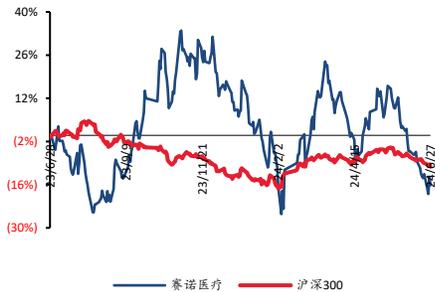


集采助力冠脉支架业绩回升，神经介入开启新发展曲线

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	4.13/4.13
总市值/流通(亿元)	36.96/36.96
12个月内最高/最低价(元)	14.85/7.44

相关研究报告

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

报告摘要

冠脉介入市场需求旺盛，集采推动业绩修复

2023年大陆地区冠心病介入治疗的注册总病例数为163.61万例（2017年-2023年的CAGR为13.80%）。根据Frost & Sullivan数据，2021年中国的PCI的渗透率为824.1台/百万人，不足美国的渗透率三分之一。随着国民医疗支付能力和意愿的增强，以及政策支持和介入心血管手术的可及性提高，中国的PCI手术量预计将保持快速增长。

2023-2025年度冠脉支架集中带量接续采购中，公司HT Supreme、HT Infinity两款产品分别以779元、839元的价格在A组及B组中标，并获得千余家医院的勾选，其中三甲医院超过60%。集采首年，公司冠脉支架产品销量大幅增长，冠脉介入业务营业收入同比增长99.10%。预计未来2年冠脉业务将为公司业绩带来更大贡献。

2023年9月14日，国内首个自主研发的冠状动脉棘突球囊扩张导管获批上市。该产品的获批，将进一步丰富公司多元化的产品组合，提升公司的核心竞争力。

核心产品即将获批，神经介入加速成长

随着老龄化进程的加速以及生活方式的改变，脑卒中的发病率从1990年149/10万上升至2019年277/10万，预计未来发病率将进一步上升。随着临床需求的增长、相关器械的普及以及国家政策的推动，中国神经介入器械市场规模和渗透率有望持续快速增长。根据Frost & Sullivan，预计2030年将达到约442.26亿元（2025年-2030年的CAGR为22.79%）。2020年出血性脑卒中、脑动脉粥样硬化狭窄及急性缺血性脑卒中的手术渗透率分别为9.1%、1.0%及2.7%，预计2026年将分别上升至31.7%、3.5%及19.5%。目前，神经介入医疗器械产品在中国的发展尚处于起步阶段，国产神经介入器械进口替代和产品创新潜力巨大。

赛诺医疗神经介入业务坚持以“深耕缺血、创新出血、突破通路”为战略引领，在急性缺血、狭窄缺血、出血及通路等方面实现了全品类差异化布局。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压快速交换球囊Neuro LPS。2021年推出全球首个专用于颅内动脉狭窄治疗的药物洗脱支架NOVA。

在研产品中，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，2024年3月底，该产品已通过国家药监局创新医疗器械审批；涂层血流导向密网支架于2023年7月完成上市前临床试验的全部入组，新产品有望为公司业绩增长提供新的增量。

盈利预测与投资评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为4.53亿/6.43亿/9.36亿元，同比增速分别为32.07%/41.75%/45.60%；归母净利润分别为0.07

亿 / 0.46 亿 / 0.80 亿元，分别增长 117.44% / 559.39% / 75.06%；EPS 分别为 0.02/0.11/0.19。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

新产品研发失败或注册延迟的风险，科研人才流失的风险，市场竞争风险，行业政策变化风险等。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	343	453	643	936
营业收入增长率(%)	77.99%	32.07%	41.75%	45.60%
归母净利（百万元）	-40	7	46	80
净利润增长率(%)	75.59%	117.44%	559.39%	75.06%
摊薄每股收益（元）	-0.10	0.02	0.11	0.19
市盈率（PE）	—	530.28	80.42	45.94

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、	专注血管介入领域，多元化布局引领企业发展.....	5
(一)	聚焦于心脑血管领域，创新驱动打造品牌.....	5
(二)	公司产品矩阵完善，集采续标后业绩迎来转折.....	8
(三)	持续加大研发力度，技术积累深厚.....	12
(四)	国际化初具成果，海外扩展助力未来增长.....	12
二、	冠脉介入市场需求旺盛，集采推动业绩修复.....	14
(一)	冠脉介入空间广阔，PCI手术持续放量.....	14
(二)	冠脉支架集采首次入围，棘突球囊新品未来可期.....	16
1、	冠脉支架优势显著，集采助力快速放量.....	17
2、	棘突球囊获国内首证，先发优势明显.....	18
三、	核心产品即将获批，神经介入加速成长.....	20
(一)	脑卒中发病率高，神经介入手术需求扩大.....	20
(二)	产品布局完善，在研管线突破.....	22
1、	领先市场，率先推出多款狭窄缺血产品.....	25
2、	在研产品捷报频传，差异化布局优势明显.....	27
四、	风险提示.....	29
(一)	新产品研发失败或注册延迟的风险.....	29
(二)	科研人才流失的风险.....	29
(三)	市场竞争风险.....	29
(四)	行业政策变化风险.....	29

图表目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 月)	7
图 3: 2016-2023 年营业收入与增速	10
图 4: 2016-2023 年归母净利润与增速	10
图 5: 2016-2023 年毛利率与净利率	11
图 6: 2016-2023 年期间费用率	11
图 7: 2016-2023 年各项业务收入规模及增速 (亿元)	11
图 8: 2016-2023 年各项业务收入占比	11
图 9: 2016-2023 年研发费用与研发费用率	12
图 10: 2016-2023 年研发人员及占比	12
图 11: 2016-2023 年境外销售收入与增速	13
图 12: 2016-2023 年境内外收入占比	13
图 13: 冠状动脉分布示意图	14
图 14: 2017-2030E 全球和中国冠脉疾病患病人数 (亿)	14
图 15: 冠状动脉介入治疗技术	15
图 16: 2017-2030E 全球和中国 PCI 手术量	16
图 17: 2021 年全球主要国家和地区 PCI 渗透率对比	16
图 18: 赛诺医疗冠状动脉棘突球囊扩张导管图示	19
图 19: 1990-2019 年全球脑卒中发病率 (1/10 万)	20
图 21: 快速交换球囊 Neuro RX 示意图	25
图 22: NOVA 药物洗脱支架的双涂层结构设计	26
图 23: NOVA 药物洗脱支架临床试验结果	26
图 24: 弹簧圈栓塞和密网支架置入术示意图	28
图 25: 颅内动脉瘤介入器械市场规模 (亿元) 及市场分布	28
表 1、公司管理团队情况	7
表 2、公司产品概览	9
表 3、冠脉介入获批产品汇总 (截至 2023 年 12 月)	16
表 4、神经介入手术方法	21
表 5、神经介入获批产品汇总 (截至 2023 年 12 月)	23

一、 专注血管介入领域，多元化布局引领企业发展

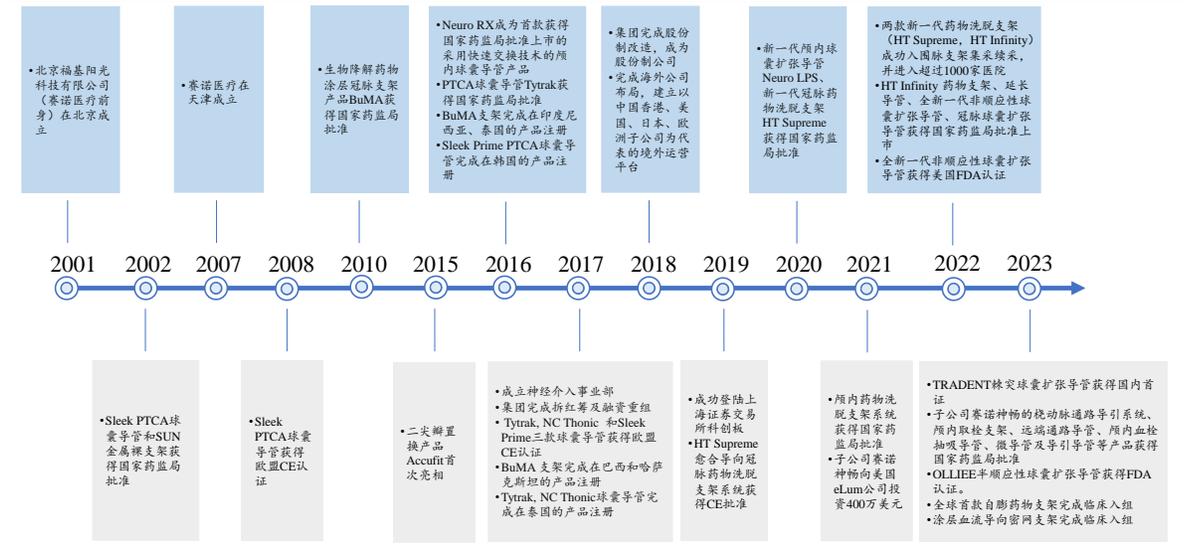
(一) 聚焦于心脑血管领域，创新驱动打造品牌

赛诺医疗于 2007 年成立，历经十余年的发展，目前已经建立了具有国际水平的研发、生产和运营体系。公司的业务范围广泛，主要集中在心血管、脑血管和结构性心脏病等介入治疗领域的重点领域。

深耕冠脉介入领域，拓展神经介入和结构心领域。2001 年，赛诺医疗前身北京福基阳光科技有限公司成立。2002 年，公司产品 Sleek PTCA 球囊导管和 SUN 金属裸支架获国家药监局批准。2010 年，公司首款生物降解药物涂层冠脉支架产品 BuMA 获批。2016 年，公司神经介入产品 Neuro RX 获批，该产品是首款获得国家药监局批准上市的采用快速交换技术的颅内球囊导管产品；次年，公司成立神经介入事业部。2018 年，公司建立了以中国香港、美国、日本、欧洲子公司为代表的境外运营平台，完成海外公司布局。

2019 年公司在上海证券交易所科创板上市以来，多款球囊、支架及通路产品获国家药监局批准。2022 年 12 月，全新一代非顺应性球囊扩张导管获得美国 FDA 认证。在 2022 年的冠脉支架国家续采中，公司 2 款 HT 系列新一代支架入围，获得全国千余家医院勾选。2023 年，公司远端通路导管、颅内血栓抽吸导管、微导管、远端通路导引导管、颅内取栓支架、导引导管、桡动脉通路导引系统、输送导管等 8 款产品国内获批，全球首款颅内自膨式药物支架已于 2023 年 2 月完成临床入组，涂层血流导向密网支架产品完成上市前临床试验全部病例的入组。

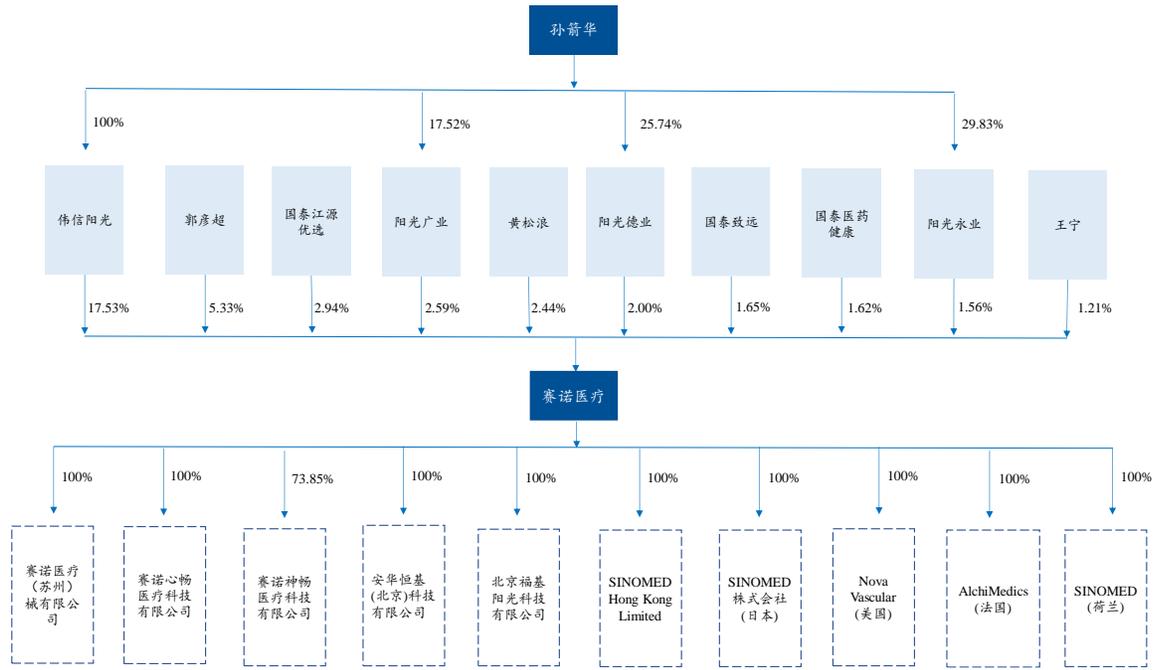
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券整理

公司股权结构稳定，董事长孙箭华为实际控制人。截至2024年3月，董事长、总经理孙箭华通过天津伟信阳光企业管理咨询有限公司间接持股17.53%，作为天津阳光产业、阳光德业、阳光永业的一致行动人控制公司6.15%的股权，合计控制本公司23.68%的股权。公司拥有10家子公司，其中境内子公司赛诺神畅主要负责神经业务；境外在美国、法国、荷兰和日本等地设有全资子公司，以开展临床试验或为后续海外销售提前布局。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

核心团队学术背景深厚，产业经验丰富。公司高管团队稳定，且拥有丰富的学术和行业经验。公司董事长、总经理兼核心技术人员孙箭华先生毕业于美国佛罗里达州立大学，曾任美国 Terion Industries 公司技术总监，入选国家级人才计划和中国科技部、天津市政府“京津冀生物医药产业化示范区创业领军人才”。副总经理兼核心技术人员康小然先生毕业于同济大学材料科学与工程专业，历任赛诺医疗研发项目经理、质量经理、注册经理、法规与临床事务总监、助理总裁、副总经理，现任赛诺医疗董事、副总经理，赛诺医疗控股子公司赛诺神畅总经理。

表 1、公司管理团队情况

姓名	职位	主要工作经历
孙箭华	董事长、总经理、核心技术人员	美国佛罗里达州立大学博士，京津冀生物医药产业化示范区创业领军人才。曾任美国 Terion Industries 公司技术总监；2001年至2007年，创立北京福基阳光科技有限公司并担任总经理；2007年9月创办赛诺医疗，现任赛诺医疗董事长、总经理。
康小然	董事、副总经理、核心技术人员	同济大学材料科学与工程专业学士。曾任北京福基阳光科技有限公司研发工程师；2009年至今，历任赛诺医疗研发项目经理、质量经理、注册经理、法规与临床事务总监、助理总裁、副总经理。现任赛诺医疗董事、副总经理，赛诺医疗控股子公司赛诺神畅总经理。

<p>沈立华 董事、财务总监</p>	<p>本科学历，会计学专业，中级会计师。曾任天津勤美达工业有限公司主管会计、博爱（中国）膨化芯材有限公司成本会计、天津德普诊断产品有限公司财务经理、西蒙克拉电子（天津）有限公司财务经理、天津华立达生物工程有限公司财务部长；2013年至今，任赛诺医疗财务总监。现任赛诺医疗董事、财务总监。</p>
<p>蔡文彬 董事、核心技术人员</p>	<p>天津大学机械设计制造及自动化专业学士。曾任北京福基阳光科技有限公司任研发工程师；2007年至今，历任赛诺医疗研发项目经理、生产经理、生产总监、工艺总监、研发总监。2022年起，担任赛诺医疗控股子公司赛诺神畅研发总监。2018年6月至2022年4月19日期间任赛诺医疗职工监事。2022年5月20日起，担任赛诺医疗董事。</p>
<p>黄凯 董事、董事会秘书</p>	<p>本科学历，工业经济专业学士。曾任中国投资发展促进会学术部主任助理、主任、北京亚场统合健康科技有限公司监事、天津上市公司协会监事。2016年2月起任赛诺医疗总裁助理。现任赛诺医疗董事、董事会秘书。</p>
<p>李天竹 监事会主席、核心技术人员</p>	<p>吉林大学高分子材料与工程专业学士。2006年至2007年任北京福基阳光科技有限公司研发工程师；2007年至2020年，历任赛诺医疗科学技术有限公司任研发经理、研发总监。2021起任赛诺医疗控股全资子公司赛诺心畅医疗科技有限公司研发总监。现任公司监事会主席</p>
<p>崔丽野 副总经理</p>	<p>中国药科大学药物化学专业学士，天津大学工商管理硕士，工程师。曾任中美天津史克制药有限公司管理培训生、片剂产品主任、制造部主管、技术支持经理、葛兰素史克制药有限公司（天津）生产经理；中美天津史克制药有限公司价值流经理；现任天津市甜桃教育咨询有限公司董事；2010年至今，任赛诺医疗生产运营副总经理。</p>
<p>赵金红 核心技术人员</p>	<p>2003年3月至2008年8月历任北京福基阳光科技有限公司质检员、生产主管；2008年9月至2020年12月历任赛诺医疗生产主管、生产经理、研发高级工程师。2021年1月至今，任公司控股子公司赛诺心畅研发高级工程师。</p>

资料来源：赛诺医疗2023年年报，太平洋证券整理

（二）公司产品矩阵完善，集采续标后业绩迎来转折

多年积累潜心布局，产品矩阵不断完善。公司长期专注于心、脑血管及结构性心脏病等介入重点领域医疗器械的研发、生产和销售。冠脉介入方面，公司产品覆盖冠脉治疗类、冠脉开通类以及冠脉通路类产品；神经介入方面，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。

公司主营产品冠脉药物支架、冠脉球囊、颅内快速交换球囊、颅内药物洗脱支架等累计进入三千余家医院，惠及全球数十万患者。公司多款球囊、支架产品为国内国际领先：（1）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，也是我国自主研发的首个在中国、美国、日本、欧洲同步进行支架上市前临床研究并申请产品专利的心脏支架产品；(2) 颅内球囊扩张导管 Neuro RX 系首款获得国家药监局批准上市的采用快速交换技术的颅内介入球囊扩张导管；(3) 公司颅内药物洗脱支架系统 NOVA 是全球首个专用于颅内动脉狭窄治疗的药物洗脱支架，也是全球首款愈合导向颅内支架。

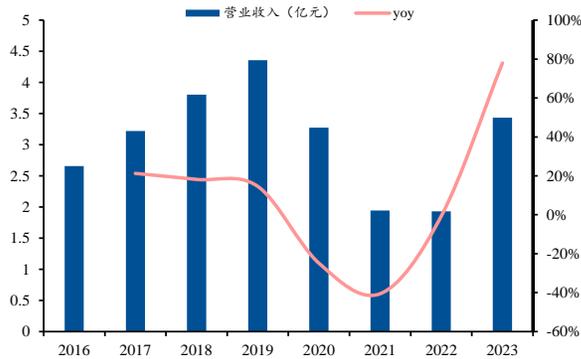
表 2、公司产品概览

领域	类别	产品名称
心血管介入	冠脉药物洗脱支架系统	HT INFINITY™复愈™愈合导向冠脉药物洗脱支架系统、 HT Supreme 5.0™ 愈合导向冠脉药物洗脱支架系统、 HT Supreme™ 愈合导向冠脉药物洗脱支架系统、 BuMA® 生物降解药物涂层冠脉支架系统、 全降解镁合金冠脉药物洗脱支架系统
	冠脉球囊导管	OLLIEET™跃豚™半顺应性球囊导管、 SEAWHALE™阔鲸™非顺应性球囊导管、 Tytrak® 半顺应性球囊导管、 NC Thonic® 非顺应性球囊扩张导管、 TRADENT™海神戟™棘突球囊扩张导管
	延长导管	Mariyana™马利亚纳™延长导管
脑血管介入	缺血类	Ghunter™颅内取栓支架、APACHI™颅内血栓抽吸导管、 TORR®负压吸引泵&LEATUBE®抽吸延长管、 Neuro RX® 颅内球囊扩张导管、 Neuro LPS® 颅内球囊扩张导管、 NOVA 颅内药物洗脱支架系统
	通路类	OPTIMUS™输送导管、 APEX TRA SYSTEM™桡动脉通路导引系统、 Rayline™微导管、 NOVARAIL™远端通路导管
结构性心脏病	介入二尖瓣瓣膜置换系统	AccuFit 经导管二尖瓣瓣膜置换系统

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

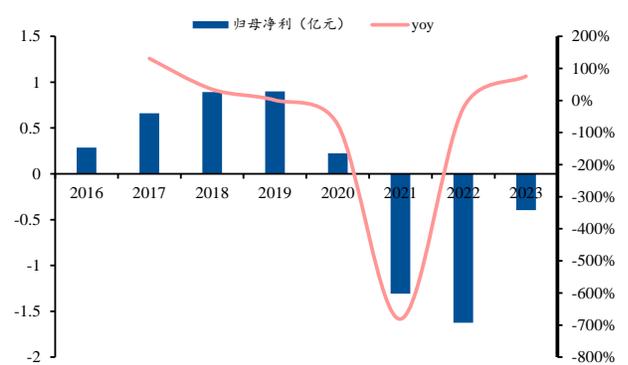
冠脉支架成功续标，公司业绩迎来转折。公司 2023 年度报告显示，2023 年公司营收为 3.43 亿元，同比增长 77.99%，其中冠脉介入业务营业收入同比增长 99.10%，神经介入业务营业收入同比增长 60.59%。归母净利润-0.40 亿元，同比亏损缩减 75.59%。2020-2022 年，由于公司冠脉支架产品 BuMA 未被纳入国家冠脉支架集采范围，冠脉支架销量、售价以及整体收入都受到影响，叠加疫情等多方面原因，公司营收和利润出现下降。2023 年公司营业收入大幅增长，主要原因系：(1) 公司 2 款 HT 系列新一代支架入围国家二轮冠脉支架集采，随着政策落地实施，2023 年公司冠脉支架产品销量大幅增长；(2) 神经介入业务持续增长，其中颅内球囊和颅内支架产品同 2023 比分别增长 10.98%和 277.96%。

图 3：2016-2023 年营业收入与增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图 4：2016-2023 年归母净利润与增速

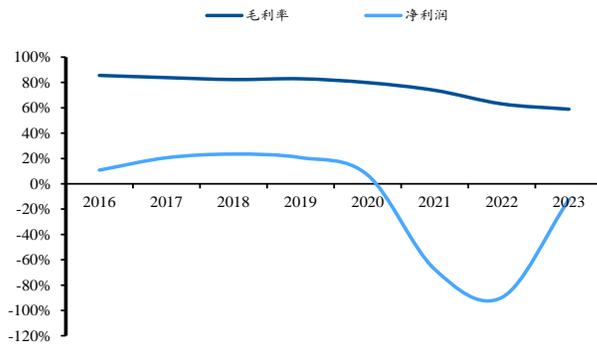


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

冠脉集采冲击业绩，公司调整战略迎转机。2019-2022 年，公司毛利率从 82.9% 下降至 63.1%，净利率从 20.7% 下降至 -89.9%，主要原因是 2020-2022 年，受到国家冠脉支架集采影响，公司冠脉支架产品销量大幅下降，规模效应降低，导致毛利率和净利率下降。2023 年，公司毛利率为 58.92%，同比小幅下降。净利率为 -12.64%，较上年同期大幅减亏，主要系 2023 年公司产品进入国家冠脉支架续采后，营业收入不断增长，同时管理费用和研发费用同比大幅度下降。我们预计 2024-2025 年，伴随着冠脉支架产品放量、神经介入新品上市、海外业务不断拓展，公司业绩有望进一步回升。

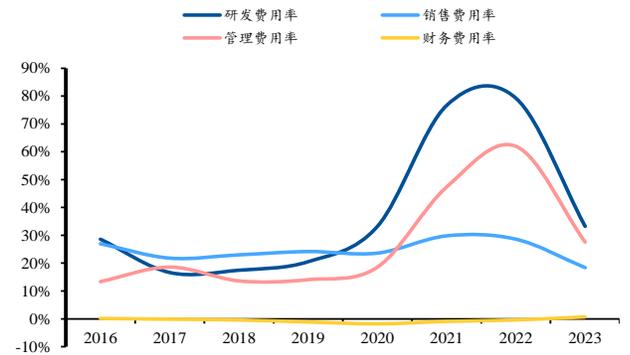
费率方面，2016 年至 2020 期间，公司销售费用率和财务费用率保持平稳。2021-2022 年公司研发费用率和管理费用率大幅上升，2022 年研发费用率和管理费用率分别达到 79.23% 和 61.98%，主要系公司拓展神经介入业务，研发人员及新项目增加，且子公司赛诺神畅与生产运营相关的费用列支在管理费用中。2023 年，研发费用率和管理费用率分别下降至 33.24% 和 27.55%，其中研发费用率下降主要系部分研发项目进入关键里程碑，研发费用同比大幅下降，管理费用率下降原因系子公司赛诺神畅从 2023 年第二季度开始正式投产，其与生产运营相关的人工成本及运营费用均不继续在管理费用中进行列支，而计入产品生产成本影响所致。

图 5：2016-2023 年毛利率与净利率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

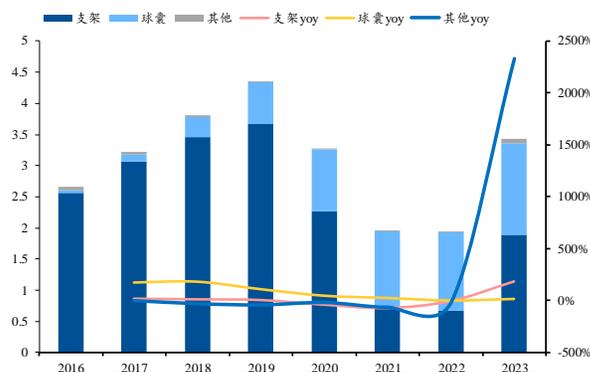
图 6：2016-2023 年期间费用率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

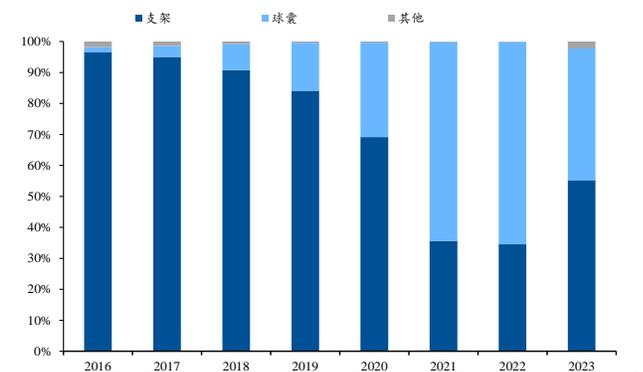
支架集采成功接续叠加新品放量，球囊业务持续增长成新引擎。公司主营业务包括支架和球囊产品。(1) 支架业务方面，2020-2022 年，受集采影响，冠脉支架平均单价下降，且公司在售支架产品未被纳入招采范围，导致支架业务收入从 2.26 亿元下降至 0.66 亿元。2023 年公司冠脉支架产品入围国家二轮冠脉支架集采，颅内支架新品放量，带动支架收入同比增长 184.51%。(2) 球囊业务方面，2016-2023 年营收从 0.04 亿元持续增长至 1.46 亿元，CAGR 为 66.29%。2021 年，球囊产品收入占比大幅提升，开始成为公司主要收入来源。

图 7：2016-2023 年各项业务收入规模及增速 (亿元)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图 8：2016-2023 年各项业务收入占比

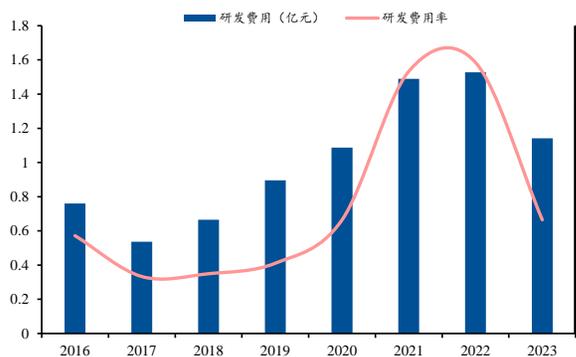


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(三) 持续加大研发力度，技术积累深厚

研发投入持续增长，十余载积累多项核心技术成果斐然。2017-2023 年，公司研发投入从 5367 万元增长至 1.14 亿元，CAGR 为 13.39%；2023 年共有研发人员 105 人，占比 16.13%。公司长期致力于介入治疗领域前沿技术研发，并发展出系统性的治疗理念及原创设计。经过十余年的不断积累，公司目前已掌握血管含药植入物设计技术、纳米级界面涂层技术、定时药物控释技术、支架设计及制造工艺平台、球囊导管/输送器工艺平台、镁合金全降解支架技术和介入二尖瓣置换技术等多项关键核心技术，为公司产品的快速开发和持续创新奠定了有利基础。

图 9：2016-2023 年研发费用与研发费用率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图 10：2016-2023 年研发人员及占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

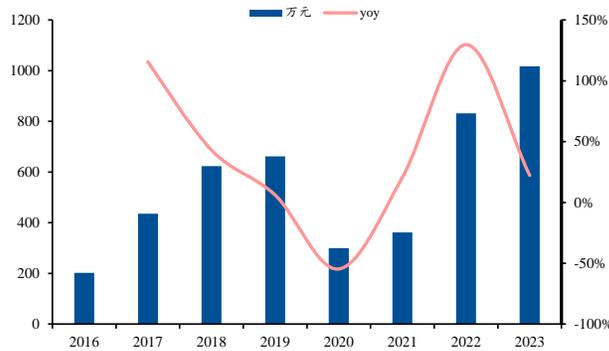
(四) 国际化初具成果，海外扩展助力未来增长

冠脉介入产品已在近 20 个国家和地区取得近 50 张注册证。2023 年公司境外销售收入 1016.86 万元，同比增长 22.31%。公司在全球范围内拥有 160 项发明专利授权和独占许可，覆盖中国、美国、欧洲等主流国家和地区；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。

其中，冠脉球囊产品 2022 年获得了 FDA (510k) 认证；HT Supreme 药物洗脱支架系统是公司自主研发的首个在中国、美国、日本、欧洲同步进行支架

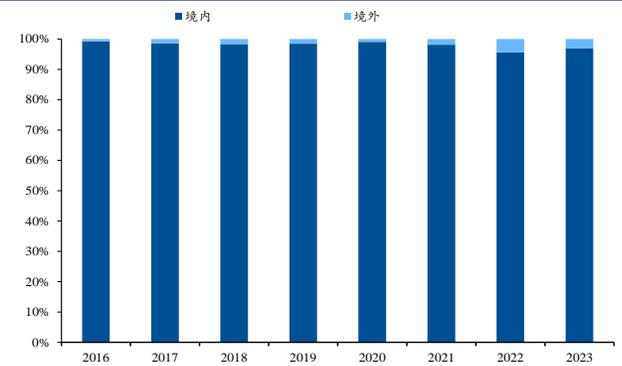
上市前临床研究并在前述国家和地区申请产品注册的心脏支架产品，于2019年12月获得欧盟CE认证，目前已经获得泰国、印尼、新加坡、土耳其、中国台湾、马来西亚、巴西、印度及孟加拉国等多个国家和地区认证，2023年8月顺利通过FDA的现场质量核查，正在等待美国FDA批准。

图 11: 2016-2023 年境外销售收入与增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图 12: 2016-2023 年境内外收入占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

海外营销网络广泛布局，助力公司应对集采挑战并实现国际植入。公司在海外营销布局广阔，在法国、日本、美国、荷兰等地设立了境外子公司以开展临床试验或为后续海外销售提前布局，并已在爱尔兰等欧洲国家实现商业植入。加速国际化布局能够帮助公司应对国内介入耗材集采常态化挑战。

二、冠脉介入市场需求旺盛，集采推动业绩修复

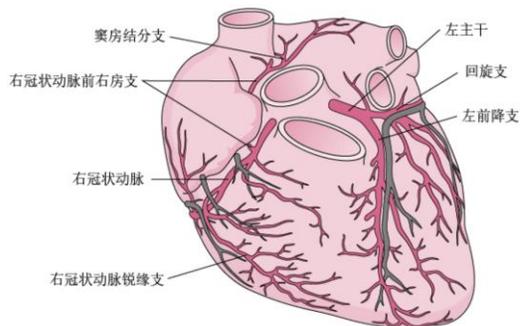
(一)冠脉介入空间广阔，PCI手术持续放量

冠心病（冠状动脉粥样硬化性心脏病）是一种常见的冠状动脉疾病，是冠状动脉发生硬化，呈粥样改变，导致心脏血液循环障碍和心肌缺血、缺氧。

冠心病患者基数庞大。根据《中国心血管健康与疾病报告 2022》推算，心血管病的患者人数约为 3.3 亿，其中冠心病患者达到 1139 万人，患者数量庞大。报告显示，心血管疾病位居我国居民死因首位。不论是在农村还是城市地区，冠心病和心肌梗死的死亡率都在逐年增加。

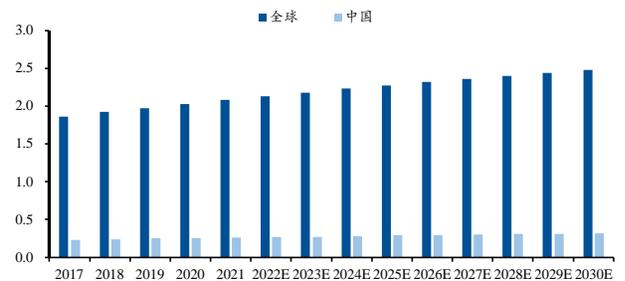
由于全球人口老龄化、肥胖和糖尿病等慢性疾病患病率上升等多种因素，冠状动脉疾病的患病率和患病人数呈上升趋势。根据 Frost & Sullivan 预计，中国冠状动脉疾病患病人数将从 2021 年的 0.26 亿人增长至 2030 年的 0.32 亿人，CAGR 约为 2.3%；预计全球冠状动脉疾病患病人数将从 2021 年的 2.08 亿人增长至 2030 年的 2.48 亿人，CAGR 约为 1.9%。

图 13：冠状动脉分布示意图



资料来源：默沙东诊疗手册，太平洋证券整理

图 14：2017-2030E 全球和中国冠脉疾病患病人数（亿）



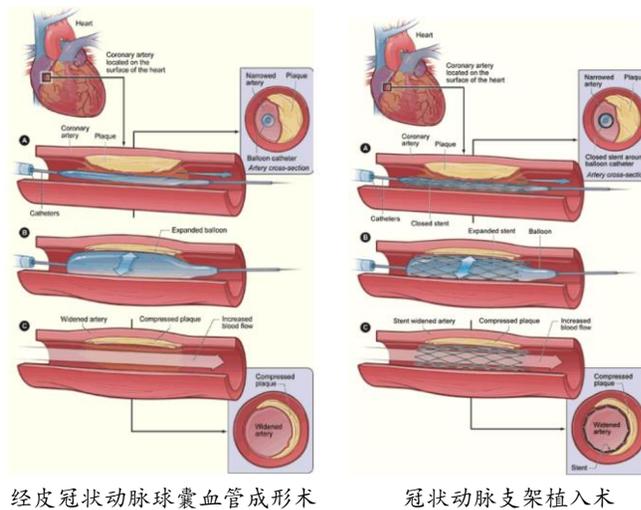
资料来源：Global Burden of Disease，《中国心血管健康与疾病报告 2021》，Frost & Sullivan，太平洋证券整理

冠脉介入治疗因其微创、高效、安全且省时的特点而迅速发展。冠心病的治疗总体目标是通过减少氧耗、改善冠状动脉血流，从而减轻心脏负荷，长期阻止和逆转动脉粥样硬化的进展。临床上主要采用药物治疗、开放式外科手术和介入治疗等手段缓解症状、改善预后并减少并发症的产生。介入治疗主要是

指经皮冠状动脉介入治疗（PCI）手术，具有创伤小、住院时间短、疗效明显等优点，开启了心脑血管疾病治疗的新时代。

PCI 手术治疗方法主要包括置入支架或球囊。最初阶段手术方法是经皮球囊血管成形术（PTCA），通过置入扩张球囊，对冠状动脉的狭窄病变进行机械扩张，从而血流通畅。然而，PTCA 手术有一定局限性，由于球囊扩张对血管壁造成损伤，会引起修复反应，使得扩张部位内膜纤维细胞增生，术后一年内再狭窄率高达 40-50%。而冠脉支架是通过球囊扩张后，把支架植入血管狭窄区，通过支架的支撑作用改善心肌供血。药物洗脱支架是目前最常用的支架类型，其表面载有抑制细胞增生的药物涂层，置入后向血管壁释放药物，抑制平滑肌细胞的过度增生，从而进一步降低再狭窄率。

图 15：冠状动脉介入治疗技术



经皮冠状动脉球囊血管成形术

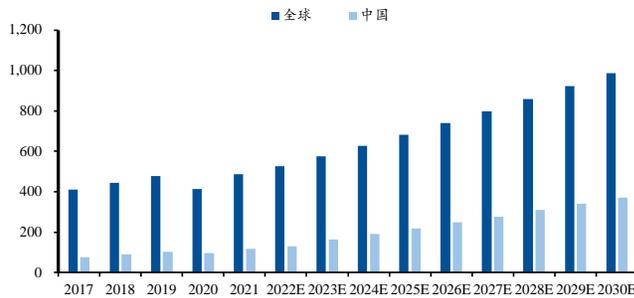
冠状动脉支架植入术

资料来源：微创医疗官网，太平洋证券整理

我国与发达国家相比，PCI 手术的渗透率仍存在差距，手术量需求有望持续增长。2024 年 3 月 30 日，第二十七届全国介入心脏病学论坛暨第十三届中国胸痛中心大会（CCIF&CCPCC 2024）上，大会主席、北京大学第一医院霍勇教授发布了 2023 年中国大陆冠心病介入治疗注册数据。2023 年大陆地区冠心病介入治疗的注册总病例数为 163.61 万例（数据未包含军队医院病例），2023 年 PCI 病例数增长率为 26.44%。根据 Frost & Sullivan 数据，中国的 PCI 的渗

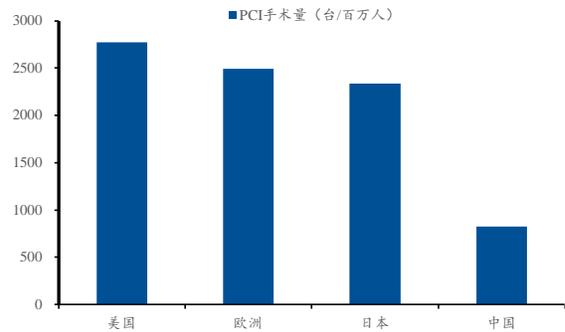
透率为 824.1 台/百万人，而美国的渗透率为 2772.5 台/百万人，存在着三倍的差距。随着国民医疗支付能力和意愿的增强，以及介入心血管手术的可及性提高，中国的 PCI 手术量预计将保持快速增长。

图 16: 2017-2030E 全球和中国 PCI 手术量



资料来源: CCIF&CCPCC2023, Frost & Sullivan, 太平洋证券整理

图 17: 2021 年全球主要国家和地区 PCI 渗透率对比



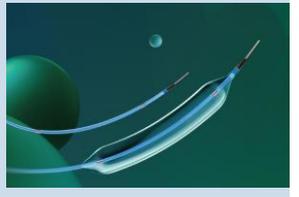
资料来源: Frost & Sullivan, 太平洋证券整理 (注: 欧洲地区包括 5 个国家, 德国、英国、法国、意大利和西班牙)

(二) 冠脉支架集采首次入围，棘突球囊新品未来可期

冠脉介入领域，经过长期技术创新和新产品开发，公司产品覆盖冠脉治疗类、冠脉开通类以及冠脉通路类产品。

表 3、冠脉介入获批产品汇总（截至 2023 年 12 月）

产品类别	产品名称	主要用途/适应症	注册国家/地区	产品图示
冠脉支架	生物降解药物涂层冠脉支架系统 (商品名: BuMA)		中国、泰国、巴西、印度尼西亚、哈萨克斯坦	
	药物洗脱支架系统 (商品名: 速普瑞/HT Supreme)	主要应用于人体冠状动脉的支架成形术等介入医学治疗领域。它能迅速、有效地解除病变管腔的严重狭窄，对狭窄管腔具有可靠的支撑和开通作用，同时能有效降低靶血管的再狭窄率。	欧洲、新加坡、中国、泰国、印度尼西亚、土耳其、印度、英国、中国台湾、巴西、孟加拉、马来西亚、韩国、中国香港	
	药物洗脱支架系统 (商品名: 复鈿/HT INFINITY)		中国、印度尼西亚	

	<p>非顺应性PTCA球囊扩张导管（商品名：NC Thonic）</p>	<p>NC Thonic®非顺应性PTCA球囊扩张导管主要应用于人体冠状动脉的血管成形术等介入医学治疗领域。在临床上，PCI支架植入后，使用非顺应性PTCA球囊扩张导管对支架进行的再次扩张。</p>	<p>中国、泰国、印度尼西亚、巴西、中国台湾、马来西亚、新加坡、韩国</p>	
	<p>PTCA 球囊扩张导管（商品名：Tytrak）</p>	<p>Tytrak®PTCA 球囊扩张导管主要应用于人体冠状动脉的血管成形术等介入医学治疗领域。在临床上，PTCA球囊扩张导管用于PCI支架植入前的血管预扩张。</p>	<p>中国、泰国、中国台湾、巴西、韩国、新加坡、马来西亚、印度尼西亚</p>	
<p>冠脉球囊</p>	<p>非顺应性球囊扩张导管（商品名：阔鲸/NC ROCKSTAR）</p>	<p>阔鲸™非顺应性球囊扩张导管适用于为动脉粥样硬化患者改善心肌灌注而针对自体冠状动脉或搭桥狭窄部位所进行的球囊导管扩张。该产品还适用于球囊扩张支架（裸金属和药物洗脱支架）的递送后扩张。</p>	<p>中国、美国、泰国、中国香港、乌兹别克斯坦、印度、中国台湾、韩国、巴基斯坦</p>	
	<p>冠脉球囊扩张导管（商品名：跃豚/SC HONKYTONK）</p>	<p>OLLIEE™跃豚™冠脉球囊扩张导管适用于对冠状动脉的狭窄节段或搭桥狭窄部位进行球囊导管扩张，以改善心肌灌注。</p>	<p>中国、美国、泰国、中国台湾、乌兹别克斯坦、印度、韩国、巴基斯坦</p>	
	<p>冠状动脉棘突球囊扩张导管（商品名：海神戟/TRADENT）</p>	<p>该产品用于 PTCA（经皮冠状动脉腔内成形术）中对于血管狭窄病变进行扩张治疗，以改善心肌灌注。不适用于中重度钙化病变或病变段成角>45°的情况。</p>	<p>中国</p>	
<p>冠脉其他</p>	<p>延长导管（商品名：马利亚纳）</p>	<p>马利亚纳™延长导管与导引导管结合使用，可进入冠状脉管系统和/或外周脉管系统的不连续区域，并可辅助放置介入器械。</p>	<p>中国</p>	

资料来源：赛诺医疗2023年报，太平洋证券整理

1、冠脉支架优势显著，集采助力快速放量

首款愈合导向冠脉药物支架系统，大尺寸助力精准治疗。公司两款 HT 系列支架系统 HT Supreme 和 HT Infinity 均以血管内皮功能愈合为导向，不再以抑制平滑肌增生，降低再狭窄率为目标，而是以提高患者创伤愈合速度为目标，

加速植入支架后血管内皮的功能性恢复。2022年6月及2023年6月，HT Supreme 和 HT Infinity 大规格（适用血管直径4.5mm-5.0mm）分别获批，成为目前国内市场上为数不多、且唯二进入集采的5.0mm大规格支架系统，能够有效解决大血管使用小口径器械过度扩张带来的危害；同时，支架充分贴壁能够减少术后血栓及再狭窄等不良事件的发生，为治疗大血管病变提供更好的保障。

冠脉支架集采中标，公司销量激增，品牌影响力及竞争力显著提升。2021至2022年的首轮冠脉药物洗脱支架系统集中带量采购中，公司支架产品未满足集采要求，销售额大幅下降。2022年11月，冠脉支架集中带量接续采购（2023-2025）的结果公布，公司HT Supreme、HT Infinity两款产品分别以779元、839元的价格在A组及B组中标，并获得千余家医院的勾选，其中三甲医院超过60%。其中HT Supreme首年签约量是2022年销量的3倍，HT Infinity支架成为本次新入选品牌中采购意向量最大的产品。集采首年，公司冠脉支架产品销量大幅增长，冠脉介入业务营业收入同比增长99.10%。同时集采能够带动公司其他相关产品的进院销售，进一步提升公司冠脉介入领域的品牌影响力和综合竞争力。我们预计未来2年冠脉业务将为公司业绩带来更大贡献。

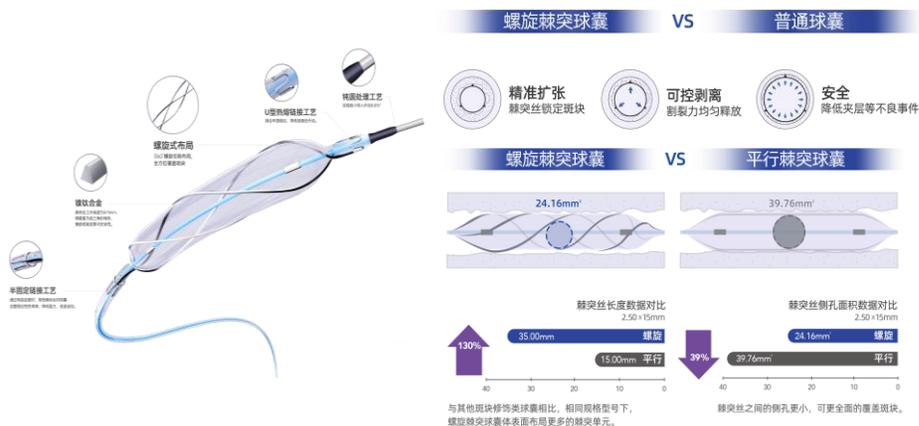
2、棘突球囊获国内首证，先发优势明显

棘突球囊是PCI手术中冠状动脉钙化病变的创新解决方案。冠状动脉钙化病变在PCI手术中的占比很高，约6%-20%接受PCI手术的患者存在严重的钙化病变。冠状动脉钙化会导致血管病变处难以充分扩张，使得支架膨胀或贴壁不良，是心血管介入手术的主要困难之一。棘突球囊将微切割技术和球囊扩张相结合，表面的棘突成楔形结构：球囊扩张时，棘突能够嵌入并切开斑块，从而安全嵌入血管内膜，避免球囊滑脱。棘突球囊适用于支架植入术后再狭窄、原位小血管病变等以及无法耐受旋磨的冠状动脉钙化病变。棘突球囊在PCI手术中的用量保持稳定，预计未来棘突球囊的使用量将与PCI手术保持同步增长，

市场空间广阔。

2023年9月14日，赛诺医疗冠状动脉棘突球囊扩张导管获NMPA批准上市，是国内自主研发棘突球囊品类产品获得的首张医疗器械注册证。在此之前，国内市场仅有Goodman公司的棘突球囊。公司产品兼顾了通过性、切割效果及安全性三大核心需求：采用棘突丝“螺旋式”布局在球囊表面，使球囊具有强大嵌入能力的同时还具有较好的通过性；球囊充压后，能够有效锁定钙化斑块并进行360°全方位的斑块剥离，从而实现可控且高效的预处理；具有形状记忆的镍钛合金球囊卸压后，棘突丝仍能回缩变为原来的形状，便于球囊安全撤出冠状动脉血管。与目前市场上的平行类斑块修饰球囊相比，相同规格型号下，“螺旋”棘突球囊体表面能布局更多的棘突单元，棘突丝之间的侧孔更小，可更全面的覆盖斑块；并且可在较小爆破压下获得分散且小的龟裂，有效降低夹层的发生率。

图 18：赛诺医疗冠状动脉棘突球囊扩张导管图示



资料来源：赛诺医疗官网，太平洋证券整理

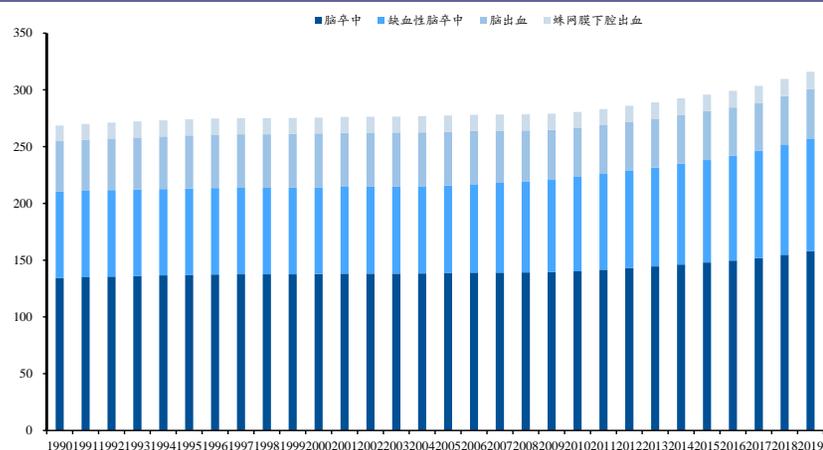
三、核心产品即将获批，神经介入加速成长

(一)脑卒中发病率高，神经介入手术需求扩大

脑卒中是因大脑血液循环障碍而导致脑功能障碍的总称。根据病因和临床表现的不同，脑卒中分为缺血性脑卒中（主要由脑的供血动脉狭窄或闭塞，脑供血不足引起）和出血性脑卒中（主要由脑血管破裂引起，包括脑出血和蛛网膜下腔出血）。

脑卒中是我国成人致死、致残的首要病因，具有高发病率、高复发率、高致残率、高死亡率、高经济负担的特点。根据2019全球疾病负担研究（global burden of disease study 2019, GBD），1990年至2019年，我国卒中的发病率呈现不断上升趋势，由149/10万增至277/10万，其中缺血性脑卒中发病率由76/10万增至99/10万，出血性脑卒中（包括脑出血和蛛网膜下腔出血）发病率由58/10万增至59/10万。随着老龄化进程的加速以及生活方式的改变，预计未来发病率将进一步上升。

图 19：1990-2019 年全球脑卒中发病率（1/10 万）



资料来源：GBD 2019，太平洋证券整理

目前，脑血管疾病主要治疗方法包括静脉溶栓、外科手术及神经介入手术。

(1) 静脉溶栓即使用溶栓药物治疗血栓形成，该方法仅适用于症状出现后六小时内，且大动脉瘤、有颅内出血史及近期发生脑卒中的患者不适合溶栓治疗。

(2) 外科手术即通过开颅发现病变并手术，通常应用于血管畸形或大面积出血引起的出血性脑卒中。(3) 神经介入手术是借助放射学及先进的图象引导技术治疗脑卒中的微创手术，适用于缺血性脑卒中、颅内动脉狭窄及大多数的颅内动脉瘤。与静脉溶栓和外科手术相比，神经介入手术有多重优势：治疗时间窗口长达 24 小时；通过神经介入医疗器械直接向病变部位给药，减少对患者的副作用；手术伤口小，感染风险低、恢复速度快等。

根据疾病类型不同，神经介入手术主要分为用于出血性脑卒中、脑动脉粥样硬化狭窄及急性缺血性脑卒中三种。

表 4、神经介入手术方法

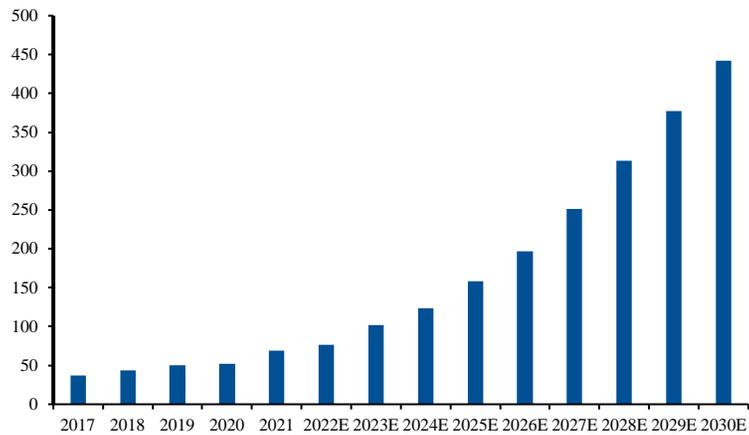
分类	手术方法	简介
用于出血性脑卒中	动脉瘤弹簧圈栓塞术	出血性脑卒中动脉瘤栓塞弹簧圈以填塞动脉瘤的材料将囊堵塞，以降低出血风险，从而治疗动脉瘤
	血管导流	血流导向密网支架旨在降低动脉瘤中的血流速度并将血液重新导向载瘤动脉。其亦促进沿支架表面形成内皮组织。血管导流可有效降低复发率，尤其适用于大的或不规则的动脉瘤。
	覆膜支架	覆膜支架为由薄金属网制成的管子，上面覆盖着薄的聚酯纤维织物，用于防止血流进入动脉瘤，从而降低后续卒中的风险。
用于脑动脉粥样硬化狭窄	支架血管形成术	支架血管形成术为使用支架以压缩斑块并使动脉腔变宽的手术。药物洗脱支架的网状物有聚合物涂层，随着时间的推移会释放出抗增殖药物，降低发生再狭窄的可能性。
	球囊血管形成术	载药球囊使用附有球囊（覆盖着抗增殖药物）的导管，抗增殖药物会于球囊膨胀后释放到血管壁中。
用于急性缺血性脑卒中	支架取栓术	进行支架取栓术时，支架取栓器械放置于血栓内，其网状支架嵌入血栓后截取及取出血栓，立即恢复血流。
	抽吸取栓术	抽吸取栓术为利用负压原理透过抽吸导管吸出血栓的血管介入治疗。

资料来源：微创脑科学招股书，太平洋证券整理

目前，中国神经介入领域仍处于发展初期，神经介入治疗技术的应用尚未成熟。随着相关器械的日益普及、临床需求的不断增长以及国家政策的有力推动，中国神经介入器械市场规模和渗透率有望持续快速增长。根据 Frost & Sullivan，2017-2021 年，中国神经介入器械市场规模从 37 亿元增长至 68.92 亿元（2017 年-2021 年的 CAGR 为 16.82%），预计 2025 年市场规模将达到 158.42 亿元（2021 年-2025 年的 CAGR 为 23.13%），2030 年将达到约 442.26 亿元（2025 年-2030 年的 CAGR 为 22.79%）。目前我国神经介入手术的渗透率相对较低，

根据灼识咨询数据，2020年出血性脑卒中、脑动脉粥样硬化狭窄及急性缺血性脑卒中的手术渗透率分别为9.1%、1.0%及2.7%，预计2026年将分别上升至31.7%、3.5%及19.5%。

图 20：2017-2030E 中国神经介入器械市场规模（亿元）



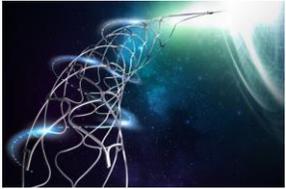
资料来源：Frost & Sullivan，太平洋证券整理

目前神经介入医疗器械产品在中国的发展尚处于起步阶段，进口替代潜力巨大。根据心玮医疗招股书，在中国神经介入器械市场中，跨国医疗器械厂商仍占据绝大部分的市场份额，2019年中国神经介入市场的前五大参与者均为国际公司，共占据81.2%的市场份额；预计2030年国内神经介入医疗器械公司的总市场份额将达到57.0%，国产神经介入器械进口替代和产品创新潜力巨大。

(二) 产品布局完善，在研管线突破

神经介入全品类布局，技术领先构筑护城河。公司神经介入坚持以“深耕缺血、创新出血、突破通路”为战略引领，在急性缺血、狭窄缺血、出血及通路等方面实现了全品类差异化布局，技术护城河逐渐形成，领先地位进一步夯实。公司神经业务子公司赛诺神畅设有导管设计制作及精密加工平台、导管基础材料配方和挤出平台、金属支架加工平台，电子接枝涂层工艺加工平台以及药物涂层研究及加工平台等五大技术平台，为公司神经介入产品的开发和生产提供了有力的支撑和保障。

表 5、神经介入获批产品汇总（截至 2023 年 12 月）

产品类别	产品名称	主要用途/适应症	注册国家/地区	产品图示
颅内支架	颅内药物洗脱支架系统（商品名：NOVA）	该产品适用于颅内动脉病变，对狭窄和梗阻的管腔具有支撑和开通作用，改善颅内动脉管腔直径，改善脑组织缺血；同时能有效预防支架内的再狭窄。	中国	
	颅内取栓支架（商品名：GHUNTER）	颅内取栓支架预期用于在症状发作8小时内移除缺血性脑卒中患者颅内大血管（包括颅内动脉、大脑中动脉M1和M2段、基底动脉和椎动脉）中的血栓，从而恢复血流。不能使用静脉组织型纤溶酶原激活物（IVt-PA）或IVt-PA 治疗失败的患者是该治疗的人选。	中国	
颅内球囊	颅内球囊扩张导管（商品名：Neuro RX）	该产品适用于非急性期症状性颅内动脉粥样硬化性狭窄病人的介入治疗，通过球囊扩张，改善颅内动脉血管的血流灌注。	中国	
	颅内球囊扩张导管（商品名：Neuro LPS）	该产品适用于非急性期症状性颅内动脉粥样硬化性狭窄病人的介入治疗，通过球囊扩张，改善颅内动脉血管的血流灌注。	中国	
颅内其他	负压吸引泵（商品名：TORR）	该产品适用于医院或诊所的普通吸引。	中国	
	一次性使用无菌吸引延长管（商品名：LeaTube）	本产品在使用时分别连接负压吸引泵的收集容器和血栓抽吸导管（血管内导管），用于手术中在体外吸引废液（血液和血栓）。	中国	

<p>远端通路导管（商品名：NovaRail）</p>	<p>该产品适用于在神经血管系统、外周血管中将介入器械或诊断器械引入血管内。</p>	<p>中国</p>	
<p>颅内血栓抽吸导管（商品名：Apachi）</p>	<p>该产品适用于对颅内大血管阻塞（颈内动脉、大脑中动脉M1段和M2段、基底动脉和椎动脉内）继发急性缺血性脑中风的患者进行血管再通，而且必须在症状发作的8小时内。不能使用静脉组织型纤溶酶原激活物（IVt-PA）或IVt-PA治疗失败的患者是该治疗的人选。</p>	<p>中国</p>	
<p>微导管（商品名：RAYLINE）</p>	<p>该产品适用于一般性血管内操作，包括在外周血管，冠状动脉和神经血管内输注诊断性制剂（如造影剂）和适当的器械（如弹簧圈）。</p>	<p>中国</p>	
<p>远端通路导引导管（商品名：APEX TRA）</p>	<p>该产品适用于在外周、冠状动脉和神经血管系统中经桡动脉入路将介入/诊断器械引入血管内。</p>	<p>中国</p>	
<p>导引导管（商品名：APEX TRA GC）</p>	<p>该产品适用于将介入器械或诊断器械引入外周和神经血管系统。</p>	<p>中国</p>	
<p>桡动脉通路导引系统（商品名：APEX TRA SYSTEM）</p>	<p>该产品适用于一般性血管内使用，包括神经血管和外周血管系统；用于术中血管通路的建立，有助于导入诊断性或治疗装置。</p>	<p>中国</p>	
<p>输送导管（商品名：OPTIMUS）</p>	<p>该产品适用于介入性器械的导入，协助介入性器械深入外周、冠脉和颅内血管系统。</p>	<p>中国</p>	

资料来源：赛诺医疗2023年报，太平洋证券整理

1、领先市场，率先推出多款狭窄缺血产品

赛诺医疗引领创新，全球首款颅内狭窄快速交换球囊系列填补市场空白。赛诺医疗于 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压快速交换球囊 Neuro LPS™。上市之前，国内仅有一款 OTW 型（整体交换系统）颅内球囊扩张导管在售。Neuro 系列产品采用快速交换设计，导管与导丝共腔长度仅 24cm，术者可以独立操作，为临床带来极大便利性。同时产品使用了特殊设计的球囊材料及新一代亲水性超润滑涂层，柔顺性、输送性更佳，更适于颅内血管迂曲、复杂的生理解剖结构。该产品简化了颅内介入手术的流程，提高了手术的效率，有效填补了国内快速交换颅内球囊扩张导管的市场空白。

公司颅内球囊产品三甲医院覆盖率稳步上升。根据《2020 年我国卫生健康事业发展统计公报》，截至 2020 年末，公司颅内球囊产品 2020 年度三甲医院覆盖率已超过 25%，公司产品累计三甲医院覆盖率超过 31.58%。截至 2022 年 5 月，公司球囊产品历史累计三甲医院覆盖率已近 40%。

图 20：快速交换球囊 Neuro RX 示意图



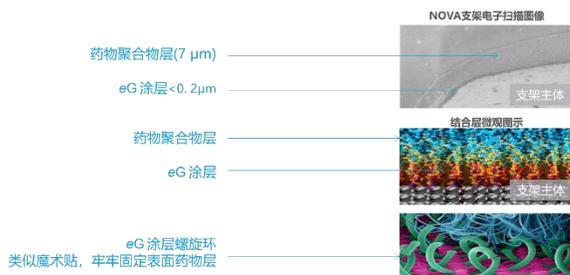
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

全球首创颅内药物洗脱支架，引领颅内动脉狭窄治疗新纪元。赛诺医疗 2021 年上市的颅内药物洗脱支架系统 NOVA 是全球首个专用于颅内动脉狭窄治疗的药物洗脱支架，也是全球首款愈合导向颅内支架。同时，该产品是目前国内唯一获批的用于颅内动脉的药物洗脱支架。

该产品支架表面涂覆底部电子接枝涂层和含药高分子可降解涂层，具有最佳的药物释放动力学，能够抑制平滑肌细胞过度增生的同时最大程度降低药物对血管内皮细胞的抑制作用，使得血管内皮可在内皮修复窗口期（2 至 3 个月）内实现快速覆盖和修复，降低支架内再狭窄发生率。同时，该产品采用匹配颅内血管的开环、“s-link”连接设计，支架柔顺性及血管贴合性好，更适合在颅内的迂曲血管使用，从而为患者提供更加安全和有效的治疗手段。

NOVA 颅内药物洗脱支架临床试验结果显著，再狭窄率显著优于金属裸支架。发表在《JAMA Neurology》的临床试验结果显示，有效性方面，NOVA 颅内药物洗脱支架的一年内症状性支架内再狭窄发生率为 9.5%（金属裸支架为 30.2%， $p<0.001$ ），31 天至 1 年内缺血性脑卒中发生率低于金属裸支架（0.8% vs 6.9%， $p=0.03$ ）。安全性方面，30 天内脑卒中或死亡人数没有统计学差异。

图 21：NOVA 药物洗脱支架的双涂层结构设计



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图 22：NOVA 药物洗脱支架临床试验结果



资料来源：JAMA Neurology，公司官网，太平洋证券整理

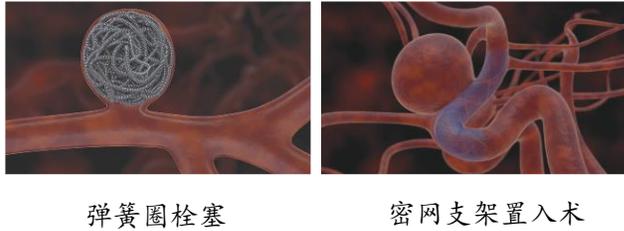
2、在研产品捷报频传，差异化布局优势明显

自膨式药物支架治疗颅内狭窄与现有的 NOVA 颅内药物洗脱支架系统形成有效互补。自膨式药物支架具有支架自行贴壁扩张和药物涂层预防血管再狭窄的综合优势：与球扩支架相比，自膨支架更柔软灵活，在锥形及弯曲血管内具备更好的血管顺应性，置入成功率更高；支架表面有抑制细胞增殖的药物涂层，能够抑制平滑肌的过度增生，从而进一步降低再狭窄率。

赛诺医疗全球首款自膨药物支架完成临床入组，获批创新医疗器械，助力颅内治疗新突破。赛诺医疗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，目前该产品已通过国家药监局创新医疗器械审批。该产品是公司继 NOVA 颅内药物洗脱支架上市后，国际上首个进入临床试验阶段的自膨式颅内药物洗脱支架系统，未来将与公司现有的 NOVA 颅内药物洗脱支架系统形成有效互补。该产品具有规格型号丰富，支撑力更强，顺行性优、操作性更强等特点。产品上市后，有望有效改善现有颅内狭窄专用自膨裸支架释放操作复杂，型号规格不全、再狭窄率高的弊端。

血流导向密网支架成为颅内动脉瘤治疗新选择，预计未来其市场规模将大幅增长。颅内动脉瘤的介入治疗方法主要有弹簧圈栓塞、支架辅助下弹簧圈栓塞、血流导向密网支架植入和覆膜支架植入。其中弹簧圈栓塞为目前最主流的动脉瘤介入手术器械。与弹簧圈栓塞相比，血流导向密网支架的优势在于：(1) 特别适用于大动脉瘤（直径 10-25mm）或巨大型动脉瘤（直径>25mm）；(2) 可减轻动脉瘤的占位效应；(3) 血流导向装置（密网支架）置入能够促进血管壁内皮化，减少复发风险；(4) 对于复杂动脉瘤和多发动脉瘤，血流导向密网支架无需填圈，可减少手术时间，降低手术难度，减少手术并发症风险。从长远来看，随着技术发展和价格下降，密网支架可能会成为颅内动脉瘤的主流治疗方法。灼识咨询预计，2020-2026 年，颅内动脉瘤神经介入市场规模将从 38.10 亿元增长至 84.49 亿元，其中血流导向密网支架占比将从 8.6% 提升至 14.9%。

图 23：弹簧圈栓塞和密网支架置入术示意图

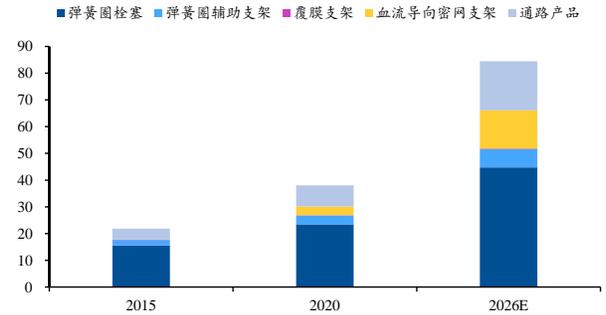


弹簧圈栓塞

密网支架置入术

资料来源：微创脑科学招股书，太平洋证券整理

图 24：颅内动脉瘤介入器械市场规模（亿元）及市场分布



资料来源：微创脑科学招股书，太平洋证券整理

赛诺医疗子公司赛诺神畅的重量级产品涂层血流导向密网支架于 2023 年 7 月完成上市前临床试验的全部入组。相比已上市同类产品，公司产品具有明显优势：

1、适配 0.021"和 0.017"等更小管径的微导管，推送阻力小，易于通过迂曲血管，顺利到达病变部位；

2、表面采用独特的超薄抗血栓涂层设计，是目前国内首款具备抗血栓涂层设计的密网支架。

该款涂层血流导向密网支架是赛诺神畅在出血领域的首款重磅产品，上市后将为广大动脉瘤患者提供更加安全有效的治疗解决方案。

四、 风险提示

(一) 新产品研发失败或注册延迟的风险

公司受研发能力、研发条件等不确定因素的限制，可能导致公司不能按计划开发出新产品，或者由于研发过程中的不确定因素而导致技术开发失败或在研项目无法产业化，从而影响公司营业收入和盈利能力的成长步伐，给公司的经营带来风险。

(二) 科研人才流失的风险

如果公司将来不能提供具备市场竞争力的薪酬福利待遇、工作环境及人才发展计划，可能会造成一定比例的人才流失，对公司持续经营能力造成不利影响。

(三) 市场竞争风险

若公司不能有效应对集采、降价等因素带来的影响，维持或提高产品综合市场竞争力，公司将面临议价能力、市场份额及盈利能力下降的风险。

(四) 行业政策变化风险

公司始终密切关注相关政策变化方向，及时调整自身经营策略以适应医疗卫生体制改革带来的市场规则和监管政策的变化，若公司未能及时关注相关变化并及时制定应对措施，将存在对公司的经营业绩产生不利影响的风险。

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	203	189	342	357	393
应收和预付款项	25	10	20	28	41
存货	98	118	151	214	312
其他流动资产	29	28	34	45	61
流动资产合计	355	344	547	643	807
长期股权投资	19	14	14	14	14
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	148	130	118	104	89
在建工程	7	2	1	1	0
无形资产开发支出	355	385	389	389	388
长期待摊费用	68	44	54	64	74
其他非流动资产	472	611	700	801	965
资产总计	1,068	1,186	1,276	1,373	1,530
短期借款	36	54	54	54	54
应付和预收款项	28	28	36	51	75
长期借款	0	50	50	50	50
其他负债	116	192	268	302	352
负债合计	180	324	408	457	531
股本	410	410	410	410	410
资本公积	597	609	609	609	609
留存收益	-161	-201	-194	-149	-69
归母公司股东权益	847	820	825	871	951
少数股东权益	40	42	42	44	49
股东权益合计	887	862	868	916	1,000
负债和股东权益	1,068	1,186	1,276	1,373	1,530

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	-111	57	65	74	92
投资性现金流	-89	-193	57	-62	-58
融资性现金流	117	122	32	2	2
现金增加额	-84	-15	153	15	36

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	193	343	453	643	936
营业成本	71	141	181	257	374
营业税金及附加	1	2	3	4	6
销售费用	55	63	68	96	140
管理费用	120	95	91	116	150
财务费用	-1	2	0	-2	-2
资产减值损失	-15	-5	-1	-1	-1
投资收益	-4	-5	-2	-3	-5
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	-219	-69	8	59	104
其他非经营损益	-2	2	1	1	1
利润总额	-221	-68	9	60	105
所得税	-48	-24	2	12	21
净利润	-173	-43	7	48	84
少数股东损益	-11	-4	0	2	4
归母股东净利润	-162	-40	7	46	80

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	63.12%	58.92%	60.00%	60.00%	60.00%
销售净利率	-84.20%	-11.55%	1.52%	7.09%	8.53%
销售收入增长率	-0.77%	77.99%	32.07%	41.75%	45.60%
EBIT 增长率	-30.88%	71.73%	114.93%	533.06%	77.64%
净利润增长率	-24.18%	75.59%	117.44%	559.39%	75.06%
ROE	-19.17%	-4.83%	0.84%	5.23%	8.39%
ROA	-15.21%	-3.34%	0.54%	3.32%	5.21%
ROIC	-17.87%	-3.88%	0.72%	4.32%	7.08%
EPS(X)	-0.40	-0.10	0.02	0.11	0.19
PE(X)	—	—	530.28	80.42	45.94
PB(X)	2.76	6.28	4.44	4.21	3.85
PS(X)	12.14	14.99	8.09	5.70	3.92
EV/EBITDA(X)	-17.08	193.75	52.39	29.80	21.14

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。