

2026年02月10日

惠泰医疗 (688617.SH)

投资评级: 买入 (首次)

——PFA 放量, 心血管平台加速上行

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
林海霖
SAC: S1350524050002
linhailin@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2026年02月09日

收盘价 (元)	229.38
一年内最高/最低 (元)	466.07/223.48
总市值 (百万元)	32,349.47
流通市值 (百万元)	32,349.47
总股本 (百万股)	141.03
资产负债率 (%)	12.24
每股净资产 (元/股)	21.20

资料来源: 聚源数据

投资要点:

- **深度布局心血管介入, 产品多维度发展。**惠泰医疗成立于2002年, 是国内领先的电生理、血管介入厂家, 已经形成冠脉通路、心脏电生理医疗为主导, 外周血管介入为重点发展方向的业务布局。核心产品先后经历国内联盟集采, 进入稳定收获阶段, PFA 新品放量增长动能。迈瑞入股后, 有望为惠泰注入新基因。
- **技术变革+进口替代驱动行业增长, 环+线产品组合打造壁垒。**心房颤动患者人数因老龄化快速增长, 脉冲消融(PFA)电生理手术因其心肌特异性、非热消融等优势, 可用于房颤、室上速等快速心律失常的治疗, 弗若斯特沙利文数据预计2032年国内房颤PFA器械市场规模将达到163.15亿元, 2025-2032年复合增速为43.73%, 占中国心脏电生理器械整体市场规模的比重将达到38.87%。通过福建联盟集采, 惠泰获得常规产品进入头部医院资质, 24年以来, 不同规格PFA产品先后获批, 已形成三维脉冲消融整体解决方案, 截至25年8月, 公司累计完成PFA脉冲消融手术超过2000台, 新品加速放量谱写电生理增长新曲线。
- **集采出清夯实冠脉、血管介入基本盘, 产能提升潜力有望进一步释放。**导引导丝、导引导管等冠脉通路耗材, 以及微导管、微导丝、导引鞘等外周介入常用产品, 先后经历国内省级联盟集采, 其中集采产品占公司冠脉通路近90%, 惠泰已跃居国产品牌份额第一, 通过冠脉薄壁鞘、胸主动脉支架等产品的补充, 公司持续加强冠脉、血管介入产线产品丰富度及整体竞争力, 2019-2024年冠脉通路、介入类产线收入复合年增速分别为49.68%、60.58%, 集采夯实公司非电生理业务基本盘。2024年, 子公司(湖南埃普特)血管介入产能进一步扩容, 二期项目预计2025年投产, 血管介入年产能可达到40亿, 集采周期内, 耗材主要产品保证质量前提下, 成本或成为竞争脱颖而出的关键, 通过产能扩充, 公司有望进一步释放冠脉、血管介入业务增长潜力。
- **盈利预测与评级:** 我们预计2025-2027年公司总营收分别为25.78/32.40/40.60亿元, 增速分别为24.78%/25.70%/25.31%; 2025-2027年归母净利润分别为8.34/10.57/13.40亿元, 增速分别为23.95%/26.73%/26.70%。当前股价对应的PE分别为39x、31x、24x。选取电生理赛道的微电生理, 同为高值耗材厂家的心脉医疗、佰仁医疗作为可比公司, 26年可比公司平均PE为58倍, 基于公司PFA新品快速放量, 在电生理及其他血管介入领域竞争力不断增长, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

- **风险提示。国内政策风险、竞争加剧风险、新品推广不及预期风险**

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,650	2,066	2,578	3,240	4,060
同比增长率 (%)	35.71%	25.18%	24.78%	25.70%	25.31%
归母净利润 (百万元)	534	673	834	1,057	1,340
同比增长率 (%)	49.13%	26.08%	23.95%	26.73%	26.70%
每股收益 (元/股)	3.79	4.77	5.92	7.50	9.50
ROE (%)	28.00%	26.75%	26.69%	27.13%	27.48%
市盈率 (P/E)	60.59	48.06	38.77	30.59	24.15

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计 2025-2027 年公司总营收分别为 25.78/32.40/40.60 亿元，增速分别为 24.78%/25.70%/25.31%；2025-2027 年归母净利润分别为 8.34/10.57/13.40 亿元，增速分别为 23.95%/26.73%/26.70%。

选取电生理赛道的微电生理，同为高值耗材厂家的心脉医疗、佰仁医疗作为可比公司，基于公司 PFA 新品快速放量，在电生理及其他血管介入领域竞争力不断增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设：

- 1) 电生理：公司 PFA 产品获批后，在房颤领域竞争力持续增长，国内快速放量，随着国内联盟集采续标临近，新品有望加速推广，预计 2025-2027 年电生理收入增速分别为 26.0%、30.0%、30.0%；
- 2) 冠脉通路类：集采周期内，公司中标产品稳步增长，产能扩容有望带动产线毛利率进一步提升，预计 2025-2027 年冠脉通路类收入增速分别为 28.0%、25.0%、25.0%；
- 3) 介入类：通路类产品丰富度不断提升，治疗类产品补充形成诊疗方案闭环，在细分领域持续缩小与头部进口厂家差距，预计 2025-2027 年介入类收入增速分别为 28.0%、28.0%、25.0%。

投资逻辑要点

惠泰医疗在心血管介入领域布局完善，细分产品力处于国内领先地位，通过联盟带量采购中选，电生理、冠脉、外周介入产品进入更多头部医疗机构，为营收稳定增长提供有力支持。公司 PFA 新品具有较强竞争力，国产品牌中先发卡位优势明显，有望在电生理技术变革+进口替代背景下带动产线营收提速。

核心风险提示

国内政策风险、竞争加剧风险、新品推广不及预期风险。

内容目录

1. 心血管介入领域布局全面的领军者	6
1.1. 业绩稳健，产线均衡发展	6
1.2. 迈瑞入股，强强联手多维度赋能	8
2. 技术变革+进口替代共振，PFA 放量可期	9
2.1. 电生理逐步成为心律失常治疗主流	9
2.2. 高景气赛道，集采或重构行业格局	14
2.3. 环+线 PFA 组合打造技术壁垒	17
3. 集采落地，冠脉通路基石业务稳健	19
3.1. 集采助力冠脉产品上量	19
3.2. 产能提升，新品驱动冠脉业务增长	21
4. 外周介入产品矩阵成型，诊疗闭环提升发展上限	22
5. 盈利预测及估值	24
6. 风险提示	25

图表目录

图表 1: 惠泰医疗产线.....	6
图表 2: 2018-2025Q1-3 公司收入(百万元)及增速(%).....	7
图表 3: 2018-2025Q1-3 公司归母净利润(百万元)及增速(%).....	7
图表 4: 2018-2025H1 公司产线收入(百万元).....	7
图表 5: 2018-2025H1 公司整体及产线毛利率(%).....	8
图表 6: 2018-2025H1 公司费率及净利率(%).....	8
图表 7: 公司股权结构(截至 2025 年 12 月 9 日).....	8
图表 8: 快速性心律失常分类.....	9
图表 9: 2017-2032 年国内房颤、室上速、室速患病人数(百万人).....	10
图表 10: 快速性心律失常治疗方式.....	10
图表 11: 快速性心律失常治疗方式结果比较.....	10
图表 12: 心脏电生理手术步骤及对应产品.....	11
图表 13: 2017-2030 年全球心脏电生理手术量(万例).....	11
图表 14: 2017-2030 年国内电生理手术量以及适应症拆分(万例).....	11
图表 15: 消融技术对比.....	12
图表 16: PFA 技术、热消融治疗效果对比.....	13
图表 17: PFA 心肌选择性.....	13
图表 18: 2017-2032 年全球电生理器械市场规模(亿美元).....	14
图表 19: 2017-2032 年国内电生理器械市场规模(亿元).....	14
图表 20: 2023-2032 年国内房颤 PFA 器械市场规模(亿元).....	14
图表 21: 2020 年国内电生理器械市场竞争格局.....	15
图表 22: 福建电生理省际联盟集采规则概述.....	15
图表 23: 福建电生理省际联盟集采品种及中选规则.....	16
图表 24: 福建电生理省际联盟集采单件、配套采购中选结果汇总(项).....	17
图表 25: 公司三维脉冲多形态房颤解决方案.....	18
图表 26: 环形 PFA 消融.....	18
图表 27: 线性大头 PFA 消融.....	18
图表 28: 2016-2030 年国内 PCI 手术量(千台).....	19
图表 29: PCI 手术流程示意图.....	20

图表 30: 冠脉通路类部分品类集采	20
图表 31: 惠泰医疗冠脉通路产品组合	21
图表 32: 2018-2025H1 公司冠脉通路收入及占比(百万元)	22
图表 33: 血管介入器械分类	22
图表 34: 2015-2024 国内外周血管介入市场规模(亿元)	23
图表 35: 2022 年外周介入市场竞争格局	23
图表 36: 部分外周介入领域集采	23
图表 37: 2019-2025H1 公司介入类产品收入及占比(百万元)	24
图表 38: 可比公司估值情况	24

1. 心血管介入领域布局全面的领军者

深圳惠泰医疗器械股份有限公司是国内领先的电生理、血管介入厂家，已经形成冠脉通路、心脏电生理医疗器械为主导，外周血管介入为重点发展方向的业务布局，电生理电极导管、可控射频消融导管、脉冲电场消融导管、三维标测系统等产品布局完善，整体竞争力位于行业前列。

图表 1：惠泰医疗产线



资料来源：公司官网，华源证券研究所

1.1. 业绩稳健，产线均衡发展

2025Q1-3 公司收入 18.67 亿元，同比增长 22.47%，其中 2018-2024 年营收端年复合增速 42.98%，公司持续深化市场开拓，各类产品加深渠道联动，产品覆盖率及入院率进一步

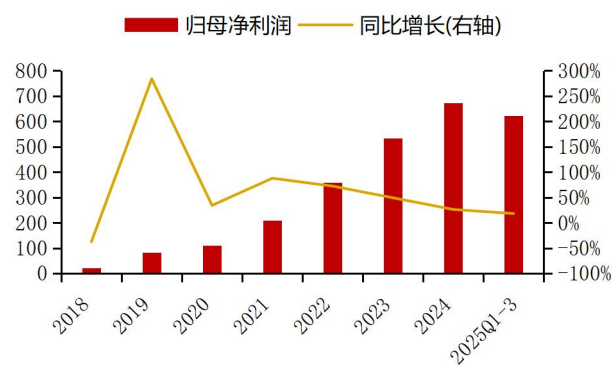
提升，收入稳步兑现。2025Q1-3 归母净利润为 6.23 亿元，同比增长 18.02%，2018-2024 年归母净利润端年复合增速高达 77.52%。

图表 2：2018-2025Q1-3 公司收入(百万元)及增速(%)



资料来源：Wind，华源证券研究所

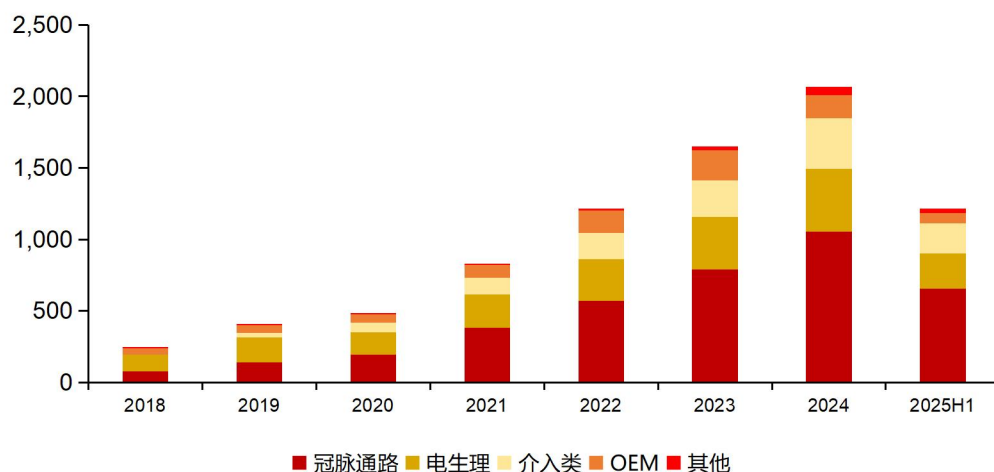
图表 3：2018-2025Q1-3 公司归母净利润(百万元)及增速(%)



资料来源：Wind，华源证券研究所

公司整体以冠脉通路、电生理、介入类产品多维度发展，2025 上半年，冠脉通路业务营收 6.54 亿，同比增长 30.02%，2018-2024 年复合增速为 55.01%，为公司增长核心驱动力；电生理产品营收 2.46 亿，同比增长 9.98%，传统磁定位冷盐水消融导管保持健康增长，核心 PFA 产品准入和市场推广，有望带动电生理业务提速；介入类产品营收 2.13 亿，同比增长 21.33%。

图表 4：2018-2025H1 公司产线收入(百万元)

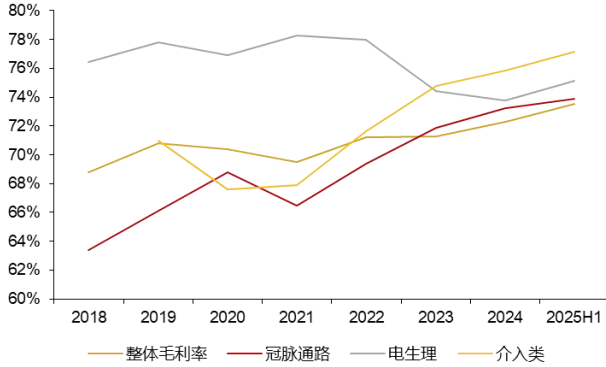


资料来源：Wind，华源证券研究所

2024 年，惠泰整体毛利率为 72.31%，同比增长 1.04pct，自 2021 年毛利率稳步提升，主要因冠脉通路、介入类产品毛利率提升，2025H1 公司毛利率进一步提升至 73.51%，随着新产品临床应用逐步成熟，毛利率有望持续提升。

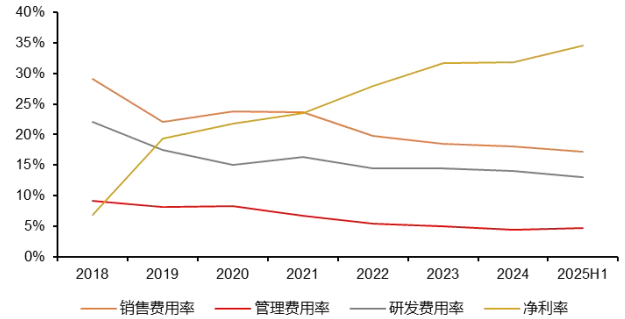
2024 年，公司销售费率、管理费、研发费率分别降低 0.41pct、0.55pct、0.36pct，核心产品相继经历国内集采，市场推广所需投入资源减少，2025H1，净利率达到 34.51%。

图表 5：2018-2025H1 公司整体及产线毛利率(%)



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：2018-2025H1 公司费率及净利率(%)



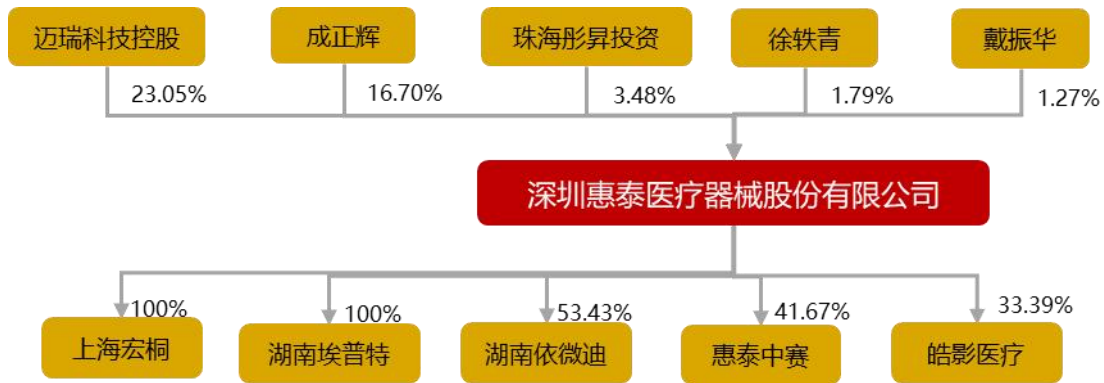
资料来源：Wind，华源证券研究所

1.2. 迈瑞入股，强强联手多维度赋能

截至 2025 年 12 月 9 日，深圳迈瑞科技控股有限责任公司持有惠泰股权 23.05%，公司创始人成正辉任副董事长、总经理、战略与投资委员会委员。

子公司湖南埃普特负责冠脉通路产品、外周血管介入及 OEM 产品的生产，上海宏桐负责电生理设备生产，湖南依微迪负责非血管介入产品生产，惠泰观澜分公司负责电生理类耗材生产。

图表 7：公司股权结构(截至 2025 年 12 月 9 日)



资料来源：Wind，华源证券研究所

注：股东持股比例截至 2025/12/9，控股或参股公司比例截至 2025 年中报

2024 年 1 月 28 日，迈瑞医疗发布公告，通过子公司深圳迈瑞科技控股有限责任公司(以下简称“深迈控”)收购惠泰医疗 1412 万股股份，占惠泰总股本的 21.12%，转让金额约 66.5

亿元，深迈控的合并一致行动人珠海彤昇持有 3.49%惠泰医疗股份，迈瑞医疗共持有惠泰医疗股份 24.61%，惠泰医疗控股股东变更为深迈控，实际控制人变更为李西廷和徐航。

迈瑞医疗是国内外领先的医疗器械平台型公司，深耕医疗设备，并持续向医疗耗材进行转型发展，并购惠泰，能为后者注入设备“基因”，强化研发管理体系，增强优质渠道协同，惠泰也能为迈瑞医疗进入心血管潜力赛道提供成熟产品及经验，强强联手多维度赋能。

2. 技术变革+进口替代共振，PFA 放量可期

2.1. 电生理逐步成为心律失常治疗主流

窦房结激动传导至心房、心室、束支、浦肯野纤维，以一定节律收缩，形成一次心搏，即激动传导系统，当心律起源部位、节律、心搏频率和冲动传导任一环节发生异常，则发生心律失常。根据发生部位的不同可以分为室上性和室性，按发生时心率的快慢可分为快速型和缓慢型。

图表 8：快速性心律失常分类

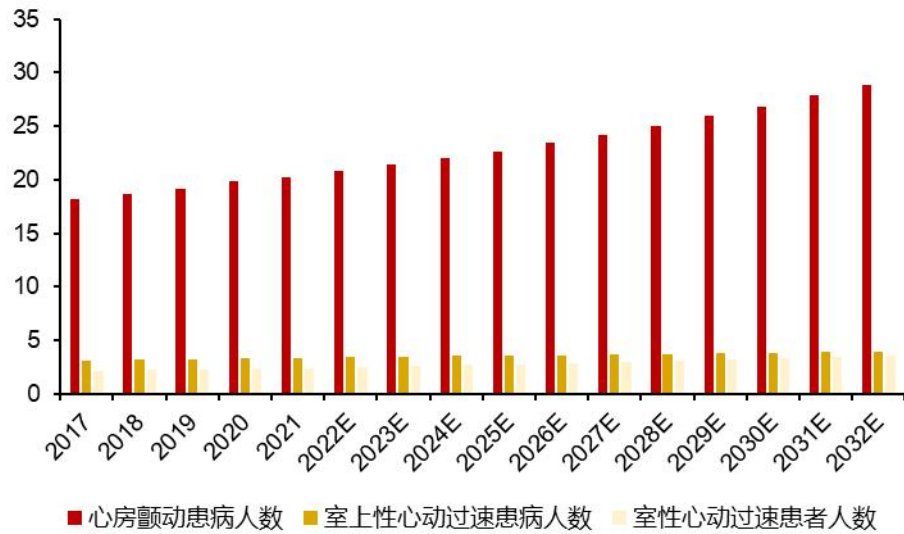
分类	适应症	特征
快速性心律失常	室上性心动过速	异位激动形成的部位或折返环路在希氏束分叉以上的快速性心律失常
	早搏	异位起搏点发出的过早冲动引起的心脏搏动
	窦性心动过速	窦性心律快于每分钟 100 次称为窦性心动过速
	心房颤动	由心房主导折返环引起许多小折返环导致的房律紊乱
	心房扑动	当心房异位起搏点频率达到 250~350 次/分钟且呈规则时引起的心房快而协调的收缩
	室性心动过速	指发生在希氏束分叉以下的束支、心肌传导纤维、心室肌的快速性心律失常

资料来源：微电生理招股书，华源证券研究所

根据弗若斯特沙利文分析，国内快速心律失常以心房颤动患者居多，2017-2032 年，预计国内房颤患病人数从 1,816 万增长至 2890 万，随着人口老龄化加剧，2025-2032 年患者人数年复合增长率预计将提升至 3.53%。

室上性心动过速、室性心动过速也有较大的患病人群，2025 年患者人数分别预计达到 355 万和 275 万人。

图表 9：2017-2032 年国内房颤、室上速、室速患病人数（百万人）



资料来源：弗若斯特沙利文，锦江电子招股书，华源证券研究所

快速心律失常的治疗方式包括药物治疗和非药物治疗，药物治疗除了药物副作用、药物耐受、需要长期使用等缺陷外，治疗效果相较非药物治疗也有差异。非药物治疗包括介入治疗、电复律及电除颤、手术治疗等，以房颤治疗为例，患者接受第一次电生理手术后 3 个月，约有 70%阵发性房颤和 60%持续性房颤可痊愈，持续治疗后痊愈率可达 80%-95%，显著降低房颤复发率。

图表 10：快速性心律失常治疗方式



资料来源：微电生理招股书，《心房颤动：目前的认识和治疗建议-2018》，《室性心律失常中国专家共识》，华源证券研究所

图表 11：快速性心律失常治疗方式结果比较

治疗方式	治疗成功率	
	阵发性房颤	持续性房颤
导管消融手术	82.0%	65.3%
药物治疗	22.4%	19.3%

资料来源：微电生理招股书，CNKI，头豹研究院，华源证券研究所

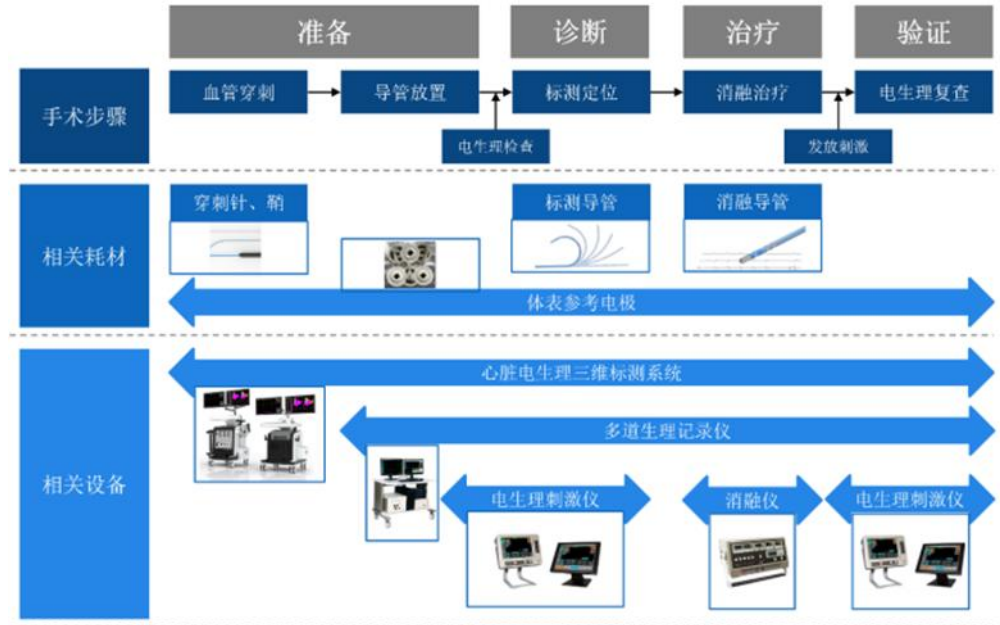
心脏电生理手术涉及术前准备、标测诊断、消融治疗和验证等环节，电生理设备+介入耗材配合实现操作，包括三维标测系统、多道生理记录仪、消融仪、刺激仪等设备，以及标测导管、消融导管、穿刺鞘等介入耗材，步骤如下：

- **术前准备**：局部麻醉，血管穿刺，留置鞘管；
- **标测诊断**：由鞘管向患者介入标测导管，在刺激仪作用下根据心电信号变化诊断和识别导致心律失常的目标部位；
- **消融治疗**：使用射频或冷冻消融仪输出能量，通过消融导管传导能量，使目标部位

的心肌细胞毁损，阻断异常电位传导，恢复心律正常；

➤ **治疗验证：**通过刺激检查手术治疗效果。

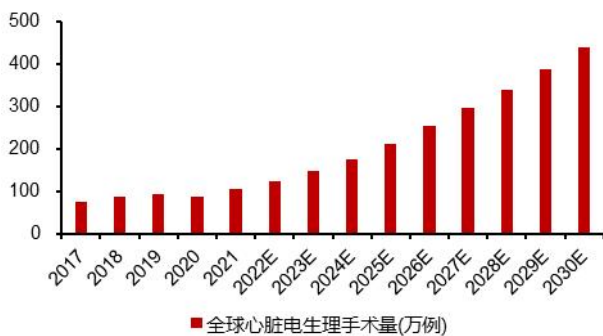
图表 12：心脏电生理手术步骤及对应产品



资料来源：弗若斯特沙利文，锦江电子招股书，华源证券研究所

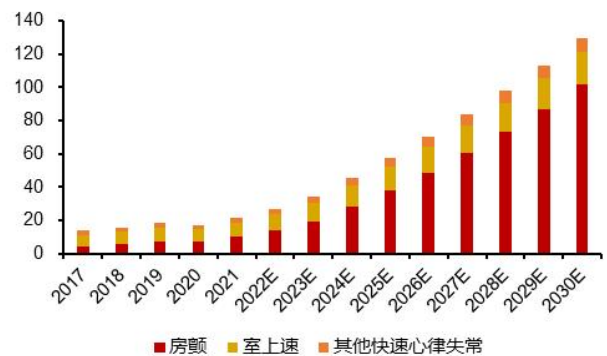
弗若斯特沙利文报告数据显示，2021-2025 年，预计全球心脏电生理手术量从 105.41 万例提升至 212.92 万例，复合年增长率为 19.22%。2021 年国内心脏电生理手术量为 21.40 万例，房颤、室上速等疾病患者数量增加，电生理手术技术不断成熟，2025 年国内电生理手术量预计达到 57.46 万例，2021-2025 年复合增长率为 28.00%，其中以房颤适应症相关手术增速最快，同期达到 39.56%。

图表 13：2017-2030 年全球心脏电生理手术量(万例)



资料来源：弗若斯特沙利文，锦江电子招股书，华源证券研究所

图表 14：2017-2030 年国内电生理手术量以及适应症拆分(万例)



资料来源：弗若斯特沙利文，锦江电子招股书，华源证券研究所

电生理手术消融通过导管向心脏内部组织的较小区域内释放不同的能量，破坏心律失常起源点或异常传导，恢复正常心脏节律，根据使用的能量不同，可分为射频消融、冷冻消融和脉冲电场消融，目前临床常用技术以射频消融、冷冻消融为主，脉冲消融处于快速发展阶段。

- **射频消融**：局部释放射频电流，特定部位心肌细胞发生凝固性坏死，冷盐水灌注在消融过程中进行降温，阻断快速心律失常异常传导束和起源点；
- **冷冻消融**：通过球囊释放冷却液态制冷剂，制冷剂的蒸发吸热，使目标消融部位温度降低，从而治愈心律失常；
- **脉冲消融**：高压电场，即脉冲场诱导心肌细胞发生不可逆电穿孔后裂解死亡，其他组织细胞对脉冲场不敏感，具有较高的心肌选择性。

图表 15：消融技术对比

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，同时可通过冷盐水灌注在消融过程中进行降温，减轻热量对目标组织的伤害	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，通过低温使目标组织的心肌细胞受损或死亡	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	<ol style="list-style-type: none"> 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，且在房颤部位治疗时也可通过环状导管一次性对多部位进行消融，缩短手术时间； 3、对于导管与心肌组织的贴靠要求低，降低术者经验要求，学习曲线短； 4、疤痕连续性和均匀性更高； 5、基本不产生热能量，可以对同一点位进行多次消融，在保证安全性、降低并发症风险的同时，确保消融的有效性

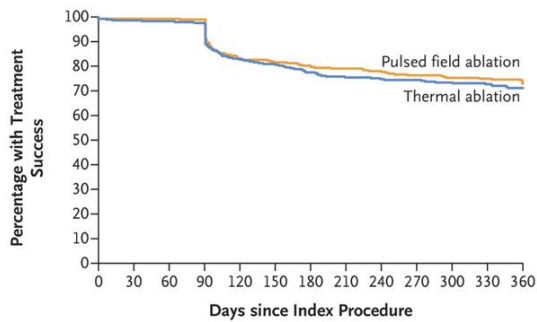
劣势	1、属于热能量消融方式，不具备组织选择性，若未能合理控制能量释放，易导致血栓、肺静脉狭窄等并发症的发生；	1、不具备组织选择性，仍会对目标消融部位周围的其他组织造成损伤；	发展起步相对较晚，临床效果有待更大范围的验证
	2、对导管贴靠组织的稳定性和力度监测要求较高，手术难度高，术者学习周期较长；	2、可适用范围较小	
	3、针对房颤部位进行手术的时候需要逐点消融，手术所需时间较长，且通常需要配合冷盐水灌注以避免局部温度过高导致并发症		

资料来源：弗若斯特沙利文，锦江电子招股书等，华源证券研究所

脉冲电场消融术（Pulsed Field Ablation, PFA）通过对目标组织施加微秒至纳秒级的高压脉冲，瞬时形成不可逆电穿孔，离子传输增加，细胞膜的通透性减弱，引发细胞死亡并阻断异常电位传导，心律恢复正常。因为诱导人体组织细胞死亡的脉冲电场强度阈值不同，PFA技术具有组织选择性优势，同时避免热损伤。

研究数据表明，PFA 在治疗心律失常具有媲美热消融的效果，且在手术时间、消融时间、学习曲线等方面具有优势，长期有望成为消融主要技术。

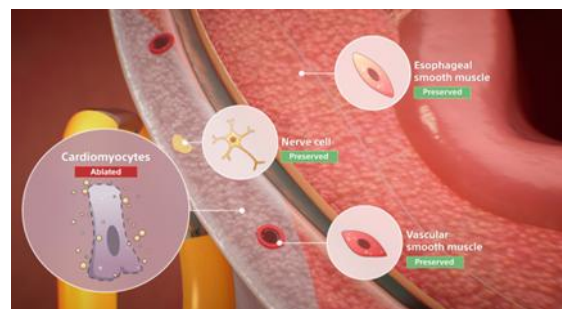
图表 16: PFA 技术、热消融治疗效果对比



No. at Risk	
Pulsed field ablation	301
Thermal ablation	296
Treatment Success (%)	
Pulsed field ablation	99.3
Thermal ablation	98.7

资料来源：《Pulsed Field versus Conventional Thermal Ablation for Paroxysmal Atrial Fibrillation: 4-Year Outcomes in the ADVENT-LTO Study》，Vivek Y. Reddy 等，华源证券研究所

图表 17: PFA 心肌选择性



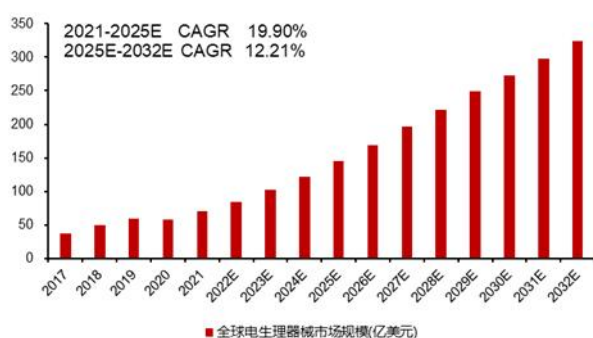
资料来源：波士顿科学官网，华源证券研究所

2.2. 高景气赛道，集采或重构行业格局

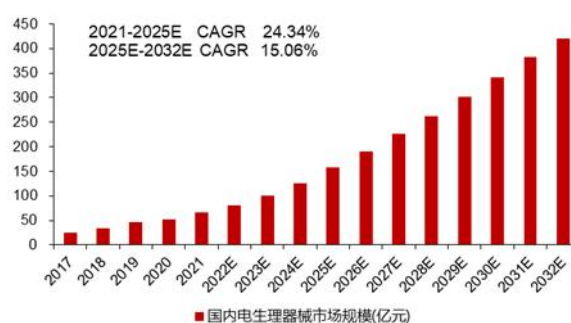
根据弗若斯特沙利文数据，2021 年全球电生理器械市场规模为 70.1 亿美元，预计 2025 年市场规模达到 144.9 亿美元，2032 年进一步提升至 324.5 亿美元，其中 2021-2025 年复合增速为 19.90%。

2021 年国内电生理器械市场规模为 65.80 亿元，2021-2025 年行业复合增速为 24.34%，预计 2025 年有望达到 157.3 亿元。

图表 18：2017-2032 年全球电生理器械市场规模(亿美元)



图表 19：2017-2032 年国内电生理器械市场规模(亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，锦江电子招股书，华源证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文，锦江电子招股书，华源证券研究所

脉冲消融(PFA)因其心肌特异性、非热消融等优势，可用于房颤、室上速、室速等大部分快速心律失常的治疗，关注度逐步提升。弗若斯特沙利文数据显示，预计 2025 年国内房颤 PFA 器械市场规模达到 12.87 亿元，2025-2032 年复合增速为 43.73%，预计 2032 将达到 163.15 亿元，占中国心脏电生理器械整体市场规模的比重预计也将由 2025 年的 8.18%，提升至 2032 年的 38.87%。

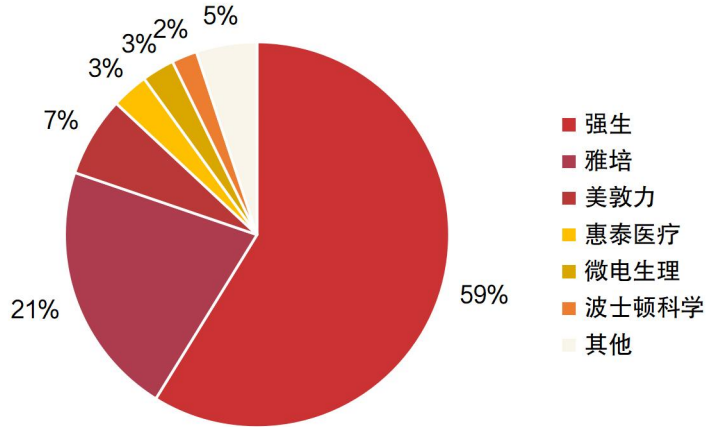
图表 20：2023-2032 年国内房颤 PFA 器械市场规模(亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，锦江电子招股书，华源证券研究所

国内电生理市场主要外资厂商为强生、雅培、美敦力和波士顿科学，国产厂商包括惠泰医疗、微电生理、锦江电子、心诺普医疗。惠泰 2024 年报显示，国内房颤手术中超过 95% 使用强生、雅培、波士顿科学等进口品牌完成，市场仍以进口为主导。

图表 21：2020 年国内电生理器械市场竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文，微电生理招股书，华源证券研究所

2022 年 10 月 14 日，福建省牵头电生理类医用耗材 27 省联盟集采细则公布，覆盖 11 个产品类别，采购模式分为组套采购模式、单件采购模式、配套采购模式 3 种，不同采购模式对应不同申报价。采购周期为 2 年，2023 年 4 月起执行。

组套采购模式，在最高有效报价上降价 30% 以上获得拟中选资格；单件采购模式，在最高有效报价上降价 50% 以上获得拟中选资格。

图表 22：福建电生理省际联盟集采规则概述

项目	规则
集采产品	房间隔穿刺鞘、电生理导管鞘等 11 类
采购模式	组套采购、单件采购、配套采购三种模式
最高有效申报价	按各品类公示
中选规则	组套采购降幅 $\geq 30\%$ ，获得拟中选资格；单件采购降幅 $\geq 50\%$ ，获得拟中选资格
分量规则	组套降幅 30%，获得 40% 采购需求量，降幅每增加 1%，多获得 2% 基础量，降幅 50%，获得 80% 采购需求量，降幅大于 50%，可参与剩余量分配 单件 A1\A2\B\C 分别获得采购需求量 100%、90%、80%、60%

资料来源：福建省医保局，华源证券研究所

此次电生理集采共有 18 家生产企业、2273 家医疗机构参与，涉及耗材年度采购金额达 70 亿元，占全国市场三分之二以上。共 16 家企业中选，中选产品平均降幅 49.35%。以房颤消融手术为例，单台手术耗材成本将由集采前的平均 7.6 万元降至集采后的 4.2 万元。

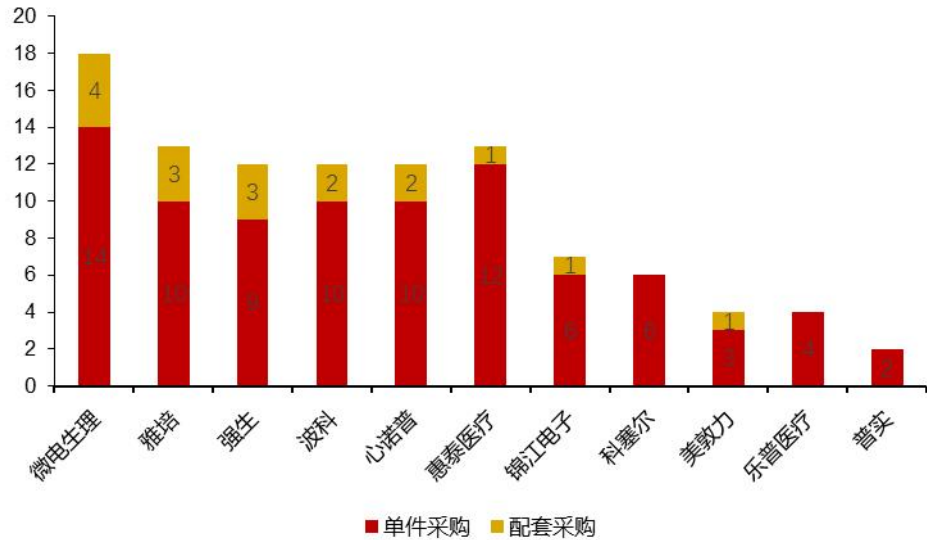
图表 23：福建电生理省际联盟集采品种及中选规则

组套采购				
组别	分组	组件名称	组件最高有效申报价 (元)	分组最高有效申报价(元)
分组 1	磁定位异/星形诊断导管+磁定位压力感应治疗导管	磁定位异/星形诊断导管	25000	53000
		磁定位压力感应治疗导管	28000	
分组 2	磁定位环形诊断导管+磁定位压力感应治疗导管	磁定位环形诊断导管	18000	46000
		磁定位压力感应治疗导管	28000	
分组 3	电定位环形诊断导管+电定位压力感应治疗导管	电定位环形诊断导管	11000	39000
		电定位压力感应治疗导管	28000	
分组 4	冷冻环形诊断导管+冷冻治疗导管	冷冻环形诊断导管	23000	51000
		冷冻治疗导管	28000	
单件采购				
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	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	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	
配套采购				
序号	品类名称	最高有效申报价(元)		
1	冷冻环形诊断导管	23000		
2	冷冻导管鞘	8000		
3	心内超声导管	19000		
4	体表定位参考电极	8000		
5	灌注管路	800		

资料来源：福建省医保局，华源证券研究所

惠泰医疗在单件采购和配套采购分别中标 12、1 种，位居国产品牌前列，通过集采，国产品牌获得头部医院电生理产品使用资质，为中长期进口替代奠定基础。

图表 24：福建电生理省际联盟集采单件、配套采购中选结果汇总(项)



资料来源：福建省医保局，华源证券研究所

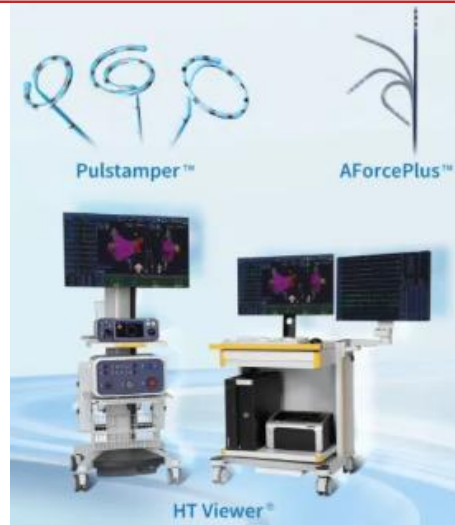
注：惠泰医疗数据包含子公司埃普特和宏桐

2.3. 环+线 PFA 组合打造技术壁垒

截至 2024 年末，惠泰电生理产品覆盖医院超过 1360 家，2024 年度完成三维电生理手术 15,000 余例，同比增长 50%，可调弯鞘管入院数量较 2023 同期增长超过 100%。

2024 年底，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，成为全球首个同时拥有线形/环形磁电定位脉冲消融导管、心脏脉冲消融仪和配套三维标测系统的企业，能提供三维脉冲消融整体解决方案。

图表 25：公司三维脉冲多形态房颤解决方案



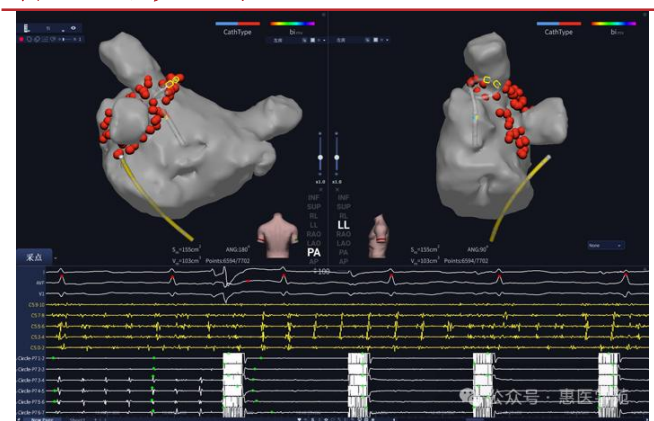
资料来源：深圳惠泰医疗器械股份有限公司公众号，华源证券研究所

导管内置光学压力传感器，实现临床使用过程中压力的实时监测和反馈，并能有效降低手术过程中导管与组织贴靠过紧，造成蒸汽爆裂，或贴靠不足引起消融不完全等风险，确保消融效果稳定性，两类导管侧重点不同。

Pulstamper™环形导管：通过局部阻抗定性指示贴靠的磁电定位脉冲单/双环消融，贴靠指示保证损伤有效性，多电极放电以实现损伤连续透壁，提高手术效率。

AForcePlus™线形导管：磁电定位、通过压力感知定量指示贴靠的脉冲线形消融，导管头端 1-2 电极双极放电，逐点消融，压力贴靠定量显示。

图表 26：环形 PFA 消融



资料来源：惠医学苑公众号，华源证券研究所

图表 27：线性大头 PFA 消融



资料来源：惠医学苑公众号，华源证券研究所

注册临床试验结果显示，使用这一产品组合可以达到 83.39% 的术后 12 个月房颤消融成功率（无房颤房扑房速，评估期末使用 I, III, IV 类抗心律失常药物）以及 0% 的主要不良事件发生率，证明了 PFA 新品解决方案对阵发性房颤患者治疗的有效性与安全性。

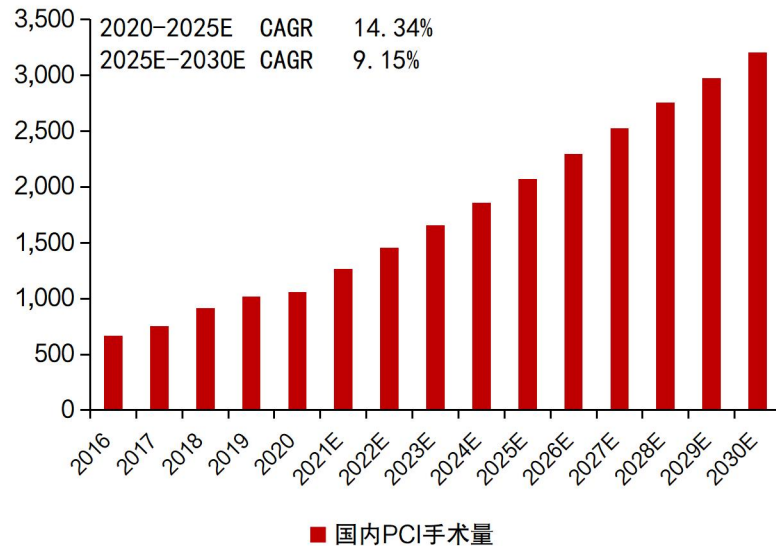
截至 2025 年 8 月底，公司累计完成 PFA 脉冲消融手术超过 2000 台，在国内多家头部中心完成 PFA 产品的准入和常规开展工作，全年预计达到 4500 台。

3. 集采落地，冠脉通路基石业务稳健

3.1. 集采助力冠脉产品上量

根据弗若斯特沙利文数据，2016-2020 年，国内 PCI 手术量自 66.7 万台增长至 105.9 万台，预计 2025 年达到 206.9 万台，2020-2025 年复合年增速为 14.34%，主要由 PCI 手术成熟度提高、居民医疗支出的增长驱动。

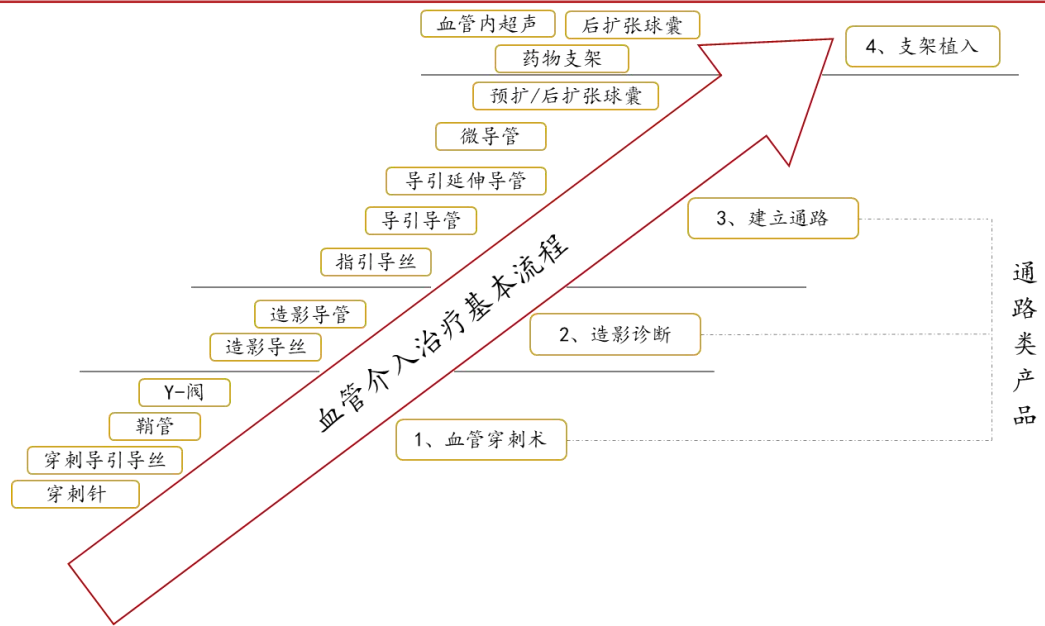
图表 28：2016-2030 年国内 PCI 手术量(千台)



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

冠脉介入治疗主要是指经皮冠状动脉介入治疗（PCI）手术，是治疗冠心病主要手段，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，相应手术耗材也可主要分为冠脉支架、冠脉通路产品两大类。

图表 29：PCI 手术流程示意图



资料来源：惠泰医疗招股书，华源证券研究所

PCI 手术涉及器械种类繁多，支撑力、顺应性、操控性等核心工艺形成较高的壁垒，决定了是否能把产品送到病变部位，为治疗器械进入提供通道。

自 2021 年起，导引导丝、导引导管等用量占比较大的冠脉通路品种，国内先后经历联盟集采，产品在各级医疗机构普及更进一步，对于产品力优秀的国产品牌，提供有效的入院途径。

图表 30：冠脉通路类部分品类集采

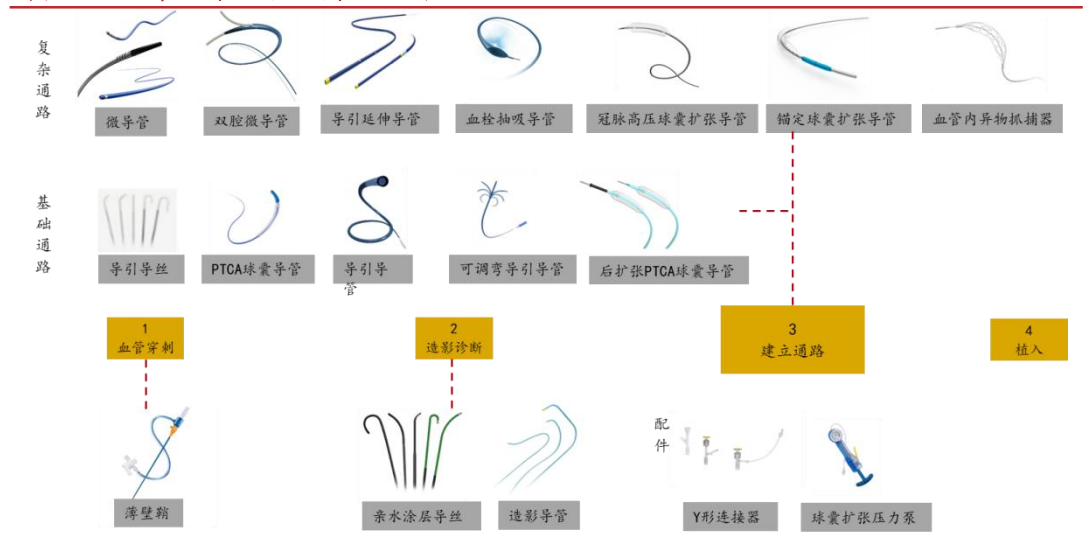
品种	地区	时间
造影导管	河南等 19 省续采	2025
	山东	2024
造影导丝	河南等 19 省	2023
	河南等 19 省续采	2025
	山东	2024
导引导丝	河南等 19 省	2023
	江西等 9 省续采	2024
	京津冀"3+N"联盟	2023
导引导管	内蒙古等 13 省区联盟	2021
	江西等 9 省续采	2024
	京津冀"3+N"联盟	2023
冠脉微导管	浙江等 16 省联盟	2023
	京津冀"3+N"联盟	2024

资料来源：各医保局官网等，华源证券研究所

3.2. 产能提升，新品驱动冠脉业务增长

惠泰医疗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、微导管等，多款产品为国内独家或首个获批产品，如冠脉薄壁鞘（血管鞘组）为国产独家产品，微导管（冠脉应用）和延伸导管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。

图表 31：惠泰医疗冠脉通路产品组合



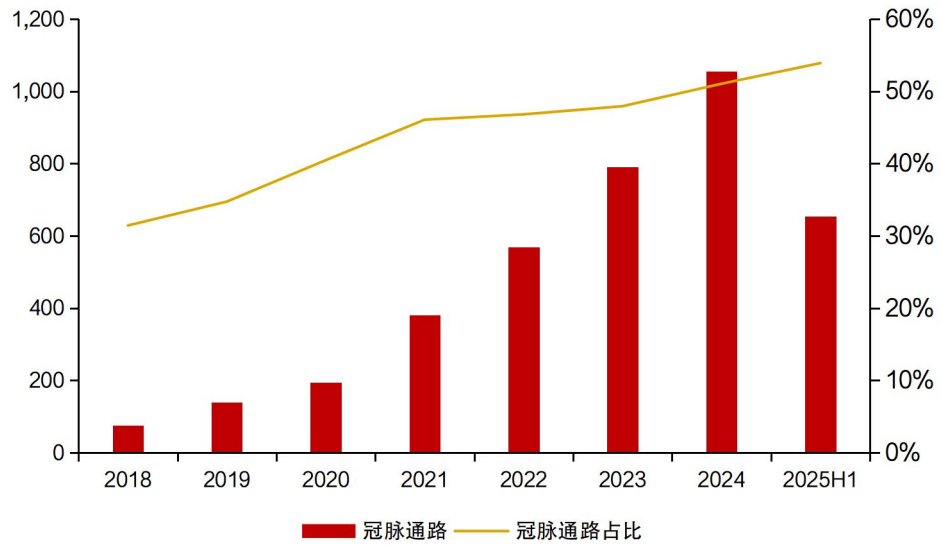
资料来源：惠泰医疗公告，华源证券研究所

公司公开交流信息显示，集采产品占公司冠脉通路近 90%，公司在该领域份额占比超过 15%，位居国产第一，棘突球囊、新型造影导丝、血管内超声有望获批，新品放量有望带动冠脉业务持续增长。

公司自 2008 年专注血管介入产品，形成完善的生产体系、质量体系，2022 年底已建立 16 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、Y 阀、各类 OEM 产品线等。子公司湖南埃普特持续对产线进行优化，二期项目预计 2025 年投产，血管介入年产能可达到 40 亿。

2025 上半年，冠脉通路业务营收 6.54 亿，同比增长 30.02%，2018-2024 年复合增速为 55.01%，收入占比也从 2018 年的 31.4%，提升至 2025H1 的 53.9%，核心业务维持快速增长。

图表 32：2018-2025H1 公司冠脉通路收入及占比(百万元)



资料来源：Wind，华源证券研究所

4. 外周介入产品矩阵成型，诊疗闭环提升发展上限

外周血管介入器械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、闭塞或瘤样扩张引发的疾病，按部位划分，患者数较多的包括主动脉、下肢动脉、下肢深静脉、下肢浅静脉等。

外周血管介入器械，主要包括通路类的造影三件套、导引导管、PTA 球囊导管等，以及治疗类胸主动脉覆膜支架、腔静脉滤器等。

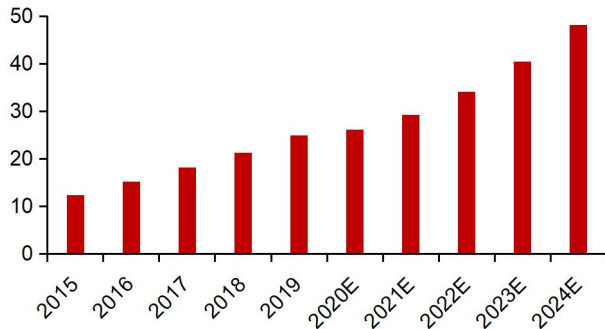
图表 33：血管介入器械分类

血管	治疗领域	介入器械	
冠状动脉	冠心病、急性冠脉综合征等	冠状动脉球囊扩张导管、PTCA 导管、PTA 导管、PTCA 球囊扩张导管等	
主动脉	主动脉瘤、主动脉夹层、主动脉遗传性疾病等	胸主动脉覆膜支架、腹主动脉覆膜支架、球囊等	
脑血管	急性缺血性脑卒中、颅内动脉狭窄、颅内动脉瘤等	颅内支架、颅内弹簧圈、溶栓导管等	
外周血管	外周动脉	动脉硬化性闭塞症、动脉血栓形成、动脉瘤等	球囊、外周动脉支架、锁骨下动脉支架及肾动脉支架、CTO 开通、斑块旋切等
	静脉	静脉曲张、静脉炎、深静脉血栓等	消融导管、溶栓导管、取栓器、腔静脉滤器、静脉剥脱器、髂动脉支架等

资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

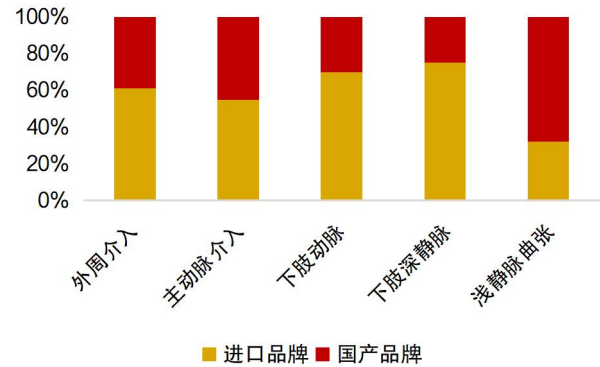
外周血管介入领域在带量采购前市场规模较大，2022 年预计 34.1 亿，2019-2024 年行业复合增速 14.1%。预计外周介入器械市场带量采购前进口品牌占比为 61%，国产化率高于下肢动脉、下肢深静脉器械。

图表 34：2015-2024 国内外周血管介入市场规模(亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究所

图表 35：2022 年外周介入市场竞争格局



资料来源：IQVIA 艾昆纬公众号，华源证券研究所

2024 年 12 月，第五批国家高值耗材带量采购等联盟集采，涉及外周动、静脉支架等品种，后续的甘肃 24 省联盟、河北 27 省联盟集采，也覆盖了微导管、微导丝、导引鞘(组)等外周介入常用产品。

外周血管介入领域基本处于集采出清阶段，通过集采，惠泰等头部公司有望实现产品入院，并在集采周期内快速上量，细分市场份额有序提升。

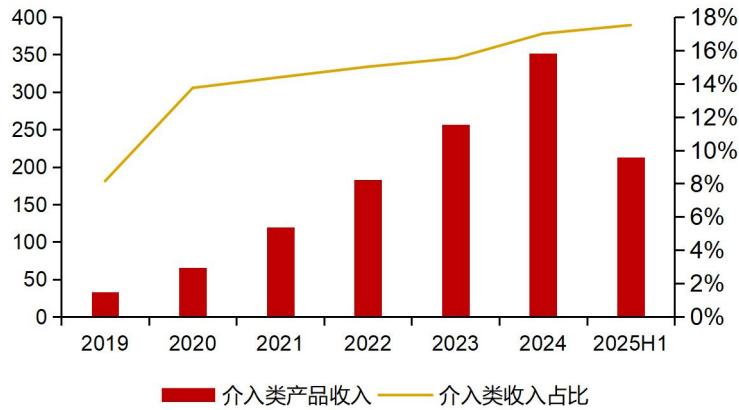
图表 36：部分外周介入领域集采

时间	集采项目	产品类型
2024 年 12 月	第五批国家高值耗材带量采购	外周动、静脉支架
2024 年 12 月	甘肃 24 省集采	肿瘤介入微球、微导管、微导丝
2025 年 1 月	河北 27 省级联盟集采	导引鞘(组)、高压球囊
2025 年 1 月	河南公立医疗机构联盟神经、外周介入带量接续采购	腹主动脉支架、机械血栓抽吸导管、斑块切除、药物球囊、特殊球囊

资料来源：动脉网公众号，华源证券研究所

惠泰外周介入产品主要分为肿瘤栓塞介入治疗和周围血管介入治疗两个方向，涉及包括微导管、微导丝、导管鞘组、造影导管、造影导丝、血管鞘、导引导管、PTA 球囊导管，其中可调阀导管鞘是国内唯一被批准上市的国产产品，球囊微导管是国内首款获证的可用于封堵血管的特色产品。胸主动脉支架注册证的获批，也弥补了公司治疗领域的产品的短板，随着在研产品的不断丰富，外周介入产线整体竞争力将持续增强。

图表 37：2019-2025H1 公司介入类产品收入及占比(百万元)



资料来源：Wind，华源证券研究所

5. 盈利预测及估值

我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 25.78/32.40/40.60 亿元，增速分别为 24.8%/25.7%/25.3%，关键假设如下：

1) 电生理：公司 PFA 产品获批后，在房颤领域竞争力持续增长，国内快速放量，随着国内联盟集采续标临近，新品有望加速推广。预计 2025-2027 年电生理收入增速分别为 26.0%、30.0%、30.0%；

2) 冠脉通路类：集采周期内，公司中标产品稳步增长，产能扩容有望带动产线毛利率进一步提升。预计 2025-2027 年冠脉通路类收入增速分别为 28.0%、25.0%、25.0%；

3) 介入类：通路类产品丰富度不断提升，治疗类产品补充形成诊疗方案闭环，在细分领域持续缩小与头部进口厂家差距。预计 2025-2027 年介入类收入增速分别为 28.0%、28.0%、25.0%。

2025-2027 年归母净利润分别为 8.34/10.57/13.40 亿元，增速分别为 23.95%/26.73%/26.70%。选取电生理赛道的微电生理，同为高值耗材厂家的心脉医疗、佰仁医疗作为可比公司，基于公司 PFA 新品快速放量，在电生理及其他血管介入领域竞争力不断增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 38：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	收盘价 (元)	EPS(元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688198.SH	佰仁医疗	104.83	1.50	2.15	2.88	70	49	36
688016.SH	心脉医疗	98.30	4.90	5.93	7.24	20	17	14
688351.SH	微电生理	23.60	0.15	0.22	0.32	156	109	73
	平均值					82	58	41

688617.SH	惠泰医疗	229.38	5.92	7.50	9.50	39	31	24
-----------	------	--------	------	------	------	----	----	----

资料来源：ifind，华源证券研究所

注：惠泰医疗盈利预测来源于华源证券研究所，可比公司均采用 ifind 一致预期，估值日期 2026/2/9。

6. 风险提示

国内政策风险：国内推进电生理耗材联盟带量采购，如集采范围、品种进一步扩大，或降价幅度较大，可能对公司业绩造成干扰；

竞争加剧风险：国内外电生理产品持续增加，对于产品价格，存量客户粘性可能产生影响，进一步造成销售额下降风险；

新品推广不及预期风险：PFA 等新产品推广需要进行市场教育，用户习惯培养到产品上量可能需要较长时间，产品收入存在波动风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,081	1,516	2,006	2,691
应收票据及账款	83	90	113	141
预付账款	32	51	64	81
其他应收款	7	12	15	18
存货	399	547	683	846
其他流动资产	14	14	17	21
流动资产总计	1,617	2,229	2,899	3,799
长期股权投资	101	100	99	97
固定资产	625	593	603	612
在建工程	46	87	84	81
无形资产	402	428	494	597
长期待摊费用	3	4	2	3
其他非流动资产	186	395	563	692
非流动资产合计	1,364	1,606	1,844	2,082
资产总计	2,981	3,835	4,743	5,881
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	46	67	84	104
其他流动负债	360	608	761	943
流动负债合计	406	676	844	1,046
长期借款	5	6	7	7
其他非流动负债	15	15	15	15
非流动负债合计	20	21	22	22
负债合计	426	697	866	1,068
股本	97	141	141	141
资本公积	785	741	741	741
留存收益	1,634	2,244	3,016	3,994
归属母公司权益	2,516	3,126	3,898	4,876
少数股东权益	39	12	-21	-64
股东权益合计	2,555	3,138	3,877	4,813
负债和股东权益合计	2,981	3,835	4,743	5,881

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	658	761	977	1,250
折旧与摊销	91	108	123	137
财务费用	-13	-4	-6	-8
投资损失	-13	-19	-19	-19
营运资金变动	-20	92	-10	-13
其他经营现金流	39	50	50	50
经营性现金净流量	743	987	1,115	1,397
投资性现金净流量	-618	-333	-346	-359
筹资性现金净流量	-308	-219	-279	-353
现金流量净额	-195	435	491	685

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,066	2,578	3,240	4,060
营业成本	572	697	871	1,077
税金及附加	25	31	39	48
销售费用	373	467	581	722
管理费用	92	126	151	184
研发费用	291	360	448	556
财务费用	-13	-4	-6	-8
资产减值损失	-25	-29	-36	-45
信用减值损失	-3	-2	-2	-3
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	13	19	19	19
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	4	4	4
其他收益	41	36	36	36
营业利润	754	930	1,178	1,491
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	8	5	5	5
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	746	926	1,173	1,486
所得税	88	118	149	189
净利润	658	808	1,024	1,297
少数股东损益	-15	-26	-33	-42
归属母公司股东净利润	673	834	1,057	1,340
EPS(元)	4.77	5.92	7.50	9.50

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	25.18%	24.78%	25.70%	25.31%
营业利润增长率	25.53%	23.42%	26.60%	26.60%
归母净利润增长率	26.08%	23.95%	26.73%	26.70%
经营现金流增长率	7.88%	32.81%	12.92%	25.34%
盈利能力				
毛利率	72.31%	72.97%	73.13%	73.47%
净利率	31.86%	31.35%	31.60%	31.95%
ROE	26.75%	26.69%	27.13%	27.48%
ROA	22.58%	21.76%	22.29%	22.78%
估值倍数				
P/E	48.06	38.77	30.59	24.15
P/S	15.66	12.55	9.98	7.97
P/B	12.86	10.35	8.30	6.63
股息率	0.53%	0.70%	0.88%	1.12%
EV/EBITDA	43	30	24	19

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。