

24H1 增速亮眼，Avinger 强化产品矩阵

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-27

主要观点：

● 事件：

2024 年 8 月 20 日，公司发布 2024 年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入 3.66 亿元 (+59.0%)，其中国内收入 3.55 亿元 (+58.3%)，海外收入 0.11 亿元 (+84.2%)；未经调整盈利 0.69 亿元，经调整盈利 0.78 亿元，公司首次实现经调整端盈利。

● 点评：

● 神经+外周介入快速增长，扭亏为盈趋势呈现

报告期内，公司神经血管介入产品实现收入 2.44 亿元 (+47%)，外周血管介入产品实现收入 1.21 亿元 (+88%)，外周介入占比提升至 33.0%；2022H1-2024H1 期间，公司实现整体收入 CAGR 55%，其中海外收入 CAGR 105%。同时，随着运营效率、规模效应逐渐显现，公司实现销售及分销开支费用率 22% (-11pct)、研发开支费用率 28% (-29pct)、行政开支费用率 12% (-10pct)，其中研发开支和行政开支绝对金额与同期相比呈下降趋势。未经调整盈利 0.69 亿元，经调整盈利 0.78 亿元，转亏为盈趋势呈现。

● 创新产品密集获批，持续夯实销售网络

公司目前产品总计 63 款，其中神经介入类 29 款（商业化 23 款，在研 6 款），外周介入和血管闭合类 34 款（商业化 21 款，在研 12 款）。报告期内，公司获批重磅产品包括麒麟 TM 血流导向密网支架、Penguin 静至髂静脉支架系统和血管缝合器；2023H1-2024H1 公司总计获批神经介入+外周介入新品 16 件，处于产品密集获批阶段。公司国内目前覆盖超过 3000 家医院，海外 22 个国家/地区实现商业化，公司有望凭借强大的产品网络与广泛的渠道覆盖，积极参与配合省际联盟集采（京津冀“3+N” A 组第一），实现商业化产品持续放量。

● 与 Avinger 战略合作，共同布局全球外周介入 OCT

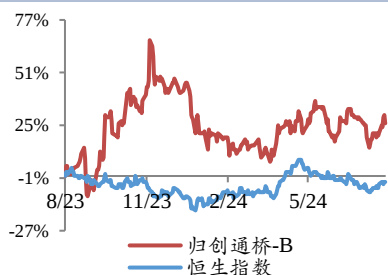
公司与 Avinger 签署独家授权协议，负责全产品在大中华地区本地化生产及销售权利，同时成为 Avinger 大中华地区外的生产制造商，公司将分两期支付不超过 1500 万美元的投资款项。Avinger 开发了全球唯一具备光学相干断层扫描 (OCT) 功能的设备及产品，其潜在美国市场规模约 7.6 亿美元，中国外周血管疾病 (PAD) 患者超过 4000 万人；公司具备现有 PAD 产品组合，可与 Avinger 系列形成优势互补，迎来外周介入精准治疗的国产化时代，提升潜在治疗市场渗透率。

● 投资建议

根据公司上半年整体业绩，我们上调盈利预测。预计公司 2024-2026 年营业收入有望分别实现 8.00/10.70/14.02 亿元（前预测值为 7.57/10.19/13.51 亿元），同比增长 52%/34%/31%；归母净利润分别

收盘价（港元）	11.20
近 12 个月最高/最低（港元）	14.66/7.20
总股本（百万股）	330
流通股本（百万股）	322
流通股比例（%）	97.64
总市值（亿港元）	37
流通市值（亿港元）	36

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】归创通桥-B (2190) 公司深度：构建神经+外周介入完整版图，步入产品收获期 2024-05-28
- 2.【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

实现 1.10/1.85/2.85 亿元（前预测值为 0.67/1.48/2.56 亿元），同比增长 239%/69%/54%；对应 EPS 为 0.33/0.56/0.86 元；对应 PE 倍数为 32/19/12X。维持“买入”评级。

● 风险提示

政策风险、在研产品获批不及预期风险、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	800	1070	1402
收入同比 (%)	58%	52%	34%	31%
归母净利润	-79	110	185	285
归母净利润同比 (%)	31%	239%	69%	54%
ROE (%)	-2.58%	3.47%	5.54%	7.85%
每股收益 (元)	-0.24	0.33	0.56	0.86
市盈率 (P/E)	-51.83	31.93	18.89	12.29

资料来源： ifind（2024 年 8 月 26 日），华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,717	1,847	2,076	2,398	营业收入	528	800	1,070	1,402
现金	1,087	1,500	1,993	2,543	其他收入	3	0	0	0
应收账款及票据	1	2	3	3	营业成本	143	220	296	398
存货	167	256	346	465	销售费用	164	184	235	307
其他	463	89	-266	-613	管理费用	114	125	144	161
非流动资产	1,659	1,804	1,939	2,102	研发费用	261	240	277	301
固定资产	539	643	755	885	财务费用	-78	-73	-56	-40
无形资产	15	30	46	65	除税前溢利	-79	110	185	285
其他	1,105	1,132	1,137	1,152	所得税	0	0	0	0
资产总计	3,376	3,652	4,015	4,501	净利润	-79	110	185	285
流动负债	318	477	654	855	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	50	83	122	159	归属母公司净利润	-79	110	185	285
应付账款及票据	28	38	53	70					
其他	240	355	479	626	EBIT	-157	37	129	245
非流动负债	11	18	18	18	EBITDA	-121	84	188	306
长期债务	0	0	0	0	EPS (元)	-0.24	0.33	0.56	0.86
其他	11	18	18	18					
负债合计	328	495	673	874	主要财务比率				
普通股股本	332	332	332	332	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
储备	2,803	2,912	3,097	3,382	成长能力				
归属母公司股东权益	3,047	3,157	3,342	3,627	营业收入	57.97%	51.63%	33.74%	30.98%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	30.66%	239.21%	69.00%	53.74%
股东权益合计	3,047	3,157	3,342	3,627	获利能力				
负债和股东权益	3,376	3,652	4,015	4,501	毛利率	72.95%	72.53%	72.30%	71.59%
					销售净利率	-14.92%	13.70%	17.31%	20.32%
现金流量表					ROE		-2.58%	3.47%	5.54%
单位:百万元					ROIC	-5.05%	1.14%	3.72%	6.47%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
经营活动现金流	98	119	265	333	资产负债率	9.73%	13.55%	16.76%	19.41%
净利润	-79	110	185	285	净负债比率	-34.02%	-44.86%	-55.98%	-65.72%
少数股东权益	0	0	0	0	流动比率	5.40	3.88	3.17	2.80
折旧摊销	36	47	59	61	速动比率	4.88	3.34	2.64	2.26
营运资金变动及其	141	-38	21	-13	营运能力				
投资活动现金流	-206	264	194	185	总资产周转率	0.16	0.23	0.28	0.33
资本支出	-191	-165	-188	-210	应收账款周转率	480.65	502.27	466.27	466.11
其他投资	-15	429	382	395	应付账款周转率	7.47	6.72	6.51	6.45
筹资活动现金流	-11	31	35	32	每股指标 (元)				
借款增加	44	33	39	37	每股收益	-0.24	0.33	0.56	0.86
普通股增加	-54	0	0	0	每股经营现金流	0.30	0.36	0.80	1.01
已付股利	0	0	0	0	每股净资产	9.17	9.56	10.12	10.98
其他	-1	-2	-4	-5	估值比率				
现金净增加额	-119	413	494	550	P/E	-51.83	31.93	18.89	12.29
					P/B	1.36	1.11	1.05	0.96
					EV/EBITDA	-25.68	24.85	8.69	3.64

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，华安证券研究所副所长，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人：钱琨，研究助理，主要负责医疗器械行业研究。上海交通大学医学本硕，曾任职于美敦力（上海）管理有限公司、某国产结构性心脏病公司。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。