

惠泰医疗 (688617.SH)

电生理器械厚积薄发，血管介入平台日臻完善

电生理及血管介入国产领先者，迈瑞入驻赋能研发与海内外销售。公司成立于2002年，成立之初聚焦电生理器械，此后横向拓展至冠脉通路、外周介入及非血管介入等领域，产品矩阵日趋丰富，渠道拓展持续加速。**电生理领域**，2024H1覆盖医院超1250家（2024H1新增150余家），完成三维电生理手术约7500例（同比增长超100%）。**血管介入领域**，2024H1外周线入院增长超30%，冠脉线增长接近20%，覆盖医院近4000家。产品+渠道双重优势驱动业绩稳健高增长，2017-2023年公司营业收入从1.53亿元增至16.50亿元，CAGR高达48.61%。2024年迈瑞医疗收购惠泰，将合作制定发展战略、研发及营销体系，提升公司产品的全球竞争力。

百亿电生理蓝海市场，国产替代宏图正展。电生理行业景气度高，中国电生理器械市场规模由2017年的24.24亿元增至2021年的65.80亿元（CAGR为28.36%），预计2025年达到157.26亿元。国内电生理器械市场由进口厂商主导，2020年强生、雅培、美敦力合计占据86.9%的市场份额。公司电生理产品线完善，设备+耗材全面布局，产品性能比肩进口。新产品迭出进入放量周期，公司电生理业务收入稳健增长，由2017年的0.97亿元增至2023年的3.68亿元，CAGR为24.86%。此外，在研项目脉冲消融产品、高密度导管、压力感应导管等进入注册审评阶段，产品布局不断拓宽，竞争优势持续巩固。

PCI手术量稳健增长，冠脉通路产品借集采加速放量。PCI手术需求持续释放，驱动冠脉通路市场不断增长。2021年我国PCI器械市场规模为12.70亿美元，预计2030年达到37.51亿美元，年复合增速为12.78%。公司积极拥抱集采，冠脉球囊、导引导管、造影导管等产品陆续中选，驱动冠脉通路产品快速放量。2017-2023年冠脉通路业务收入由0.10亿元增至7.91亿元，CAGR高达105.77%

外周介入蓄势待发，非血管介入打造新增长点。中国外周介入治疗处于发展早期，2021年外周PTA手术渗透率仅为0.6%。我国外周介入器械市场规模由2015年的35亿元增长至2023年的186亿元，复合增速达到23.22%。在研项目进展顺利，胸主动脉覆膜支架系统已取得注册证，腔静脉滤器进入注册审评阶段，公司积极布局非血管介入产品线，旨在打造新业绩增长点。

盈利预测与估值：我们预计2024-2026年公司营收分别为20.83、27.27、35.78亿元，分别同比增长26.2%、30.9%、31.2%；归母净利润分别为7.07、9.55、12.76亿元，分别同比增长32.4%、35.1%、33.7%，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新品销售推广不及预期；政策风险；研发进展不及预期，数据滞后风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,216	1,650	2,083	2,727	3,578
增长率 yoy (%)	46.7	35.7	26.2	30.9	31.2
归母净利润（百万元）	358	534	707	955	1,276
增长率 yoy (%)	72.2	49.1	32.4	35.1	33.7
EPS 最新摊薄（元/股）	3.68	5.49	7.26	9.81	13.11
净资产收益率 (%)	19.0	26.6	26.9	27.7	28.0
P/E（倍）	111.3	74.6	56.4	41.7	31.2
P/B（倍）	22.6	20.9	16.1	12.0	9.0

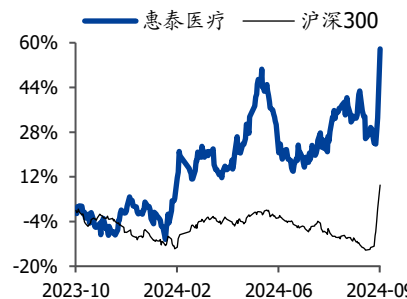
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2024年09月30日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	医疗器械
09月30日收盘价（元）	409.39
总市值（百万元）	39,845.40
总股本（百万股）	97.33
其中自由流通股（%）	100.00
30日日均成交量（百万股）	1.06

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjinyang@gszq.com

分析师 杨芳

执业证书编号：S0680522030002

邮箱：yangfang@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1557	1756	2209	3081	4107
现金	251	1276	1548	2311	3064
应收票据及应收账款	47	42	70	76	116
其他应收款	9	4	13	10	20
预付账款	25	38	42	63	75
存货	338	328	468	553	764
其他流动资产	887	67	67	67	67
非流动资产	669	817	876	958	1086
长期投资	67	39	8	-23	-55
固定资产	292	399	474	587	728
无形资产	39	83	96	91	101
其他非流动资产	270	296	297	302	312
资产总计	2226	2573	3085	4038	5193
流动负债	412	588	554	720	794
短期借款	30	70	32	32	36
应付票据及应付账款	41	43	58	71	95
其他流动负债	341	475	464	617	663
非流动负债	23	23	30	33	34
长期借款	2	1	8	11	12
其他非流动负债	21	22	22	22	22
负债合计	435	611	584	752	828
少数股东权益	28	55	20	-24	-77
股本	67	67	97	97	97
资本公积	1013	724	694	694	694
留存收益	717	1141	1628	2276	3156
归属母公司股东权益	1763	1907	2480	3310	4442
负债和股东权益	2226	2573	3085	4038	5193

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	367	689	524	994	1050
净利润	340	522	672	911	1223
折旧摊销	44	59	56	73	93
财务费用	-3	-3	-21	-29	-43
投资损失	-21	-23	-14	-17	-19
营运资金变动	-34	100	-169	57	-205
其他经营现金流	41	34	0	0	0
投资活动现金流	-135	582	-101	-138	-203
资本支出	143	202	89	113	160
长期投资	-39	798	31	31	32
其他投资现金流	-30	1582	19	7	-11
筹资活动现金流	-295	-246	-152	-93	-95
短期借款	14	40	-38	0	4
长期借款	-8	-1	7	3	2
普通股增加	0	0	30	0	0
资本公积增加	-255	-289	-30	0	0
其他筹资现金流	-45	3	-122	-96	-100
现金净增加额	-61	1027	271	763	752

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1216	1650	2083	2727	3578
营业成本	350	474	567	727	938
营业税金及附加	14	20	25	31	42
营业费用	241	305	375	485	630
管理费用	67	82	100	125	161
研发费用	175	238	296	382	494
财务费用	-3	-3	-21	-29	-43
资产减值损失	-15	-16	-20	-26	-34
其他收益	19	46	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	21	23	14	17	19
资产处置收益	0	12	0	0	0
营业利润	397	600	775	1047	1409
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	3	5	2	3	3
利润总额	395	596	774	1045	1407
所得税	55	74	101	135	184
净利润	340	522	672	911	1223
少数股东损益	-18	-12	-35	-44	-53
归属母公司净利润	358	534	707	955	1276
EBITDA	433	621	790	1062	1422
EPS (元)	3.68	5.49	7.26	9.81	13.11

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	46.7	35.7	26.2	30.9	31.2
营业利润(%)	78.4	51.2	29.1	35.2	34.6
归属于母公司净利润(%)	72.2	49.1	32.4	35.1	33.7
获利能力					
毛利率(%)	71.2	71.3	72.8	73.3	73.8
净利率(%)	29.4	32.4	33.9	35.0	35.7
ROE(%)	19.0	26.6	26.9	27.7	28.0
ROIC(%)	18.4	24.5	25.1	25.6	25.6
偿债能力					
资产负债率(%)	19.5	23.7	18.9	18.6	15.9
净负债比率(%)	-10.7	-60.0	-59.6	-68.5	-68.6
流动比率	3.8	3.0	4.0	4.3	5.2
速动比率	2.9	2.4	3.1	3.4	4.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	30.0	37.1	37.1	37.1	37.1
应付账款周转率	11.2	11.3	11.3	11.3	11.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.68	5.49	7.26	9.81	13.11
每股经营现金流(最新摊薄)	3.78	7.08	5.39	10.22	10.79
每股净资产(最新摊薄)	18.12	19.59	25.48	34.00	45.63
估值比率					
P/E	111.3	74.6	56.4	41.7	31.2
P/B	22.6	20.9	16.1	12.0	9.0
EV/EBITDA	89.5	62.2	48.5	35.3	25.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024年09月30日收盘价

内容目录

1. 电生理国产龙头，血管介入平台化稳步拓展	5
1.1 快速成长的电生理与血管介入国产先驱.....	5
1.2 迈瑞收购赋能研发与销售，核心团队经验丰富	6
1.3 产品布局日趋完善驱动业绩高速增长，盈利能力稳健提升.....	8
1.4 产能扩张蓄力未来，入院加速彰显产品及渠道竞争力	10
1.5 研发赋能长期发展，在研项目紧跟临床需求	12
2. 电生理行业景气度高，公司产品布局完备.....	14
2.1 电生理市场快速成长，国产替代大有可为	14
2.1.1 电生理在快速心律治疗中优势显著，临床推荐级别不断提升	14
2.1.2 快速心律失常患者基数庞大，电生理手术渗透率提升空间广阔	16
2.1.3 电生理器械行业高速增长，借势集采国产替代乘风而上.....	18
2.2 电生理产品线布局齐全，性能比肩进口品牌	19
2.3 脉冲消融前景广阔，公司产品处于注册审评阶段.....	23
2.4 电生理集采温和落地，国产替代有望加速	25
3. 血管介入子领域纷呈，公司产品矩阵平台化逐步完善	29
3.1 冠脉通路需求持续释放，国产替代空间广阔	29
3.1.1 冠状动脉疾病患病人数持续上升，PCI 手术治疗优势突出	29
3.1.2 PCI 手术需求持续释放，冠脉通路器械市场不断扩容	31
3.1.3 进口品牌垄断市场，国产厂商快速崛起	32
3.2 外周介入涉及病种及术式复杂多样，我国处于发展早期.....	32
3.3 血管介入平台日趋成熟，集采助力快速放量	34
3.4 布局非血管介入产品线，寻求新增长点.....	36
4. 盈利预测与估值	38
4.1 盈利预测与关键假设.....	38
4.2 可比公司估值与投资评级.....	40

图表目录

图表 1: 公司发展大事记.....	5
图表 2: 公司四大业务及主要产品.....	6
图表 3: 公司股权结构（截至 2024H1）	7
图表 4: 公司核心团队人员履历.....	8
图表 5: 2017-2024H1 公司营业收入及同比增速.....	9
图表 6: 2017-2024H1 公司归母净利润及同比增速	9
图表 7: 2017-2024H1 公司毛利率及净利率	9
图表 8: 2017-2024H1 公司期间费用率.....	9
图表 9: 2017-2024H1 公司分产品线收入（亿元）	10
图表 10: 2017-2024H1 公司分产品线毛利率	10
图表 11: 2017-2024H1 公司海内外收入（亿元）	10
图表 12: 2017-2024H1 公司海内外毛利率.....	10
图表 13: 2021-2024H1 公司血管介入产品年产能变化趋势（万 pcs）	11
图表 14: 2021-2024H1 公司三维电生理手术量（例）	12
图表 15: 2020-2024H1 公司血管介入类产品入院数量（家）	12
图表 16: 2017-2024H1 公司研发费用及研发费率.....	12
图表 17: 2019-2024H1 公司研发人员数量及占比.....	12
图表 18: 公司在研项目情况（万元）	13
图表 19: 快速性心律失常疾病分类及特征.....	14
图表 20: 快速心律失常主要治疗方式对比	14
图表 21: 5 年随访显示导管消融显著降低房颤复发率.....	15
图表 22: 导管消融显著降低房颤负担.....	15

图表 23:	心脏电生理手术主要步骤及对应产品.....	16
图表 24:	2021 年中国射频消融病种分类.....	16
图表 25:	2016-2021 年中国射频消融术病种占比变化.....	16
图表 26:	2010-2023 年中国 65 岁以上人口及占比.....	17
图表 27:	房颤患病率随年龄增加显著提升.....	17
图表 28:	2017-2032E 中国心房颤动患病人数 (百万人).....	17
图表 29:	2017-2032E 中国室上性心动过速患病人数 (百万人).....	17
图表 30:	2017-2032E 中国心脏电生理手术量 (万例).....	18
图表 31:	2019 年中美心脏电生理手术渗透率对比, 台/百万人.....	18
图表 32:	2017-2032E 中国心脏电生理器械市场规模 (亿元).....	18
图表 33:	2020 年国内电生理医疗器械市场竞争格局.....	19
图表 34:	2020 年中国心脏电生理器械市场手术量分布 (台).....	19
图表 35:	公司电生理产品汇总.....	20
图表 36:	主流三维心脏电生理标测系统对比.....	21
图表 37:	公司电生理耗材类产品与竞争对手产品对比情况 (部分).....	22
图表 38:	PFA 应用于心脏电生理手术的原理.....	23
图表 39:	2023E-2032E 中国房颤脉冲电场消融器械市场规模.....	23
图表 40:	中国 PFA 厂家进展情况.....	24
图表 41:	公司心脏 PFA 系统工作示意图.....	24
图表 42:	福建电生理集采规则.....	26
图表 43:	福建集采中公司产品中选结果.....	27
图表 44:	北京电生理集采公司中标产品一览.....	28
图表 45:	心脑血管疾病患者数情况 (万人).....	29
图表 46:	2015-2023 年中国血管介入器械市场规模.....	29
图表 47:	2023 年血管介入细分市场规 模及占比 (亿元).....	29
图表 48:	全球主要地区冠状动脉疾病患者人数 (百万人).....	30
图表 49:	冠心病概况.....	30
图表 50:	PCI 手术实施示意图.....	30
图表 51:	血管介入治疗基本流程.....	31
图表 52:	2009-2023 年中国大陆地区 PCI 治疗例数及增长率.....	31
图表 53:	2015-2030E 全球 PCI 器械市场规模 (亿美元).....	32
图表 54:	全球各地区 PCI 器械市场规模 (亿美元).....	32
图表 55:	2019 年我国冠脉通路类耗材市场竞争格局.....	32
图表 56:	国内微导管市场份额.....	32
图表 57:	2017-2030E 中国外周动脉疾病患病人数 (百万人).....	33
图表 58:	2017-2030E 中国深静脉血栓发病人数 (百万人).....	33
图表 59:	全球主要地区外周 PTA 手术量及渗透率情况.....	33
图表 60:	2015-2023 年中国外周血管介入器械市场规模.....	34
图表 61:	公司血管介入产品一览.....	35
图表 62:	2015-2023 年中国非血管介入高值耗材市场规模.....	37
图表 63:	非血管介入高值耗材主要品牌.....	37
图表 64:	2018-2026E 公司收入拆分及预测.....	39
图表 65:	2021-2026E 公司期间费用率及预测.....	40
图表 66:	惠泰医疗可比公司估值.....	41

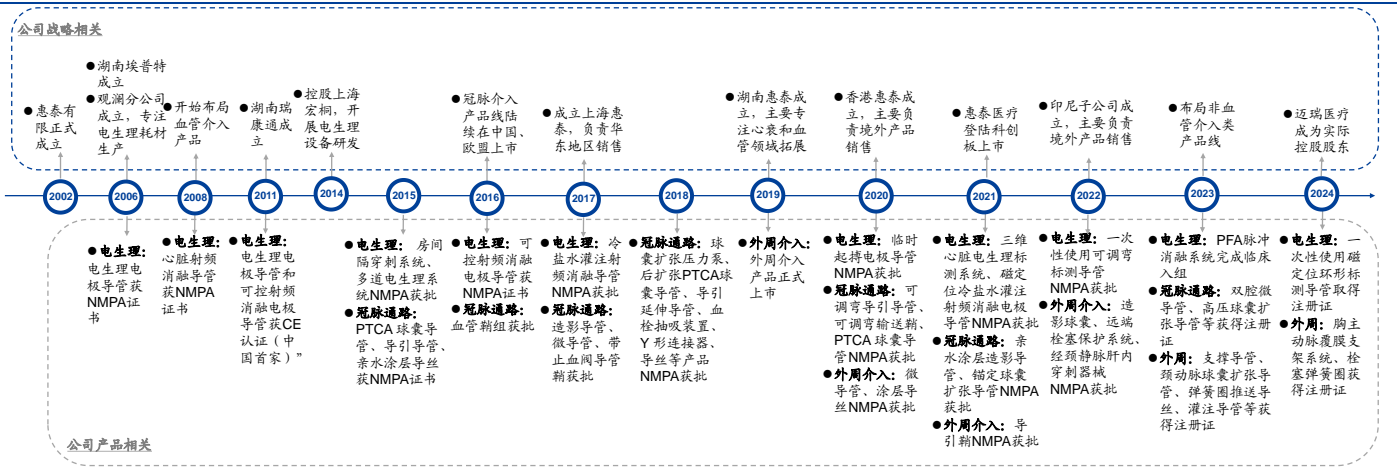
1. 电生理国产龙头，血管介入平台化稳步拓展

1.1 快速成长的电生理与血管介入国产先驱

惠泰医疗是国内电生理和血管介入领域的领先企业。公司成立于2002年，自2004年开始积累电生理耗材生产能力，成立之初聚焦电生理领域。2008年公司开始进军血管介入领域，2023年布局非血管介入产品线，多元化产线布局初步形成。2024年迈瑞医疗成为公司实际控股股东，赋能公司海内外渠道拓展与产品研发，公司发展迎来新阶段。

- **电生理领域**，公司电生理先发优势明显，电生理电极导管和射频消融电极导管均为国内首个获批上市的国产产品，铸就了产品+渠道的双重优势。2024H1公司电生理产品新增国内医院植入150余家，覆盖医院超过1250家，完成三维电生理手术约7500例（同比增长超100%）。
- **血管介入领域**，公司是国内首家获得微导管（冠脉应用）、外周可调阀导管鞘（导管鞘组）、导引延伸导管和薄壁鞘（血管鞘组）市场准入的国产厂家。2024H1公司整体覆盖医院数近4000家，其中外周线入院同比增长超30%，冠脉线同比增长近20%。

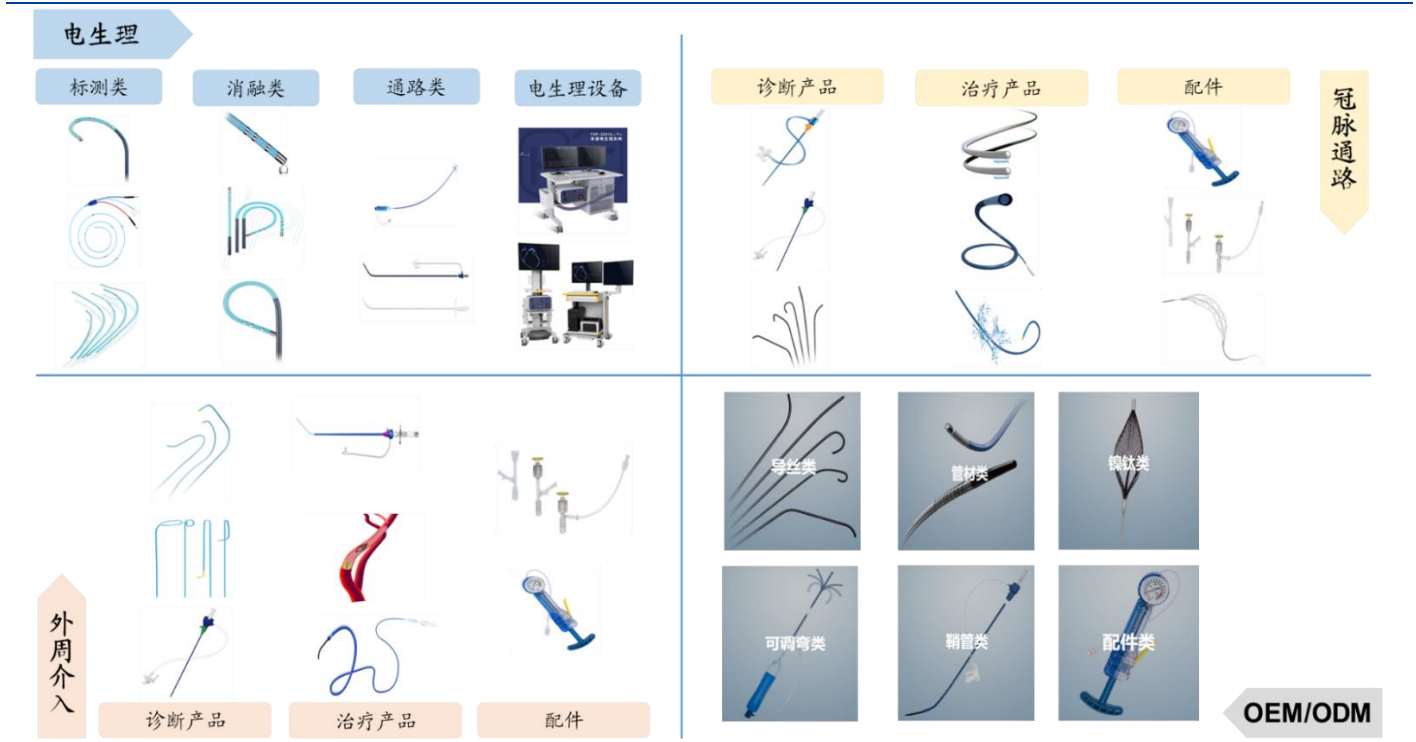
图表1: 公司发展大事记



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

电生理与血管介入齐发力，产品梯队完善。公司在心脏电生理和血管介入器械领域已形成了完善的产品布局，主营业务涵盖电生理、冠脉通路、外周介入、OEM/ODM 四大领域，并在2023年布局非血管介入产品线。**电生理领域**，公司产品包括设备类（三维电生理标测系统、多道电生理记录仪）和耗材类（标测导管、消融导管、通路产品）。**血管介入领域**，产品主要包括诊断类产品、治疗类产品及其他配件。**非血管介入领域**，已上市产品包括泌尿介入类、消化介入类、妇科介入类产品。截至2024H1，公司取得91个国内医疗器械注册证或备案证书，其中III类医疗器械60个。

图表2: 公司四大业务及主要产品

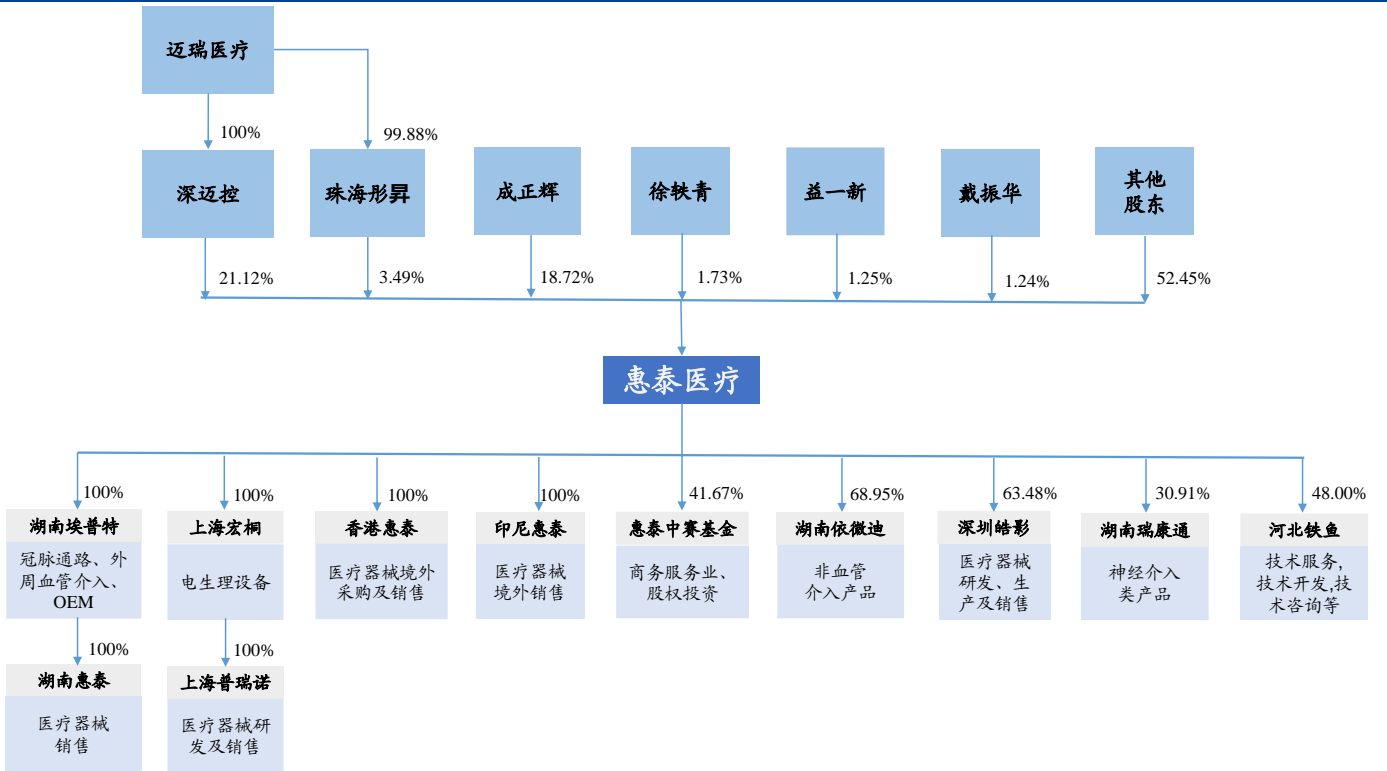


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

1.2 迈瑞收购赋能研发与销售，核心团队经验丰富

迈瑞医疗成为实际控股股东，赋能公司国际化销售与产品研发。2024年1月28日，迈瑞医疗宣布收购惠泰医疗控制权，4月15日完成股份转让过户手续，4月29日控制权变更完成，迈瑞医疗成为惠泰医疗的实际控股股东，截至2024H1，迈瑞医疗通过深迈控与珠海彤昇合计持有惠泰医疗24.61%的股权。迈瑞医疗将增强惠泰在研发、销售等领域的实力，加速公司海外销售渠道拓展。

图表3: 公司股权结构 (截至 2024H1)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

核心团队经验丰富。公司管理团队经验丰富，对医疗器械的研发生产与营销认知深刻。董事长葛昊自 2008 年加入迈瑞医疗，现担任迈瑞医疗集团战略发展副总经理，并于 2024 年 4 月起担任惠泰医疗董事长。副董事长及总经理成正辉是中科院金属研究所硕士，历任先健科技等多家公司高管。核心技术人员对医疗器械研发见解深刻，并具备国际化视野。副总经理、核心技术人员 Yuchen Qiu 为宾夕法尼亚大学生物工程学博士，曾在多家国际公司担任工程师，负责公司血管介入产品的开发、注册和临床，副总经理韩永贵负责电生理产品的研发、生产，张勇主导电生理设备系统的研发。开拓创新、经验丰富的管理层与技术团队领导公司长期稳定发展。

图表4: 公司核心团队人员履历

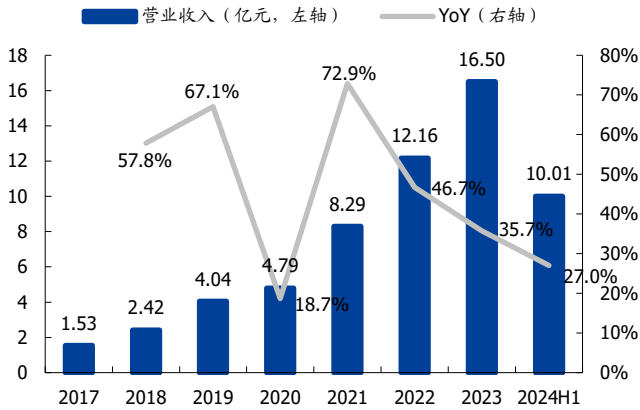
姓名	职务	出生年份	学历	过往履历
葛昊	董事长	1984年	中国药科大学, 生物工程专业, 硕士	2008年加入迈瑞医疗, 曾任战略发展专员、投资经理、高级经理、集团战略发展副总监、集团战略发展总监; 曾兼任迈瑞医疗控股子公司上海长岛董事长、苏州迈瑞董事长、深迈动董事、北京迈瑞董事、湖南迈瑞董事等职务; 现任迈瑞医疗集团战略发展副总经理; 现任惠泰医疗董事长。 1988年-1999年7月: 深圳东部开发(集团)有限公司、深圳嘉云电子有限公司; 1999年7月-2001年4月: 先健科技(深圳)有限公司总经理; 2001年4月-2002年7月: 深圳市开运实业发展有限公司执行董事; 2002年6月创立深圳市惠泰医疗器械有限公司; 2014年5月-2024年4月: 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。
成正辉	副董事长、总经理	1964年	中国科学院金属研究所, 硕士	1992年1月-1997年3月: 任无锡市机电设备有限公司/汽车贸易分公司会计经理; 1997年3月-2004年1月: 任职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; 2004年1月-2013年6月: 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。
戴振华	董事、副总经理、财务负责人、董事会秘书	1968年	工业会计学士、EMBA, 中国注册会计师非执业会员	1999年起: 历任迈瑞医疗销售工程师、成都办事处主任、西南地区经理、国内检验销售总监、副总裁、高级副总裁、国内营销系统总经理等; 现任迈瑞医疗高级副总经理, 负责国内营销系统与国际营销系统的管理。 现任惠泰医疗董事。
李在文	董事	1974年	重庆工商大学, 国际市场营销专业, 经济学学士	2002年起, 历任迈瑞医疗项目经理、部门经理、研发总监、生命信息与支持事业部总经理等职务; 现任迈瑞医疗副总经理, 同时兼任芬兰海肽董事长、深迈研法人代表、深迈动董事等职务。 现任惠泰医疗董事。
李新胜	董事	1972年	清华大学, 生物医学工程专业, 博士	1985年7月-2000年9月: 武汉锅炉集团有限公司工艺员; 2000年10月-2001年10月: 先健科技(深圳)有限公司生产部经理; 2002年6月-至今: 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。
韩永贵	副总经理、核心技术负责人	1963年	焊接工程本科学历, 高级工程师	1999年5月-2000年8月: MedjetInc 公司研发工程师; 2000年9月-2001年6月: 美国Zynergy Cardio Vascular公司产品开发工程师; 2001年6月-2011年10月: 美国强生产品研发部主任级工程师; 2011年-至今: 公司副总经理, 负责血管介入类医疗器械的产品开发、注册和临床相关工作。
Yuchen Qiu	副总经理、核心技术负责人	1965年	机械工程学士(清华大学)、生物医学工程硕士(美国迈阿密大学)、机械工程硕士(美国宾夕法尼亚州立大学)、生物医学博士(美国宾夕法尼亚州立大学)	2002年4月-2006年4月: 深圳奔迅汽车玻璃有限公司市场部经理; 2006年4月-2014年7月: 深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司国际区域市场经理; 2014年7月-至今: 公司副总经理, 负责公司国际营销工作。 1997年9月-2004年5月: 历任香港嘉荣医疗器械有限公司区域经理、全国PCI经理; 2004年9月-2008年3月: 任公司前身深圳市惠泰医疗器械有限公司商务总监; 2008年6月-2011年1月/2011年11月-2016年2月: 先后任深圳市益心达医学新技术有限公司区域经理、副总经理; 2016年2月-至今: 任公司副总经理, 负责公司冠脉与外周产品的国内营销工作。 2000年4月-2001年8月: 上海贝塔斯曼信息技术有限公司产品主管;
刘芳远	副总经理	1976年	工商管理硕士	2003年6月-2023年4月: 历任强生医疗(中国)爱惜康(Ethicon)伤口闭合部销售经理、产品经理、市场经理、爱惜康生物外科事业部(Ethicon Biosurgery)总监、电生理事业部(BW)高级总监、心血管与专业解决方案集团(CSS)总经理、市场准入与外部事务副总裁、运营与教育副总裁等职位; 2023年4月-至今: 任公司副总经理, 负责公司的战略发展业务。
王卫	副总经理	1971年	电子电器及其应用技术, 本科	2004年12月-2007年4月: 上海宏桐实业有限公司高级研发工程师; 2007年4月-2008年4月: 美敦力医疗用品技术服务(上海)有限公司产品工程师; 2008年4月-2009年1月: 机器视觉自由创业; 2009年1月-2011年10月: 上海微创医疗器械(集团)有限公司高级经理; 2011年10月-2015年8月: 柯惠(中国)医疗器械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。
王金鹤	副总经理	1974年	上海外国语大学经济学学士, 美国密西根大学工商管理硕士	2008年4月-2009年1月: 机器视觉自由创业; 2009年1月-2011年10月: 上海微创医疗器械(集团)有限公司高级经理; 2011年10月-2015年8月: 柯惠(中国)医疗器械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。
张勇	核心技术人员	1978年	电路与系统专业, 硕士	2004年12月-2007年4月: 上海宏桐实业有限公司高级研发工程师; 2007年4月-2008年4月: 美敦力医疗用品技术服务(上海)有限公司产品工程师; 2008年4月-2009年1月: 机器视觉自由创业; 2009年1月-2011年10月: 上海微创医疗器械(集团)有限公司高级经理; 2011年10月-2015年8月: 柯惠(中国)医疗器械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: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 产品布局日趋完善驱动业绩高速增长, 盈利能力稳健提升

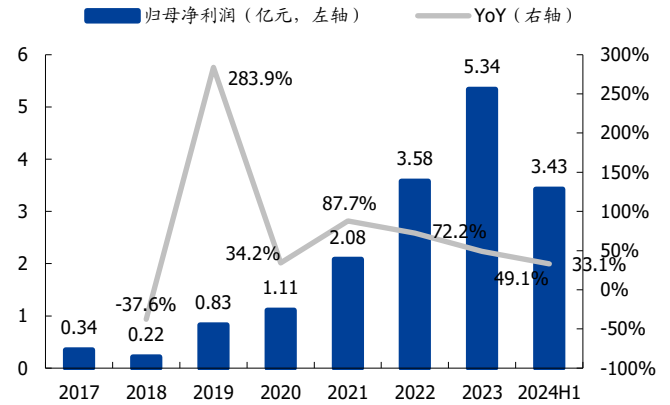
国内外市场积极拓展+产品布局持续完善+集采加速国产替代驱动业绩高速增长。2017-2023年公司营业收入从1.53亿元增至16.50亿元(CAGR为48.61%), 归母净利润从0.34亿元增至5.34亿元(CAGR为57.87%)。2024H1公司实现营业收入10.01亿元(同比增长27.0%), 归母净利润3.43亿元(同比增长33.1%)。业绩高速增长主要系: 1) 坚持技术创新, 产品布局不断完善, 新产品持续放量带动业绩增长; 2) 积极拓展国内外市场, 产品覆盖率进一步提高; 3) 借助集采加速进院, 公司积极参与冠脉球囊带量采购, 借力实现产品快速放量, 随着福建联盟电生理集采、北京电生理集采落地执行, 电生理产品放量有望驱动业绩持续高增长。

图表5: 2017-2024H1 公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

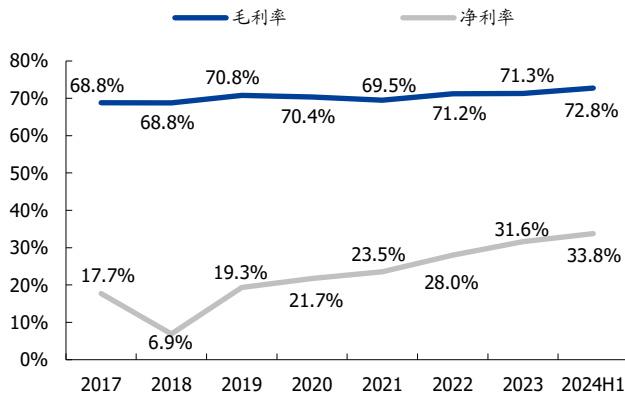
图表6: 2017-2024H1 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

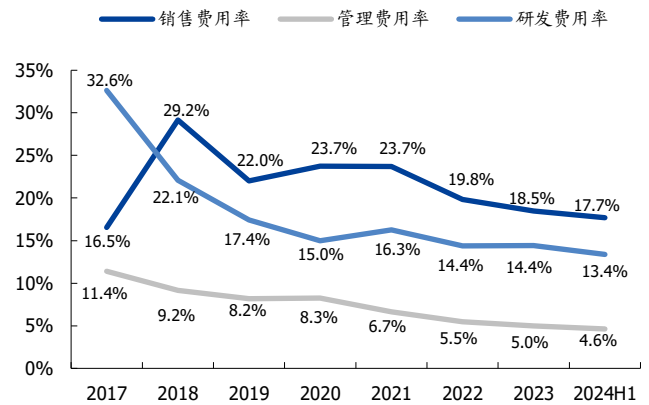
毛利率稳步提升, 规模效应下期间费用率不断改善, 净利率持续攀升。公司毛利率持续保持上行趋势, 自 2017 年的 68.8% 提升至 2024H1 的 72.8%, 毛利率提升主要系: 1) 收入规模扩大下规模效应显现; 2) 材料自产比例及生产自动化程度提升导致成本下降。随着销售规模扩大, 期间费用率不断改善, 自 2017 年的 60.6% 降低至 2024H1 的 35.7%。公司净利率由 2017 年的 17.7% 提升至 2024H1 的 33.8%, 盈利能力持续向好。

图表7: 2017-2024H1 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 2017-2024H1 公司期间费用率

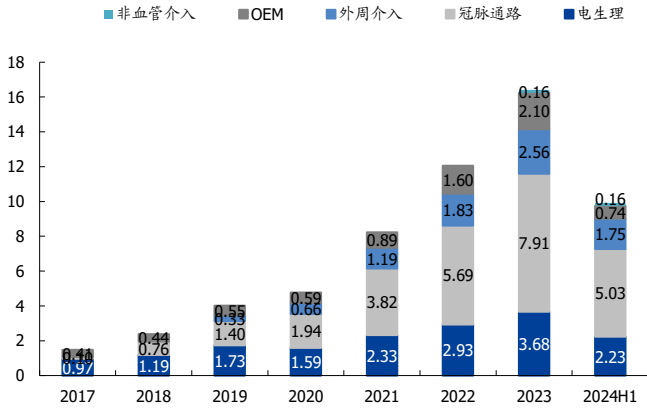


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

冠脉通路产品借力集采快速放量, 电生理业务国产替代蓄势正发。

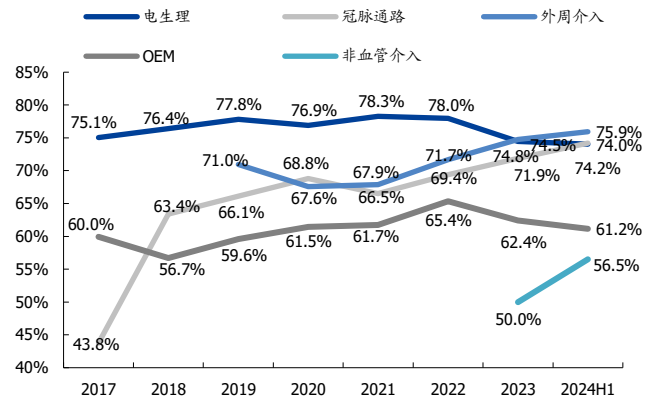
- **冠脉通路:** 冠脉通路产品在 2020 年湖北及贵州集采后实现快速放量, 产品覆盖率及入院渗透率进一步提升, 自 2020 年以来已成为公司营收占比最大的业务。2017-2023 年冠脉通路业务收入从 0.10 亿元增长至 7.91 亿元, CAGR 高达 105.77%。冠脉通路业务毛利率提升显著, 自 2017 年的 43.75% 提升至 2023 年的 71.87%, 主要系销量扩大后规模效应体现及微导管等高毛利产品放量的影响。
- **电生理:** 2017-2023 年公司电生理业务收入由 0.97 亿元增至 3.68 亿元, CAGR 为 24.86%。电生理业务始终保持较高的毛利率水平, 2017 年以来基本维持在 75% 以上, 2023 年毛利率略有下降主要系带量采购执行的影响。
- **外周介入:** 外周介入业务自 2019 年正式推出产品以来, 实现了快速增长, 2019-2023 年收入 CAGR 为 67.05%。

图表9: 2017-2024H1 公司分产品线收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

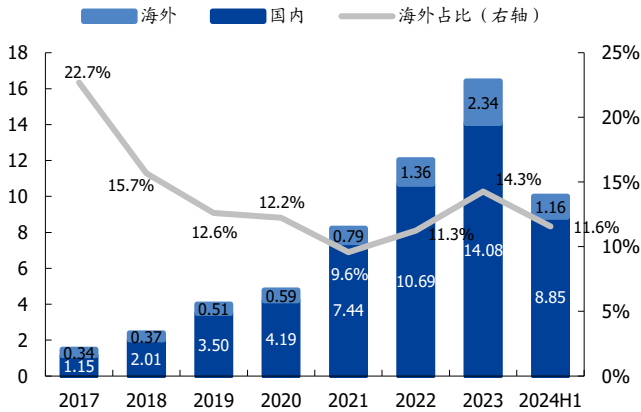
图表10: 2017-2024H1 公司分产品线毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

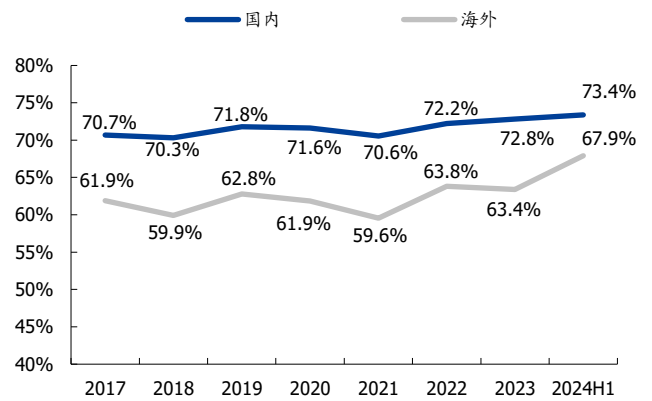
自主品牌驱动海外业绩高速增长, 迈瑞收购后有望实现海外市场加速拓展。公司坚持国内国外并重, 截至 2024H1 共取得 15 个产品的欧盟 CE 认证, 并在其他 90 多个国家和地区完成注册和市场准入。通过设立海外子公司, 增加驻地销售, 海外收入实现快速增长, 2017-2023 年公司海外收入 CAGR 为 38.13%。在地缘政治变化、全球经济波动等诸多扰动下, 2024H1 公司仍实现海外收入 1.16 亿元 (同比增长 19.73%), 其中, 独联体地区同比增长 124%, 欧洲地区同比增长 51%, 亚太、拉美、中东非等地区同比增长显著; 从产品线来看, 冠脉及外周自主品牌和电生理自主品牌是国际业务增长的主要驱动力, 2024H1 冠脉及外周自主品牌同比增长 43.77%, 电生理自主品牌同比增长 63.04%。在 2024 年迈瑞医疗收购公司后, 公司海外市场有望迎来加速开拓。

图表11: 2017-2024H1 公司海内外收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表12: 2017-2024H1 公司海内外毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

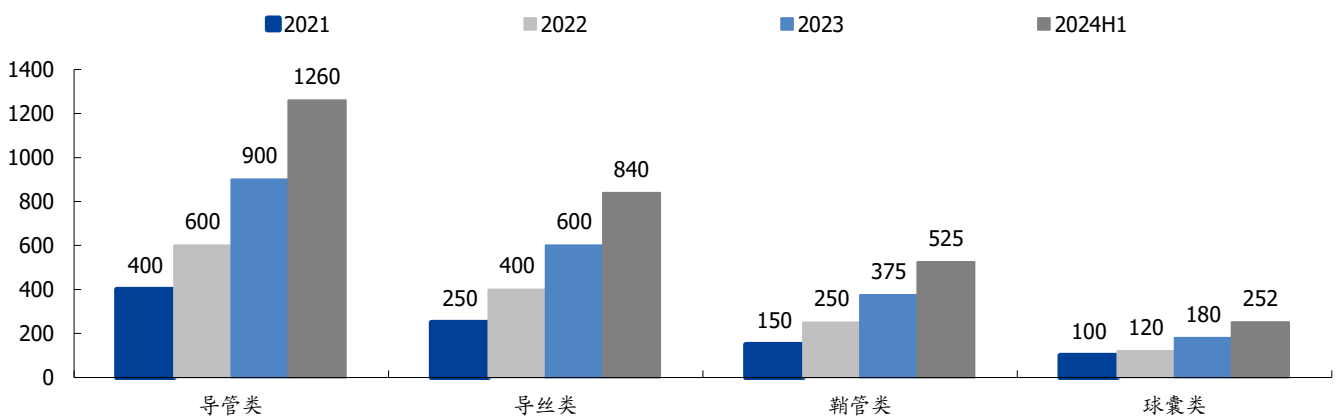
1.4 产能扩张蓄力未来, 入院加速彰显产品及渠道竞争力

产能持续扩张巩固竞争优势, 精益化生产提高效率。根据 2023 年 4 月投资者活动关系记录表, 主要生产基地湖南埃普特的场地和设备产能负荷约 80%, 产能扩张具有一定紧迫性, 公司持续加大产能建设, 支撑不断扩张的收入规模。

- **电生理:** 2022 年公司对电生理耗材产线进行了扩容和优化, 产能同比扩大 50% 以上。同时还进行了三维设备的生产扩容, 扩容后的年产能可达 200 台。2023 年继续扩容优化, 电生理耗材产线产能同比扩大 50% 以上。

- **血管介入:** 2022年公司血管介入产能同比提升50%，各类产品年产能达到了1370万 pcs，2023年血管介入产能同比继续提升50%，2024H1产能继续提升40%。2024H1对湖南埃普特产能进行了扩容，规划了新厂区（北区工厂），新厂区按规模化、自动化、智能化、连续流的思路进行车间规划布局。目前一期项目（普通车间为主半成品生产厂房）已经建成投产，编织车间、挤管车间、导管制管等前工序车间已经完成扩产搬迁，可以满足未来三年产能扩充需求。二期项目（净化车间为主的成品生产厂房）正在基建施工，主体将在2024Q4完成，预计2025H1投产。北区工厂全面投产后，血管介入产品年生产能力可达到40亿元。
- **智能制造与精益生产:** 公司各生产基地持续开展智能制造和精益生产，自主研发的专用设备占比逐步上升，2024H1各主要成品产线效率同比提升5%，半成品生产工序效率提升10%，实现导管、鞘组、球囊扩张压力泵、Y形连接器等产品装配工序的全自动化。2023年公司不同产品工序投入机器人超过40台，机器人持续推进。

图表13: 2021-2024H1 公司血管介入产品年产能变化趋势 (万 pcs)

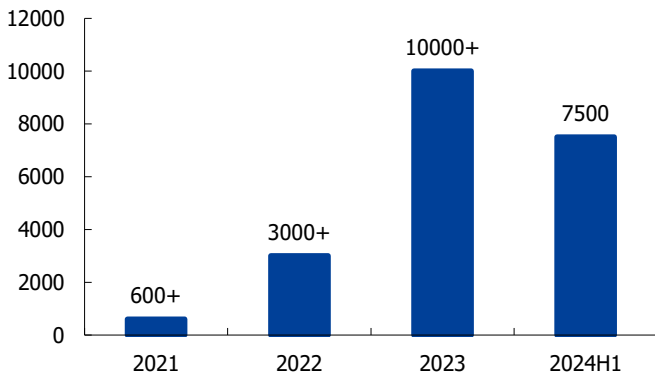


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所; 注: 2023-2024H1 产能根据公司公布的血管介入产能整体增幅计算而来, 或与实际值存在一定误差。

三维电生理手术量快速提升, 血管介入产品进院持续加速。 公司专注核心产品的准入与增长, 手术量与入院数量持续提升。

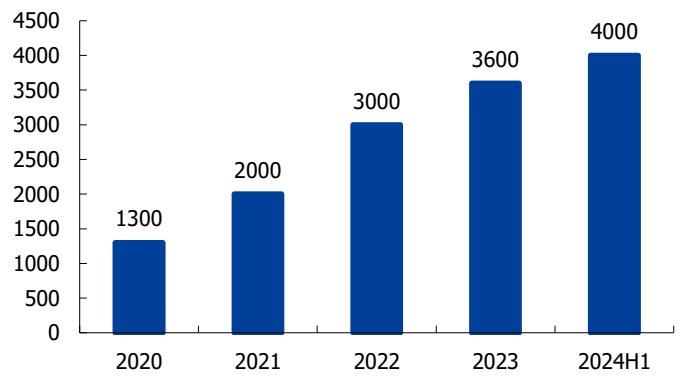
- **电生理:** 2024H1公司电生理产品国内新增医院植入150余家, 覆盖医院数量超1250家。随着国内电生理业务从传统二维手术向三维手术持续升级, 公司三维电生理手术量实现了高速增长, 2021-2023年分别完成三维电生理手术600、3000、10000余例。2024H1公司在超过800家医院完成三维电生理手术约7500例, 同比增长超100%。
- **血管介入:** 公司血管介入类产品的覆盖率及入院渗透率持续提升, 整体覆盖医院数量由2020年的1300余家增长至2024H1的近4000家。2024H1公司围绕客户使用习惯培养、手术观念养成、政策变化等主题参与及举办活动近80场, 覆盖全国20余省份及直辖市; 围绕代理商认知和口碑宣传, 进行代理商培训超20场, 覆盖近20省市, 有效增强了渠道影响力。

图表14: 2021-2024H1 公司三维电生理手术量(例)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所; 历年数字是根据公司公告整理的大概数值。

图表15: 2020-2024H1 公司血管介入类产品入院数量(家)

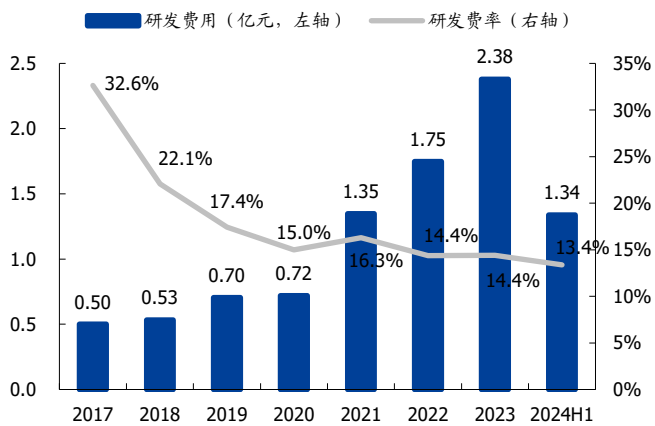


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所; 历年数字是根据公司公告整理的大概数值。

1.5 研发赋能长期发展, 在研项目紧跟临床需求

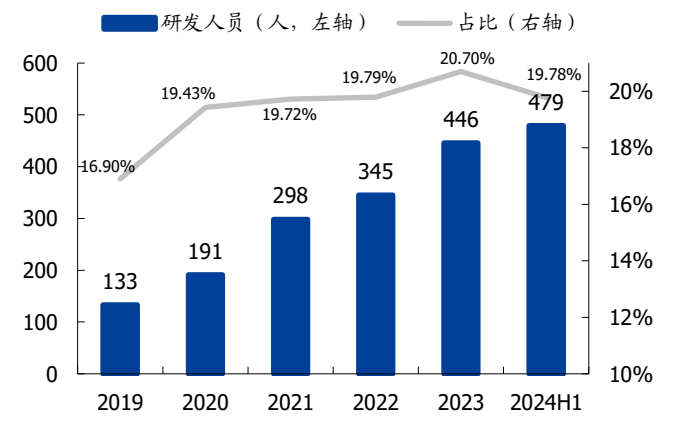
研发投入持续加大, 技术优势不断巩固。公司研发费用从 2017 年的 0.50 亿元增加至 2023 年的 2.38 亿元, CAGR 为 29.70%。由于收入增速高于研发费用增速, 研发费率保持下行趋势, 由 2017 年的 32.6% 降低至 2024H1 的 13.4%。截至 2024H1, 公司研发人员合计 479 人, 占比达到 19.78%, 形成了一支集合医学、工程学、金属处理、记忆合金应用、高分子加工和制造等多方面人才的研究开发队伍。持续稳定的研发投入为公司已有产品的技术革新和新产品的研发奠定了坚实基础。

图表16: 2017-2024H1 公司研发费用及研发费率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表17: 2019-2024H1 公司研发人员数量及占比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

紧跟临床需求, 在研项目加速获批。年初至今公司诸多项目进展顺利:

- **电生理:** 一次性使用心脏电生理标测导管取得注册证。在研项目脉冲消融导管、脉冲消融仪、高密度标测导管、压力射频仪、压力感应消融导管、磁电定位压力感知脉冲消融导管、磁定位压力感应射频消融导管、磁电定位环形标测导管、磁电定位可调弯标测电极导管等已进入注册审评阶段。
- **血管介入:** 胸主动脉覆膜支架系统、导丝、桡动脉止血器、造影导管、医用负压吸引器、冠脉血栓抽吸导管等获得注册证。在研项目腔静脉滤器、弹簧圈、弯形可视双向可调导引鞘管、外周高压球囊扩张导管、一次性使用介入手术套包、环柄注射器、压力延长管、连通板等产品进入注册发补阶段, 颈动脉支架、TIPS 覆膜支架、

腹主动脉支架进入临床试验阶段。

- 非血管介入：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评阶段。

图表18: 公司在研项目情况 (万元)

序号	项目名称	预计总投资规模	累计投入金额	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
1	磁电定位高密度标测导管	1800	2,813.44	注册审评阶段	获得注册证	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
2	环形脉冲消融导管	1500	2103.67	注册审评阶段	获得注册证	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
3	带压力感应的射频消融仪	900	1148.95	注册审评阶段	获得注册证	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	应用于射频消融, 治疗快速性心律失常
4	高压脉冲消融系统	3422	2906.89	注册审评阶段	获得注册证	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, 可为临床提供无缝顺滑的消融体验, 并具有灵活的升级能力	消融手术
5	HIERS 高集成度电生理记录系统	3800	4154.84	注册审评阶段	获得注册证	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
6	三维电生理标测系统 pro	5921	5599.82	注册审评阶段	获得注册证	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
7	压力感应消融导管	2995.36	3647.5	注册审评阶段	获得注册证	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
8	磁定位压力感应射频消融导管	2000	2882.64	注册审评阶段	获得注册证	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
9	磁电定位压力感知脉冲消融导管	1500	1735.67	注册审评阶段	获得注册证	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
10	腔静脉滤器	1350	1282.42	注册审评阶段	获得注册证	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
11	棘突球囊扩张导管	1000	839.61	注册审评阶段	获得注册证	结构、原理与在售产品类似, 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
12	磁电定位可调弯标测电极导管	1000	768.64	注册审评阶段	获得注册证	多种弯形选择, 满足不同临床需求, 其中独特的空间弯设计能轻松进入冠状窦; 磁电定位技术能准确提供导管头端位置信息	心脏电生理标测

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 电生理行业景气度高，公司产品布局完备

2.1 电生理市场快速成长，国产替代大有可为

2.1.1 电生理在快速心律治疗中优势显著，临床推荐级别不断提升

快速性心律失常属临床常见病症，室上性心动过速和心房颤动是常见的快速性心律失常疾病。心律失常是指心脏冲动的起源部位、心搏频率和节律以及冲动传导的任一环节发生的异常。心律失常的主要分类标准包括失常时心率（快速性、缓慢性）与起源位置（室上性、室性），快速性、缓慢性分别指心率大于100次/分和小于60次/分的情况，其中快速性心律失常中较常见的类型有室上性心动过速（室上速）和心房颤动（房颤）等。

图表19: 快速性心律失常疾病分类及特征

适应症	特征
室上性心动过速	异位激动形成的部位或折返环路在希氏束（心脏传导系统中的一员）分叉以上的快速性心律失常
早搏	异位起搏点发出的过早冲动引起的心脏搏动
窦性心动过速	窦性心律快于每分钟100次称为窦性心动过速
心房颤动	由心房主导折返环引起许多小折返环导致的房律紊乱
心房扑动	当心房异位起搏点频率达到250~350次/分钟且呈规则时引起的心房快而协调的收缩
室性心动过速	指发生在希氏束分叉以下束支、心肌传导纤维、心室肌的快速性心律失常

资料来源：微电生理招股书，国盛证券研究所

药物与外科手术治疗快速性心律失常存在一定缺陷，电生理手术优势显著。药物治疗是快速心律失常的常用治疗方法，但现有药物在临床应用中不良反应较多，治疗效果仍存在一定局限。外科手术则因创伤大、手术复杂且时间长、并发症发生率高、患者疼痛感明显等原因，在临床中的使用频率较低。心脏电生理手术于1987年被首次应用于快速心律失常患者治疗，经过三十余年的发展应用，其安全性和有效性已得到临床充分验证并实现大范围推广。心脏电生理手术具备创口小、手术并发症少、安全性高、治疗效果好、术后恢复期短等优势，有效解决了药物治疗效果有限和外科治疗手术风险高的问题，近年来在临床治疗指南中的推荐级别不断提升。

图表20: 快速心律失常主要治疗方式对比

治疗方式	药物治疗	导管消融治疗	电复律及电除颤	外科手术治疗
适应症	室性心律失常、室上速、房扑、房颤等	预激综合征、房室结折返型心动过速、房扑、房速、早搏、室速、房颤	多用于室颤、室性心动过速	房扑、房颤
创伤类型	无创	微创	无创	创伤大
治疗频次	长期	一次，可能多次	一次，可能多次	一次
局限性	无法治愈，会致心律失常作用，并出现药物无效情况	针对快速心律失常成功率高，可能出现复发	即时成功率高，复发率高	手术复杂，时间长，应用少

资料来源：锦江电子招股书，国盛证券研究所

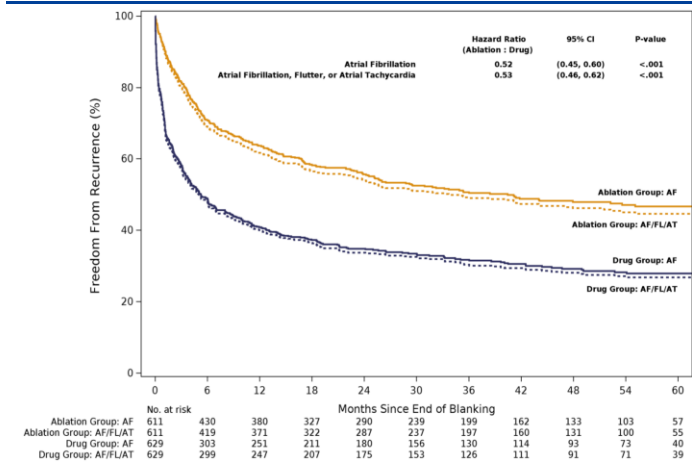
电生理手术在疗效与安全性方面优势明显。心脏电生理手术的有效性与安全性不断提升，临床应用效果明显优于药物治疗，能够有效改善患者的生活质量。

➢ 根据应用在房颤领域的电生理手术临床效果显示，通常患者在接受第一次心脏电生理手术3个月后，约有70%阵发性房颤和60%持续性房颤可痊愈；在接受第二次或第三次心脏电生理手术后的痊愈率可达80%-95%。对于有器质性心脏病，与药

物治疗、外科手术相比，心脏电生理手术可以明显降低房颤的复发率。

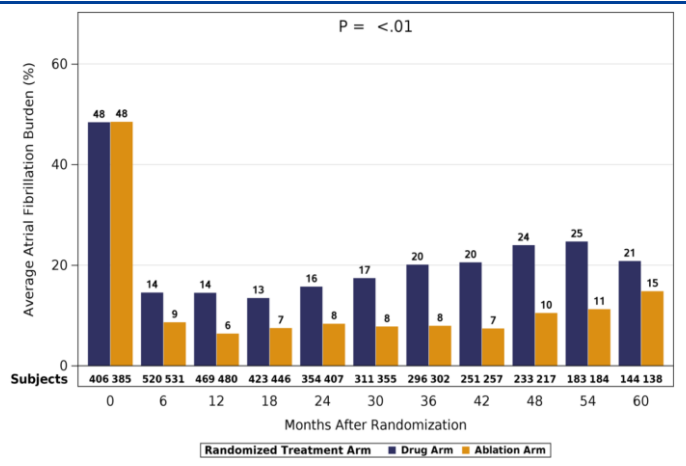
- **CABANA 试验**是一项探索导管消融和药物治疗房颤的研究，涉及 10 个国家的 126 个研究中心。研究结果显示，随访 5 年，导管消融组较药物治疗组症状性房颤复发率显著降低 51%，症状性和无症状性房颤总复发率显著降低 48%。同时，导管消融较药物治疗也显著降低了房颤负荷。

图表21: 5年随访显示导管消融显著降低房颤复发率



资料来源: PubMed, 国盛证券研究所

图表22: 导管消融显著降低房颤负担

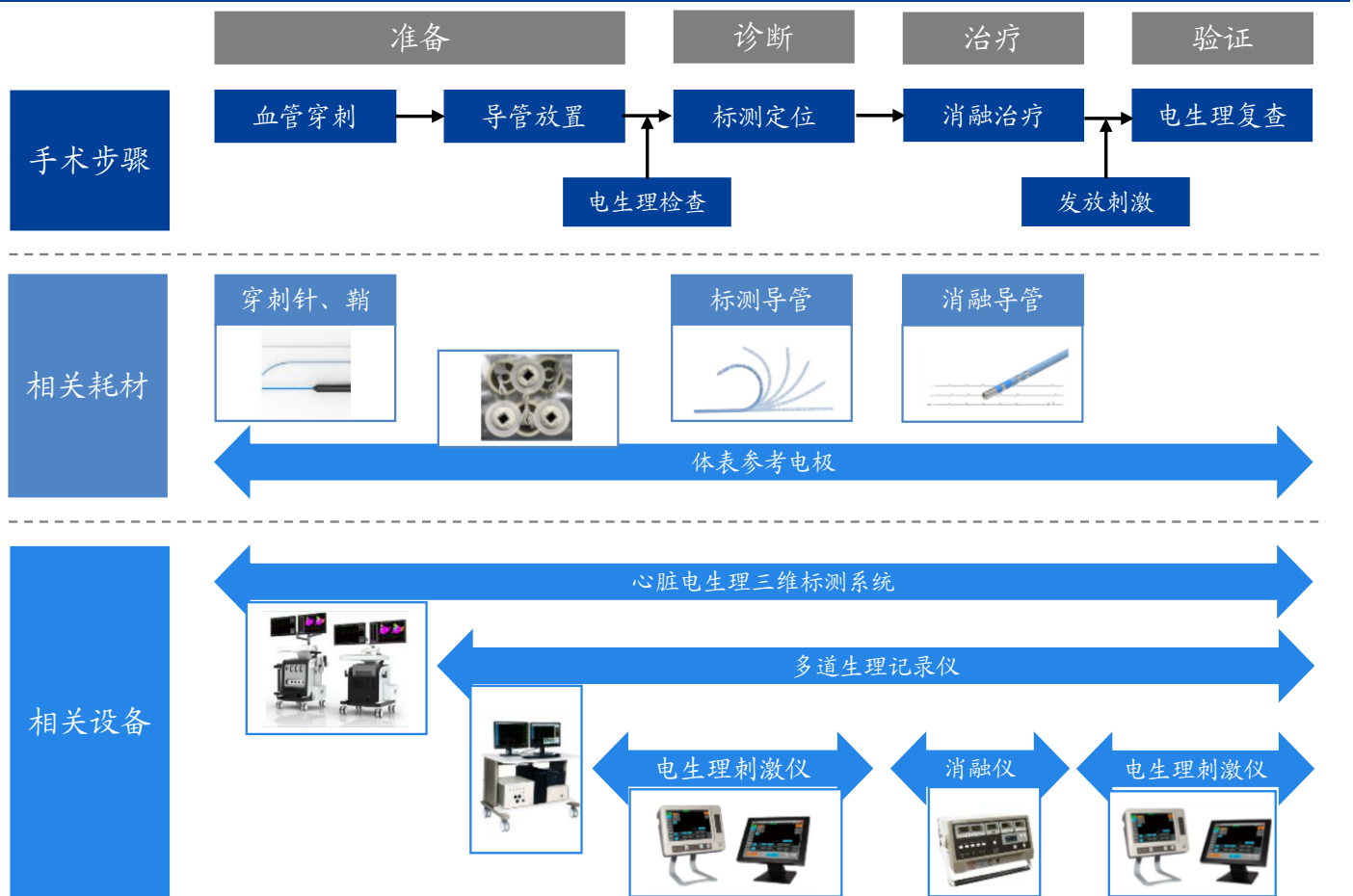


资料来源: PubMed, 国盛证券研究所

电生理手术主要环节为术前准备、标测诊断、消融治疗和验证。手术流程中用到的产品可分为设备与耗材两类，设备产品包含电生理标测系统、多道生理记录仪、电生理刺激仪、消融仪等；耗材产品包含标测导管、消融导管、体表参考电极、穿刺针（鞘）等。电生理手术流程如下：

- **术前准备**：主要包括血管穿刺和留置鞘管；
- **标测环节**：经由鞘管向患者心内介入标测导管，通过刺激仪发放刺激以激发心电信号进行电生理检查，进而依据心电信号变化情况诊断和识别导致心律失常的目标部位；
- **消融环节**：通过消融仪和消融导管释放能量使目标部位的心肌细胞毁损，达到阻断异常电位传导的目的，使心律恢复正常；
- **验证环节**：需要再次通过发放刺激进行心脏电生理检查以确认手术治疗的有效性。

图表23: 心脏电生理手术主要步骤及对应产品

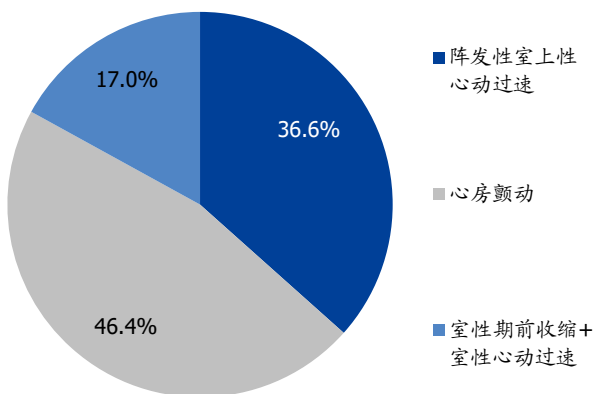


资料来源: 锦江电子招股书, 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

2.1.2 快速心律失常患者基数庞大, 电生理手术渗透率提升空间广阔

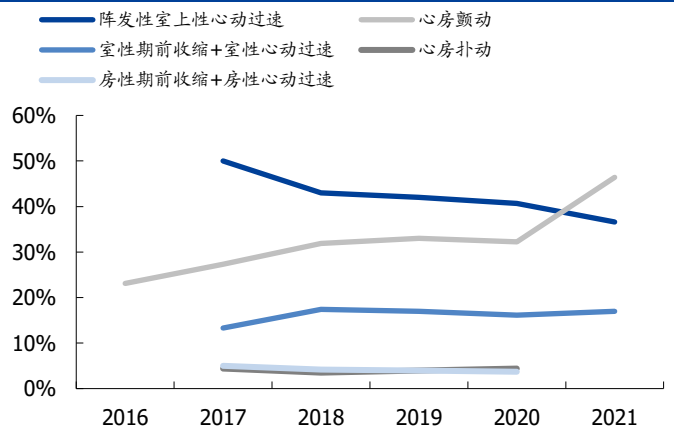
心脏电生理手术的主要适应症为房颤与室上心动过速。国家心律失常介入质控中心资料显示, 2021年房颤与室上性心动过速在导管消融术治疗中合计占比83%, 是导管消融术最主要的适应症。其中房颤在导管消融术中的占比持续提升, 从2016年的23.1%增至2021年的46.4%, 已成为最大的一项适应症。

图表24: 2021年中国射频消融病种分类



资料来源: 《中国心血管健康疾病与报告 2022》, 国盛证券研究所

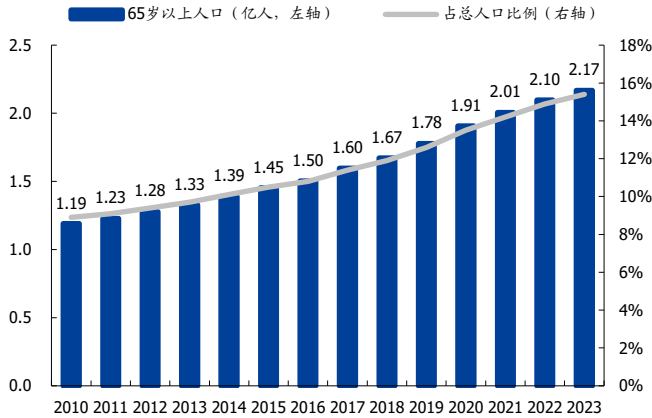
图表25: 2016-2021年中国射频消融术病种占比变化



资料来源: 《中国心血管健康疾病与报告》, 国盛证券研究所

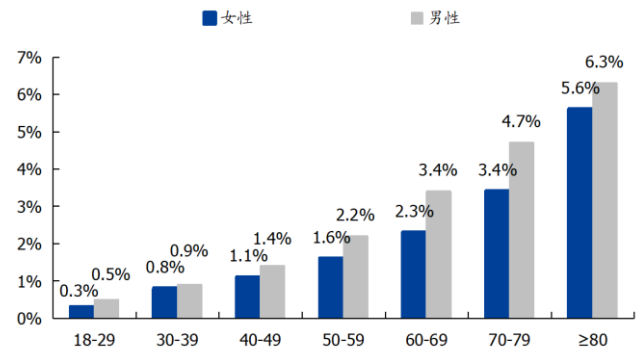
中国快速心律失常患者基数庞大，老龄化背景下患者数持续增加。快速心律失常的患病率随着年龄的增加而显著升高，以房颤为例，18-29岁男性、女性房颤患病率为0.5%、0.3%，而60-69岁时患病率则升至3.4%、2.3%，人口老龄化背景下中国快速心律失常患者数预计将持续提升。心律失常是心血管疾病的常见病症，根据弗若斯特沙利文分析，心律失常患者数约3000万，房颤与室上速的患病率分别为0.77%和0.23%。锦江电子招股书数据显示，2021年，中国房颤患者人数达到2025万人，室上速患者人数达到333.57万人。

图表26: 2010-2023年中国65岁以上人口及占比



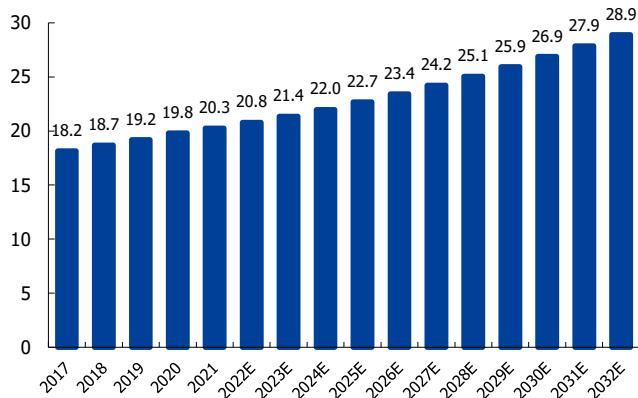
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表27: 房颤患病率随年龄增加显著提升



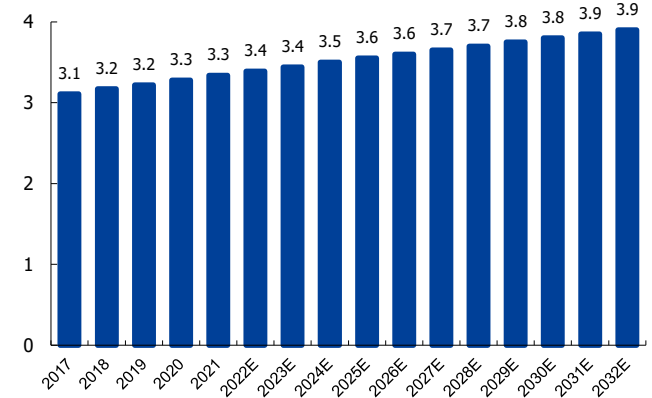
资料来源: 《Prevalence and risk of atrial fibrillation in China: Anational cross-sectional epidemiological study》(Shaobo Shi), 国盛证券研究所

图表28: 2017-2032E中国心房颤动患病人数 (百万人)



资料来源: 锦江电子招股书, 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

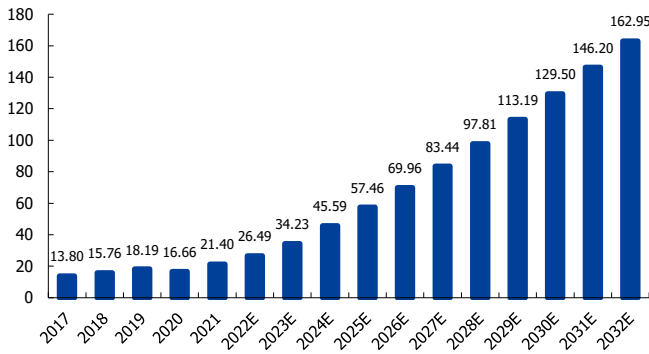
图表29: 2017-2032E中国室上性心动过速患病人数 (百万人)



资料来源: 锦江电子招股书, 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

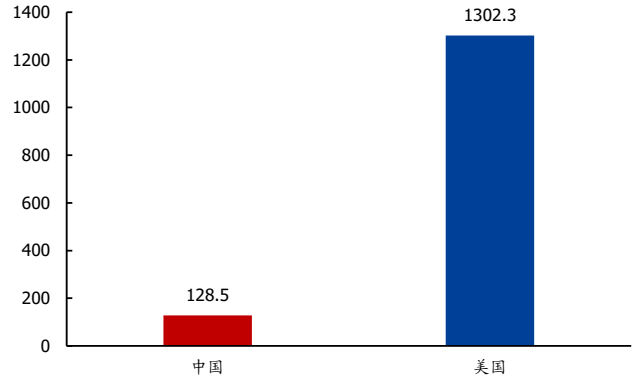
中国心脏电生理手术量持续增长，但对标美国，渗透率仍有较大提升空间。随着电生理手术治疗的优点逐渐得到临床验证，中国快速性心律失常患者中电生理治疗手术量持续增长，从2017年的13.80万例增长到2021年的21.40万例；预计到2025年，心脏电生理手术量将达到57.46万例，2021-2025E的复合年增长率为28.00%。当前受限于快速性心律失常疾病早筛尚未推广、电生理手术难度较高等因素，中国心脏电生理手术治疗渗透率较低。2019年，中国心脏电生理手术治疗量约128.5台/百万人，而美国则达到1302.3台/百万人，中国心脏电生理手术渗透率仍有较大提升空间。

图表30: 2017-2032E 中国心脏电生理手术量 (万例)



资料来源: 锦江电子招股书, 国盛证券研究所

图表31: 2019年中美心脏电生理手术渗透率对比, 台/百万人

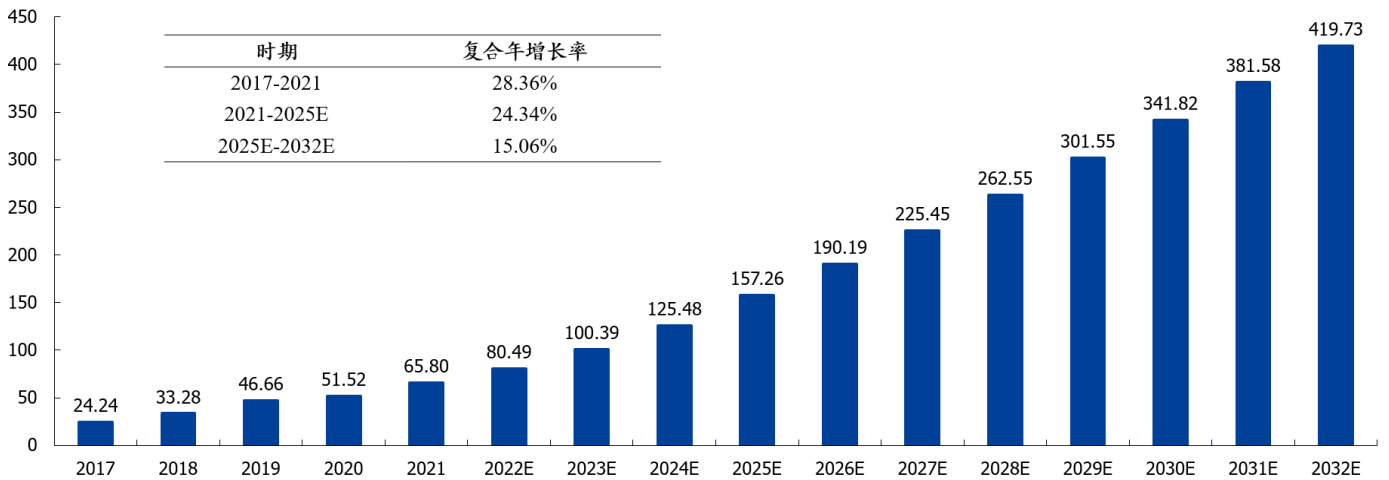


资料来源: 微电生理招股书, 国盛证券研究所

2.1.3 电生理器械行业高速增长, 借势集采国产替代乘风而上

电生理手术量快速增长+国产企业技术应用持续突破, 推动中国电生理器械市场高速增长。根据锦江电子招股书, 国内心脏电生理器械市场规模由2017年的24.24亿元增长至2021年的65.80亿元, 年复合增长率为28.36%。中国拥有庞大的快速性心律失常患者基数, 随着电生理手术治疗的逐步渗透, 预计到2025年, 电生理器械市场规模将达到157.26亿元, 2021-2025年复合年增长率预计为24.34%。

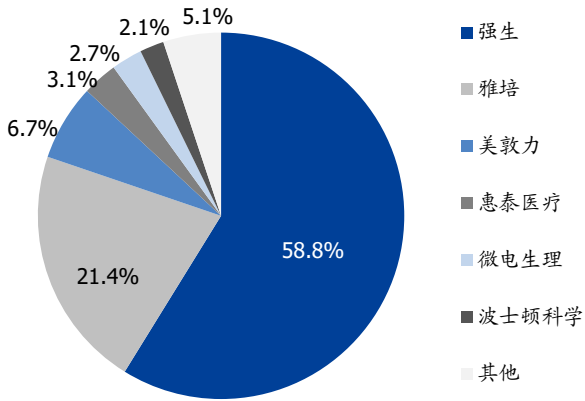
图表32: 2017-2032E 中国心脏电生理器械市场规模 (亿元)



资料来源: 锦江电子招股书, 国盛证券研究所

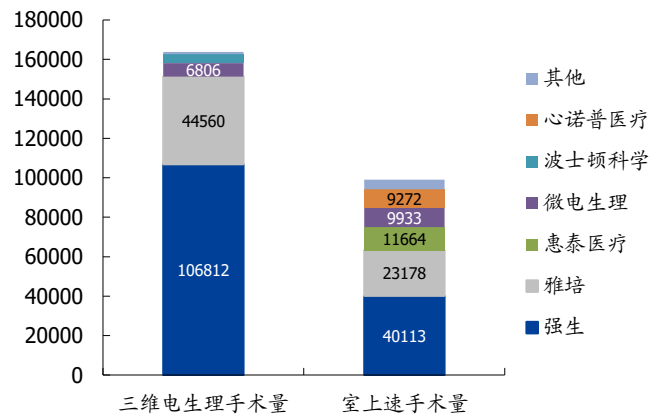
进口品牌占主导市场, 国产替代大有可为。中国电生理市场由进口品牌占主导, 2020年国产电生理厂商的份额仅为9.6%, 强生、雅培、美敦力三大进口品牌所占份额为86.9%, 国产品牌惠泰医疗、微电生理以3.1%、2.7%的份额位居其后。分术式来看, 2020年中国心脏电生理室上速手术量达9.91万台, 惠泰医疗、微电生理、心诺普三家国产厂商占比约为31.16%。而在三维电生理领域, 国际巨头入场时间早, 具备一定的市场垄断地位, 积累了大量的临床数据并能够覆盖各种快速性心律失常病症, 在核心性能及核心算法层面具备先发优势。2020年中国三维电生理手术共16.38万台, 国产厂商中仅微电生理份额较高, 占有4%的市场份额, 三维电生理领域存在巨大国产替代空间。

图表33: 2020年国内电生理医疗器械市场竞争格局



资料来源: 微电生理招股书, 国盛证券研究所

图表34: 2020年中国心脏电生理器械市场手术量分布(台)



资料来源: 微电生理招股书, 国盛证券研究所

2.2 电生理产品线布局齐全, 性能比肩进口品牌

电生理产品线完善, 多项产品具备“国产首个”地位。公司电生理产品线涵盖设备与耗材, 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通路类产品。公司自 2004 年开始积累电生理耗材生产能力, 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对应类别国内首家获得注册证的国产产品, 并于 2021 年上市了全球第一款创新结合多道仪、刺激仪和磁电融合技术的三维电生理标测仪器。先发优势助力公司成为电生理领域的国产龙头企业。

图表35: 公司电生理产品汇总

产品类别	主要用途	适用手术类型	适应症	产品举例	其他国产厂家	进口厂家
导管类产品	与多道电生理记录仪配合使用，记录心脏内电生理信号，用于对心律不齐进行评价	心脏电生理	满足不同临床需求	Triguy™ 固定弯标测电极导管	微电生理，维心医疗，善仁医疗	美敦力，波士顿科学，圣犹达医疗，雅培
			冠状窦适用于左侧 WPW	Triguy 4-3—3F™ 固定弯标测电极导管		
			房颤	Triguy™ 可控环状肺静脉标测电极导管		
			WPW 综合征	Triguy™ 可控二十极标测电极导管		
		冠状窦	SinusFliex™ 可控十极标测电极导管			
		起搏		临时起搏电极导管	/	巴德股份，圣犹达医疗
二维消融导管	在医疗机构中使用，适用于心脏电生理标测，刺激和记录；当与射频仪配合使用时，可用于开展心内消融术，用于治疗心动过速	心脏射频消融手术	心动过速治疗	Triguy™ 可控射频消融电极导管 Triguy™ 冷盐水灌注射频消融导管	微电生理，维心医疗，乐普医疗	爱尔湾生物，科脉医疗，雅培，美敦力
三维消融导管	配合 HT Viewer® 三维标测系统以及射频消融仪使用，可实现射频消融手术的实时空间定位以及标测及消融治疗功能。	三维心脏射频消融手术	心动过速治疗	Triguy™ 磁定位冷盐水射频消融导管	微电生理、锦江电子	波士顿科学，伯恩森斯韦伯斯特
标测类设备	临床用于心脏内科、电生理室心内电生理检查及心脏介入治疗中的心电信息监测和压力参数的监测		/	TOP-2001D+/F+™ 多道电生理系统	共同医疗	波士顿科学
消融类设备	与体表电极和兼容的导管配合使用，用于心脏电生理检查和手术过程中采集和记录心脏电信号，以及对心腔结构进行三维构建并显示导管位置。当与特定导管配用时，还可计算并显示导管与心脏接触部分压力	心脏射频消融手术	/	HT Viewer® 三维心脏电生理标测系统	锦江电子，微电生理	波士顿科学，Philips Medical
其他产品	适用于经股静脉入路、从右心房行房间隔穿刺至左心房并建立二者间的通路，并辅助输送诊断/治疗器械进入心腔内或建立有助于血管内器械的经皮进入通路	心脏射频消融手术	/	Braidin Cross™ 房间隔穿刺系统	德普医疗，普实医疗	/
			/	墨工™ 可调弯输送鞘	先健科技，乐普医疗，捷心医疗	/

资料来源：公司官网，惠泰医疗招股说明书，微电生理招股说明书，NMPA，国盛证券研究所

HTViewer 为全球首台“三机一体”三维标测系统。三维心脏电生理标测系统是快速性心律失常治疗领域的革命性技术之一，代表心脏电生理医疗器械最高技术水平。是集硬件电路、软件系统、核心算法于一体的复杂系统，研发周期长，技术壁垒高。公司于2021年上市了全球第一款结合多道仪、刺激仪和磁电融合三维电生理标测功能的 HT-Viewer 电生理标测系统。其创新式地整合医院需要购置的三台独立设备于一体，贴合实际临床使用需求，提高手术效率，打破进口垄断。

图表36: 主流三维心脏电生理标测系统对比

项目	HT Viewer	CARTO3	EnSite PRECISION	RHYTHMIA	LEAD-Mapping	Columbus
生产厂家	惠泰医疗	强生	雅培	波士顿科学	锦江电子	微电生理
导航系统技术	电阻抗定位+磁定位	电阻抗定位+磁定位	电阻抗定位+磁定位	电阻抗定位+磁定位	电阻抗定位+磁定位	电阻抗定位+磁定位
平均定位精度误差	<1mm	<1mm	<1mm	<=1mm	<1mm	<1mm
能否快速标测	可以	可以	可以	可以	可以	可以
是否内置完整多道生理记录仪功能	未明确	未明确	未明确	未明确	是	未明确
是否具有创血压记录功能	未明确	未明确	未明确	未明确	是	未明确
是否内置刺激仪功能	是	未明确	未明确	未明确	是	未明确
开源与否	基本闭源	基本闭源	基本开源	半开源	基本开源	基本闭源
独特设计	具有三机一体的高度集成特性, 创新将三维标测系统、多道记录仪、刺激仪集成为一体化平台	FAM 模块实现快速标测; CONFIDENSE 模块实现高密度标测; 具备 AI 模块, 用于提示消融效果	心腔内非接触标测; 支持各类导管的显示、建模、标测; 具备 FTI 模块, 能够体现压力值与时间积分	具有第一套用于自动标测分析的工具体套, 可实现快速和高可信度的标测图	高度集成、功能全面, 基于对导管运动轨迹的高精度定位, 能基于患者心电数据自动分析, 标识发病可能性较高部位	独特的导管全弯段弯形显示; RTM 模块实现快速标测; 多道记录模块集成; 一键 CT/MRI 图像分割及大范围智能配准
是否能够与 PFA 消融仪与消融导管互联	是	是	未明确	未明确	是	是
是否具备 CT 和 MRI 影像导入功能	是	是	是	未明确	是	是
呼吸补偿	呼吸补偿/门控	呼吸补偿/门控	呼吸补偿	呼吸补偿	呼吸补偿/门控	呼吸补偿/门控

资料来源: 微电生理招股书, 锦江电子招股书, 国盛证券研究所

电生理耗材性能媲美进口品牌。公司是中国第一家获得电生理电极导管、可控射频消融电极导管市场准入并进入临床应用的生产厂家, 打破了国外产品在该领域的垄断。公司电生理耗材产品在技术应用、生产工艺、操控性等方面与竞品不存在明显差异, 包含多种不同尺寸的管径、极数、弯形、有效长度等设计, 并对不同设计进行组合, 确保导管在心脏内的可及性, 以充分满足各类临床需求。

图表37: 公司电生理耗材类产品与竞争对手产品对比情况 (部分)

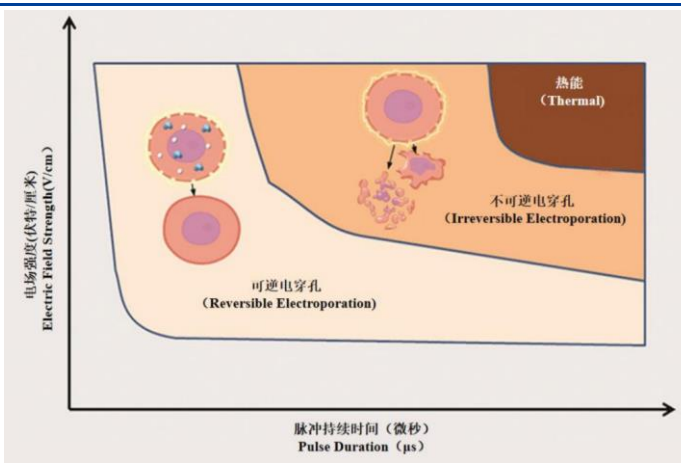
电生理产品	公司名称	商品名	管径	电极数	有效长度 (cm)	弯形种类	弯形	管身加工
电生理电极导管	惠泰	Triguy	3.3F、4F、5F、6F、7F	2、4、6、8、10、20	65、75、85、100、110、120	可调弯、固定弯	S、MPA、MPB、RVA、RVB、HIS、CS、O、MPD-CS、MPD-A、MPD-B、MPD-C、MPD-D、MPD-E、MPD-F、MPD-DL、MPD-S、MPD-SL、MPD-G、MPD-PV、MPD-H、MPD-L	挤塑、编织
	强生	WEBSTER、LASSO	4F、5F、6F、7F	2、4、6、8、10、20	60、65、80、92、105、110、115	可调弯、固定弯	A、D、E、F、G、K、L、P、270、DF、FJ	挤塑、编织
	雅培	Inquiry、Daig	4F、5F、6F、7F	2、4、5、6、8、10、20等	60、65、95、110、115、120	可调弯、固定弯	J、C、D、SC、CRD、JSN、JSN-1、DAO、DAO-1、CRD-1、CRD-2、CSL、S-Sweep、M-Sweep、L-Sweep、EL-Sweep/CSL、SL-Curl、M-Curl、SL-Curl、M、L、XL等	挤塑、编织
	微创	EasyFinder、EasyLoop	5F、6F	2、4、5、6、8、10等	60、92、115	可调弯、固定弯	A、C、D、F、J、P	挤塑、编织
产品类型	公司名称	商品名	弯型	是否盐水灌注	是否磁电定位	生产工艺		
磁定位冷盐水灌注射频消融导管	惠泰	磁定位冷盐水灌注射频消融电极导管	A/B/C/D/DL/E/F	是	是	挤出、熔融焊接、压握、激光焊接/锡焊		
	强生	NAVISTAR THERMOCOOL	B/C/D/F/J	是	是	挤出、胶粘、拉伸、电阻焊接/激光焊接/锡焊		
	雅培	FlexAbility	D/F/J/DD/DF/FF/FJ/JJ	是	是	挤出、熔融焊接、拉伸、压握/激光焊接		
	微创	FireMagic Cool 3D	B/D/F/J	是	是	挤出、熔融焊接、拉伸、电阻焊接/激光焊接/锡焊		
	波士顿科学	IntellaNav MiFi OpenIrrigated	标准弯、大弯、不对称弯	是	是	挤出、熔融焊接、拉伸、压握/激光焊接/锡焊		
产品名称	公司名称	产品型号	国内销售	规格	长度 (cm) / 弯形	主要成型方式	材料	适用部位
房间隔穿刺系统	惠泰	/	是	18G、19G、6F、7F、8F、8.5F、10F、12F	56、71、89、45、60、62、80	注塑、制管	不锈钢、高密度聚乙烯、聚四氟乙烯、Pebax等	股静脉至心脏
	雅培	BRK、Fast-Cath	是	18G、19G、6F、7F、8F、8.5F、10F、12F	56、71、89、60、61、62、63、81	/	不锈钢、聚亚胺酯、高密度聚乙烯、聚丙烯等	股静脉至心脏
	心诺普	AKS	是	18G	56、71、89、98	/	不锈钢	股静脉至心脏

资料来源: 惠泰医疗招股书, 微电生理招股书, 国盛证券研究所

2.3 脉冲消融前景广阔，公司产品处于注册审评阶段

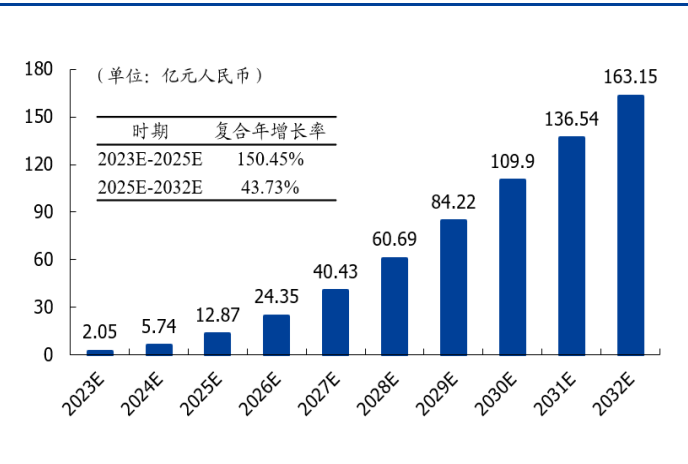
脉冲消融具备更好的安全性与有效性，有更广泛的临床应用场景。射频消融和冷冻消融的消融能量不具备组织选择性，易造成血栓、肺静脉狭窄、食管和膈神经损伤等潜在并发症。脉冲消融（PFA）通过一系列微秒瞬时发放的持续性高振幅电脉冲，在心肌细胞膜上形成不可逆电穿孔，达到非热消融的效果，具备更好的安全性。脉冲消融几乎不产生热能，能在保障安全性的同时对单一目标组织进行多次消融，提升了治疗的有效性。脉冲消融可用于房颤、室上速、室速、房扑等几乎所有种类的快速心律失常的治疗，具备广泛的临床应用场景。根据弗若斯特沙利文数据，2025年中国房颤脉冲电场消融医疗器械市场规模将达到12.87亿元，预计到2032年将达到163.15亿元，2025-2032年复合增速为43.73%。中国房颤脉冲电场消融器械占心脏电生理器械的比重也将不断提升，预计将由2025年的8.18%提升至2032年的38.87%。

图表38: PFA应用于心脏电生理手术的原理



资料来源：锦江电子招股书，国盛证券研究所

图表39: 2023E-2032E 中国房颤脉冲电场消融器械市场规模



资料来源：锦江电子招股书，国盛证券研究所

2023年12月国内首款PFA产品上市，拉开国内PFA商业化帷幕，公司PFA产品已进入注册审评阶段。国际市场上，布局脉冲消融的企业主要有波士顿科学、强生、美敦力等。我国脉冲消融市场尚处于起步阶段，多家国产厂商脉冲消融产品处于临床试验阶段。2023年12月，锦江电子LEAD-PFA®心脏脉冲电场消融仪、PulsedFA®一次性使用心脏脉冲电场消融导管获批上市，成为国内首个上市的脉冲消融产品。截至2024年9月，共有锦江电子、德诺电生理、波士顿科学、美敦力共4家公司的4款PFA产品获得NMPA批准，PFA市场前景可期。2023年公司完成了PFA系统注册试验的临床入组，该产品是市场上首款在三维平台下应用压力感应技术的脉冲消融导管，于2023年进入创新医疗器械绿色通道。目前公司PFA产品已进入注册审评阶段，获批在即，放量可期。

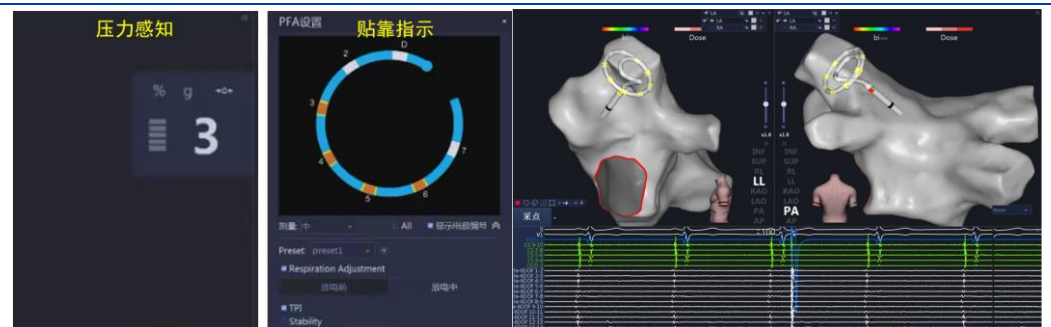
图表40: 中国 PFA 厂家进展情况

公司	产品名称	产品内容	产品注册进度
锦江电子	LEAD-PFA®心脏脉冲电场消融仪及 PulsedFA®一次性使用心脏脉冲电场消融导管	消融仪+导管	2023 年 12 月获 NMPA 批准上市
	PulsedFA®一次性使用心脏压力脉冲电场射频消融导管	导管	临床试验中
德诺电生理	CardioPulse™脉冲消融系统	消融仪+导管	2024 年 3 月获 NMPA 批准上市
波士顿科学	FARAPULSE	消融仪+导管	2024 年 7 月获 NMPA 批准上市
美敦力	Pulse Select	消融仪+导管	2024 年 9 月获批上市
AFFERA (美敦力子公司)	Sphere 系列	消融仪+导管	2023 年 3 月获批 CE 认证, 进入 NMPA 创新医疗器械特别审查程序
Biosense Webster (强生子公司)	VARIPULSE 消融导管和 TRUPULSE 发生器	消融仪+导管	美国和中国临床试验中
玄宇医疗	多通道脉冲电场消融仪	消融仪	中国临床试验中
洲砥医疗	LomaPulse®脉冲电场消融产品	未明确	中国临床试验中
惠泰医疗	高压脉冲消融系统、压力感知 PFA 导管	消融仪+导管	注册审评阶段
艾科脉医疗	脉冲电场消融系统	消融仪+导管	2024 年 2 月进入创新通道
商阳医疗 (微电生理子公司)	脉冲电场消融产品 (未公开具体名称)	消融仪+导管	临床随访收尾阶段
捍宇医疗	脉冲电场消融设备	消融仪+导管	临床前研究
迈微医疗	纳秒脉冲电场房颤消融系统	/	2023 年 9 月完成临床入组
远山医疗	脉冲场治疗仪	/	2022 年 11 月完成临床入组

资料来源: 各公司公告, 各公司公众号, NMPA, MedTrend 医趋势, 国盛证券研究所

公司 PFA 产品集三大特色功能于一体, 具备良好的安全性与有效性。公司 PFA 创新产品是全球首款融合“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, 具有独特技术优势。压力感知/贴靠指示功能可为电极-组织的耦合状态提供有效直观参考, 该产品还实现基于贴靠的选择性放电功能, 进一步确保消融有效性, 降低复发风险, 为治疗安全性及有效性提供保障。临床试验平均术中治疗时间约 50 分钟, 且实现了 100%术中即刻肺静脉隔离。目前已完成的手术随访结果良好, 未发生与器械相关的严重不良事件。

图表41: 公司心脏 PFA 系统工作示意图



资料来源: 惠泰医疗官方公众号, 国盛证券研究所

2.4 电生理集采温和落地，国产替代有望加速

福建电生理集采规则温和，利于国产厂商以价换量。福建电生理集采所涉及的医用耗材产品 2022 年采购总金额达 70 亿元，占全国市场总量的三分之二以上。共 16 家企业中选，中选产品平均价格降幅 49.35%。2022 年 10 月 14 日，电生理类医用耗材 27 省（除北京、上海、天津、四川、湖北）联盟细则公布，品种上，覆盖 11 个产品类别，采购模式分为组套采购模式、单件采购模式、配套采购模式 3 种，不同采购模式对应不同申报价。采购周期为 2 年，2023 年 4 月起执行。福建电生理集采引入了保底中标规则，组套采购模式，中选降价只要在最高有效报价的基础上降价 30% 以上即可中选；单件采购模式，中选降价只要在最高有效报价的基础上降价 50% 以上即可中标。限价较高，整体方案力度相对温和。

图表42: 福建电生理集采规则

组套采购模式				
组别	分组	组件名称	组件最高有效申报价(元)	分组最高有效申报价(元)
分组1	磁定位异/星形诊断导管+磁定位压力感应治疗导管	磁定位异/星形诊断导管	25000	53000
		磁定位压力感应治疗导管	28000	
分组2	磁定位环形诊断导管+磁定位压力感应治疗导管	磁定位环形诊断导管	18000	46000
		磁定位压力感应治疗导管	28000	
分组3	电定位环形诊断导管+电定位压力感应治疗导管(允许同企业的磁定位产品参与本分组的申报)	电定位环形诊断导管	11000	39000
		电定位压力感应治疗导管	28000	
分组4	冷冻环形诊断导管+冷冻治疗导管	冷冻环形诊断导管	23000	51000
		冷冻治疗导管	28000	
单件采购模式				
序号	品类名称	竞价单元		最高有效申报价(元)
1	房间隔穿刺针	\		3400
2	电生理导管鞘(房间隔穿刺鞘)	固定弯		1600
		可调弯		9500
3	线形诊断导管	2极标测	固定弯	1100
		4极标测(含5-9极)	固定弯	2400
			可调弯	4200
		10极标测(含10-19极)	固定弯	3500
可调弯	5300			
4	环形诊断导管(不符合参与组套采购模式的产品,可参与本组申报)	电定位		8300
		磁定位		8300
5	非压力感应治疗导管	电定位	非冷盐水	9000
			冷盐水	18000
		磁定位	非冷盐水	15000
			冷盐水	20000
6	磁定位异/星形诊断导管(不符合参与组套采购模式的产品,可参与本组申报)	\		25000
配套采购模式				
序号	品类名称			最高有效申报价(元)
1	冷冻环形诊断导管(不符合参与组套采购模式的产品)			23000
2	冷冻导管鞘			8000
3	心内超声导管			19000
4	体表定位参考电极			8000
5	灌注管路			800

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文件, 国盛证券研究所

公司电生理产品全线中标福建集采, 加速提升产品覆盖与入院进程。福建电生理集采中, 公司产品全线中标, 固定弯二极、可调弯四极、可调弯十级和环肺电极在所在竞价单元需求量名列前茅; 三维磁盐水消融导管预报量在该竞价单元全部品牌中取得较好成绩, 通过报量在全国头部大中心的准入渗透率从27%提升至70%。

图表43: 福建集采中公司产品中选结果

序号	参与模式	竞价单元	中标公司
1		非压力感应治疗导管-磁定位-冷盐水	
2		非压力感应治疗导管-电定位-非冷盐水	
3		非压力感应治疗导管-电定位-冷盐水	
4		线形标测诊断导管-4极标测(含5-9极)-固定弯	深圳惠泰医疗器械股份有限公司
5		线形标测诊断导管-4极标测(含5-9极)-可调弯	
6	单件采购模式	线形标测诊断导管-2极标测-固定弯	
7		线形标测诊断导管-10极标测(含10-19极)-固定弯	
8		线形标测诊断导管-10极标测(含10-19极)-可调弯	
9		环形标测诊断导管-电定位	
10		电生理导管鞘(房间隔穿刺鞘)-固定弯	湖南埃普特医疗器械有限公司
11		电生理导管鞘(房间隔穿刺鞘)-可调弯	
12		房间隔穿刺针	
13	配套采购模式	体表定位参考电极	上海宏桐实业有限公司

资料来源: 福建省药械联合采购中心, 国盛证券研究所

北京电生理集采分组细化、定价客观。2023年6月,北京市医保局公布《北京市医疗机构DRG付费和带量采购联动管理方案(第2号)》,采购周期为1年,谈判分组细化至44项。拟中选规则上,报价降幅达到入门降幅但小于达标降幅,获得自身采购需求量的60%,报价降幅达到达标降幅及以上获得自身采购需求量的90%。与福建联盟电生理集采相比,不同细分产品得到更客观的定价,利于国产企业充分参与竞争,加速国产替代进程。

图表44: 北京电生理集采公司中标产品一览

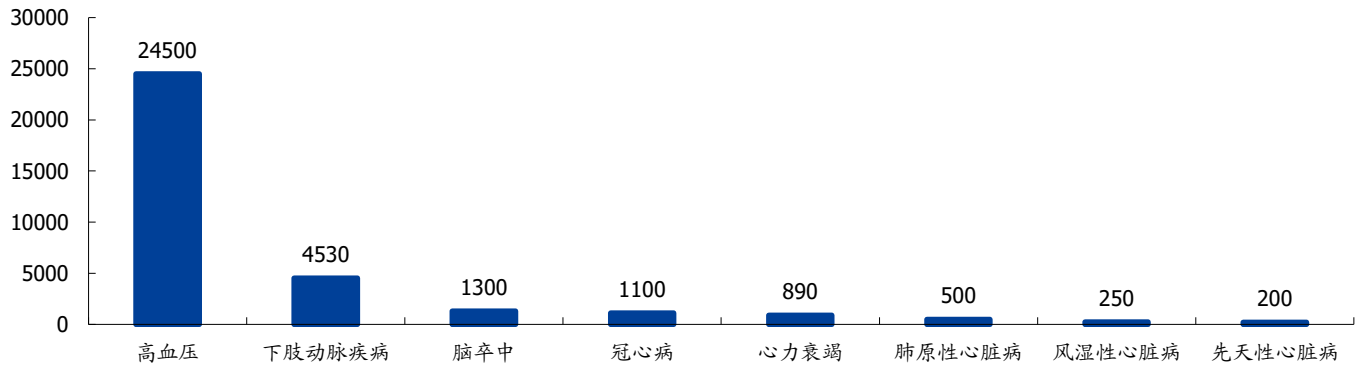
谈判分组	产品名称	企业名称	价格(元)
电定位环形诊断导管-固定直径	电生理电极导管	深圳惠泰医疗器械股份有限公司	5300
电生理导管鞘(房间隔穿刺鞘)-固定弯	房间隔穿刺系统-穿刺鞘	湖南埃普特医疗器械有限公司	690
电生理导管鞘(房间隔穿刺鞘)-固定弯	房间隔穿刺系统	湖南埃普特医疗器械有限公司	1040
电生理导管鞘(房间隔穿刺鞘)-可调弯	可调弯输送鞘	湖南埃普特医疗器械有限公司	5050
房间隔穿刺针	房间隔穿刺系统-穿刺针	湖南埃普特医疗器械有限公司	1550
房间隔穿刺针	房间隔穿刺系统	湖南埃普特医疗器械有限公司	2140
非压力感应治疗导管-磁定位-冷盐水-12孔 (不含12孔)以下-单弯	磁定位冷盐水灌注射频消融电极导管	深圳惠泰医疗器械股份有限公司	12600
非压力感应治疗导管-磁定位-冷盐水-12孔 (不含12孔)以下-双弯	磁定位冷盐水灌注射频消融电极导管	深圳惠泰医疗器械股份有限公司	18800
非压力感应治疗导管-电定位-非冷盐水-单弯	可控射频消融电极导管-单弯	深圳惠泰医疗器械股份有限公司	5500
非压力感应治疗导管-电定位-非冷盐水-双弯	可控射频消融电极导管-双弯	深圳惠泰医疗器械股份有限公司	9000
非压力感应治疗导管-电定位-冷盐水-直流 灌注管路	冷盐水灌注射频消融导管 灌注管路	深圳惠泰医疗器械股份有限公司 湖南埃普特医疗器械有限公司	9700 500
三维标测导航体表电极片-磁电定位	三维心脏电生理标测系统-体表电极片	上海宏桐实业有限公司	5460
线形标测诊断导管-10极及以上标测-固定弯	电生理电极导管	深圳惠泰医疗器械股份有限公司	2200
线形标测诊断导管-10极及以上标测-可调弯- 电定位	电生理电极导管	深圳惠泰医疗器械股份有限公司	2580
线形标测诊断导管-10极及以上标测-可调弯- 电定位	一次性使用可调弯标测导管	深圳惠泰医疗器械股份有限公司	3150
线形标测诊断导管-2极标测-固定弯	电生理电极导管	深圳惠泰医疗器械股份有限公司	595
线形标测诊断导管-4-10极(不含10极)标 测-固定弯	电生理电极导管	深圳惠泰医疗器械股份有限公司	1230
线形标测诊断导管-4-10极(不含10极)标 测-可调弯	电生理电极导管	深圳惠泰医疗器械股份有限公司	2040

资料来源: 北京市医保局官网, 国盛证券研究所

3. 血管介入子领域纷呈，公司产品矩阵平台化逐步完善

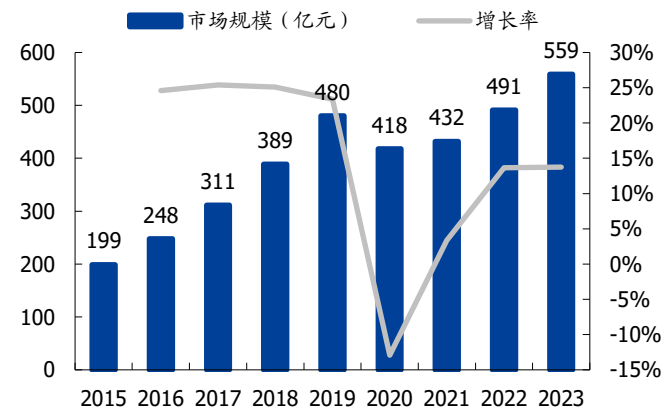
心脑血管患者基数庞大，血管介入市场前景可期。人口老龄化趋势下，中国心脑血管疾病患病率持续上升，总患者数量超 3.3 亿人。我国血管介入器械市场快速成长，2015-2023 年市场规模由 199 亿元提升至 559 亿元，CAGR 达到 13.77%。血管介入器械主要包括心血管介入、外周血管介入和脑血管介入，2023 年三者的市场规模分别达到 243/186/130 亿元。

图表45: 心脑血管疾病患者数情况 (万人)



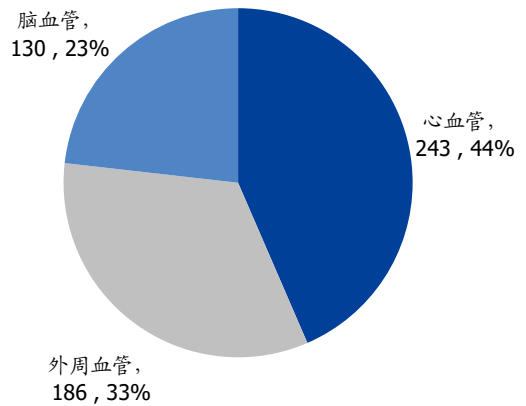
资料来源:《中国医疗器械蓝皮书(2024版)》, 国盛证券研究所

图表46: 2015-2023年中国血管介入器械市场规模



资料来源:《中国医疗器械蓝皮书》, 国盛证券研究所

图表47: 2023年血管介入细分市场规 模及占比 (亿元)



资料来源:《中国医疗器械蓝皮书(2024版)》, 国盛证券研究所

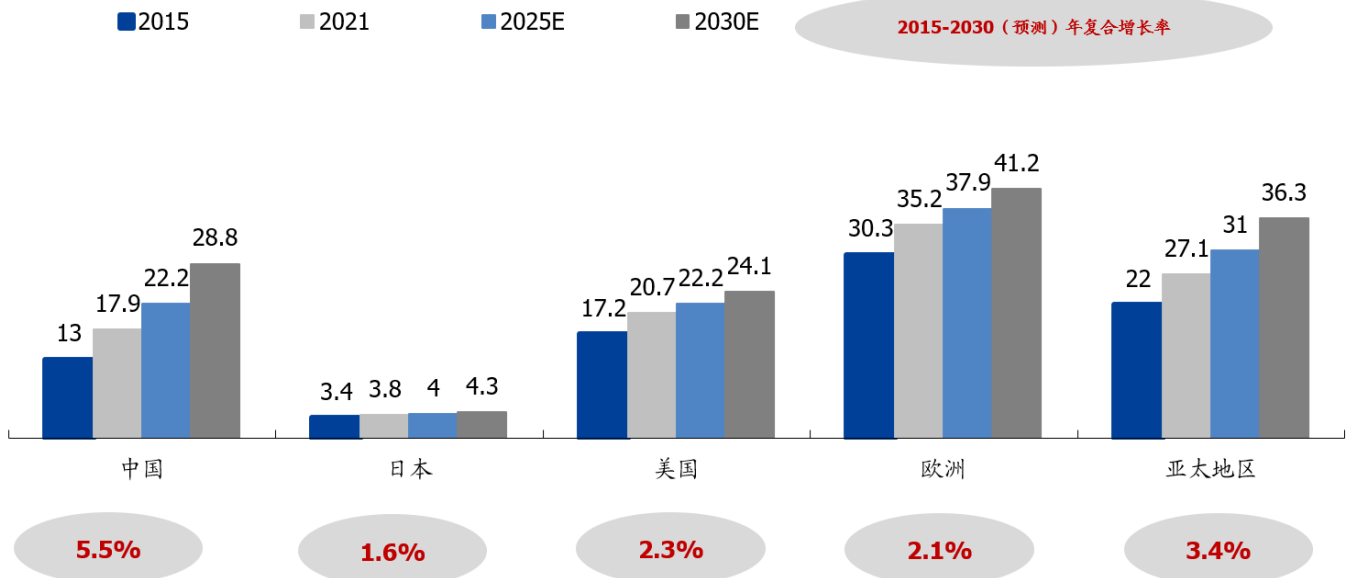
3.1 冠脉通路需求持续释放，国产替代空间广阔

3.1.1 冠状动脉疾病患病人数持续上升，PCI 手术治疗优势突出

冠脉疾病为最常见心脏病类型，PCI 为首选治疗方法。冠状动脉疾病是最常见的心脏病类型，指给心脏供血的血管（冠状动脉）因某些原因发生了狭窄或堵塞，导致心脏血流供应不上，进而造成心肌缺血、缺氧或坏死，出现心绞痛、心肌梗死等情况。全球冠状动脉疾病患者数持续上升，中国患者数已由 2015 年的 1300 万人增至 2021 年的 1790 万人，预计 2030 年将增至 2880 万人。治疗冠状动脉疾病的主要方法有三种，即：

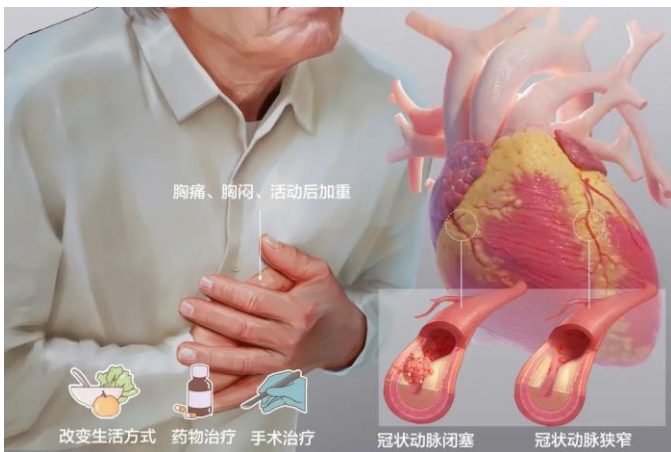
- **药物治疗法:** 冠心病治疗的基石，介入治疗和搭桥手术均需要服用药物，目的是控制病情进展，缓解症状。
- **经皮冠状动脉介入治疗 (PCI):** 冠状动脉狭窄到一定程度，严重影响心脏供血，患者反复出现心绞痛等症状时，就需要进行冠脉介入治疗。
- **冠状动脉旁路移植术 (CABG):** CABG 对于一些结构复杂、病情严重的冠心病，无法进行冠脉介入治疗或介入治疗效果欠佳时，可以采用搭桥手术来治疗。

图表48: 全球主要地区冠状动脉疾病患者人数 (百万人)



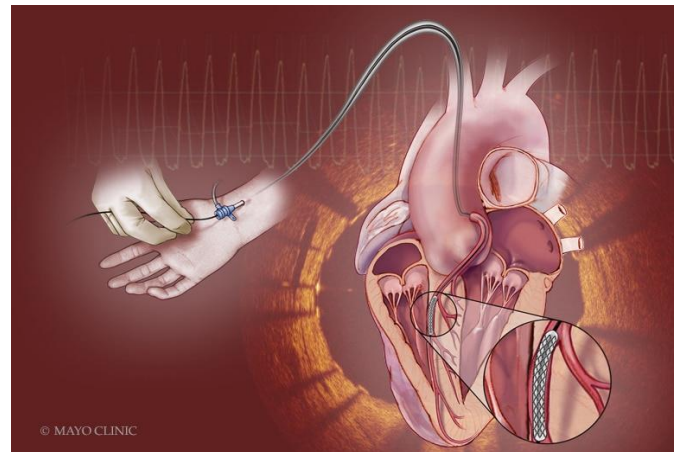
资料来源: 业聚医疗招股说明书, 国盛证券研究所

图表49: 冠心病概况



资料来源: 宜春新建建院, 国盛证券研究所

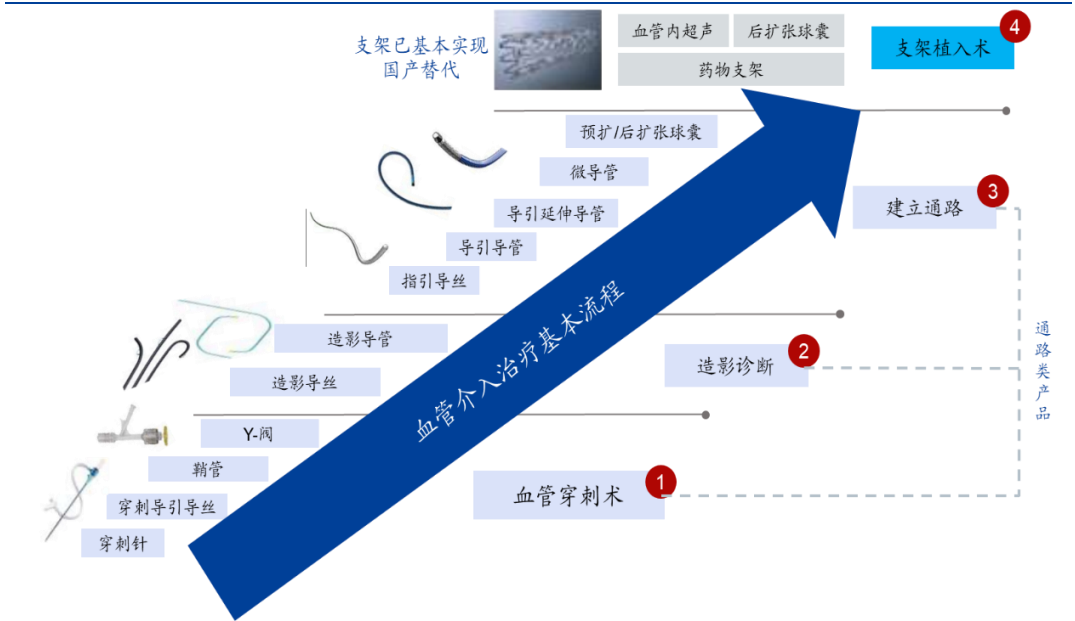
图表50: PCI 手术实施示意图



资料来源: MayoClinic, 国盛证券研究所

PCI 具有创伤小、术后恢复快、并发症少、风险低及费用低等优点。 PCI 是通过穿刺体表血管，在数字减影的连续投照下送入心脏导管，经心导管技术疏通狭窄甚至闭塞的冠状动脉腔，从而改善心肌血流灌注的治疗方法，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。该项手术无需进行开心手术，且时间很短（大约1个小时，患者术后即可出院）。

图表51: 血管介入治疗基本流程

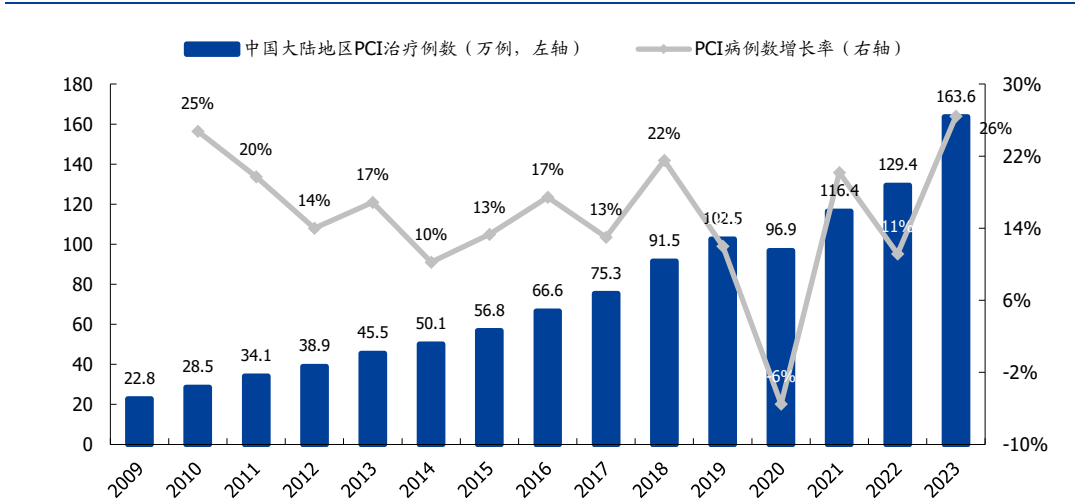


资料来源: 惠泰医疗招股书, 国盛证券研究所

3.1.2 PCI 手术需求持续释放, 冠脉通路器械市场不断扩容

心血管疾病高发, PCI 手术量持续增长。根据《中国心血管病报告 2023》, 中国心血管病患病率持续上升, 心血管病患者数约为 3.3 亿, 其中脑卒中 1300 万, 冠心病 1139 万, 庞大的心血管疾病患者基数+PCI 手术治疗的的优势推动 PCI 手术量持续增长, 医谱数据显示, 中国大陆 PCI 手术量由 2009 年的 22.8 万例增至 2023 年的 163.6 万例, 年复合增速达到 15.10%。

图表52: 2009-2023 年中国大陆地区 PCI 治疗例数及增长率



资料来源: 医谱, 国盛证券研究所

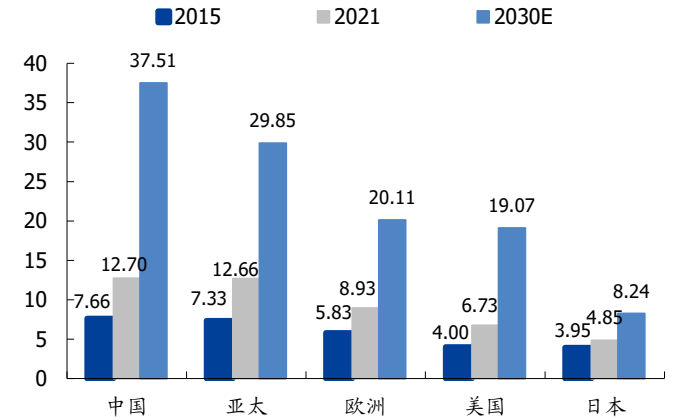
PCI 手术量增长驱动冠脉介入器械市场持续增长, 2021 年中国 PCI 器械市场规模达 12.70 亿美元, 预计 2021-2030 年 CAGR 为 12.78%。全球 PCI 器械市场规模持续增长, 2021 年已达到 62.28 亿美元, 预计 2030 年将达到 174.22 亿美元, CAGR 为 12.11%。随着本土血管介入器械厂商崛起、PCI 手术量持续增长、企业市场推广和医生教育不断加强, 中国 PCI 器械市场规模稳定增长。2015-2021 年, 中国 PCI 器械市场规模由 7.66 亿美元增至 12.70 亿美元, 预计 2030 年将达到 37.51 亿美元, 2021-2030 年 CAGR 为 12.78%。

图表53: 2015-2030E 全球 PCI 器械市场规模 (亿美元)



资料来源: 业聚医疗招股书, 国盛证券研究所

图表54: 全球各地区 PCI 器械市场规模 (亿美元)

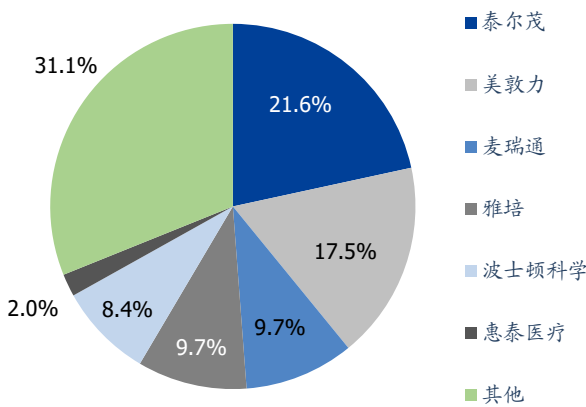


资料来源: 业聚医疗招股书, 国盛证券研究所

3.1.3 进口品牌垄断市场, 国产厂商快速崛起

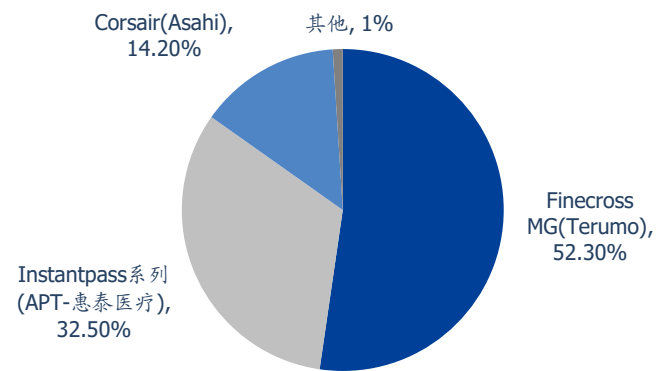
中国冠脉通路市场由外资垄断, 以惠泰为代表的国内企业快速崛起。2019 年中国冠脉通路市场中, 泰尔茂、美敦力、雅培、麦瑞通、波士顿科学五大外资品牌份额合计达到 66.9%。国产厂商整体份额较低, 且主要是以冠脉通路支援器械产品为主, 技术含量和附加值相对较低。2019 年公司市场份额仅为 2%, 存在较大提升空间。伴随技术的快速进步, 以惠泰医疗为代表的国内企业快速崛起。以冠脉微导管市场为例, 由于较高的技术壁垒, 国内冠脉微导管市场之前长期被泰尔茂、Asahi、波士顿科学、美敦力等进口品牌垄断。公司作为首家获批微导管(冠脉应用)的国产厂家, 迅速抢占市场份额。根据《中国心血管医疗器械产业创新白皮书 2021》显示, 国内微导管市场中泰尔茂、惠泰、Asahi 份额分别为 52.30%、32.50%、14.20%。

图表55: 2019 年我国冠脉通路类耗材市场竞争格局



资料来源: 惠泰医疗招股书, 国盛证券研究所

图表56: 国内微导管市场份额



资料来源: 中国心血管医疗器械产业创新白皮书 2021, 国盛证券研究所

3.2 外周介入涉及病种及术式复杂多样, 我国处于发展早期

外周血管疾病患者基数大。外周血管疾病可分为外周动脉疾病与静脉疾病。

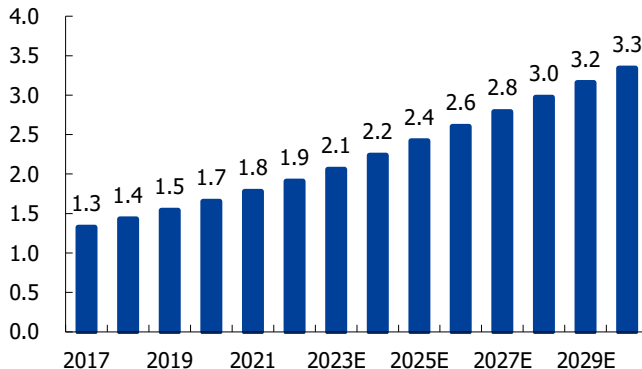
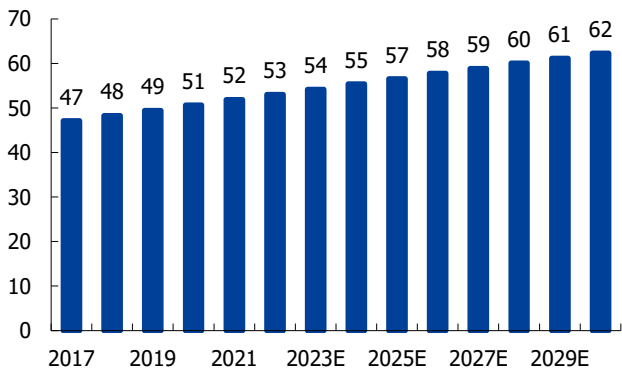
- 外周动脉疾病: 我国外周动脉疾病患病率约为 3.67%。外周动脉疾病的主要病因为动脉粥样硬化, 随着年龄增长, 发生外周动脉疾病的风险逐渐增加。我国外周动脉疾病患者由 2017 年的 4711 万人增至 2021 年的 5187 万人, 复合年增长率为 2.43%。

未来外周动脉疾病的患病人数仍将持续增加，预计2030年患病人数将增至6230万人。外周动脉疾病的主要治疗方法有药物治疗、手术治疗和介入治疗，经皮腔内血管成形术（PTA）是一种用导管和球囊扩张堵塞血管的药物治疗手术。

- **静脉疾病:**我国深静脉血栓发病率约为0.13%，2021年发病人数为178万人（2017-2021年复合增长率为7.64%），预计2030年发病人数将达334万人。目前针对静脉疾病的主要治疗方式为抗凝药物。介入器械使用相对较少，主要采用滤器等以治疗静脉曲张、深静脉血栓等疾病。

图表57: 2017-2030E 中国外周动脉疾病患病人数 (百万人)

图表58: 2017-2030E 中国深静脉血栓发病人数 (百万人)

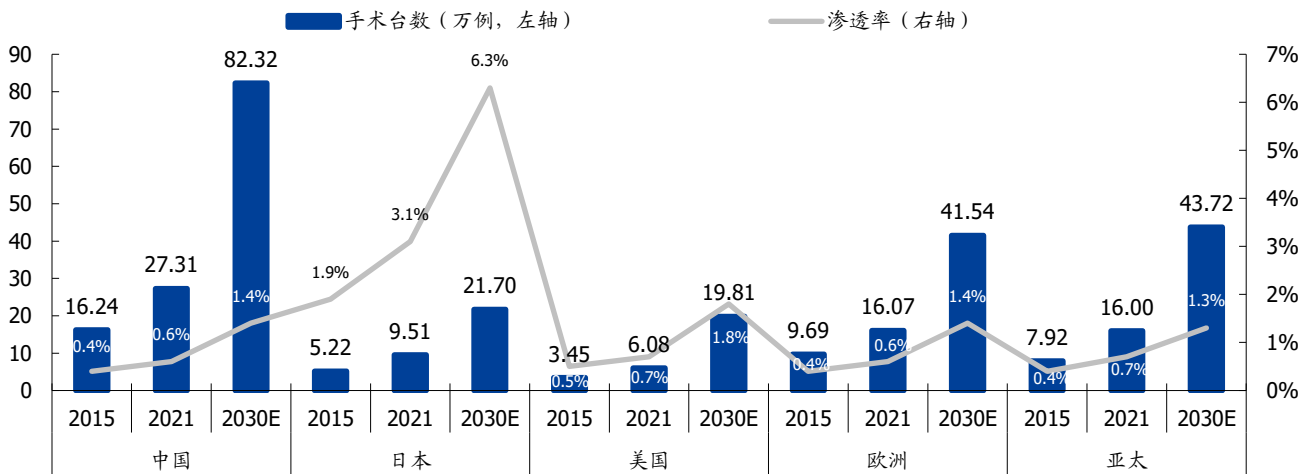


资料来源: 华脉泰科招股说明书, 国盛证券研究所

资料来源: 华脉泰科招股说明书, 国盛证券研究所

我国外周介入治疗处于发展早期，渗透率仍有较大提升空间。根据灼识咨询，全球外周PTA手术量和渗透率持续增长。在中国境内，外周PTA手术量已由2015年的16.24万例增至2021年的27.31万例，预计2030年将增至82.32万例；渗透率已由2015年的0.4%增至2021年的0.6%，预计2030年将增至1.4%。日本外周PTA的渗透率较高，2021年已达到3.1%，预计2030年将增长至6.3%。美国、欧洲、亚太等地区渗透率与中国相差不大，预计全球外周PTA渗透率将持续提升。

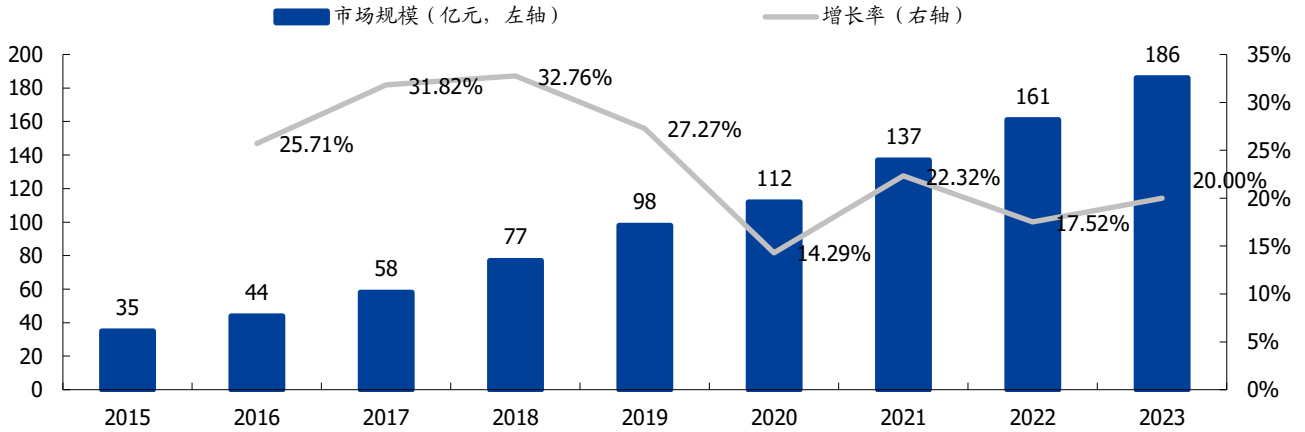
图表59: 全球主要地区外周PTA手术量及渗透率情况



资料来源: 业聚医疗招股书, 国盛证券研究所

中国外周介入器械市场快速发展，2015-2023年CAGR为23.22%。随着居民健康意识的增强，中国外周血管疾病的就诊率和治疗率不断提高，2022年中国外周动脉介入手术量约为17万台。根据《中国医疗器械蓝皮书（2024版）》数据显示，中国外周介入器械市场规模由2015年的35亿元增至2023年的186亿元，复合增速达到23.22%。中国外周血管疾病的治疗渗透率仍处于相对低位，未来增长动力强劲。

图表60: 2015-2023年中国外周血管介入器械市场规模



资料来源:《中国医疗器械蓝皮书(2024版)》,国盛证券研究所

3.3 血管介入平台日趋成熟,集采助力快速放量

公司血管介入平台持续拓展日趋完善。公司自2008年开始专注研究血管介入产品,已建立18条血管介入产品线,产品主要包括“造影三件套”、微导管、导引导丝、导引导管、球囊等。冠脉通路产品中,薄壁鞘(血管鞘组)为国产独家产品,微导管(冠脉应用)和可调阀导管鞘(导管鞘组)为国内首个取得注册证的同类产品,预塑型导丝为国内首创预先塑弯的导丝。外周介入产品中,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的产品。

图表61: 公司血管介入产品一览

产品类别	应用 领域	主要用途	具体产品	其他厂商(部 分)
诊 断 产 品	冠脉、 外周	适用于在介入手术中，辅助造影导管、导引导管、电极导管等其他介入器械的插入与 输送，建立体外与血管内输送回收器械的通道。 采用按压式调节止血阀，兼顾器械输送性、操作便捷性，同时有限减少术中漏血问题	Braidin™血管鞘组 Braidin™ II血管鞘组 Braidin™ Pro 导管鞘组	Argon, 泰尔 茂, 恒瑞迪生 史赛克, 雅 培, 业聚实业
	血管穿刺	钢丝网编织结构，提供更强支撑性，型号丰富，满足不同临床需求	Braidin™ L 带止血阀导管鞘	泰尔茂， Contract, 捷 心医疗
	外周	为外周长鞘产品 满足不同患者体型和不同介入术式入路需求	SailWire™ 导引鞘 SailWire™导引鞘(弓上动脉专用)	
	冠脉、 外周	适用于血管造影或将治疗药物输送到血管系统中的特定部位	Angiointer™造影导管	泰尔茂，波士 顿科学，微创
	造影诊断	儿科专用系列；外周绕入路专用系列	Hydropointer™ 造影导管	
	冠脉、 外周	适用于冠状动脉血管内介入诊断及治疗；适用于外周血管，导引导管插入血管并定 位，神经血管内应用除外	Blackeel™ 亲水涂层导丝 Blackeel™ II 涂层导丝	麦瑞通，库 克，益心达
导 引 导 丝	冠脉	导丝用于引导其他器械插入血管，建立有助于血管内器械的经皮进入通路，或进行血 管内定位，或建立血管内通路；导丝远端弹簧圈包裹亲水涂层	AnyreachC™	
	冠脉	导丝用于引导其他器械插入血管，建立有助于血管内器械的经皮进入通路，或进行血 管内定位，或建立血管内通路；导丝远端聚合物包裹亲水涂层	AnyreachP™	雅培, 美敦 力, 波士顿科 学, 乐普
	外周	为外周工作导丝，包含 0—014”和 0—018”两个系统，可应用于外周血管多种术式当中 采用一体式 NiTi 核心，达成 1: 1 扭控；提供多种预塑形头端，适用复杂血管；塑形 保持能力强，反复超选操作。	Susrail™导丝 Guiroad™导丝 Blackeel™ II 涂层导丝	
	冠脉、 外周	用于介入手术中建立球囊导管、支架、导丝和微导管等其他器械的辅助通道，并可用 于注射诊断性药物（造影剂）	March™导引导管	
治 疗 产 品	外周	提供丰富外周弯型，适用于外周各部位血管需求，增强血管保护	March™ pro 导引导管	
	冠脉	无鞘导引导管助力 TRI，近端无涂层方便推送和操控，远端无涂层不易脱离冠脉开 口，管身体部专利亲水涂层减少导管推送阻力	Hydromarch™亲水涂层导引导管	史赛克, 雅 培, 朝日英达 科, 业聚实 业, 赛诺神物
	冠脉	可调弯导引导管适用于冠脉血管系统，可用于通过球囊导管、支架、导丝和微导管等 其他器械	Livguider™可调弯导引导管	
	冠脉	用于术中血管通路的建立，适用于辅助球囊导管、支架或其他器械等介入性装置的输 送和放置。将该器械沿导丝送至指定位置后，球囊导管、支架或其他器械等介入性装 置沿导丝通过该器械至目标血管病变部位	TransportaGe™导引导管	
	冠脉	与导引导管一起使用，适用于动脉粥样硬化复杂病变、动脉起源异常等需要导引导管 提供较强后座支撑力时，辅助支架、球囊导管等其他介入器械的放置	Expressman™导引延伸导管 Expressman II™导引延伸导管	业聚实业
微 导 管	外周、 冠脉	适用于注射或输入对照介质和/或液体和/或栓塞材料，神经血管应用除外	Instantpass™微导管	史赛克, 波士 顿科学, 博迈
	外周	专为外周血管介入打造	Distail™ 微导管	元通
双 腔 微 导 管	冠脉	OTW 腔可实现快速交换，同时容纳两根导丝，助力分支病变、复杂 CTO 病变	DualTrack™双腔微导管	朝日英达科, 业聚实业
球 囊 导 管	冠脉	适用于自体冠状动脉狭窄部位或搭桥血管狭窄部位的球囊扩张以改善心肌供血	CONQUEROR™ PTCA 球囊导管 CONQUEROR™ II PTCA 球囊导管	波士顿科学, 贝朗梅尔松 根, 戈尔及同 仁, 申淇医 疗, 兴泰普乐
	冠脉	适用于自体冠状动脉狭窄部位或搭桥血管狭窄部位的球囊扩张支架（裸金属支架和药 物洗脱支架）释放后的再次扩张	CONQUEROR™ NC 后扩张 PTCA 球囊 导管 CONQUEROR™ NC Pro 球囊扩张导管	
	冠脉			

		无高导丝输送，采用球囊锚定方式进行导管交换，远端示标以精准定位	CONQUEROR™ Trap 锚定球囊扩张导管	
		超高耐压，极致扩张 RBP 最高可达 36ATM	CONQUEROR™ EPOCH 高压球囊扩张导管	
		栓塞治疗领域一款创新性的产品，具有锥形头端方便超选，质地柔软的高顺应性球囊降低对血管损伤	Distail Bonbon™ 造影球囊	
外周		用于经皮腔内血管成形术（PTA）中，超细尖端通过优异，独有点焊设计稳定球囊头端	Tresfort™ 35 外周球囊扩张导管	
配 件	血栓抽吸 导管	冠脉 适用于抽吸/去除动脉血管内血栓，改善血流	Sniffer™ 血栓抽吸导管	半影公司，加奇生物
	球囊扩张 压力泵	冠脉、 外周 适用于心脏或外周介入手术中球囊的扩张和收缩，并实时监测压力	Enlarger™ 球囊扩张压力泵	吉诺斯，谱高医疗
	Y-阀	冠脉、 外周、 神经 适用于介入手术中，辅助导管、导丝进入人体，侧支部分可注入造影剂、药剂或生理盐水，进行压力监视或连接其它介入器械等	SealingPro™ Y 形连接器	迪玛克，双九医疗
	异物抓捕 器	冠脉 外周 血管内异物抓捕器 立体多孔网篮设计高效抓捕血管内异物	圈套器套件 EmboCatcher™ 远端栓塞保护系统	/ 聚辉医疗
其 他	穿刺及输 送器械	肝脏 外周 由导管鞘、通芯针、导管、加硬套管、扩张器（2个）、导引器组成的器械组合。用于经颈静脉肝内门静脉穿刺，进行门静脉的肝内分流手术，以降低门静脉压。 适用于主动脉、肾动脉、下肢等各类外周血管的腔内治疗。实现双向 180°灵活调弯	Braidin™ TIPS 经颈静脉肝内穿刺器械 Braidin™ MG 可调弯输送鞘	库克，归创医疗 /

资料来源：惠泰医疗官网，惠泰医疗招股说明书，NMPA，国盛证券研究所

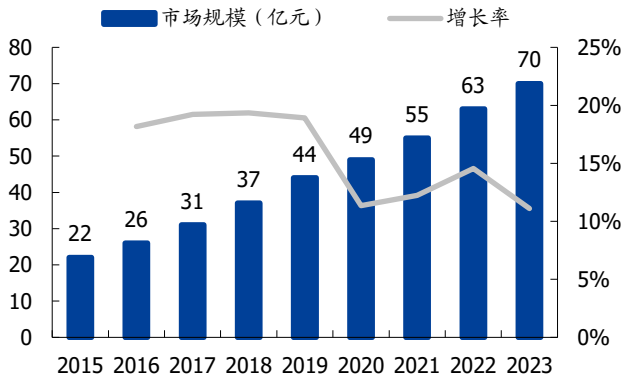
积极参与带量采购，冠脉通路产品快速放量。公司积极参与省际联盟带量采购项目，冠脉球囊、导引导管、导引导丝等产品陆续中选各地集采，有利于快速提升公司产品的市场份额，实现冠脉通路业务的快速增长。参考 2020 年湖北及贵州三地（贵州、重庆、海南）球囊导管集采结果，2020 年中选后，公司在湖北及贵州三地的销售单价同比下降 35%-40%，但销量分别同比上升 316.71%、829.75%，实现了以价换量。2020-2022 年公司冠脉通路类产品分别同比增长 38.25%、96.77%、49.08%，集采后冠脉通路业务持续扩张。

3.4 布局非血管介入产品线，寻求新增长点

国内非血管介入市场处于导入期，2023 年市场规模达 70 亿元，成长前景可期。按使用部位不同，非血管介入可分为呼吸介入、消化介入、泌尿介入、肿瘤介入和通用材料。其中，泌尿介入耗材市场规模占比最高，主要系尿道支架的快速发展。肿瘤介入市场持续扩大，中国每年约有 60-70 万人进行肿瘤介入治疗。随着技术的提升和临床应用的深化，非血管介入市场前景可期。2023 年中国非血管介入类高值耗材市场规模为 70 亿元，2015-2023 年 CAGR 为 15.57%。

布局非血管介入领域，产品矩阵持续完善。非血管介入领域受关注较少，主要以进口产品为主。公司布局非血管介入产品线，主要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。已上市的产品主要包括：泌尿结石类：泌尿介入导丝系列的斑马导丝、混合导丝、亲水导丝等，结石取石篮系列的一次性输尿管软镜、可弯曲负压鞘、经皮肾穿刺套件、各种类型的输尿管支架、输尿管扩张球囊等；消化介入类：胆道引流套件、穿刺套件、斑马导丝、胆道取石篮等；妇科介入类：输卵管插入术器械。

图表62: 2015-2023年中国非血管介入高值耗材市场规模



资料来源:《中国医疗器械蓝皮书(2024版)》,国盛证券研究所

图表63: 非血管介入高值耗材主要品牌

产品	进口品牌	国产品牌
呼吸介入材料	波士顿科学、库克医疗、 麦瑞通医疗	南京微创、西格玛、 久虹、佳森
消化介入材料	波士顿科学、库克医疗、 巴德、美敦力、 史赛克	南京微创、有研亿金、西格玛、 德尔曼、佳森、维心、智业、 安瑞、唯德康、迈创、久虹
泌尿介入材料	波士顿科学、库克医疗、 巴德	南京微创、有研亿金、智业
肿瘤介入材料	波士顿科学、安晟医疗	南京微创、金柏威
通用材料	波士顿科学、库克医疗、 柯惠医疗	南京微创、联合微创、 江苏风和

资料来源:《中国医疗器械蓝皮书(2024版)》,国盛证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测与关键假设

1、电生理：电生理行业景气度高，国产替代空间大，公司作为国内电生理领域龙头，有望充分受益于行业的高速增长。公司电生理产品线完备，在研重磅产品脉冲消融导管、脉冲消融仪、高密度标测导管、压力射频仪、压力感应消融导管等已进入注册审评阶段，后续有望接力贡献业绩增量。毛利率方面，受集采影响，预计2024年毛利率略有下降，但随着重磅新品的陆续上市与放量，预计后续毛利率会保持稳中有升的态势。我们预计2024-2026年电生理业务收入增速分别为25.8%、28.4%、29.1%，毛利率分别为74.2%、74.5%、74.8%。

2、冠脉通路：心血管疾病患者基数庞大，PCI手术持续放量，冠脉通路市场高速成长。公司冠脉通路产品线完备，多项品类纳入各地集采，以价换量实现收入高速增长。在研项目棘突球囊进展顺利，有望2024年获批上市。我们预计2024-2026年冠脉通路业务收入增速分别为34.0%、31.5%、31.0%，毛利率分别为73.5%、73.8%、74.1%。

3、外周介入：外周介入市场处于发展初期，渗透率提升空间较大。公司外周介入产品矩阵持续完善，胸主动脉覆膜支架已获批上市，腔静脉过滤器等产品进展顺利，重磅新品接力上市有望驱动外周介入业务持续高速增长。我们预计2024-2026年外周介入业务收入增速分别为40.0%、38.0%、37.0%，毛利率分别为76.0%、76.5%、76.8%。

4、非血管介入：非血管介入市场处于导入期，国内市场主要由进口品牌占主导。公司非血管介入产品线已布局泌尿结石类、消化介入类、妇科介入类三个领域产品，看好该项业务发展空间。由于业务基数尚小，收入有望保持高速增长。我们预计2024-2026年非血管介入业务收入增速分别为100.0%、70.0%、60.0%，毛利率分别为58.0%、62.0%、65.0%。

5、OEM：随着全球供应链逐渐恢复，预计部分客户会将采购从公司转移到国际上其他厂商，推测OEM业务增速会略有下滑，毛利率略有下降。我们预计2024-2026年OEM业务收入增速分别为-25.0%、10.0%、15.0%，毛利率分别为61.0%、62.0%、63.0%。

图表64: 2018-2026E 公司收入拆分及预测

(除特殊说明外均为人民币百万元)	Historical						Projected		
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	242	404	479	829	1,216	1,650	2,083	2,727	3,578
YoY		67.1%	18.7%	72.8%	46.7%	35.7%	26.2%	30.9%	31.2%
毛利率	68.8%	70.8%	70.4%	69.5%	71.2%	71.3%	72.8%	73.3%	73.8%
1、电生理									
收入	119	173	159	233	293	368	462	594	767
YoY		45.0%	-8.1%	46.4%	25.9%	25.5%	25.8%	28.4%	29.1%
占总收入比例	49%	43%	33%	28%	24%	22%	22%	22%	21%
毛利率	76.4%	77.8%	76.9%	78.3%	78.0%	74.5%	74.2%	74.5%	74.8%
2、冠脉通路类									
收入	76	140	194	382	569	791	1,060	1,394	1,826
YoY		84.7%	38.3%	96.8%	49.1%	39.0%	34.0%	31.5%	31.0%
占总收入比例	31%	35%	40%	46%	47%	48%	51%	51%	51%
毛利率	63.4%	66.1%	68.8%	66.5%	69.4%	71.9%	73.5%	73.8%	74.1%
3、外周介入类									
收入		33	66	119	183	256	359	495	678
YoY			100.2%	81.0%	53.1%	40.4%	40.0%	38.0%	37.0%
占总收入比例		8%	14%	14%	15%	16%	17%	18%	19%
毛利率		70.9%	67.6%	67.9%	71.7%	74.8%	76.0%	76.5%	76.8%
4、非血管介入类									
收入						16	33	56	89
YoY							100.0%	70.0%	60.0%
占总收入比例						1%	2%	2%	2%
毛利率						50.0%	58.0%	62.0%	65.0%
5、OEM 业务									
收入	44	55	59	89	160	210	158	174	200
YoY		25.7%	8.0%	50.9%	79.1%	31.7%	-25.0%	10.0%	15.0%
占总收入比例	18%	14%	12%	11%	13%	13%	8%	6%	6%
毛利率	56.7%	59.6%	61.5%	61.7%	65.3%	62.4%	61.0%	62.0%	63.0%
6、其他业务									
收入	3	3	1	6	12	8	11	14	19
YoY		4.5%	-51.3%	289.1%	98.4%	-26.5%	30.0%	30.0%	30.0%
占总收入比例	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
毛利率	76.9%	89.4%	51.6%	66.9%	63.3%	32.1%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

销售费用率: 公司将在巩固现有市场的基础上, 加大营销网络覆盖力度, 积极拓展国内外市场份额。后续新产品陆续上市, 也需要进行相应的市场推广, 因此销售费用率预计会维持在较高水平。我们预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 18.00%、17.80%、17.60%。

管理费用率: 随着公司收入规模增长, 管理费用将随着人员及薪酬的增加而有所增加。但收入增长的幅度将超过管理费用增长的幅度, 管理费用率预计将有所改善。我们预计 2024-2025 年公司管理费用率分别为 4.80%、4.60%、4.50%。

研发费用率：公司坚持研发创新，不断加速已有产品的技术革新和新产品研发。脉冲消融、高密度导管等在研品种仍需一定的研发投入，预计研发费用率仍会保持在较高水平。我们预计 2024-2026 年公司研发费用率分别为 14.20%、14.00%、13.80%。

图表65: 2021-2026E 公司期间费用率及预测

项目	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	23.69%	19.82%	18.46%	18.00%	17.80%	17.60%
管理费用率	6.65%	5.47%	4.98%	4.80%	4.60%	4.50%
研发费用率	16.28%	14.38%	14.42%	14.20%	14.00%	13.80%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2 可比公司估值与投资评级

根据盈利预测模型，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 20.83、27.27、35.78 亿元，对应增速为 26.2%、30.9%、31.2%；归母净利润为 7.07、9.55、12.76 亿元，对应增速为 32.4%、35.1%、33.7%。

惠泰医疗主营业务为电生理、冠脉通路、外周介入，我们选择业务相似的公司作为可比公司，包括微电生理、心脉医疗、佰仁医疗。微电生理专注于电生理业务，心脉医疗专注于主动脉及外周血管介入领域，佰仁医疗为国内领先的心血管介入器械企业。

2024-2026 年可比公司平均 PE 为 127X、74X、48X，而我们模型拆分计算得到惠泰医疗对应 PE 分别为 56X、42X、31X，低于可比公司平均水平。我们认为：

- 1) 电生理行业景气度高，国产替代空间广阔，公司作为行业龙头有望充分享受行业高速增长的东风。公司先发优势明显，设备+耗材全面布局，多项产品为国产首家获批，在研项目脉冲消融产品、高密度导管、压力感应导管等进展顺利，上市后有望贡献业绩增量。电生理集采政策温和，福建电生理集采中公司产品全线中标，北京电生理集采规则更加细化，有望加速公司产品的覆盖和进院速度。
- 2) 冠脉通路前景可期，PCI 手术持续放量，驱动冠脉通路器械市场高速增长。中国冠脉通路市场主要由进口品牌主导，国产厂商在加速崛起，集采加速国产替代进程。公司冠脉通路产品陆续纳入集采目录，实现了快速放量。棘突球囊预计 2024 年获批上市，产品布局持续完善。
- 3) 外周介入行业处于发展初期，渗透率提升空间较大。胸主动脉覆膜支架系统已取得注册证，腔静脉滤器进展顺利，有望 2024 年获批上市，产品线持续更迭完善，释放业绩增长潜力。

综上，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表66: 惠泰医疗可比公司估值

证券简称	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688351.SH	微电生理-U	103.34	0.40	0.79	1.31	256	131	79
688016.SH	心脉医疗	139.29	6.42	7.93	10.12	22	18	14
688198.SH	佰仁医疗	159.35	1.53	2.19	3.08	104	73	52
可比公司算数平均值						127	74	48
688617.SH	惠泰医疗	398.45	7.07	9.55	12.76	56	42	31

资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 注: 可比公司均为 Wind 一致预期, 总市值为 2024 年 9 月 30 日收盘市值。

风险提示

新品销售推广不及预期：创新医疗器械产品从上市到大规模放量产生收入需要经历较长的时间和流程，企业需要保持一定水平的市场投入，进行相应的学术推广和医生/患者教育。若新产品上市后销售推广不及预期，可能会对公司业绩造成不利影响。

政策风险：带量采购持续推进，加速国产替代进程。后续集采范围可能继续扩大，若集采降价超预期或者公司产品未中标，可能对公司业绩造成负面影响。

研发进展不及预期：电生理和血管介入产品技术壁垒高，研发难度大，且临床试验与获证流程较长，公司可能会在临床试验中面临失败风险，导致产品无法成功上市。

数据滞后风险：鉴于部分细分领域数据的可得性，报告中电生理器械竞争格局数据与其他可能存在滞后的数据仅用于历史复盘，相关预测数据仅供参考，请投资者注意数据滞后的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com