

赛诺医疗 (688108.SH)

公司快报

冠脉业绩迎拐点，神经介入产品步入收获期

医药 | 医疗器械III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2024-01-19)

10.16 元

交易数据

总市值(百万元)	4,165.60
流通市值(百万元)	4,165.60
总股本(百万股)	410.00
流通股本(百万股)	410.00
12个月价格区间	13.89/5.99

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.93	-10.05	91.3
绝对收益	-16.72	-19.49	70.47

分析师

赵宁达

 SAC 执业证书编号: S0910523060001
 zhaoningda@huajinsec.com

相关报告

投资要点

◆ **冠脉支架集采续标中选，基本盘业绩迎来修复。**目前，国内冠脉介入市场发展已经相对成熟，部分产品国产替代率相对较高，行业竞争充分。未来随着心血管病患者人口数持续增加，冠脉介入治疗手段不断普及，中国冠心病介入治疗病例数仍然会保持快速增长，冠脉介入耗材市场仍有巨大的发展潜力。赛诺医疗作为国产冠脉介入器械主要代表企业之一，持续加大研发投入，打造高品质的创新医疗器械产品。公司新一代冠脉药物洗脱支架系统 HT Supreme 是全球首款愈合导向冠脉药物支架系统，产品性能优势显著。2020年10月16日，国家组织高值医用耗材联合采购办公室发布《国家组织冠脉支架集中带量采购文件(GH-HD2020-1)》，由于品类规则限定，公司尚无合适产品参与该轮集采。2021-2022年首轮集采期间，受上述政策的影响，公司收入占比较大的冠脉支架产品市场份额较集采前出现较大幅度的下滑，导致业绩短期承压。2022年11月9日，国家组织高值医用耗材联合采购办公室发布《国家组织冠脉支架集中带量采购协议期满后接续采购文件》，开展协议期满后接续采购工作。公司最新的两款药物洗脱支架 HT Supreme、HT Infinity 分别以 779 元、839 元的价格中选 A 组及 B 组，首年意向采购量近 5 万条，受国家二轮冠脉支架带量集中采购政策落地实施影响，冠脉支架产品销量大幅增长，2023H1 冠脉介入业务营业收入同比增长 57%，公司冠脉业务迎来业绩修复，未来随着公司冠脉介入新品持续获批，有望带动冠脉介入业绩稳定增长。

◆ **神经介入全产品布局，产品陆续获批贡献业绩增量。**国内神经介入市场处于外资品牌仍占据国内大部分的市场份额的阶段，大部分神经介入产品国产替代率相对较低。由于行业发展尚处于起步期，国内国际大厂纷纷进入，市场竞争程度日益加剧。公司于 2016 年推出全球首款用于颅内狭窄的快速交换球囊 Neuro RX™，2020 年推出全球首款用于颅内狭窄的低命名压快速交换球囊 Neuro LPS™，并于 2021 年推出全球首款颅内药物支架 NOVA，公司产品覆盖急性缺血类产品、狭窄缺血类产品、出血类产品及通路类产品等神经介入器械全品类。2023H1 公司神经介入业务营收同比增长 37%，主要系公司的颅内球囊和颅内支架产品同比分别增长 16% 和 107% 综合影响所致。公司神经领域两款重磅产品取得较大进展，公司自主研发的全球首款自膨药物支架于 2023 年 2 月完成临床入组，该产品已完成创新审评资料的提交；公司自主研发的涂层密网支架于 2023 年 3 月底完成首例临床入组，公司的神经介入在研产品逐步进入收获期，未来产品商业化有望为公司业绩增长贡献增量。

◆ **加速海外市场布局，打开成长空间。**集采常态化下加速海外布局有望打开公司成长天花板。公司积极布局海外市场，目前海外业务已覆盖欧美等成熟市场及东南亚、非洲等新兴市场，公司多款冠脉介入产品在欧洲、美国、韩国、新加坡等 10 余个国家取得注册证，公司逐步与当地经销商的开展合作，加强渠道布局，进一步加快产品推广销售。根据公司公告，2023 年下半年公司的 HT Supreme 药物洗脱支架系统陆续获得土耳其、巴西、孟加拉国以及欧盟 CE MDR 认证，持续推进公司产品海外市场准入，为公司海外业务创收奠定基础。



◆ **投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为-55/2/51 百万元，增速分别为 66%/104%/2135%。公司作为国产冠脉和神经介入领先企业，冠脉支架集采续标中选迎来业绩修复，神经介入创新产品陆续上市带来业绩增量，同时持续加快海外市场拓展，打开公司成长空间，预计公司业绩有望恢复快速增长。首次覆盖，给予“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**产品销售不及预期风险，市场竞争加剧风险，海外市场开拓不及预期风险，政策不确定性及贸易摩擦风险。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	194	193	342	517	749
YoY(%)	-40.6	-0.8	77.1	51.4	44.8
净利润(百万元)	-131	-162	-55	2	51
YoY(%)	-681.4	-24.2	65.9	104.1	2135.2
毛利率(%)	73.8	63.1	64.6	68.6	70.2
EPS(摊薄/元)	-0.32	-0.40	-0.13	0.01	0.12
ROE(%)	-13.9	-19.5	-6.8	0.3	6.0
P/E(倍)	-32.7	-26.4	-77.4	1884.9	84.3
P/B(倍)	4.6	5.1	5.4	5.5	5.1
净利率(%)	-67.3	-84.2	-16.2	0.4	6.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

1. 盈利预测

分业务来看：

- (1) **支架：**受 2021-2022 年首轮冠脉支架集采影响，公司收入占比较大的冠脉支架产品市场份额较集采前出现较大程度下滑，导致业绩短期承压。2022 年 11 月 9 日，公司最新的两款药物洗脱支架在国家二轮冠脉支架带量集中采购中中标，公司冠脉业务迎来业绩修复，未来随着公司冠脉介入新品持续获批，有望带动冠脉介入业绩稳定增长。预计 2023-2025 年支架业务营收增速分别为 170%、69%、58%，毛利率分别为 63.04%、68.04%、70.04%。
- (2) **球囊：**公司的球囊类产品稳定放量，新产品棘突球囊于 2023 年三季度获批，产品商业化稳步推进，未来有望提供新的增长点。预计 2023-2025 年球囊营收增速分别为 25%、30%、25%，毛利率分别为 66.19%、69.19%、70.19%。
- (3) **通路类产品：**公司神经业务子公司赛诺神畅自主研发的远端通路导管、颅内血栓抽吸导管、远端通路导引导管、微导管、颅内取栓支架、导引导管、桡动脉通路导引系统等多款神经介入产品相继获得《中华人民共和国医疗器械注册证》，未来持续加大渠道端新产品营销力度，有望带动通路类产品稳定放量。预计 2024-2025 通路类产品营收增速分别为 60%、50%，2023-2025 通路类产品毛利率分别为 65.00%、65.00%、65.00%。

综上，公司作为国产冠脉和神经介入领先企业，冠脉支架集采续标中选迎来业绩修复，神经介入创新产品陆续上市带来业绩增量，持续加快海外市场拓展打开公司成长天花板，预计未来公司业绩有望恢复快速增长。预计公司 2023-2025 年整体营收增速分别为 77%、51%、45%，毛利率分别为 64.62%、68.58%、70.15%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测（百万）

细分业务	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025
支架	226.45	69.24	66.63	179.90	304.88	481.10
YOY	-38%	-69%	-4%	170%	69%	58%
毛利率	79.49%	79.01%	60.04%	63.04%	68.04%	70.04%
球囊	99.68	124.71	125.91	157.4	204.6	255.8
YOY	47%	25%	1%	25%	30%	25%
毛利率	80.87%	71.03%	64.69%	66.19%	69.19%	70.19%
通路类产品				1.80	2.88	4.32
YOY					60%	50%
毛利率				65.00%	65.00%	65.00%
其他主营业务	0.11	0.15	0.04	0.10	0.15	0.21
YOY	120%	36%	-73%	150%	50%	40%
毛利率	24.34%	-8.09%	100.00%	99.50%	99.00%	98.50%
其他业务	1.17	0.26	0.27	2.43	4.86	7.78
YOY	-27%	-78%	4%	800%	100%	60%
毛利率	81.84%	84.61%	79.32%	78.82%	78.32%	77.82%

营业总收入	327.42	194.36	192.85	341.62	517.37	749.16
YOY	-25%	-41%	-1%	77%	51%	45%
毛利率	79.90%	73.83%	63.12%	64.62%	68.58%	70.15%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

2. 可比公司估值

公司生产和销售的产品涵盖冠脉介入和神经介入两大类, 包括冠脉支架、冠脉球囊、神经支架、神经球囊及相关产品。综合考虑行业内公司的销售模式、客户结构、产品结构等因素, 选取和公司业务相似的医疗器械企业归创通桥(神经和外周血管介入器械)、微创脑科学(神经介入器械)以及沛嘉医疗(神经和瓣膜介入器械)进行估值对比。因我国神经介入头部企业均在港股上市, 故选取港股上市公司进行估值对比。

表 2: 可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	营业收入(百万)				PS		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
2190.HK	归创通桥	32.80	334.09	505.33	762.33	1066.5	6	4	3
2172.HK	微创脑科学	49.69	547.35	729.00	972.00	1225.00	6	4	3
9996.HK	沛嘉医疗	35.99	250.83	470.97	741.29	1197.74	8	5	3
	平均值						7	4	3
688108.SH	赛诺医疗	42.80	192.85	341.62	517.37	749.16	13	8	6

资料来源: Wind, 华金证券研究所(可比公司数据来自 Wind 一致预期, 截止日期 2024 年 1 月 18 日, 汇率 1HKD=0.9102CNY)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	431	355	381	584	827	营业收入	194	193	342	517	749
现金	288	203	144	230	325	营业成本	51	71	121	163	224
应收票据及应收账款	12	20	37	50	76	营业税金及附加	2	1	3	4	6
预付账款	12	4	10	21	29	营业费用	58	55	68	88	112
存货	85	98	166	221	336	管理费用	92	120	102	124	157
其他流动资产	34	29	24	62	61	研发费用	149	153	113	119	150
非流动资产	672	713	716	785	870	财务费用	-2	-1	2	13	28
长期投资	24	19	22	26	30	资产减值损失	-9	-16	-7	-8	-10
固定资产	122	148	184	231	301	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	321	355	377	386	390	投资净收益	-0	-4	1	1	-1
其他非流动资产	205	192	132	142	148	营业利润	-163	-219	-71	2	66
资产总计	1103	1068	1097	1369	1696	营业外收入	1	0	2	2	1
流动负债	93	132	210	491	768	营业外支出	0	2	1	1	1
短期借款	5	36	44	321	497	利润总额	-163	-221	-70	3	66
应付票据及应付账款	23	28	84	70	138	所得税	-32	-48	-14	1	13
其他流动负债	64	68	82	100	133	税后利润	-131	-173	-56	2	52
非流动负债	65	48	56	55	55	少数股东损益	-1	-11	-1	0	1
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	-131	-162	-55	2	51
其他非流动负债	65	48	56	55	55	EBITDA	-104	-151	2	102	199
负债合计	158	180	266	546	824	主要财务比率					
少数股东权益	17	40	39	40	41	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	410	410	410	410	410	成长能力					
资本公积	527	597	597	597	597	营业收入(%)	-40.6	-0.8	77.1	51.4	44.8
留存收益	-8	-161	-211	-209	-159	营业利润(%)	-780.0	-34.2	67.7	102.9	3061.1
归属母公司股东权益	928	847	792	784	832	归属于母公司净利润(%)	-681.4	-24.2	65.9	104.1	2135.2
负债和股东权益	1103	1068	1097	1369	1696	获利能力					
						毛利率(%)	73.8	63.1	64.6	68.6	70.2
						净利率(%)	-67.3	-84.2	-16.2	0.4	6.8
						ROE(%)	-13.9	-19.5	-6.8	0.3	6.0
						ROIC(%)	-14.2	-19.4	-6.8	0.6	4.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	14.3	16.9	24.3	39.9	48.5
						流动比率	4.7	2.7	1.8	1.2	1.1
						速动比率	3.4	1.8	0.9	0.7	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
						应收账款周转率	4.9	11.9	11.9	11.9	11.9
						应付账款周转率	1.6	2.7	2.1	2.1	2.1
						估值比率					
						P/E	-32.7	-26.4	-77.4	1884.9	84.3
						P/B	4.6	5.1	5.4	5.5	5.1
						EV/EBITDA	-39.1	-27.7	2446.5	43.5	22.7

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn