



## 惠泰医疗 (688617.CH)

### 布局心血管三大核心细分赛道，未来增长可期

买入

首次覆盖

公司多元化布局电生理、冠脉介入与外周介入三大心血管核心赛道：1) 电生理：作为国产电生理龙头之一，充分受益于电生理器械“市场大+渗透率低+集采加速国产替代”成长逻辑；2) 冠脉介入：公司为细分领域龙头，产品布局完善，有望享受 PCI 手术量稳步增长红利；3) 外周介入：为公司未来增长引擎，管线逐步扩展至治疗类产品，长期增长空间广阔。公司多元化布局心血管三大核心细分赛道，未来增长可期。首次覆盖惠泰医疗，给予“买入”评级，目标价人民币 454 元。

胡泽宇, CFA (医疗分析师)  
ryan\_hu@spdbi.com  
(852) 2808 6446



欢迎关注  
浦银国际研究

# 目录

电生理：新品密集上市，带动销售放量 .....	6
冠脉通路：PCI 手术量持续增长，带动通路类产品用量 .....	16
外周介入：短期主打“造影三件套”，治疗类产品 2024E 起加速上市 .....	20
财务预测与估值 .....	23
投资风险 .....	24
SPDBI 乐观与悲观情景假设 .....	26
财务报表 .....	27
附录：惠泰医疗产品管线 .....	30

## 图表目录

图表 1：盈利预测和财务指标 .....	4
图表 2：中国心房颤动治疗路径 .....	6
图表 3：中国室上速治疗路径 .....	7
图表 4：中国房颤、室上速患者人数 .....	7
图表 5：中国射频消融手术占比（2019 年） .....	7
图表 6：我国电生理手术量 .....	8
图表 7：我国电生理手术渗透率（2023E） .....	8
图表 8：中美每百万人电生理手术量（2019 年） .....	8
图表 9：2020 年中国心脏电生理器械竞争格局（按销售收入计） .....	8
图表 10：目前各类电生理术式器械国产化率 .....	8
图表 11：惠泰 vs 微电生理三维电生理手术量 .....	9
图表 12：我国三维电生理手术量分布（2020 年） .....	9
图表 13：惠泰电生理板块收入拆分 .....	9
图表 14：惠泰医疗主要产品管线：电生理 .....	10
图表 15：主要国产电生理厂商对比 .....	10
图表 16：国内市场主要标测导管对比 .....	12
图表 17：福建 27 省电生理集采：单件采购模式中标情况 .....	13
图表 18：福建 27 省电生理集采：组套采购模式中标情况 .....	14
图表 19：脉冲电场消融机制 .....	14
图表 20：中国房颤导管消融手术量 .....	15
图表 21：中国房颤导管消融手术量分布 .....	15
图表 22：主要 PFA 产品研发进度 .....	15
图表 23：中国大陆地区 PCI 治疗例数 .....	16
图表 24：主要国家及地区每百万人 PCI 手术量（2018 年） .....	16

图表 25: PCI 手术主要步骤及所需耗材 .....	17
图表 26: 惠泰医疗主要产品管线: 冠脉通路 .....	17
图表 27: 中国冠脉通路器械竞争格局 (2019 年) .....	18
图表 28: 京津冀“3+N”联盟冠脉球囊中标价格 .....	19
图表 29: 上海冠脉球囊集采中标价格 .....	19
图表 30: 京津冀“3+N”联盟 (8 省) 冠脉导引导丝中标价格 .....	19
图表 31: 京津冀“3+N”联盟 (5 省) 冠脉导引导管中标价格 .....	19
图表 32: 惠泰医疗主要产品管线: 外周介入 .....	21
图表 33: 惠泰于河南牵头 19 省通用介入类耗材集采中标产品 .....	22
图表 34: 惠泰医疗 PE Band .....	23
图表 35: SPDBI 目标价: 惠泰医疗 .....	24
图表 36: SPDBI 医疗行业覆盖公司 .....	25
图表 37: 惠泰医疗市场普遍预期 .....	26
图表 38: 惠泰医疗 SPDBI 情景假设 .....	26
图表 39: 惠泰医疗利润表 .....	27
图表 40: 惠泰医疗资产负债表 .....	28
图表 41: 惠泰医疗现金流量表 .....	29
图表 42: 惠泰医疗主要产品管线 (1): 电生理 .....	30
图表 43: 惠泰医疗主要产品管线 (2): 外周介入 .....	31
图表 44: 惠泰医疗主要产品管线 (3): 冠脉通路 .....	32



## 惠泰医疗 (688617.CH)：布局心血管三大核心细分赛道，未来增长可期

公司多元化布局电生理、冠脉介入与外周介入三大心血管核心赛道：  
 1) 电生理：作为国产电生理龙头之一，公司有望充分受益于电生理器械“市场大+渗透率低+集采加速国产替代”成长逻辑；2) 冠脉介入：公司为细分领域龙头，产品布局完善，有望享受 PCI 手术量稳步增长红利；3) 外周介入：为公司未来增长引擎，管线逐步扩展至治疗类产品，长期增长空间广阔。公司多元化布局心血管三大核心细分赛道，未来增长可期。首次覆盖惠泰医疗，给予“买入”评级，目标价人民币 454 元。

- 电生理：惠泰作为国产龙头之一，有望充分受益于电生理“市场大+渗透率低+集采加速国产替代”发展红利。**我国 2023E 房颤及室上速患者合计超 1500 万，具有患者群体大、手术治疗率低的特点。以房颤为例，目前我国手术治疗率约为 1%，每百万人电生理手术量仅为美国 1/10，手术治疗率提升空间大。此外，当前我国电生理器械国产化率仅约 10%-13%，国产替代空间广阔。惠泰作为电生理国产龙头之一，布局相对多数国产厂家更为完善，长期有望受益于行业发展红利。随着 27 省联盟集采结果于 2023 年 4 月开始执行，我们预计 2024-25E 行业手术量可维持不低于 30% 增速，惠泰在此次集采中多款产品以 A1、A2 类中标，未来两年销售额有望稳步增长。
- 冠脉通路：公司产品布局完善，有望持续受益于 PCI 手术量增长。**2022 年中国大陆地区经皮冠状动脉介入 (PCI) 手术量同比增长 11% 至 129 万例（不包含军队医院），而同期我国冠状动脉疾病患者约 1,139 万人。与其他发达国家和地区相比，中国每百万人 PCI 手术量仍存在较大差距。随着中国冠心病患者数量不断攀升、冠脉介入技术升级、国家医保更全面的覆盖以及基层医疗水平的不断提升，预计未来冠脉介入手术的需求将继续释放。惠泰在冠脉通路类产品上布局完善，有望持续受益于 PCI 手术量增长。
- 外周介入：短期主打“造影三件套”，治疗类产品 2024E 起加速上市。**惠泰于 2019 年推出外周血管介入产品，目前产品以诊断类产品为主。未来随着核心治疗类产品获批，惠泰有望通过产品组合提高销售竞争力，板块收入增长有望进一步提速。惠泰首款胸主动脉支架 (TAA) 正处于临床试验阶段，预计 2024E 获批。
- 首予“买入”评级，目标价人民币 454 元。**我们给予公司 45x 2024E PE 目标估值倍数，目标价人民币 454 元。该目标 PE 较公司 2021 年上市以来均值低 0.5 个标准差。
- 投资风险：政策风险、手术量及核心产品销售增速不及预期。**

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	829	1,216	1,625	2,179	2,933
同比变动 (%)	72.8%	46.7%	33.7%	34.1%	34.6%
归母净利润	208	358	506	675	930
同比变动 (%)	87.7%	72.2%	41.4%	33.3%	37.7%
PE (x)	114.7	68.6	48.0	36.0	26.2

E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

胡泽宇, CFA

医疗分析师

ryan\_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2023 年 11 月 30 日

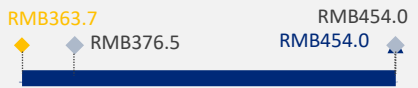
### 评级

买入

目标价 (人民币)	454.0
潜在升幅/降幅	+25%
目前股价 (人民币)	363.7
52 周内股价区间 (人民币)	267-400
总市值 (百万人民币)	24,313
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	132

注：数据截至 2023 年 11 月 28 日

### 市场预期区间

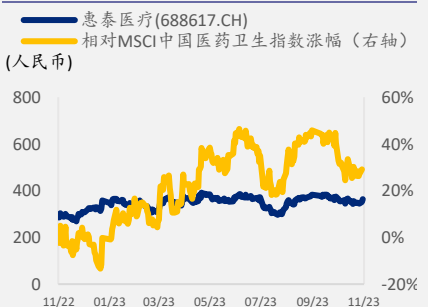


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2023 年 11 月 28 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



注：数据截至 2023 年 11 月 28 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测

### 利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>829</b>	<b>1,216</b>	<b>1,625</b>	<b>2,179</b>	<b>2,933</b>
营业成本	-253	-350	-484	-676	-916
<b>毛利润</b>	<b>576</b>	<b>866</b>	<b>1,141</b>	<b>1,503</b>	<b>2,017</b>
税金及附加	-8	-14	-21	-28	-35
销售费用	-196	-241	-317	-392	-499
管理费用	-55	-67	-86	-109	-147
研发费用	-135	-175	-228	-294	-390
财务费用	-1	3	5	6	8
其他收益	19	19	31	41	56
投资净收益	11	21	23	23	23
公允价值变动净收益	22	0	3	3	3
资产减值损失	-10	-15	4	4	4
信用减值损失	0	-1	0	0	0
资产处置收益	0	0	12	0	0
<b>营业利润</b>	<b>223</b>	<b>397</b>	<b>567</b>	<b>757</b>	<b>1,040</b>
营业外收入	0	2	2	3	4
营业外支出	-1	-3	-2	-3	-3
<b>利润总额</b>	<b>222</b>	<b>395</b>	<b>567</b>	<b>756</b>	<b>1,041</b>
所得税	-27	-55	-70	-93	-128
<b>净利润</b>	<b>195</b>	<b>340</b>	<b>497</b>	<b>663</b>	<b>913</b>
减：少数股东损益	-13	-18	-9	-12	-16
<b>归母净利润</b>	<b>208</b>	<b>358</b>	<b>506</b>	<b>675</b>	<b>930</b>
<b>扣非归母净利润</b>	<b>168</b>	<b>322</b>			

### 资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>货币资金</b>	<b>310</b>	<b>251</b>	<b>424</b>	<b>699</b>	<b>1,030</b>
现金及等价物	310	249	422	697	1,028
其他	0	2	2	2	2
应收票据及应收账款	34	47	53	72	96
存货	263	338	415	580	787
其他流动资产	946	921	842	855	873
<b>流动资产合计</b>	<b>1,553</b>	<b>1,557</b>	<b>1,735</b>	<b>2,206</b>	<b>2,786</b>
固定资产	208	292	366	413	544
在建工程	37	15	35	35	35
无形资产	32	39	37	35	33
商誉	0	0	52	52	52
其他非流动资产	182	323	279	279	279
<b>非流动资产合计</b>	<b>460</b>	<b>669</b>	<b>768</b>	<b>814</b>	<b>943</b>
短期借款	16	30	70	70	70
应付票据及应付账款	21	41	53	74	100
合同负债	32	38	38	38	38
应付职工薪酬	76	86	115	155	208
应交税费	12	22	30	30	30
其他应付款	20	177	280	280	280
其他流动负债	16	17	23	23	23
<b>流动负债合计</b>	<b>195</b>	<b>412</b>	<b>610</b>	<b>670</b>	<b>750</b>
长期借款	10	2	1	1	1
长期应付职工薪酬	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	21	33	33	33
<b>非流动负债合计</b>	<b>27</b>	<b>23</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>34</b>
实收资本(或股本)	67	67	67	67	67
资本公积金	1,268	1,013	720	720	720
其它综合收益	18	27	45	45	45
盈余公积金	20	31	31	31	31
未分配利润	405	686	1,037	1,506	2,151
少数股东权益	13	28	19	7	-10
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,791</b>	<b>1,791</b>	<b>1,859</b>	<b>2,316</b>	<b>2,944</b>

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

### 现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>195</b>	<b>340</b>	<b>497</b>	<b>663</b>	<b>913</b>
固定资产折旧	27	38	46	52	69
无形资产摊销	1	2	2	2	2
财务费用	3	0	-5	-6	-8
存货的减少	-124	-73	-77	-165	-206
经营性应收项目的减少	4	-23	-10	-31	-43
经营性应付项目的增加	83	62	144	60	80
其他	-6	20	42	0	0
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>181</b>	<b>367</b>	<b>639</b>	<b>576</b>	<b>806</b>
资本开支	-167	-143	-120	-100	-200
其他	-943	9	37	0	0
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-1,110</b>	<b>-135</b>	<b>-83</b>	<b>-100</b>	<b>-200</b>
取得借款收到的现金	24	83	39	0	0
偿还债务支付的现金	-30	-76	0	0	0
分配股利或偿付利息	-33	-69	-150	-201	-276
其他	1,159	-232	-272	0	0
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>1,119</b>	<b>-295</b>	<b>-383</b>	<b>-201</b>	<b>-276</b>
现金及现金等价物净增加额	189	-61	173	275	330
期初现金及现金等价物	120	310	249	422	697
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>310</b>	<b>249</b>	<b>422</b>	<b>697</b>	<b>1,028</b>

### 财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	3.17	5.30	7.58	10.10	13.90
每股销售额	12.63	18.24	24.35	32.59	43.87
每股股息	1.00	1.65	2.32	3.09	4.25
<b>同比变动</b>					
收入	72.8%	46.7%	33.7%	34.1%	34.6%
经营溢利	86.3%	78.4%	42.9%	33.3%	37.5%
归母净利润	87.7%	72.2%	41.4%	33.3%	37.7%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	69.5%	71.2%	70.2%	69.0%	68.8%
经营利润率	26.8%	32.6%	34.9%	34.7%	35.5%
归母净利率	25.1%	29.4%	31.1%	31.0%	31.7%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	18.6%	20.0%	27.7%	32.3%	35.3%
平均资产回报率	15.0%	16.0%	21.0%	24.0%	27.1%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	17.1	12.2	12.0	12.0	12.0
库存周转天数	294.9	313.3	313.3	313.3	313.3
应付账款周转天数	21.3	32.5	40.0	40.0	40.0
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	8.0	3.8	2.8	3.3	3.7
速动比率 (x)	6.6	3.0	2.2	2.4	2.7
现金比率 (x)	1.6	0.6	0.7	1.0	1.4
负债/权益	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	114.7	68.6	48.0	36.0	26.2
市销率 (x)	28.8	19.9	14.9	11.2	8.3
股息率	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%	1.2%

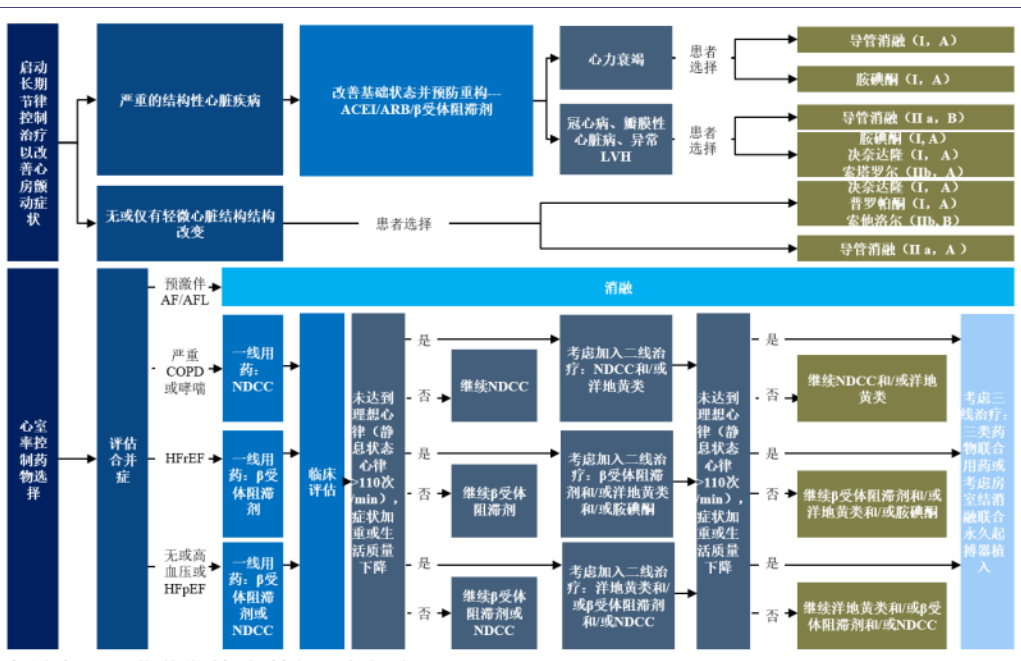
# 惠泰医疗：布局心血管三大核心细分赛道，未来增长可期

## 电生理：新品密集上市，带动销售放量

我国 2023E 房颤和室上速患者合计超 1500 万，电生理手术增长前景广阔。心律失常具体可分为缓慢性心率失常及快速性心率失常两类：1) 缓慢性心率失常（静息心率<60 次/分钟），包括窦性心动过缓、窦性静止等类型，治疗方式主要包括药物治疗和植入起搏器；2) 快速性心率失常（静息心率>100 次/分钟），主要包括房颤/室颤、房扑/室扑、房早/室早、室上速、室速等多种类型，其中房颤、室上速为较常见类型。

- **房颤**：指患者心率紊乱且心率达 300-600 次/分钟，按发作频率和持续时间可分为阵发性房颤、持续性房颤、长程持续性房颤和永久性房颤四类。根据 Frost & Sullivan 预测，中国房颤患者人数 2023E 年约 1234 万人。根据 2023 年 6 月发布的《心房颤动诊断和治疗中国指南》（[链接](#)），对于有症状的阵发性房颤患者，应将导管消融作为一线治疗以改善症状（I 级推荐），对于对具有心血管危险因素的新诊断（1 年内）有症状的持续性房颤与无症状房颤患者应考虑行导管消融以改善预后（IIa 级推荐）。相比药物治疗，导管消融可显著降低房颤复发风险、减少心血管住院院。

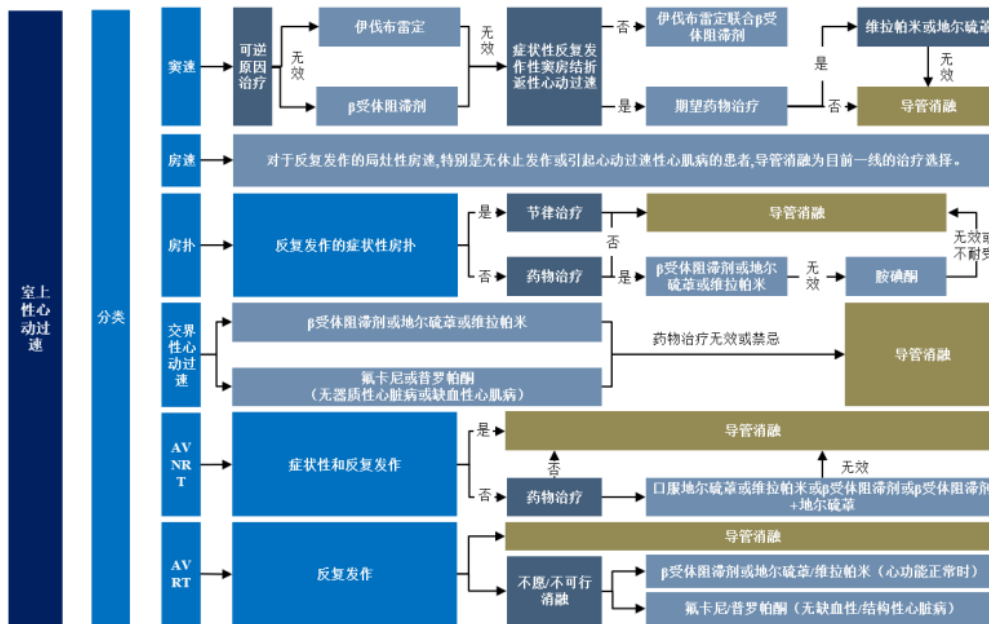
图表 2：中国心房颤动治疗路径



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

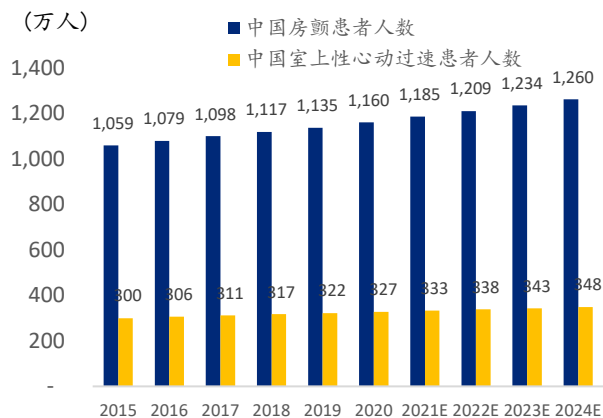
- **室上速**：根据《室上性心动过速诊断及治疗中国专家共识（2021）》（[链接](#)）定义，室上速为静息状态下，由希氏束或以上组织参与，除房颤外，引起心房率和/或心室率>100次/分钟的心动过速。主要包括窦性心动过速（窦速）、房性心动过速（房速）、心房扑动（房扑）、房室结折返性心动过速（AVNRT）、房室折返性心动过速（AVRT）等类型，其中阵发性室上性心动过速（PSVT）特指 AVNRT 和 AVRT，其中 AVNRT 约占 PSVT 患者人数 60%。根据 Frost & Sullivan 数据，中国室上速患者人数 2023E 年约 343 万人。

图表 3：中国室上速治疗路径



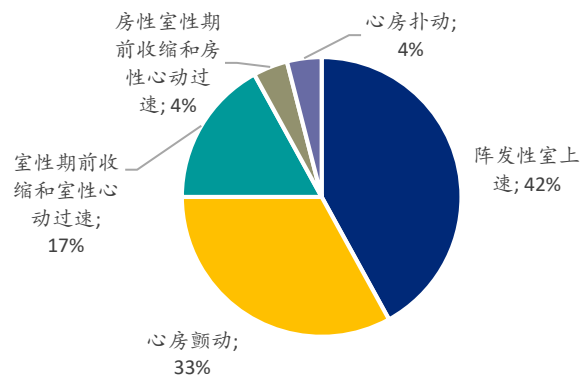
资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

图表 4：中国房颤、室上速患者人数



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

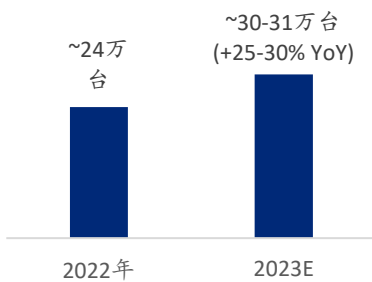
图表 5：中国射频消融手术占比（2019 年）



资料来源：《中国心血管健康与疾病报告 2020》（[链接](#)）、浦银国际

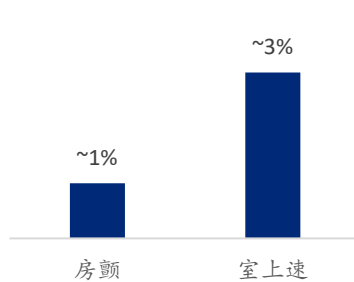
我国电生理手术渗透率仍低，未来提升潜力巨大。2022 年我国电生理手术量约 24 万台，且每年仍维持不低于 20% 的增速，我们预计随着集采降价，手术量增速有望提升，预计 2023E 全年手术量增速 25%-30%。从渗透率看，我们预计 2023E 电生理手术的两大术式房颤及室上速手术渗透率分别约为 1% 和 3%，渗透率仍低。根据 Frost & Sullivan 数据，2019 年我国电生理手术渗透率为 128.5 台/百万人，仅为美国的 1/10 左右，主要受限于疾病早筛尚未推广、手术难度较高、术者紧缺、手术价格较高等因素，渗透率长期提升空间广阔。惠泰作为国产电生理龙头之一，有望充分受益于行业发展红利。

图表 6: 我国电生理手术量



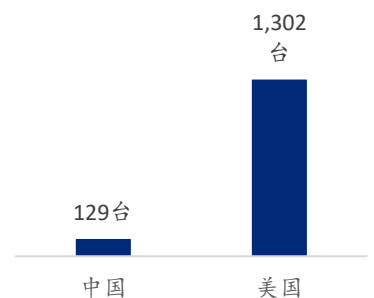
资料来源: 浦银国际测算

图表 7: 我国电生理手术渗透率 (2023E)



资料来源: 浦银国际测算

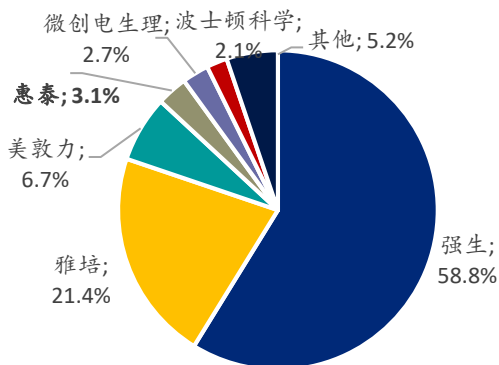
图表 8: 中美每百万人电生理手术量 (2019 年)



资料来源: Frost & Sullivan、浦银国际

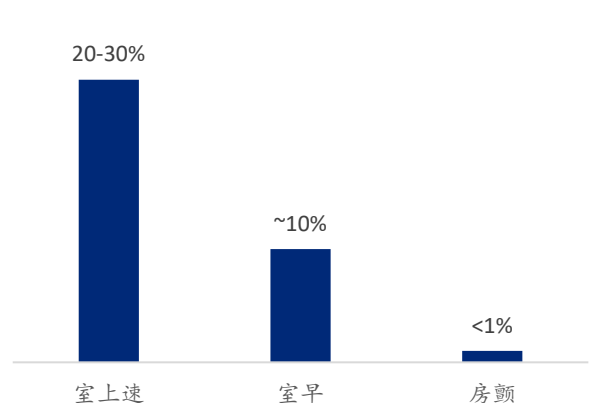
电生理市场长期被外资品牌垄断，当前国产化率约 10%-13%。根据 Frost & Sullivan 数据，2020 年电生理器械国产化率不足 10%，我们预计今年国产化率约 10%-13%，国产化率逐步提升。其中房颤作为心率失常的主要类型，目前国产化率仅约 1%，主因此前术式必需的高密度标测及压力消融导管长期被外资厂商占据，国产厂家此前并无相关获批组套产品。国产品牌中，微电生理的 EasyStars 星型磁电定位标测导管和 TrueForce 压力监测磁定位射频消融导管已分别于 2022 年 10 月及 12 月获批上市，实现国产突破；惠泰的磁电定位高密度标测导管及压力感应射频消融导管目前已在临床试验阶段。

图表 9: 2020 年中国心脏电生理器械竞争格局(按销售收入计)



资料来源: Frost & Sullivan、浦银国际

图表 10: 目前各类电生理术式器械国产化率



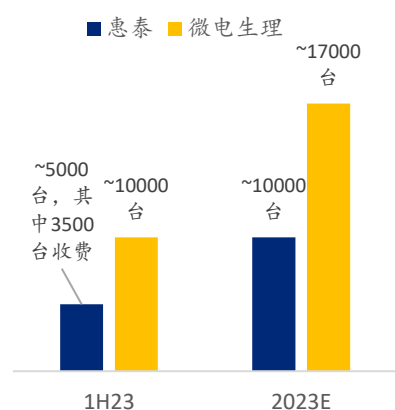
资料来源: 浦银国际测算



惠泰为国产电生理龙头之一，逐步补齐高密度标测、压力监测射频消融等核心产品：

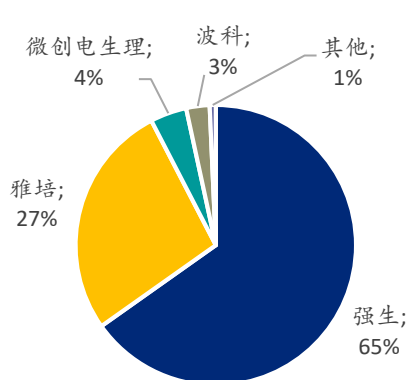
- **导管：**公司的标测导管和射频消融导管均为首个获批上市的国产产品，先发优势助力公司成为国内电生理市场中国生产厂商的龙头企业。此外，对于长期被外资品牌垄断的房颤领域，公司目前也在研发磁电定位高密度标测导管及磁定位压力感应射频消融导管两款重磅产品，我们预计两款产品有望于 2024/25E 获批。
- **设备：**惠泰在电生理领域的核心产品为三维电生理标测系统 HT-Viewer，其于 2021 年 1 月国内获批，其特点在于：（1）采用目前主流的磁电双定位方式；（2）将三维标测系统、多道记录仪、刺激仪集成一体，节约了导管室空间、提高了手术效率、控制了设备采购成本，让更多的县域级医院可以开展复杂电生理手术。此外，公司也在研三维电生理标测系统 pro（HT-Viewer 的升级更新版），该产品可实现持续性房颤的量化标测，有望显著改善持续性房颤治疗的复发率。

图表 11: 惠泰 vs 微电生理三维电生理手术量



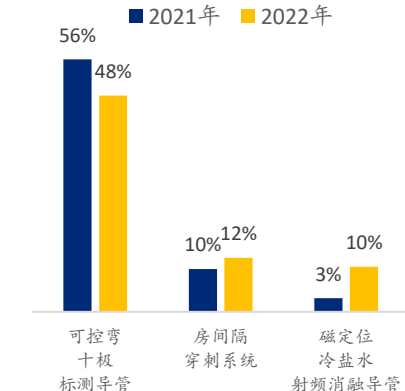
资料来源：浦银国际测算

图表 12: 我国三维电生理手术量分布（2020 年）



资料来源：浦银国际测算

图表 13: 惠泰电生理板块收入拆分






资料来源：公司 2022 业绩会、浦银国际

图表 14：惠泰医疗主要产品管线：电生理

类型	产品	研发阶段	
标测	设备	HT Viewer 三维心脏电生理标测系统	已获批 (2021 年 1 月)
		TOP-2001D+/F+多道电生理系统	已获批
		HIERS 高集成度电生理记录系统	注册检验阶段
		三维电生理标测系统 pro	临床试验阶段
	导管	Triguy 固定弯标测电极导管	已获批
		SinusFlex 可控弯十极标测电极导管	已获批
		临时起搏电极导管	已获批
		Triguy 可控弯环状肺静脉标测电极导管	已获批
		Triguy 4-3.3F 固定弯标测电极导管	已获批
		Triguy 可控弯二十极标测电极导管	已获批
	磁电定位高密度标测导管	临床试验	
	磁电定位环形标测导管	注册检验	
射频消融	设备	带压力感应的射频消融仪	临床试验
	导管	磁定位冷盐水射频消融导管	已获批
		Triguy 可控射频消融电极导管	已获批
		Triguy 冷盐水灌注射频消融导管	
		压力感应射频消融导管	临床试验
	磁定位压力感应射频消融导管	临床试验	
脉冲消融	设备	高压脉冲消融系统	临床试验
	导管	环形脉冲消融导管	临床试验
		磁电定位压力感知脉冲消融导管	临床试验
通路类		Braidin Cross 房间隔穿刺系统	已获批
		墨工可调弯输送鞘	已获批

注：2022 年惠泰可控弯十极标测电极导管/房间隔穿刺系统/磁定位冷盐水射频消融导管分别贡献电生理板块收入约 48%/12%/10%  
资料来源：公司资料、浦银国际整理

图表 15：主要国产电生理厂商对比

	惠泰医疗 (688617.CH)	微电生理 (688351.CH)	锦江电子 (未上市)
			
成立日期	2012 年	2010 年	2016 年
总部	上海	上海	上海
上市时间	2021 年 1 月 7 日	2022 年 8 月 31 日	科创板 IPO 于 2023 年 6 月 获受理
<b>电生理产品</b>			
<b>标测</b>			
三维标测设备	HT Viewer 磁/电双定位 (2021 年获批)	Columbus 磁/电双定位 (首代产品 2016 获批)	LEAD-Mapping 磁/电双定位 (2022 年获批)
电定位导管	Triguy (固定弯、可调弯) SinusFlex (可调弯)	EasyFinder (固定弯、可调弯)	PROMAPPER (固定弯、可调弯)
磁电定位导管	在研	EasyFinder 3D (可调弯) EasyLoop 3D (环型)	在研
高密度标测导管	在研	EasyStars	-

## 射频消融

电定位导管（非冷盐水/压力）	获批	获批	获批
电定位导管（冷盐水）	获批	获批	-
电定位导管（压力）	在研	-	-
磁电定位导管（非冷盐水/压力）	-	获批	在研
磁电定位导管（冷盐水）	获批	获批	获批
磁电定位导管（压力）	在研	获批	在研
冷冻消融	-	IceMagic (2023年8月获批)	-
脉冲消融	在研	在研	在研
RDN	-	在研	-

## 2022 财务数据（人民币）

营业收入（同比变动）	12.2 亿(▲47%) 其中：电生理收入 2.9 亿 (▲26%)	2.6 亿(▲37%)	5,916 万(▼2%)
毛利率（同比变动）	71.2%(▲1.7pcts) 其中：电生理 GPM 78.0%(▼0.3pcts)	69.1%(▼3.3pcts)	72.7%(▼5.8pcts)
销售费用（费用率）	2.4 亿(20%)	8,102 万(31%)	2,460 万(42%)
研发费用（费用率）	1.8 亿(14%)	7,693 万(30%)	963 万(16%)
管理费用（费用率）	6,655 万(5%)	3,617 万(14%)	1,763 万(30%)
扣非归母净利/亏损 (同比变动；利润率)	3.2 亿 (▲92%;26%)	亏损 1,139 万 (vs 2021 年:亏损 2,963 万)	亏损 3.5 亿 (vs 2021 年:亏损 3.6 亿)
货币资金&交易性金融资产	11.3 亿	14.6 亿	2.1 亿

## 五、市值

市值（亿人民币）	234	104	未上市
YTD 股价变动	+15%	-16%	未上市

## 六、股权

流通股占比	36.4%	60.2%	6.9%
主要股东	<ul style="list-style-type: none"><li>成正辉&amp;成灵父子：32.45%</li><li>珠海彤昇（晨壹基金 &amp; 迈瑞）：3.49%</li><li>.....</li><li>易方达：2.04%</li><li>沪股通：1.77%</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>嘉兴华杰（招商基金、华兴等）：34.94%</li><li>微创：32.71%</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>李楚雅&amp;李楚文&amp;李楚森&amp;李楚武兄弟：51.36%</li><li>信立泰：16.68%</li></ul>

注：市值数据截至 2023 年 11 月 15 日；锦江电子数据源于公司科创板招股书申报稿

资料来源：公司资料、Bloomberg、浦银国际整理

**高密度标测导管和磁定位消融导管有望 2024/25E 获批，搭配三维标测系统进军房颤市场。**公司的磁电定位高密度标测导管与磁定位压力感应射频消融导管预计 2024/25E 获批上市。磁定位压力感应射频消融系统在 2023 年 3 月完成最后 1 例入组患者的手术治疗，将搭配公司自有的三维标测系统用于房颤手术的治疗。公司根据高密度标测导管和磁压力消融导管的上市时间做了布局策略：利用产品上市前的窗口期进行三维标测系统及耗材的入院覆盖，先抢占室上速和室速的治疗市场，待房颤耗材获批上市，全面进入房颤市场。

图表 16：国内市场主要标测导管对比

产品类型	公司名称	商品名	适用部位	电极间距	电极数	弯型	是否磁电定位
磁定位型可调弯标测导管	微创电生理	EasyFinder 3D	RV/RA/CS/His	2-8-2/2-5-2/5/10	4/10	D	是
	强生	DECANAV	RV/RA/CS/His	2-8-2	10	D/F	是
一次性使用磁定位环形标测导管	微创电生理	EasyLoop 3D	LA	4/4.5/6/8	10	P	是
	强生	LASSO NAV	LA	4.5/6/8	10/20	D	是
	雅培	Advisor	LA	6.5/1-4-1	10/20	D/DF	是
环肺静脉标测导管	微创电生理	EasyLoop	LA	4/4.5/6/8	10	P	否
	强生	LASSO	LA	4/4.5/6/7/8	10/15/20	D	否
	雅培	Inquiry AFocus	LA	3/2-7-2/3.5/5/1-2.5-1/8	10/20	180°	否
	惠泰医疗	Triguy	LA	3/4/5/6/7	10	D	否
一次性使用心内标测电极导管	微创电生理	IceMagic EasyLoop	LA	4/6	8	/	否
	美敦力	Achieve	LA	4/6	8	/	否
一次性使用可调弯标测导管	微创电生理	EasyFinder	RV/RA/CS/His	2-8-2/2-5-2/5/10	4/10	D	否
	强生	Webster	RV/RA/CS/His	2-8-2/2-5-2/5/10	4/10	D/F	否
	雅培	Inquiry/Livewire	RV/RA/CS/His	2-8-2/2-5-2/2/5/10	4/5/6/7/8/10/20	M/L/V-L/C1/E/M/S-L/H/H-L	否
	波士顿科学	Polaris X	RV/RA/CS/His	2.5/5/2.5-5-2.5/2-8-2/2-10-2	10	270°Standard	否
	惠泰医疗	Triguy	RV/RA/CS/His	5/2-5-2/2	4/10	CS/D/DL/G/SL/S	否
	心诺普	可控弯电生理消融导管	RV/RA/CS/His	2-8-2	10	D	否

资料来源：公司资料、浦银国际

多数省份已实现集采覆盖，未来两年价格相对稳定，惠泰有望迎来销售放量。福建 27 省电生理集采已于 2023 年 4 月起执行集采结果，平均价格降幅 49.35%。惠泰主要参与竞争的单件采购产品竞争激烈，但最终公司产品多以 A1、A2 类中标。参考其他国产厂家集采后出厂价下调情况，我们估算公司出厂价或有 20%-30% 下调。

- 价格：组套采购产品因基本由外资品牌垄断，竞争相对较小，降幅在 30%-50% 区间；单件采购产品因竞争激烈，降幅在 50%-70% 区间，多数产品击穿出厂价（对惠泰而言，我们估算集采后公司相关产品出厂价下调 20%-30%），出厂价的调整对毛利率产生负面影响，但参考主要竞争对手微电生理 3Q23 业绩，我们估计惠泰毛利率虽有下滑，但收入同比仍将维持高速增长，且受益于规模效应及集采后销售费用更高效投放，经营利润率或不会受到集采明显影响；

图表 17: 福建 27 省电生理集采: 单件采购模式中标情况

品类	竞价单元	中标产品数量&均价		最高有效申报价 (元)	中标均价较最高有效申报价降幅	中标企业数	微创电生理中标	惠泰中标
		国产	进口					
房间隔穿刺针	\	12 款: 1677 元	5 款: 1992 元	3400	48%	6	✓ (A2 类)	✓ (A1 类)
房间隔穿刺鞘	固定弯	12 款: 678 元	3 款: 739 元	1600	57%	6	✓ (B 类)	✓ (A1 类)
	可调弯	5 款: 4018 元	6 款: 3806 元	9500	59%	6	✓ (B 类)	✓ (A2 类)
线形诊断导管	2 极标测 (固定弯)	7 款: 547 元	1 款: 550 元	1100	50%	6	✓ (B 类)	✓ (A2 类)
	4 极标测 (含 5-9 极; 固定弯)	19 款: 1381 元	16 款: 1383 元	2400	42%	11	✓ (C 类)	✓ (A2 类)
	4 极标测 (含 5-9 极; 可调弯)	8 款: 2031 元	6 款: 2964 元	4200	42%	6	✓ (B 类)	✓ (C 类)
	10 极标测 (含 10-19 极; 固定弯)	11 款: 1856 元	10 款: 1806 元	3500	48%	10	✓ (C 类)	✓ (A2 类)
	10 极标测 (含 10-19 极; 可调弯)	9 款: 2902 元	8 款: 3150 元	5300	43%	8	✓ (A1 类)	✓ (A2 类)
环形诊断导管	电定位	7 款: 4537 元	-	8300	45%	4	✓ (A1 类)	✓ (A2 类)
	磁定位	1 款: 3160 元	-	8300		1	✓ 独家中标	-
磁定位异/星形诊断导管	-	2 款: 14000 元	-	25000	44%	1	✓ 独家中标	-
非压力感应治疗导管	电定位 (非冷盐水)	22 款: 3862 元	14 款: 4225 元	9000	56%	10	✓ (B 类)	✓ (A1 类)
	电定位 (冷盐水)	10 款: 7117 元	7 款: 8818 元	18000	57%	6	✓ (C 类)	✓ (A1 类)
	磁定位 (非冷盐水)	4 款: 8625 元	6 款: 8338 元	15000	44%	3	✓ (C 类)	-
	磁定位 (冷盐水)	6 款: 12450 元	8 款: 10525 元	20000	43%	5	✓ (A2 类)	✓ (B 类)

注: A1/A2/B/C/D 类可获得首年采购需求量 100%/90%/80%/60%/0%;

资料来源: 浦银国际整理

图表 18: 福建 27 省电生理集采: 组套采购模式中标情况

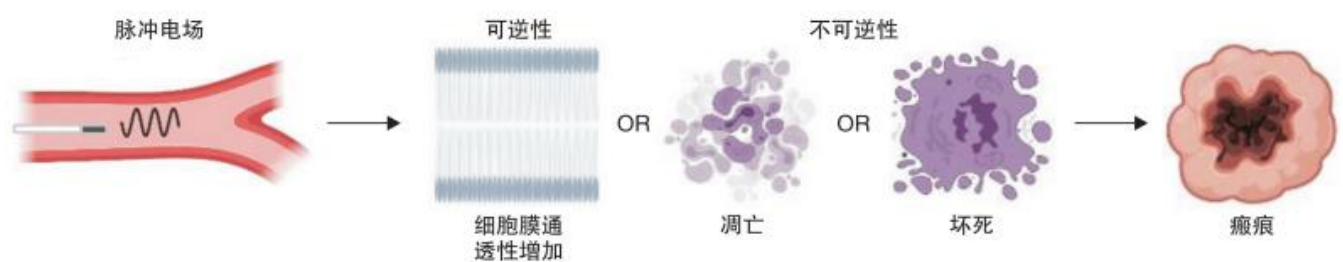
组件名称	最高有效 申报价 (元)	中标厂家 & 中标价 (元)		
		雅培	强生	美敦力
<b>分组一</b>				
磁定位异/星形 诊断导管	25,000	<b>Advisor</b> 12,399 元	<b>PentaRay</b> 19,040/ 24,500 元	-
磁定位压力感应 治疗导管	28,000	<b>TactiCath</b> 13,159/18,999/25,999 元	14,565/18,856/24,800/ 28,000 元	-
<b>组套合计</b>	<b>53,000</b>	<b>25,558-38,398 元</b>	<b>33,605-52,500 元</b>	-
<b>分组二</b>				
磁定位环形 诊断导管	18,000	<b>Advisor FL</b> 8,559/11,999/17,999 元	<b>LASSO</b> 5,357 元	-
磁定位压力感应 治疗导管	28,000	<b>TactiCath</b> 13,159/18,999/25,999 元	14,565/18,856/24,800/ 28,000 元	-
<b>组套合计</b>	<b>46,000</b>	<b>20,202-33,637 元</b>	<b>21,718-37,998 元</b>	-
<b>分组三</b>				
电定位环形 诊断导管	11,000	<b>Advisor FL</b> 8,559 元 <b>Inquiry Optima</b> 10,399 元	<b>LASSO</b> 3,454 元	-
电定位压力感应 治疗导管	28,000	<b>TactiCath</b> 13,159/18,999 元	14,565/18,856/24,800/ 28,000 元	-
<b>组套合计</b>	<b>39,000</b>	<b>23,558-27,558 元</b>	<b>18,019-31,454 元</b>	-
<b>分组四</b>				
冷冻环形 诊断导管	23,000	-	-	11,000/21,000 元
冷冻治疗导管	28,000	-	-	<b>Freezor</b> 13,775 元 <b>Arctic</b> 22,631/28,000 元
<b>组套合计</b>	<b>51,000</b>			<b>24,775-49,000 元</b>

资料来源: 浦银国际整理

脉冲消融安全性高, 未来或与射频、冷冻消融并列。目前治疗房颤的主要介入手术类型包括: 1) 射频消融; 2) 冷冻消融; 及 3) 脉冲消融。其中射频消融为目前最主要的介入手术类型, 2022E 占房颤介入手术量 86%, 冷冻消融作为新兴疗法占比约 14%, 而脉冲消融作为一种更新的疗法目前也在探索中。脉冲消融通过外加短时电场, 在细胞膜上形成跨膜亲水孔隙, 在脉冲电场作用下发生移动, 重新排列, 形成不可逆电穿孔, 进而使细胞凋亡, 达到消除及阻止异常电位传递的目的。

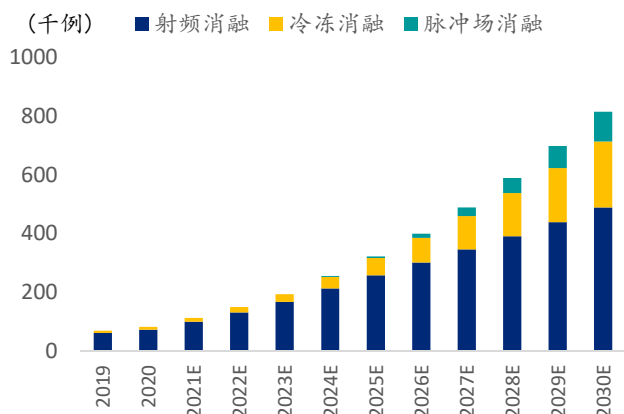
脉冲消融具有选择性、不损伤周围组织、基本无热损伤、放电时间短等优势。根据 2023 年美国心脏病学年会 (ACC 2023) 上公布的 Pulsed AF Pivotal 试验结果 (使用美敦力 PFA), 在 300 名被纳入主要分析队列中的患者中, 脉冲电场消融术成功消除多达三分之二房颤患者的异常心律, 且疗效可持续至少 12 个月, 主要安全性不良事件发生率 (0.7%) 较低。

图表 19: 脉冲电场消融机制



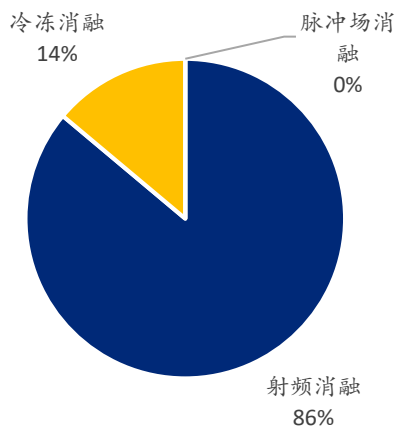
资料来源: 《心房颤动消融的新视角 - 脉冲电场消融》、浦银国际

图表 20：中国房颤导管消融手术量



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

图表 21：中国房颤导管消融手术量分布



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

公司积极布局脉冲消融，已有系统+导管产品在研。目前全球进展最快的 PFA 产品是波士顿科学的 Farapulse 系统，于 2021 年获 CE 认证。国内尚无 PFA 产品获批，惠泰已积极布局脉冲消融技术。惠泰 PFA 已于 2023 年 2 月完成上市前临床试验入组，该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，临床试验中平均术中治疗时间仅约 50 分钟，即刻肺静脉隔离率达 100%。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，PFA 导管的安全性和有效性得到进一步证明。此外，惠泰在研的高压脉冲消融系统可与公司自有的三维标测系统整合，使临床使用体验更简便。

图表 22：主要 PFA 产品研发进度

公司	产品名称	产品内容	研发进度
<b>国产厂商</b>			
锦江电子	LEAD-PFA 消融仪、PulsedFA 脉冲消融导管	消融仪 + 导管	2023 年 4 国内提交注册申请
	PulsedFA 压力脉冲消融导管	导管	临床试验
德诺电生理	CardioPulse 脉冲消融系统	消融仪 + 导管	注册申请阶段
惠泰医疗	高压脉冲消融系统、环形脉冲消融导管	消融仪 + 导管	临床试验
微电生理	脉冲电场消融产品	消融仪 + 导管	临床试验 (预计 2025E 获批)
<b>国际厂商</b>			
波士顿科学	FARAPULSE	消融仪 + 导管	2021 年获得欧盟 CE 认证
美敦力	Sphere (美敦力子公司 AFFERA)	消融仪 + 导管	2023 年 3 月获 CE 认证
	Pulse Select	消融仪 + 导管	2023 年 3 月完成全球多中心临床试验
Biosense Webster (强生子公司)	VARIPULSE 消融导管、TRUPULSE 发生器	消融仪 + 导管	临床试验

注：非完全统计；资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

## 冠脉通路：PCI 手术量持续增长，带动通路类产品用量

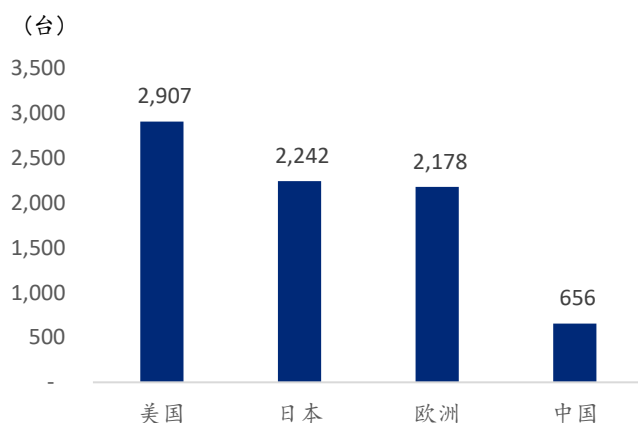
我国冠脉疾病患者人口众多，PCI 手术量有望持续增长。根据《介入心脏病学》杂志统计数据，2022 年中国大陆地区 PCI 手术量同比增长 11% 至 129 万例（不包含军队医院），PCI 年手术量稳步增长。目前国内心血管疾病患者约 3.3 亿人，冠状动脉疾病占 3%，约 1139 万人，且随着我国老龄化加深，心血管病患病率呈现持续上升态势。此外，与其他发达国家和地区相比，中国每百万人 PCI 手术量仍存在较大差距，2018 年我国每百万人 PCI 手术量仅约为同期美国 1/5。未来随着心血管疾病患病率及基层治疗率的提升，冠脉介入手术量有望保持增长趋势。

图表 23：中国大陆地区 PCI 治疗例数



资料来源：CCIF & CCPC2023、浦银国际

图表 24：主要国家及地区每百万人 PCI 手术量 (2018 年)

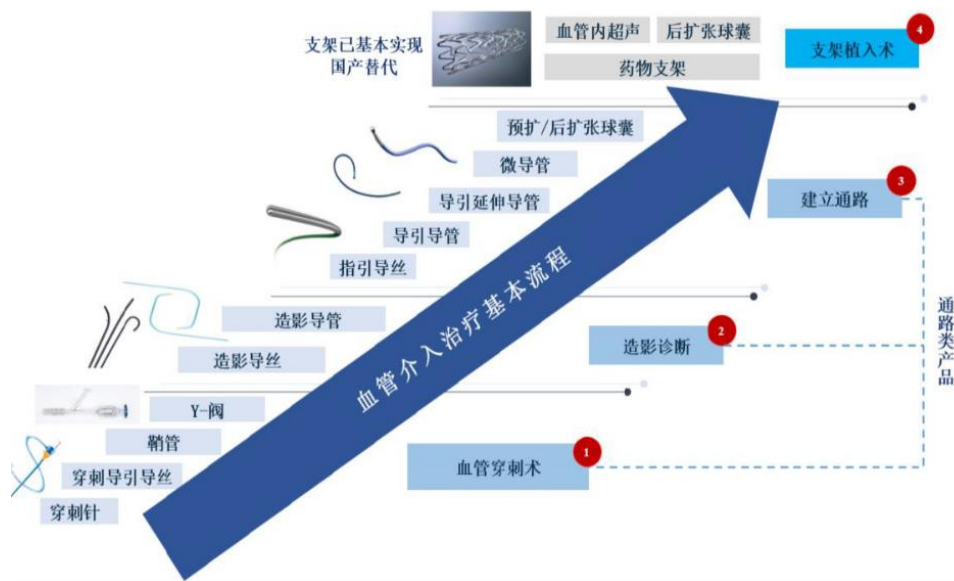


资料来源：CCIF、头豹研究院、浦银国际

**公司冠脉通路类产品布局完善。**冠脉通路产品为公司收入的主要来源之一，营业收入占比逐年提升，2022 年公司冠脉通路产品销售收入 5.7 亿元，占公司收入 47%。PCI 手术包括：1) 桡/股动脉穿刺术，2) 冠脉造影，3) 建立通路及 4) 支架植入四个主要步骤。公司冠脉通路产品主要包括导引导丝、微导管、球囊、造影导丝及导管等，可满足 PCI 手术的前三个重要步骤的临床需求。



图表 25: PCI 手术主要步骤及所需耗材



资料来源: 公司资料、浦银国际整理

图表 26: 惠泰医疗主要产品管线: 冠脉通路

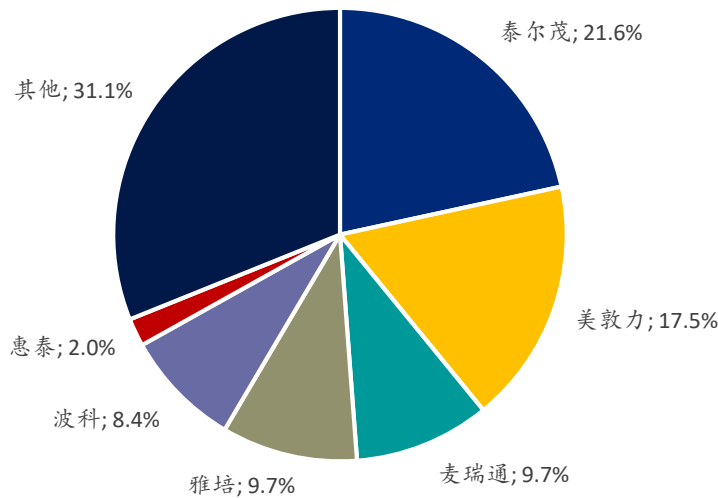
类型	产品	研发阶段	
诊断类	造影导管	Angiopointer 造影导管	已获批
	血管鞘组	Braidin 血管鞘组	已获批
		Braidin II 血管鞘组	已获批
	导丝	Blackeel 亲水涂层导丝	已获批
		Blackeel II 涂层导丝	已获批
治疗类	导丝	AnyreachC& AnyreachP 导引导丝	已获批
	导引导管	TransportGe 导引导管	已获批
		March pro 导引导管	已获批
		Hydromarch 亲水涂层导引导管	已获批
		Expressman 导引延伸导管	已获批
		Expressman II 导引延伸导管	已获批
		Livguider 可调弯导引导管	已获批
		Instantpass 微导管	已获批
	球囊	Dualtrack 双腔微导管	已获批
		Conqueror PTCA 球囊导管	已获批
		Conqueror II PTCA 球囊导管	已获批
		Conqueror NC 后扩张 PTCA 球囊导管	已获批
		Conqueror NC Pro 球囊扩张导管	已获批
	Conqueror Epoch 冠状动脉高压球囊扩张导管	已获批	
Conqueror Trap 锚定球囊扩张导管	已获批		
棘突球囊扩张导管	临床试验准备		
抽吸导管	Sniffer 血栓抽吸导管	已获批	
配件	Sealing Pro Y 形连接器	已获批	
	Enlarger 球囊扩张压力泵	已获批	
	Lawnest 血管内异物补抓器	已获批	

注: 公司冠脉通路与外周介入产品主要由全资子公司湖南埃普特负责

资料来源: 公司资料、浦银国际整理

冠脉通路类产品整体仍由外资品牌主导，惠泰在部分细分品类上取得领先。2019 年我国冠脉通路类产品市占率前五的公司为泰尔茂（市占率 21.6%）、美敦力、雅培、麦瑞通和波士顿科学，惠泰 2019 年市场率约 2.0%，排名第 10（国产厂家中排第 3）。目前国内的冠脉通路类产品市场仍由外资品牌主导，但已呈现出较明显的国产替代趋势。在部分细分产品上国产厂商已取得领先地位，如惠泰的微导管、造影套件等现已占据较为明显的领先地位。

图表 27：中国冠脉通路器械竞争格局（2019 年）

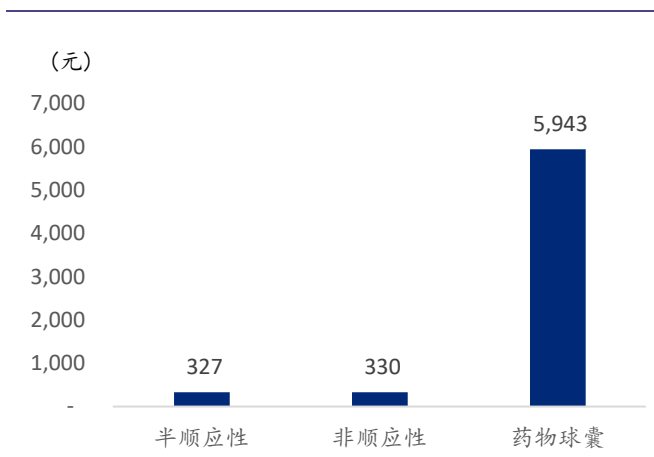


资料来源：Frost&Sullivan、浦银国际

集采推动冠脉通路类产品加速实现国产替代。冠脉支架首次国采及接续采购后，支架与通路类耗材协同销售的模式有所弱化，医生更注重通路类产品使用便捷度及降低并发症的机率，为惠泰等专注于冠脉通路类耗材的公司进一步扩大产品市场份额提供了契机。冠脉通路类产品此前已进行过多轮省级集采，价格已基本趋稳。分产品看：

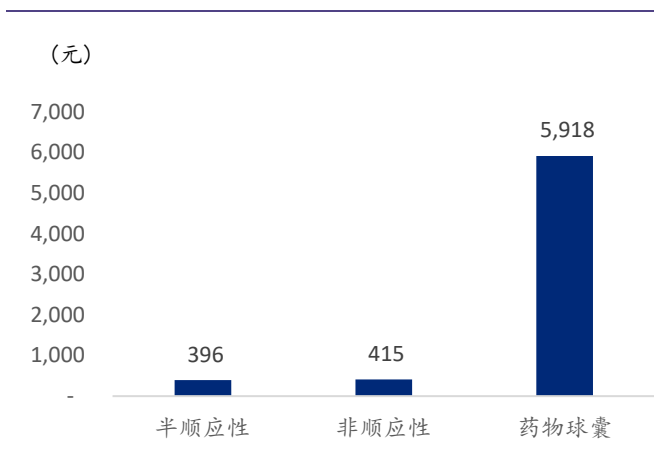
- **冠脉球囊（扩张球囊、药物球囊）**：自 2019 年 10 月江苏省第二轮公立医疗机构耗材集采首次将冠脉扩张球囊纳入集采范围至今，全国各省已基本完成对冠脉扩张球囊、药物球囊的集采覆盖。以年内开标的两次集采结果看：1) 京津冀“3+N”联盟（18 省）：2023 年 4 月 15 日起执行集采结果，半顺应性球囊/非顺应性球囊/药物球囊平均价格降至 327 元/330 元/5,943 元，此次集采中惠泰的半顺应性和非顺应性球囊均有中标；2) 上海冠脉球囊集采：2023 年 10 月开标，半顺应性/非顺应性/药物球囊平均中标价格 396 元/415 元/5,918 元。

图表 28：京津冀“3+N”联盟冠脉球囊中标价格



资料来源：浦银国际整理

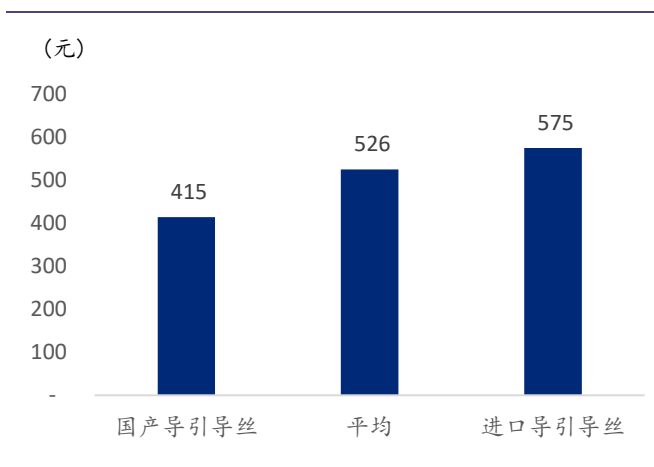
图表 29：上海冠脉球囊集采中标价格



资料来源：浦银国际整理

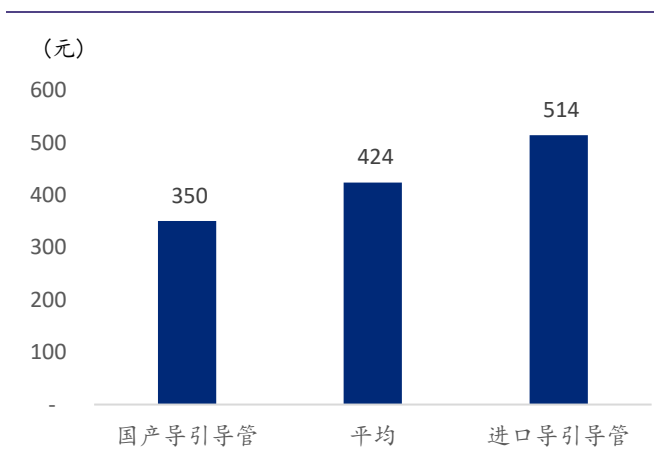
- **冠脉导引导管和导丝：**江苏于 2021 年 6 月第五轮公立医疗机构耗材集采中开启了首次对冠脉导引导管、导丝的省级集采。此后，内蒙古牵头 13 省联盟、江西牵头 9 省联盟、浙皖湘联盟、浙江牵头的 16 省联盟、京津冀“3+N”联盟等陆续开启集采，目前全国大部分省份已完成对导引导管和导丝的集采。2023 年 3 月，京津冀“3+N”联盟中选结果公布，导引导丝（8 省联盟）平均中标价为 526 元（国产 415 元、进口 575 元），导引导管（5 省联盟）平均中标价 424 元（国产 350 元、进口 514 元）。

图表 30：京津冀“3+N”联盟（8 省）冠脉导引导丝中标价格



资料来源：浦银国际整理

图表 31：京津冀“3+N”联盟（5 省）冠脉导引导管中标价格



资料来源：浦银国际整理

## 外周介入：短期主打“造影三件套”，治疗类产品 2024E 起加速上市

外周介入赛道天花板高，行业增速快。外周血管疾病主要可分为：1) 外周动脉疾病；与 2) 外周静脉疾病：

- **外周动脉疾病 (PAD)**：多发于下肢动脉，下肢动脉疾病 (LEAD) 约占所有 PAD 病例的 80%。根据 Frost & Sullivan 数据，我国外周动脉疾病患病数 2019 年约 4,950 万例，且随着人口老龄化程度加深，预计 2030 年将增长至 6,230 万例。从市场规模看，2019 年我国 PAD 介入器械市场规模人民币 24 亿元，预计 2019-30E 年 CAGR 约 16%；
- **外周静脉疾病**：多发于下肢静脉，分为慢性静脉疾病 (CVD) 和急性静脉疾病两大类。最常见的外周静脉疾病包括：1) 深静脉血栓 (DVT；2019 年中国发病数约 150 万例)；2) 髂静脉受压综合征 (IVCS；2019 年中国发病数约 70 万例)；和 3) 静脉曲张 (VV；2019 年中国患病人数约 4 亿)：

外周血管疾病早期致死率相对较低，导致我国治疗率依然较低，但长久拖延易引起心肌梗死、脑卒中等心脑血管危重病症，并有较高致残率。随着我国医疗水平的提高和人民群众健康意识的提升，外周血管疾病介入治疗渗透率有望提升，从而拉动外周介入器械销售。

惠泰的外周介入产品目前以“造影三件套”为主，预计 2024E 起治疗类产品将陆续上市，有望成为公司收入新增长点。公司于 2019 年推出外周血管介入产品，目前公司外周业务仍以诊断类产品为主，外周介入“造影三件套”（造影导管、血管鞘、亲水涂层导丝）2022 年约贡献板块收入 85%。目前胸主动脉覆膜支架等治疗类产品仍在研发过程中，预计 2025 年之前惠泰都会以诊断类产品销售为主，2024 年后治疗产品会逐步上市，有望成为公司收入增长新的驱动力。

图表 32：惠泰医疗主要产品管线：外周介入

类型	产品	研发阶段	
诊断类	造影导管	Angiointer 造影导管	已获批
		Hydropointer 亲水涂层造影导管	已获批
	血管鞘组	Braidin 血管鞘组	已获批
		Braidin II 血管鞘组	已获批
	导丝	Blackeel 亲水涂层导丝	已获批
		Blackeel II 涂层导丝	已获批
治疗类	造影球囊	Distail Bonbon 造影球囊	已获批
	导管	Distail 微导管	已获批
		Instantpass 微导管	已获批
		March pro 导引导管	已获批
	导丝	Guiron 导丝	已获批
		susrail 导丝	已获批
	导引鞘	SailWire 导引鞘	已获批
		SailWire 导引鞘（弓上动脉专用）	已获批
		Braidin Pro 导管鞘组	已获批
		Braidin MG 可调弯输送鞘	已获批
		Braidin L 带止血阀导管鞘	已获批
	扩张球囊	Tresfort 35 外周球囊扩张导管	已获批
		Conqueror 18 外周球囊扩张导管	已获批
	支架	胸主动脉覆膜支架系统（TAA）	已提交注册申请
	其他	圈套器套件	已获批
Braidin TIPS 经颈静脉肝内穿刺器械		已获批	
EmboCatcher 远端栓塞保护系统		已获批	
腔静脉滤器		临床试验阶段	
配件	Enlarger 球囊扩张压力泵	已获批	
	SealingProY 形连接器	已获批	

注：公司冠脉通路及外周介入产品主要由全资子公司湖南埃普特负责；惠泰 2022 年外周介入板块收入约 85% 由“造影三件套”（造影导管、血管鞘组、亲水涂层导丝）贡献  
资料来源：公司资料、浦银国际整理

外周介入器械市场仍由外资品牌主导，集采启动为国产替代提供契机。因外周血管疾病的病因复杂，导致外周介入产品的种类相对较多，其中海外品牌占据市场主导地位，如波科、美敦力、库克等基本完成了动脉、静脉全产品布局，国内厂商则主要聚焦个别单品，在如球囊、腔静脉滤器等产品方面实现突破，但产品种类仍处于逐渐完善过程中。外周介入手术通常需要多种器械组合搭配，因此目前已具备完整产品线且医生教育时间更长的外资品牌仍相较国产品具备一定竞争力。但是，随着国产品牌管线逐步完善，且外周介入集采有望在 2024/25 年大范围开展并落地，外周介入产品国产替代空间巨大。目前在已涉及外周产品的省级集采中，惠泰均有产品中标：

- 河南公立医院集采：2023 年 5 月起执行集采结果，惠泰多款产品中标，包括：1) 导引导丝；2) 远端栓塞保护系统；3) 导引导管；4) 导引鞘；5) 导管鞘组；6) 经颈静脉肝内穿刺器械；

- 河北-三明联盟集采：2023年9月起执行集采结果，惠泰血管鞘中标；
- 河南牵头19省通用介入类耗材集采：2023年11月正式公布中选结果，惠泰的造影导管、造影导丝、血管鞘和抓捕器中标。

**图表 33：惠泰于河南牵头19省通用介入类耗材集采中标产品**

一级目录	二级目录	中选价格 (人民币元)
造影导管	普通型	68.5
	亲水型	188.0
造影导丝	亲水型	86.0
	亲水型	129.0
血管鞘	普通型	68.5
	特殊型	239.0
抓捕器	抓捕器	1,980.0
Y接头		59.5

注：公司冠脉通路和外周介入产品主要由全资子公司湖南埃普特负责  
资料来源：公司资料、浦银国际整理

随着器械集采的推进，目前外周介入器械是少数几类尚未被大规模集采的品种，我们预计2024年外周介入将以国采或大规模省际联盟采购的模式开展。由于外周介入目前仍属于公司的新兴业务，收入体量仍不算大（2022年占公司收入15%），预计集采对惠泰外周业务冲击有限，且若公司能在集采中有较优的中标表现，集采将拉动公司外周产品快速放量。

## 财务预测与估值

我们采用 PE 对公司进行估值，给予惠泰医疗 2024E 目标 PE 45x，得出目标价人民币 454.0 元。该目标 PE 较惠泰医疗 2021 年上市以来平均 PE 低 0.5 个标准差。首次覆盖惠泰医疗，给予“买入”评级。

图表 34：惠泰医疗 PE Band



资料来源：Bloomberg、浦银国际

我们预计公司 2023E 收入同比增长 34%至人民币 16.3 亿元，2022-25E CAGR 34%；受电生理、外周介入、冠脉通路类产品集采影响，2023E 毛利率同比下滑 1.0pcts 至 70.2%；2023E 归母净利润同比增长 41%至人民币 5.1 亿元。各板块 2023-25E 收入预测如下：

- **电生理**：预计 2023E 收入同比增长 31%至人民币 3.8 亿元，2022-25E CAGR 39%，增长动力主要来自电生理集采落地带动公司产品入院及销售、电生理手术渗透率逐步提升，及公司磁电定位高密度标测导管、磁定位压力感应射频消融导管等高端产品获批有望进一步带动产品销售；
- **冠脉通路**：预计 2023E 收入同比增长 34%至人民币 7.6 亿元，2022-25E CAGR 31%，增长动力主要来自 PCI 手术量的稳步增长，及通路类耗材在集采下逐步推进国产替代；
- **外周介入**：预计 2023E 收入同比增长 45%至人民币 2.7 亿元，2022-25E CAGR 42%，预计 2025E 之前收入仍以“造影三件套”等诊断类产品为主，2025E 起包括胸主动脉覆膜支架等主要治疗类产品将陆续上市，拉动销售增长；
- **OEM**：公司非核心业务板块，我们预计 2022-25E 板块收入 CAGR 25%。

## 投资风险

- 电生理、外周介入领域集采不断扩围，且降价幅度超预期。若后续集采降价幅度加大，且扩围速度较快，或对公司电生理及外周介入业务短期利润率造成较大压力；
- 电生理、外周介入手术渗透率及国产化率未如预期提升。目前我国电生理及外周介入手术渗透率仍较低，且国际厂商渗透率较高，若后续国产品牌未如预期借助集采加速国产替代及提高电生理手术渗透率，或导致国产品牌销售增速低于预期；
- “造影三件套”、可调弯十级标测导管等核心产品销售不及预期。造影导管、导丝、血管鞘以及可调弯十级标测导管作为公司核心产品，若销售不及预期，或影响市场对于公司后续销售增速及增长空间的判断。

图表 35：SPDBI 目标价：惠泰医疗



资料来源：Bloomberg、浦银国际



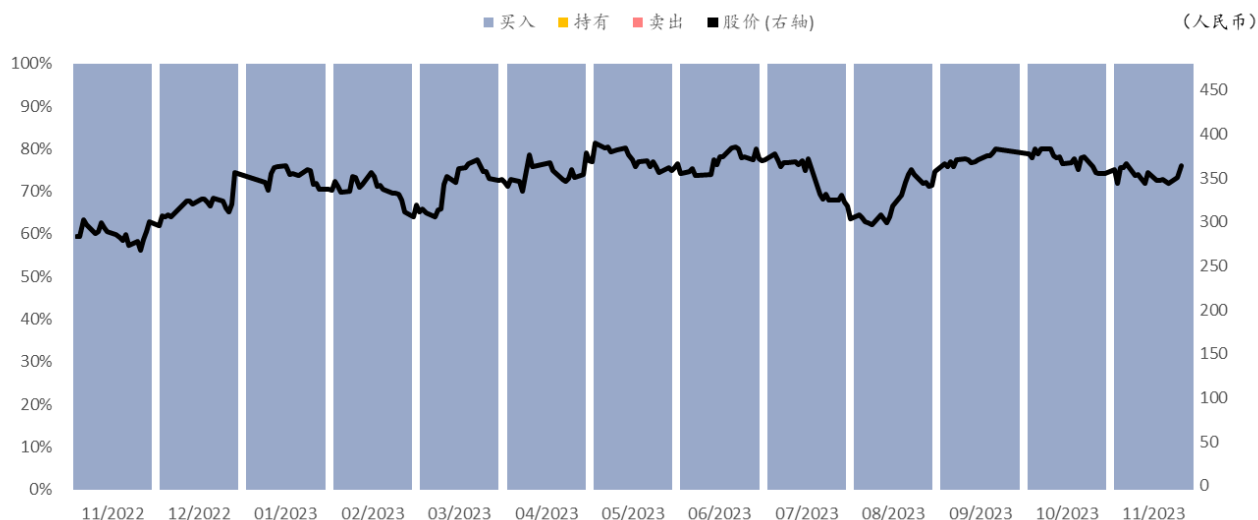
图表 36: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	94.2	买入	112.4	2023年10月31日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	84.2	买入	110.6	2023年10月31日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	19.5	买入	29.0	2023年10月31日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	33.2	持有	37.0	2023年10月31日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	45.6	买入	73.0	2023年8月25日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	284.6	买入	390.0	2023年11月1日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	20.8	买入	30.0	2023年9月4日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	8.2	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.8	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	12.8	买入	17.6	2023年11月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	25.8	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	12.2	买入	16.0	2023年11月24日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	363.7	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	12.0	买入	17.2	2023年9月6日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	4.7	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	18.1	持有	20.0	2023年7月21日	互联网医疗
13.HK Equity	和黄医药	30.7	买入	44.0	2023年8月4日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	19.1	买入	28.2	2023年8月4日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	21.4	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	46.7	买入	58.0	2023年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	22.0	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	28.1	买入	66.0	2023年3月13日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.3	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	183.0	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	110.0	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	152.5	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	45.5	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	50.1	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.5	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	6.7	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	6.6	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	56.8	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	13.7	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.3	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	25.1	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.6	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.7	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	2.0	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.2	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.8	买入	5.5	2023年4月12日	制药

注: 截至 2023 年 11 月 28 日港股收盘价; 资料来源: Bloomberg、浦银国际。

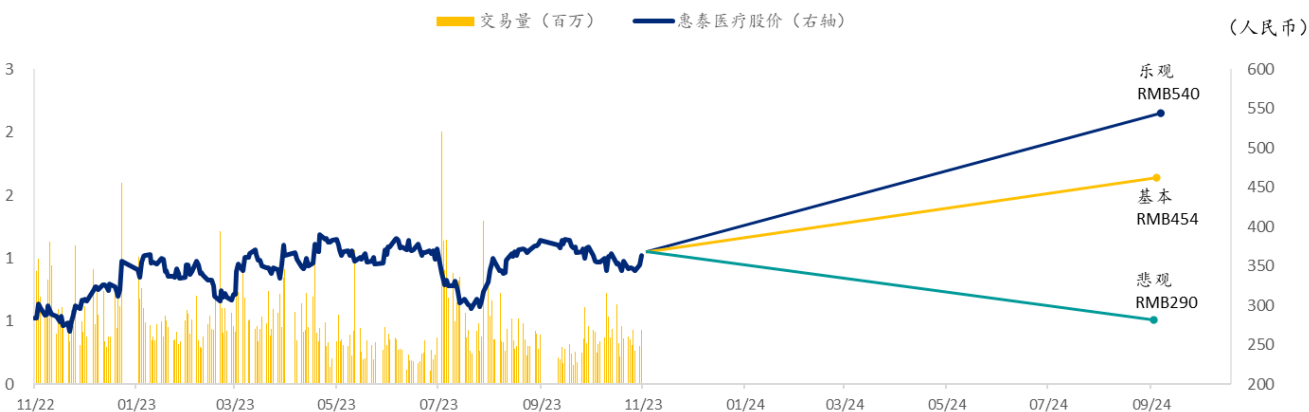
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 37: 惠泰医疗市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 38: 惠泰医疗 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 人民币 540.0 元

- 2022-25E 收入复合增速>50%;
- 稳态毛利率>80%;
- 集采拉动产品销售放量, 且规模效应使得利润率未受明显影响。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 人民币 290.0 元

- 2022-25E 收入复合增速<30%;
- 稳态毛利率<60%;
- 集采冲击大于预期。

资料来源: 浦银国际

# 财务报表

图表 39: 惠泰医疗利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	829	1,216	1,625	2,179	2,933
营业成本	-253	-350	-484	-676	-916
毛利润	576	866	1,141	1,503	2,017
税金及附加	-8	-14	-21	-28	-35
销售费用	-196	-241	-317	-392	-499
管理费用	-55	-67	-86	-109	-147
研发费用	-135	-175	-228	-294	-390
财务费用	-1	3	5	6	8
其他收益	19	19	31	41	56
投资净收益	11	21	23	23	23
公允价值变动净收益	22	0	3	3	3
资产减值损失	-10	-15	4	4	4
信用减值损失	0	-1	0	0	0
资产处置收益	0	0	12	0	0
营业利润	223	397	567	757	1,040
营业外收入	0	2	2	3	4
营业外支出	-1	-3	-2	-3	-3
利润总额	222	395	567	756	1,041
所得税	-27	-55	-70	-93	-128
净利润	195	340	497	663	913
减: 少数股东损益	-13	-18	-9	-12	-16
归母净利润	208	358	506	675	930

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报、浦银国际

图表 40：惠泰医疗资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	310	251	424	699	1,030
现金及等价物	310	249	422	697	1,028
其他	0	2	2	2	2
应收票据及应收账款	34	47	53	72	96
存货	263	338	415	580	787
其他流动资产	946	921	842	855	873
<b>流动资产合计</b>	<b>1,553</b>	<b>1,557</b>	<b>1,735</b>	<b>2,206</b>	<b>2,786</b>
固定资产	208	292	366	413	544
在建工程	37	15	35	35	35
无形资产	32	39	37	35	33
商誉	0	0	52	52	52
其他非流动资产	182	323	279	279	279
<b>非流动资产合计</b>	<b>460</b>	<b>669</b>	<b>768</b>	<b>814</b>	<b>943</b>
短期借款	16	30	70	70	70
应付票据及应付账款	21	41	53	74	100
合同负债	32	38	38	38	38
应付职工薪酬	76	86	115	155	208
应交税费	12	22	30	30	30
其他应付款	20	177	280	280	280
其他流动负债	16	17	23	23	23
<b>流动负债合计</b>	<b>195</b>	<b>412</b>	<b>610</b>	<b>670</b>	<b>750</b>
长期借款	10	2	1	1	1
长期应付职工薪酬	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	21	33	33	33
<b>非流动负债合计</b>	<b>27</b>	<b>23</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>34</b>
实收资本(或股本)	67	67	67	67	67
资本公积金	1,268	1,013	720	720	720
其它综合收益	18	27	45	45	45
盈余公积金	20	31	31	31	31
未分配利润	405	686	1,037	1,506	2,151
少数股东权益	13	28	19	7	-10
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,791</b>	<b>1,791</b>	<b>1,859</b>	<b>2,316</b>	<b>2,944</b>

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报、浦银国际

图表 41：惠泰医疗现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	195	340	497	663	913
固定资产折旧	27	38	46	52	69
无形资产摊销	1	2	2	2	2
财务费用	3	0	-5	-6	-8
存货的减少	-124	-73	-77	-165	-206
经营性应收项目的减少	4	-23	-10	-31	-43
经营性应付项目的增加	83	62	144	60	80
其他	-6	20	42	0	0
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>181</b>	<b>367</b>	<b>639</b>	<b>576</b>	<b>806</b>
资本开支	-167	-143	-120	-100	-200
其他	-943	9	37	0	0
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-1,110</b>	<b>-135</b>	<b>-83</b>	<b>-100</b>	<b>-200</b>
取得借款收到的现金	24	83	39	0	0
偿还债务支付的现金	-30	-76	0	0	0
分配股利或偿付利息	-33	-69	-150	-201	-276
其他	1,159	-232	-272	0	0
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>1,119</b>	<b>-295</b>	<b>-383</b>	<b>-201</b>	<b>-276</b>
现金及现金等价物净增加额	189	-61	173	275	330
期初现金及现金等价物	120	310	249	422	697
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>310</b>	<b>249</b>	<b>422</b>	<b>697</b>	<b>1,028</b>

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报、浦银国际

## 附录：惠泰医疗产品管线

图表 42：惠泰医疗主要产品管线（1）：电生理

类型	产品	研发阶段	
标测	设备	HT Viewer 三维心脏电生理标测系统	已获批（2021年1月）
		TOP-2001D+/F+ 多道电生理系统	已获批
		HIERS 高集成度电生理记录系统	注册检验阶段
		三维电生理标测系统 pro	临床试验阶段
	导管	Triguy 固定弯标测电极导管	已获批
		SinusFlex 可控弯十极标测电极导管	已获批
		临时起搏电极导管	已获批
		Triguy 可控弯环状肺静脉标测电极导管	已获批
		Triguy 4-3.3F 固定弯标测电极导管	已获批
		Triguy 可控弯二十极标测电极导管	已获批
		磁电定位高密度标测导管	临床试验
		磁电定位环形标测导管	注册检验
射频消融	设备	带压力感应的射频消融仪	临床试验
		导管	磁定位冷盐水射频消融导管
	导管	Triguy 可控射频消融电极导管	已获批
		Triguy 冷盐水灌注射频消融导管	
		压力感应射频消融导管	临床试验
		磁定位压力感应射频消融导管	临床试验
脉冲消融	设备	高压脉冲消融系统	临床试验
	导管	环形脉冲消融导管	临床试验
		磁电定位压力感知脉冲消融导管	临床试验
通路类	Braidin Cross 房间隔穿刺系统	已获批	
	墨工可调弯输送鞘	已获批	

注：2022年惠泰可控弯十极标测电极导管/房间隔穿刺系统/磁定位冷盐水射频消融导管分别贡献电生理板块收入约48%/12%/10%

资料来源：公司资料、浦银国际整理

图表 43：惠泰医疗主要产品管线（2）：外周介入

类型	产品	研发阶段	
诊断类	造影导管	Angiointer 造影导管	已获批
		Hydropointer 亲水涂层造影导管	已获批
	血管鞘组	Braidin 血管鞘组	已获批
		Braidin II 血管鞘组	已获批
	导丝	Blackeel 亲水涂层导丝	已获批
	Blackeel II 涂层导丝	已获批	
治疗类	造影球囊	Distail Bonbon 造影球囊	已获批
	导管	Distail 微导管	已获批
		Instantpass 微导管	已获批
		March pro 导引导管	已获批
	导丝	Guiroad 导丝	已获批
		susrail 导丝	已获批
	导引鞘	SailWire 导引鞘	已获批
		SailWire 导引鞘（弓上动脉专用）	已获批
		Braidin Pro 导管鞘组	已获批
		Braidin MG 可调弯输送鞘	已获批
		Braidin L 带止血阀导管鞘	已获批
	扩张球囊	Tresfort 35 外周球囊扩张导管	已获批
		Conqueror 18 外周球囊扩张导管	已获批
	支架	胸主动脉覆膜支架系统（TAA）	已提交注册申请
	其他	圈套器套件	已获批
Braidin TIPS 经颈静脉肝内穿刺器械		已获批	
EmboCatcher 远端栓塞保护系统		已获批	
腔静脉滤器		临床试验阶段	
配件	Enlarger 球囊扩张压力泵	已获批	
	SealingProY 形连接器	已获批	

注：公司冠脉通路和外周介入产品主要由全资子公司湖南埃普特负责；惠泰 2022 年外周介入板块收入约 85%由“造影三件套”（造影导管、血管鞘组、亲水涂层导丝）贡献  
资料来源：公司资料、浦银国际整理

图表 44：惠泰医疗主要产品管线（3）：冠脉通路

类型	产品	研发阶段	
诊断类	造影导管	Angiopointer 造影导管	已获批
	血管鞘组	Braidin 血管鞘组	已获批
		Braidin II 血管鞘组	已获批
	导丝	Blackeel 亲水涂层导丝	已获批
		Blackeel II 涂层导丝	已获批
治疗类	导丝	AnyreachC& AnyreachP 导引导丝	已获批
	导引导管	TransportGe 导引导管	已获批
		March pro 导引导管	已获批
		Hydromarch 亲水涂层导引导管	已获批
		Expressman 导引延伸导管	已获批
		Expressman II 导引延伸导管	已获批
		Livguider 可调弯导引导管	已获批
	微导管	Instantpass 微导管	已获批
		Dualtrack 双腔微导管	已获批
	球囊	Conqueror PTCA 球囊导管	已获批
		Conqueror II PTCA 球囊导管	已获批
		Conqueror NC 后扩张 PTCA 球囊导管	已获批
		Conqueror NC Pro 球囊扩张导管	已获批
		Conqueror Epoch 冠状动脉高压球囊扩张导管	已获批
		Conqueror Trap 锚定球囊扩张导管	已获批
		棘突球囊扩张导管	临床试验准备
	抽吸导管	Sniffer 血栓抽吸导管	已获批
	配件	Sealing Pro Y 形连接器	已获批
		Enlarger 球囊扩张压力泵	已获批
		Lawnest 血管内异物补抓器	已获批

注：公司冠脉通路与外周介入产品主要由全资子公司湖南埃普特负责

资料来源：公司资料、浦银国际整理



## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

