

惠泰医疗（688617.SH）

血管介入平台持续高增速，强势进军房颤市场

优于大市

核心观点

公司 2024 全年及 25Q1 收入增速亮眼，利润增速快于营收端。2024 年全年公司实现营业收入 20.66 亿元，同比增长 25.2%；归母净利润 6.73 亿元，同比增长 26.1%。25Q1 单季度公司实现营业收入 5.64 亿元，同比增长 23.9%；归母净利润 1.83 亿元，同比增长 30.7%。受益于行业手术量的增长以及公司在产品迭代、渠道拓展等方面的投入，公司 2024 年及 25Q1 业绩整体表现亮眼。预计随着后续集采带动的国产替代加速，以及公司房颤电生理产品的商业化推广，公司未来仍将保持较高的营收与利润增速。

费用率控制良好，利润率水平稳定提升。2024 年全年公司销售费用率 18.0%（-0.5pp）；管理费用率 4.4%（-0.6pp）；财务费用率-0.6%（-0.4pp）；研发费用率 14.1%（-0.3pp），各项费用率均有所下降，主要得益于公司整体营业收入的快速增长以及良好的费用控制能力。25Q1 各项费用率继续保持同比降低的趋势。公司 2024 年毛利率 72.3%（+1.0pp），净利率 31.9%（+0.3pp）；分业务看，冠脉通路类业务毛利率 73.2%（+1.4pp），电生理业务毛利率 73.8%（-0.7pp），外周介入类业务毛利率 75.9%（+1.1pp）。25Q1 公司毛利率 73.1%，净利率 31.9%，维持稳定提升的态势。

市场拓展有序进行，三维电生理手术量持续攀升。2024 年公司国内电生理产品新增入院 200 余家，覆盖医院超过 1360 家；全年三维电生理手术 15000 余例，同比提升 50%。集采带动可调弯鞘管入院数量同比提升超 100%。2024 年 12 月，公司电生理产品 AForcePlus™ 导管、Pulstamper™ 导管、心脏脉冲电场消融仪获批上市，标志公司正式进军房颤治疗领域，开启公司电生理业务发展新纪元。截至 2024 年底，公司冠脉产品已进入医院数量同比增长超过 15%，外周产品已进入医院数量同比增长超过 20%，血管介入平台产品的覆盖率及入院数量持续提升。

投资建议：公司为国内血管介入及电生理赛道领军企业，管线布局完善，新产品持续获批。受益于国内电生理赛道和血管介入赛道的高景气度，公司有望在该领域国产替代浪潮下维持高速增长。我们预计公司 2025-2027 年营业收入 26.63/34.23/44.01 亿元，同比增速 28.9%/28.5%/28.5%；预计公司 2025-2027 年归母净利润 8.76/11.34/14.73 亿元，同比增速 30.2%/29.4%/29.9%，当前股价对应 PE=50.3/38.9/30.0 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：产品销售不及预期风险、集采政策风险、研发风险、市场竞争加剧风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,650	2,066	2,663	3,423	4,401
(+/-%)	35.7%	25.2%	28.9%	28.5%	28.5%
归母净利润(百万元)	534	673	876	1134	1473
(+/-%)	49.1%	26.1%	30.2%	29.4%	29.9%
每股收益(元)	7.99	6.91	9.00	11.64	15.12
EBIT Margin	32.2%	34.6%	35.0%	35.8%	36.6%
净资产收益率(ROE)	28.0%	26.8%	27.2%	27.5%	27.8%
市盈率(PE)	56.7	65.5	50.3	38.9	30.0
EV/EBITDA	52.6	56.3	43.4	32.6	24.6
市净率(PB)	15.88	17.53	13.71	10.70	8.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn cnpengsiyu@guosen.com.cn

S0980521120001

S0980521060003

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn jiaruixiang@guosen.com.cn

S0980522080001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

S0980521060003

S0980521060003

联系人：贾瑞祥

021-60875137

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

430.56 元

总市值/流通市值

41800/41800 百万元

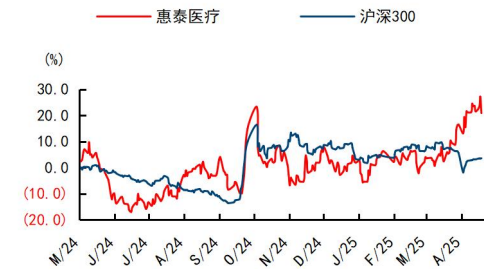
52 周最高价/最低价

569.00/303.52 元

近 3 个月日均成交额

240.07 百万元

市场走势

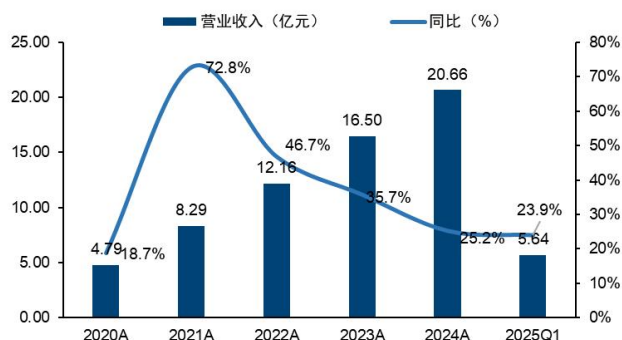


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

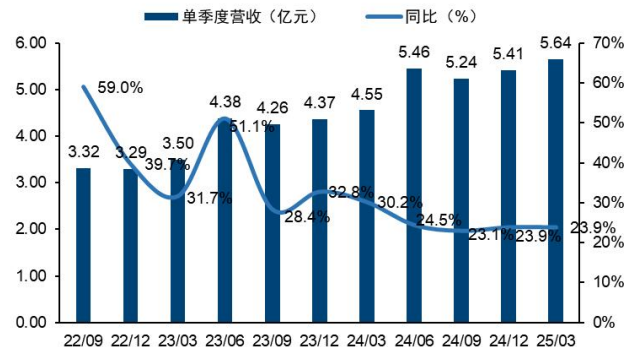
公司 2024 全年及 25Q1 收入增速亮眼，利润增速快于营收端。2024 年全年公司实现营业收入 20.66 亿元，同比增长 25.2%；归母净利润 6.73 亿元，同比增长 26.1%。25Q1 单季度公司实现营业收入 5.64 亿元，同比增长 23.9%；归母净利润 1.83 亿元，同比增长 30.7%。受益于行业手术量的增长以及公司在产品迭代、渠道拓展等方面的投入，公司 2024 年及 25Q1 业绩整体表现亮眼。预计随着后续集采带动的国产替代加速，以及公司房颤电生理产品的商业化推广，公司未来仍将保持较高的营收与利润增速。

图1：惠泰医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



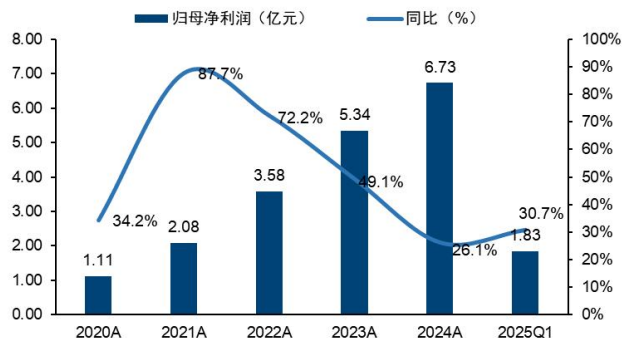
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：惠泰医疗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：惠泰医疗归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

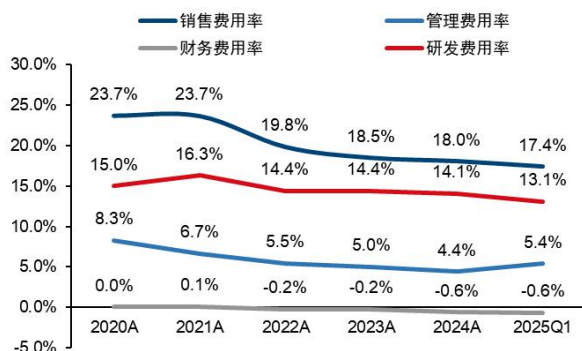
图4：惠泰医疗单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

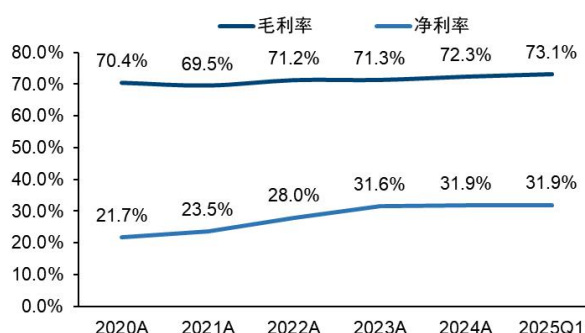
费用率控制良好，利润率水平稳定提升。2024 年全年公司销售费用率 18.0%（-0.5pp）；管理费用率 4.4%（-0.6pp）；财务费用率-0.6%（-0.4pp）；研发费用率 14.1%（-0.3pp），各项费用率均有所下降，主要得益于公司整体营业收入的快速增长以及良好的费用控制能力。25Q1 各项费用率继续保持同比降低的趋势。公司 2024 年毛利率 72.3%（+1.0pp），净利率 31.9%（+0.3pp）；分业务看，冠脉通路类业务毛利率 73.2%（+1.4pp），电生理业务毛利率 73.8%（-0.7pp），外周介入类业务毛利率 75.9%（+1.1pp）。25Q1 公司毛利率 73.1%，净利率 31.9%，维持稳定提升的态势。

图5: 惠泰医疗费用率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

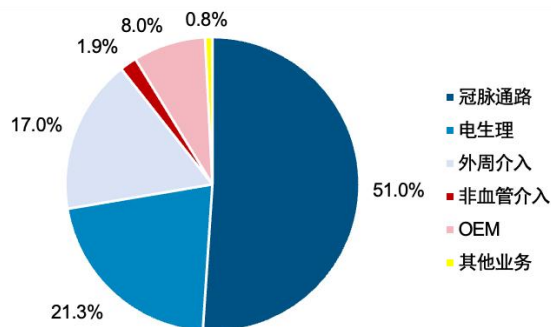
图6: 惠泰医疗毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

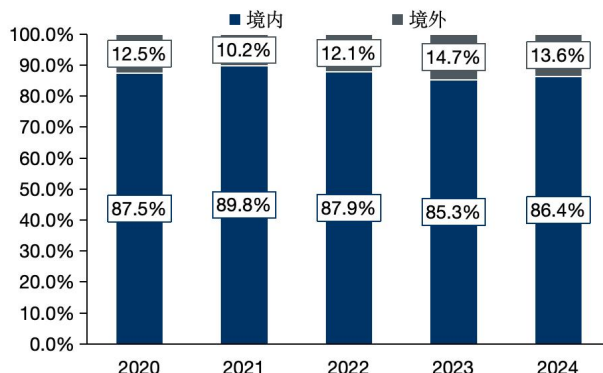
冠脉通路与**外周介入**板块贡献公司营收增长主要来源。2024 年公司冠脉通路类收入 10.54 亿元 (+33.3%)，电生理板块收入 4.40 亿元 (+19.7%)，外周介入类收入 3.51 亿元 (+37.1%)，非血管介入类收入 0.39 亿元 (+135.1%)，OEM 业务收入 1.65 亿元 (-21.7%)。分地区来看，2024 年公司境内收入 17.69 亿元 (+25.7%)，境外收入 2.80 亿元 (+19.6%)。随着未来公司电生理手术量提升以及 PFA 产品的放量，电生理业务板块有望成为引领公司增长的又一重要动力。

图7: 惠泰医疗 2024 年分业务收入结构



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

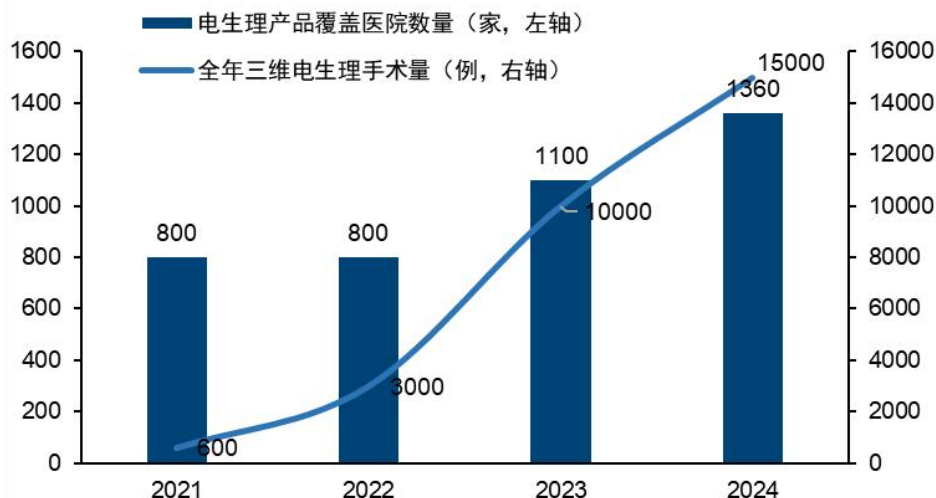
图8: 惠泰医疗境内外收入占比情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

市场拓展有序进行，三维电生理手术量持续攀升。2024 年公司国内电生理产品新增入院 200 余家，覆盖医院超过 1360 家；全年三维电生理手术 15000 余例，同比提升 50%。集采带动可调弯鞘管入院数量同比提升超 100%。2024 年 12 月，公司电生理产品 AForcePlus™ 导管、Pulstamper™ 导管、心脏脉冲电场消融仪获批上市，标志公司正式进军房颤治疗领域，开启公司电生理业务发展新纪元。截至 2024 年底，公司冠脉产品已进入医院数量同比增长超过 15%，外周产品已进入医院数量同比增长超过 20%，血管介入平台产品的覆盖率及入院数量持续提升。

图9：惠泰医疗电生理产品覆盖医院数量及电生理手术量情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

多款重磅产品注册获批，各业务板块产品布局持续丰富。公司 2024 年多款标测、消融导管以及三维电生理标测系统 pro 等产品获批上市，产品管线布局逐步完善。预计随着公司高端产品逐步上市，未来将催化公司营收规模的增长及利润水平的提升。

表1：惠泰医疗 2024 年获批重点产品

项目名称	技术水平	应用场景
磁电定位高密度标测导管	柔软头端设计，确保与心内膜更好地无损伤贴靠；微小电极设计，提供高质量的电信号；大面积同步采集快速发现心动过速起源点。	心脏电生理标测
磁电定位环形标测导管	多种固定头端圈径选择，适配不同大小的肺静脉；快速、精准建模，获得更多解剖细节。	心脏电生理标测
环形脉冲消融导管	相比传统能量消融，全新能量消融方式，其手术时间更短，且具有组织选择性，更加安全有效。	心脏消融手术
高压脉冲消融系统	脉冲场能量发生器项目，高压脉冲场能量发生器支持任意电极顺序组合，同时支持多种电极/组织界面量效评价能力，可与三维标测系统带定位功能的导管电极联合使用，信息在三维系统中整合显示，可为临床提供无缝顺滑的消融体验，并具灵活的升级能力。	消融手术
HIERS 高集成度电生理记录系统	高集成度电生理记录系统，较传统电生理系统提供更高的集成度，可靠性，使用更便捷。	心脏电生理手术，PTCA，起搏器植入等心脏介入手术
三维电生理标测系统 pro	公司在已上市的三维电生理标测系统基础上升级更新，从而让设备形成一个介入导管室开展心脏手术的完整的通用平台，实现持续性房颤的量化标测，显著改善持续性房颤治疗的复发率。	心脏电生理标测
磁电定位压力感知脉冲消融导管	采用全新的消融能量技术，形成更精准消融，疗效更快、更安全。	心脏消融手术
胸主动脉覆膜支架系统（TAA）	超薄无缝编织覆膜，具有渗透率低、强度高、压缩体积小等特点，使输送系统尺寸明显领先同类产品，输送系统截面积为进口产品的一半左右，微创优势明显。	胸主动脉夹层、动脉瘤介入治疗

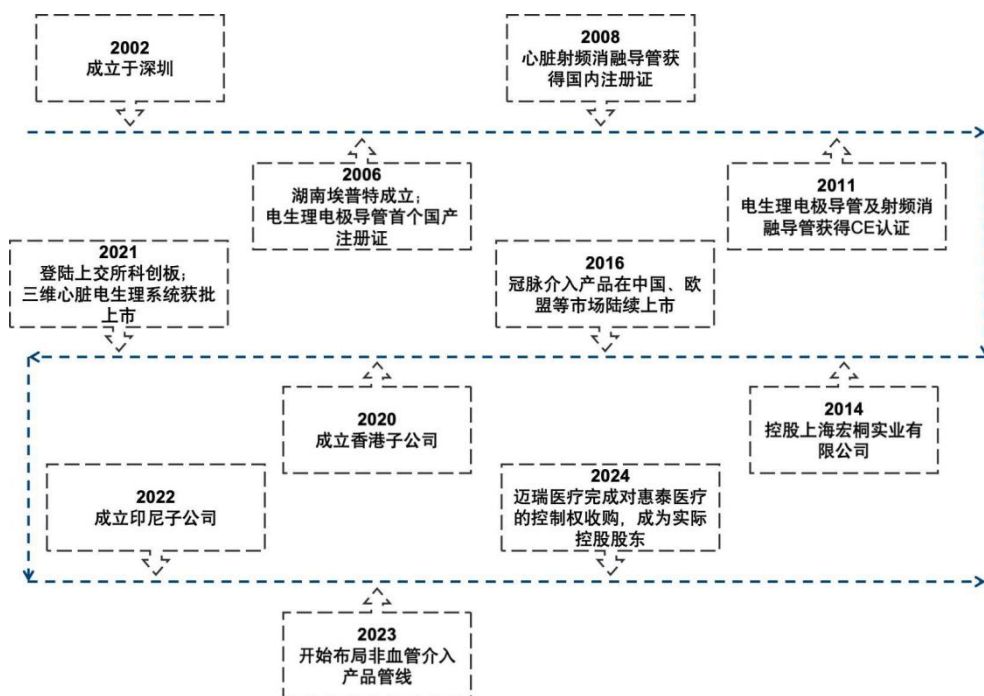
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

惠泰医疗：血管介入平台持续高增速，强势进军房颤市场

公司概况

发展历程：深耕心脏电生理及血管介入领域，迈瑞入主为公司全方位赋能。惠泰医疗成立于 2002 年，聚焦心脏电生理业务；2006 年湖南埃普特成立，电生理电极导管获得 NMPA 注册证；2008 年公司心脏射频消融导管获 NMPA 认证，同时开始进军血管介入领域；2011 年公司成为首家获得电生理电极导管及射频消融导管 CE 认证的中国企业；2016 年起，公司冠脉介入产品开始陆续在国内及欧洲市场获批上市；2021 年，公司三维心脏电生理标测系统国内获批；2023 年公司开始布局非血管介入类产品管线；2024 年迈瑞医疗完成对公司的控制权收购，成为实际控制人，凭借迈瑞在医疗器械领域的行业地位及丰富经验，公司有望实现海内外市场拓展及产品研发等方面的全方位赋能，巩固在心血管领域的领先地位。

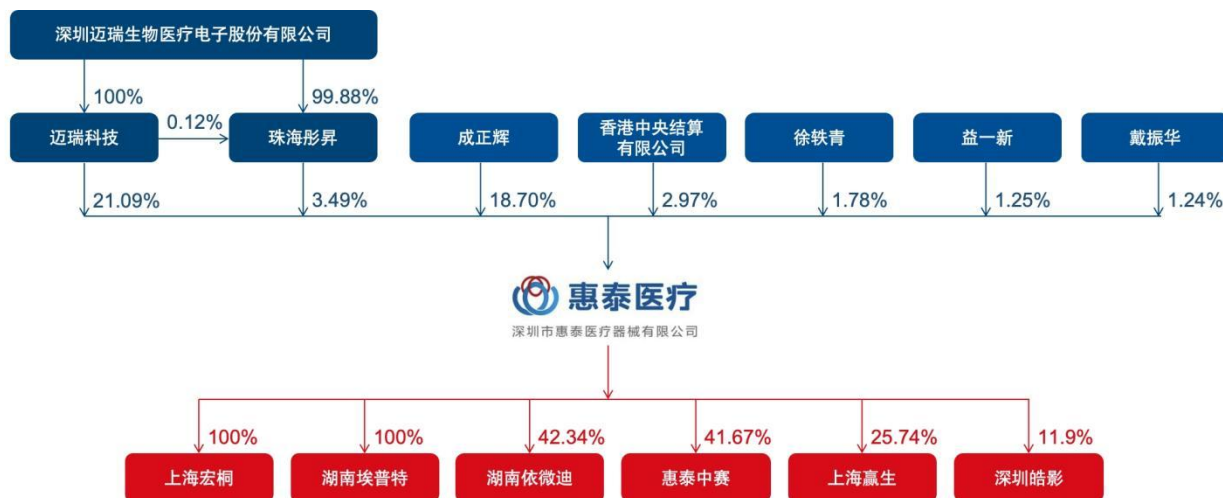
图10：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

股权结构：迈瑞为实际控制人。2024 年迈瑞全资子公司迈瑞科技控股有限责任公司及其一致行动人珠海彤昇控股收购惠泰医疗股份，截至 2024 年 Q3 末，迈瑞医疗合计持有惠泰医疗 24.58%股权，为公司的实际控制人。迈瑞医疗为国内领先、国际知名的医疗器械行业标杆企业，预计将切实提升惠泰医疗心血管领域的市场地位与研发实力。

图11: 公司股权穿透图



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司高管: 行业经验丰富, 核心团队深耕医疗器械行业多年。公司董事长葛昊自 2008 年起历任迈瑞医疗战略发展副总经理、集团战略发展总监等核心职务, 2024 年 4 月担任惠泰医疗董事长, 致力于迈瑞入主后公司在整合及战略发展方面的工作。副董事长成正辉曾任先健科技总经理。核心技术人员 Yuchen Qiu、韩永贵、张勇等人具备丰富医疗器械开发、注册临床经验, 分别负责公司血管介入类、电生理产品的研发, 为公司产品线的拓展与更新提供坚实技术支持。

表2: 公司核心管理团队介绍

姓名	职务	任职日期	出生年份	个人简介
葛昊	董事长	2024/4/29	1984	毕业于中国药科大学, 生物工程专业, 硕士研究生。2008 年加入深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司("迈瑞医疗"), 现任迈瑞医疗集团战略发展副总经理。曾任战略发展专员, 投资经理, 高级经理, 集团战略发展副总监, 集团战略发展总监, 同时曾兼任迈瑞医疗控股子公司上海长岛生物技术有限公司董事长, 苏州迈瑞科技有限公司董事长, 深圳迈瑞动物医疗科技有限公司董事, 北京迈瑞医疗器械有限公司董事, 湖南迈瑞医疗科技有限公司董事等职务。
成正辉	副董事长/总经理	2019/11/9	1964	中国科学院金属研究所硕士研究生学历。1988 年毕业后至 1999 年 7 月, 先后任职于深圳东部开发(集团)有限公司, 深圳嘉云电子有限公司等公司;1999 年 7 月至 2001 年 4 月任先健科技(深圳)有限公司总经理;2001 年 4 月至 2002 年 7 月任深圳市开运实业发展有限公司执行董事;2002 年 6 月创立公司前身深圳市惠泰医疗器械有限公司;2002 年 8 月至 2016 年 11 月任上海恺蕴经贸有限公司监事;2009 年 9 月至 2010 年 9 月任北京晟睿普科技发展有限公司法定代表人, 经理;2014 年 5 月至 2024 年 4 月担任公司法定代表人, 董事长;2016 年 8 月至今担任公司总经理。
戴振华	董事/副总经理/财务负责人/董事会秘书	2019/11/9	1968	工业会计学士, EMBA, 中国注册会计师非执业会员。1992 年 1 月至 1997 年 3 月任无锡市机电设备有限公司 / 汽车贸易分公司会计经理;1997 年 3 月至 2004 年 1 月任职于通用电气医疗系统(中国)有限公司, 分别担任财务分析主管, 财务经理, 财务总监等职务;2004 年 1 月至 2013 年 6 月任圣犹达医疗用品(上海)有限公司高级财务及运营总监;2013 年 7 月至今任公司董事, 副总经理, 财务负责人;2019 年 11 月至今担任公司董事会秘书。
Yuchen Qiu	副总经理/核心技术人员	2019/11/9	1965	拥有机械工程学学士学位(清华大学), 生物医学工程学硕士学位(美国迈阿密大学), 机械工程硕士学位(美国宾夕法尼亚州立大学)以及生物医学博士学位(美国宾夕法尼亚州立大学)。1999 年 5 月至 2000 年 8 月任 Medjet Inc 公司研发工程师;2000 年 9 月至 2001 年 6 月任美国 Zynergy Cardio Vascular 公司产品开发工程师;2001 年 6 月至 2011 年 10 月, 任美国强生公司(Cordis Corporation, a Johnson & Johnson company)产品研发部主任级工程师。2011 年至今任公司副总经理, 负责公司血管介入类医疗器械的产品开发, 注册和临床相关工作。
韩永贵	副总经理/核心技术人员	2019/11/9	1963	焊接工程本科学历, 高级工程师。1985 年 7 月至 2000 年 9 月, 任武汉锅炉集团有限公司工艺员;2000 年 10 月至 2001 年 10 月, 任先健科技(深圳)有限公司生产部经理;2002 年 6 月至今, 任公司副总经理, 负责公司电生理产品的研发, 生产及公司观澜分公司的日常运营管理。
张勇	核心技术人员	2019/11/9	1978	电路与系统专业硕士研究生学历。2007 年 4 月至 2008 年 4 月, 任美敦力医疗用品技术服务(上海)有限公司产品工程师;2008 年 4 月至 2009 年 1 月, 机器视觉自由创业;2009 年 1 月至 2011 年 10 月, 任上海微创医疗器械(集团)有限公司高级经理;2011 年 10 月至 2015 年 8 月, 任柯惠(中国)医疗器材技术有限公司高级经理;2015 年 8 月至今, 任发行人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。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

产品管线：深度布局电生理及血管介入领域的诊断与治疗产品。公司专注电生理和介入类医疗器械研发、生产及销售，在相关领域品种齐全、规模领先。已上市产品涵盖电生理、冠脉通路、外周血管介入及非血管介入医疗器械。

图12：公司主要产品管线



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

- ✓ **电生理：**公司电生理产品包括电生理设备及耗材两类，其中设备主要为三维心脏电生理标测系统和多道电生理记录仪等，耗材涵盖标测导管、射频消融导管、脉冲消融导管及通路类产品。
- ✓ **冠脉通路：**冠脉介入治疗中主要用到冠脉支架及冠脉通路两类产品，公司冠脉通路产品布局完善，主要用于 PCI（经皮冠状动脉介入治疗）手术中血管穿刺、造

影诊断以及建立通路三个步骤。公司冠脉薄壁鞘（血管鞘组）为国产独家产品，微导管和延伸导管为国内首个获证的国产同类产品。

- ✓ **外周血管介入：**主要用于周围血管疾病，工作原理与冠脉通路产品相近；公司外周介入主要分肿瘤栓塞介入治疗和周围血管介入治疗两个方向，公司外周可调阀导管鞘（导管鞘组）为唯一在国内上市的国产产品。

电生理：国内市场方兴未艾，国产厂商有望凭 PFA 领衔

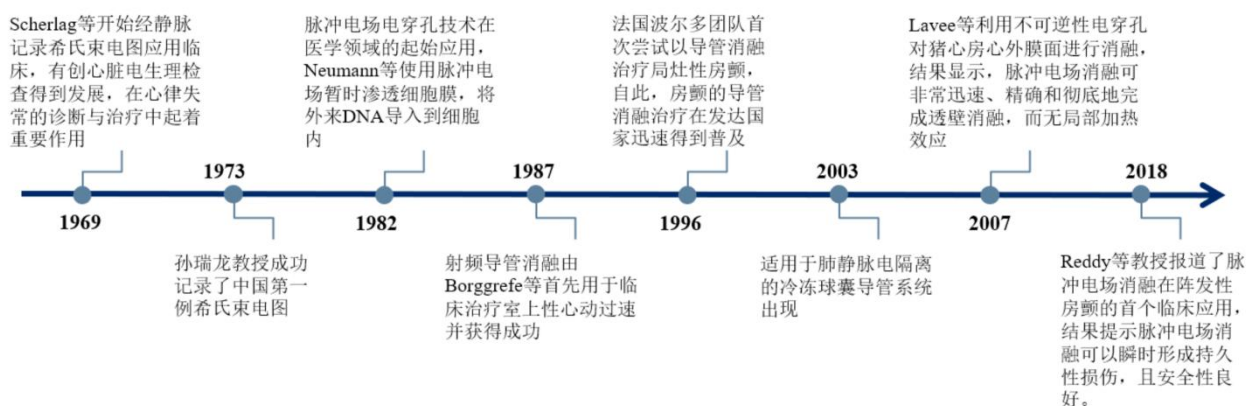
心脏电生理手术在房颤、室上速等领域的认可度日渐提升。心律失常是指心律起源部位、心搏频率与节律以及冲动传导等项目的异常，按照发生频率快慢，可分为快速心律失常与缓慢心律失常。快速心律失常又可按照发病位置及特征而分为室上性心动过速、早搏、心房颤动等。心脏电生理手术（导管消融术）经过多年发展，其安全性与有效性已得到充分的临床认证。相较于不良反应较多的药物治疗以及创伤大、手术复杂的外科手术等治疗方案，电生理手术具备创口小、并发症少、安全性高、治疗效果好等优势，近年来已大规模应用于房颤和室上速的治疗中。

表3：心动过速分类及特征

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

资料来源：Frost & Sullivan，锦江电子招股书，国信证券经济研究所整理

图13：心脏电生理技术迭代历史



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

我国快速心律失常患病人群规模庞大，心脏电生理手术量预计将快速提升。根据Frost & Sullivan的统计与测算，2021年我国房颤、室上速、室速患病人数分别约为2030万/330万/240万人，至2032年预计将合计达到约3640万人。随着患病人数增长及电生理手术的推广，预计我国心脏电生理手术量至2032年将达到163万台，对应2021-2032年CAGR为20.3%。根据国家心血管系统疾病医疗质量质控中心的统计，2023年我国导管消融手术量为34.2万例，其中房速/房扑/房颤14.7万例，阵发性室上速11.9万，室性早搏6.3万，室速1.3万。按术式

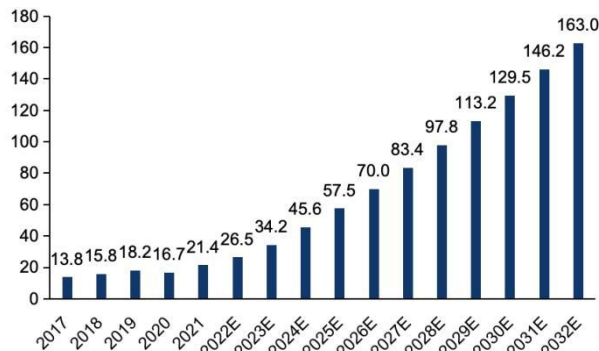
划分，射频消融占比 93.9%，冷冻消融占比 3.4%，外科手术消融占 2.7%，脉冲消融共 60 例。

图14: 我国心动过速人数及预测（百万人，2017-2032E）



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图15: 我国心脏电生理手术量（万例，2017-2032E）



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

脉冲电场消融有望凭借较高的安全性及更短的手术时间成为未来电生理手术的主流。心脏电生理手术可根据使用能量的不同而分为射频消融、冷冻消融和脉冲电场消融。当前射频消融技术应用最为广泛，近年来兴起的脉冲电场消融（PFA）可能带来电生理手术市场的革命。PFA 技术依靠组织选择性、非热性和瞬时性的特点，使该术式更安全、快速且并发症更少，未来临床应用空间极为广阔。

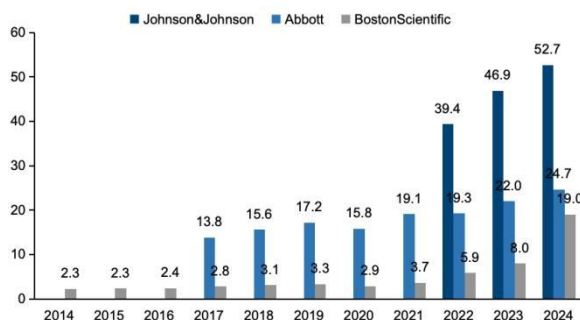
表4: 三种消融术式对比

分类	射频消融	冷冻消融	脉冲电场消融
示例图			
原理	通过释放射频电流在特定部位心肌细胞发生凝固性坏死	通过球囊内液态制冷剂的蒸发过程吸热，使消融靶点周围温度骤然降低，通过低温发生不可逆电穿孔，使细胞内外部离子环境失衡，最终导致心肌细胞死亡	释放瞬时高压电脉冲，有效诱导心肌细胞发生不可逆电穿孔，使细胞内外部离子环境失衡，最终导致心肌细胞死亡
安全性	较低	中等	较高
学习曲线	较长	较短	较短
优势	点状消融，具备更强的针对性	术式相对简单，学习曲线短	1、具备组织选择性，安全性高，可有效避免由周围其他组织损伤导致的并发症； 2、属于瞬时性能量，消融速度快，缩短手术时间； 3、对于导管与心肌组织的贴靠要求低，学习曲线短； 4、疤痕连续性和均匀性更高； 5、消融过程基本不产生热能，在保证安全性、降低并发症风险的同时，确保消融的有效性
劣势	1、属于热能量消融方式，不具备组织选择性，易导致血栓、肺静脉狭窄等并发症； 2、对导管贴靠组织的稳定性和力度监测要求较高，术者学习周期较长； 3、需要逐点消融，手术所需时间较长，且通常需要配合冷盐水灌注	1、不具备组织选择性，仍会对目标消融部位周围的其他组织造成损伤； 2、可适用范围较小	发展起步相对较晚，临床效果有待更大范围的验证

资料来源：锦江电子招股书，国信证券经济研究所整理

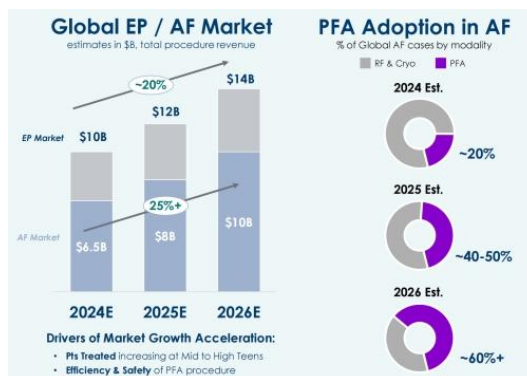
波士顿科学受益于 PFA 领域的先发优势，成为全球电生理行业后起之秀。波士顿科学的 PFA 产品于 2021 年获得 CE 认证，并于 2024 年先后在美国、日本获批。2024 年波士顿科学电生理业务收入 19.0 亿美元，同比增长 138%。根据波士顿科学在 2025 年 JPM 大会上的测算，预计至 2026 年全球心脏电生理市场 140 亿美元，其中房颤约为 100 亿美元；预计全球房颤消融手术中 PFA 的占比将从 2024 年的 20% 迅速提升至 2026 年的 60% 以上。

图16：强生、雅培、波士顿科学电生理收入（亿美元）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

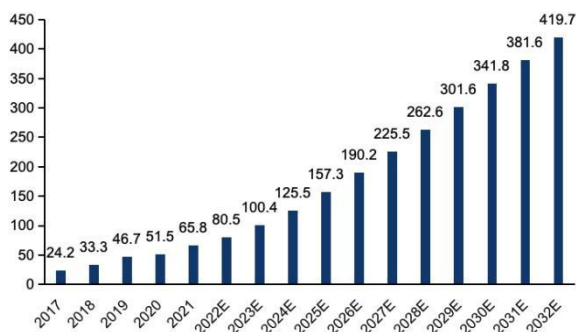
图17：全球心脏电生理手术及 PFA 市场展望



资料来源：波士顿科学公司官网，国信证券经济研究所整理

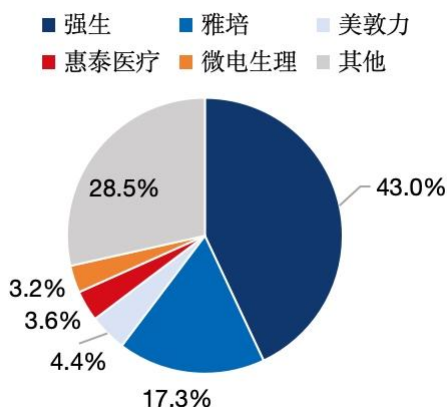
我国电生理器械市场预计将保持高速增长，目前市场份额多为进口厂家占据。根据 Frost & Sullivan 的测算，预计我国心脏电生理器械市场将以 18.0% 的复合增速从 2022 年的 80.5 亿元增长至 2032 年的 419.7 亿元。从目前国内心脏电生理器械的竞争格局来看，2022 年有接近 65% 的市场份额被强生、雅培、美敦力三个外资厂家占据，国产品牌中惠泰医疗、微电生理市占率领先，分别为 3.6%、3.2%。随着集采、PFA 渗透率提升以及国产厂家在产品性能上的追赶，我们认为心脏电生理器械市场面临较为广阔的国产替代空间。

图18：我国心脏电生理器械市场规模（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

图19：2022 年中国心脏电生理器械市场份额



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

电生理集采温和落地，加速国产替代进程。2022 年由福建省牵头的电生理带量采购项目中，涉及 27 个省份，公司的电生理产品成功全线中标。在公司各个细分产品类别中，固定弯二极、可调弯四极、可调弯十级以及环肺电极等多个产品在

各自竞标单元中需求量均位居前列。通过此次报量，公司在全国大型医疗中心的准入渗透率从 27% 提升至 70%。2024 年，公司完成了超过 15,000 例三维电生理手术，同比增长 50%。2024 年公司电生理产品新增入院 200 余家，已累计覆盖超 1360 家。

表5: 福建 27 省联盟组套类最高申报价

组套	分组	最高有效申报价格（元）	
1	磁定位异/星形诊断导管	25000	53000
	磁定位压力感应治疗导管	18000	
2	磁定位环形诊断导管	18000	46000
	磁定位压力感应治疗导管	28000	
3	电定位环形诊断导管	11000	39000
	电定位压力感应治疗导管	28000	
4	冷冻环形诊断导管	23000	51000
	冷冻治疗导管	28000	

资料来源：福建省医保局，国信证券经济研究所整理

表6: 福建 27 省联盟单件类最高申报价

单件	产品	竞价单元	最高有效申报价（元）
1	房间隔穿刺针	/	3400
2	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	固定弯 2400；可调弯 4200
		10 极标测	固定弯 3500；可调弯 5300
4	环形诊断导管	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	/	25000

资料来源：建省医保局，国信证券经济研究所整理

公司三维电生理标测系统性能优越，为打开 PFA 市场奠定坚实基础。公司三维电生理标测系统 HT Viewer 采用磁电融合定位，并开创性地将三维标测系统、多道记录仪、刺激仪集成，最大程度提升操作便捷性及手术效率。

表7: 主流厂家三维电生理标测系统比较

厂家	惠泰医疗	强生	雅培	波士顿科学	锦江电子	微电生理
系统名称	HT Viewer	CARTO3	EnSite	RHYTHMIA	LEAD-Mapping	Columbus
导航	磁电定位	磁电定位	磁电定位	磁电定位	磁电定位	磁电定位
平均定位精度误差	<1mm	<1mm	<1mm	≤1mm	<1mm	<1mm
开源情况	闭源	闭源	开源	半开源	-	闭源
特点	精准可视，便捷高效，一体化	快速标测及高密度标测，结合 AI 提示消融效果	心腔内非接触标测	自动标测工具套件，快速标测	导管定位精度、模型准确性等较上代产品有所较大提升	导管全弯段弯形显示，快速标测，CT/MRI 图像分割
呼吸补偿	呼吸补偿/门控	呼吸补偿/门控	呼吸补偿	呼吸补偿	呼吸补偿/门控	呼吸补偿/门控

资料来源：锦江电子招股书，微电生理招股书，国信证券经济研究所整理

国内 PFA 仍处早期市场，国产厂商有望较外资更快抢占市场份额。外资厂商全球影响力较大，但在国内获批较晚，于国产厂家几乎处于同一起跑线。国产厂商有望凭借三维系统的布局以及局麻术式的优势，更快打开国内市场空间。

表8: 内外资主流 PFA 厂家产品获批情况

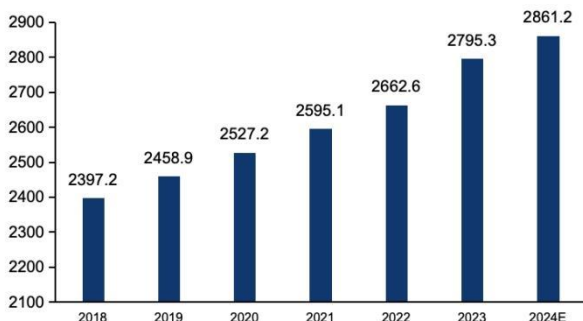
厂家	产品	CE	FDA	日本	NMPA
美敦力	PulseSelect	2023.11	2023.12	2024.05	2024.09
波士顿科学	FARAPULSE	2021.01	2024.01	2024.09	2024.07
强生	Varipulse	2024.02	2024.11	2024.01	2025.01
雅培	Volt	2025.03			
锦江电子	LEAD-PFA, PulsedFA 导管				2023.12
德诺电生理	CardiPulse				2024.03
惠泰医疗	AForcePlus, Pulstamper				2024.12
微电生理 (南阳医疗)	SYE-PFA-1A				2025.04

资料来源: NMPA, 各公司公告, 各公司官网, 国信证券经济研究所整理

血管介入: 公司产品布局丰富, 锚定高增长市场

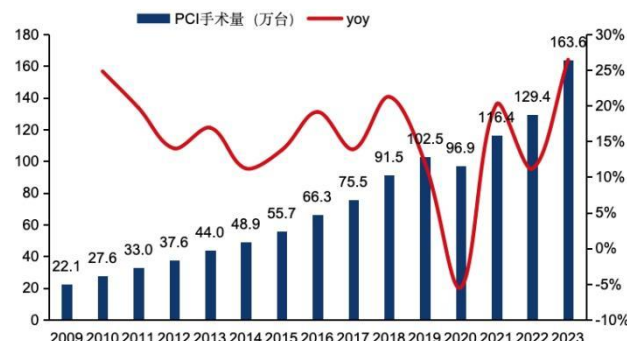
我国冠脉疾病人群技术较大, 冠脉介入需求旺盛。冠脉疾病人群主要包括因冠状动脉狭窄或堵塞而导致心脏供血不足的患者, 通常表现为胸痛、气短等症状。冠脉介入是通过导管技术, 采取如支架植入等手段, 来改善冠脉血流, 缓解症状和预防心脏事件的发生。根据观知海内咨询的测算, 我国 2024 年冠状动脉疾病患病人数规模为 2861.2 万人。据北京大学第一医院教授霍勇在第十三届中国胸痛中心大会上提供的数据, 2023 年全国 PCI (经皮冠状动脉介入治疗) 手术量为 163.6 万例, 同比增长 26.44%, 增速创历年新高。

图20: 我国冠状动脉疾病患病人数规模 (万人)



资料来源: 观知海内咨询, 国信证券经济研究所整理

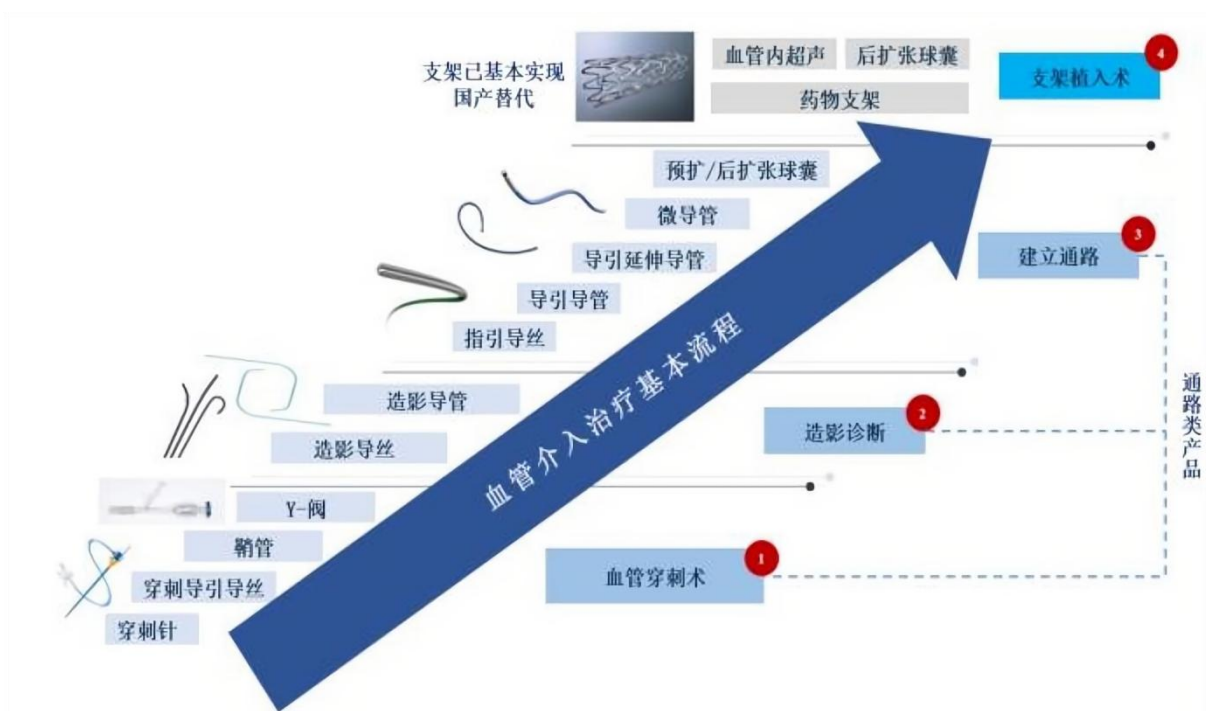
图21: 我国 PCI 手术量 (万台)



资料来源: 中国胸痛中心大会, 国信证券经济研究所整理

公司冠脉通路产品布局完善, 可满足 PCI 前三个重要步骤的临床需求。PCI 手术过程首先通过血管穿刺, 将血管穿刺导针插入血管系统, 通常选择股动脉或桡动脉。接着, 使用造影导管进行诊断, 获取血管影像, 帮助确定病变的位置和严重程度。最后, 通过导管引导支架到达病变部位, 并植入支架, 从而恢复血管的通畅。公司冠脉通路产品主要包括造影导管、造影导丝、血管鞘、导引导丝、导引导管、微导管、球囊导管、延伸导管等。

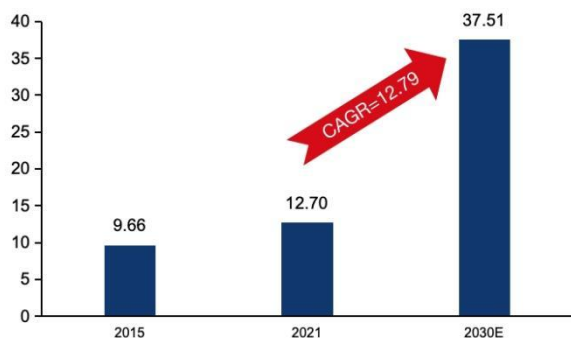
图22: PCI 手术步骤及耗材需求



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

PCI 器械市场增速较快，冠脉通路产品国产占比逐渐提升。我国 PCI 市场发展潜力较大，预计至 2030 年市场规模可超过 37 亿美元，对应 2021-2030 年 CAGR 为 12.79%。根据 Frost & Sullivan 的统计，我国冠脉通路类产品市场中国产厂家占比相对较低，但近年来已逐渐有所提升，预计 2024 年 103.6 亿市场规模中国产占比约为 21%。

图23: 我国 PCI 器械市场规模（亿美元）



资料来源：业聚医疗招股书，国信证券经济研究所整理

图24: 我国冠脉通路类产品市场规模（亿元，出厂价口径）

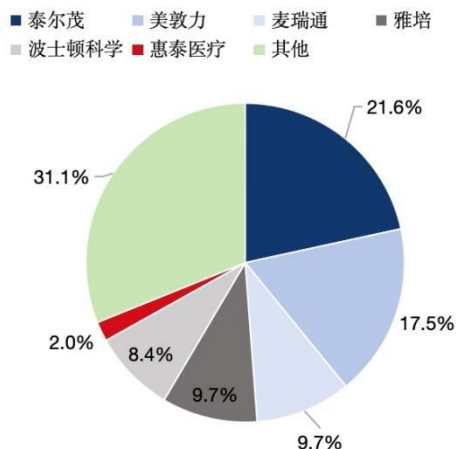


资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

惠泰早期市占率落后于外资品牌，有望通过集采提高市场份额。惠泰医疗 2019 年在国内冠脉通路市场份额仅为 2.0%，市占率排名第 10。随着近年来冠脉通路产品陆续开展集采，公司产品市场份额有望逐步提升。2022 年浙江牵头的导引导管及导引导丝的集采报量中，惠泰全资子公司湖南埃普特占比分别为 6%、3%，

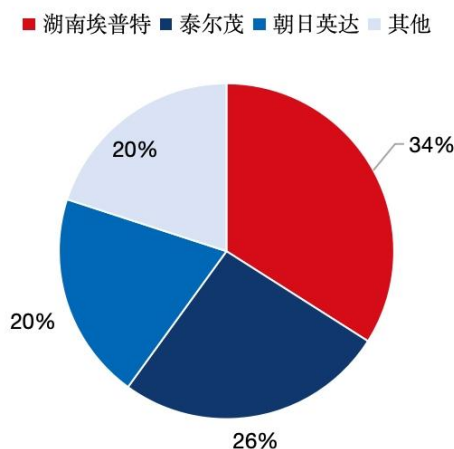
在 2023 年京津冀“3+N”微导管集采报量中，湖南埃普特占比 34%。

图25: 2019 年我国冠脉通路市场份额情况



资料来源: Frost & Sullivan, 国信证券经济研究所整理

图26: 2023 年京津冀“3+N”微导管报量格局情况



资料来源: 京津冀药械采购平台, 国信证券经济研究所整理

我国外周介入治疗仍处市场发展早期。周围血管疾病是指外周血管发生病变，导致血流受限或中断，常见的症状包括肢体麻木、疼痛等。该病症通常由动脉硬化引起，影响血液供应。外周动脉疾病的介入治疗方案包括血管成形术和支架置入术，能够通过改善血流，缓解症状。对于晚期患者，可能需要更为复杂的手术治疗，以恢复正常血流并避免进一步的组织损伤。据《中国医疗器械蓝皮书（2024 版）》统计数据，我国外周血管介入器械市场规模已从 2015 年的 35 亿元迅速增长至 2023 年的 186 亿元。

表9: 周围血管疾病特点及介入方案介绍

血管	疾病	特点	介入方案
主动脉	主动脉夹层	主动脉腔内血流从主动脉内膜撕裂处进入主动脉中膜,使中膜分离,沿主动脉长轴方向扩展形成主动脉壁的真假两腔,该疾病会累及心脏、消化道、肾脏等多个器官,病死率极高	在患者腿部股动脉切口,将主动脉覆膜支架系统导入到病变部位后进行释放,运用覆膜支架系统隔绝主动脉瘤的瘤腔或封闭夹层破裂口,以恢复主动脉腔内正常血流,降低主动脉瘤或主动脉夹层破裂的风险
	主动脉瘤	主动脉局部异常扩张变形,成瘤样突出,主动脉破裂后极易导致死亡	
外周动脉	外周动脉疾病	指因外周动脉局部狭窄或闭塞导致的身体局部缺血性疾病,累及血管包括了颈动脉、椎动脉、股动脉、腘动脉、胫动脉和肾动脉等,如未及时接受治疗,很容易导致肢体坏疽、肾功能不全以及与之相关的心肌梗死和卒中,必须及时和有效的干预,最大限度地降低心脑血管病和死亡风险	通过相关介入器械的应用撑开阻塞血管,恢复血流畅通。使用最为广泛方式的是根据不同的血管位置和特点选择合适的入路,并在导管的引导下使用球囊和支架等系统在血管内进行扩张和植入,防止血管再次狭窄
外周静脉	深静脉血栓形成等	下肢深静脉血栓未经治疗的情况下容易脱落并经过血液流至肺动脉,造成高致死率的肺动脉栓塞	根据患者的血栓大小、游离程度和静脉的形态、直径来选择合适的下肢静脉滤器防止栓子脱落后阻塞肺部血管

资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所整理

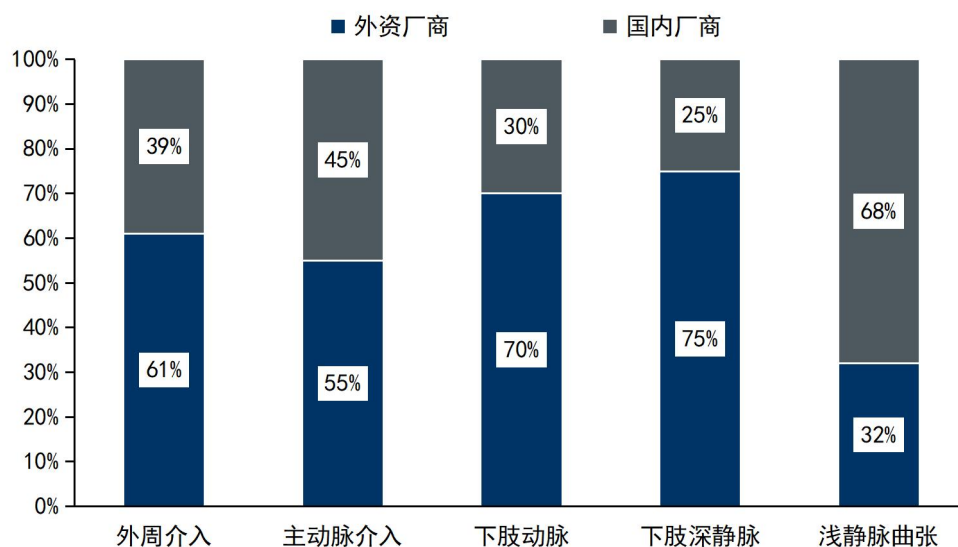
图27: 我国外周血管介入器械市场规模



资料来源：中国医疗器械蓝皮书，国信证券经济研究所整理

外资厂商在外周介入市场占据主导地位。外周血管介入市场中，国产厂家起步较晚，目前仍处于领域拓展和管线完善的阶段，尤其在下肢动脉和下肢深静脉领域，外资厂商的市场占比分别高达 70%、75%。随着惠泰的外周介入产品管线持续拓展及携带，公司在外周介入市场的竞争力将不断提升。

图28: 我国外周血管介入市场竞争格局（2022 年）



资料来源：IQVIA，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

冠脉通路：国内患者数量庞大，当前处于 PCI 手术渗透率快速提升的成长阶段，公司冠脉通路产品管线布局完善，造影三件套、微导管等产品优势显著，叠加集采带来的国产替代进程加速，公司冠脉通路业务有望在未来三年保持较高增速，毛利率保持稳定略有上升。预计 2025-2027 年公司冠脉通路业务收入增速分别为 30.0%/28.0%/26.0%，毛利率为 74.0%/74.3%/74.5%。

电生理：新术式 PFA 的推广有望快速提升心脏电生理手术在国内的渗透率，公司 PFA 产品已在国内获批，性能领先的三维标测系统奠定市场扩张基础，三维手术量不断提升。看好公司未来电生理业务加速增长。预计 2025-2027 年公司电生理业务收入增速分别为 25.0%/30.0%/35.0%，毛利率为 75.0%/75.5%/76.0%。

外周介入：国内外周介入市场处于快速成长期，国产厂家替代空间广阔。公司陆续有重磅新品不断推出，管线持续完善，有望推动外周介入业务高速增长。预计 2025-2027 年外周介入业务收入增速分别为 35.0%/34.0%/33.0%，毛利率为 76.0%/76.2%/76.4%。

非血管介入：公司非血管介入领域的产品管线处于起步阶段，收入体量较小。随着泌尿结石类、消化介入类及妇科介入类产品逐渐导入市场，公司该业务板块有望快速成长。预计 2025-2027 年非血管介入业务收入增速分别为 50.0%/45.0%/40.0%，毛利率为 60.0%/60.5%/61.0%。

OEM：公司 OEM 业务较为成熟，整体增速保持稳健。预计 2025-2027 年 OEM 业务收入增速分别为 15.0%/10.0%/10.0%，毛利率为 63.0%/63.0%/63.0%。

表10: 公司收入及毛利预测 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1216.02	1650.21	2065.80	2663.25	3423.49	4400.53
yoy	46.7%	35.7%	25.2%	28.9%	28.5%	28.5%
毛利	865.85	1176.03	1493.84	1947.71	2516.80	3252.27
毛利率	71.2%	71.3%	72.3%	73.1%	73.5%	73.9%
分业务收入						
1、冠脉通路	569.22	791.10	1054.49	1370.84	1754.68	2210.89
yoy	49.1%	39.0%	33.3%	30.0%	28.0%	26.0%
毛利	394.91	568.59	772.05	1014.42	1302.85	1647.12
毛利率	69.4%	71.9%	73.2%	74.0%	74.3%	74.5%
2、电生理	292.84	367.53	440.03	550.04	715.05	965.32
yoy	25.9%	25.5%	19.7%	25.0%	30.0%	35.0%
毛利	228.37	273.62	324.55	412.53	539.86	733.64
毛利率	78.0%	74.4%	73.8%	75.0%	75.5%	76.0%
3、外周介入	182.56	256.24	351.28	474.22	635.46	845.16
yoy	53.1%	40.4%	37.1%	35.0%	34.0%	33.0%
毛利	130.81	191.55	266.49	360.41	484.22	645.70
毛利率	71.7%	74.8%	75.9%	76.0%	76.2%	76.4%
4、非血管介入		16.39	38.52	57.78	83.78	117.30
yoy			135.0%	50.0%	45.0%	40.0%
毛利		8.19	23.07	34.67	50.69	71.55
毛利率		50.0%	59.9%	60.0%	60.5%	61.0%
5、OEM	159.84	210.47	164.86	189.59	208.55	229.41
yoy	79.1%	31.7%	-21.7%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利	104.45	131.36	103.90	119.44	131.39	144.53
毛利率	65.3%	62.4%	63.0%	63.0%	63.0%	63.0%
6、其他业务	11.55	8.49	16.62	20.77	25.96	32.45
yoy	98.4%	-26.5%	95.7%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利	7.31	2.72	3.78	6.23	7.79	9.74
毛利率	63.3%	32.1%	22.8%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所预测

投资建议: 公司为国内血管介入及电生理赛道领军企业, 管线布局完善, 新产品持续获批。受益于国内电生理赛道和血管介入赛道的高景气度, 公司有望在该领域国产替代浪潮下维持高速增长。我们预计公司 2025-2027 年营业收入 26.63/34.23/44.01 亿元, 同比增速 28.9%/28.5%/28.5%; 预计公司 2025-2027 年归母净利润 8.76/11.34/14.73 亿元, 同比增速 30.2%/29.4%/29.9%, 当前股价对应 PE=50.3/38.9/30.0 倍, 维持“优于大市”评级。

表11: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 25/04/23	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG	投资评级
				23A	24A/E	25E	26E	23A	24A/E	25E	26E	(24A/E)		(25E)	
688617.SH	惠泰医疗	453.00	440	5.5	6.9	9.0	11.6	56.7	65.5	50.3	38.9	26.8%		1.7	优于大市
300760.SZ	迈瑞医疗	219.60	2,663	9.6	10.5	12.5	14.6	23.0	27.3	23.0	19.7	34.0%		1.2	优于大市
688016.SH	心脉医疗	87.11	107	4.0	4.1	5.0	6.1	32.7	27.0	17.5	14.2	13.2%		0.8	优于大市
688351.SH	微电生理	22.60	106	0.0	0.1	0.2	0.2	2122.0	172.1	144.0	97.2	3.0%		3.4	无评级
688108.SH	赛诺医疗	9.69	40	-0.1	0.0	0.1	0.2	-	2652.9	121.4	59.8	0.2%		-	无评级
300003.SZ	乐普医疗	11.25	212	0.7	0.1	0.5	0.6	24.2	86.4	22.6	19.5	1.6%		-	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 心脉医疗、微电生理、赛诺医疗、乐普医疗为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1276	1081	1300	1300	1393	营业收入	1650	2066	2663	3423	4401
应收款项	46	90	102	129	164	营业成本	474	572	716	907	1148
存货净额	328	399	506	612	754	营业税金及附加	20	25	32	41	53
其他流动资产	45	46	67	86	110	销售费用	305	373	479	611	779
流动资产合计	1756	1617	1975	2127	2421	管理费用	82	92	123	150	184
固定资产	447	661	1363	2403	2974	研发费用	238	291	381	488	625
无形资产及其他	83	402	387	372	357	财务费用	(3)	(13)	(23)	(15)	(22)
投资性房地产	248	200	200	200	200	投资收益	23	13	3	3	3
长期股权投资	39	101	131	161	191	资产减值及公允价值变动	(16)	(25)	15	15	0
资产总计	2573	2981	4055	5263	6143	其他收入	(179)	(252)	(381)	(488)	(625)
短期借款及交易性金融负债	81	6	285	483	50	营业利润	600	754	974	1260	1636
应付款项	43	46	63	77	96	营业外净收支	(4)	(8)	0	0	0
其他流动负债	464	353	447	556	698	利润总额	596	746	974	1260	1636
流动负债合计	588	406	795	1116	844	所得税费用	74	88	117	151	196
长期借款及应付债券	1	0	0	0	0	少数股东损益	(12)	(15)	(20)	(25)	(33)
其他长期负债	22	20	20	20	20	归属于母公司净利润	534	673	876	1134	1473
长期负债合计	23	20	20	20	20	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	611	426	815	1136	864	净利润	534	673	876	1134	1473
少数股东权益	55	39	23	3	(24)	资产减值准备	15	9	25	31	25
股东权益	1907	2516	3217	4124	5303	折旧摊销	56	77	104	160	220
负债和股东权益总计	2573	2981	4055	5263	6143	公允价值变动损失	16	25	(15)	(15)	0
						财务费用	(3)	(13)	(23)	(15)	(22)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	167	(169)	(3)	1	(15)
每股收益	7.99	6.91	9.00	11.64	15.12	其它	(24)	(21)	(41)	(52)	(51)
每股红利	1.68	1.38	1.80	2.33	3.02	经营活动现金流	764	595	947	1260	1651
每股净资产	28.52	25.84	33.03	42.35	54.44	资本开支	0	(269)	(801)	(1201)	(801)
ROIC	33.30%	29.37%	29%	28%	31%	其它投资现金流	821	60	0	0	0
ROE	28.00%	26.75%	27%	27%	28%	投资活动现金流	850	(271)	(831)	(1231)	(831)
毛利率	71%	72%	73%	74%	74%	权益性融资	3	79	0	0	0
EBIT Margin	32%	35%	35%	36%	37%	负债净变化	(1)	(1)	0	0	0
EBITDA Margin	36%	38%	39%	40%	42%	支付股利、利息	(112)	(134)	(175)	(227)	(295)
收入增长	36%	25%	29%	29%	29%	其它融资现金流	(364)	(328)	278	198	(433)
净利润增长率	49%	26%	30%	29%	30%	融资活动现金流	(588)	(518)	103	(29)	(727)
资产负债率	26%	16%	21%	22%	14%	现金净变动	1026	(195)	219	0	93
股息率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	货币资金的期初余额	251	1276	1081	1300	1300
P/E	56.7	65.5	50.3	38.9	30.0	货币资金的期末余额	1276	1081	1300	1300	1393
P/B	15.9	17.5	13.7	10.7	8.3	企业自由现金流	0	270	121	40	822
EV/EBITDA	52.6	56.3	43.4	32.6	24.6	权益自由现金流	0	(59)	419	251	408

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032