

## 24H1 业绩符合预期，静待神介新品放量

### 投资要点

- 事件:** 公司公布 2024 半年度报告, 2024H1 实现营业收入 2.1 亿元(+32.5%), 归母净利润 0.08 亿元(+125.9%), 实现扭亏为盈; 其中, 2024Q2 营业收入 1.2 亿元(+39.2%); 归母净利润 0.05 亿元(+138.5%), 实现扭亏为盈, 业绩符合预期。
- 24H1 营收增速明显, 主要靠冠脉介入业务的带动。** 冠脉介入业务 24H1 营业收入 1.2 亿元(+70.8%), 主要系国家二轮冠脉支架带量集中采购政策落地实施的第二年, 两款进入集采范围的冠脉支架产品销量和冠脉球囊产品销量大幅增长所致; 1) 分季度看, 24Q1/Q2 单季度收入分别为 0.9/1.2 亿元(+24.5%/+39.2%); 2) 从盈利能力看, 2024H1 毛利率为 59.2%, 主要系球囊和支架产品的销量同比大幅增长带来的规模效应所致。销售费用率为 17.3%, 管理费用率 19.9%, 研发费用率为 31.9%, 财务费用率为 1%, 费用率下降明显。
- 神经介入陆续步入收获期, 多款重磅产品打开成长天花板。** 神经介入业务营业收入 0.91 亿(+2.7%), 主要系本神经介入球囊产品单价及销量下降并叠加颅内支架和 9 款神介新品销量增长等因素综合影响所致。公司神经介入产品在研项目涵盖了神经介入领域的缺血、出血及通路等方面。未来 2 款重磅产品将陆续帮助公司打开成长天花板, 1) 颅内自膨药物支架: 预计 2024Q4 上市, 主要用于颅内动脉粥样硬化狭窄手术; 2) 密网支架: 使用新型合金材料, 能够在 X 光下全显影, 该产品部分规格可兼容 0.017in 微导管释放, 可处理颅内远端中小血管的动脉瘤。预计 2025H1 获注册证, 商业化未来可期。两款产品预计 25 年放量。同时, 由于神经介入多款产品(例如取栓支架, 出血类产品, 通路类产品)相继步入集采, 后续预计神经介入产品将有集采降价压力。但由于部分子领域产品线竞争格局依旧较好, 创新性也较强, 未来出厂价及毛利率的下降是可控的。考虑到目前神经介入在成长周期, 行业 beta 仍旧存在。
- 推进海外销售, 加快国际化布局。** 国际化战略是公司应对国内介入耗材集采常态化的重要举措之一。公司在海外组织架构、人才培养、市场拓展、产品注册、临床试验和海外合作等方面持续进行布局。目前, 公司已经在欧美等成熟市场以及东南亚、非洲等新兴市场展开了海外业务。多款冠脉介入产品已在欧洲、美国、韩国、新加坡等多个国家获得注册证, 并逐步与当地经销商展开合作。
- 盈利预测及估值建议:** 预计公司 2024-2026 年营收复合增速有望达到 48.3%。考虑到公司冠脉支架入集采后放量趋势明显, 以及公司神经介入多款产品步入收获期, 公司业绩预计将迎来修复期。给予 2024 年 8 倍 PS 估值, 对应目标价 8.87 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 新产品研发失败或注册延迟的风险, 重要原材料供应风险, 海外市场运营风险及汇率风险。

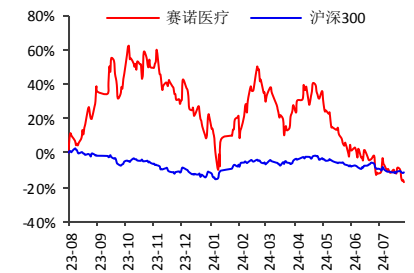
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	343.26	458.49	760.42	1118.68
增长率	77.99%	33.57%	65.85%	47.11%
归属母公司净利润(百万元)	-39.63	24.78	45.51	94.96
增长率	75.59%	162.52%	83.67%	108.67%
每股销售额(元)	0.83	1.11	1.84	2.71
净资产收益率 ROE	-5.04%	2.67%	4.37%	8.93%
PS	8.80	6.59	3.97	2.70
PB	3.69	3.55	3.39	3.09

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn  
联系人: 陈辰  
电话: 021-68416017  
邮箱: chch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	4.13
流通 A 股(亿股)	4.13
52 周内股价区间(元)	7.34-14.85
总市值(亿元)	30
总资产(亿元)	13.17
每股净资产(元)	2.11

### 相关研究

- 赛诺医疗(688108): 23 年业绩符合预期, 密网支架及自膨载药支架 25 年放量可期 (2024-05-07)
- 赛诺医疗(688108): 23Q3 业绩稳健, 多款产品将步入收获期 (2023-11-09)
- 赛诺医疗(688108): 冠脉支架入集采助力业绩修复, 神介多款产品将打开成长天花板 (2023-08-28)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：球囊——主要包括冠脉球囊及颅内球囊。预计 2024-2026 年收入将上涨 15%、18%、32%，其中“斜面旋切”棘突球囊预计 24 年集采入院放量，颅内球囊扩张导管预计后续有集采压力，考虑到产品结构占比变化以及颅内球囊集采后毛利率将会下降，预计 2024-2026 年毛利率为 64%、56%、53%。

假设 2：支架——支架主要包括冠脉支架（国内，国外）以及颅内支架（NOVA，自膨载药支架，密网支架等），其中冠脉支架国采后价格趋于稳定，预计后续 NOVA 支架随着神经介入集采扩围会有降价压力。预计 25 年自膨载药支架及密网支架讲陆续放量，自膨载药支架短期内有时间窗口期，密网支架 24H2 将在河北省牵头的省级联盟集采中集采。宏观来看，神经介入中创新性产品预计未来集采后对出厂价及毛利率下降的压力较轻，对竞争格局已经较为充分的单品价格下行压力较大。充分考虑到集采及时间窗口期，预计 2024-2026 年收入将上涨 47%、96%、53%。受到产品结构占比变化及集采影响，预计 2024-2026 年毛利率为 57%、60%、63%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
球囊类	收入	146	168	199	263
	增速	16.0%	15.1%	18.3%	32.1%
	毛利率	67.3%	63.9%	55.9%	52.8%
支架类	收入	190	279	547	838
	增速	184.5%	47.1%	96.2%	53.1%
	毛利率	52.3%	57.3%	60.3%	62.6%
其他	收入	7.7	12	14	18
	增速	-	50.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	62.2%	10.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	343	458	760	1,119
	增速	78.0%	33.6%	65.9%	47.1%
	毛利率	58.9%	58.5%	58.4%	59.6%

数据来源：Wind，西南证券

乐普医疗、归创通桥、微创脑科学都有介入类产品，与赛诺医疗的业务线相似。3 家可比公司 2024-2026 年平均 PS 分别为 4 倍、3 倍、2 倍。乐普医疗有心血管介入以及药品板块，涉猎产品线较广，与赛诺医疗神经介入板块同属于血管介入板块。心血管介入当中冠脉介入支架及球囊市场参与者较多，开展集采较为频繁。神经介入赛道属于血管介入中处于成长周期，行业增速较高的板块，因此神经介入行业估值较高。归创通桥主营神经介入及外周介入，微创脑科学主营神经介入，属于平台型企业。对标公司大多在港股，考虑到港股的流动性，可以适当给予赛诺医疗较高估值水平。考虑到赛诺医疗冠脉介入产品进入集采后迎来高增，神经介入创新产品陆续步入收获期，多款创新重磅单品打开成长天花板，未来成长性突出，给予公司 2024 年 8 倍 PS 估值，对应目标价 8.87 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价 (元)	每股营业收入 (元)			PS (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300003.SZ	乐普医疗	11.06	4.46	5.10	5.87	2	2	2
2190.HK	归创通桥-B	9.65	2.40	3.27	4.35	4	3	2
2172.HK	微创脑科学	6.37	1.48	1.93	2.51	4	3	3
平均值						4	3	2

数据来源：Wind，西南证券整理；股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	343.26	458.49	760.42	1118.68	净利润	-43.40	23.78	40.51	89.96
营业成本	141.03	190.16	316.30	451.99	折旧与摊销	75.47	40.09	42.02	44.01
营业税金及附加	2.26	3.21	5.32	7.83	财务费用	2.31	1.00	2.00	3.00
销售费用	63.20	79.00	134.30	174.59	资产减值损失	-4.61	-5.00	-5.00	-5.00
管理费用	94.57	113.48	158.88	222.43	经营营运资本变动	22.81	-18.09	-73.00	-77.17
财务费用	2.31	1.00	2.00	3.00	其他	4.26	-39.96	-46.50	-40.07
资产减值损失	-4.61	-5.00	-5.00	-5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>56.84</b>	<b>1.81</b>	<b>-39.97</b>	<b>14.72</b>
投资收益	-4.67	50.00	50.00	50.00	资本支出	-7.56	-80.00	-50.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-185.48	50.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	50.00	40.00	40.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-193.04</b>	<b>-30.00</b>	<b>0.00</b>	<b>10.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>-69.42</b>	<b>29.72</b>	<b>50.63</b>	<b>112.44</b>	短期借款	18.02	-8.55	-2.00	18.00
其他非经营损益	1.56	0.00	0.00	0.00	长期借款	50.30	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-67.86</b>	<b>29.72</b>	<b>50.63</b>	<b>112.44</b>	股权融资	12.05	0.00	0.00	0.00
所得税	-24.46	5.94	10.13	22.49	支付股利	0.00	7.93	-4.96	-9.10
净利润	-43.40	23.78	40.51	89.96	其他	41.95	-17.89	-2.00	-3.00
少数股东损益	-3.77	-1.00	-5.00	-5.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>122.32</b>	<b>-18.52</b>	<b>-8.96</b>	<b>5.90</b>
归属母公司股东净利润	-39.63	24.78	45.51	94.96	<b>现金流量净额</b>	<b>-14.78</b>	<b>-46.71</b>	<b>-48.93</b>	<b>30.62</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	188.64	141.93	93.01	123.62	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	28.38	64.05	99.89	141.66	销售收入增长率	77.99%	33.57%	65.85%	47.11%
存货	118.22	159.06	273.34	389.54	营业利润增长率	68.33%	142.81%	70.36%	122.08%
其他流动资产	8.94	11.94	19.80	29.12	净利润增长率	74.96%	154.78%	70.36%	122.08%
长期股权投资	14.00	14.00	14.00	14.00	EBITDA 增长率	105.75%	746.98%	33.68%	68.45%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	131.27	197.48	231.75	254.04	毛利率	58.92%	58.53%	58.41%	59.60%
无形资产和开发支出	385.23	363.34	341.45	319.56	三费率	46.63%	42.20%	38.82%	35.76%
其他非流动资产	311.15	306.74	302.33	297.92	净利率	-12.64%	5.19%	5.33%	8.04%
<b>资产总计</b>	<b>1185.82</b>	<b>1258.54</b>	<b>1375.57</b>	<b>1569.48</b>	ROE	-5.04%	2.67%	4.37%	8.93%
短期借款	53.55	45.00	43.00	61.00	ROA	-3.66%	1.89%	2.94%	5.73%
应付和预收款项	58.83	118.71	182.46	256.30	ROIC	-7.40%	4.24%	6.25%	11.75%
长期借款	50.30	50.30	50.30	50.30	EBITDA/销售收入	2.44%	15.44%	12.45%	14.25%
其他负债	161.49	153.14	172.88	194.10	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>324.17</b>	<b>367.16</b>	<b>448.64</b>	<b>561.70</b>	总资产周转率	0.30	0.38	0.58	0.76
股本	410.00	413.46	413.46	413.46	固定资产周转率	2.48	3.20	4.43	5.63
资本公积	608.92	605.47	605.47	605.47	应收账款周转率	19.93	21.85	18.88	19.14
留存收益	-200.94	-168.24	-127.68	-41.83	存货周转率	1.22	1.32	1.43	1.35
归属母公司股东权益	819.96	850.69	891.24	977.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.01%	—	—	—
少数股东权益	41.69	40.69	35.69	30.69	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>861.65</b>	<b>891.38</b>	<b>926.93</b>	<b>1007.78</b>	资产负债率	27.34%	29.17%	32.61%	35.79%
负债和股东权益合计	1185.82	1258.54	1375.57	1569.48	带息债务/总负债	32.04%	25.96%	20.80%	19.81%
					流动比率	2.28	1.94	1.76	1.76
					速动比率	1.49	1.12	0.77	0.76
					股利支付率	0.00%	-31.99%	10.89%	9.58%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.10	0.06	0.11	0.23
					每股净资产	1.98	2.06	2.16	2.36
					每股经营现金	0.14	0.00	-0.10	0.04
					每股股利	0.00	-0.02	0.01	0.02
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	8.36	70.81	94.66	159.45					
PE	-76.26	121.99	66.42	31.83					
PB	3.69	3.55	3.39	3.09					
PS	8.80	6.59	3.97	2.70					
EV/EBITDA	318.30	38.27	29.12	17.21					
股息率	0.00%	—	0.16%	0.30%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn

---