

香港股市 | 生物科技

归创通桥 (2190 HK)

公司简介

成立于2012年的归创通桥是一家中国神经和外周血管介入医疗器械企业。目前治疗领域包括急性缺血性脑卒中 (AIS)、颅内动脉瘤、颈动脉狭窄、外周动脉和静脉疾病及透析相关疾病。公司已系统全面地开发出45款产品及在研产品组合，其中两款核心产

品是蛟龙颅内取栓支架和Ultrafree DCB，且近期两款产品已在中国进行商业化。上市前公司进行了多轮融资，其中包括多家知名投资机构如奥博资本、国投创新、清池资本等，合计融资约10.5亿元人民币。

中泰观点

两款核心产品已在中国进行商业化，未来放量增长可期：公司的核心产品之一蛟龙颅内取栓支架是一种微创器械，可捕获和消除血栓堵塞血管以治疗急性缺血性脑卒中(AIS)等神经血管疾病。在中国急性缺血性脑卒中的发病数预计2030年将增至580万例，2019-2030的年复合增长率为5.0%，缺血性脑卒中治疗手术的数量预计于2030年将增至88万台，2019-2030年的年复合增长率为30.8%。目前中国主要有12种已上市的取栓支架，分别是四家国际公司（强生公司、美敦力、Stryker Neurovascular、Acandis）及四家国内公司（尼科医疗、心玮医疗、归创通桥、心凯诺医疗），公司的产品价格约3.3万元，处于行业定价下游区间，公司产品已于2020年9月在中国商业化。公司另一款核心产品Ultrafree DCB是一种用于治疗股动脉和腘动脉（膝下内侧动脉除外）狭窄或堵塞患者经皮腔内血管成形术的介入器械。中国PAD介入器械的市场规模预期将于2030年进一步增至人民币122亿元，2019年至2030年的年复合增长率为15.7%。目前中国有5种外周药物涂层球囊获批，分别是一家国际公司（美敦力）及三家国内公司（先瑞达、心脉医疗、归创通桥）制造，公司产品定价为同业市场最低，约2.5万元，该款产品已于2020年12月在中国商业化。目前公司拥有50人销售团队，已通过授权23名国内分销商合作建立了广泛的分销网络，覆盖中国22个省份、4个自治区及4个直辖市超过1,500家医院，未来公司也将计划进一步扩充销售团队，提高已覆盖医院的渗透率及进入新医院。此外公司未来也将

新股报告

中泰评分

单一项目评分: (20分为满)	综合得分: (100分为满)	
公司成长性:	16	78
估值水平:	13	
市场稀缺性:	16	
保荐人往绩:	16	
市场氛围:	17	

申购

注：详细定义请参考正文之后的声明

招股概要

公开发售价:	HK\$39.80-42.70	总发行数股:	60百万股
每手股数:	500股	公开发售:	6百万股
每手费用:	约HK\$21,565	国际发售:	54百万股
公司市值:	HK\$128.7-138亿	截止认购日:	6月25日
保荐人:	大摩、中信	分配结果日:	7月2日
发售后主要股东:	李峥博士 (28.55%)	正式上市日:	7月5日

主要财务及估值摘要

(百万人民币)	2019	2020	19-20	增长率
收入	4.9	27.6		461.6%
毛利	1.2	16.3		1266.4%
税前利润	(66.7)	(100.5)		50.7%
归母净利润	(66.7)	(100.5)		50.7%

毛利率 24.2% 58.9% 34.7ppt

经调整每股盈利 (2020) -0.37 港元

发售后经调整每股有形资产 9.6-10.2 港元

来源：公司资料、中泰国际研究部

年结日为12月31日

分析师

余浩樑 (Albert Yu)

+852 2359 1840

albert.yu@ztsc.com.hk

进一步提高产能满足已获批产品的市场需求，目前已完成位于杭州总面积约 1.3 万平方米的新总部生产设施，预计将于 2021 年投入使用，此外计划扩大珠海的生产基地，新建总面积约 2 万平方米的生产基地，2022 年投入使用。

财务分析：2019、2020 财年，公司收入分别为人民币 491.7 万、2,763.1 万元；研发开支分别为 5,302.8 万和 7,206.5 万元，分别占收入的 1078.5% 及 260.8%；同期销售及分销开支为 675.9 万元及 2,045.3 万元，分别占收入的 137.5% 及 74%；净亏损分别为 6,664.7 万和 1 亿元人民币。

同业比较及估值水平：我们选取 3 家港股专注心脑血管的创新医疗器械及服务提供商沛嘉医疗-B (9996 HK)、先健科技 (1302 HK)、心通医疗-B (2160 HK)，仅有一家产生盈利。从市值角度来看，同业平均约在 200-400 亿港元。公司按全球公开发售后的 3.2 亿股本计算，对应市值为 129-138 亿港元。

图表 1: 同业比较

<最新已公布财年之财务数据>

股票名称	已知财年	(亿港元)		收入 增长	净利润 增长	净利 润率	总资产 回报率	权益 回报率
		市值	总收入					
归创通桥(2190 HK)	12/2020	129-138	0.33	461.6%	-	-	-	-
沛嘉医疗-B (9996 HK)	12/2020	213	0.43	106.7%	-	-	-	-
先健科技 (1302 HK)	12/2020	218	7.23	-4.0%	67.2%	33.6%	9.1%	12.4%
心通医疗-B (2160 HK)	12/2020	375	1.17	383.4%	-	-	-	-

来源：公司资料，彭博，中泰国际研究部。

保荐人往绩：此次稳价人是摩根士丹利，今年参与保荐项目 5 个，首日表现 1 涨 3 跌 1 平。

基石投资者：基石方面，引入高瓴、富达国际、清池资本、博裕资本、AIHC、HBC、雪湖资本、Cormorant、Octagon、Athos Capital、锐智资本、常春藤等 12 家投资者，合计认购约 1.5 亿美元，假设按照发售价范围上限定价且未行使超额配股权，合计占发售股份约 43.9%。

申购建议：我们认为公司的两款核心产品蛟龙颅内取栓支架和 Ultrafree DCB 刚在 2020 年后半年商业化，销售网络铺垫也仅是初期阶段，未来随着销售团队的扩充以及生产基地的扩充，有望实现收入的放量增长，且考虑公司引入众多知名投资机构，市场氛围较高，综上所述给予其 78 分，评级为“申购”。

集资用途：假设公司最终并无行使超额配股权及假设发售价为每股发售股份中位数 41.25 港元，集资约 23 亿港元，其中约 37% 将被分配予公司核心产品（即蛟龙颅内取栓支架及 Ultrafree DCB）的持续研发、生产及商业化；约 11% 将被分配予其他五款主要产品（即颅内动脉瘤栓塞弹簧、血流导向装置、可回收下腔静脉滤器、外周静脉支架系统及血管闭合装置）的持续研发、生产及商业化；约 40% 将被分配给其他 38 款产品及在研管线，以开放产品组合提供全线解决方案；约 3% 将分配予进一步升级研发设备；约 4% 将分配予潜在战略收购、投资、授权引进或合作；约 5% 将用于营运资金及一般公司用途。

风险提示：（1）公司目前收入依赖于 2 款完成商业化的核心产品。（2）无法成功完成候选产品临床开发、取得监管批准及实现药物或候选药物商业化，业务将严重受损。（3）市场竞争。

图表 2: 公司产品管线

	产品	适应症	产品类型	阶段				现阶段预计完成时间	预计商业化上市年份
				设计	型式	临床试验	注册及取证		
神经血管介入领域	颅内缺血性卒中	载覆颅内取栓支架 ★	急性缺血性卒中	非植入式		CE標誌: 免於進行臨床試驗	不適用	已上市	
		球囊導引導管 ▲	急性缺血性卒中	非植入式		免於進行臨床試驗	2021年第二季度	2021年	
		顯內血栓抽吸導管	急性缺血性卒中	非植入式			2021年第三季度	2024年	
	顯內狹窄	顯內球囊擴張導管 (Rc) ▲	缺血性卒中	非植入式		免於進行臨床試驗	不適用	已上市	
		顯內球囊擴張導管 (OTW) ▲	缺血性卒中	非植入式		免於進行臨床試驗	2021年第三季度	2022年	
		狹窄支架微導管 ▲	缺血性卒中	非植入式		免於進行臨床試驗	2022年第一季度	2023年	
		顯內藥塗球囊擴張導管	缺血性卒中	非植入式			2023年第四季度	2024年	
		顯內支架系統	缺血性卒中	植入式			2021年第四季度	2025年	
	顯內出血性卒中	顯內動脈瘤栓塞彈簧圈 ☆	出血性卒中	植入式			2021年第四季度	2021年	
		彈簧圈微導管 ▲	出血性卒中	非植入式		免於進行臨床試驗	2021年第四季度	2021年	
		血流導向裝置微導管 ▲	出血性卒中	非植入式		免於進行臨床試驗	2022年第一季度	2023年	
		血流導向裝置 ☆	出血性卒中	植入式			2023年第三季度	2024年	
		血管重建裝置	出血性卒中	植入式			2021年第三季度	2025年	
	顯內通路	顯內支持導管 ▲	輔助設備裝置	非植入式		免於進行臨床試驗	不適用	已上市	
		取栓支架微導管 ▲	取栓支架裝置	非植入式		免於進行臨床試驗	2021年第四季度	2021年	
		遠端通路導引導管 ▲	引導介入/診斷工具	非植入式		免於進行臨床試驗	不適用	已上市	
		遠端支撐導管 ▲	傳感介入/診斷裝置	非植入式		免於進行臨床試驗	2021年第四季度	2021年	
		神經導絲 ▲	輔助設備定位	非植入式		免於進行臨床試驗	2021年第四季度	2022年	
	頸動脈狹窄	頸動脈球囊擴張導管(Rc) ▲	頸動脈擴張	非植入式		免於進行臨床試驗	2021年第三季度	2022年	
		抗栓遠端保護裝置 ▲	防止缺血性卒中	非植入式		免於進行臨床試驗	2022年第一季度	2022年	
頸動脈支架		動脈支架	植入式			2022年第一季度	2025年		
外周血管介入领域	動脈	Ultrafree™藥物洗脫 PTA球囊擴張導管 (Ultrafree DCB) ★	動脈狹窄或閉塞	非植入式		CE標誌: 免於進行臨床試驗	不適用	已上市	
		外周PTA球囊擴張導管 ▲	動脈擴張	非植入式		CE標誌: 免於進行臨床試驗	不適用	2021年 (於2020年獲證) 已上市	
		外周血管支架系統 ▲	動脈狹窄或閉塞	植入式		CE標誌: 免於進行臨床試驗	不適用	2023年 已上市	
		藥物洗脫外周血管支架系統	動脈狹窄或閉塞	植入式		CE標誌: 免於進行臨床試驗	2024年第二季度	2025年	
		血管內脈搏器 ▲	外周動脈疾病治療	非植入式		免於進行臨床試驗	2021年第二季度	2021年	
		外周PTA絲突球囊擴張導管	動脈擴張	非植入式			2021年第三季度	2024年	
		外周點狀支架系統	血管解剖	植入式			2021年第四季度	2024年	
		膝下PTA藥物洗脫球囊導管 *	動脈狹窄或閉塞	非植入式			2021年第三季度	2024年	
		腔靜腔濾器隔離器 ▲	回收腔靜腔濾器	非植入式		免於進行臨床試驗	不適用	已上市	
		腔靜腔內射關閉合導管	腔靜曲張	非植入式			2021年第二季度	2022年	
	靜脈	植入式腔靜腔濾器 ☆	從腔靜腔腔中回收物體	植入式			2021年第三季度	2022年	
		大直徑PTA球囊擴張導管 ▲	腔靜擴張	非植入式		免於進行臨床試驗	2022年第二季度	2022年	
		溶栓導管 ▲	輸送血栓溶解劑	非植入式		免於進行臨床試驗	2021年第三季度	2022年	
		外周腔靜腔支架系統 ☆	腔靜脈壓迫	植入式			2023年第二季度	2024年	
		腔靜腔腔內閉合系統	腔靜曲張	非植入式			2021年第四季度	2024年	
		血栓抽吸器械	血栓取出	非植入式			2021年第四季度	2024年	
		血管通路	高壓PTA球囊擴張導管 ▲	血管擴張	非植入式		免於進行臨床試驗	不適用	已上市
			遠端通路藥物洗脫高壓球囊擴張導管 *	動靜脈瘻	非植入式		CE標誌: 免於進行臨床試驗	2023年第一季度	2024年
			胸主動脈覆膜支架系統	胸主動脈瘤(TAA)和腹主動脈瘤(AAA)治療	植入式			2021年第三季度	2025年
		主動脈介入	可解脫帶纖維毛彈簧圈腔靜腔系統	外周動脈腫瘤和血管阻塞治療	植入式			2023年第四季度	2024年
	TIPS穿刺套件 ▲		輔助設備裝置	非植入式		免於進行臨床試驗	2021年第三季度	2023年	
	放射介入	TIPS支架	外周循環和血栓治療輔助設備裝置	植入式			2021年第三季度	2024年	
		血管閉合裝置	血管縫合器 ☆	血管封堵	非植入式			2021年第四季度	2022年
	血管封堵器		血管封堵	非植入式			2021年第四季度	2024年	

★ 核心產品；進一步研發包括獲批准研究、產品改進及適應症拓展
 ☆ 主要在研產品

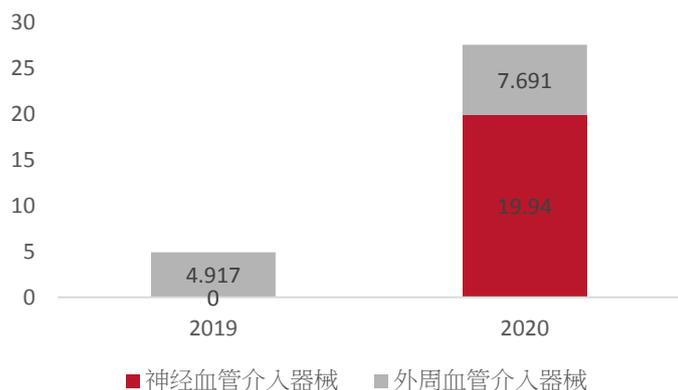
▲ SNS 根據國家藥監局頒佈的《免於進行臨床試驗醫療器械目錄》(經修訂) 在我們的研產品中，該等器械免於進行臨床試驗。
 ■ SNS 考慮到已提供臨床評估報告，該等器械免於進行取得CE標誌所需的臨床試驗。

■ 商業化
 ■ 中國狀態
 ■ 海外狀態

来源: 公司资料、中泰国际研究部

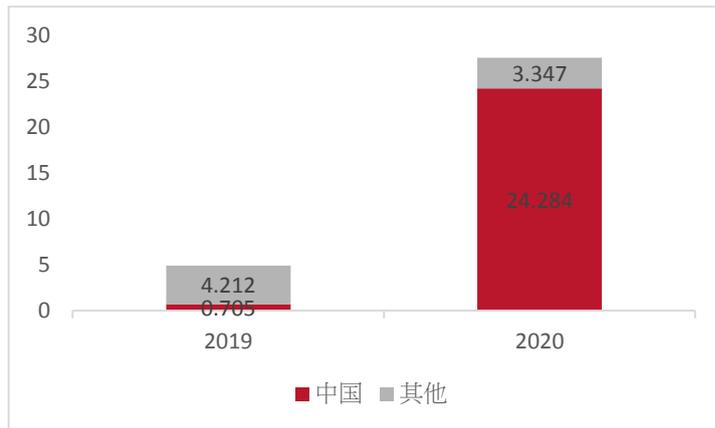
请阅读最后一页的重要声明

图表 3: 公司收入按产品种类划分 (单位: 百万人民币)



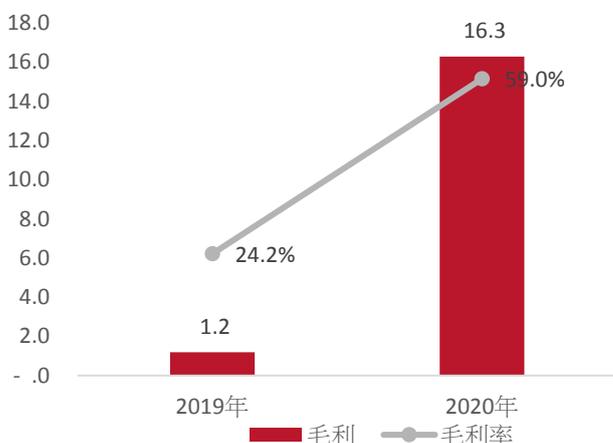
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 4: 公司收入按地域划分 (单位: 百万人民币)



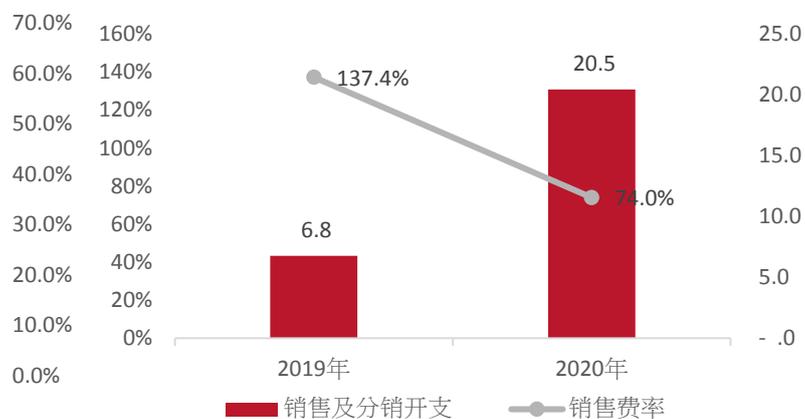
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 5: 公司毛利及毛利率 (单位: 百万人民币)



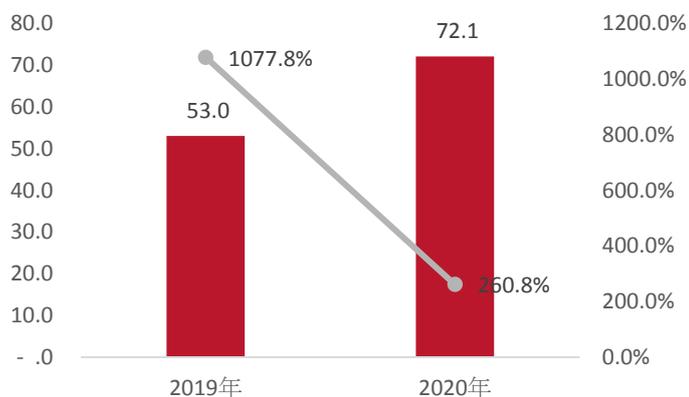
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 6: 公司销售及分销开支 (单位: 百万人民币)



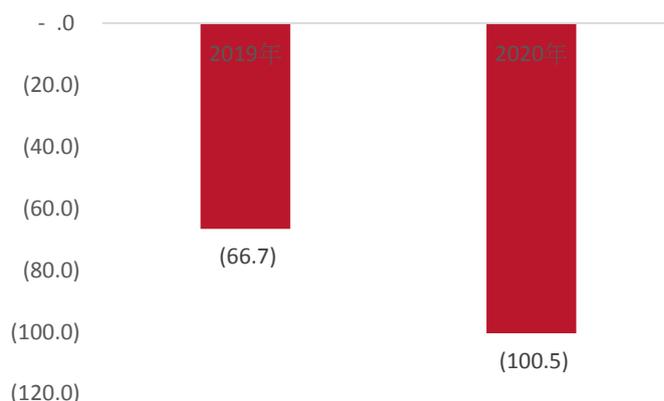
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 7: 公司研发开支 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 8: 公司亏损 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

相关行业往绩

公司	行业	上市日期	(HK\$) 上市价	超额倍数	中签率	首日表现	(HK\$) 现价	累积表现
科济药业(2171 HK)	生科科技	2021-06-18	32.80	433.6	5%	-8.54%	29.35	-10.5%
兆科眼科(6622 HK)	生科科技	2021-04-29	16.80	55	25%	-14.76%	11.32	-32.6%
诺辉健康(6606 HK)	生物科技	2021-02-18	26.66	4132.2	2%	215.08%	79.00	196.3%
贝康医疗(2170 HK)	生物科技	2021-02-08	27.36	401.8	10%	1.24%	24.00	-12.3%
心通医疗(2160 HK)	生物科技	2021-02-04	12.20	768	8%	54.26%	15.62	28.0%

来源: 彭博、中泰国际研究部

相关保荐人往绩

公司	行业	上市日期	(HK\$) 上市价	超额倍数	中签率	首日表现	(HK\$) 现价	累积表现
百融云(6608 HK)	软件	2021-03-31	31.80	149.7	10%	-16.04%	19.24	-39.5%
哔哩哔哩(9626 HK)	互联网	2021-03-29	808.00	173.2	10%	-0.99%	910.00	12.6%
朝云集团(6601 HK)	消费	2021-03-10	9.20	171.3	50%	-13.15%	8.60	-6.5%
赛生药业(6600 HK)	医药	2021-03-03	18.80	1067.1	3%	0.00%	14.36	-23.6%
快手(1024 HK)	互联网	2021-02-05	115.00	1203.2	4%	160.87%	193.20	68.0%

来源: 彭博、中泰国际研究部

中泰新股推荐表现

公司	上市日期	(HK\$) 上市价	首日收市表现	首日最高表现	第二日收市累计表现	第三日收市累计表现	(HK\$) 首日收市一手收益	(HK\$) 首日最高一手收益
医渡科技(2158 HK)	2021-01-15	26.3	147.91%	165.40%	143.35%	133.65%	3,890	4,350
荣万家(2146 HK)	2021-01-15	13.46	-8.17%	-1.93%	-13.82%	-11.59%	-550	-130
稻草熊娱乐(2125 HK)	2021-01-15	5.88	83.67%	93.20%	28.06%	26.19%	4,920	5,480
星盛商业(6668 HK)	2021-01-26	3.86	3.63%	19.17%	0.26%	0.00%	140	740
心通医疗(2160 HK)	2021-02-04	12.2	54.30%	81.97%	40.82%	54.75%	6,620	10,000
快手(1024 HK)	2021-02-05	115	160.87%	200.00%	163.48%	204.87%	18,500	23,000
贝康医疗(2170 HK)	2021-02-08	27.36	1.24%	17.87%	4.17%	2.34%	170	2,445
诺辉健康(6606 HK)	2021-02-18	26.66	215.08%	222.21%	206.08%	196.14%	28,670	29,620
昭衍新药(6127 HK)	2021-02-26	151	-8.61%	-1.99%	-7.62%	-6.95%	-1,300	-300
朝云集团(6601 HK)	2021-03-10	9.2	-13.15%	-5.33%	-11.30%	-10.0%	-605	-245
百度(9888 HK)	2021-03-23	252	0.00%	1.83%	-0.48%	-10.08%	0	230
哔哩哔哩(9626 HK)	2021-03-29	808	-0.99%	-0.99%	-0.99%	2.48%	-160	-160
联易融科技(9959 HK)	2021-04-09	17.58	9.90%	13.65%	19.45%	13.20%	870	1,200
兆科眼科(6622 HK)	2021-04-29	16.8	-14.76%	-7.14%	-25.60%	-22.86%	-1,240	-600
京东物流(2618 HK)	2021-05-28	40.36	3.32%	18.31%	2.95%	13.48%	134	739
中原建业(9982 HK)	2021-05-31	3	-12.00%	-7.33%	-7.67%	-9.00%	-720	-440

IPO 组合收益
59,339
75,929
IPO 组合收益率
40.8%
52.2%

来源: 彭博、中泰国际研究部; 附注: 组合收益率计算公式为一手收益除以一手认购本金, 上述收益并未考虑认购费、经纪佣金、交易费等因素。

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

1. 公司成长性评分： 1-20 分，20 分为最高分
2. 估值水平评分： 1-20 分，20 分为最高分
3. 市场稀缺性评分： 1-20 分，20 分为最高分
4. 保荐人往绩评分： 1-20 分，20 分为最高分
5. 市场氛围评分： 1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 = (市场氛围评分 + 公司成长性评分 + 估值水平评分 + 市场稀缺性评分 + 保荐人往绩评分) 之总和

积极申购： 综合评分总得分 \geq 80 分

申购： 70 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 80 分

中性： 60 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 70 分

不申购： 综合评分总得分 $<$ 60 分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司赛生药业 (6600 HK) 有投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805