

构建神经+外周介入完整版图，步入产品收获期

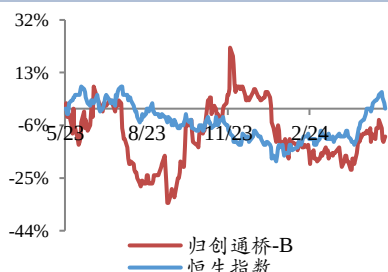
投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-05-27

主要观点：

收盘价（港元） **10.40**
近 12 个月最高/最低（港元） **14.66/7.20**
总股本（百万股） **332**
流通股本（百万股） **325**
流通股比例（%） **97.66**
总市值（亿港元） **35**
流通市值（亿港元） **34**

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：钱琨

执业证书号：S0010122110012

邮箱：qiankun@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】神经介入行业梳理：大浪淘沙，后集采时代的国产价值挖掘
2023-11-10

● 公司卡位“神经+外周”双高潜赛道，进入产品收获期

公司主营业务覆盖神经介入和外周介入两大高潜力赛道。管理层研发出身，掌握核心工艺，为临床持续提供稳定高质量的产品，致力于在神经介入和外周介入领域提供全面的产品生态图谱；公司平台化优势初显成效，步入产品密集获批阶段（仅 23 年新增 16 款，24 年新增 7 款产品），截至 2024 年 5 月，公司累计 43 款产品获批 NMPA 批准上市，8 款产品获批 CE，产品覆盖德国、意大利、阿根廷、巴西、阿联酋等欧洲、南美及中东地区国家。我们预计公司 2024 年持续维持新品放量，并整体实现盈利。

● 神经介入市场规模超过 300 亿元，公司积极拥抱集采提高市占率

我国脑血管病介入治疗起步较晚，渗透率低，神经介入技术是治疗脑血管病的重要治疗方式，我们预计五年后神经介入市场规模超过 300 亿元。出血类产品方面，公司积极应对吉林 21 省联盟集采，截至 2023 年底公司弹簧圈市场份额提升至 10%；通桥麒麟 TM 血流导向装置于 2024 年 3 月获批；缺血类产品方面，公司长期倡导 BADDASS 取栓三件套（取栓支架、支持导管、球囊导引导管），有效提高取栓成功率，加强患者预后，树立国产标杆。2024 年 3 月京津冀“3+N”联盟集采中，公司第一代和第二代取栓支架均获得拟中选资格，第二代取栓支架以 B 组第一拟中选，银蛇®颅内支持导管以 A 组第一拟中选，两款产品分别有机会获分配该采购产品类别约定采购量的 20%。2023 年公司神经介入板块实现收入 3.82 亿元，同比增长 64%。

● 百亿外周介入市场仍处结构性蓝海，公司提前布局把握先机

外周动脉介入方面，公司自研药物洗脱球囊（DCB）等成为主力产品，截至 2023 年底，UltraFree DCB 于河南省的市场份额约达 70%，外周 PTA 球囊扩张导管成为市占额最高的一线国产品牌；新产品方面，2024 年 1 月新增获批髂静脉支架系统，同年 4 月新增获批两款 ZENFLOW® L 外周超长球囊。外周静脉介入方面，我国静脉曲张患者近 1 亿人，治疗市场呈现外资垄断局面，公司外周静脉进入密集获批期，腔静脉滤器、髂静脉支架可有效填补临床治疗空缺。2023 年公司外周介入板块实现收入 1.45 亿元，同比增长 44%。

● 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 7.57/10.19/13.51 亿元，同比增长 43.4%/34.6%/32.6%；归母净利润 0.67/1.48/2.56 亿元，同比增长 185.0%/121.6%/72.4%。我们预计公司于 2024 年实现扭亏为盈。截至 2024 年 5 月 24 日，H 股可比公司 2024-2026 年平均 PS 为 4.40/3.15/3.27 倍，我们预测公司 2024-2026 年 PS 为 4.16/3.09/2.33 倍。公司长期坚持以临床需求为导向的研发模式和商业化体系，两大板块业务保持高速增长，有望在神经介入和外周介入领

域进一步巩固行业地位。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

扭亏为盈不及预期风险、带量采购极端降价风险、在研产品获批进度不及预期风险、竞争格局恶化风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	528	757	1019	1351
收入同比 (%)	58%	43%	35%	33%
归母净利润	-79	67	148	256
归母净利润同比 (%)	31%	185%	122%	72%
ROE (%)	-2.58%	2.15%	4.54%	7.26%
每股收益 (元)	-0.24	0.20	0.45	0.77
市盈率 (P/E)	-51.83	51.67	23.32	13.53

资料来源: ifind (2024 年 5 月 24 日), 华安证券研究所

正文目录

1 归创通桥：国产神经与外周介入领军者	6
1.1 深耕十余年，成就内资血管介入引导者	6
1.2 公司营收略超预期，经调整净利首次盈利	8
1.3 归创通桥：国内产品最全的血管介入器械公司	10
1.4 海外业务持续拓展，实现收入翻倍增长	13
2 全面布局+集采助力，神经介入领导者	14
2.1 神经介入 300 亿市场，国产待渗透空间广阔	14
2.2 创新驱动，搭建完善神介产品生态图谱	20
2.3 政策助力国产替代，公司拥抱集采实现市占率提升	25
3 外周介入+血管闭合完备产品矩阵	27
3.1 外周血管疾病患者基数大，起步晚，空间广阔	27
3.2 公司差异化产品策略布局，BD 引入领先技术	32
4 “研产销”一体，国际业务有序拓展	36
4.1 高效的研发及制造平台，研产销一体化	36
4.2 深化全球足迹，海外拓展初显成效	38
5 公司盈利预测与投资建议	38
5.1 公司业绩拆分与估值	38
5.2 投资建议	39
6 风险提示：	40
财务报表与盈利预测	41

图表目录

图表 1 公司业务发展历程.....	6
图表 2 公司股权结构（截至 2024 年 3 月 25 日）	7
图表 3 公司核心管理层	7
图表 4 2019-2023 年公司营业收入及增速（百万元）	8
图表 5 2019-2023 年公司净亏损变化（百万元）	8
图表 6 2023 年公司业务收入构成比例（%）	9
图表 7 2019-2023 年公司分项业务收入（百万元）	9
图表 8 公司 2019-2023 年毛利（百万元）及毛利率变化（%）	9
图表 9 公司 2020-2023 年费用支出情况（百万元）	10
图表 10 公司 2020-2023 年费用率情况.....	10
图表 11 新产品截至 2023 年 12 月 31 日挂网省份数	11
图表 12 公司产品管线.....	11
图表 13 公司 2019-2023 年海外营业收入（万元）	14
图表 14 脑血管疾病分类	14
图表 15 中国 2017-2026 年脑卒中发病人数（千人）	14
图表 16 缺血性脑血管病治疗方案.....	15
图表 17 AIS 机械取栓方案优缺点比较	16
图表 18 2015-2030 年中国缺血性脑卒中治疗手术（千台）	17
图表 19 2015-2030 年中国颅内狭窄介入手术（千台）	17
图表 20 2020 年中国神经介入缺血类器械市场规模分布.....	17
图表 21 弹簧圈栓塞术图示.....	18
图表 22 血流导向密网支架（FD）置入术图示.....	18
图表 23 弹簧圈与血流导向密网支架置入术对比	18
图表 24 2015-2030 年中国颅内动脉瘤手术台数（千台）	18
图表 25 2020 年中国神经介入出血类器械市场规模分布	19
图表 26 2015-2030 中国神经介入市场规模（十亿元）	19
图表 27 2015-2026 年中国神经介入手术渗透率.....	20
图表 28 神经介入器械分类.....	20
图表 29 蛟龙®取栓支架	22
图表 30 银蛇®颅内支持导管	22
图表 31 中国取栓支架竞争格局	22
图表 32 白驹®颅内 PTA 球囊扩张导管	23
图表 33 凤®弹簧圈系统	23
图表 34 2022 年内凤®弹簧圈系统各类集采中标情况	24
图表 35 桥凤®弹圈 OCIN 临床前数据（部分）	24
图表 36 公司 2020-2023 年神经介入收入及增速（百万元）	25
图表 37 公司 2019-2023 年神经介入营收占比.....	25
图表 38 国家创新医疗器械相关政策	26
图表 39 弹簧圈集采政策汇总	26
图表 40 2020 年中国神介弹簧圈市场竞争格局	27
图表 41 2022 年中国神介弹簧圈市场竞争格局	27

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/626004212233010135>