

## 买入

## 管线不断丰富，业绩持续快速增长

**归创通桥-B (2190. HK)**

2024-12-31 星期二

目标价:	<b>16.8 港元</b>
现价:	11.78 港元
预计升幅:	42.61%

### 重要数据

日期	2024-12-31
收盘价 (港元)	11.78
总股本 (亿股)	3.30
总市值 (亿港元)	39
净资产 (亿元)	31
总资产 (亿元)	34.87
52 周高低 (港元)	14/8.62
每股净资产 (元)	9.36

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

赵中 (11.3%)  
 OAP IV (HK) Limited (7.62%)

### 相关报告

深度报告: 归创通桥-B-20230419  
 点评报告: 归创通桥-B-20240730

### 研究部

姓名: 林兴秋  
 SFC: BLM040  
 电话: 0755-21519193  
 Email: linxq@gyzq.com.hk

#### ► 高效研发效率，产品线丰富：

公司是国内在神经和外周血管介入医疗器械领域的领导者，集研产销于一体，研发效率高。2024 年重点品种上市的有：国产首款全显影的远端闭合密网支架通桥麒麟血流导向密网支架获批上市；国产首款自主研发的血管缝合器产品 ZYLOX Unicorn® 血管缝合器获批上市。截至 2024 年 6 月，已有 44 款产品获得 NMPA 批准上市，12 款产品海外获批。

#### ► 积极拓展国际化：

2024 年上半年，公司在国际市场的收入为人民币 1150 万元，与 2023 年同期相比增长了 84.2%。主要收入来源是欧洲和亚洲地区。公司计划继续拓展国际市场，已在 22 个海外国家和地区销售产品，包括德国、法国、意大利及南美等。公司正在取得更多产品许可，并将更多产品推向国际市场，如 ZYLOX Penguin 静至髂静脉支架系统及冲击波球囊系统。

#### ► 业绩持续快速增长，多款产品集采中标：

2024 年中期，公司实现总营业收入 3.67 亿元，同比增长 58.61%；实现净利润 0.69 亿元，同比增长 293.91%。收入增长主要得益于神经血管和外周血管介入器械销售的强劲表现。神经血管介入产品收入占比 66.9%，同比增长 46.7%；外周血管介入产品收入占比 33.1%，同比增长 88.2%。公司把握集采的机遇，体现公司的综合竞争优势。ZYLOX Penguin 静至® 全国集采中首轮中标，取栓支架等产品在河北省集采中标。

#### ► 再次覆盖给予买入评级，目标价 16.8 港元

公司持续加大研发投入，在研器械丰富。国产替代背景下，公司的竞争优势明显。预计公司 2024-2026 年收入分别是人民币 8.02 亿元、11.63 亿元、15.17 亿元，EPS 分别为人民币 0.33 元、0.48 元、0.71 元，给予公司 2026 年 22 倍 PE，对应目标价为 16.8 港元，较现价有 42.61% 的上涨空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	177.9	334.1	527.8	801.6	1163.4	1517.2
同比增长 (%)	543.9%	87.8%	58.0%	51.9%	45.1%	30.4%
净利润	(199.7)	(113.6)	(78.7)	109.2	158.4	233.0
同比增长 (%)	98.8%	43.1%	30.7%	238.7%	45.0%	47.1%
每股盈利 (元)	(0.68)	(0.34)	(0.24)	0.33	0.48	0.71
PE@11.78HKD				32.75	22.58	15.35

数据来源: wind、归创通桥年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 高效研发效率，产品线丰富：

公司是国内在神经和外周血管介入医疗器械领域的领导者，集研产销于一体，研发效率高。2024年重点品种上市的有：国产首款全显影的远端闭合密网支架通桥麒麟血流导向密网支架获批上市；国产首款自主研发的血管缝合器产品 ZYLOX Unicorn®血管缝合器获批上市。截至2024年6月，归创通桥已有44款产品获得NMPA批准上市，12款产品海外获批。

### 公司核心产品推动业绩快速增长：

2024年中期，公司实现总营业收入3.67亿元，同比增长58.61%；税前利润为0.69亿元，同比增长295.51%；实现净利润0.69亿元，同比增长293.91%。收入增长主要得益于神经血管和外周血管介入器械销售的强劲表现。其中，神经血管介入产品收入占比66.9%，同比增长46.7%；外周血管介入产品收入占比33.1%，同比增长88.2%。

毛利为260,913千元，同比增长52.9%，毛利率为71.3%，较去年同期下降3.9个百分点，主要因部分产品进入带量采购及战略性降价以扩大市场份额。

神经血管介入产品：2024年上半年实现销售收入243,510千元，同比增长46.7%，占总收入的66.9%。增长主要归因于银蛇颅内支持导管、凤颅内动脉瘤栓塞弹簧圈、蛟龙取栓支架及白驹颅内PTA球囊扩张导管等核心产品的持续增长，以及新产品的推出，如麒麟血流导向装置，进一步提升了市场渗透率。中国的神经介入市场规模预计2030年将增长至371亿元，至2030年CAGR=20.2%。随着老龄化的加快，中国在缺血性脑卒中的手术数量由2015年的1.35万台增长至2019年的4.58万台，预计2030年将增长至88.13万台，CAGR将达到30.8%。目前我国神经介入市场整体上呈现出外资垄断，同时国产产品相继上市的竞争格局，外资主要由美敦力、强生医疗、史赛克等主导，外资占据了超过80%的市场，仅美敦力就占据了超过了60%的市场美敦力、其中通路类、出血类和缺血类进口占比分别超过70%、90%和90%，国产厂商归创通桥走在国产创新前列。

**图 1：公司 29 款神经介入产品管线及进度**

	商业化产品 共23款				在研产品共 6款		
	2020年 获批产品2款	2021-2022年 获批产品9款	2023年 获批产品9款	2024年 获批产品4款	2025年 预计获批产品2款	2026年 预计获批产品3款	2027年 预计获批产品1款
颅内缺血性卒中	 颅内取栓支架	 球囊导引导管  取栓支架 导引导管  负压吸引器	 血栓抽吸导管  全显影取栓支架				
颅内狭窄		 颅内PTA球囊扩张导管 (Rx)	 狭窄支架微导管	 颅内PTA球囊扩张导管 (Rx) 二代	 颅内药物球囊扩张导管	 载药自膨式颅内支架  颅内支架	 载药药物支架
颅内出血性卒中		 颅内动脉瘤栓塞弹簧圈  弹簧圈微导管	 血流导向装置微导管	 机械可解脱 密网支架 弹簧圈 (二代) (血流导向装置)	 辅助栓塞支架 (自膨式颅内支架)		
颅内通路	 颅内支撑导管	 远端通路导引导管  颅内支撑导管	 神经导航导管  载药介入导管  远端通路导管				
颈动脉狭窄		 颈动脉球囊扩张导管		 保护伞 (缺血性远端保护装置)		 颈动脉支架	

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

外周血管介入产品：2024 年上半年实现销售收入 120,635 千元，同比增长 88.2%，占总收入的 33.1%。增长主要得益于 UltraFree 药物洗脱 PTA 球囊扩张导管、ZENFLOW 外周 PTA 球囊扩张导管、ZENFLOW 高压 PTA 球囊扩张导管及 ZYLOX Swan 静脉腔内射频闭合导管等产品的快速销售增长，以及新产品的商业化上市，如 ZYLOX Penguin 静至髂静脉支架系统和 ZYLOX Phoenix 外周可解脱带纤维毛弹簧圈栓塞系统。外周血管疾病包括外周动脉疾病和外周静脉疾病，是蓝海市场，未来有望快速增长，到 2030 年，中国外周动脉介入市场将达到 122 亿元，CAGR 为 15.7%，公司重点产品经 NMPA 和 CE 共同认证的有外周 PTA 球囊扩张导管、药物洗脱 PTA 球囊扩张导管以及高压 PTA 球囊扩张导管，产品力强大，在国产替代的大趋势下，未来 2 年有望实现 50% 的增长。

### 再次覆盖给予买入评级，目标价 16.8 港元

公司持续加大研发投入，在研器械丰富。国产替代背景下，公司的竞争优势明显。预计公司 2024-2026 年收入分别是人民币 8.02 亿元、11.63 亿元、15.17 亿元，EPS 分别为人民币 0.33 元、0.48 元、0.71 元，给予公司 2026 年 22 倍 PE，对应目标价为 16.8 港元，较现价有 42.61% 的上涨空间，给予“买入”评级。

### 风险提示：

- 产品降价风险；
- 新产品上市进度、研发进度低于预期；
- 产品销售量的低于预期。

**财务报表摘要:**
**损益表**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>	177.9	334.1	527.8	801.6	1163.4	1517.2
销售成本	46.0	81.4	142.8	224.4	349.0	455.2
<b>毛利</b>	131.9	252.7	385.0	577.1	814.4	1062.1
其他收入	15.3	12.2	15.0	21.0	21.0	21.0
分销开支	(95.3)	(140.1)	(163.8)	(168.3)	(244.3)	(318.6)
行政费用	(100.6)	(109.3)	(114.1)	(116.4)	(118.7)	(121.1)
研发费用	(168.1)	(233.5)	(261.0)	(208.8)	(305.0)	(390.4)
<b>经营盈利</b>	(212.5)	(208.4)	(156.5)	99.6	163.3	249.9
财务开支	95.3	78.3	28.8	22.9	24.1	(0.8)
应占联营公司利润						
其他开支	(0.7)	(1.3)	(15.8)	(5.0)	(4.0)	(3.0)
<b>税前盈利</b>	(199.7)	(113.6)	(78.7)	128.5	186.4	274.1
所得税	0.0	0.0	0.0	(19.3)	(28.0)	(41.1)
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他全面收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>净利润</b>	(199.7)	(113.6)	(78.7)	109.2	158.4	233.0
折旧及摊销	13.4	13.0	35.9	16.3	24.2	23.6
<b>EBITDA</b>	(199.1)	(195.4)	(120.6)	115.9	187.5	273.6
<b>增长</b>						
总收入 (%)	543.9%	87.8%	58.0%	51.9%	45.1%	30.4%
EBITDA (%)	119.9%	-1.9%	-38.3%	-196.1%	61.8%	45.9%
净利润 (%)	98.8%	-43.1%	-30.7%	-238.7%	45.0%	47.1%

**资产负债表**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	1418.4	1205.3	1086.6	1041.4	1014.8	1053.4
其他短期投资	1500.0	545.1	355.6	359.1	362.7	366.3
应收账款	0.4	1.0	1.2	1.3	1.4	1.6
存货	57.3	119.2	166.5	168.2	169.9	171.6
其他流动资产	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>流动资产</b>	3024.2	2062.6	1717.2	1678.4	1658.3	1703.4
固定资产	178.3	290.2	538.5	554.7	571.3	588.5
贷款	45.8	900.9	1120.0	1420.3	1435.0	1449.9
<b>非流动资产</b>	224.1	1191.1	1658.5	1975.0	2006.4	2038.3
<b>总资产</b>	<b>3248.3</b>	<b>3253.7</b>	<b>3375.7</b>	<b>3653.4</b>	<b>3664.6</b>	<b>3741.8</b>
<b>流动负债</b>	97.1	152.1	317.8	326.2	334.7	342.9
应付帐款	14.1	10.7	27.5	28.3	29.2	30.1
短期银行贷款	0.0	0.0	50.0	53.0	56.2	59.6
其他短期负债	83.0	141.3	240.3	244.9	249.3	253.3
<b>非流动负债</b>	6.5	7.5	10.5	5.9	6.4	7.3
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	6.5	7.5	10.5	5.9	6.4	7.3
<b>总负债</b>	<b>103.6</b>	<b>159.5</b>	<b>328.3</b>	<b>332.1</b>	<b>341.0</b>	<b>350.2</b>
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归母股东权益	<b>3144.7</b>	<b>3094.2</b>	<b>3047.4</b>	<b>3321.4</b>	<b>3323.6</b>	<b>3391.6</b>

**财务分析**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>						
毛利率 (%)	74.1%	75.6%	72.9%	72.0%	70.0%	70.0%
EBITDA 利率 (%)	-111.9%	-58.5%	-22.9%	14.5%	16.1%	18.0%
净利润率 (%)	-112.2%	-34.0%	-14.9%	13.6%	13.6%	15.4%
ROE	-6.4%	-3.7%	-2.6%	3.3%	4.8%	6.9%
ROA	-6.1%	-3.5%	-2.3%	3.0%	4.3%	6.2%
<b>营运表现</b>						
SG&A/收入 (%)	56.5%	32.7%	21.6%	14.5%	10.2%	8.0%
实际税率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股息支付率(%含优先股)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转天数	342.0	395.6	365.3	272.2	176.8	136.9
应付账款天数	(111.9)	(48.1)	(70.3)	(46.1)	(30.5)	(24.1)
应收账款天数	0.9	1.1	0.8	0.6	0.4	0.4
<b>财务状况</b>						
资产负债率	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
收入/总资产	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
总资产/股本	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

**现金流量表**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>净利润</b>	(199.7)	(113.6)	(78.7)	109.2	158.4	233.0
折旧与摊销	13.4	13.0	35.9	16.3	24.2	23.6
营运资本变动	2.8	0.0	32.8	3.9	5.1	8.9
其他非现金调整	67.3	(24.7)	108.5	35.9	42.0	45.8
<b>营运现金流</b>	(116.2)	(50.2)	98.4	165.4	229.6	311.3
资本开支	(89.6)	(69.0)	(190.9)	(187.1)	(183.4)	(179.7)
其他投资活动	(1238.8)	(221.5)	(15.3)	(17.7)	(67.7)	(88.4)
<b>投资活动现金流</b>	(1328.4)	(290.5)	(206.3)	(204.8)	(251.1)	(268.1)
负债变化	(34.2)	(2.9)	43.6	(5.8)	(5.2)	(4.7)
股本变化	2959.1	(22.7)	(53.8)	0.0	0.0	0.0
股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他融资活动	(115.1)	(1.3)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
<b>融资活动现金流</b>	2809.8	(26.9)	(11.5)	(5.8)	(5.2)	(4.7)
汇率变动影响	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0
<b>现金变化</b>	1365.3	(367.5)	(119.3)	(45.2)	(26.6)	38.6
期初持有现金	59.6	1418.4	1205.3	1086.6	1041.4	1014.8
期末持有现金	1418.4	1205.3	1086.6	1041.4	1014.8	1053.4

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>