人群中的发病率约为 0.23%，全国患者数量约为 333.57 万人，预计到 2025 年将增长至 355.11 万人，年复合增长率为 1.58%。此外，2021 年全国室速患者数量为 240.23 万人，预计到 2025 年将以 3.43% 的年复合增长率增至 274.93 万人。

图表 13：2017-2032 国内房颤、室上速、室速患病人数（百万人）

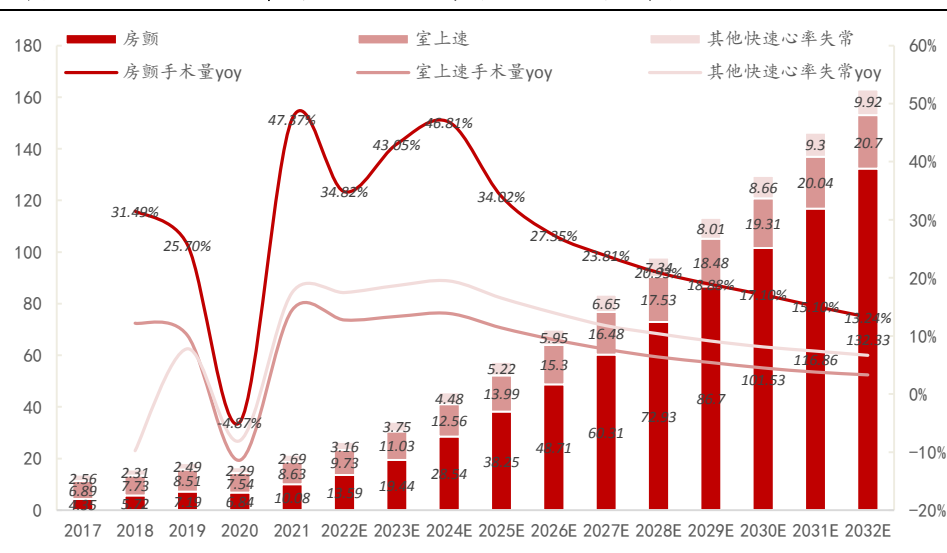


资料来源：弗若斯特沙利文，锦江电子招股书，东方财富证券研究所

根据弗若斯特沙利文数据，2021 年中国心脏电生理手术量达到了 21.40 万例，2017-2021 年 CAGR 为 11.60%。随着人口老龄化程度的加剧、就医条件的逐渐改善、房颤和室上速等心律失常患者数量的持续增加，以及患者对心脏电生理手术的认知程度不断提高，中国心脏电生理手术量将持续增长。目前，各

种适应症的心脏电生理手术数量正处于高速增长阶段，2021-2025 年房颤、室上速和其他快速心律失常的电生理手术量 CAGR 分别达到了 39.56%、12.84%和 18.03%的水平。预计到 2025 年，中国心脏电生理总手术量将达到 57.46 万例，2021-2025 年 CAGR 将达到 28.00%。随着 PFA 等新兴消融技术在临床中的逐步推广应用，中国心脏电生理手术数量将进一步增长。预计到 2032 年达到 162.95 万例，2025-2032 年 CAGR 为 16.06%。

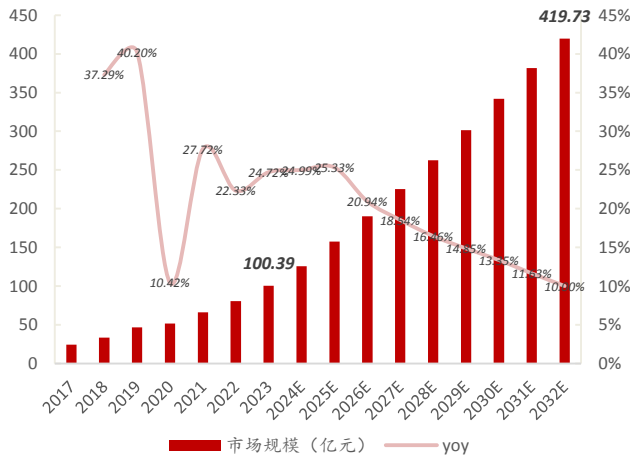
图表 14：2017-2032 中国心脏电生理手术量按适应症拆分（万例）



资料来源：弗若斯特沙利文，微电生理公告，东方财富证券研究所

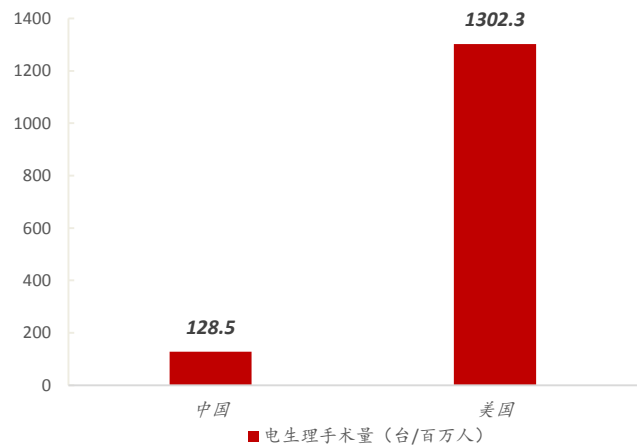
据统计 2021 年中国房颤患者数量约为 2025.47 万人，室上速患者约为 333.57 万人。尽管我国有大量的快速性心律失常患者，但由于疾病早期筛查不普及、电生理手术难度大等原因，接受心脏电生理手术治疗的比例较低。2019 年，中国每百万人中只有 128.5 例接受心脏电生理手术治疗，而美国则达到 1302.3 例，是中国的 10 倍，中国在心脏电生理手术治疗方面仍有很大的提升空间。以 2024 年的房颤和室上速患者数量为例，中国房颤患者达 21.98 百万人，但接受房颤电生理手术的仅有 28.54 万例，渗透率仅为 1.3%；而室上速患者达 350 万人，但接受室上速电生理手术的仅有 12.56 万例，渗透率仅为 3.59%。由此可见，中国快速性心律失常领域的市场需求仍然很大。随着近年来心脏电生理手术治疗优势的临床验证、国内医生操作经验的积累、新产品的不断推出，以及国产厂商的积极参与，心脏电生理手术的可及性正在提高，同时患者接受心脏电生理手术治疗的数量也在持续增长，手术渗透率有望进一步提高。根据弗若斯特沙利文的预测，截至 2023 年中国心脏电生理市场规模已超过百亿元，市场增长势头良好。2017-2021 市场规模 CAGR 为 28.36%，到 2025 年和 2032 年，市场规模预计将分别达到 157.26 和 419.73 亿元，2021-2025 年和 2025-2032 年 CAGR 分别为 24.34%和 15.06%。

图表 15：2017-2032 中国电生理市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，微电生理公告，东方财富证券研究所

图表 16：2019 年中美电生理手术渗透率对比



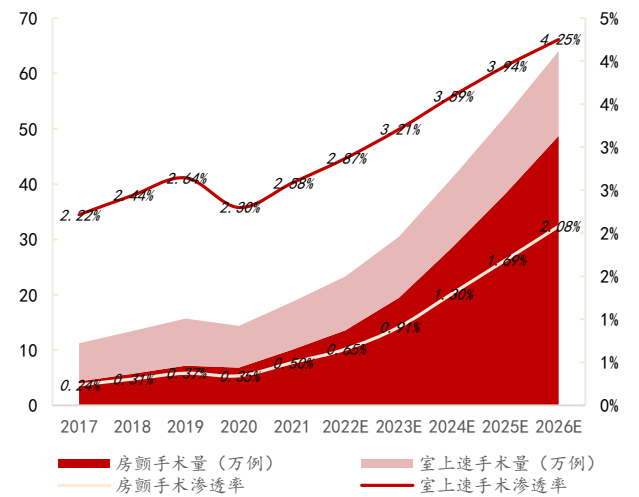
资料来源：弗若斯特沙利文，微电生理公告，东方财富证券研究所

图表 17：2017-2026 中国房颤&室上速病患数



资料来源：弗若斯特沙利文，锦江电子招股书，东方财富证券研究所

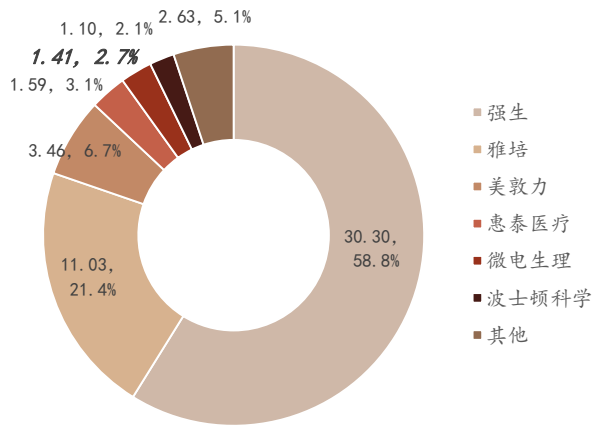
图表 18：2017-2026 中国房颤&室上速电生理渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，锦江电子招股书，东方财富证券研究所

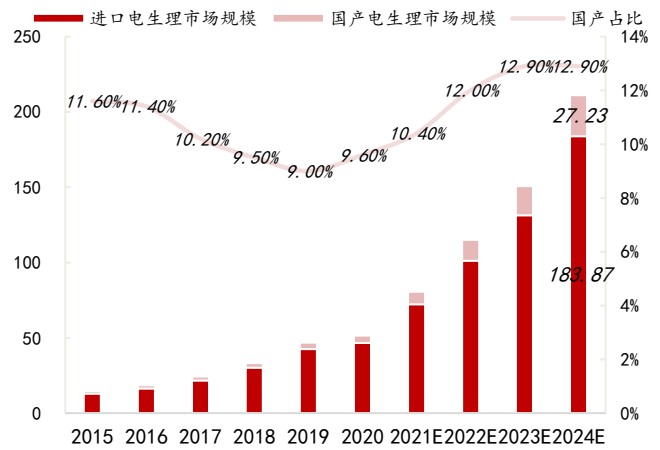
多年以来，国内电生理器械市场一直被跨国医疗器械公司如强生、雅培等垄断。根据弗若斯特沙利文的分析，2020 年国产电生理医疗器械市场份额仅占 9.6%，国产化率不足 10%，进口厂商占据明显优势。以销售收入计算，2020 年中国电生理器械市场的前三名全部为进口厂商。其中，强生占据着主导地位，其心脏电生理销售额达到约 30.30 亿元，市场占比高达 58.8%，位居榜首；其次是雅培和美敦力，分别占市场份额的 21.4%和 6.7%，三者合计的市场份额超过 85%。随着国内电生理企业在技术研发和产业应用方面取得持续突破，国产产品与进口产品之间的差距不断缩小，国产电生理医疗器械市场规模也在稳步增长。未来，随着各项支持国产替代政策的有序实施，国产电生理医疗器械市场规模增速有望超过进口企业。据预测，从 2020 年到 2024 年，国产电生理医疗器械市场的 CAGR 将达到 42.3%，高于同期进口产品的增速。到 2024 年，国产厂商有望占据市场份额的 12.9%，国产化率将进一步提高。

图表 19：2020 年中国心脏电生理市场竞争格局(亿)



资料来源：弗若斯特沙利文，微电生理公告，东方财富证券研究所

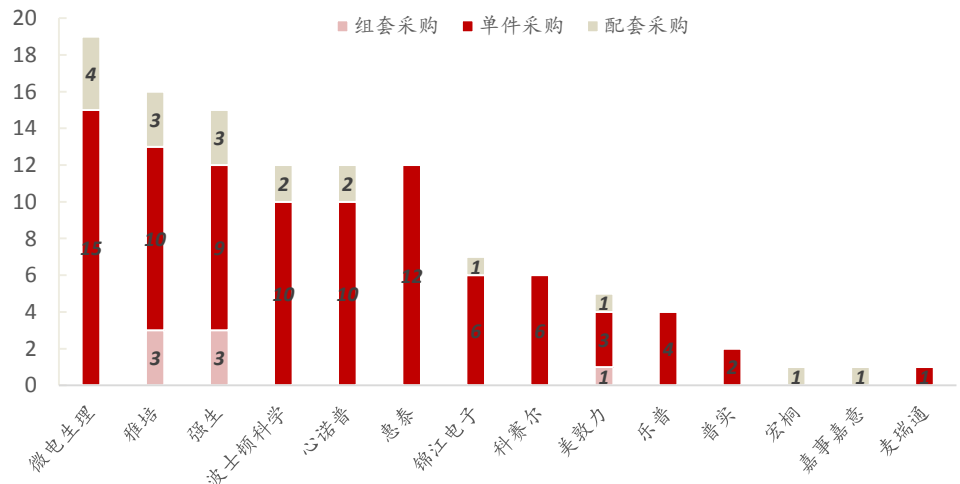
图表 20：2015-2024 中国进口和国产电生理市场(亿)



资料来源：弗若斯特沙利文，微电生理公告，东方财富证券研究所

2022 年底，福建牵头的心脏介入电生理集中采购圆满结束，此次集采覆盖全国 27 个省区市，规模堪比国家层面的采购活动。在采购品种和模式上，呈现出较大的多样性：共涵盖 11 个产品类别，包括房间隔穿刺鞘、电生理导管鞘、房间隔穿刺针、体表定位参考电极、灌注管路、电定位诊断导管、磁定位诊断导管、心内超声导管、电定位治疗导管、磁定位治疗导管、冷冻治疗导管；采购模式则分为组套、单件、配套三种，不同的采购模式对应不同的申报价。此次集采共有 18 家生产企业和 2273 家医疗机构参与，涉及的产品上年度采购总金额达 70 亿元，占据全国市场总量的 2/3 以上，最终有 16 家企业中标，中标产品的降价幅度相对较为温和，平均降幅仅为 49.35%。本轮集采的采购周期为 2 年，执行结果将于 2023 年 4 月开始生效。在单件采购模式中，国产电生理主流厂家微创、惠泰、乐普等几乎全部中标，其中惠泰电生理产品全线中标，根据医疗机构的预报量数据显示，在各细分品类中固定弯二极、可调弯四极、可调弯十级和环肺电极等多个产品在所在竞价单元中需求量名列前茅。这次电生理集采实行了相对温和的规则和终端降价幅度，在短期内有限削弱了厂商的利润，但却极大程度促进了国产品牌对于国内市场的迅速占领，未来也将有助于其持续扩张市场份额，并实现在国内市场的稳步增长。

图表 21：电生理三种采购模式公司中标结果汇总

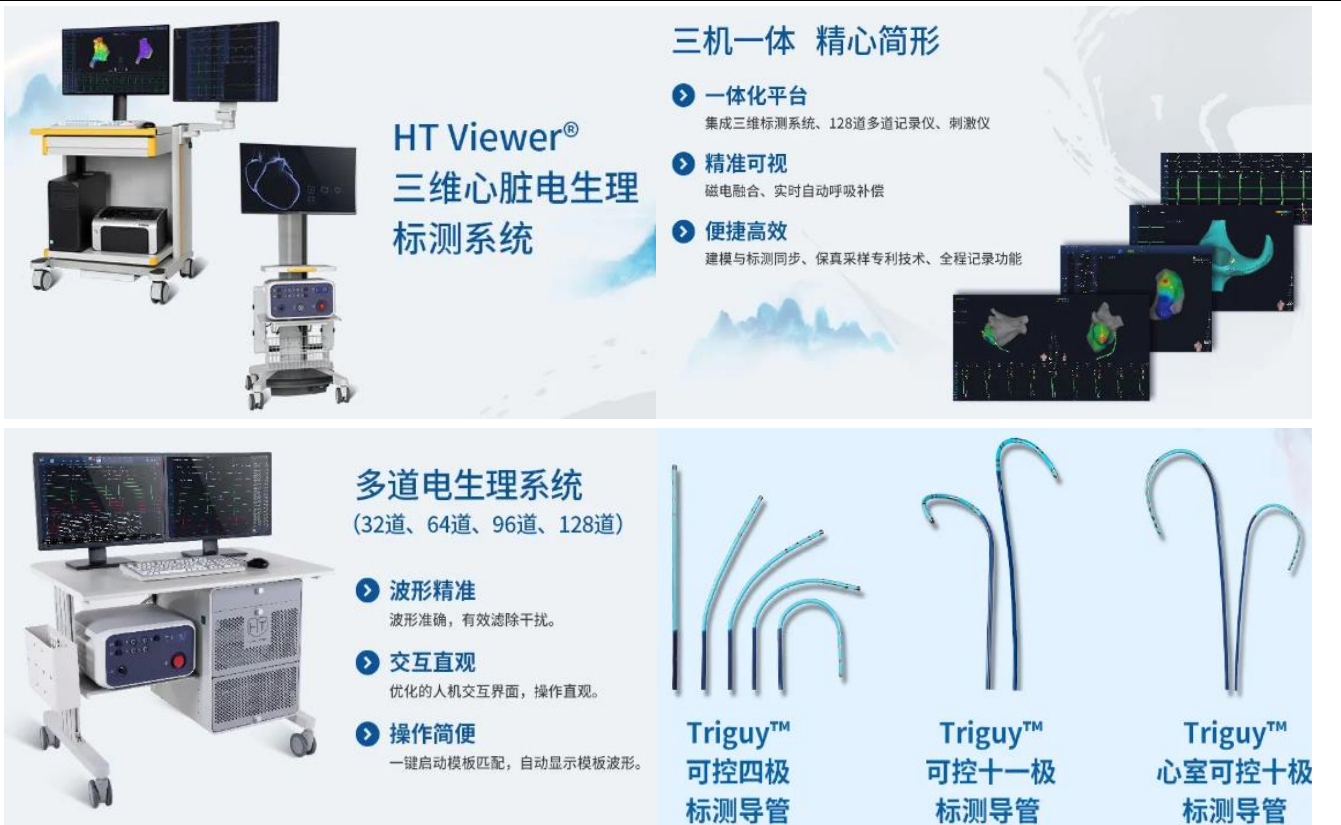


资料来源：心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集中带量采购办公室，东方财富证券研究所

## 2.2. 国产领先的电生理新势力，深度布局 PFA 比肩外资

公司是我国电生理领域的领先企业，是中国第一家从事电生理导管并首家上市的电生理企业，20 多年聚焦为临床提供优质电生理设备与耗材产品解决方案。公司的设备产品主要包括三维心脏电生理标测系统和多道电生理记录仪等，耗材产品主要包括电生理电极标测导管、射频消融电极导管以及房间隔穿测针鞘等通路类产品。公司的三维心脏电生理标测系统 HT Viewer 是全球首款可提供“磁电三维标测、多道记录仪、刺激仪”功能于一体的导管室一体化设备，可满足“电生理、起搏、冠脉介入”多元手术需求，在消融、标测、针鞘等各类电生理耗材及设备方面提供全套方案，于 2023 年 4 月在澳门首次开展三维电生理手术，公司的磁定位压力感应射频消融系统也已完成临床入组试验。此外 2023 年公司新上市了 RFG20A 心脏射频消融仪和 IP-1 射频灌注泵，配合三维电生理标测系统使用，实现了电生理射频消融设备的全覆盖。公司耗材新品 Triguy™ 系列可控四极、十一极、心室可控十极标测导管也于 2023 年悉数上市，全年 Triguy™ 磁定位冷盐水灌注射频消融导管手术案例也已超万例。

图表 22：惠泰医疗电生理近期上市旗舰新品



资料来源：惠泰医疗公众号，东方财富证券研究所

目前公司电生理产品线在研项目储备丰富，脉冲消融导管、脉冲消融仪、高密度标测导管、压力射频仪等已进入临床试验阶段。射频房颤解决方案作为公司即将上市的重磅产品组合，其耗材部分包括磁定位压力感应消融导管、磁定位星型标测导管和磁定位环形标测导管等，其中接触压力测量采用光测量方案，结果准确且稳定，基于此技术的消融指数预测精准，对应标测系统与消融系统与已上市的系统兼容，操作习惯相同，可以方便客户无缝从现有手术过渡

到房颤治疗。新系统还采用有持续性房颤基质标测算法，以提高房颤术中转窦的成功率，该产品的上市预计将对未来的业绩起到显著的拉动作用。此外，高附加值的三维磁定位冷盐水导管产品，作为封闭系统的治疗类工具，预计也将产生较高的收入增速。公司 2023 年电生理设备产能电生理设备产能比同比增长 100%，产能利用率 70%，各类耗材合计产能同比增长 40%-50%，产能利用率 65%-75%。公司研发管线和产能扩建正同步推进，房颤相关的软硬件配套也已接近完善，为电生理正式进入房颤领域打下了坚实基础，未来业绩增长可期。

**图表 23：惠泰医疗电生理产线在研项目进展**

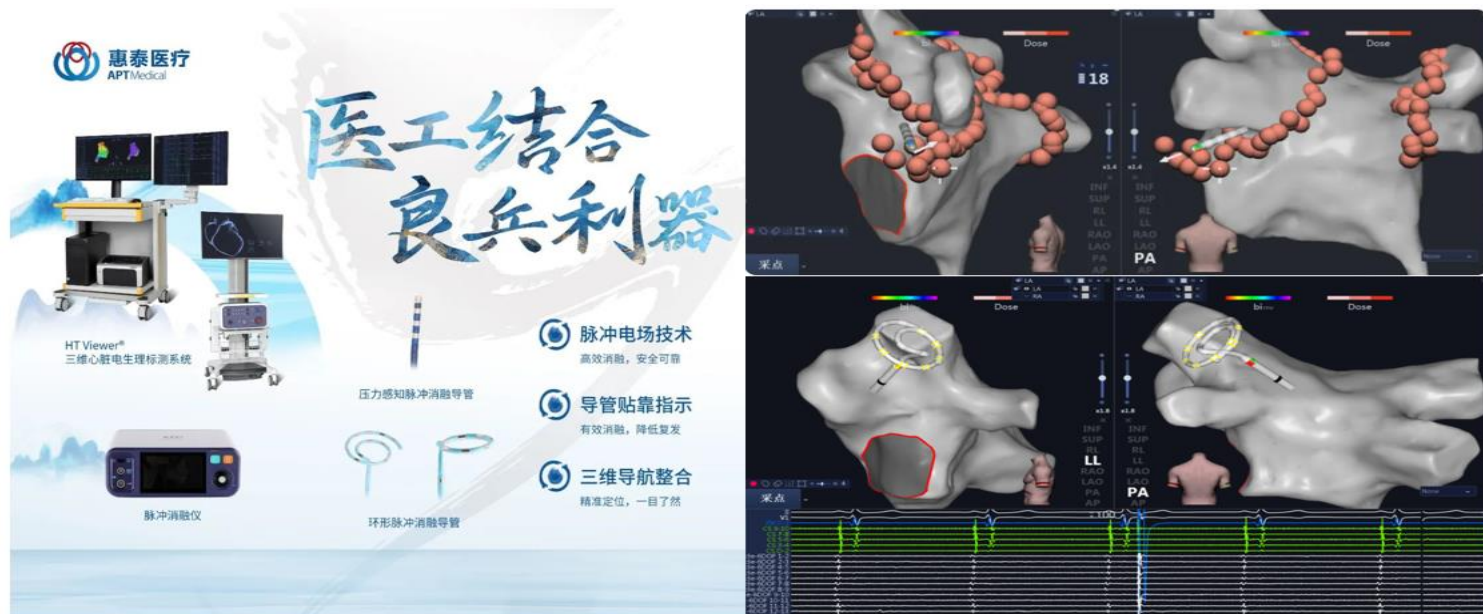
项目名称	目前阶段	技术水平	具体应用前景
磁电定位高密度标测导管	临床试验	柔软头端设计，确保与心内膜更好地无损伤贴靠；微小电极设计，提供高质量的电信号；大面积同步采集快速发现心动过速起源点。	心脏电生理标测
磁电定位环形标测导管	注册审评	多种固定头端直径选择，适配不同大小的肺静脉；快速、精准建模，获得更多解剖细节。	心脏电生理标测
环形脉冲消融导管	临床试验	相比传统能量消融，全新能量消融方式，其手术时间更短，且具有组织选择性，更加安全有效。	心脏消融手术
带压力感应的射频消融仪	临床试验	基于心脏射频消融仪基础上开发，增加导管头端接触压力指示，射频发生器和光纤压力感应技术整合属于国内首创。	射频消融，治疗快速性心律失常
高压脉冲消融系统	临床试验	脉冲场能量发生器项目，高压脉冲场能量发生器支持任意电极顺序组合，同时支持多种电极/组织界面量效评价能力，可与三维标测系统带定位功能的导管电极联合使用，信息在三维系统中整合显示，可为临床提供并提供无缝顺滑的消融体验，并具灵活的升级能力。	消融手术
HIERS 高集成度电生理记录系统	注册审评	高集成度电生理记录系统，较传统电生理系统提供更高的集成度，可靠性，使用更便捷。	心脏电生理手术，PTCA，起搏器植入等心脏介入手术
三维电生理标测系统 pro	临床试验	公司在已上市的三维电生理标测系统基础上升级更新，从而让设备形成一个介入导管室开展心脏手术的完整的通用平台，实现持续性房颤的量化标测，显著改善持续性房颤治疗的复发率。	心脏电生理标测
压力感应消融导管	注册审评	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	临床试验	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
磁电定位压力感知脉冲消融导管	临床试验	采用全新的消融能量技术，形成更精准消融，疗效更快速、更安全。	心脏消融手术

资料来源：惠泰医疗公告，东方财富证券研究所

近年由于三维电生理导航系统和压力感应导管的普及，房颤的导管消融治疗率进一步提升。脉冲电场在传统热消融的基础上，兼具高效性和组织选择性，大大提升了效率与手术安全性。目前公司脉冲电场消融布局优势显著，其心脏 PFA 系统所包含的压力感知 PFA 导管是全球首款完成上市前临床试验入选的同类产品，也是公司在房颤治疗领域不断努力的重要里程碑，标志着公司 PFA 导管的安全有效性研究有了进一步进展，目前已进入《创新医疗器械特别审查程序》，向着此项创新技术的上市迈出了坚实的一步。公司心脏 PFA 创新产品相较同类具有独特的技术优势，是全球首款融合“压力感知/贴靠指示”+“磁电双定位三维标测”+“脉冲消融”三大特色功能于一体的消融系统，解决了术前标测、贴靠判定、消融记点等问题，保障了消融线的连续性，并将脉冲消融的可用范围从单纯的肺静脉隔离拓宽到快速心律失常整体。公司的耗材产品组合压力感知脉冲消融导管和环形脉冲消融导管，包含线形、环形多种构型，适用于阵发性房颤、持续性房颤、房扑、室速等多元化场景，能够支持零射线手

术，减少患者和医生的X线曝光量。此外，公司的基于三维导航的光感压力技术下的脉冲消融，是全球尚未有任何厂家能够成功突破的门槛，这一原创技术目前已处于国际领先水平。公司预计 PFA 在未来电生理行业的手术占比将达到 40%-50%，其 PFA 系统在占据先发优势并具备技术领先的同时，也贴合中国电生理市场的临床实践，容易被传统术者迅速接纳，预计将成为未来带动公司业绩增长的另一重磅产品。

图表 24：惠泰医疗心脏 PFA 解决方案



资料来源：惠泰医疗公众号，东方财富证券研究所

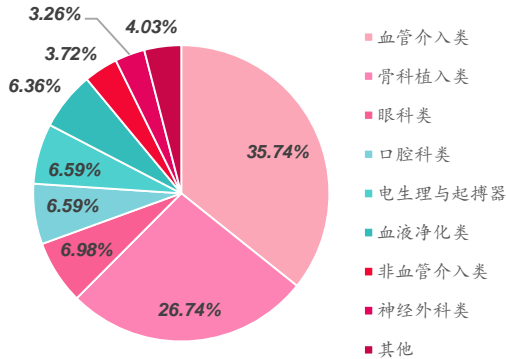
### 3. 血管介入--冠脉+外周双轮驱动，乘行业东风而上

#### 3.1. 血管介入行业--高耗最大细分热度依旧

血管介入类是高值耗材市场规模最大的细分品类，2022 年占比高达 35.74%。据中国药品监督管理研究会发布的《中国医疗器械蓝皮书 2023》称，随着人口老龄化的不断加剧，中国心脑血管患病率呈持续上升趋势，2022 年患病人数约 3.3 亿，其中脑卒中 1300 万，冠心病 1100 万，肺源性心脏病 500 万，心力衰竭 890 万，风湿性心脏病 250 万，先天性心脏病 200 万，下肢动脉疾病 4530 万，高血压 2.45 亿，预计未来 10 年内仍将保持快速增长。临床应用，按介入产品使用的发病部位划分，血管介入器械主要作用于冠脉、脑血管和周围血管。目前冠脉介入手术市场已趋于成熟，2019 年手术量达到 108.9 万台，约占所有血管介入手术量的 80%。据国家卫健委数据库统计，中国 PCI 治疗病例数量在过去的 14 年中不断增长，于 2022 年达到 129.39 万例，CAGR 达 14.27%，未来将保持稳定增长。2019 年周围血管介入和脑血管介入手术量占有 20% 左右的市场手术总量，处于发展初期。随着生产技术的日渐成熟，医生教育的加强和临床认可度的提高，该领域产品的渗透率将不断增加，并驱动血管介入器械

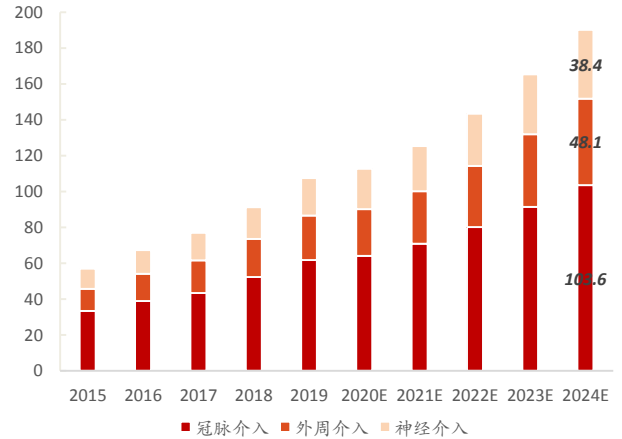
总体市场继续高速增长。据弗若斯特沙利文预计，到 2024 年中国血管介入器械（不含支架）市场规模相比 2019 年将翻倍，达到 190 亿，2019-2024 年期间的复合年增长率保持在 12.1% 左右，具有极其广阔的市场前景。

图表 25：2019 年中国高值耗材市场细分领域占比



资料来源：中商产业研究院，东方财富证券研究所

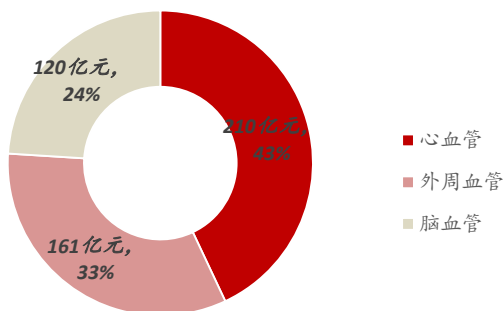
图表 26：历年中国血管介入器械（除支架）规模（亿）



资料来源：惠泰医疗公告，弗若斯特沙利文，东方财富证券研究所

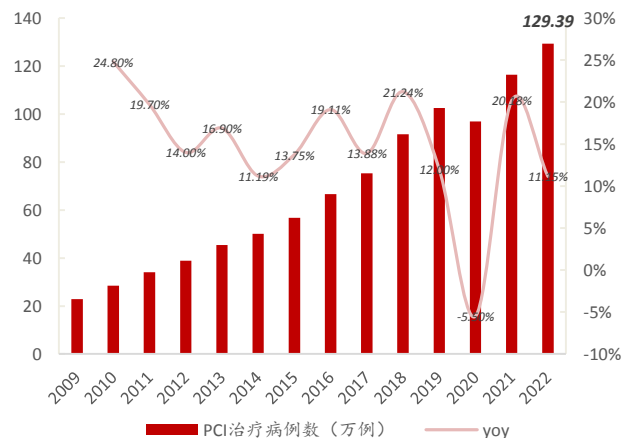
冠心病是指冠状动脉粥样硬化导致心肌缺血、缺氧引起的心脏病，据弗若斯特沙利文称，2023 年我国患病人数在 2700 万人左右，因而心血管介入器械需求稳健，据《中国医疗器械蓝皮书 2023》称，2022 年整体规模达到 210 亿元，同比增长 9.95%，是血管介入器械中占比最大的细分市场，占比高达 43%。其下冠脉支架产品因临床用量大、采购金额高、临床使用成熟、市场竞争充分、同质化水平高等因素成为整个高值耗材中最早被纳入国采的品种。虽然冠脉支架价格大幅下降，心血管介入市场受到较大影响，但随着“介入无植入”治疗理念的提出，药物球囊等创新产品迭代增长也助力了心血管介入市场的恢复，同时提升了市场的长远预期。经皮冠状动脉介入治疗（PCI）作为经心导管技术疏通狭窄或闭塞冠状动脉管腔的最常见治疗方法，其术式对于植介入和通路类产品的需求不可或缺。自 2020 年集采降价后终端患者对于支架产品的可及性大幅提升，导致冠脉植入产品的需求攀升，并带动了疫后 PCI 手术量的反弹拉升，为全套冠脉植入和通路产品集采后长期的以价换量与规模修复提供持续增量。另外，新冠感染后也会提高心血管疾病发病的风险和负担，未来国内心血管患者数量将持续增长，对应心血管器械市场也将进一步增长。

图表 27：2022 中国血管介入市场细分领域占比



资料来源：中国药品监督管理局，中国医疗器械蓝皮书 2023，东方财富证券研究所

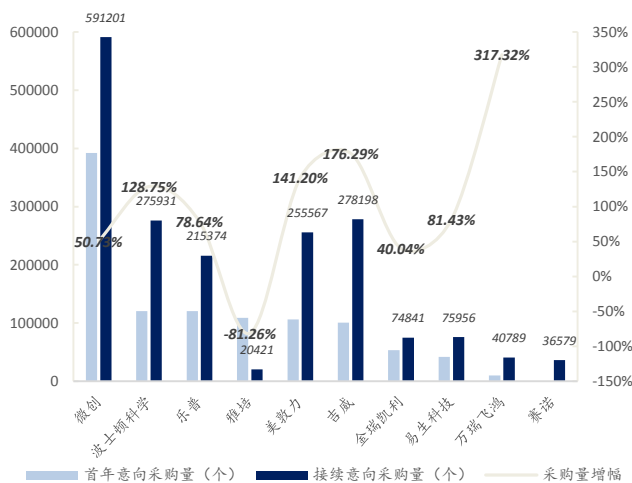
图表 28：历年中国 PCI 手术治疗病例数（除军队）



资料来源：CCIF & CCPCC 2023，东方财富证券研究所

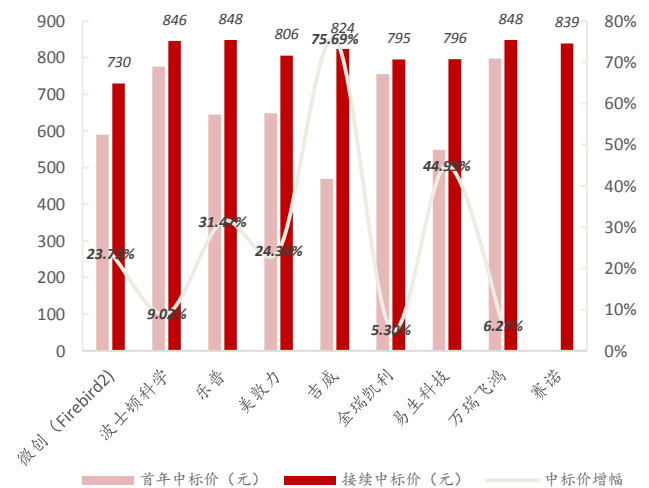
在冠脉介入器械方面，冠脉支架接续采购相较国采首开实现了量价齐升。国家组织冠脉支架集采自2021年1月落地实施至2022年10月共中选支架320万个，达约定采购量的1.3倍。2022年11月的冠脉支架接续采购的申报落地，共3696家医疗机构参加，较首轮增加40%。从量上来看，医疗机构共填报采购需求量186.51万个，相较于2020年首次集采的107.47万个增长约73.5%。从价上来看，企业中标价格介于680-798元之间，平均中标价约774元，加上伴随服务费的终端价格区间在730-848元，中标均价为818元，与2020年平均中标价692元相比，提升约18.2%。根据报量情况来看，国产品牌的需求份额进一步提升。未来随着手术渗透率提高以及产品价格上浮10%，冠脉支架市场也将随之扩容。作为国内少数已实现进口替代的高值耗材，集采的执行使国产支架市场份额进一步扩大至80%+。随着远期冠脉介入规模的不断提升，在高度成熟市场的既定竞争格局下，头部企业支架实际用量将远超中标水平，支架类国产替代仍在持续演进。

图表 29：冠脉支架接续意向采购量大幅增长



资料来源：国家组织医用耗材联合采购办公室，东方财富证券研究所

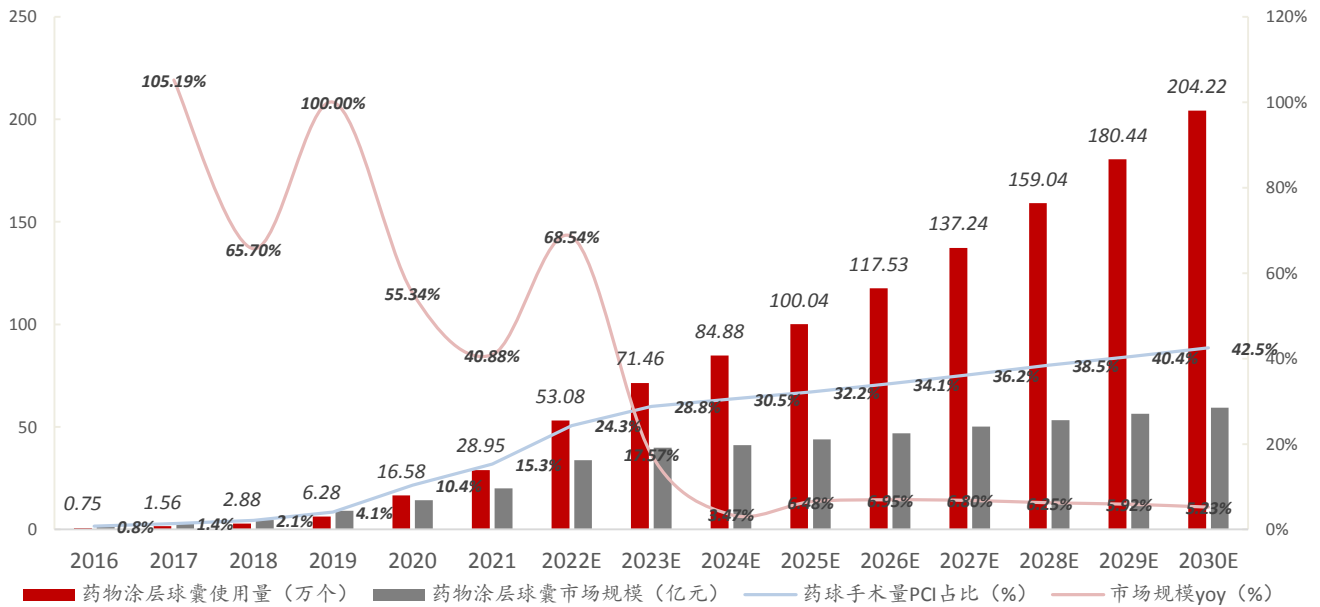
图表 30：冠脉支架接续采购中选价格上调



资料来源：国家组织医用耗材联合采购办公室，东方财富证券研究所

冠脉支架类产品持续放量的同时，介入治疗类的创新品种和新兴术式也在持续迭代，球囊等产品渗透率不断拉升，应用于支架内再狭窄（ISR）以及冠状动脉原发病两大领域的药物洗脱球囊（DEB）使用量快速增长，已成为治疗ISR的首选方法之一。在裸金属支架已逐渐被药物支架取代的当下，完全可降解支架又在材料选择、产品设计、技术工艺等方面仍存在限制，故目前药物支架在市场迭代中成为主流，对应药物洗脱球囊的临床应用也在迅速增加。近年来药球市场实现了快速放量，其使用量从2016年的7500个已高速增长至目前2023年的71.46万个，在2019-2023年PCI术中使用时占比分别为4.1%、10.4%、15.3%、24.3%、28.8%，渗透率不断提升。据弗若斯特沙利文的预测数据，预计2025年仅药球市场使用量将进一步攀升至100.0万个，于2030年达到204.2万个，对应远期市场规模分别为43.86亿元和59.33亿元。

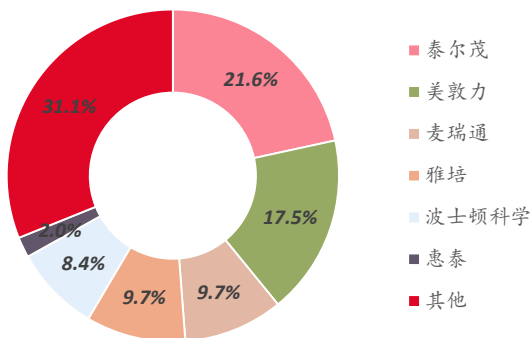
图表 31: 2016-2030 中国心内药物涂层球囊使用量占比及市场规模增速



资料来源: 垠艺生物招股书, 弗若斯特沙利文《经皮冠状动脉介入治疗耗材独立市场研究报告》, 东方财富证券研究所

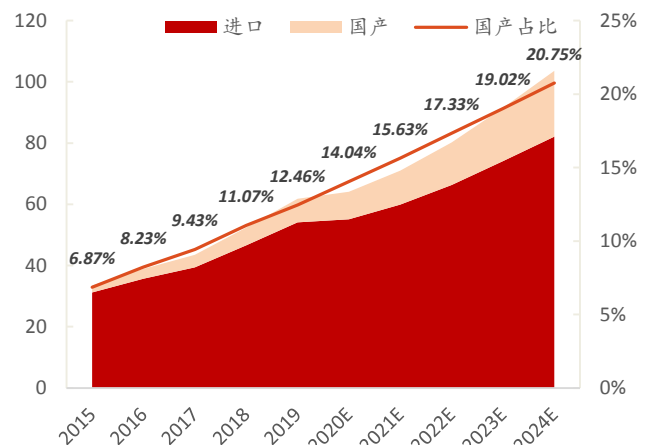
除支架类产品外, 我国冠脉通路类产品仍然由外资品牌主导, 国产品牌由于起步较晚, 技术工艺不够成熟加之医生操作和使用习惯的限制, 整体市场占有率较低。从产品的注册情况来看, 除 PTCA 球囊扩张导管外, 我国国产血管介入产品的注册数量、产品布局与境外品牌仍存在较大差距。尤其是导引导丝、导引导管和微导管领域, 国产注册产品不足外资品牌的 1/3。近年来部分领先的国产厂商依靠持续增加研发投入和丰富的产品线逐渐靠近国际先进水平, 具备越来越强的市场竞争能力, 2019 年中国冠脉通路类产品销售额排名前五的公司分别是泰尔茂、美敦力、雅培、麦瑞通和波士顿科学。随着国家支持性政策的纵向深入, 国内冠脉介入器械创新能力的不断增强和本土企业影响力的扩大, 弗若斯特沙利文预计在未来几年, 国产厂商市场规模将从 2019 年的 7.7 亿元快速增长至 2024 年的 21.5 亿元, CAGR 达到 22.7%, 拥有的市场份额也将从 12% 稳步上升至 21%, 逐步蚕食外资厂商的市场份额。

图表 32: 2019 年中国冠脉通路市场份额占比



资料来源: 惠泰医疗公告, 弗若斯特沙利文, 东方财富证券研究所

图表 33: 中国冠脉介入国产和进口市场规模 (亿)



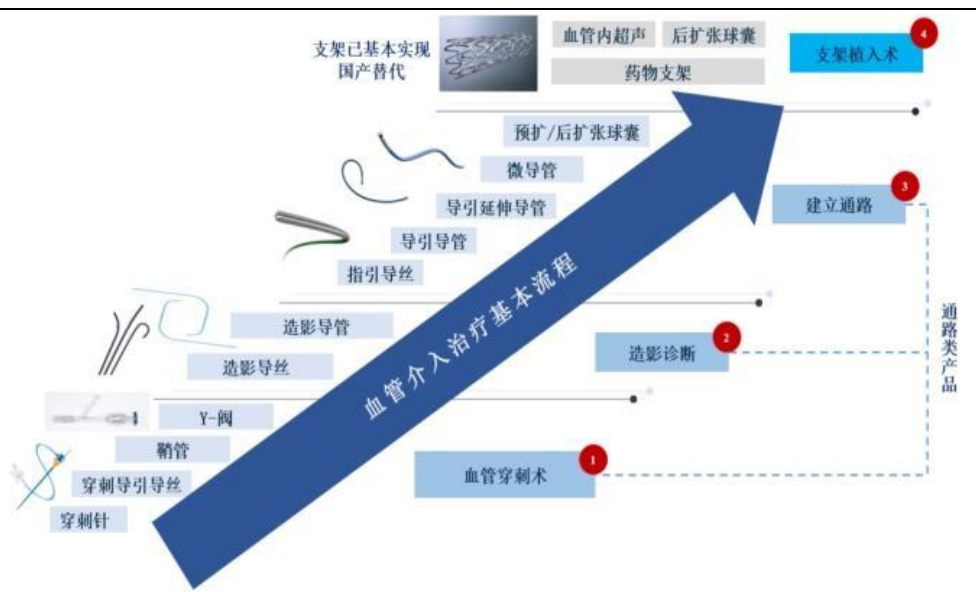
资料来源: 惠泰医疗公告, 弗若斯特沙利文, 东方财富证券研究所

### 3.2. 基石业务全数增长，步入常态化持续放量阶段

#### 3.2.1 冠脉通路覆盖全面，产品市场竞争力全国领先

冠脉介入治疗使用的医疗器械主要包括冠脉支架和冠脉通路产品，目前公司已经构建了完整的冠脉通路产品线，主要用于 PCI 手术。PCI 包括桡/股动脉穿刺术、冠脉造影、建立通路以及支架植入四个重要步骤，公司冠脉通路产品线品类丰富、布局全面，可满足 PCI 手术的前三个重要步骤的临床需求，产品主要包括导引导丝、微导管、球囊、造影导丝及导管等，其中冠脉薄壁鞘（血管鞘组）为国产独家产品，微导管（冠脉应用）和延伸导管为国内首个获得注册证的国产同类产品。另外，锚定球囊扩张导管是国内首个导引导管内采用球囊锚定方式进行导管交换的创新医疗器械，用于冠状动脉粥样硬化等疾病导致的冠状动脉狭窄介入手术治疗。预塑型导丝为国内首创预先塑弯的导丝，可减少临床操作时间，减少头端人为操作误差，提升临床手术便利性。冠状动脉高压球囊扩张导管，其可扩张压力为冠脉介入最高，可有效应对钙化病变，同时因为其优异的通过性，在切割球囊、震波球囊通过困难的病变，可为临床提供新的解决方案。

图表 34：惠泰医疗产品在 PCI 中的应用情况



资料来源：惠泰医疗公告，东方财富证券研究所

公司冠脉通路产品最早于 2015 年上市，以造影导丝、造影导管等技术门槛相对较低的产品为突破口，逐步打造了冠脉通路类导引导管、导引导丝、微导管和导引延伸导管等品类齐全的冠脉产品布局。目前冠脉通路器械国内市场格局已逐步实现由外资品牌主导向国产品牌崛起的转变，整体市场虽然还有部分差距，但在细分产品领域，如公司的微导管、造影套件等现已占据较为明显的领先地位，其他如导引导管、导引导丝、球囊导管等产品也迅速崛起，市场份额不断扩大。归功于国产器械研发和生产技术水平的提升，临床医生对于国产器械接纳程度在不断上升，而随着国家及各级省市带量采购工作的开展，国产品牌的机遇越来越多，可借助集采实现较为快速的医院覆盖，同时受采购周期及价格影响，后来者进入通路器械市场越来越困难，行业壁垒正逐步加强。

在冠脉通路器械市场，公司拥有先发优势，且具备规模化生产能力，正占据着该类越来越明显的市场地位。近年公司自动化水平和规模化生产能力提升明显，进入集采的产品收入均取得较高的增长，市场竞争力正不断增强。随着公司已有产品的持续升级、新产品的陆续上市和市场布局的不断深入，公司主营产品占比最大的冠脉通路业务未来仍存在较大的市场提升空间。未来公司将借助产品齐全的优势，继续扩大全系列通路产品的市场占有率，并做好特色产品的入院上量。

**图表 35：惠泰医疗血管介入主要产品情况**

产品名称	型号	规格/管径/导丝直径	长度/弯型/结构	主要成型方式	材料	适用血管
造影导管	Angiointer	4/5/6F	80-130	热成型制管、挤出	尼龙、聚烯烃、不锈钢	心内及周围血管
血管鞘组	Braidin	4F-20F	7-25	制管、注塑、磨削	聚四氟乙烯，不锈钢、嵌段聚酰胺、尼龙等	桡动脉、股动脉
亲水涂层导丝	亲水涂层导丝	0.014"、0.018"、0.025"、0.032"、0.035"、0.038"	50/80/120/150/180/220/260/300/400/450	挤管、磨削、热成型制管、涂层	NITI 合金、含钨聚氨酯、涂层：聚乙烯吡咯烷酮	冠脉、外周、泌尿道、消化道、气道
Susrail 导丝	Susrail (0.035")	0.035"-260/0.035"-300	半弹簧	磨削、焊接、涂层	不锈钢	胸腹主动脉病变
	Susrail (0.018")	0.018"-150/0.018"-180/0.018"-260	半弹簧	磨削、焊接、涂层	不锈钢	远端外周血管及对侧性病变
	Susrail (0.014")	0.014"-180/0.014"-300	复合双芯	磨削、焊接、涂层	不锈钢	冠脉
Anyreac 导引导丝	AnyreacC	0.014"-180/0.014"-190/0.014"-300/0.014"-330	复合双芯	磨削、焊接弹簧、对接、涂层	镍钛合金、不锈钢	冠脉
	AnyreacP	0.014"-180/0.014"-190/0.014"-300/0.014"-330	复合双芯	磨削、热成型制管、对接、涂层	镍钛合金、不锈钢	冠脉
TransportGe 导引导管	TransportGe	4F-6F/0.050"-0.069"	125	制管	不锈钢、聚氨酯、聚酰胺、聚四氟乙烯	冠脉和/或外周
Expressman 导引延伸导管	Expressman	3.2F-7.5F/0.017"-0.087"	150	制管、焊接	不锈钢、聚氨酯、聚酰胺、聚四氟乙烯、镍钛合金	冠脉
March 导引导管	March	5F、5.5F、6F、6.5F、7F、7.5F、8F	90、100、120	制管	Pebax、PTFE、304 不锈钢	冠脉
Instantpass 微导管	Instantpass	1.7F、1.9F、2.1F、2.4F、2.6F、2.7F	110/130/150/170	热成型制管	聚四氟乙烯 (PTFE)、304 不锈钢、聚氨酯、嵌段聚酰胺、PVP 亲水涂层、聚碳酸酯、铂铱合金	冠脉、外周
ConquerorPTC A 球囊导管	Conqueror	0.014"	Φ1.0-5.0/6-30	中空吹塑	尼龙、不锈钢管	冠脉
ConquerorNC 后扩张 PTCA 球囊导管	Conqueror NC	0.014"	Φ1.0-5.0/6-30	中空吹塑	尼龙、不锈钢管	冠脉
可调弯导引导管	livguider	4F-8F	双向 270°	热成型制管	采用编织网结构，内层为 PTFE 内膜，外层为尼龙系列塑料管	冠脉

资料来源：惠泰医疗公告，东方财富证券研究所

### 3.2.2 外周介入新贵逐步成型，持续加码打造新兴增长曲线

外周介入可分为外周肿瘤介入和外周血管介入。与冠脉介入相比，外周血管介入治疗在我国仍处于发展早期。目前，外周血管介入市场无论动脉或者静脉均是外资品牌为主，国产产品线尚处在产品完善、补全阶段。公司外周血管介入产品主要用于周围血管疾病，是指除了心脏颅内血管以外的血管及其分支的狭窄、闭塞或瘤样扩张疾病。外周血管介入产品与冠脉通路产品工作原理相近，因用于不同身体部位的血管而产品弯形和长度略有差异。通过冠脉通路产品的成功产业化，公司已经建立了成熟完备的血管介入器械产业化平台，并于2019年正式推出外周血管介入产品。公司外周介入主要分为肿瘤栓塞介入治疗和周围血管介入治疗两个方向，产品主要包括微导管、微导丝、TIPS穿刺套件、导管鞘组、造影导管、造影导丝、血管鞘、导引导管、下肢工作导丝、PTA球囊导管、圈套器、导引鞘、抽吸导管、远端保护装置等。

图表 36：惠泰外周血管新品



资料来源：惠泰医疗公众号，东方财富证券研究所

图表 37：惠泰外周栓塞新品



资料来源：惠泰医疗公众号，东方财富证券研究所

近年公司外周介入产品陆续上市，知名度进一步提升。2023年公司取得了支撑导管注册证，该产品与球囊导管、导引导丝、导引鞘等通路器械，形成了下肢介入手术通路完整解决方案。另外，公司可调阅导管鞘为国内第一个取得国内注册证书的同类产品，可有效防止大尺寸器械更换时的漏血问题，在市场上获得了广泛的认可。在肿瘤介入领域，国产替代进步明显，公司的微导管、造影套件等已经取得明显竞争优势。另外，作为国产首个拿证的造影球囊，可以用于封堵血管，在防止栓塞剂回流，并在压力测定、出血封堵等领域都有重要应用，后期随肿瘤介入治疗理念的提升有望得到进一步的普及和推广应用。2023年4月公司创新产品 RescSeal™ 胸主动脉覆膜支架系统正式获批上市，适用于Stanford B型主动脉夹层的腔内介入治疗，以其更小的入路血管要求，操作简便，过弓轻松，给临床和患者带来更多友好体验。该产品的上市标志着埃普特医疗从血管通路产品（导管、导丝、鞘等通路耗材），向主动脉治疗类产品的拓展，是主动脉介入治疗整体解决方案实现全国产化道路的重要里程碑。未来3-5年，随着公司腔静脉过滤器在研产品的上市，与外资品牌差距将进一步缩短，同时造影套件、二代微导管、保护伞、导引鞘等产品随着集采落地和升级更迭，预计整体外周介入业务也将会取得较好的业绩增长。

图表 38: 惠泰 RescSeal™ 胸主动脉覆膜支架系统



资料来源：惠泰医疗公众号，东方财富证券研究所

图表 39: RescSeal™ 安全性和有效性得到验证



资料来源：惠泰医疗公众号，东方财富证券研究所

目前公司持续在外周市场加强投入力度，2023 年已建立了外周市场团队，将利用血管外科平台进行市场推广。随着主动脉支架的获证上市，未来将会利用血管外科的学术会议，提升公司在血管外科的知名度，实现产品的推广和销售，并逐步提升主动脉支架及外周通路的营收。目前公司外周线的在研管线稳步推进，后续也将加大研发投入，不断加速已有产品的技术革新和新产品研发，以保持自身技术优势。2023 年公司外周线持续升级，支撑导管、颈动脉球囊扩张导管、弹簧圈推送导丝、灌注导管、胸主动脉支架等获得注册证，在研项目腔静脉滤器预计今年四季度获证，弹簧圈等植入产品进入注册发补阶段，颈动脉支架、TIP 覆膜支架也进入临床试验阶段。而冠脉线的导引延伸导管、导引导丝、双腔微导管、高压球囊扩张导管等也如期获得注册证。此外，公司 2023 年还着手布局了非血管介入类产品线，其泌尿系统产品线在研项目输尿管支架及配件、输尿管扩张球囊导管均进入注册审核阶段，肝胆系统产品线的在研项目一次性取石网篮也进入注册审核阶段。

图表 40: 惠泰医疗血管介入在研项目进展

项目名称	目前阶段	技术水平	具体应用前景
棘突球囊扩张导管	临床试验阶段	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	注册审评阶段	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。	经皮置入下腔静脉,捕获静脉系统中脱落的血栓,防止致死性肺动脉栓塞的发生
胸主动脉覆膜支架系统 (TAA)	获得注册证	超薄无缝编织覆膜,具有渗透率低、强度高,压缩体积小等特点,使输送系统尺寸明显领先同类产品,输送系统截面积为进口产品的一半左右,微创优势明显。	胸主动脉夹层、动脉瘤介入治疗

资料来源：惠泰医疗公告，东方财富证券研究所

## 4. 关键假设与盈利预测

营业收入：包括电生理、冠脉通路类、OEM、外周介入类、非血管介入类。

**电生理**：预计 2024-2026 电生理收入增速 28%/32%/35%，毛利率 74.80%/75.10%/75.50%。

**冠脉通路类**：预计 2024-2026 冠脉通路类收入增速 35%/32%/30%，毛利率 72.20%/72.50%/72.80%。

**OEM 业务**：预计 2024-2026 OEM 收入增速 32%/30%/28%，毛利率 32%/30%/28%。

**外周介入**：预计 2024-2026 外周介入收入增速 42%/39%/35%，毛利率 72.00%/72.40%/72.80%。

**非血管介入**：预计 2024-2026 非血管介入收入增速 50%/40%/30%，毛利率 51.00%/53.00%/55.00%。

图表 41：公司收入预测

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>总收入</b>	1650.21	2214.88	2944.30	3875.48
YOY	35.71%	34.22%	32.93%	31.63%
<b>总成本</b>	474.11	639.80	839.83	1089.11
毛利率	71.27%	71.11%	71.48%	71.90%
<b>电生理</b>				
收入	367.53	470.44	620.98	838.32
YOY	25.51%	28%	32%	35%
成本	93.90	118.55	154.62	205.39
毛利率	74.45%	74.80%	75.10%	75.50%
<b>冠脉通路类</b>				
收入	791.10	1067.99	1409.74	1832.66
YOY	38.98%	35%	32%	30%
成本	222.54	296.90	387.68	498.48
毛利率	71.87%	72.20%	72.50%	72.80%
<b>OEM</b>				
收入	210.47	277.82	361.17	462.29
YOY	31.67%	32%	30%	28%
成本	79.12	103.63	133.63	169.66
毛利率	62.41%	62.70%	63.00%	63.30%
<b>外周介入类</b>				
收入	256.24	363.86	505.77	682.78
YOY	40.36%	42%	39%	35%
成本	64.70	101.88	139.59	185.72
毛利率	74.75%	72.00%	72.40%	72.80%
<b>非血管介入类</b>				
收入	16.39	24.59	34.42	44.74
YOY	-	50%	40%	30%
成本	8.20	12.05	16.18	20.14
毛利率	49.98%	51.00%	53.00%	55.00%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 5. 投资建议

- ◆ 我们选取与公司业务相近的血管介入行业和电生理行业相关公司进行可比估值，包括产线涵盖心脑血管和结构性心脏病等介入治疗重点领域的赛诺医疗、主要从事主动脉及外周血管介入器械的心脉医疗、心血管大健康生态型企业乐普医疗以及专攻电生理板块的公司微电生理。其中赛诺医疗与微电生理尚处成长期 PE 较高，而心脉医疗与乐普医疗步入成熟期 PE 已较为稳定。考虑到惠泰医疗的电生理、冠脉通路类、外周介入类三大主营业务近年均保持较高增长，随着公司各产线院端覆盖率的提升，产研的持续迭代升级，电生理产品的集采放量，以及迈瑞对于公司产品力和海外营销方面的协同和补强，预计公司未来业绩将继续保持较高增长态势，并兼具创新驱动的成长属性，综合参照公司历史 PE 数据均高于 45 倍水平，我们给予惠泰医疗 2025 年 43 倍 PE，对应 12 个月内目标价为 593.83 元。我们维持此前的收入预测，预计公司 2024/2025/2026 年的营业收入分别为 22.15/29.44/38.75 亿元，归母净利润分别为 6.91/9.23/12.11 亿元，EPS 分别为 10.34/13.81/18.11 元，给予公司“买入”评级。

图表 42：盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1650.21	2214.88	2944.30	3875.48
增长率(%)	35.71%	34.22%	32.93%	31.63%
EBITDA（百万元）	633.80	851.56	1136.34	1467.57
归属母公司净利润（百万元）	533.92	691.06	923.31	1211.01
增长率(%)	49.13%	29.43%	33.61%	31.16%
EPS(元/股)	8.04	10.34	13.81	18.11
市盈率 (P/E)	48.32	43.39	32.48	24.76
市净率 (P/B)	13.62	12.21	9.31	7.04
EV/EBITDA	39.11	33.70	24.70	18.54

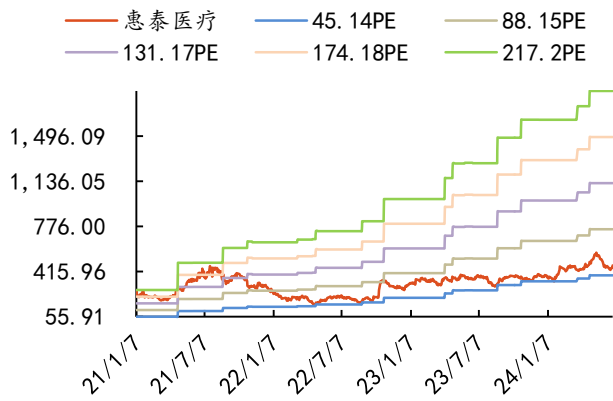
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 43：可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			股价 (元)	评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
688108.SH	赛诺医疗	35.68	-0.10	0.02	0.13	-125.50	387.12	73.89	8.63	未评级
688351.SH	微电生理	103.06	0.01	0.06	0.15	2119.83	365.00	146.00	21.90	买入
688016.SH	心脉医疗	123.09	6.81	8.33	10.67	18.89	11.99	9.36	99.86	增持
300003.SZ	乐普医疗	301.84	0.68	1.07	1.26	23.92	14.24	12.12	15.30	未评级
行业平均							194.59	60.34		
688617.SH	惠泰医疗	297.26	8.04	10.34	13.81	48.32	43.00	32.19	444.59	买入

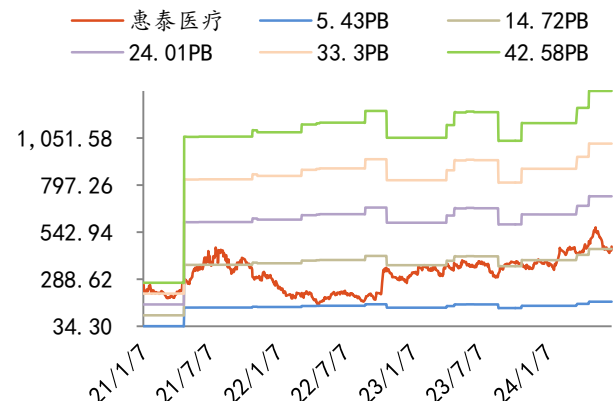
资料来源：Choice 股票板块，东方财富证券研究所。注：未评级公司盈利预测均来自于 Choice 一致性盈利预测，截止 2024-06-25

图表 44：历史 PE (TTM) 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 45：历史 PB 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 6. 风险提示

- ◆ 集中带量采购政策变化风险：若未来国家相关政策发生重大变化，公司未能调整相应经营策略，则可能面临产品市场价格下降、毛利率下降等风险；
- ◆ 产品升级及新产品开发风险：介入类医疗器械研发难度较高，受研发能力、研发条件等不确定因素的限制，可能导致公司不能按照计划开发出新产品或在研项目无法产业化，而影响营收和盈利成长；
- ◆ 市场竞争加剧风险：随着价格体系的变化，若公司无法准确把握行业发展趋势或无法快速应对市场竞争变化，现有的竞争优势可能被削弱，可能面临市场份额和盈利能力下降的风险。

## 资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1756.07</b>	<b>2171.02</b>	<b>3034.89</b>	<b>4204.16</b>
货币资金	1276.39	1409.87	2070.28	2975.74
应收及预付	79.91	121.08	156.61	203.23
存货	327.95	538.09	681.86	873.00
其他流动资产	71.81	101.98	126.14	152.19
<b>非流动资产</b>	<b>816.92</b>	<b>1099.93</b>	<b>1253.53</b>	<b>1402.49</b>
长期股权投资	38.66	39.26	33.73	26.38
固定资产	399.37	494.79	554.93	603.88
在建工程	47.84	63.05	77.88	95.85
无形资产	83.00	112.62	143.22	175.74
其他长期资产	248.04	390.20	443.77	500.64
<b>资产总计</b>	<b>2572.98</b>	<b>3270.95</b>	<b>4288.41</b>	<b>5606.65</b>
<b>流动负债</b>	<b>588.17</b>	<b>744.41</b>	<b>1002.79</b>	<b>1287.60</b>
短期借款	70.00	98.33	128.16	159.19
应付及预收	42.73	62.84	82.95	105.80
其他流动负债	475.44	583.24	791.68	1022.61
<b>非流动负债</b>	<b>22.81</b>	<b>23.99</b>	<b>28.69</b>	<b>35.69</b>
长期借款	0.59	2.59	5.59	10.59
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	22.22	21.39	23.09	25.09
<b>负债合计</b>	<b>610.98</b>	<b>768.40</b>	<b>1031.48</b>	<b>1323.28</b>
实收资本	66.86	66.86	66.86	66.86
资本公积	724.04	727.39	727.39	727.39
留存收益	1141.27	1686.71	2452.04	3492.82
归属母公司股东权益	1907.14	2455.89	3221.22	4262.01
少数股东权益	54.86	46.66	35.72	21.36
<b>负债和股东权益</b>	<b>2572.98</b>	<b>3270.95</b>	<b>4288.41</b>	<b>5606.65</b>

## 利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1650.21</b>	<b>2214.88</b>	<b>2944.30</b>	<b>3875.48</b>
营业成本	474.18	639.80	839.83	1089.11
税金及附加	20.17	25.83	34.82	45.88
销售费用	304.70	423.99	553.63	735.30
管理费用	82.26	115.81	150.35	200.27
研发费用	237.92	318.92	424.22	558.21
财务费用	-3.26	-14.79	-15.29	-23.55
资产减值损失	-15.80	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.13	27.66	32.75	38.96
资产处置收益	11.97	0.10	0.13	0.18
其他收益	46.41	50.26	56.82	62.18
<b>营业利润</b>	<b>600.41</b>	<b>783.34</b>	<b>1046.43</b>	<b>1371.57</b>
营业外收入	0.62	1.20	2.30	3.40
营业外支出	4.67	0.80	1.20	2.40
<b>利润总额</b>	<b>596.37</b>	<b>783.74</b>	<b>1047.53</b>	<b>1372.57</b>
所得税	74.24	100.87	135.17	175.92
<b>净利润</b>	<b>522.13</b>	<b>682.87</b>	<b>912.36</b>	<b>1196.65</b>
少数股东损益	-11.79	-8.19	-10.95	-14.36
<b>归属母公司净利润</b>	<b>533.92</b>	<b>691.06</b>	<b>923.31</b>	<b>1211.01</b>
EBITDA	633.80	851.56	1136.34	1467.57

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>689.06</b>	<b>608.18</b>	<b>1033.43</b>	<b>1292.54</b>
净利润	522.13	682.87	912.36	1196.65
折旧摊销	67.89	82.61	104.10	118.55
营运资金变动	121.39	-132.80	45.10	9.97
其它	-22.36	-24.50	-28.13	-32.63
<b>投资活动现金流</b>	<b>581.90</b>	<b>-358.63</b>	<b>-243.72</b>	<b>-247.37</b>
资本支出	-189.36	-250.61	-239.90	-250.67
投资变动	751.45	-40.61	-34.47	-32.66
其他	19.82	-67.42	30.65	35.96
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-246.36</b>	<b>-116.10</b>	<b>-129.30</b>	<b>-139.71</b>
银行借款	38.82	30.33	32.83	36.03
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	34.67	3.35	0.00	0.00
其他	-319.84	-149.78	-162.13	-175.74
<b>现金净增加额</b>	<b>1027.44</b>	<b>133.48</b>	<b>660.41</b>	<b>905.46</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>248.95</b>	<b>1276.39</b>	<b>1409.87</b>	<b>2070.28</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1276.39</b>	<b>1409.87</b>	<b>2070.28</b>	<b>2975.74</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	35.71%	34.22%	32.93%	31.63%
营业利润增长	51.24%	30.47%	33.59%	31.07%
归属母公司净利润增长	49.13%	29.43%	33.61%	31.16%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	71.27%	71.11%	71.48%	71.90%
净利率	31.64%	30.83%	30.99%	30.88%
ROE	28.00%	28.14%	28.66%	28.41%
ROIC	24.15%	25.54%	26.35%	26.27%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	23.75%	23.49%	24.05%	23.60%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.99	2.92	3.03	3.27
速动比率	2.35	2.11	2.27	2.51
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.69	0.76	0.78	0.78
应收账款周转率	37.27	39.21	36.17	37.05
存货周转率	1.42	1.48	1.38	1.40
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	8.04	10.34	13.81	18.11
每股经营现金流	10.31	9.10	15.46	19.33
每股净资产	28.52	36.73	48.18	63.74
<b>估值比率</b>				
P/E	48.32	43.39	32.48	24.76
P/B	13.62	12.21	9.31	7.04
EV/EBITDA	39.11	33.70	24.70	18.54

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。