

心脏电生理龙头企业，布局血管介入加速成长

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-08-02

收盘价（元）	193.92
近 12 个月最高/最低（元）	410.76/ 140.97
总股本（百万股）	66.67
流通 A 股（百万股）	44.32
流通股比例（%）	66.48%
总市值（亿元）	129
流通市值（亿元）	86

公司价格与沪深指数走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

主要观点：

● **电生理：行业规模近 200 亿元，国产占有率低，进口替代空间大**
受老龄化加剧，心率失常患者人群扩大，预计电生理手术量预计从 2019 年的 18 万例，增长到 2024 年的 38 万例，带动对电生理器械行业的需求快速增长，2024 年我国电生理器械行业规模有望达到 187.8 亿元，年复合增长率约 32%。相对外资品牌而言，国产品牌进步晚，市场占有率低（小于 10%），且国产品牌主要在中低端的标测导管和二维手术消融导管领域，在高端的可用于房颤手术的高精密度标测和消融类导管，国产产品还正在临床中，预计 23-24 年会陆续推出并商业化，具有性价比优势的国产品牌将充分受益。

● **血管介入：冠脉通路类稳定增长，外周和神经介入成为新的增长点**
2019 年，我国冠脉介入器械市场规模达到 61.8 亿元，随着企业市场推广和医生教育的加强，PCI 手术渗透率的提升，整体冠脉介入市场仍保持稳健增长，预计到 2024 年，中国冠脉介入器械市场规模将翻倍，达到 103.6 亿元（2019-2024 年 CAGR10.9%）。

外周和神经介入均属于相对较初期的行业，行业处于快速发展期，是血管介入行业新的增长点。我们认为随着我国对血管类疾病的筛查技术不断发展、临床相关经验的持续积累以及人民健康意识的明显提升，预计到 2024 年外周介入器械市场规模达到 48.1 亿元（2019-2024 年 CAGR14.1%），2024 年神经介入器械市场规模达到 125 亿（2019-2024 年 CAGR20.6%）。

● 惠泰医疗是电生理和冠脉通路产品双龙头国产品牌

惠泰医疗在电生理和冠脉通路领域深耕近 20 年，2019 年公司在电生理医疗器械国产品牌中市场份额排名第一，在冠脉通路医疗器械国产品牌中市场份额排名第三。在电生理领域，公司 2021 年新推出三维电生理标测导航系统，在三维电生理设备和耗材领域，有望加速替代进口品牌，预计公司电生理产品收入端能够保持高速增长，2022-2024 年公司电生理业务增速区间在 40-50%；在冠脉通路领域，公司产品品类丰富，成本优势大，借集采中标，实现其他通路产品快速入院，预计随着 PCI 手术的基层下沉，在冠心病人群中的渗透率提升，2022-2024 年公司冠脉通路类业务增速区间在 25-30%。

● 公司拓展外周和神经介入领域，延伸产品边界

公司已经实现冠脉通路产品的产业化，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，同

时布局神经介入类产品。外周介入和神经介入，行业快速扩容，预计这两个细分领域将成为公司新的业绩增长点。2019-2021 年公司介入产品收入分别为 0.33 亿元、0.66 亿元和 1.19 亿元，2020-2021 年 CAGR 约 90%，预计未来介入类增速仍维持在较高水平，我们预计 2022-2024 年增速区间维持在 40-60%。而且，公司在研产品中，胸主动脉支架（TAA）正在临床试验阶段，预计 2024 年获批，公司未来也将借此产品从通路类拓展到治疗类产品。

● 投资建议

公司是国产电生理和血管介入的头部企业，并积极拓展外周和神经介入领域。公司凭借丰富的产品线，优秀的产品性能和显著价格优势，不断扩大市场份额，我们预计公司 2022-2024 年收入端分别实现 11.45 亿元、15.86 亿元和 21.72 亿元，同比增速分别达 38.2%、38.5%和 36.9%；2022-2024 年归母净利润端预计分别实现 2.71 亿元、3.74 亿元和 5.24 亿元，同比增速分别达 30.4%、38.0%和 40.0%，保持高速增长。2022-2024 年的 EPS 分别约为 4.07、5.61 和 7.85 元，对应的 PE 估值分别约 48x、35x 和 25x。基于公司在心脏电生理和血管介入领域不断推出新产品，国产替代产业背景下，优质赛道的龙头公司，建议重点关注，首次覆盖，给予买入评级。

● 风险提示

在研产品临床、商业化推进不及预期。
产品进入医保局集采，价格超预期下降风险。
市场竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	829	1145	1586	2172
收入同比（%）	72.8%	38.2%	38.5%	36.9%
归属母公司净利润	208	271	374	524
净利润同比（%）	87.7%	30.4%	38.0%	40.0%
毛利率（%）	69.5%	69.7%	69.6%	69.9%
ROE（%）	11.7%	13.7%	15.9%	18.2%
每股收益（元）	3.19	4.07	5.61	7.85
P/E	87.77	47.70	34.57	24.69
P/B	10.50	6.52	5.49	4.49
EV/EBITDA	76.42	38.75	27.64	19.65

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 公司是电生理和冠脉通路领域国产龙头企业	6
1.1 成立于 2002 年，国产电生理和冠脉通路龙头企业，正在布局外周血管介入和神经介入	6
1.2 公司经营稳健，收入及利润保持快速增长	8
1.3 公司持续加大研发力度，研发积累深厚	10
2 心脏电生理行业国产紧追直上，血管介入行业蓬勃发展	10
2.1 心律失常患者基数大，电生理市场持续高增长	11
2.2 冠脉 PCI 手术渗透率提升带动冠脉通路产品增长	15
2.3 外周血管介入和神经介入市场仍处于发展初期，前景广阔	18
2.4 政策鼓励，国产替代进口正当时	21
3 电生理+血管介入双轮驱动，竞争优势突出	22
3.1 电生理：公司产品由二维向三维电生理标测系统升级	22
3.2 血管介入：冠脉通路类产品高速增长，外周和神经介入成为新的增长点	24
3.3 公司在研产品布局未来技术，升级现有产品	27
4 公司盈利预测与估值	29
4.1 公司业绩拆分与估值对比	29
4.2 投资建议：电生理+血管介入国产龙头公司，首次覆盖，“买入”评级	31
风险提示：	32
财务报表与盈利预测	33

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	6
图表 2 公司股权结构（截至 2022 年 6 月 14 日）.....	6
图表 3 公司管理团队情况.....	7
图表 4 公司产品布局情况.....	8
图表 5 公司按产品分类收入结构（单位：%）.....	9
图表 6 公司国内外收入结构（单位：%）.....	9
图表 7 公司历年收入、净利润及其同比增速.....	9
图表 8 公司 2021 年财务情况.....	9
图表 9 公司历年研发费用情况.....	10
图表 10 2021 年公司已获专利情况.....	10
图表 11 房颤示意图.....	11
图表 12 我国房颤不同年龄的患病率统计.....	11
图表 13 我国 2020 和 2030 年预计人群分布（百万）.....	11
图表 14 房颤可能引起脑中风风险.....	11
图表 15 导管消融需要的器械种类.....	12
图表 16 导管消融示意图.....	12
图表 17 CABANA 临床试验结果（降低复发率）.....	13
图表 18 CABANA 临床试验结果（降低负荷率）.....	13
图表 19 导管消融在房颤临床指南方案.....	13
图表 20 二维（左）和三维（右）射频消融构图对比.....	14
图表 21 不同导管消融手术对应的耗材种类.....	14
图表 22 我国射频消融手术例数（万例）.....	15
图表 23 电生理器械市场规模（亿元）.....	15
图表 24 我国部分电生理产品获批时间.....	15
图表 25 我国电生理器械市场竞争格局（2020 年）.....	15
图表 26 PCI 手术常见所需器械.....	16
图表 27 我国 PCI 手术量（万例）.....	16
图表 28 我国 PCI 手术量渗透率远低于其他发达国家.....	16
图表 29 我国冠脉介入器械市场规模（亿元，出厂价）.....	17
图表 30 我国 2019 年冠脉通路类产品市场格局.....	17
图表 31 血管疾病流行病学统计.....	18
图表 32 中国心脑血管介入治疗发展历程.....	18
图表 33 我国主动脉腔内介入手术数量（万台）.....	19
图表 34 我国外周动脉介入手术量（万台）.....	19
图表 35 外周血管疾病介入器械市场规模预测（亿元）.....	20
图表 36 神经介入器械市场规模预测（亿元）.....	20
图表 37 重要的政策文件.....	21
图表 38 公司电生理历年收入增长情况.....	22
图表 39 2019 年公司电生理产品收入结构.....	22

图表 40 公司电生理标测电极导管与市场上主要产品比较	23
图表 41 公司三维电生理标测系统与市场上主要产品比较	23
图表 42 公司压力感应消融导管与市场上已上市产品比较	24
图表 43 子公司上海宏桐经营数据	24
图表 44 公司冠脉通路板块历年收入增长情况	25
图表 45 2019 年公司冠脉通路板块收入结构	25
图表 46 公司微导管产品与已上市产品比较	25
图表 47 公司微导管产品图示	26
图表 48 公司后扩张 PTCA 产品图示	26
图表 49 公司球囊导管湖北集采后销量、收入预计	27
图表 50 公司球囊导管贵渝琼集采后销量、收入预计	27
图表 51 公司重要在研产品线 (截至 2022 年 6 月)	28
图表 52 公司核心技术	29
图表 53 收入预测 (亿元)	30
图表 54 可比公司估值情况	30

1 公司是电生理和冠脉通路领域国产龙头企业

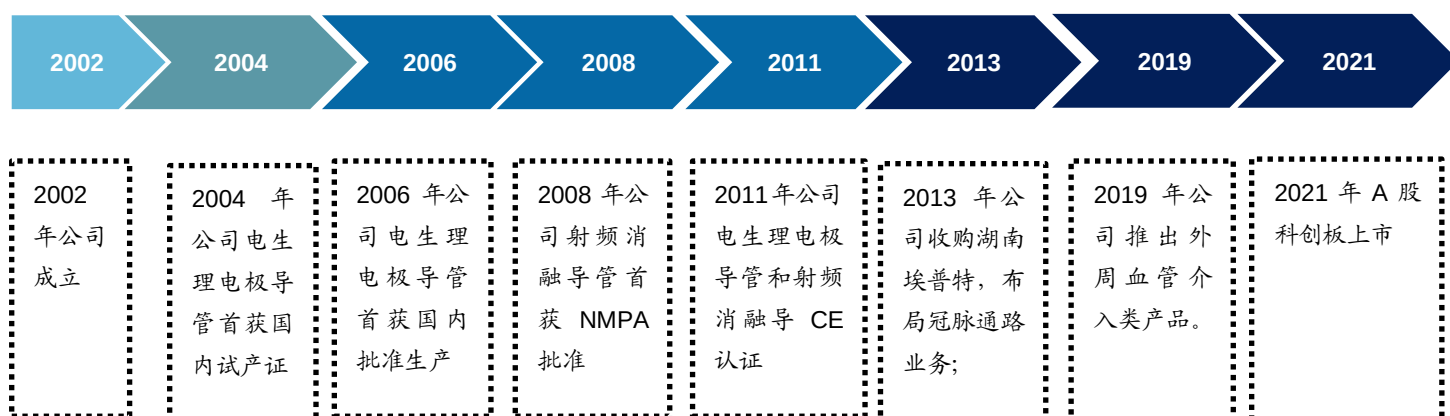
1.1 成立于 2002 年，国产电生理和冠脉通路龙头企业，正在布局外周血管介入和神经介入

惠泰医疗是一家国内领先的创新医疗器械生产企业，公司专注于电生理和介入医疗器械的研发、生产及销售，已形成了以完整冠脉通路和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。

公司成立于 2002 年，2004 年公司电生理电极导管首获国内试产证书，2006 年公司电生理电极导管正式获得批准生产，2008 年公司射频消融导管首获国内生产证书，2013 年公司收购湖南埃普特，正式布局冠脉通路业务，2019 年公司推出外周介入领域产品，2020 年公司参股的湖南瑞康通神经介入产品获批，2021 年 1 月公司顺利登陆科创板。

公司产品在电生理医疗器械国产品牌中市场份额排名第一，在冠脉通路医疗器械国产品牌中市场份额排名第三，并且公司的产品也成功销售海外，并出口至欧洲、美洲、东南亚的 80 多个国家和地区。

图表 1 公司发展历程

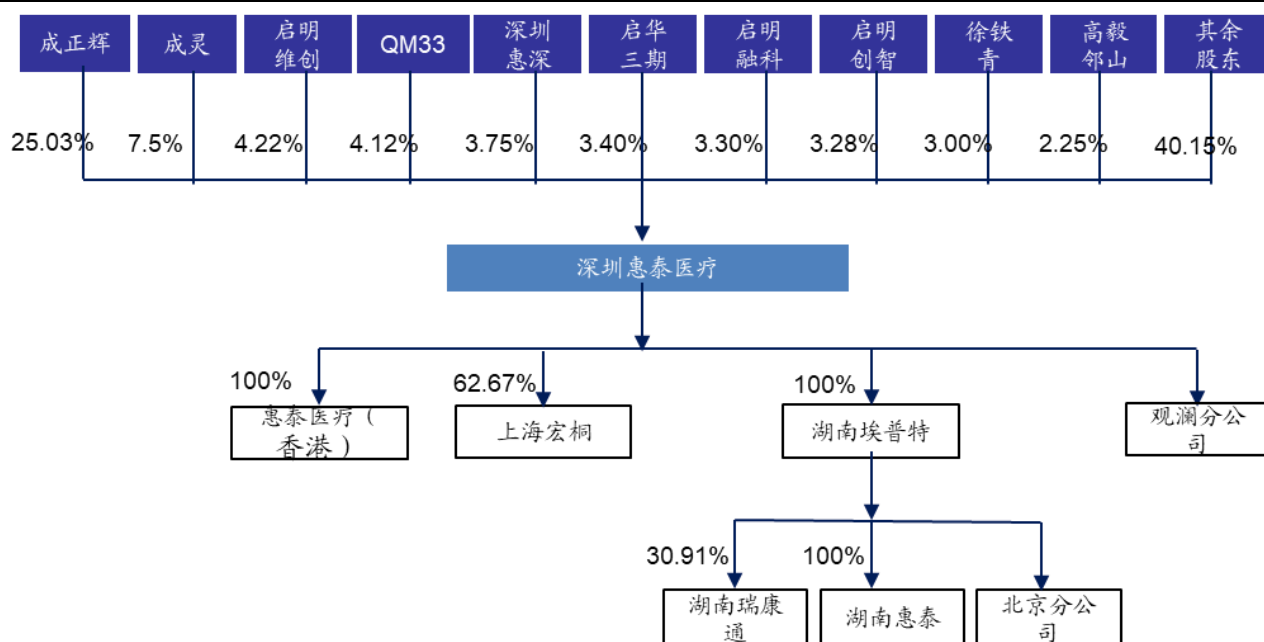


资料来源：wind，公司招股说明书，华安证券研究所

公司实际控制人是成正辉与成灵父子，截至 2022 年 6 月 14 日，两人合计共持有公司 32.53% 的股份，深圳惠深为公司员工持股平台，持有公司 3.75% 的股份。

公司旗下主要有两大子公司，控股子公司上海宏桐负责电生理设备的研发、生产与销售，全资子公司湖南埃普特主要负责血管介入器械的研发、生产与销售。公司参股公司湖南瑞康通主要从事神经介入类产品的研发。另外，公司于 6 月 15 日公告，拟使用自有资金收购控股子公司上海宏桐的少数股东持有的 37.33% 股权，目前该事宜正在推进当中，若如期推进，上海宏桐届时将成为公司的全资子公司。

图表 2 公司股权结构（截至 2022 年 6 月 14 日）



资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

注: 公司于 2022 年 6 月 14 日公告将对子公司上海宏桐少数股东股权进行收购

公司高管团队成熟稳定, 多数为早期就加入公司的核心成员。成正辉先生任公司总经理(兼任董事长)负责整体业务; 韩永贵先生任公司副总经理, 曾任职于先健科技, 2002 年加入公司, 负责公司电生理产品的研发、生产以及惠泰观澜分公司的日常运营管理; Yuchen Qiu 曾任美国强生产品研发部主任级工程师, 2011 年加入公司, 目前在公司负责血管介入类医疗器械的开发、注册; 张勇先生曾任职于美敦力、微创医疗等公司, 2015 年加入公司, 目前在担任子公司上海宏桐研发总监, 主导公司新一代电生理设备的研发; 刘芳远先生曾任迈瑞生物医疗电子国际区域市场经理, 2014 年加入公司, 目前在公司全面负责国际营销和电生理产品国内营销工作。

图表 3 公司管理团队情况

姓名	性别	职务	加入公司时间	出生年份	主要工作内容
成正辉	男	总经理、董事长	2002 年	1964	公司整体业务
Yuchen Qiu	男	副总经理	2011 年	1965	负责血管介入类医疗器械的开发、注册
戴振华	男	副总经理、财务负责人及董事会秘书	2013 年	1968	财务负责人及董事会秘书
韩永贵	男	副总经理	2002 年	1963	电生理产品的研发、生产以及惠泰观澜分公司的日常运营管理
刘芳远	男	副总经理	2014 年	1976	负责国际营销和电生理产品国内营销工作
王卫	男	副总经理	2016 年	1971	商务、销售
徐轶青	男	副总经理	2006 年	1963	担任董事、副总经理职位
张勇	男	子公司研发总监	2015 年	1978	主导新一代电生理设备的研发

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

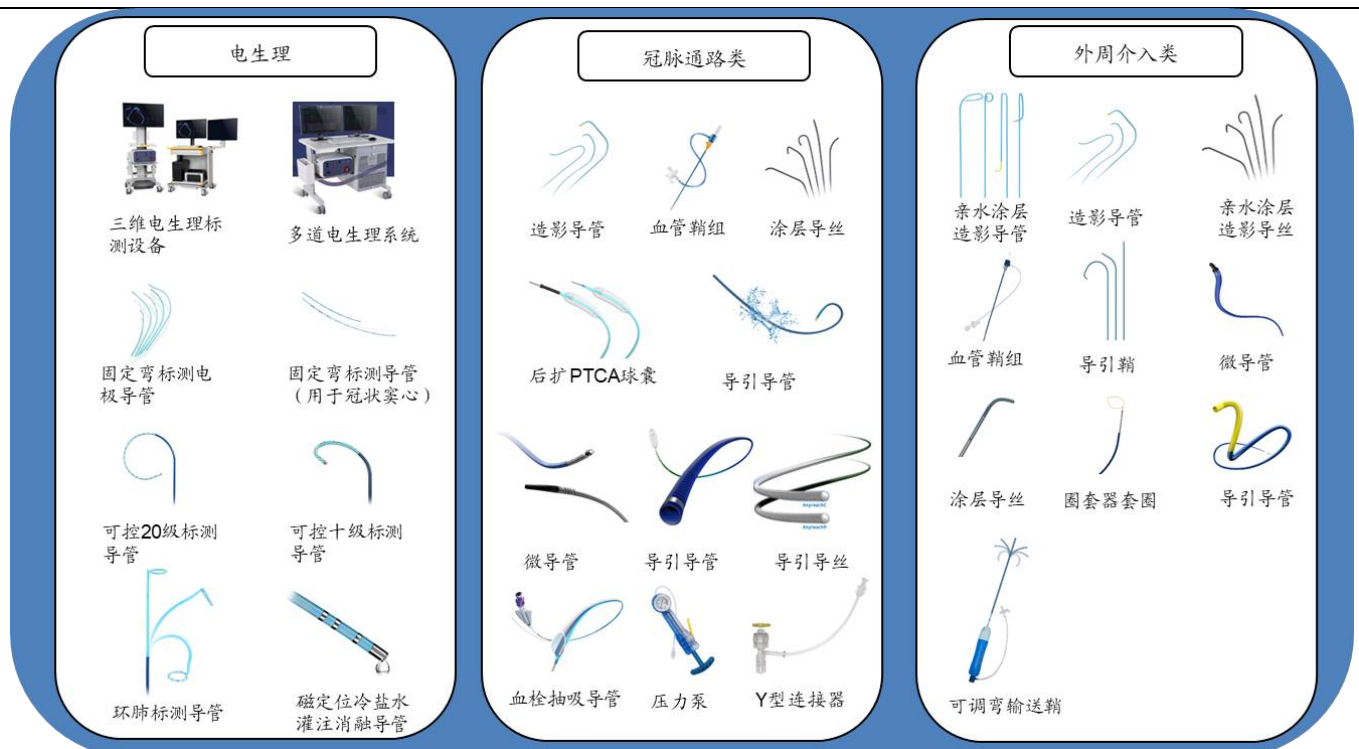
公司在中层干部人才梯队的培养上, 于 2021 年下半年引入并启动领导力发展项目(简称“LDP”), 着力构建系统化的干部培养与发展体系, 为组织及业务发展输

送优秀人才。首届 LDP 项目对公司各业务条线推荐的 50 多名中层干部“优中选优”，确定了首批脱颖而出的 26 位学员，助力中层干部在领导力发展方面迅速提升。后续储备干部的培养，也有利于公司加强干部队伍建设、为各级领导班子储备优秀人才，为公司成为国际化医疗器械龙头企业提供有力保障。

1.2 公司经营稳健，收入及利润保持快速增长

产品布局：公司已上市的产品包括电生理、冠脉通路和外周血管介入医疗器械。截至 2021 年 12 月 31 日，公司及子公司已取得 43 个国内医疗器械注册及备案证书，其中 III 类医疗器械注册证 39 个，II 类医疗器械注册证 2 个，I 类医疗器械备案证书 2 个。在电生理器械领域，公司产品包括设备类（三维电生理标测设备、多道电生理记录仪）和标测类导管、消融类导管等电生理耗材；在血管介入领域，公司专注于通路类耗材的研发，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。

图表 4 公司产品布局情况

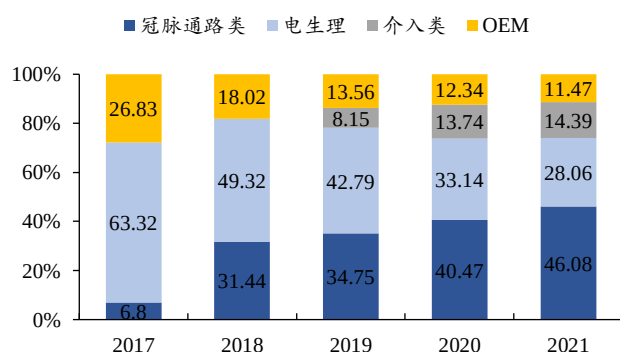


资料来源：wind，公司官网，华安证券研究所

收入结构：公司以电生理产品线起家，2013 年收购湖南埃普特后进入冠脉通路领域，随着公司在冠脉通路的产品线越来越多，冠脉通路产品收入占比逐年增长，另外公司 2019 年推出外周血管介入类产品，外周血管介入产品的收入占比也在逐渐增加。2021 年，公司冠脉通路产品收入约 3.82 亿元 (yoy+96.77%)，占比约 46.08%，电生理类产品收入约 2.33 亿元 (yoy+46.38%)，收入占比约 28.06%，外周介入产品收入约 1.19 亿元 (yoy+80.95%)，收入占比约 14.39%。除了这三大类业务外，公司还对外承接国内、国外 OEM 业务，承接各类血管/非血管领域输送系统、导管、导丝和镍钛类产品，这部分收入目前占比越来越低，2021 年约 0.89 亿元，占比约 10.77%。

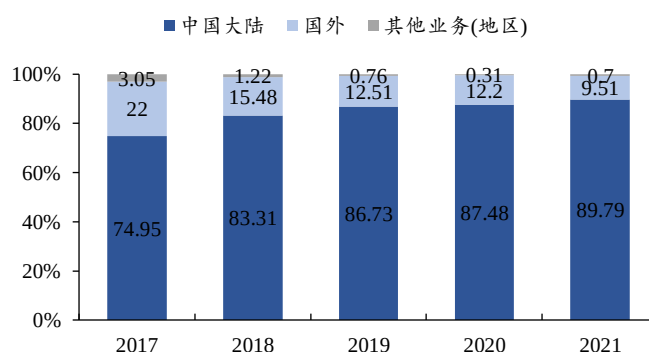
公司的产品，无论是冠脉通路类产品还是电生理类产品，均已经海外商业化，2020 年海外收入实现 0.59 亿元，收入占比约 12.2%，2021 海外收入实现 0.79 亿元，收入占比约 9.51%，由于国内市场的增速更快，公司海外收入占比略有下降。

图表 5 公司按产品分类收入结构 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司国内外收入结构 (单位: %)

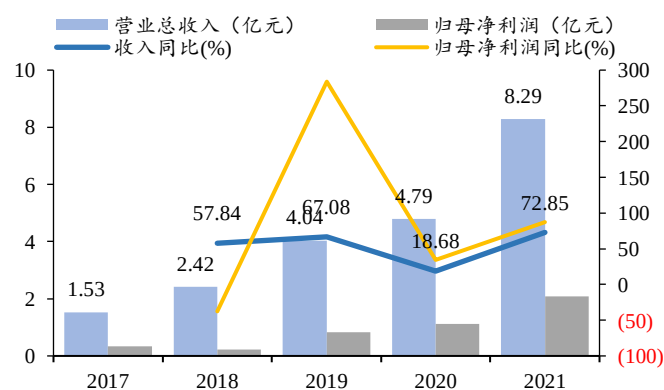


资料来源: wind, 华安证券研究所

收入快速增长, ROE 水平稳步提升。公司最新财报, 2021 年实现营业收入 8.29 亿元, 同比 2020 年增长 72.85%, 实现归母净利润 2.08 亿元, 同比 2020 年增长 87.70%。2022Q1 公司实现营业收入 2.66 亿元, 同比增长 65.08%, 归母净利润实现约 0.67 亿元, 同比增长 41.55%。2017 年以来, 公司收入及利润规模快速增长, 2018-2021 年收入和扣非归母净利润 CAGR 分别为 52.67%和 57.27%。

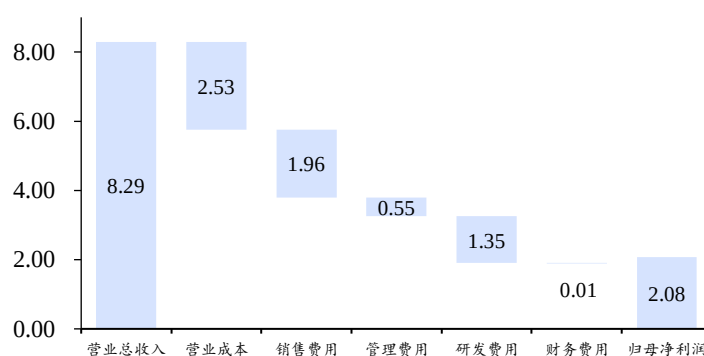
公司毛利率和净利率来看, 毛利率自 2017 年 68.81%略有上升至近两年的 70%左右, 毛利率相对稳定。公司的净利润自 2018 年明显回升, 2020 年达到了 1.73%, 2021 年进一步提升到 23.51%。

图表 7 公司历年收入、净利润及其同比增速



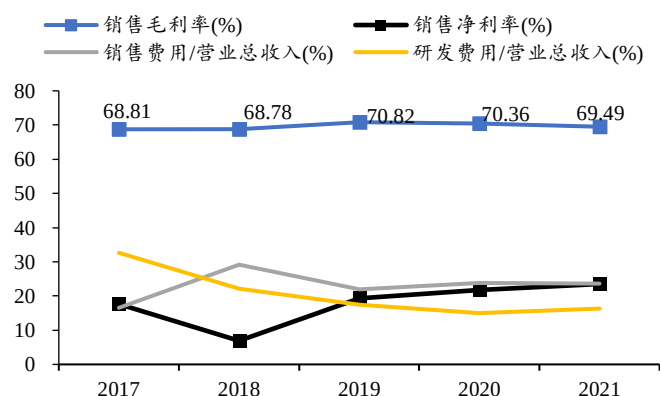
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司 2021 年财务情况



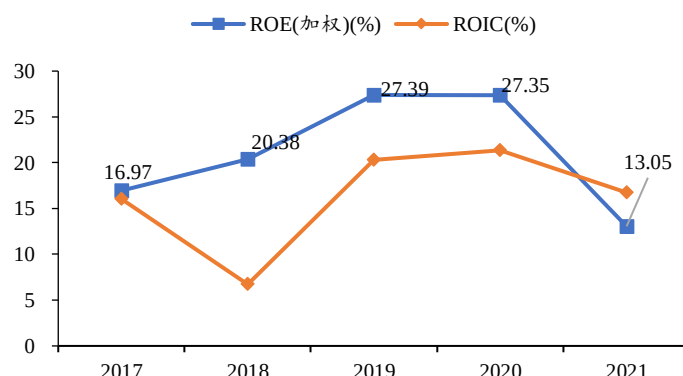
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司历年毛利率、净利润和期间费用率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司历年 ROE/ROIC 水平



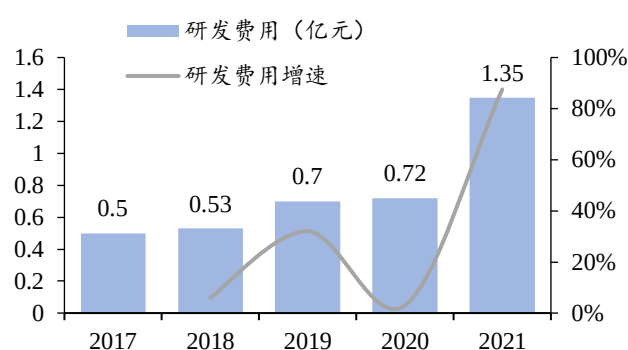
资料来源: wind, 华安证券研究所

1.3 公司持续加大研发力度, 研发积累深厚

公司以研发驱动发展, 保持较高的研发投入。截至 2021 年底, 公司共拥有研发人员 298 人, 占公司全体员工的 19.72%, 形成了一支集合医学、工程学、金属处理、记忆合金应用、高分子材料加工和制造等多方面人才的研究开发力量。2018 年、2019 年、2020 年和 2021 年, 研发费用分别为 5,337.79 万元、7,042.27 万元、7,189.94 万元及 13,487.68 万元, 研发投入持续大幅增长。

成果转化方面, 截至 2021 年 12 月 31 日, 公司拥有已授权的境内外专利 95 项, 其中境内授权专利 93 项 (包括发明专利 46 项、实用新型专利 41 项、外观设计专利 6 项), 境外授权专利 2 项 (均为发明专利)。

图表 9 公司历年研发费用情况



资料来源: wind, 招股说明书, 华安证券研究所

图表 10 2021 年公司专利情况

	2021 年新增		累计数量	
	申请数 (个)	获得数 (个)	申请数 (个)	获得数 (个)
发明专利	21	5	123	48
实用新型专利	19	15	86	41
外观设计专利	5	5	7	6
软件著作权	0	2	30	30
其他	0	0	1	1
合计	45	27	247	126

资料来源: wind, 招股说明书, 华安证券研究所

2 心脏电生理行业国产紧追直上, 血管介入行业蓬勃发展

2.1 心律失常患者基数大，电生理市场持续高增长

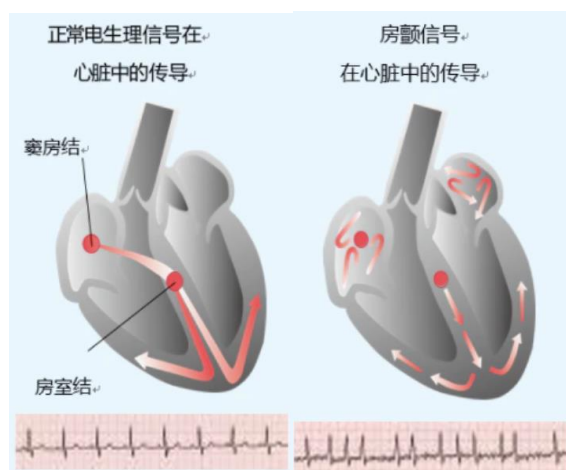
心脏是一台泵血的“发动机”，由精确协调的“电路系统”来启动和维持心脏正常有节律的跳动。正常心脏活动由一连串的心动周期组合而成，在每一次心动周期中，生物电冲动由位于右心房的窦房结首先发出，传导依次经过房室结、结间束、浦肯野纤维，使心房、心室相继收缩，生物电伴随变化。

在心脏医学领域，电生理技术主要用于对心律失常病症的诊断和治疗。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，都会导致心律失常，表现为心跳过快或过慢，临床症状为心悸、乏力等。心律失常通常以心率快慢进行分类，可分为快速性心律失常和缓慢性心律失常，其中快速性心律失常包括广义的室上性心律失常及室性心律失常，具体包括过早搏动，阵发性心动过速（室上性、室性），扑动与颤动（房性、室性），预激综合征。

房颤是临床上常见的心律失常，房颤的发病率随着年龄增加而增高。根据学者们的一个针对 19,363 名 35 岁以上人群的调查研究，整体上男性房颤患病率要高于女性，而且患病率 60 岁以上人群显著高于 60 岁以下人群。《中国心血管病报告 2018》的数据也显示，我国房颤患病率与年龄呈明显正相关关系，中国大于 35 岁人民的房颤患病率为 0.71%，而大于 60 岁人民的患病率达 1.83%。

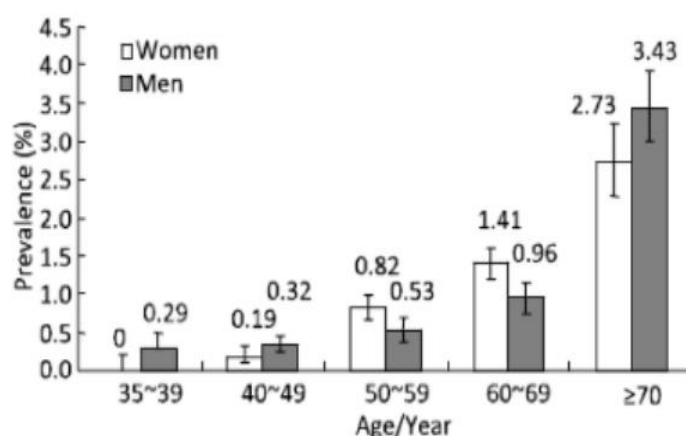
考虑到中国人口老龄化加剧，2020 年 60 岁以上的人口已达 2.64 亿人，占总人口比例约 18.7%，简单以 1.83% 的患病率来计算，预计我国 60 岁以上人群中即有存量房颤患者约 483 万人，患病人群基数庞大，而且通常老年人的房颤还伴随着其他心血管疾病，例如由房颤引进的卒中风险也比较高，房颤的预防和治疗日益重要。

图表 11 房颤示意图



资料来源：美敦力官网，华安证券研究所

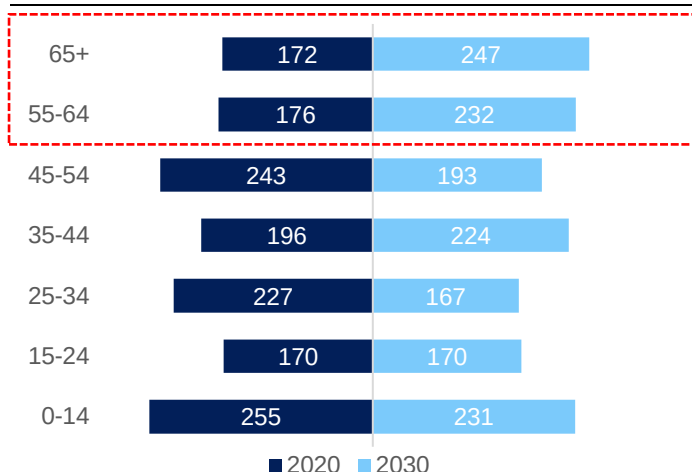
图表 12 我国房颤不同年龄的患病率统计



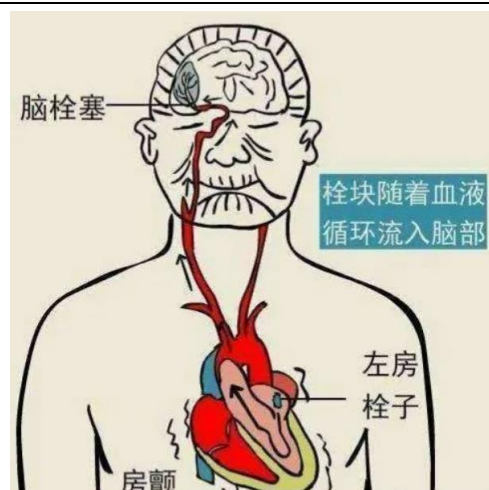
资料来源：《Prevalence of Atrial Fibrillation in China and Its Risk Factors》，Biomed Environ Sci, 2013; 26(9): 709-716，华安证券研究所

图表 13 我国 2020 和 2030 年预计人群分布（百万）

图表 14 房颤可能引起脑中中风风险



资料来源: UNWPP 2019, 毕马威, 华安证券研究所



资料来源: 公众号心血管王医生, 华安证券研究所

具体到房颤的分类, 房颤可分为初发房颤、阵发性房颤 (7 天内自行终止或转复)、持续性房颤 (持续时间超过 7 天或需要药物/电复律)、长程持续性房颤 (当决定采用节律控制策略时, 房颤持续时间超过 1 年) 或永久性房颤 (不再考虑恢复或维持窦性心律的房颤)。

房颤治疗的目标一般包括缓解症状、预防心动过速型心肌病和降低脑卒中风险 (防止血形成)。前两个目标可通过心室率或节律控制策略实现, 治疗手段主要包括药物治疗 (如抗心律失常药物) 和非药物治疗 (如导管消融治疗)。药物治疗一般只能在一定程度内控制心律, 需要长期用药, 并且伴有副作用。随着近几年导管消融术等非药物治疗的手段在临床上的逐步使用, 非药物治疗在房颤治疗领域中的临床优势也日益明显。

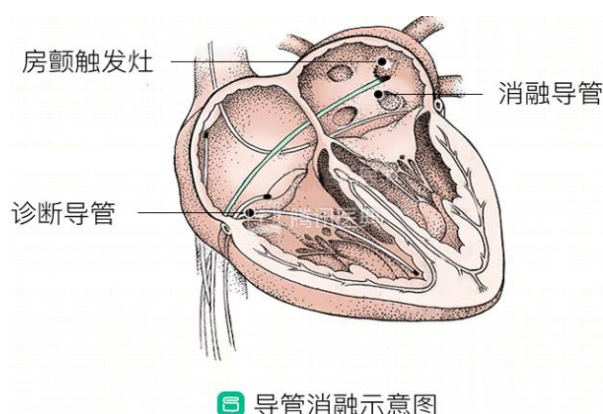
导管消融手术是房颤重要非药物治疗手段。导管消融手术是通过穿刺股静脉、颈内静脉或锁骨下静脉, 在数字减影血管造影机引导下, 将标测导管沿着血管送入心腔, 精确定位引起心动过速的电信号异常起源点或异常传导路径, 再用消融导管头端在病灶处释放射频电流, 通过产生热效应使局部组织内水分蒸发, 直接阻断电信号异常传导路径或起源点, 从根本上治疗心动过速, 具有微创、不需要全身麻醉的特点。

图表 15 导管消融需要的器械种类

器械种类	用途	主要厂商
电生理标测系统	用于诊断和治疗复杂心律失常疾病	波科、美敦力、微创、惠泰
射频消融仪	与消融导管相连传输射频能量至心脏, 消融局部心脏组织	波科、美敦力、微创、惠泰
标测、消融导管	标测导管用于提取肺静脉信号; 消融导管则是与射频消融仪联合使用	波科、美敦力、微创、乐普、惠泰
其他配件	包括针、鞘、尾线等	微创、乐普

资料来源: 电生理招股说明书, 华安证券研究所

图表 16 导管消融示意图



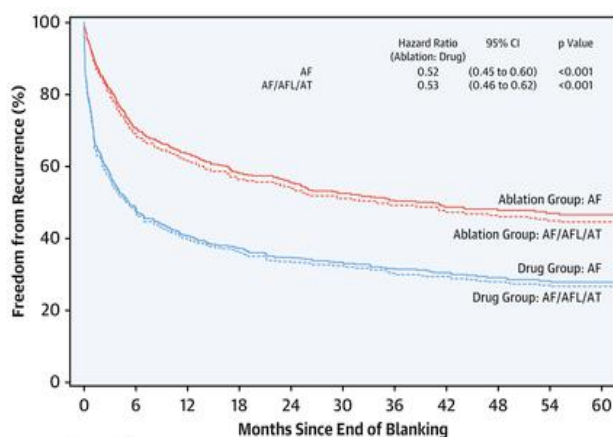
资料来源: 出境医网站, 华安证券研究所

房颤导管消融领域里最受瞩目的临床试验是“导管消融术与抗心律失常药物在治疗

心房颤动上的比较试验 (CABANA), CABANA 研究是迄今为止规模最大的比较房颤导管消融和药物治疗的随机对照研究。CABANA 研究从 2009 年开始, 在全球 140 家中心开展, 是一项多中心、前瞻、随机、开放标签的临床研究, 共纳入 2204 例阵发性房颤或持续性房颤患者, 临床试验结果均表明导管消融对于阵发性房颤在维持窦性心律、减少房颤负荷、改善症状和运动耐量、提高生活质素等方面均明显优于抗心律失常药物, 在持续性房颤中的作用也得到了肯定, 5 年随访结果显示导管消融可有效减少任何房颤的复发 48%, 降低症状性房颤 51%。而且, 无论其 AF 类型如何, 导管消融患者的 AF 负荷也显著降低。

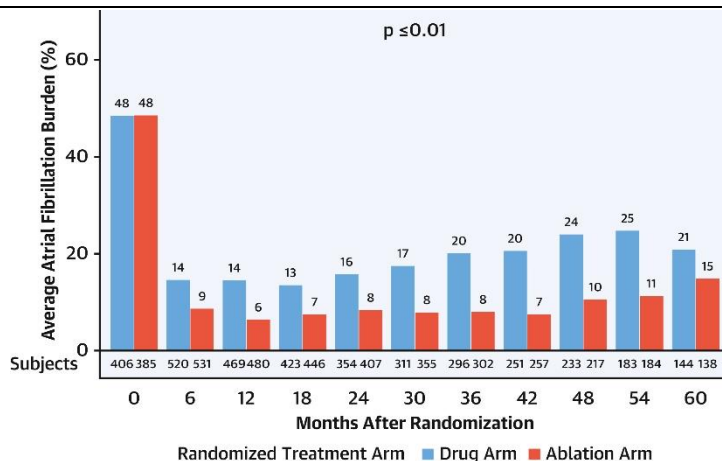
临床实践中, 导管消融已成为房颤治疗的重要手段。根据《心房颤动: 目前的认识和治疗建议 (2018)》建议, 导管消融的适应症主要包括抗心律失常药物耐药后的反复发作、症状性阵发性房颤。目前, 对于抗心律失常药物治疗无效的阵发性房颤, 欧美指南均将导管消融作为 I 类推荐。对于无或伴轻微心脏病的症状性阵发性房颤患者, 导管消融甚至可以是经过选择的患者的初始治疗方案。对于持续性房颤和合并器质性心脏病的房颤患者, 虽然指南中的推荐级别低于阵发性房颤, 但目前在全球各大电生理中心这些患者的消融例数已经越来越多。

图表 17 CABANA 临床试验结果 (降低复发率)



资料来源: Recurrence of Atrial Fibrillation After Catheter Ablation or Antiarrhythmic Drug Therapy in the CABANA Trial, 华安证券研究所

图表 18 CABANA 临床试验结果 (降低负荷率)



资料来源: Recurrence of Atrial Fibrillation After Catheter Ablation or Antiarrhythmic Drug Therapy in the CABANA Trial, 华安证券研究所

图表 19 导管消融在房颤临床指南方案

患者人群	推荐情形	推荐等级	证据等级
症状性阵发性	若经至少一种 I 类或 III 类抗心律失常药物治疗后效果不佳或不能耐受者 可行导管消融	I	A
反复发作、症状性阵发性	使用 I 类或 III 类抗心律失常药物之前, 导管消融 可作为一线治疗	II a	B
症状性持续性	使用抗心律失常药物治疗之前, 权衡药物与导管 消融风险及疗效后, 导管消融可以作为一线治疗	II a	C
职业运动员	考虑到药物治疗对运动水平的影响, 导管消融可以作为一线治疗	II a	C
症状性持续性	使用抗心律失常药物治疗后无效或不能耐受者, 导管消融可作为合理选择	II a	B
伴有快慢综合征	导管消融可为合理治疗选择	II a	B

症状性、长程持续性	无论之前是否接受过抗心律失常药物治疗，权衡 药物与导管消融风险及疗效后，均可行导管消融	II b	C
无症状阵发性或持续性	权衡导管消融风险及疗效后，均可行导管消融	II b	C

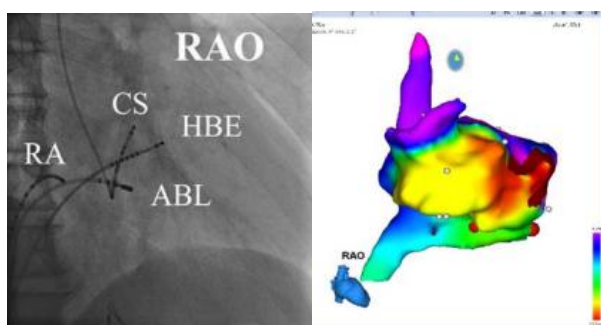
资料来源：中华医学会心电生理和起搏分会《心房颤动：目前的认识和治疗的建议》，华安证券研究所

导管消融手术方式根据所使用的器械不同，可分为二维消融手术和三维消融手术。传统二维消融手术是在 X 射线的辅助下定位，X 线分辨内脏结构的清晰度有限，操作时非常依赖术者的感觉。医生长时间暴露在 X 射线下也有损自身的健康。传统应用二维 X 射线左房操作也较为困难，三维心脏电生理标测系统（EAM）则通过磁场或电场定位，构建心脏三维立体模型，方便术者操作，更加精确的显示出病变部位情况，减少 X 线曝光时间和手术持续时间。

最常用的三维标测系统有三种，分别为：CARTO 标测系统（美国强生）、EnSite NavX 标测系统（美国圣犹达，后被雅培收购）和 Rhythmia 三维标测系统（波科），我国国内目前国产三维 EAM 较少，主要有微创电生理的 Columbus 三维心脏电生理标测系统和惠泰医疗的国产磁电融合 HT-9000 三维心脏电生理标测系统。

二维电生理设备一般采取开放系统，三维电生理设备部分厂家采购半开放系统（强生、波科），部分厂家采取开放系统（雅培），但从设备提供商角度看，全套的设备和耗材均能够提供才更具有竞争力。

图表 20 二维（左）和三维（右）射频消融构图对比



资料来源：上海微创电生理招股说明书，华安证券研究所

图表 21 不同导管消融手术对应的耗材种类

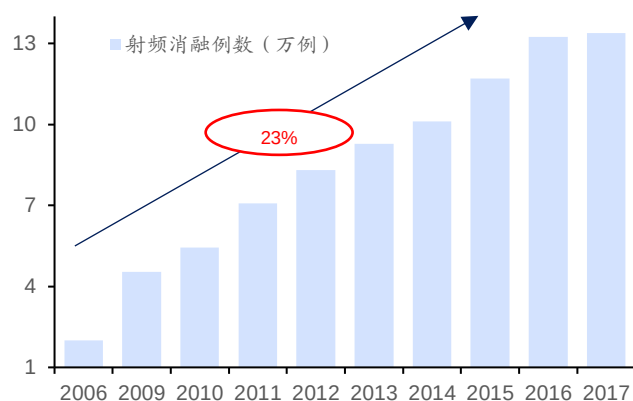
手术类型	电生理耗材	电生理设备
二维消融手术	电生理电极导管 射频消融电极导管	多道电生理记录仪 心脏射频消融仪
三维消融手术	电生理电极导管、射频消融电极导管 压力感应消融导管、磁定位射频消融导管、磁定位标测导管	心脏电生理三维标测系统

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

导管消融对医生技术要求高，需要大量培训，由专门从事心律问题侵入性检查和治疗的心脏科医生（电生理医生）主刀，并在专业的电生理学（EP）实验室进行，因此导管射频消融技术入门难、医生学习曲线长。中国最早于 1991 年报告临床应用射频消融术（RFCA），目前 RFCA 做为根治预激综合征和室上性心动过速的成熟治疗技术已经广泛应用。根据卫健委网上注册系统资料显示，自 2010 年导管消融手术持续迅猛增长，2006 年-2017 年的复合增速达到了 23%。

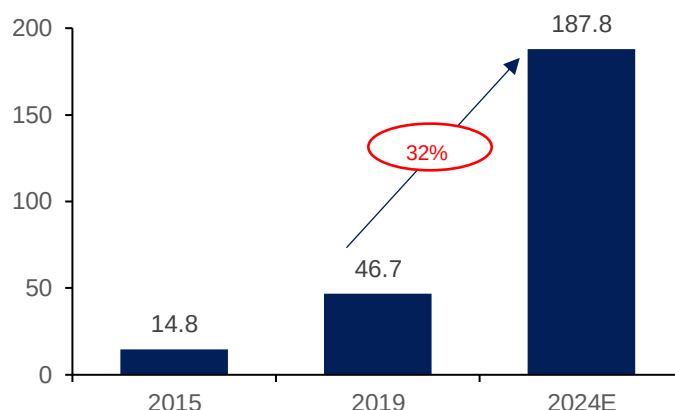
根据 Frost & Sullivan 调研数据，中国的电生理器械市场规模由 2015 年 14.8 亿元增长至 2019 年的 46.7 亿元，复合年增长率 33.2%。未来受人口老龄加剧、心律失常患者人数增加以及消融手术普及和消融手术耗材产品升级等因素驱动，预计到 2024 年，中国电生理器械市场规模将达到 187.8 亿元，2019-2024 年复合年增长率为 32.1%。

图表 22 我国射频消融手术例数 (万例)



资料来源:《中国心血管病报告 2018》, 华安证券研究所

图表 23 电生理器械市场规模 (亿元)



资料来源: Frost & Sullivan, 华安证券研究所

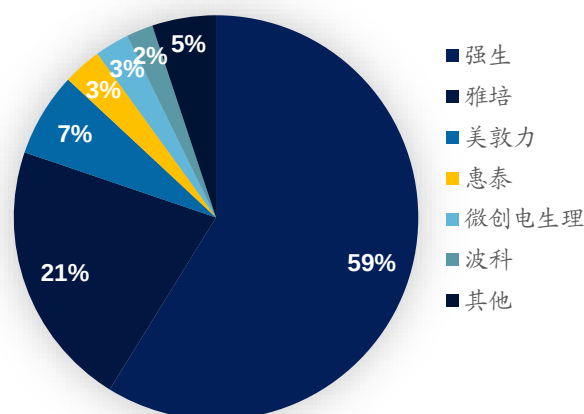
我国国产电生理品牌上市晚于外资品牌, 在技术上与进口厂家有一定差距, 目前电生理市场外资品牌占比约 90%。根据弗若斯特沙利文研究报告, 以销售收入计算, 2020 年中国电生理器械市场中, 强生的市占比约为 59%, 排名第一。惠泰医疗是国内电生理市场中排名第一的国产厂商, 整体市场排名第四, 市场占比约为 3%, 其电生理电极导管和射频消融电极导管均为首个获批上市的国产产品。后续随国内公司在技术上的积累, 缩小与进口厂家的差距, 国产企业有市场份额有望实现提升。

图表 24 我国部分电生理产品获批时间

产品名称	生产商	批准时间
星标磁电双定位标测导管	强生子公司	2015/7/9
心脏消融系统	波士顿科学	2016/11/14
三维标测导管	波士顿科学	2015/6/18
球囊型冷冻消融导管	美敦力	2016/5/6
射频消融导管	雅培 (圣犹达)	2016/5/6
射频消融导管及延长电缆	北京先瑞达	2016/3/1
诊断用电生理标测导管	乐普医疗	2016/6/29
心脏射频消融导管	上海微创电生理	2016/4/1
电生理电极导管	惠泰医疗	2016/12/28
冷盐水灌注射频消融导管	惠泰医疗	2017/12/6
心脏三维标测系统	锦江电子科技	2017/1/13

资料来源: NMPA, 华安证券研究所

图表 25 我国电生理器械市场竞争格局 (2020 年)



资料来源: 上海微创电生理招股说明书, 华安证券研究所

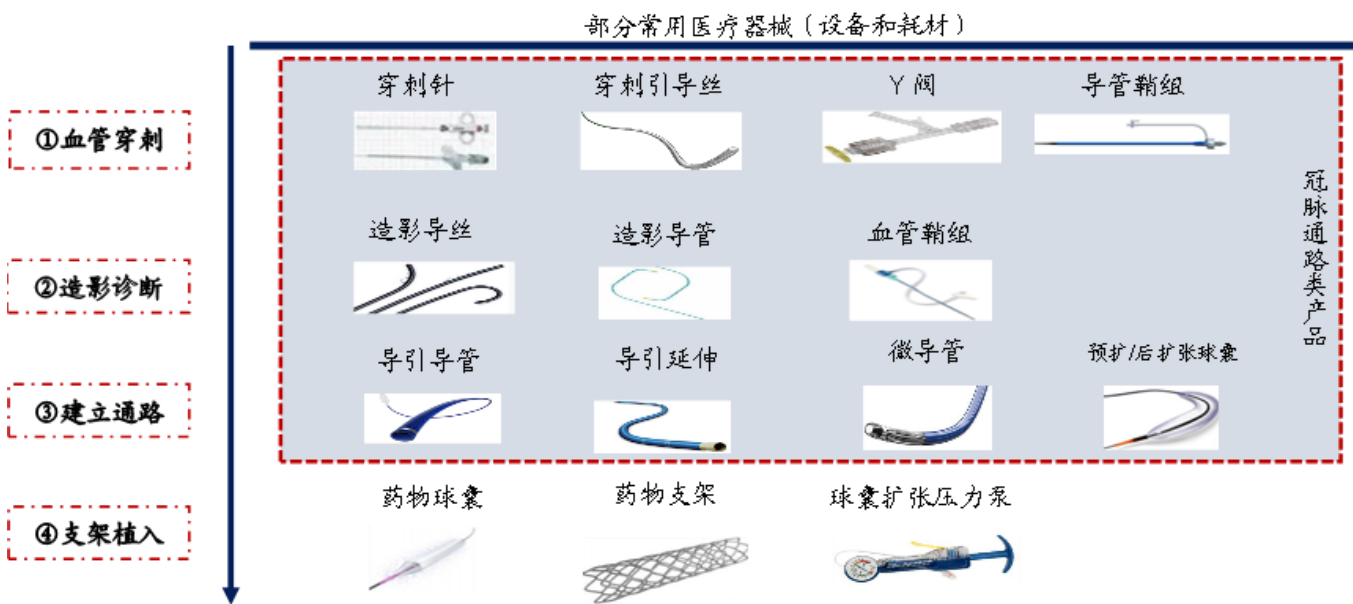
2.2 冠脉 PCI 手术渗透率提升带动冠脉通路产品增长

冠心病是一种常见的心血管疾病, 患病人群大。冠心病是由于动脉粥样硬化导致冠状动脉管腔狭窄, 心肌供血不足而引发的一系列临床病症, 包括心绞痛、心肌梗死、心力衰竭、心律失常和猝死。根据《中国心血管健康与疾病 2019》, 我国心血管病患病率处于持续上升阶段, 冠心病患者约 1100 万。

冠脉 PCI 手术临床优势大。临床治疗上, 冠脉介入治疗具有创伤小、住院时间

短、疗效明显等优势，开创了心脑血管疾病治疗新纪元。目前最具有代表性的是经皮冠状动脉介入治疗（PCI），PCI 经心导管技术疏通狭窄甚至闭塞的冠脉管腔，从而改善心肌的血流灌注，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。

图表 26 PCI 手术常见所需器械



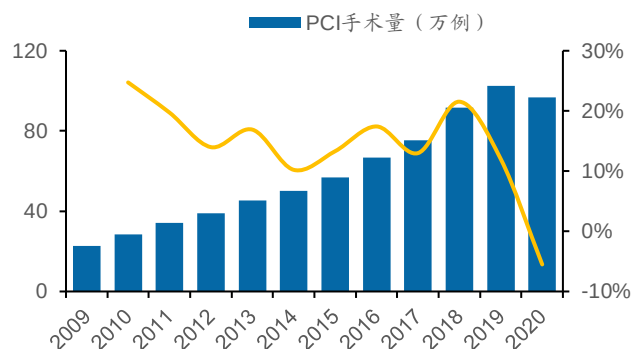
资料来源：wind，公司招股说明书，华安证券研究所

我国冠脉 PCI 手术渗透率仍有较大增长空间。我国冠脉 PCI 手术量自 2009 年的 23 万例增长到 2019 年的 102 万例，过去 10 年的复合增长率在 16.2%，PCI 手术已经治疗冠心病的主要手段，多数县域二级医院已经能够熟练实施该手术。2020 年医保局组织了冠脉支架类产品的全国性带量采购，相关支架价格下降到 700 元左右，远低于集采前的终端价格（1 万左右）。我们认为支架产品价格的下降，居民有充足的支付能力，再加上县域医疗 PCI 手术能力提升，PCI 手术量仍会保持较中高增速增长。根据弗若斯特沙利文预计，我国 2024 年 PCI 总手术量将达到 192.7 万台，2019-2024 年国内的冠脉介入手术量年复合增长率达到 12.1%。

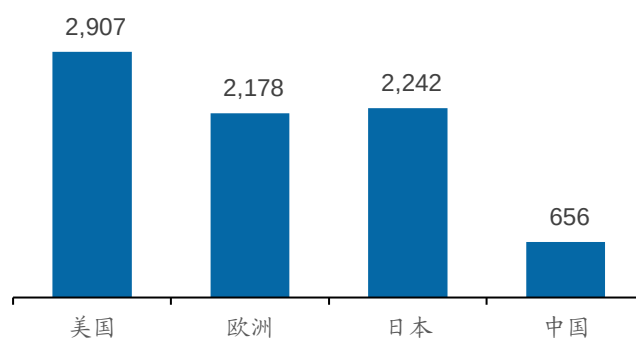
从不同国家冠脉 PCI 手术每百万人手术量来看，中国 2018 年达到 656 人次/百万人，而同期经济更发达的美国 2907 人次/百万人，是中国渗透率的四倍以上，日本约 2242 人次/百万人，约是中国的 3.4 倍，日本的老龄化比中国更严重，未来中国老龄化加深，需要做冠脉 PCI 手术的人群更大，冠脉 PCI 手术渗透率很有可能向日本的水平看齐。

图表 27 我国 PCI 手术量（万例）

图表 28 我国 PCI 手术量渗透率远低于其他发达国家



资料来源：全国介入心脏病学论坛（CCIF 2021），华安证券研究所



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

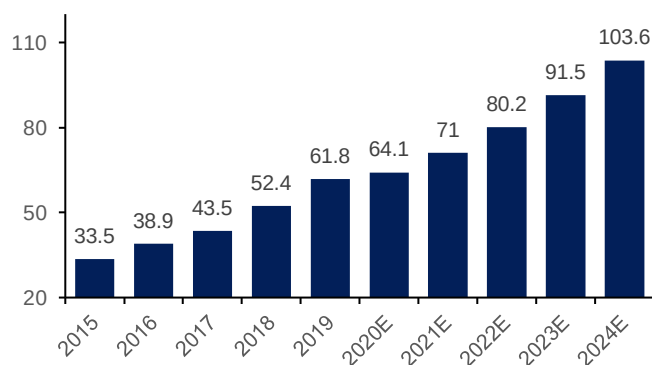
我国冠脉介入器械市场仍保持稳定增长。参考弗若斯特沙利文统计，2019年，我国冠脉介入器械市场规模达到61.8亿，随着企业市场推广和医生教育的加强，整体冠脉介入市场仍保持稳健增长，预计到2024年，中国冠脉介入器械市场规模将翻倍，达到103.6亿（2019-2024年CAGR 10.9%）。

从市场规模上看，除支架类产品外，冠脉通路类产品仍然由外资品牌所主导，国产品牌起步晚，医生操作和使用习惯限制，整体市场占有率较低。在导引导丝、导引导管和微导管领域，国产注册产品不足外资品牌的三分之一。中国冠脉通路类产品销售额排名前三的公司分别是泰尔茂、美敦力、雅培。惠泰医疗在国产厂家中排名位居第三，2019年市场占比为2.0%，整体市场排名第十。

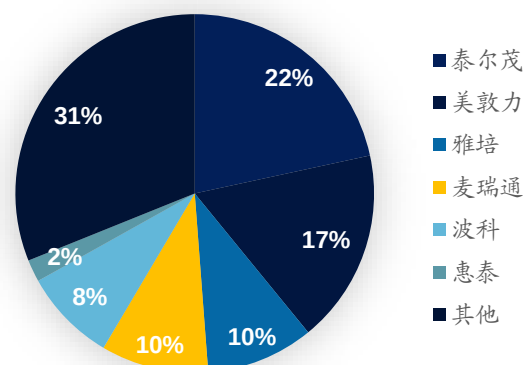
冠脉介入器械市场整体的国产化率还处在较低水平。根据弗若斯特沙利文报告，2019年我国冠脉介入市场国产占比仅为12%。在冠脉支架领域，国产化率已经70%以上，经过带量采购政策后，国产化进一步提升，支架领域国产产品在获批后，通过性价比的优势在全国实现快速渗透，我们认为在冠脉通路产品领域，国产厂家在材料上、工艺上通过近5-10年的积累，与外资品牌的差距越来越小，随PCI手术渗透率提升，国产品牌的市场份额有望显著增长。弗若斯特沙利文预计国产厂商市场规模将从2019年的7.7亿元快速增长至2024年的21.5亿元（2019-2024年CAGR 22.7%），市场份额将从12%稳步上升至21%。

图表 29 我国冠脉介入器械市场规模（亿元，出厂价）

图表 30 我国 2019 年冠脉通路类产品市场格局



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

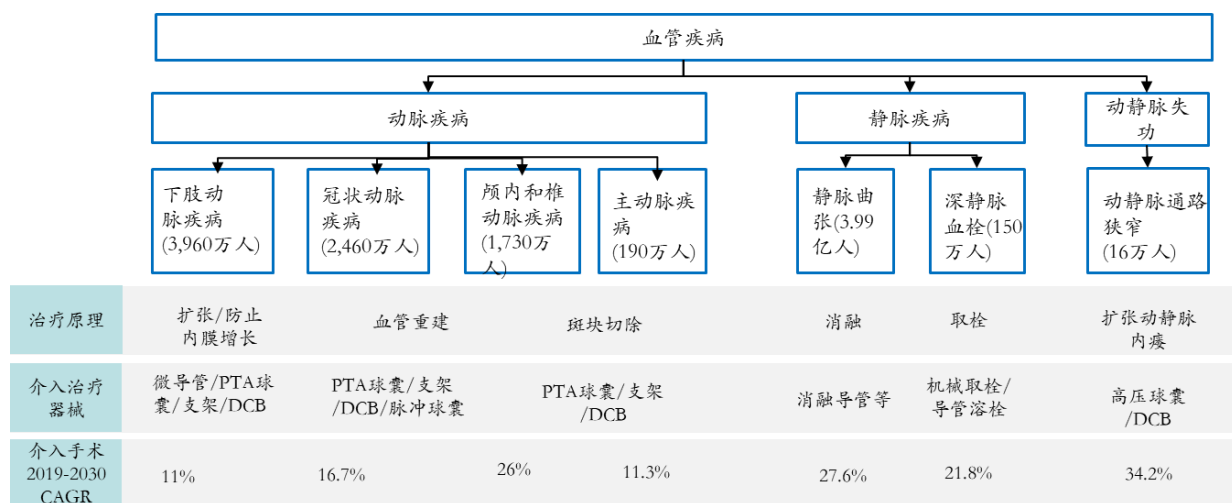


资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

2.3 外周血管介入和神经介入市场仍处于发展初期，前景广阔

血管疾病除了心血管疾病外，还包括颅内血管、外周血管等。血管疾病发病率高，近年来随着我国居民人口结构老龄化加深，居民饮食、生活、工作环境变化有提升的趋势，预计我国总发病人数约 4.8 亿人，其中静脉曲张患病人数最多约 3.99 亿人，其次是下肢动脉疾病约 3,960 万人和冠状动脉疾病约 2,460 万人。随着介入类产品可及性提升、居民支付能力提升，血管疾病介入手术量也会持续快速增长，庞大的患者基数为介入器械孕育更大的市场。

图表 31 血管疾病流行病学统计



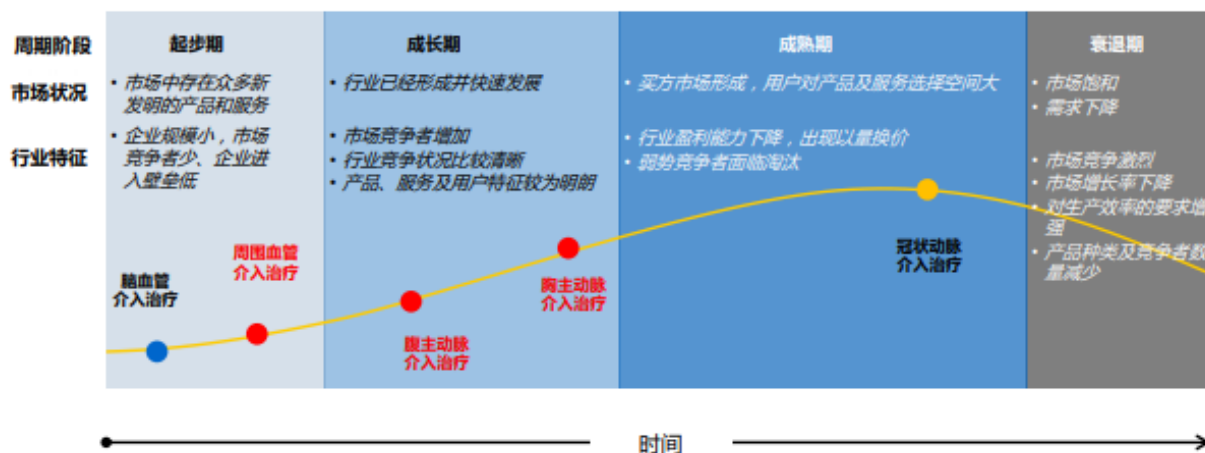
资料来源：wind，先瑞达招股说明书，华安证券研究所

血管介入治疗近年来方法不断进步、适应症逐渐扩大，治疗效果明显提高。多数动脉疾病是由血管粥样硬化导致的动脉狭窄、阻塞或老化。动脉粥样硬化的治疗方法包括药物治疗、传统开放式手术及介入手术。药物治疗通常无法根治，针对严重的病例，必须进行开放手术治疗，而微创介入手术通常引起的并发症少，患者可更快痊愈，且相对于开放式手术便宜，逐渐成为患者及医生的首选。同样静脉疾病领域，新型的介入技术如能量消融术、经皮机械血栓清除术(PMT)也已经成为临床治疗静脉曲张、深静脉血栓的首选方法。

我国的临床实践来看，除了冠脉介入治疗较为成熟外，其他的如主动脉血管介入治疗、外周血管介入治疗、脑血管介入治疗，均处于较初期阶段。

图表 32 中国心脑血管介入治疗发展历程

中国心血管介入治疗市场发展历程概览

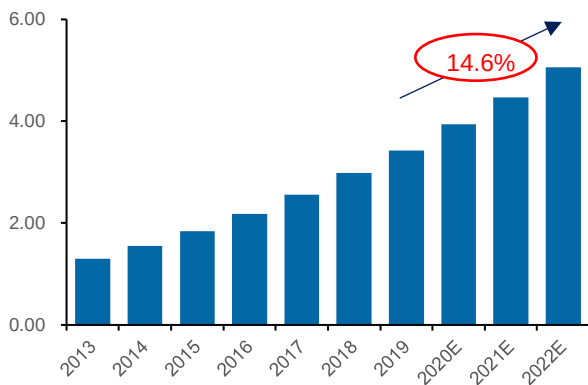


资料来源: 弗若斯特沙利文, 华安证券研究所

从我国外周血管介入手术的增速来看, 增长较为强劲。根据弗若斯特沙利文报告, 中国 2017 年主动脉腔内介入手术量为 2.6 万台, 2013-2017 年复合增长率为 18.5%, 预计未来仍将以 14.6% 的年复合增长率快速增加, 2022 年有望达到 5.1 万台。

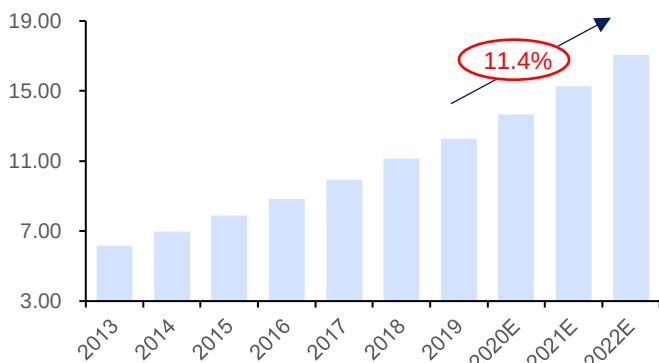
2017 年中国外周动脉介入手术量 9.9 万台, 2013-2017 年复合增长率为 12.7%, 预计未来仍将以 11.4% 的年复合增长率快速增加, 2022 年有望达到 17.1 万台。

图表 33 我国主动脉腔内介入手术数量 (万台)



资料来源: 弗若斯特沙利文(报告名称: 主动脉及周围血管介入器械行业独立市场研究, 2019), 华安证券研究所

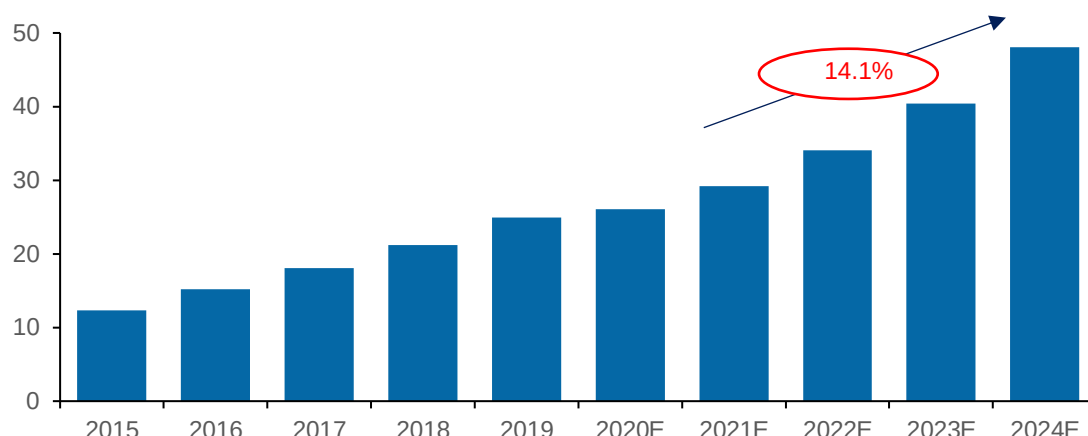
图表 34 我国外周动脉介入手术量 (万台)



资料来源: 弗若斯特沙利文(报告名称: 主动脉及周围血管介入器械行业独立市场研究, 2019), 华安证券研究所

市场规模方面, 我国外周血管介入器械市场规模由 2015 年的 12.3 亿增长至 2019 年的 24.9 亿, 年复合增长率达 19.3%。随着我国对血管类疾病的筛查技术不断发展、临床相关经验的持续积累以及人民健康意识的明显提升, 预计 2019-2024 年周围血管介入器械市场将会保持 14.1% 左右的增长态势, 并在 2024 年达到 48.1 亿的市场规模。

图表 35 外周血管疾病介入器械市场规模预测 (亿元)



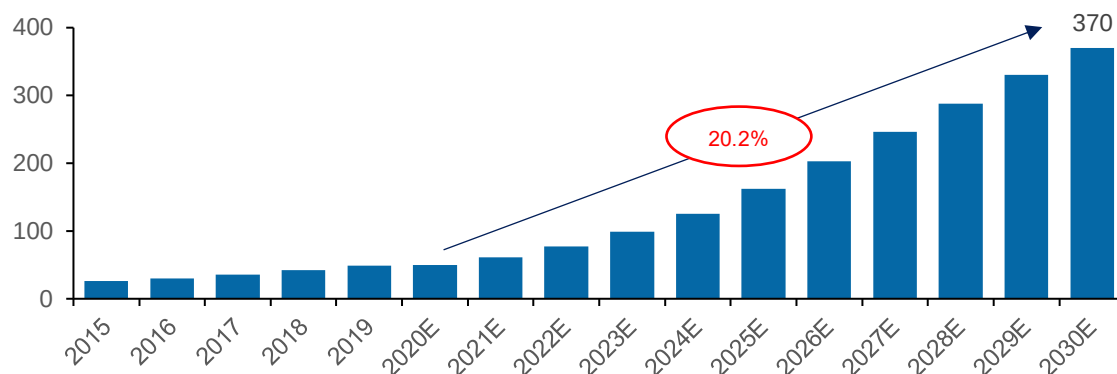
资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

神经介入相较外周血管介入发展更为初期，目前仍处于密集上市期。常见的神经系统疾病包括出血性中风和缺血性脑血管疾病。出血性中风主要是由于脑内血管破裂或脑周围空间出血（其中脑动脉瘤破裂是常见的病因之一）。缺血性脑血管疾病则主要分为短暂性脑缺血发作、急性缺血性中风、颅内动脉粥样硬化疾病等。神经介入手术就是在数字减影血管造影术的支持下，通过股动脉穿刺进行血栓清除术、扩张术和栓塞术，从而治疗病变血管，包括血管内弹簧圈栓塞术、凝块取出支架、扩张支架、球囊扩张导管等术式。

根据《中国心血管健康与疾病报告 2019》，脑血管病是导致我国人口死亡的主要疾病之一，每 5 位死亡者中至少有 1 人死于脑卒中，中国现有脑卒中患者约 1300 万。脑血管疾病尤其是脑卒中疾病负担沉重，危害性大。2019 年国家推出的《健康中国行动（2019-2030 年）》及 2016 年颁布的《医院卒中中心建设与管理指导原则（试行）》等政策均为神经血管疾病治疗的研发提供了支持，包括建立卒中门诊及为省级、市级和地方大医院的卒中急诊开辟绿色通道等。政府不断改善卒中治疗的临床基础设施，支持血管介入医疗器械市场的进一步发展。

根据弗若斯特沙利文对中国神经介入市场的测算，中国的神经介入医疗器械市场规模由 2015 年的人民币 26 亿元增至 2019 年的人民币 49 亿元，年复合增长率为 17.3%，且预计到 2030 年将进一步增至人民币 371 亿元，2020 年至 2030 年的年复合增长率为 20.2%。

图表 36 神经介入器械市场规模预测 (亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文(引用自归创通桥-B 招股说明书)，华安证券研究所

2.4 政策鼓励，国产替代进口正当时

政策鼓励创新医疗器械发展。国务院、国家药监局等不同等级政府部门出台文件，鼓励创新器械发展，如《“十三五”卫生与健康规划》将实行更大范围的国家创新医疗器械报销目录，创新器械优先审评等。介入治疗器械存在较高的技术壁垒，我国国产品牌发展相对较慢，神经介入、外周血管介入市场存量规模小，还需要更多培育，目前仅有技术发展较为成熟的冠脉支架产品完成了进口替代，其他血管通路类产品尚存在较大的进口替代空间，有望后续国产化逐步提升。

图表 37 重要的政策文件

时间	部门	文件名称
2017 年 1 月	国务院	《“十三五”卫生与健康规划》
2016 年 10 月	国家药监局	《医疗器械优先审批程序》
2017 年 5 月	国家药监局	《关于鼓励药品医疗器械创新加快新药医疗器械上市审评审批的相关政策征求意见稿》
2018 年 11 月	国家药监局	《创新医疗器械特别审查程序》
2019 年 12 月	国家药监局	《免于进行临床试验医疗器械目录》
2019 年 12 月	国家药监局	《医疗器械附条件批准上市指导原则》

资料来源：wind，公司招股说明书，华安证券研究所

带量采购政策持续推进，助推患者医疗负担下降，提高产品渗透率，利好产品梯队丰富的龙头厂商。自 2019 年国务院发布《治理高值医用耗材改革方案》起，高值耗材带量采购政策陆续在不同的品种中执行，如 2020 年全国范围内带量集采的冠脉支架、2021 年全国范围内带量集采的人工关节，以及各省或联盟组织的留置针、人工晶体、脑膜等品种的集采。2022 年 3 月，国家医保局公布由福建省将牵头负责心脏电生理的集采。2022 年 5 月，福建省医保局发布《心脏介入电生理类医用耗材产品信息采集工作的通知》，覆盖心脏电生理手术所有细分耗材品类，预计集采细则及参与集采的联盟省份也会随即公告。带量采购政策的初衷是降低高值医用耗材虚高价格、实施高值医用耗材医保准入价格谈判，实现“以量换价”。没有带量采购政策前，企业需要每家医院逐一推广入院，入院效率低、产品也难以快速渗透到基层。带量采购政策的推行，降低终端价格，减轻患者医疗负担，中标产品也能够快速进

入各地医院，企业也能够凭借后续良好的产品梯队，实现市场占有率提升。

国产性能提升，行业扩容过程中，增速有望更快。过去国产器械一直在走一条追赶外资品牌的路，近些年行业内也出现了一些研发积累充足、产品力优秀的国产，同类国产产品不断上市。产品性能可与外资同台竞技，在某些方面产品性能甚至优于外资竞品。以惠泰医疗冠脉通路产品中微导管为例，公司产品规格多于外资竞争对手，可以更充分地满足不同的临床需求，同时公司拥有 1.7F 为市面上尺寸最小的规格，并采用大腔设计。

而且无论是电生理市场还是血管介入，我国国产化占比都比较低，即使是冠脉介入较成熟的领域里冠脉通路类产品，国产化率仅 12%。这些行业本身处于渗透率提升，行业快速增长阶段，国内企业在突破技术瓶颈后，更易在销售服务、产品规格、产品价格等方面，满足不同等级医院临床医生的多元化需求，实现比外资品牌更快的增长速度。

3 电生理+血管介入双轮驱动，竞争优势突出

3.1 电生理：公司产品由二维向三维电生理标测系统升级

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、漂浮临时起搏电极导管市场准入并进入临床应用的国产厂家，先发优势大，公司电生理板块整体收入从 2017 年 0.97 亿元，增长到 2019 年的 1.73 亿元，2020 年受到疫情影响而增速略有下降，2021 年上半年从疫情中恢复后，电生理板块延续了过去的快速增长，2021 年全年实现约 2.33 亿元，同比增长 46.38%。

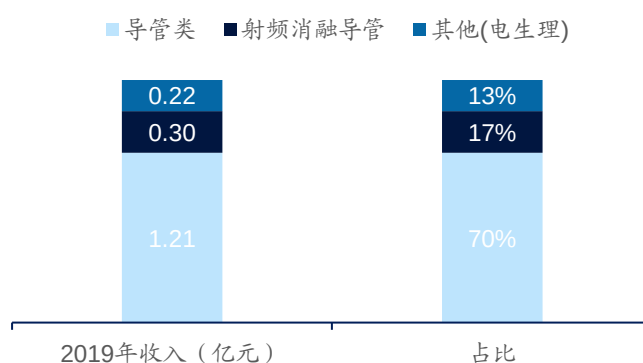
具体看电生理板块产品，2019 年电生理实现收入 1.73 亿元，同比增长 45%。其中电生理电极导管占比超过 70%，射频消融导管占比为 17%。公司子公司上海宏桐主要经营电生理设备，2021 年共实现营业收入 2,595.96 万元，同比 2020 年增长 146.41%。

图表 38 公司电生理历年收入增长情况



资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

图表 39 2019 年公司电生理产品收入结构



资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

公司的电生理电极导管主要是 Triguy 系列电生理电极导管，主要与多道电生理记录仪配合使用，记录心脏内电生理号，用于对心律不齐进行评价。公司的电生理电极导管具有头端圆滑设计避免损伤心肌组织、特有安全线和凸台设计提升安全性、多密度钢丝编织保证良好的推送及扭转性能、满足不同临床需求的多种导管弯形设

计等特点。

目前共有 7 家国产企业（13 个注册证）与 4 家外资企业（29 个注册证）在国内注册了标测导管产品，其中惠泰医疗、微创电生理、强生、圣犹达、美敦力的产品线较为丰富。

图表 40 公司电生理标测电极导管与市场上主要产品比较

公司名称	商品名	管径	电极数	有效长度 (cm)	弯形种类	管身加工
惠泰医疗	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	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	挤塑、编织
雅培	Inquiry/aig	4F/5F/6F/7F	2/4/6/8/10/20 等	60/65/95/110/115/120	可调弯、固定弯	挤塑、编织
微创	EasyFinder EasyLoop	5F/6F	2/4/6/8/10 等	60/92/115	可调弯、固定弯	挤塑、编织

资料来源：wind，公司招股说明书，华安证券研究所

2021 年 1 月，公司取得了三维心脏电生理标测系统和磁定位冷盐水灌注射频消融电极导管的国内注册证。公司拥有全套的三维电生理设备和耗材，磁定位消融导管搭配三维电生理系统，可以将心电信号与心腔内的解剖结构结合在一起，减少 X 射线使用量，践行绿色电生理理念，对医生也更友好。

而且，公司的三维心脏电生理标测系统，不仅在系统定位技术上采用了国际先进的磁电融合定位方式，还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，极大的提高了手术效率，将心脏电生理标测系统的发展推向了一个新高度。

图表 41 公司三维电生理标测系统与市场上主要产品比较

公司名称	商品名	导航原理	兼容非磁定位导管	呼吸补偿功能	单/双极电压标测	快速多电极标测	多道电生理记录仪功能	感应导管支持	内置刺激仪功能	自定义操作界面	导管快接功能	设备尺寸
惠泰医疗	HT900	磁电融合	√	呼吸补偿/门控	√	√	√	√	√	√	√	紧凑
强生	Crato 3 System	磁电融合		呼吸补偿/门控	√	√		√		√	√	紧凑
波士顿科学	Rythmia	磁电融合	√	不详	√	√	不详			不详		较大
圣犹达	EnSite Velocity	电场	√	呼吸补偿	√	√				√		较大
微创电生理	哥伦布	磁场		呼吸门控								较大
锦江电子	3Ding	电场	√	滤波处理			√		√			较大

资料来源：wind，公司招股说明书，华安证券研究所

公司后续在研管线中，压力感应消融导管值得期待。该产品是在公司 Triguy 射频消融导管的基础上开发，具有优异的操控性与安全性，光纤压力感应技术属于国内首创，具有高度精确性和稳定性，目前在创新器械特别审批通道，预计 2023 年获得注册证。而且同类产品里，国内目前仅有雅培和强生的产品在国内上市，预计公司该产品上市后，配合公司三维电生理标测设备、磁定位冷盐水灌注射频消融电极

导管、压力感应消融导管、标测电极导管以及在研中的磁电定位高密度标测导管打包，成为足以和外资品牌正面竞争的一站式解决方案。

图表 42 公司压力感应消融导管与市场上已上市产品比较

公司名称	商品名	管径	电极间距	定位方式	压力感应原理	弯形种类
惠泰医疗	在研	7.5F	1-6-2	电定位	光学原理	DD、FF
强生	Smarttouch	8F	1-6-2	电磁结合	电磁感应原理	D、F、J、DD、FF、JJ、FJ、DF
雅培	Tacticath	7F	2-5-2	电定位	光学原理	D、F

资料来源：wind，公司招股说明书，华安证券研究所

公司收购子公司上海宏桐少数股权，提升对子公司的控股比例，加速在电生理设备领域发展。2022 年 6 月 14 日，公司公告收购控股子公司少数股东股权，拟使用自有资金 5.86 亿元分两步收购子公司上海宏桐 37.33% 的少数股权，股权估值 15.69 亿元，收购完成后公司将持有上海宏桐 100% 股权。2021 年三维电生理标测设备获批上市后，公司当年在近 200 家医院完成三维电生理手术 600 余例，2022 年 1-5 月完成 1000 余例，目前正处于快速市场拓展和增长阶段。公司将通过对少数股权收购，增强与子公司上海宏桐在业务战略、产品战略、市场战略方面的协同性。收购后也有望加快推进三维电生理设备的投放，带动电生理耗材产品放量，从而促进电生理板块业务高速发展。

图表 43 子公司上海宏桐经营数据

单位：万元	2020 年	2021 年	2022 年 1-4 月
营业收入	1053.50	2595.96	897.18
营业成本	585.30	1644.34	624.02
营业利润	-1410.40	-3103.80	-1348.43
利润总额	-1410.40	-3103.80	-1348.43
净利润	-1410.40	-3103.80	-1348.43

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

3.2 血管介入：冠脉通路类产品高速增长，外周和神经介入成为新的增长点

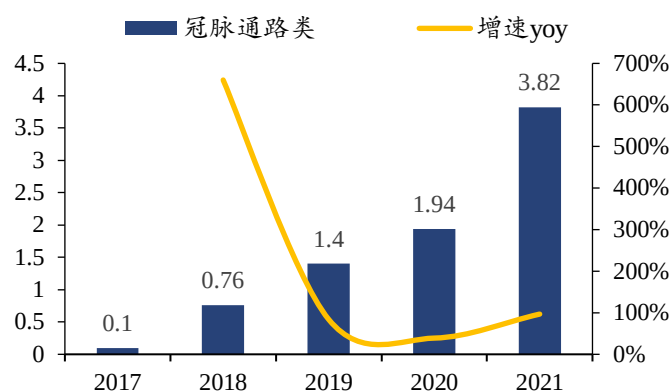
公司 2013 年收购湖南埃普特，开始布局冠脉通路业务。公司的冠脉通路产品最早于 2015 年上市，以造影导丝、造影导管等技术门槛相对较低的产品为突破口，逐步打造了冠脉通路类导引导管、导引导丝、微导管和导引延伸导管等品类齐全的冠脉产品格局。其中，公司自主研发的导引延伸导管、微导管（冠脉应用）、可调阀导管鞘（导管鞘组）、薄壁鞘（血管鞘组）均为国内首个获得产品注册证的国产产品。

公司冠脉通路类产品从 2017 年 0.1 亿元增长到 2020 年的 1.94 亿元，2021 年公司实现收入约 3.82 亿元，同比增长 96.8%，继续强劲增长。目前公司仍处于快速开拓市场阶段，市场份额仍较低，在 2019 年我国整体市场中排名第 10，在国产厂商中排名第三。

具体看公司冠脉通路类产品结构，2019 年该板块总收入 1.40 亿元，其中 30% 来自微导管、20% 来自球囊导管，15% 来自造影导丝、10% 来自造影导管。从量价关系来看，公司冠脉通路产品价格稳定，微导管和球囊导管相对价格较高，收入快速

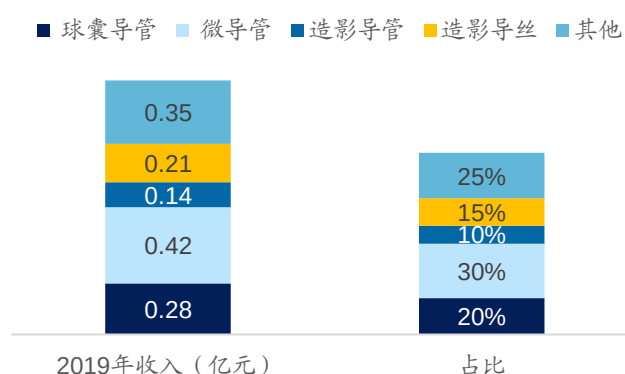
增长主要是销量的迅速释放,尤其是2018年公司微导管产品进入市场后,带动了整个冠脉通路产品的收入增长。

图表 44 公司冠脉通路板块历年收入增长情况



资料来源: wind, 招股说明书, 华安证券研究所

图表 45 2019 年公司冠脉通路板块收入结构



资料来源: wind, 招股说明书, 华安证券研究所

微导管市场份额提升空间大

微导管主要是用于治疗冠状动脉慢性完全闭塞 (CTO) 时为造影导丝提供支撑并穿过血栓。微导管的特点是壁薄、外径小, 公司微导管产品最小管径为 1.7F, 是目前上市产品中管径最小的一个规格。相较同行产品, 公司的微导管规格多样, 方便临床不同程度的需求, 也适用于冠脉和外周血管, 性能优异。

2018 年和 2018 年, 公司微导管分别贡献收入约 0.37 亿元和 0.42 亿元。中国国内微导管市场主要由日本及美国的公司占主导地位, 2018 年外资品牌的总市场份额为 94.7%, 国产厂家的份额非常低, 我们看好公司微导管产品在性能上、规格上优于同行的优势而快速提升份额。

图表 46 公司微导管产品与已上市产品比较

公司名称	管径	长度 (cm)	主要成型方式	材料
惠泰医疗	1.7F/1.9F/2.1F/2.4F/2.6F/2.7F	110/130/150/170	热成型	聚四氟乙烯, 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
泰尔茂	1.8F	130/150	热成型制管成型	聚四氟乙烯, 305 不锈钢、聚氨酯、嵌段聚酰胺、PVP 亲水涂层、聚碳酸酯、铂铱合金
ASAHI	2.6F	135/150	热成型制管成型	聚四氟乙烯, 钨、SUS 不锈钢、镍钛合金、亲水涂层
麦瑞通	2.4F/2.8F/2.9F	110/130/150	热成型制管成型	聚四氟乙烯, 聚酰胺、亲水涂层

资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

图表 47 公司微导管产品图示

Instantpass 1.7F

- ▷ 市面最小规格冠脉微导管，通过性极佳，心外膜侧支循环首选
- ▷ 170cm超长规格，满足极度迂曲血管及特殊身形患者的需求

Instantpass 1.9F

- ▷ 极小的工作外径，微导管在血管内游刃有余
- ▷ 管身渐细设计，可实现更强的狭窄病变通过能力

Instantpass 2.6F

- ▷ 长锥形头端设计，易于寻径微通道
- ▷ 管身双层加强结构，超强支撑，主动扩张狭窄病变



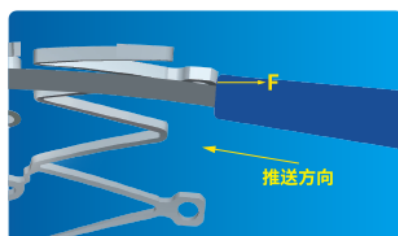
资料来源：公司官网，华安证券研究所

球囊导管受益于集采政策，快速放量

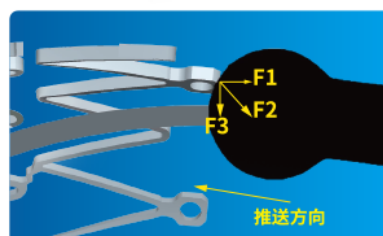
公司的球囊导管，主要包括 PTCA 球囊导管和后扩张 PTCA 球囊导管，分别用于支架植入前的血管预扩张与植入后提高支架贴壁效果。公司后扩张球囊导管采用专利球形头端设计，减少通过支架时的阻力，便于球囊滑过支架梁，头端含钨设计，在 X 光机下可视度高。

图表 48 公司后扩张 PTCA 产品图示

头端半球面设计，避免与支架梁发生对顶现象，可直接滑过支架梁



传统头端球囊顶住支架梁
球囊不能顺利到位



球形头端球囊可直接滑过支架梁
球囊可以一步到位



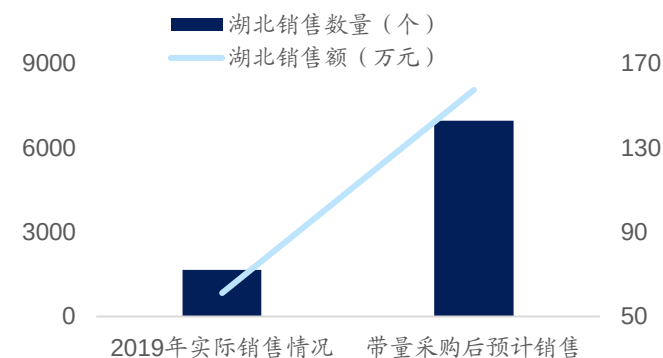
专利球形头端，减少通过支架时的阻力

头端含钨设计，X光机下高清可视

资料来源：公司官网，华安证券研究所

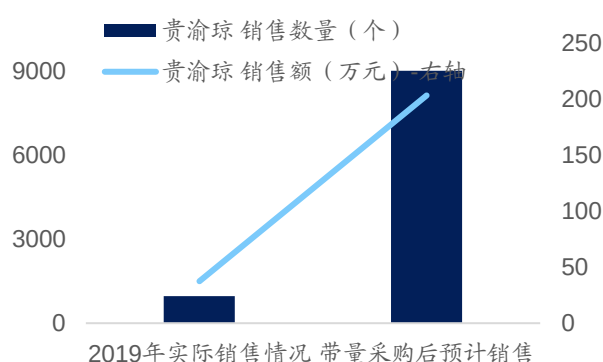
公司球囊导管受益于集采，快速放量。目前也在湖北、贵州、重庆和海南地区、七省联盟的带量采购中均中标（子公司湖南埃普特）。从中标结果看，公司销售单价较上年出厂价平均下降 35%-40%，但在湖北与贵渝琼三省的约定销售量分别同比增长 316.7%和 829.75%，预计销售额分别增长 157.47%和 442.87%，公司相应产品的收入均有所上升。而且公司也希望能够借集采产品进入更多的医院，从而扩大销售网络，带动其他产品的进院上量。

图表 49 公司球囊导管湖北集采后销量、收入预计



资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

图表 50 公司球囊导管贵渝琼集采后销量、收入预计



资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

冠脉通路类产品，除了微导管、球囊导管，公司的造影导管和造影导丝也同样有很大增长潜力。近年来公司又增加了导引导丝、导引导管等产品，产品不断丰富。我们认为，公司冠脉通路领域产品线布局完整和产品性能优秀，公司将受益于行业扩容，且叠加进口替代的行业逻辑，业绩增速预期将显著高于行业平均水平。

外周和神经介入成为新的增长点

公司在血管介入领域的研发重心是要把通路类产品做到极致。目前公司产品组合清晰，专注于通路类高值耗材的研发，未来公司在血管介入领域完善的产品布局，为终端客户提供完整的“一站式”产品采购、配送和售后维护解决方案，从而提升客户黏性。

公司已经实现冠脉通路产品的产业化，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，并布局神经介入类产品，这两个细分领域均有望成为公司新的业绩增长点。2019-2021 介入产品收入分别为 3290 万元、6588 万元和 1.19 亿元，占公司总收入比例分别为 8.15%、13.74%和 14.39%。而且，在研产品中，胸主动脉支架（TAA）正在临床试验阶段，预计 2024 年获批，届时公司将实现从通路类到治疗类产品拓展。

3.3 公司在研产品布局未来技术，升级现有产品

公司在研管线丰富，截至 2021 年底，公司年报披露在研共有 26 个在研项目，其中 10 个属于电生理领域，16 个属于血管介入器械领域。其中较为重要的是电生理领域的 PFA 导管（脉冲消融导管、脉冲消融发生器）、压力感应消融导管、磁电定位高密度标测导管。

电生理产品技术迭代特点突出，公司除着力发展射频导管消融外，也大力投入

脉冲消融 (PFA)。从消融技术路径看,目前应用较为广泛的射频消融,其次是冷冻消融和脉冲消融。脉冲消融相对在房颤的临床应用上较晚,2020年云南省阜外心血管病医院成功完成了首例脉冲房颤消融(PFA)手术。三维电生理标测系统更普遍应用后,医生更愿意在无X射线的环境下手术,尽管冷冻消融手术相对对初级医生学习难度小,但冷冻消融应用范围较窄,行业内经验丰富的外科医生也普遍使用射频消融。脉冲消融作为近几年发展的技术,强生、美敦力、波士顿科学等国际大厂也纷纷加大对脉冲消融的研发,我国国内企业如锦江电子、微创电生理、诺茂医疗等也在加大对脉冲消融技术的投入。惠泰医疗在成功推出三维电生理标测系统后,也把在研的脉冲消融导管项目优先级提到更前的位置,公司在研有三款脉冲消融产品,目前已完成注册检验。

血管介入类产品核心是原材料和生产工艺的把控,技术迭代特点不强。公司的在研产品则是注重产品线的丰富度,提供一揽子的解决方案,来增加客户粘性。

图表 51 公司重要在研产品线 (截至 2022 年 6 月)

序号	项目名称	进展或阶段性成果	具体应用前景
1	导丝 (SCG)	注册审评阶段	介入血管内引导配合器械插入血管并定位
2	导丝 (WCG)	注册审评阶段	介入血管内引导配合器械插入血管并定位
3	导丝 (SPG)	注册发补阶段	介入血管内引导配合器械插入血管并定位
4	溶栓导管	注册检验阶段	用于外周血管溶栓治疗
5	血管鞘组	注册检验阶段	用于介入手术血管穿刺,建立通道
6	球头球囊扩张导管	注册检验阶段	用于冠状动脉血管狭窄或闭塞病变治疗
7	通路器械产品迭代	注册检验阶段	血管介入手术
8	冷盐水灌注泵	注册检验阶段	心脏消融手术
9	HIERS 高集成度电生理记录系统	注册检验阶段	心脏电生理手术, PTCA, 起搏器植入等心脏介入手术
10	磁电定位环形标测导管	注册检验阶段	心脏电生理标测
11	高压脉冲消融系统	注册检验阶段	消融手术
12	环形脉冲消融导管	已完成注册检验	心脏消融手术
13	磁电定位高密度标测导管	已完成注册检验	心脏电生理标测
14	磁定位压力感应射频消融导管	完成注册检验,推进临床试验	心脏消融手术
15	压力感应消融导管	临床试验阶段,获得“NMPA 创新产品”认定,进入特别审批通道 (201800055)	应用于射频消融,治疗快速性心律失常
16	带压力感应的射频消融仪	临床试验阶段	应用于射频消融,治疗快速性心律失常
17	胸主动脉支架 (TAA)	临床试验阶段(随访)	胸主动脉夹层、动脉瘤介入治疗
18	腔静脉滤器	临床试验阶段	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
19	导引鞘	已获得注册证	外周介入手术中,器械输送
20	远端栓塞保护系统	已获得注册证	颈动脉扩张手术中,防止栓子脱离流动到血管远端
21	经颈静脉肝内穿刺器械	已获得注册证	肝内穿刺术
22	亲水涂层造影导管	已获得注册证	血管介入手术
23	造影球囊	已获得注册证	血管介入手术
24	一次性可调弯标测导管	已获得注册证	心脏的电生理检查
25	PTA 球囊扩张导管 (0.018" 普压)	已获得注册证	用于外周血管狭窄或闭塞的介入治疗
26	PTA 球囊扩张导管 (0.035" 普压)	已获得注册证	用于外周血管狭窄或闭塞的介入治疗

资料来源:wind,公司公告,华安证券研究所

公司经过近 20 年的探索与积累,掌握了多项核心生产工艺及产品开发技术,通过打造行业领先的自主生产制造平台、电生理系统技术平台及产品结构创新,形成了自身的核心技术优势,这些技术平台是公司能够不断拓展产品边界的根本。

图表 52 公司核心技术

序号	技术类型	核心技术	技术先进性及具体表征
1	核心工艺	钢丝网加强挤出技术	该技术对挤出设备要求高，需要对口模、芯模进行特殊设计，控制参数复杂，需要大量的经验积累。传统的钢丝网加强管通过流变工艺实现，成本高、效率低且工艺不稳定，公司研发的钢丝网加强挤出技术显著提高了钢丝网加强管质量的稳定性，将生产效率提升约 10 倍同时大幅降低生产成本。
2	核心工艺	异种合金对接技术	公司开发了可以工业化应用的异种金属丝连接技术及相应生产设备，解决了不同类型金属丝焊接脆性大的问题。该技术处于国际领先水平，市面上仅有一种使用类似技术的产品。
3	核心工艺	亲水涂层技术	亲水涂层技术广泛应用在血管介入医疗器械领域，该技术机理复杂，对材料级别及固化残留纯度要求高、验证周期长，且产业规模化难度大。公司在医用聚合物及医用金属两种基底表面自主开发了 PVP 及 PVM/MA 两种体系亲水润滑涂层配方，打破了外资公司在该技术领域的垄断。
4	技术平台	双模式电生理导航标测系统	磁电融合导航技术是目前市场上最先进的介入手术导航方法，该技术可以兼顾临床对耗材成本和导航精度要求，目前尚无国产品牌推出相关产品。
5	技术平台	高频功率发生平台	该模块功率输出效率高，功率调整响应速度快，自主功能完善，结构紧凑，在不同治疗系统应用场景中易于整合的优点。

资料来源：wind，公司招股说明书，华安证券研究所

4 公司盈利预测与估值

4.1 公司业绩拆分与估值对比

公司产品种类，主要分为：（1）电生理，（2）冠脉通路类，（3）介入类，（4）OEM 和其他业务。核心收入来自冠脉通路产品和电生理产品，从增长动力上看冠脉通路类和外周介入类产品增速更高。

关键假设：

（1）公司电生理板块产品主要是标测导管、消融导管和其他新产品。公司 2021 年初批准的三维电生理标测设备和磁定位冷盐水灌注射频消融导管均是重磅产品，一次性使用可调弯标测电极导管于 2022 年 6 月获得注册证，压力感应消融导管预计 2023 年获 NMPA 注册证。

随着公司标测系统在医院投放数量增加，带动公司三维手术标测和消融导管使用量增加，预计公司电生理产品收入端能够保持高速增长，2022-2024 年增速区间在 40-60%。

（2）公司冠脉通路产品线全面覆盖 PCI 手术所需血管通路类耗材，包括微导管、球囊导管、造影导丝、造影导管、导引导管、导引导丝等，且产品性能可与泰尔茂、美敦力等外资品牌竞争。目前国内冠脉通路类耗材的国产化率还比较低（12%），我们认为随着 PCI 手术的基层下沉，在冠心病人群中的渗透率提升，PCI 手术量会持续增长，叠加球囊类产品的带量采购政策，公司有望进入更多的医院，带动其他通路类耗材收入的增长，我们预计 2022-2024 年增速区间在 25-30%。

（3）公司介入类产品线上市时间较短，2019 年开始有产品上市销售，近两年不断推出新产品，介入类产品线逐渐丰富，主要产品包括微导管、造影导丝、造影导管等。公司介入类产品基数低，且新产品不断推出，我们预计公司介入类业务收入 2022-2024 年增速区间维持在 40-60%。

（4）公司 OEM 和其他业务方面，并非公司核心业务。随着公司核心业务（自

有品牌的电生理及血管介入医疗器械的研发、生产和销售）的快速增长，OEM 业务比例可能会逐渐降低，我们预计公司 2022-2024 年 OEM 业务增速在 30%左右。

综上，我们预计公司 2022-2024 年收入端分别实现 11.45 亿元、15.86 亿元和 21.72 亿元，同比增速分别达 38.2%、38.5%和 36.9%；2022-2024 年归母净利润端预计分别实现 2.71 亿元、3.74 亿元和 5.24 亿元，同比增速分别达 30.4%、38.0%和 40.0%，保持高速增长。

图表 53 收入预测（亿元）

单位：亿元	2019	2020	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4.04	4.79	8.29	11.45	15.86	21.72
yoy		18.56%	73.07%	38.18%	38.53%	36.91%
电生理类	1.73	1.59	2.33	3.39	5.19	7.64
占比		33.19%	28.11%	29.61%	32.70%	35.17%
yoy			46.54%	45.50%	53.00%	47.25%
冠脉通路类	1.40	1.94	3.82	4.97	6.29	7.95
占比		40.50%	46.08%	43.40%	39.63%	36.62%
yoy			96.91%	30.10%	26.49%	26.53%
介入类	0.33	0.66	1.19	1.90	2.86	4.14
占比		13.78%	14.35%	16.63%	18.00%	19.07%
yoy			80.30%	60.00%	50.00%	45.00%
OEM	0.55	0.59	0.89	1.16	1.50	1.96
占比		12.32%	10.74%	10.10%	9.48%	9.00%
yoy			50.85%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	0.03	0.01	0.06	0.03	0.03	0.03

资料来源：wind，华安证券研究所

可比公司估值

惠泰医疗业务主要包括心脏电生理和冠脉通路介入医疗器械，也布局神经介入和外周血管介入。参考血管介入类公司心脉医疗、佰仁医疗，以及医疗设备类公司迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜、海泰新光等标的，截至 2022 年 8 月 2 日收盘，可比公司对应 2022 年的预期 PE 平均水平约为 73 倍，2023 年约为 48 倍。

图表 54 可比公司估值情况

公司名称	代码	市值**（亿元人民币）	归母净利润（亿元）				PE（倍）		
			21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E
迈瑞医疗*	300760.SZ	3,491.83	80.02	99.07	121.14	146.62	35.25	28.82	23.82
开立医疗	300633.SZ	165.33	2.47	2.96	3.77	4.83	55.85	43.85	34.23
海泰新光	688677.SH	78.73	1.18	1.71	2.29	3.1	46.04	34.38	25.40
澳华内镜*	688212.SH	63.84	0.57	0.55	0.91	1.42	116.08	70.16	44.96
心脉医疗	688016.SH	104.10	3.16	4.28	5.75	7.55	24.32	18.10	13.79
佰仁医疗	688198.SH	162.81	0.51	1.01	1.75	2.96	161.20	93.03	55.00
平均							73.12	48.06	32.87
惠泰医疗*	688617.SH	129.29	2.08	2.71	3.74	5.24	47.70	34.57	24.69

资料来源：wind，华安证券研究所

注：**市场选取 2022 年 8 月 2 日收盘市值水平，*为华安证券覆盖标的，其他公司数据取自 Wind 一致预测

4.2 投资建议：电生理+血管介入国产龙头公司，首次覆盖，“买入”评级

心脏电生理：市场规模近 200 亿，国产占有率低，进口替代空间大

受老龄化加剧，心率失常患者人群扩大，电生理手术量预计从 2019 年的 18 万例，增长到 2024 年的 38 万例，带动对电生理器械行业的需求快速增长，预计 2024 年我国电生理器械行业规模达到 187.8 亿元，近五年复合增长率约 32%。相对外资品牌而言，国产品牌进步晚，市场占有率低（小于 10%），国产产品的替代空间广阔，优秀的国产品牌将充分受益。

血管介入：冠脉通路类稳定增长，外周和神经介入成为新的增长点

2019 年，我国冠脉介入器械市场规模达到 61.8 亿，随着企业市场推广和医生教育的加强，PCI 手术渗透率的提升，整体冠脉介入市场仍保持稳健增长，预计到 2024 年，中国冠脉介入器械市场规模将翻倍，达到 103.6 亿（2019-2024 年 CAGR10.9%）。

外周和神经介入均属于相对较初期的行业，行业处于快速发展期，是血管介入行业新的增长点。我们认为随着我国对血管类疾病的筛查技术不断发展、临床相关经验的持续积累以及人民健康意识的明显提升，预计到 2024 年外周介入器械市场规模达到 48.1 亿（2019-2024 年 CAGR14.1%），2024 年神经介入器械市场规模达到 125 亿（2019-2024 年 CAGR20.6%）。

公司是电生理和冠脉通路产品双龙头国产品牌

惠泰医疗在电生理和冠脉通路领域深耕近 20 年，2019 年公司在电生理医疗器械国产品牌中市场份额排名第一，在冠脉通路医疗器械国产品牌中市场份额排名第三。在电生理领域，公司 2021 年新推出三维电生理标测导航系统，在三维电生理设备和耗材领域，有望加速替代进口品牌，预计公司电生理产品收入端能够保持高速增长，2022-2024 年公司电生理业务增速区间在 40-50%；在冠脉通路领域，公司产品品类丰富，成本优势大，借集采中标，实现其他通路产品快速入院，预计随着 PCI 手术的基层下沉，在冠心病人群中的渗透率提升，2022-2024 年公司冠脉通路类业务增速区间在 25-30%。

公司拓展外周和神经介入领域，延伸产品边界，不断进入新的高增长赛道

公司已经实现冠脉通路产品的产业化，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，同时布局神经介入类产品。外周介入和神经介入，行业快速扩容，预计这两个细分领域将成为公司新的业绩增长点。2019-2021 年公司介入产品收入分别为 0.33 亿元、0.66 亿元和 1.19 亿元，2020-2021 年 CAGR 约 90%，预计未来介入类增速仍维持在较高水平，我们预计 2022-2024 年增速区间维持在 40-60%。而且，公司在研产品中，胸主动脉支架（TAA）正在临床试验阶段，预计 2024 年获批，公司未来也将借此产品从通路类拓展到治疗类产品。

综上，公司是国产电生理和血管介入的头部企业，并积极拓展外周和神经介入领域。公司凭借丰富的产品线，优秀的产品性能和显著价格优势，不断扩大市场份额，我们预计公司 2022-2024 年收入端分别实现 11.45 亿元、15.86 亿元和 21.72 亿元，同比增速分别达 38.2%、38.5%和 36.9%；2022-2024 年归母净利润端预计

分别实现 2.71 亿元、3.74 亿元和 5.24 亿元，同比增速分别达 30.4%、38.0%和 40.0%，保持高速增长。基于公司在心脏电生理和血管介入领域不断推出新产品，国产替代产业背景下，优质赛道的龙头公司，建议重点关注，首次覆盖，给予买入评级。

风险提示：

产品集采后，中标价格击穿出厂价风险。

在研产品临床、商业化推进不及预期。

市场竞争加剧风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1553	1717	2119	2668	营业收入	829	1145	1586	2172
现金	310	334	555	915	营业成本	253	347	482	654
应收账款	34	114	88	178	营业税金及附加	8	11	16	22
其他应收款	9	5	17	13	销售费用	196	269	373	510
预付账款	19	24	34	46	管理费用	55	74	102	137
存货	263	322	507	598	研发费用	1	-8	-9	-16
其他流动资产	918	918	918	918	财务费用	-10	-2	-2	-2
非流动资产	460	542	598	656	公允价值变动收益	22	0	0	0
长期投资	45	63	83	104	其他净收益	11	11	16	22
固定资产	208	274	319	358	营业利润	223	300	415	580
无形资产	32	26	11	1	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	175	179	185	193	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2013	2259	2717	3324	利润总额	222	300	415	580
流动负债	195	241	333	426	所得税	27	35	48	67
短期借款	16	11	6	3	净利润	195	266	367	513
应付账款	21	20	38	40	少数股东损益	-13	-5	-7	-10
其他流动负债	157	210	288	383	归属母公司净利润	208	271	374	524
非流动负债	27	27	27	27	EBITDA	241	326	449	613
长期借款	10	10	10	10	EPS (元)	3.19	4.07	5.61	7.85
其他非流动负债	17	17	17	17					
负债合计	222	268	360	454	主要财务比率				
少数股东权益	13	8	0	-10	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
股本	67	67	67	67	成长能力				
资本公积	1268	1268	1268	1268	营业收入 (%)	72.8%	38.2%	38.5%	36.9%
留存收益	443	648	1022	1545	营业利润 (%)	86.3%	35.0%	38.0%	40.0%
归属母公司股东权	1778	1983	2356	2880	归属于母公司净利	87.7%	30.4%	38.0%	40.0%
负债和股东权益	2013	2259	2717	3324	获利能力				
					毛利率 (%)	69.5%	69.7%	69.6%	69.9%
					净利率 (%)	25.1%	23.7%	23.6%	24.1%
					ROE (%)	11.7%	13.7%	15.9%	18.2%
					ROIC (%)	9.9%	12.3%	14.5%	16.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	11.0%	11.9%	13.3%	13.7%
					净负债比率 (%)	12.4%	13.5%	15.3%	15.8%
					流动比率	7.98	7.13	6.37	6.26
					速动比率	6.51	5.67	4.73	4.74
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.54	0.64	0.72
					应收账款周转率	21.32	15.45	15.68	16.32
					应付账款周转率	17.11	16.72	16.45	16.65
					每股指标 (元)				
					每股收益	3.19	4.07	5.61	7.85
					每股经营现金流	2.72	3.18	4.90	7.06
					每股净资产	26.67	29.74	35.35	43.20
					估值比率				
					P/E	87.77	47.70	34.57	24.69
					P/B	10.50	6.52	5.49	4.49
					EV/EBITDA	76.42	38.75	27.64	19.65

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李婵，覆盖医疗器械和 IVD 板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。