

2023 年 10 月 23 日

证券研究报告·公司研究报告

惠泰医疗（688617）医药生物

持有（首次）

当前价：367.65 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

聚焦电生理和血管介入领域，国产替代正当时

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 电生理市场国产占有率低，国产替代空间较大。国内电生理器械市场规模由 2017 年 24.2 亿元增长至 2021 年的 65.8 亿元，预计 2025 年电生理器械市场规模将达到 157.3 亿元，2021-2025 年复合增长率为 25%。目前竞争格局仍由外资主导，国产化率处于 10-15%，国产替代空间较大。通过 22 年福建牵头的电生理集采项目，公司电生理产品在全国头部大中心的准入渗透率从 27%提升至 70%，未来可期；2) 血管介入市场持续扩容，外周介入蓄力待发。2021 年我国心血管介入器械市场规模达 372 亿元，外周介入领域预计 2024 年市场规模将达近 50 亿，公司外周介入收入从 2019 年的 3300 万上升至 2022 年约 1.8 亿（复合增速高达 77%），外周产品线未来可期；3) 公司国际业务呈现良好增长态势，PCI 自主品牌及 EP 自主品牌为营收贡献主要来源。23H1 PCI 自主品牌同比增长 96%，EP 自主品牌同比增长 98%，国际 OEM 同比增长 78%，反映了公司产品在国际市场上的需求增加以及品牌影响力的提升。
- 预计 2025 年国内电生理市场规模约 157 亿，国产替代正值窗口期。**据 2022 年国家卫生健康委员会心律失常介入质控中心调查及弗若斯特沙利文数据显示，中国快速性心律失常患者中使用导管消融治疗的手术量持续增长，预计从 2015 年的 11.8 万台增长至 2024 年的 48.9 万台，其中预计 2020-2024 年复合增速将达 21.1%。需求端带动电生理市场增长，国内电生理器械市场规模由 2017 年 24.2 亿元增长至 2021 年的 65.8 亿元。预计 2025 年电生理器械市场规模将达到 157.3 亿元，2021-2025 年复合增长率为 25%。纵览竞争格局，国内电生理市场由外资占据主导，进口替代空间广阔。我国的电生理市场正处于快速发展的自主创新阶段，2021 年国产化率处于 10-15%。国产主要集中在中低端标测导管和二维手术消融导管领域，惠泰医疗作为行业龙头，填补了电生理电极导管和可控射频消融电极导管的国产空白，公司三维电生理标测系统为国产三维消融手术产品注入强心针。目前，公司覆盖医院 800+家，23H1 公司在超过 400 多家医院完成了 3500 多例三维电生理手术，国内电生理业务逐步实现三维对传统二维手术的升级与市场份额的提升。此外，通过 22 年福建牵头的电生理集采项目，公司电生理产品在全国头部大中心的准入渗透率从 27%提升至 70%。
- 血管介入市场持续扩容，外周介入蓄力待发。**根据弗若斯特沙利文数据，2021 年我国心血管介入器械市场规模达 372 亿元，预计 2030 年市场规模将达约 1400 亿元，预计 2021-2030 复合增长率为 15.7%。公司冠脉通路产品与冠脉介入手术需求息息相关。根据 2022 年全国心血管大会数据，2022 年我国约有 129 万例 PCI 手术，同比增长超过 11%，需求端增速稳健。此外，周围血管介入和脑血管介入手术处于发展初期。随着生产技术的日渐成熟，医生教育的加强和临床认可度的提高，该领域产品的渗透率将不断增加，并驱动血管介入器械总体市场继续高速增长。外周介入领域预计 2024 年市场规模将达近 50 亿。公司外周介入收入从 2019 年的 3300 万上升至 2022 年的约 1.8 亿（复合增速高达 77%）。目前，公司的外周产品远端栓塞保护系统、造影球囊、经颈静脉肝内穿刺器械以及外周球囊扩张导管已获国内注册证。在研外周导丝、外周球囊扩张导管、颈动脉球囊扩张导管和支撑导管等产品均已进入注册审核阶段，外周产品线未来可期。

西南证券研究发展中心

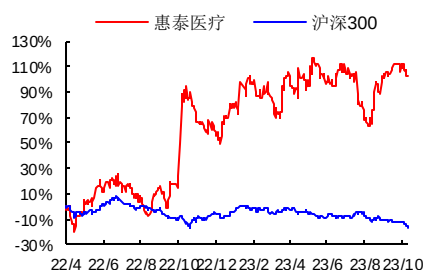
分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.67
流通 A 股(亿股)	0.45
52 周内股价区间(元)	200.82-397.99
总市值(亿元)	246
总资产(亿元)	23.23
每股净资产(元)	24.34

相关研究

- **公司国际业务呈现良好增长态势，PCI 自主品牌及 EP 自主品牌为营收贡献主要来源。**23H1PCI 自主品牌同比增长 96%，EP 自主品牌同比增长 98%，国际 OEM 同比增长 78%，反映了公司产品在国际市场上的需求增加以及品牌影响力的提升。为了进一步推动国际业务的发展，公司持续加强了国际学术活动，增强了国际专家对公司品牌的认可度和信心。通过积极参与学术交流和举办相关活动，公司展示了核心产品在临床应用领域的研究成果，进一步巩固了在国际市场的竞争地位。
- **盈利预测与投资建议：**公司是国产电生理及血管介入的头部企业，公司产线丰富且产品性能优异。随着未来市场需求及市场份额的进一步扩大，预计头部效应将愈发明显，国产替代未来可期。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 32.9%，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**市场竞争风险、政策控费风险、研发失败风险、新品放量不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1216.02	1651.64	2238.46	3031.42
增长率	46.74%	35.82%	35.53%	35.42%
归属母公司净利润（百万元）	358.02	485.61	630.52	840.74
增长率	72.19%	35.64%	29.84%	33.34%
每股收益 EPS（元）	5.36	7.26	9.43	12.58
净资产收益率 ROE	18.99%	21.76%	22.96%	24.42%
PE	69	51	39	29
PB	13.94	11.43	9.16	7.23

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

目 录

1 深耕电生理器械，血管介入多领域布局	1
1.1 专注电生理和血管介入领域，研发能力强劲	1
1.2 营业收入增长迅猛，经营状况稳中向好	3
2 电生理市场持续增长，突破垄断抢占国内市场	5
2.1 电生理市场规模持续扩大，国产替代空间广阔	5
2.2 打破国外电生理垄断，创新推动产品升级	8
3 血管介入市场未来可期	12
3.1 血管介入市场前景广阔，外资企业占据国内主要市场	12
3.2 全方位布局冠脉通路领域，集采以价换量	14
4 盈利预测与估值	17
4.1 盈利预测	17
4.2 相对估值	18
5 风险提示	18

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司主营业务结构.....	2
图 3: 公司股权结构 (截至 2023H1)	3
图 4: 2017-2023H1 公司营业收入及增速.....	4
图 5: 2017-2023H1 公司归母净利润及增速.....	4
图 6: 2017-2022 年主营业务收入构成 (百万元)	4
图 7: 2017-2022 年主营业务收入构成.....	4
图 8: 2017-2023H1 公司毛利率及归母净利率.....	5
图 9: 2017-2022 年公司各产品线毛利率变化情况.....	5
图 10: 2017-2023H1 公司四费率变化情况.....	5
图 11: 电生理手术基本原理.....	6
图 12: 2015-2024E 中国快速性心率失常患者电生理手术量.....	6
图 13: 2017-2032E 国内电生理器械市场规模.....	6
图 14: 2020 年中国电生理器械市场竞争格局.....	7
图 15: 2019 年各厂家在中国的电生理器械收入规模 (亿元)	7
图 16: 电生理电极导管和射频消融导管销量.....	11
图 17: 电生理电极导管和射频消融导管销售单价.....	11
图 18: 2017-2022 年电生理耗材总销量.....	12
图 19: 2014-2023E 国内血管介入器械市场规模.....	12
图 20: 2019 年冠脉通路类产品市场竞争格局.....	13
图 21: 公司产品在 PCI 中的具体应用	14
图 22: 2017-2020H1 冠脉通路类产品毛利率.....	16
图 23: 2017-2022 年冠脉通路类产品综合毛利率.....	16
图 24: 2017-2023H1 研发费用率变动情况.....	17

表 目 录

表 1: 母公司及其下属子公司主营业务.....	3
表 2: 电生理手术类型及设备使用情况.....	7
表 3: 福建电生理集采细则	8
表 4: 公司主要电生理产品基本信息.....	9
表 5: 血管介入产品与竞品的比较.....	15
表 6: 分业务收入及毛利率	18
表 7: 可比公司估值.....	18
附表: 财务预测与估值	19

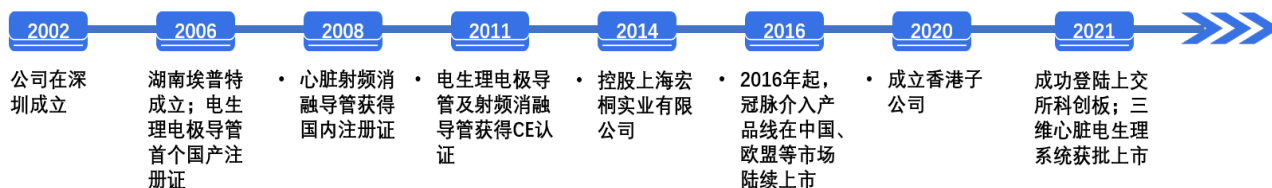
1 深耕电生理器械，血管介入多领域布局

1.1 专注电生理和血管介入领域，研发能力强劲

惠泰医疗成立于 2002 年 6 月，公司专注于电生理和介入医疗器械的研发、生产和销售。其业务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进行布局，整体品种齐全、规模领先、产品性能突出。近年来，由于政策支持和人均医疗支出的增加，我国的电生理和血管内介入医疗器械乘风而上，快速发展。随着我国人口老龄化趋势加剧、治疗技术不断进步、临床相关经验不断提高以及人民健康意识水平的逐步提升，电生理和血管介入手术的渗透率及整体手术量预计将大幅提升。公司充分发挥在研发、技术、质量、产品、市场、渠道等方面的优势，着手于加强医工结合大力开拓市场。

公司商业发展历史：电生理起步，逐步开拓血管介入业务。公司于 2008 年取得心脏射频消融导管注册证，电生理业务正式拉开序幕。后于 2016 年起冠脉介入产品线在中国、欧盟等市场陆续上市，产品线规划明晰。纵览公司发展历程和产业布局，产品电生理电极导管和射频消融电极导管为国内首个获批上市的国产产品，此先发优势助力公司成为国内电生理市场中国制造商领军企业。在 2022 年由福建省医保局牵头的 27 省带量采购项目中，惠泰医疗的产品固定弯二极、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中名列前茅。在冠脉通路器械市场领域，公司通过不断增加研发投入和丰富产品线，使其逐渐接近国际先进水平。同时，随着公司自动化水平和规模化生产能力的大幅提升，整体竞争力不断增强。此外，在外周血管介入领域，公司凭借在通路器械技术及品牌方面的优势，率先在肿瘤栓塞和血管治疗的通路器械领域发力，可调阅导管鞘为国内首个取得国内注册证书的同类产品。造影球囊可用于封堵血管，在防止栓塞剂回流、压力测定、出血封堵等领域均有重要应用，是目前国内唯一一款具有此特色的产品。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

主营业务结构：电生理+冠脉通路+外周介入+OEM/ODM。电生理产品分为设备和耗材两个部分。设备包括三维心脏电生理标测系统和多道电生理记录仪等。而耗材则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。其中，电生理电极标测导管和射频消融电极导管是国内首批获得注册证的国产产品，被科技部认定为国家重点新产品，深圳科工贸信委认定为深圳市自主创新产品。此外，射频消融导管还被广东省科技厅认定为高新技术产品。漂浮临时起搏电极导管也是国内首个获得注册证的国产产品。公司的三维心脏电生理标测系统采用了国际先进的电磁融合定位方式，具有三机一体的高度集成特性，创新地将三维标测系统、多道记录仪和刺激仪集成为一体化平台，极大地提高了手术效率，推动了心脏电生理标测系统的发展。**冠脉通路产品**包括导引导丝、微导管、球囊、造影导丝

及导管等。其中，冠脉薄壁鞘（血管鞘组）是国产独家产品，微导管（冠脉应用）和可调阀导管鞘（导管鞘组）是国内首个获得注册证的同类国产产品。此外，公司还推出了锚定球囊扩张导管，这是国内首个采用球囊锚定方式进行导管交换的创新医疗器械，可用于治疗冠状动脉粥样硬化等疾病导致的冠状动脉狭窄介入手术。**外周介入产品**主要分为肿瘤栓塞治疗和周围血管治疗两个方向。产品线涵盖微导管、微导丝、TIPS 穿刺套件、导管鞘组、造影导管、造影导丝、血管鞘、导引导管、下肢工作导丝、PTA 球囊导管、圈套器、导引鞘和远端保护装置等。在这些产品中，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。同时，公司的造影球囊也是国内唯一一款可用于封堵血管的特色产品。它不仅可以防止栓塞剂回流，还可以在压力测定和出血封堵等领域发挥重要作用。这些产品的推出，使患者在外周血管介入治疗方面获得更加优质和有效的医疗服务。**此外，对于 OEM/ODM 业务**，公司充分利用自身的研发优势和掌握的介入医疗器械核心生产工艺，向国内外承接 OEM 业务，提供批量代加工、产品定制和委托项目开发等服务。公司的产品范围涵盖各种血管和非血管领域的输送系统、导管、导丝以及镍钛等材料的产品。这些服务和产品的提供，不仅能够满足客户的需求和定制要求，也帮助公司进一步提升自身的产业链优势和竞争力。

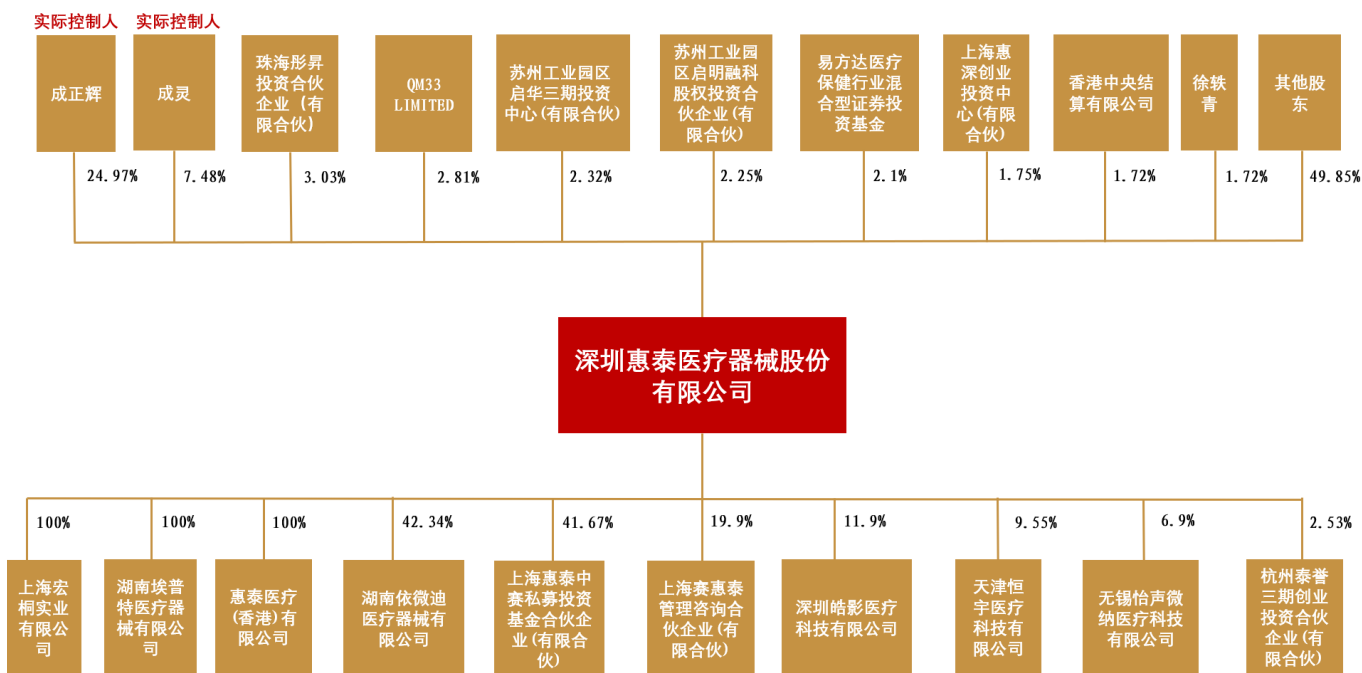
图 2：公司主营业务结构



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构稳定，旗下子公司分工明确。截至 2023H1，公司实际控制人成正辉和成灵为父子关系，合计持股 32.45%。旗下子公司湖南埃普特负责冠脉通路产品和外周血管介入产品的生产，上海宏桐负责三维电生理标测系统和射频消融仪的研发，以及多道电生理记录仪的生产和销售。上海惠泰中赛私募投资基金合伙企业主要负责商务服务业、股权投资。惠泰医疗（香港）有限公司为全资境外子公司，主要负责医疗器械境外采购及销售业务。PT APT Medical Indonesia 为全资境外子公司，主要负责医疗器械销售。整体来看，公司股权结构稳定，旗下子公司分工明确。

图 3：公司股权结构（截至 2023H1）



数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：母公司及其下属子公司主营业务

公司名称	类别	业务定位及实际主营业务
惠泰医疗	母公司	负责电生理耗材器械的研发、生产和销售。
湖南埃普特医疗器械有限公司	全资子公司	负责血管介入医疗器械（冠脉通路及外周血管介入）的研发、生产和销售。
湖南惠泰医疗器械有限公司	全资孙公司	医疗器械销售
上海宏桐实业有限公司	全资子公司	医疗器械生产及销售
上海普瑞诺医疗器械有限公司	全资孙公司	医疗器械销售业务
APT Medical (HongKong) Limited	全资境外子公司	医疗器械境外采购及销售业务
PT APT Medical Indonesia	全资境外子公司	医疗器械销售
上海惠泰中赛私募投资基金合伙企业（有限合伙）	控股子公司	商务服务业、股权投资
湖南依微迪医疗器械有限公司	控股子公司	制造、销售医疗器械
深圳皓影医疗科技有限公司	控股子公司	制造、销售III类医疗器械
湖南瑞康通科技发展有限公司	参股公司	制造、销售III类医疗器械
河北铁鱼电子科技有限公司	参股公司	从事技术服务,技术开发,技术咨询等业务

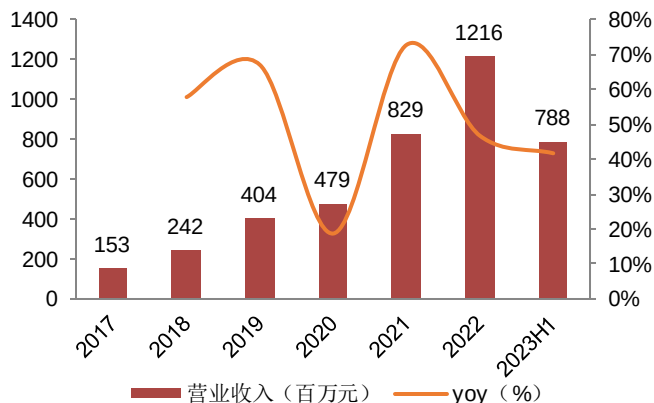
数据来源：惠泰医疗 2023 半年报，西南证券整理

1.2 营业收入增长迅猛，经营状况稳中向好

公司营业收入和归母净利润总体增长迅猛。2019-2022 年，公司经营规模增长迅猛，营业收入从 2019 年 4 亿元增长至 2022 年 12.2 亿元，复合增速为 49.8%；公司归母净利润从

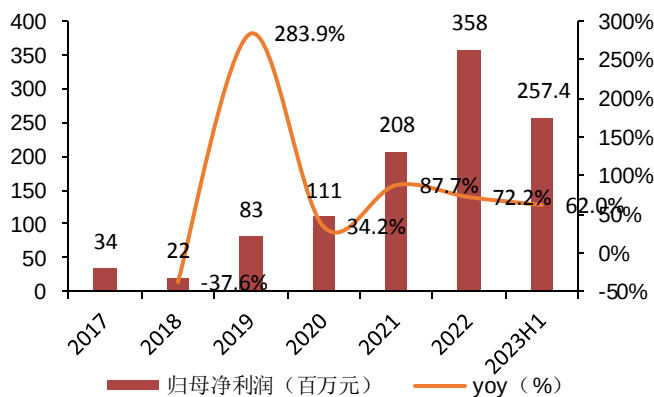
2019 年 8257 万元增长至 2022 年 3.6 亿元，复合增速为 102%。2023H1 收入增速依旧迅猛 (+41.8%)，归母净利润达到约 2.6 亿元 (+62%)。

图 4：2017-2023H1 公司营业收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

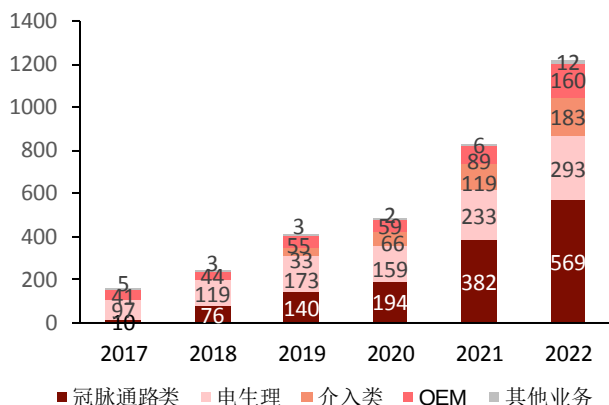
图 5：2017-2023H1 公司归母净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

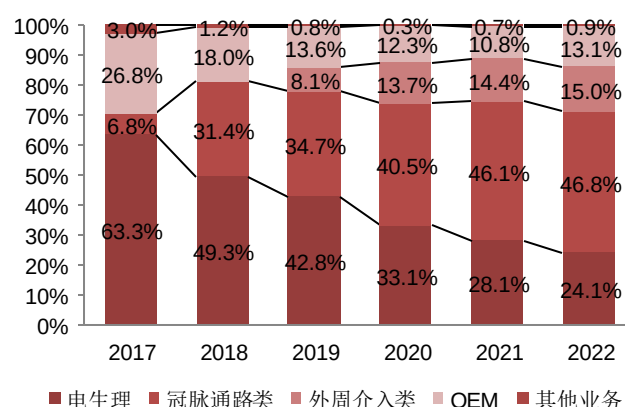
电生理及冠脉通路类产品为公司营业收入主要来源。公司目前主营业务收入按产品类别分为电生理业务、冠脉通路类业务、外周介入类业务和 OEM 业务。电生理和冠脉通路类业务 2022 年分别实现收入 2.9 亿，5.7 亿元，占比 24.1%，46.8%。根据弗若斯特沙利文的研究，按照产品销售金额排名，2020 年公司在电生理医疗器械国产品牌中市场份额排名第一，在冠脉通路医疗器械国产品牌中市场份额排名第三。公司的外周介入产品于 2019 年陆续上市，成为公司新的收入增长点，2022 年实现 1.8 亿元收入，营收占比从 2019 年的 8.1% 提升至 2022 年的 15%。

图 6：2017-2022 年主营业务收入构成（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

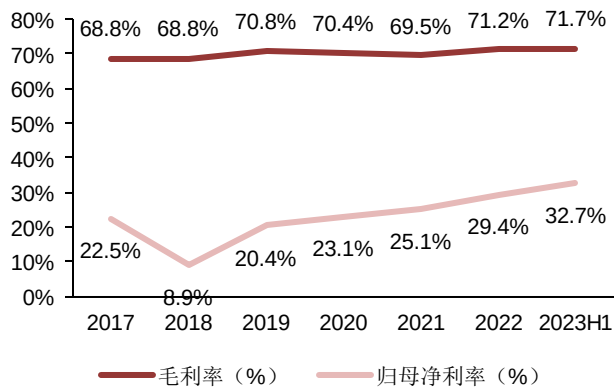
图 7：2017-2022 年主营业务收入构成



数据来源：Wind，西南证券整理

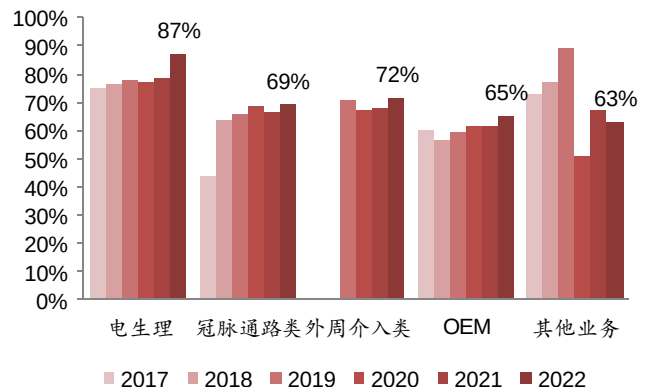
公司毛利率整体保持稳定。公司 2023H1 毛利率 71.7%，净利率 32.7%。近年公司毛利率皆保持在 70% 左右，净利率不断提升（23H1 净利率 32.7%）。2022 年公司毛利率有较为明显的提升（从 2021 年的 69.5% 提升至 2022 年的 71.2%），其中 2022 年冠脉通路类产品毛利率为 69.4%，电生理产品毛利率为 87.4%，介入类产品毛利率为 71.7%，OEM/ODM 类产品毛利率为 65.3%。各产品业务中电生理产品毛利率最高，近三年毛利率均维持在 75% 以上；冠脉通路类产品毛利近三年保持在 66%-70%，外周介入类产品毛利率近三年稳定在 67%-72%。OEM 业务毛利率逐年提升，从 2019 年的 59.6% 提升至 2022 年的 65.3%。

图 8：2017-2023H1 公司毛利率及归母净利率



数据来源：wind，西南证券整理

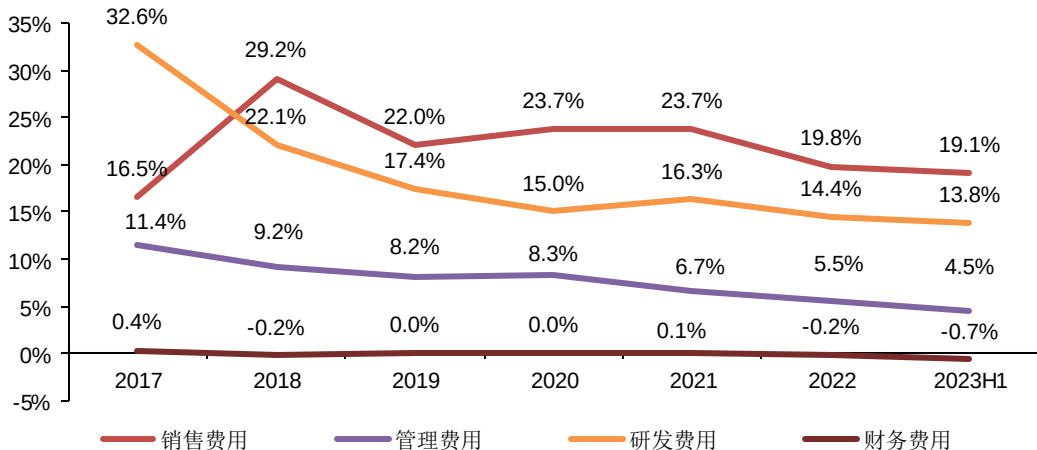
图 9：2017-2022 年公司各产品线毛利率变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

公司四费率总体呈现下降趋势。随着公司业务规模的扩大及陆续产品的上市，研发费用率逐步下降，从 2017 年的 32.6% 下降至 2022 年的 14.4%。但公司依旧重视研发投入，持续优化和升级产品以及增加研发项目。目前部分项目已经进入了临床阶段，因此临床实验和检验测试费用均有所增加。2022 年销售费用率也有所降低，主要系收入增长较快。总体销售费用依旧逐年提升，系公司销售规模增长，市场投入增加，相应的人力成本、运营成本增加所致。2022 年整体四费率为 39.5%，较 2021 年降低 7.2pp，费用率下降较为明显。2023H1 费用率延续下降态势。

图 10：2017-2023H1 公司四费率变化情况



数据来源：惠泰医疗 2022 年年报，西南证券整理

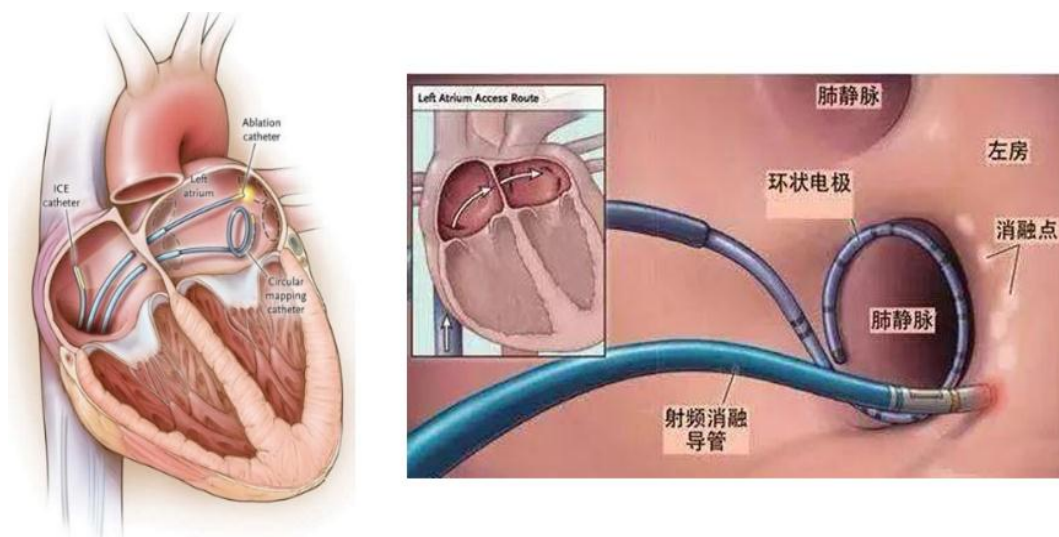
2 电生理市场持续增长，突破垄断抢占国内市场

2.1 电生理市场规模持续扩大，国产替代空间广阔

电生理产品主要用于心律失常病症的诊断和治疗。导管消融手术，也称电生理手术，是治疗心律失常的一种非药物方法。该手术能够控制心律失常患者的症状，提高生活质量，并降低卒中、心血管事件和死亡的发生。在导管消融手术中，医生需要使用心脏电生理器械（第

三类医疗器械)。手术通过穿刺股静脉、颈内静脉或锁骨下静脉，将电极导管输送到心脏特定部位，进行局部射频消融，以达到阻断心脏电信号异常传导路径或起源点。电生理产品一般可归为电生理设备和电生理耗材，其中设备分为三维心脏电生理标测系统、射频消融仪、冷冻消融仪、多道电生理记录仪及灌注泵等产品，耗材则主要包括标测导管、消融导管、通路导管等产品。

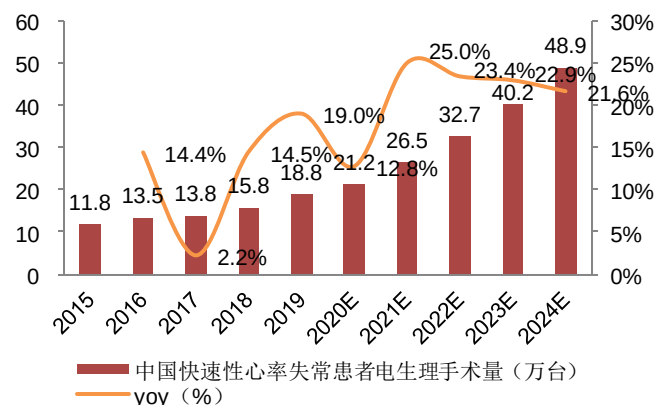
图 11：电生理手术基本原理



数据来源：《和义广业心脏电生理专栏》，西南证券整理

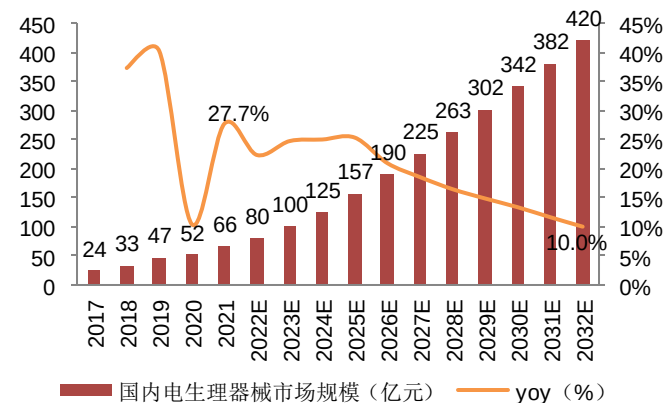
电生理手术量保持增长，带动电生理器械市场规模持续扩大。据 2022 年国家卫生健康委员会心律失常介入质控中心调查及弗若斯特沙利文调研显示，中国心律失常患者中使用导管消融治疗的手术量持续增长，从 2015 年的 11.8 万台增长到 2019 年 18.8 万台，复合年增长率为 11.3%。国内电生理器械市场规模由 2017 年 24.2 亿元增长至 2021 年的 65.8 亿元，复合年增长率 28.4%。受人口老龄加剧、心律失常患者人数增加以及消融手术普及和消融手术耗材产品升级等因素驱动，预计 2024 年中国快速性心律失常电生理手术量达到 48.9 万台，电生理器械市场规模将达到 125.5 亿元。

图 12：2015-2024E 中国快速性心律失常患者电生理手术量



数据来源：惠泰医疗招股书，弗若斯特沙利文，西南证券整理

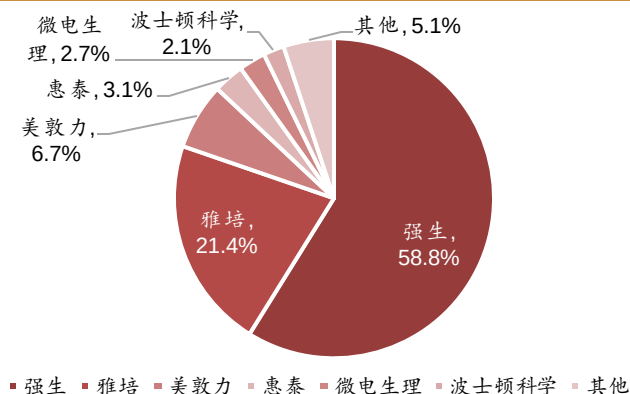
图 13：2017-2032E 国内电生理器械市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

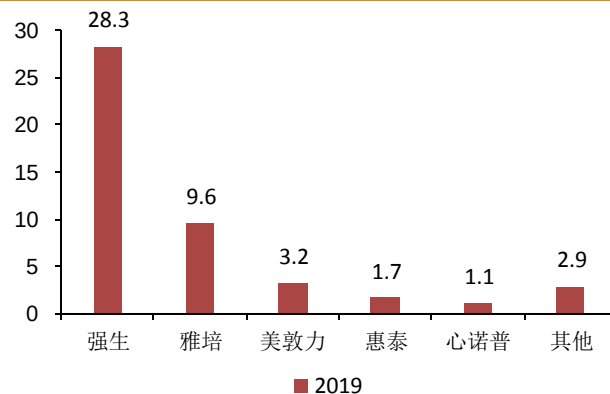
国内电生理市场由外资占据主导，进口替代空间广阔。我国的电生理市场正处于快速发展的自主创新阶段，并在部分领域实现了技术突破和进口替代。由于外资厂商技术先进且产品上市时间较早，占据国内电生理市场绝大部分市场份额。2020 年以销售收入计算，强生、雅培、美敦力占据中国近 88% 的市场份额，其中强生市占率约 58.8%，排名第一。国产厂家中惠泰医疗、心诺普医疗，微创医疗生产相关产品，其中惠泰医疗的电生理电极导管和射频消融电极导管为首个获批上市的国产产品，目前在国产厂家中市占率排名第一，市占率约 3.1%。

图 14：2020 年中国电生理器械市场竞争格局



数据来源：微电生理招股书，弗若斯特沙利文，西南证券整理

图 15：2019 年各厂家在中国的电生理器械收入规模（亿元）



数据来源：惠泰医疗招股书，弗若斯特沙利文，西南证券整理

三维消融手术为电生理未来发展方向，三维电生理系统打入市场。根据所使用的器械不同，导管消融手术可分为二维消融手术和三维消融手术。二维消融手术是通过传统 X 射线辅助定位进行消融手术。三维消融手术是通过磁场或电场定位，构建出心腔三维模型进行消融手术，三维消融手术能够缩短手术和 X 射线曝光时间，有效提高治疗的精准度，减少手术相关并发症的发生。随着三维标测系统的问世，越来越多的房颤患者可以接受更为精准的手术治疗。同时，非房颤患者也可以采用二维手术转三维手术的方式进行治疗。未来，三维手术治疗心律失常的比例将进一步提高。目前国内三维电生理设备市场仍由外资厂商垄断，代表三维心脏电生理标测系统国际领先水平的产品主要为强生推出的 Carto3 系统及雅培推出的 EnSite Precision 系统，强生和波士顿科学的三维电生理设备采用半封闭系统，即心脏三维建模情况下必须搭配使用其自有耗材，同时可部分配用其他品牌的二维电生理耗材。雅培的三维电生理设备则采用开放式系统，可以与不同厂商的二维及三维电生理耗材匹配使用。公司新产品 HT Viewer™ 三维心脏电生理标测系统是全球首款三机一体的磁电融合三维平台，集成三维标测系统、128 道多道记录仪、心脏刺激仪，为心脏消融手术提供一体化电生理解决方案。

表 2：电生理手术类型及设备使用情况

手术类型	电生理耗材	电生理设备	使用情况
二维消融手术	电生理电极导管	多道电生理记录仪	电生理电极导管通过电缆连接至多道电生理记录仪，记录心脏内电生理信号，用于对心律不齐进行评价
	射频消融电极导管	心脏射频消融仪	射频消融电极导管通过电缆连接至心脏射频消融仪，用于心内消融术，用于心动过速治疗
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	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的压力

数据来源：惠泰医疗招股书，西南证券整理

电生理集采提高公司产品在全国头部大中心准入渗透率。2022 年以福建省为牵头、27 个省份参与的电生理带量采购项目中，惠泰医疗产品全线中标。医疗机构的预报量数据显示，在各细分品类中，公司的固定弯二极、可调弯四极、可调弯十级和环肺电极等多个产品需求量名列前茅，位居竞价单元中所有品牌之首。此外，公司的三维磁盐水消融导管在上市 18 个月，预报量在该竞价单元中所有品牌中取得了优异成绩，在全国头部大中心的准入渗透率从 27% 提升至 70%。此外，随着集采在 27 个省份逐步落地，公司实现了在全国各省份核心医院常规开展三维电生理手术的突破。公司在超过 400 家医院完成三维电生理手术 3500 余例。

表 3：福建电生理集采细则

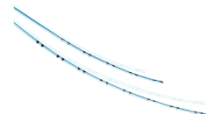
1、室上速市场				
序号	品类名称	组件名称	组件最高有效申报价(元)	分组最高有效申报价(元)
分组 1	磁定位异 / 星形诊断导管+磁定位压力感应治疗导管	磁定位异 / 星形诊断导管	25000	53000
		磁定位压力感应治疗导管	28000	
分组 2	磁定位环形诊断导管+磁定位压力感应治疗导管	磁定位环形诊断导管	18000	46000
		磁定位压力感应治疗导管	28000	
分组 3	电定位环形诊断导管+电定位压力感应治疗导管（允许同企业的磁定位产品参与本组申报）	电定位环形诊断导管	11000	39000
		电定位压力感应治疗导管	28000	
分组 4	冷冻环形诊断导管+冷冻治疗导管	冷冻环形诊断导管	23000	51000
		冷冻治疗导管	28000	
2、房颤市场				
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

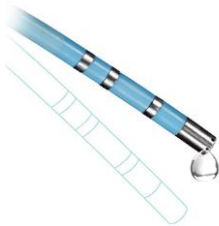
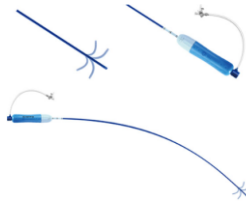
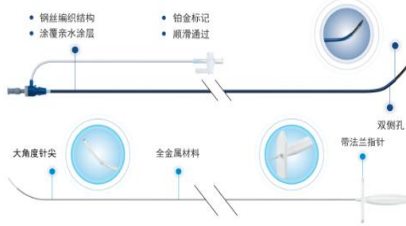
数据来源：《心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集中带量采购文件》，西南证券整理

2.2 打破国外电生理垄断，创新推动产品升级

电生理耗材多样布局，产品落地打破国外垄断。截至 2022 年年底，公司电生理耗材售出约 20 万根 (+21.9)，电生理设备售出 120 台 (+22.5%)，电生理耗材及设备生产量、销量、及库存较 2021 年均有一定程度的增长。此外，公司对电生理耗材产线进行了扩容和优化，产能同比扩大了 50% 以上；对三位设备也进行了生产扩容，扩容后年产能高达 200 台。

表 4：公司主要电生理产品基本信息

产品名称	产品特点	图示
SinusFlex™ 可控十极标测电极导管	- 独特的空间弯设计，MPD-S、MPD-SL 弯型提供更轻松的冠状窦进入解决方案。 - 多硬度设计使得导管头端接近 90° 进入冠状窦口。 - 打弯时，硬度加强，更易进入冠状窦口；松弯时，硬度减弱，易于深插。 - 适合股静脉插管，减少术者射线暴露，避免了锁骨下穿刺造成的并发症。 - 多种弯型选择：MPD-S，MPD-SL，MPD-G，MPD-CS-S，MPD-CS-M，MPD-CS-L。	
临时起搏电极导管	- 铂铱合金电极，提供可靠起搏。 - 5F 柔韧管身，安全放置，有利贴靠。 - 管身设有深度标记，提示静脉盲插深度。	
Triguy™ 可控环状肺静脉标测电极导管	- 五种固定环直径，适配不同大小的肺静脉，可满足多种临床需求。 - 可选择二十极高密度标测，测量更为高效准确。 - 管身弯曲可控，确保导管到位，操作得心应手。 - 独特三段式硬度设计，为导管提供良好的操控性能。 - 球形头端设计，避免远端电极与近端电极相互干扰。	
Triguy™ 可控二十极标测电极导管	- 特别适用于 AFL 消融期间双向阻滞确认的差速起搏。 - 配置多种极间距，满足不同临床需求。 - 特别弯型设计符合右心房结构，便于放置，稳定性能出色。	
Triguy™ 固定弯标测电极导管	- 独特安全线设计，为头端电极提供额外保护。 - 多密度钢丝编织，提供出色的推送性和扭控性。 - 头端为圆滑铂铱电极，避免损伤心肌组织。 - 多种导管弯型设计，可满足不同的临床要求。	
Triguy™ 4-3.3F 固定弯标测电极导管	- 纤细头端设计，头端更细，可进入位置更深的冠状窦。 - 适用于普通冠状窦标测导管难以到达的位置，帮助解决复杂的心律失常问题。 - 适用于左侧 WPW 病例，可更精确地定位旁道位置。 - 可以完成理想的左心房下径路 Marshall 静脉标测操作。	

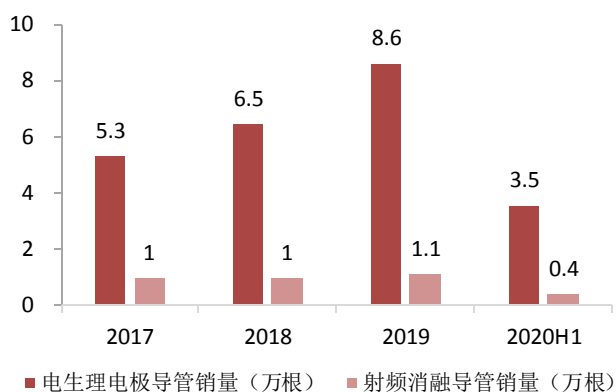
产品名称	产品特点	图示
磁定位冷盐水射频消融导管	- 头端专有设计，保障操纵灵敏，轻柔灵活，可配合三维系统实现四色导管打弯方向指示。 - 管身采用分段设计，硬度渐变，兼顾支撑性与安全性。 - 适合亚洲人的推拉式设计，操作舒适，降低疲劳。	
Triguy™ 可控射频消融电极导管	- 可实现平面内单一方向多角度弯曲，到达范围广，满足多种临床需求。 - 测温方式有 TC 和 THR 两种，精密测量心肌温度，保证了准确的温度测量。 - 特有凸台和锚点设计，双重保障导管头端电极稳定贴靠	
Triguy™ 冷盐水灌注射频消融导管	- 高扭矩管身，多种硬度设计，操控性能出色。 - 抗折水管设计，在最大弯曲情况下，依然保持水流顺畅，手术消融更为安全。 - 支持两种测温方式（热电偶和热敏电阻），保证精确的温度测量。 - 可以实现 1:1 扭控，大幅提升手术效率。	
墨工™ 可调弯输送鞘	- 可控双向 180 度调弯，满足全心腔的导管到位操作 - 全管身金属编织，多段硬度渐变，灵活提供支撑，操作得心应手。 - 保证消融导管的稳定贴靠，提供手术消融效率。	
Braidin Cross™ 房间隔穿刺系统	- 鞘管采用弹性尼龙材料，可在心脏内保持良好弯型。 - 鞘管内壁采用 PTFE 材料，摩擦系数小，导管通过顺滑。 - 鞘外涂覆亲水涂层，通过顺畅。 - 大角度切割针尖，针尖锋利，穿刺有效。	 • 钢丝编织结构 • 铂金标记 • 涂覆亲水涂层 • 顺滑通过 - 大角度针尖 - 全金属材料 - 带法兰插针 - 双侧孔
TOP-2001D+/F+™ 多道电生理系统	- 波形准确，有效滤除干扰。 - 优化的人机交互界面，操作直观。 - 一键启动模板匹配，自动显示模板波形。	

产品名称	产品特点	图示
HT Viewer™ 三维心脏电生理标测系统	- 该设备是全球首款三机一体的磁电融合三维平台，集成三维标测系统、128道多道记录仪、心脏刺激仪，打造便捷高效的一体化电生理解决方案。 - 磁电融合定位精准，导管可视。 - 填充式建模与标测同步，全数字化滤波系统，智能评分、全程记录，达到真实与完美的平衡。	

数据来源：公司官网，西南证券整理

电生理主要产品实现量价齐升。公司电生理产品销售额上升主要受电生理电极导管及射频消融导管的销量上升所致。2017~2020H1 电生理电极导管销售数量分别为 5.3 万个、6.5 万个、8.6 万个和 3.5 万个，2018 年、2019 年销量增长率分别为 21.6%和 33.1%；射频消融导管 2017-2020H1 销量分别为 0.97 万个、0.97 万、1.1 万个和 0.4 万个，整体呈现稳步增长态势。同时，在产品单价上，公司电生理产品价格呈小幅上升趋势，其中 2019 年可调弯电生理电极导管带动产品的单价一定程度提升，从而导致电生理收入进一步增长。

图 16：电生理电极导管和射频消融导管销量



数据来源：惠泰医疗招股书，西南证券整理

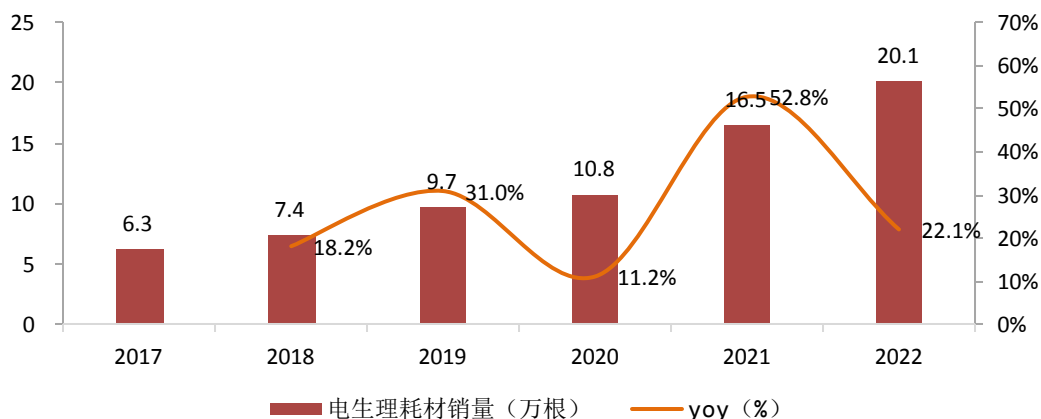
图 17：电生理电极导管和射频消融导管销售单价



数据来源：惠泰医疗招股书，西南证券整理

电生理耗材总销量稳步上升。公司电生理耗材销量从 2017 年的 6.3 万根迅速增长至 2022 年的 20 万根，整体增长态势迅猛。近年来，我国电生理医疗器械得到了政策的大力支持，受益于人均医疗支出的提高，行业正处于高速发展阶段。随着我国人口老龄化趋势日益突出，治疗技术不断发展，临床相关经验不断提升，以及人民健康意识的不断提高，预计电生理相关手术量及耗材使用量将进一步提升。此外，公司 23H1 对电生理耗材产线进行了扩容和优化，产能同比扩大的 50%以上。

图 18：2017-2022 年电生理耗材总销量



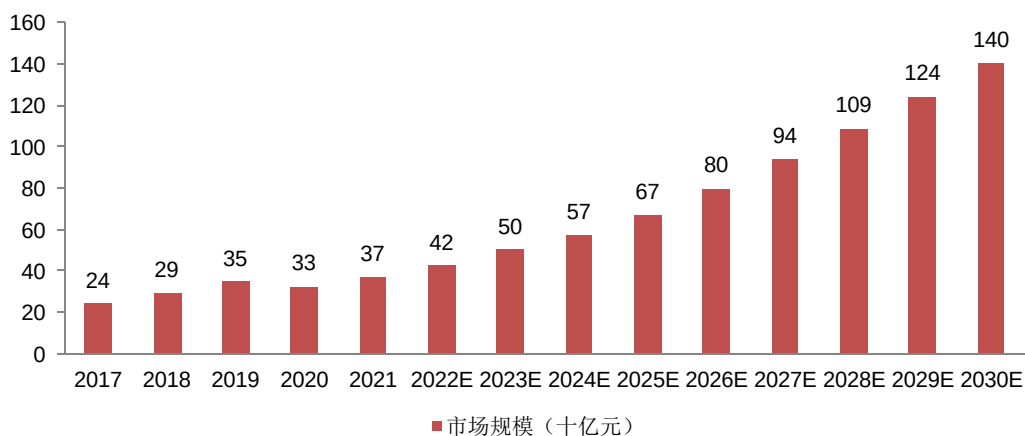
数据来源：惠泰医疗招股书，惠泰医疗 2022 年年报，西南证券整理

3 血管介入市场未来可期

3.1 血管介入市场前景广阔，外资企业占据国内主要市场

血管介入市场广阔，冠脉介入产品占据大部分血管介入产品市场。根据弗若斯特沙利文相关研究报告，2021 年我国心血管介入器械市场规模达 372.04 亿元，到 2030 年市场规模将达到 1401.8 亿元，2021 年到 2030 年期间年复合增长率 15.7%。临床应用中，按介入产品使用的发病部位划分，血管介入器械主要作用于冠脉、脑血管、主动脉和周围血管，其中周围血管包括外周动脉和静脉系统。目前冠脉介入手术市场已趋于成熟，2019 年，中国冠脉介入手术量达到 108.9 万台，约占所有血管介入手术量的 80%，未来将保持稳定增长。周围血管介入和脑血管介入手术量目前占有 20% 左右的市场手术总量，处于发展初期。随着生产技术的日渐成熟，医生教育的加强和临床认可度的提高，该领域产品的渗透率将不断增加，并驱动血管介入器械总体市场继续高速增长，具有广阔的市场前景。

图 19：2014-2023E 国内血管介入器械市场规模



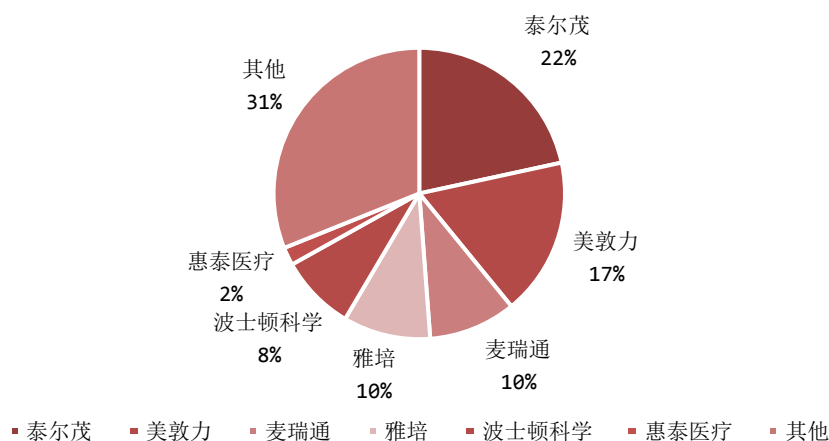
数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

产能扩容，成品产线效率提升 10%。目前，公司已经建立 17 条血管介入产品线，包括血管鞘组、微导管、造影导管、导引导管、球囊导管、亲水涂层导丝、导引导丝、微导丝、支撑导管、导引延伸导管、血栓抽吸导管、可调弯鞘、导管鞘组、Y 阀、压力泵、长鞘、各类 OEM 产品线等产品系列。23H1 子公司湖南埃普特对产能进行了扩容，新的生产基地已经完成规划设计并开始施工，新厂区预计 2024 年投入使用，之后预计产能翻番。此外，公司各生产基地持续开展精益生产，生产管理水平适应生产规模的扩张。23H1 公司自主研发段饿专用设备占比逐步上升，较 2022 年底主要成品线效率提升 10%，自动化范围不断扩大。

血管介入类产品的覆盖率及入院渗透率进一步提升。23H1 与去年同期相比，公司的产品入院数量增长了 500 余家，整体覆盖的医院数量达到了 3000 余家。23H1 公司全新构建了线上和线下一体化运营平台，形成了以产品为核心的市场推广方案，将线下学术交流和线上学术传播相结合。公司的血管介入产品线围绕客户使用习惯培养、手术观念养成以及政策变化等主题参与和举办了 100 余场自主品牌活动，覆盖了全国 20 余个省份和直辖市。此外，针对代理商的认知和口碑宣传，公司进行了近 20 场代理商培训，覆盖了近 20 个省市，培训人数超过 1400 人。这些举措有效增强了公司的渠道影响力，加深了渠道之间的合作，有力推动了业务的发展进程。

外资占据国内冠脉通路类产品主要份额。由于国产冠脉通路类产品起步较晚，技术工艺不够成熟加之医生操作和使用习惯的限制，整体市场占有率较低。泰尔茂、美敦力、雅培、麦瑞通、波士顿科学约占据我国冠脉通路类产品 70% 的市场份额。根据惠泰医疗招股书，2019 年惠泰医疗市场份额约为 2.0%，整体市场排名第 10。未来 3-5 年，随着公司正在研发的产品逐步上市，与外资品牌的差距将进一步缩小，国产替代的趋势也将逐步显现。公司凭借其通路器械技术和品牌优势，将优先在肿瘤栓塞和血管治疗的通路器械方面发力。公司的可调阀导管鞘是国内第一个获得国内注册证书的同类产品，具有重要的临床应用价值。此外，公司的造影球囊可用于封堵血管，防止栓塞剂回流，并在压力测定、出血封堵等领域有着重要的应用，是目前国内唯一一款具备这些特点的产品。截至 2022 年年底，公司血管介入产品覆盖率及入院渗透率进一步提升，产品入院数量较 2021 年底增长超 600 家，整体覆盖医院数 3000+，同步增长超过 20%。

图 20：2019 年冠脉通路类产品市场竞争格局

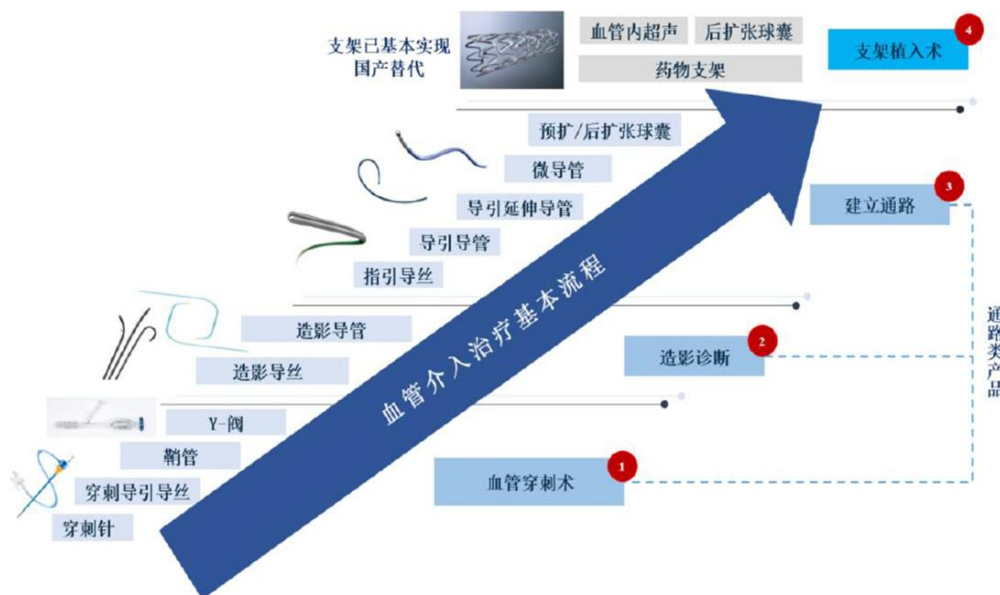


数据来源：惠泰医疗招股书，西南证券整理

3.2 全方位布局冠脉通路领域，集采以价换量

公司冠脉通路产品线齐全。冠脉介入产品主要包括冠脉支架产品和冠脉通路产品，公司已经构建了完整的冠脉通路产品线，主要用于经皮冠状动脉介入治疗（PCI）。PCI 是指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，公司冠脉通路产品线包括导引导丝、微导管、球囊、造影导丝及导管等，可满足 PCI 手术的前三个重要步骤的临床需求。其中冠脉导引延伸导管和薄壁鞘（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）为国内首个获得注册证的国产同类产品，锚定球囊扩张导管是国内首个导引导管内采用球囊锚定方式进行导管交换的创新医疗器械，用于冠状动脉粥样硬化等疾病导致的冠状动脉狭窄介入手术治疗。

图 21：公司产品在 PCI 中的具体应用



图表来源：惠泰医疗 2023 年中报，西南证券整理

依托冠脉介入产品优势，公司外周介入产品研发顺利。公司外周血管介入产品主要用于周围血管疾病，是指除了心脏颅内血管以外的血管及其分支的狭窄、闭塞或瘤样扩张疾病。外周血管介入产品与冠脉通路产品工作原理相近，因用于不同身体部位的血管而产品弯形和长度略有差异。故借助于冠脉通路产品的成功经验，公司已经建立了成熟完备的血管介入器械产业化平台，并于 2019 年正式推出外周血管介入产品。公司外周血管介入产品主要包括微导管、导管鞘组、造影导管和造影导丝等，其中外周可调阀导管鞘（导管鞘组）是国内唯一被批准上市的国产产品。

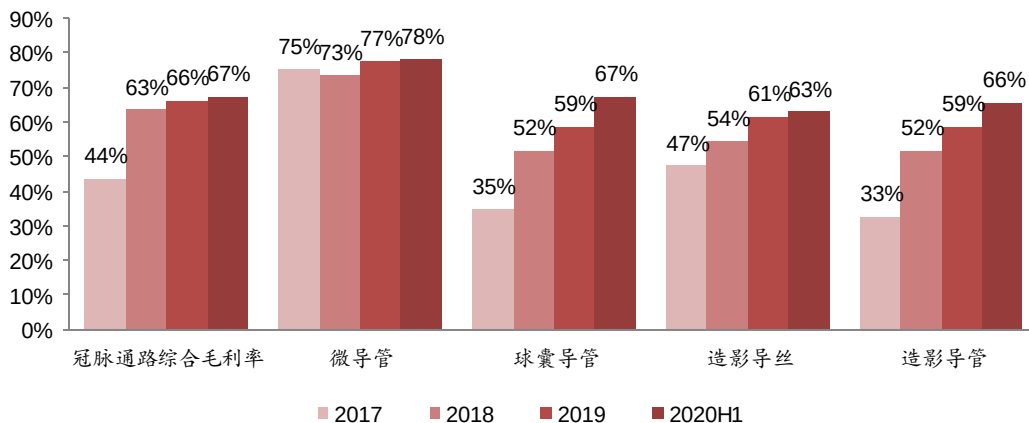
表 5：血管介入产品与竞品的比较

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	适用血管
Angiopointer 造影导管	惠泰医疗	Angiopointer	是	4/5/6F	80-130	热成型制管、挤出	尼龙、聚烯烃、不锈钢	心内及周围血管
	泰尔茂	Optitorque	是	4/5/6F	65-120	热成型制管、挤出	尼龙、聚氨酯、不锈钢	心内及周围血管
	强生	Infinitt	是	4/5/6F	65-125	热成型制管、挤出	聚亚氨酯、尼龙、不锈钢	心内血管
	麦瑞通	Performa	是	4/5/6F	65-125	热成型制管、挤出	聚碳酸酯、尼龙、不锈钢	心内及周围血管
	总结		惠泰医疗产品与竞品不存在差异					
Braidin 血管鞘组	惠泰医疗	Braidin	是	4F-20F	7-25	制管、注塑、磨削	聚四氟乙烯，不锈钢、嵌段聚酰胺、尼龙等	桡动脉、股动脉
	泰尔茂	Radifocus® Introducer	是	4F-11F	7-25	挤出、注塑	ETFE	桡动脉、股动脉
	泰尔茂	Glidesheath ® Slender™	是	5F-7F	10-16	挤出、注塑	ETFE	桡动脉
	柯蒂斯	AVANTI®+	是	4F-11F	5.5-23	挤出、注塑	HDPE	桡动脉、股动脉
	美敦力	INPUT	是	4F-11F	11-23	挤出、注塑	HDPE	桡动脉、股动脉
	总结		惠泰医疗产品较竞品有更多的规格，可以更好地满足不同临床需求，发行人产品采用钢丝网加强的管身设计，可大幅度提高管身抗折性，特别是做成薄壁的时候，抗折性和径向支撑力有较大优势					
亲水涂层 导丝	惠泰医疗	亲水涂层导丝	是	0.014、0.018、 0.025、0.032	50/80/120/150/180/220/260/300/400	挤管、磨削、热成型制管、涂层	NITI 合金、含钨聚氨酯、涂层：聚乙烯吡咯烷酮	冠脉、外周、泌尿
	泰尔茂	Radifocus Guidewire M®	是	0.010、0.016、 0.018、0.025、 0.032、0.035、 0.038	50/80/120/150/180/220/260/300/400/450	挤管、磨削、涂层	NITI 合金、含钨的聚氨酯（部分规格远端有黄金示标）、涂层：主剂为甲基乙稀无水马来酸共聚物，底剂为二苯甲烷二异氰酸盐与氯化乙烯树脂的混合物	冠脉、外周
	波士顿科学	Zipwire®	是	0.018、0.025、 0.035、0.038	80/150/180/260	挤管、磨削、涂层	NITI 合金、聚氨酯、涂层为 Bayhydrol/CX100/Glascol	冠脉、外周
	库克	Hiwire®	是	0.018、0.038	150/180/260	挤管、磨削、涂层	NITI 合金、聚亚安酯、涂层：三元共聚物和透明质酸钠	冠脉、外周
	麦瑞通	Laureate™	是	0.018、0.025、 0.035、0.038	80/150/180/260	挤管、磨削、涂层	NITI 合金、聚氨酯、增强涂层技术	冠脉、外周
	总结		惠泰医疗产品与竞品不存在差异					

数据来源：惠泰医疗招股书，西南证券整理

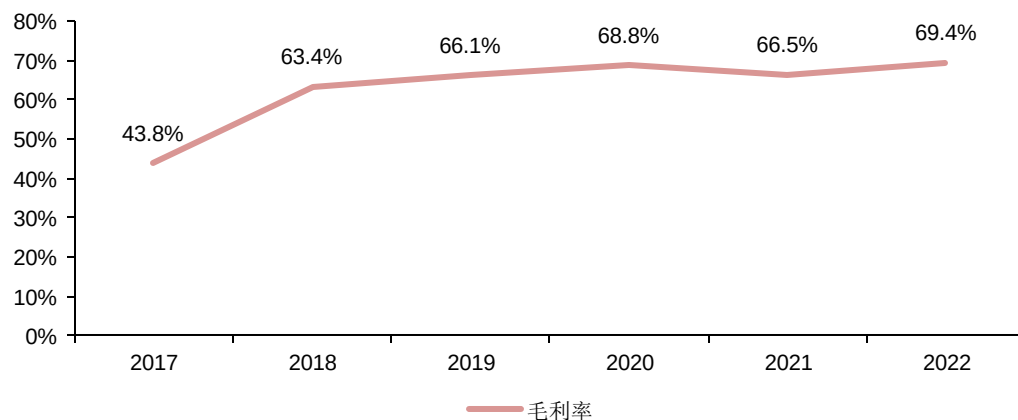
冠脉通路类产品毛利率维持高水平。受益于高毛利产品微导管的放量及规模化效应摊薄固定成本，冠脉通路类产品的综合毛利及各项产品均出现不同幅度的升高，冠脉通路类产品毛利从 2017 年的 43.7% 提升至 2020 年的 68.8%，2021 年由于集采量大，单品价格压低，导致毛利率略回落至 66.5%。2022 年冠脉通路类毛利率提升至 69.4%，系销售规模持续扩大及入院渗透率的进一步提升所致。

图 22：2017-2020H1 冠脉通路类产品毛利率



数据来源：惠泰医疗招股书，西南证券整理

图 23：2017-2022 年冠脉通路类产品综合毛利率

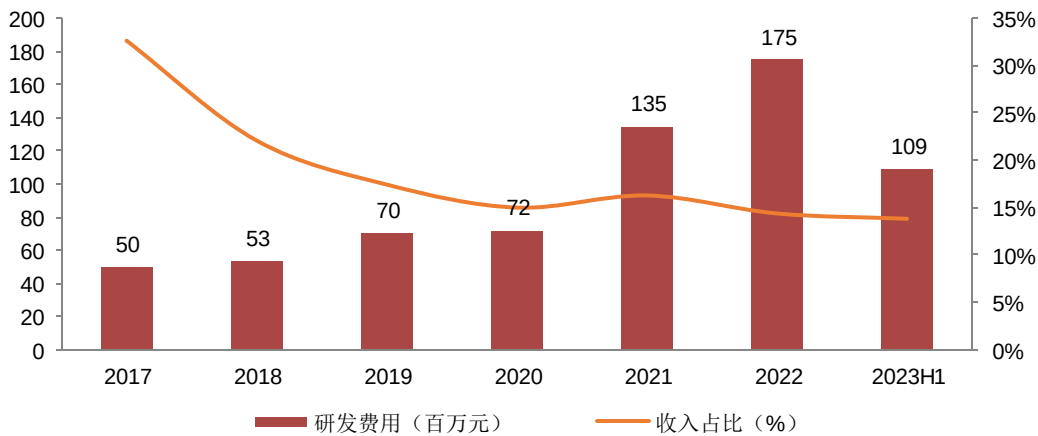


数据来源：惠泰医疗招股书，惠泰医疗 2022 年年报，西南证券整理

冠脉通路集采放量，以价换量收入快速增长。2017-2022 年的销售收入分别为 1042 万元、7601 万元、1.4 亿元、1.9 亿元、3.8 亿、和 5.7 亿，年均复合增长率达 122.6%，成为公司收入的主要来源之一。在主营业务中的收入比重从 2017 年的 6.8% 提升至 2022 年的 46.8%，成为公司的主要收入来源之一。参考贵州、重庆、海南三省市集采结果，2020 年公司球囊产品单价在集采中标后下滑 35%-40%，但销售量预期实现 300%-800% 的正增长，实现以价换量。2021 年冠脉通路产品营业收入同比增量 96.8%。2022 年收入放量持续，增长态势明显。公司产品入院数量较 2021 年增长超 600 家，整体覆盖医院数 3000 余家。

公司研发高投入，提升未来成长潜力。截至 2023H1，公司共拥有研发人员 414 人，占公司全体员工的 20.9%。截至 2023H1，公司已取得 75 个国内医疗器械注册证或备案证书，其中 III 类医疗器械 53 个；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。2017-2022 年研发投入分别为 4998 万元、5338 万元、7042 万元、7190 万元、1.3 亿元及 1.8 亿元，分别占营业收入比重为 32.6%、22.1%、17.4%、15%、16.3% 以及 14.4%。未来公司仍将加大研发投入，不断加速已有产品的技术革新和新产品研发。

图 24：2017-2023H1 研发费用率变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

在研项目丰富，创新引领发展。公司在研项目涉及电生理设备及耗材、冠脉通路和外周血管介入医疗器械三个具体领域和方向，其中压力感应消融导管已通过国家药监局“创新医疗器械”认定，进入特别审批通道。公司的电磁融合放大器系统和高集成度心脏电生理系统（HIERS）被上海市经济和信息化委员会作为重点项目支持，并分别予以立项。在血管介入器械领域，公司是导引延伸导管、微导管（冠脉应用）国内最先获得注册的国产厂家。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

根据公司各项业务板块的分析，我们对 2023-2025 年公司主营业务的预测如下：

1) 冠脉通路类：公司已经建立了成熟完备的冠脉通路类器械产业化平台，依靠持续增加的研发投入和丰富的产品线，公司整体自动化水平和规模化生产能力大幅提升。我们预计 2023-2025 年公司冠脉通路类业务的销量增速分别为 32%、30%、28%，产品价格预计在 2023-2025 年保持相对稳定。

2) 电生理：电生理产品主要为标测导管、射频消融导管、及其他新产品。随着公司标测系统在院端投放量的增加，带动公司三维手术标测和射频消融导管销量增加，因此我们预计 2023-2025 年公司电生理业务的销量增速分别为 30%、32%、35%，价格预计 2023-2025 年将相对稳定。另外，预计 2023-2025 年毛利率将稳定在 87%。

3) 外周介入类：外周介入类产品上市较晚，2019 年产品开始陆续上市销售。随着介入产品线的逐渐丰富，预计 2023-2025 年销量增速将维持在 45% 左右。

4) OEM：OEM 业务并非公司核心业务，但因基数较低，我们预计 2023-2025 年业务增速在 45% 左右

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
冠脉通路类	收入	569	751	977	1250
	增速	49.1%	32.0%	30.0%	28.0%
	毛利率	69.4%	69.0%	69.0%	69.0%
电生理	收入	293	381	503	678
	增速	7.2%	30.0%	32.0%	35.0%
	毛利率	87.4%	87.0%	87.0%	87.0%
外周介入类	收入	183	265	384	557
	增速	21.8%	45.0%	45.0%	45.0%
	毛利率	71.7%	71.0%	71.0%	71.0%
OEM	收入	160	232	336	487
	增速	79.1%	45.0%	45.0%	45.0%
	毛利率	65.3%	65.0%	65.0%	65.0%
其他业务	收入	12	23	39	59
	增速	98.5%	100.0%	70.0%	50.0%
	毛利率	63.3%	64.0%	64.0%	64.0%
合计	收入	1,216	1,652	2,238	3,031
	增速	46.7%	35.8%	35.5%	35.4%
	毛利率	71.2%	72.8%	72.7%	72.7%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

惠泰医疗业务主要包括电生理和冠脉通路介入医疗器械等，在神经介入及外周血管介入亦有布局。我们选取了行业中与惠泰业务最为相近的三家公司：微电生理、赛诺医疗、心脉医疗。微电生理专注于电生理介入诊疗与消融治疗领域创新医疗器械研发、生产和销售的高新技术企业；赛诺医疗专注于高端介入医疗器械的研发，在冠脉介入及神经介入领域产品覆盖较为广泛；心脉医疗是一家从事主动脉及外周血管介入医疗器械研发的高新技术企业，在主动脉介入医疗器械领域较为成熟。由于三者业务分别与公司主要板块相似，因此具有可比性。我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 32.9%，首次覆盖给予“持有”评级。

表 7：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688351.SH	微电生理-U	20.12	0.05	0.11	0.20	419	178	101
688108.SH	赛诺医疗	11.82	-0.12	0.11	0.31	0	110	39
688016.SH	心脉医疗	180.00	6.61	8.59	11.13	27	21	16
平均值						149	103	52

数据来源：Wind，西南证券整理；股价为 2023 年 10 月 23 日收盘价

5 风险提示

市场竞争风险、政策控费风险、研发失败风险、新品放量不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1216.02	1651.64	2238.46	3031.42	净利润	340.16	470.61	615.52	825.74
营业成本	350.17	448.62	611.20	828.94	折旧与摊销	43.92	27.66	33.44	37.74
营业税金及附加	14.02	19.82	26.86	36.38	财务费用	-2.69	-0.50	-0.89	-1.38
销售费用	241.03	325.39	455.55	614.99	资产减值损失	-14.54	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	66.55	93.17	130.44	182.61	经营营运资本变动	111.34	-90.21	-44.48	-73.29
财务费用	-2.69	-0.50	-0.89	-1.38	其他	-110.73	-6.84	-10.44	-5.23
资产减值损失	-14.54	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	367.46	390.72	583.14	773.58
投资收益	20.75	20.00	20.00	20.00	资本支出	-62.71	-285.10	-63.00	-63.00
公允价值变动损益	0.34	0.00	0.00	0.00	其他	-71.82	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	19.37	5.00	5.00	5.00	投资活动现金流净额	-134.53	-265.10	-43.00	-43.00
营业利润	396.99	544.06	711.59	954.62	短期借款	14.00	-30.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.86	0.00	0.00	0.00	长期借款	-8.46	0.00	0.00	0.00
利润总额	395.13	544.06	711.59	954.62	股权融资	-255.49	0.00	0.00	0.00
所得税	54.98	73.45	96.06	128.87	支付股利	-66.67	-71.60	-97.12	-126.10
净利润	340.16	470.61	615.52	825.74	其他	22.01	-39.44	0.89	1.38
少数股东损益	-17.86	-15.00	-15.00	-15.00	筹资活动现金流净额	-294.60	-141.05	-96.23	-124.73
归属母公司股东净利润	358.02	485.61	630.52	840.74	现金流量净额	-60.71	-15.43	443.91	605.86
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	250.88	235.45	679.36	1285.22	成长能力				
应收和预付款项	81.81	127.01	162.43	221.43	销售收入增长率	46.74%	35.82%	35.53%	35.42%
存货	337.94	434.18	595.56	807.23	营业利润增长率	78.42%	37.05%	30.79%	34.15%
其他流动资产	886.82	888.79	891.43	895.01	净利润增长率	74.57%	38.35%	30.79%	34.15%
长期股权投资	67.34	67.34	67.34	67.34	EBITDA 增长率	73.85%	30.35%	30.27%	33.17%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	306.84	569.26	603.80	634.05	毛利率	71.20%	72.84%	72.70%	72.66%
无形资产和开发支出	38.92	34.44	29.97	25.50	三费率	25.07%	25.31%	26.14%	26.27%
其他非流动资产	255.43	254.92	254.41	253.90	净利率	27.97%	28.49%	27.50%	27.24%
资产总计	2225.98	2611.39	3284.30	4189.67	ROE	18.99%	21.76%	22.96%	24.42%
短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.28%	18.02%	18.74%	19.71%
应付和预收款项	149.47	193.16	263.77	357.12	ROIC	66.34%	66.94%	63.81%	73.81%
长期借款	1.77	1.77	1.77	1.77	EBITDA/销售收入	36.04%	34.59%	33.24%	32.69%
其他负债	253.67	253.60	337.51	449.88	营运能力				
负债合计	434.91	448.53	603.05	808.77	总资产周转率	0.57	0.68	0.76	0.81
股本	66.67	66.85	66.85	66.85	固定资产周转率	4.87	4.65	4.88	5.79
资本公积	1012.58	1012.40	1012.40	1012.40	应收账款周转率	27.87	24.24	23.41	24.20
留存收益	716.83	1130.84	1664.24	2378.88	存货周转率	1.14	1.15	1.18	1.18
归属母公司股东权益	1763.31	2150.10	2683.50	3398.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.80%	—	—	—
少数股东权益	27.75	12.75	-2.25	-17.25	资本结构				
股东权益合计	1791.07	2162.86	2681.26	3380.89	资产负债率	19.54%	17.18%	18.36%	19.30%
负债和股东权益合计	2225.98	2611.39	3284.30	4189.67	带息债务/总负债	7.31%	0.40%	0.29%	0.22%
					流动比率	3.78	3.96	4.02	4.08
					速动比率	2.96	2.94	2.99	3.06
					股利支付率	18.62%	14.75%	15.40%	15.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	438.22	571.22	744.13	990.98	每股收益	5.36	7.26	9.43	12.58
PE	68.65	50.61	38.98	29.23	每股净资产	26.38	32.16	40.14	50.83
PB	13.94	11.43	9.16	7.23	每股经营现金	5.50	5.84	8.72	11.57
PS	20.21	14.88	10.98	8.11	每股股利	1.00	1.07	1.45	1.89
EV/EBITDA	52.88	40.64	30.60	22.36					
股息率	0.27%	0.29%	0.40%	0.51%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn