



沛嘉医疗 (9996.HK)：公司价值被市场低估，“出通”为短期压制股价最大因素

因恒生综合小型股指数进行成分股调整，公司于9月10日起被调出港股通名单。目前市场担忧主要反映在：1) 基本上担心TAVI植入量增速放缓、TAVI及神经介入行业竞争加剧与集采；2) 交易及资金面上担心港股通“出通”后对公司股价影响。我们认为对基本面的担忧已充分反映在此前股价回调中，短期对股价造成压制的最大因素为“出通”后交易层面的压力。此外我们认为市场对公司TAVI业务关注度更高，而未对快速增长的神经介入业务给予充分的估值，当前股价未真实反应公司价值。维持“买入”评级；目标价7.5港元。

公司价值被市场低估，关注潜在买入时点：因恒生综合小型股指数进行成分股调整，公司于9月10日起被调出港股通名单。目前市场的担忧主要反映在：1) 基本上担心TAVI植入量增速放缓、TAVI及神经介入行业竞争加剧与集采；2) 交易及资金面上担心“出通”对公司股价影响。我们认为对基本面的担忧已充分反映在此前股价回调中，短期压制股价的最大因素为“出通”后港股通持股的卖出压力。此外，我们认为市场对公司TAVI业务关注度更高，而部分忽略了公司神经介入业务的优异表现，未充分给予神经介入业务估值，公司价值被市场低估。**我们认为潜在的股价转折点及催化剂包括：**1) “出通”利空出尽（参考2024年3月“出通”医药标的股价表现，“出通”首月虽跑输医药指数，但“出通”第2个月开始有不同程度反弹，股价累计变动并非一定跑输指数；详见**图表3、图表4**）；2) 瓣膜集采落地并实现以价换量；3) 公司于2026年实现盈利；4) TaurusTrio等新品上市后迅速放量；5) 再次调入港股通。

1H24收入增速稍有放缓，但规模效应下，公司稳步减亏。公司1H24收入人民币3.0亿元（同比+34% YoY），其中：1) **心脏瓣膜：**1H24板块收入人民币1.3亿元（+21% YoY），植入量1,750例（+40% YoY），公司期内降低了出厂价，导致收入增速较植入量增速有所滞后。公司经股市占率较2023全年+3pcts至23%（按1H24行业植入量7,500例测算）；2) **神经介入：**1H24板块收入人民币1.7亿元（+46% YoY），出血/缺血/通路产品收入同比+73%/+28%/+46%，其中出血线因集采下弹簧圈迅速放量增长亮眼。受集采降价影响，神介板块毛利率同比下滑1.9pcts，但随着规模效应的体现，板块1H24首次录得盈利（营业利润率17%）。此外，公司近期成为暖阳医疗YonFlow密网支架大中华区独家分销商，该产品预计年内将于国内获批。公司1H24**归母净利润亏损7,128万元**（vs 1H23亏损2.1亿元），同比减亏66%。

当前股价未反应公司真实价值，维持“买入”评级，目标价7.5港元。我们继续采用DCF对公司进行估值（WACC: 10.8%；永续增长率: 2%），模型中假设心脏瓣膜将于2026年在全国大部分省份面临集采，目标价7.5港元（目标市值51亿港元，其中心脏瓣膜/神经介入业务目标估值23亿/28亿港元）。

投资风险：行业竞争加剧；集采影响超出预期；TAVR渗透率提升较慢；国际化进度不及预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	251	441	600	806	797
同比变动 (%)	84%	76%	36%	34%	-1%
归母净利润/ (亏损)	-408	-393	-137	-61	-68
PS (X)	7.1	4.1	3.0	2.2	2.3

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

胡泽宇, CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

2024年9月10日

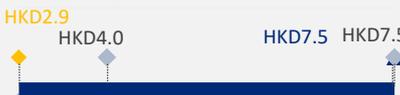
评级

买入

目标价(港元)	7.50
潜在升幅/降幅	+156%
目前股价(港元)	2.93
52周内股价区间(港元)	2.16-8.35
总市值(百万港元)	1,861
近3月日均成交额(百万)	14

注：数据截至2024年9月9日

市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

注：数据截至2024年9月9日

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

注：数据截至2024年9月9日

财务报表分析与预测 - 沛嘉医疗

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	251	441	600	806	797
心脏瓣膜	107	186	241	328	173
神经介入	144	256	358	478	624
销售成本	-75	-116	-172	-242	-280
毛利	176	325	427	564	517
销售及分销开支	-242	-325	-288	-322	-271
行政开支	-123	-142	-120	-125	-127
研发开支	-373	-293	-207	-217	-221
其他收入	13	20	20	15	15
其他亏损净额	107	-16	2	0	0
经营亏损	-443	-431	-165	-85	-88
财务收入	47	39	32	24	20
财务成本	-2	0	0	0	0
金融工具公允价值变动	0	0	0	0	0
除所得税前亏损	-398	-392	-134	-61	-68
所得税开支	-10	-1	-3	0	0
净利润	-408	-393	-137	-61	-68
非控股权益	0	0	0	0	0
归母净利润	-408	-393	-137	-61	-68

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
使用权资产	22	45	38	33	29
物业、厂房及器械	306	454	503	545	582
投资物业	7	0	0	0	0
无形资产	539	528	564	600	634
预付款项及其他应收款项	6	8	6	7	7
其他	429	400	320	326	333
非流动资产总值	1,309	1,434	1,431	1,511	1,585
存货	127	171	164	193	182
按公允价值计入损益的金融资产	72	77	90	99	109
预付款项及其他应收款项	139	194	270	242	199
现金及现金等价物	1,670	796	604	501	422
流动资产总值	2,007	1,237	1,128	1,035	912
资产总值	3,316	2,672	2,559	2,546	2,498
长期负债	71	204	220	220	220
向投资者发行的金融工具	0	0	0	0	0
租赁负债	2	1	1	1	2
递延税项负债	20	20	22	25	27
递延收入	2	13	14	16	17
贸易及其他应付款项	6	5	6	7	7
非流动负债总额	101	244	264	268	273
短期负债	56	14	32	32	32
租赁负债	3	3	3	3	3
贸易及其他应付款项	519	138	138	181	196
合约负债	0	0	0	0	0
流动负债总额	578	154	173	216	231
股本及股份溢价	6,370	6,359	6,359	6,359	6,359
持有的信托库存股份	-83	-54	-75	-75	-75
其他储备	64	74	80	80	80
累计亏损	-3,713	-4,105	-4,242	-4,303	-4,371
权益总额	2,638	2,274	2,122	2,061	1,993

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除所得税前年内亏损	-398	-392	-134	-61	-68
物业、厂房及器械及投资物业折旧	20	25	56	64	72
无形资产及使用权资产摊销/折旧	16	17	22	22	22
存货增加	-63	-44	7	-30	12
预付款项及其他应收款项变动	-62	29	-74	28	42
贸易及其他应付款项减少	194	-259	1	1	1
其他	-10	-3	-3	0	0
经营活动现金净额	-376	-583	-54	55	82
物业、厂房及器械付款	-130	-176	-105	-107	-109
无形资产付款	-72	-141	-50	-50	-50
其他	-261	-70	-2	-2	-2
投资活动现金净额	-463	-386	-157	-159	-161
股权融资	2	4	0	0	0
借款增加	127	90	35	0	0
其他	-11	-9	-15	0	0
融资活动现金净额	117	85	19	0	0
现金及现金等价物的增加净额	-722	-885	-192	-104	-78
年初的现金及现金等价物	2,296	1,670	796	604	501
现金及现金等价物汇兑损益	96	11	0	0	0
年末的现金及现金等价物	1,670	796	604	501	422

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	-0.61	-0.58	-0.20	-0.09	-0.10
每股销售额	0.37	0.65	0.88	1.19	1.17
每股净资产	3.92	3.35	3.12	3.03	2.93
同比变动					
收入	84%	76%	36%	34%	-1%
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
费用与利润率					
毛利率	70%	74%	71%	70%	65%
核心经营利润率	-224%	-99%	-31%	-12%	-13%
归母净利率	-163%	-89%	-23%	-8%	-9%
回报率					
平均股本回报率	-14%	-16%	-6%	-3%	-3%
平均资产回报率	-12%	-13%	-5%	-2%	-3%
财务杠杆					
流动比率 (x)	3.5	8.0	6.5	4.8	3.9
现金比率 (x)	2.9	5.2	3.5	2.3	1.8
负债/权益	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
估值					
市盈率 (x)	-4.4	-4.6	-13.3	-29.6	-26.6
市销率 (x)	7.1	4.1	3.0	2.2	2.3
市净率 (x)	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9

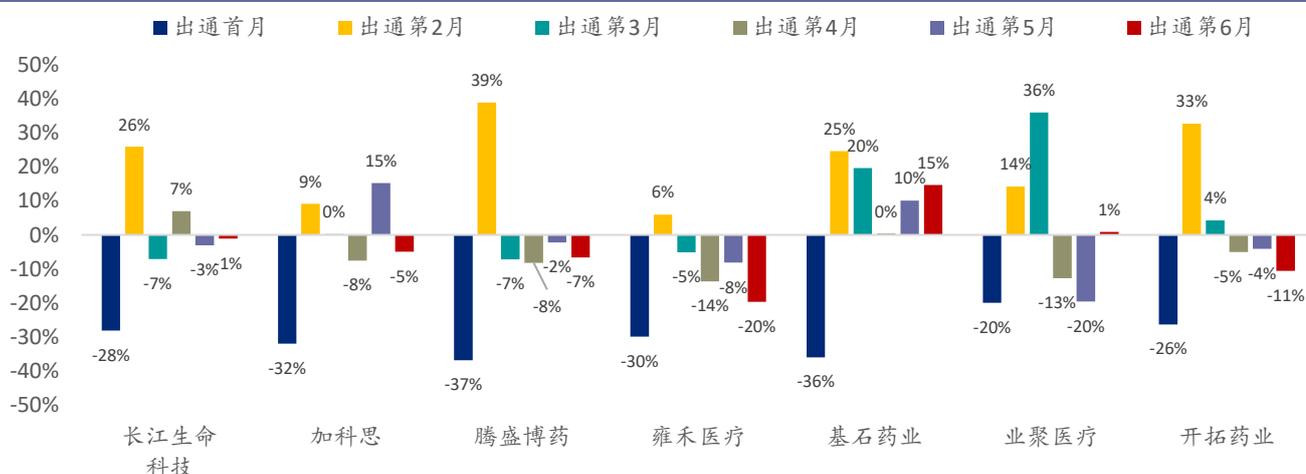
图表 2：主要可比公司财务及经营数据

	沛嘉医疗 (9996.HK)	启明医疗 (2500.HK)	心通医疗 (2160.HK)	归创通桥 (2190.HK)	微创脑科学 (2172.HK)
1H24 财务数据 (人民币)					
收入 (同比变动)	3.0 亿 (▲34%) 心脏瓣膜: 1.3 亿 (▲21%) 神经介入: 1.7 亿 (▲46%)	2.3 亿 (▼10%)	2.2 亿 (▲26%)	3.6 亿 (▲59%) 神经介入: 2.4 亿 (▲47%) 外周介入: 1.2 亿 (▲88%)	4.1 亿 (▲36%)
- 国内	-	2.0 亿 (▼14%)	2.1 亿 (▲26%)	3.5 亿 (▲58%)	3.8 亿 (▲34%)
- 海外	-	3,010 万 (▲34%)	813 万 (▲29%)	1,149 万 (▲84%)	2,812 万 (▲87%)
毛利率 (同比变动)	72.7% (▼4.3pcts) 心脏瓣膜: 81.8% (▼5.3pcts) 神经介入: 65.7% (▼1.9pcts)	78.8% (▲0.05pcts)	70.9% (▲4.8pcts)	71.3% (▼2.9pcts)	72.3% (▼5.5pcts)
销售费用 (同比变动; 费用率)	1.5 亿 (▼12%; 50%)	1.3 亿 (▼17%; 57%)	8,716 万 (▲0.4%; 39%)	7,998 万 (▲7%; 22%)	5,612 万 (▲0.4%; 14%)
研发费用 (同比变动; 费用率)	1.0 亿 (▼41%; 33%) 剔除 BD 相关研发: ▲21%	1.8 亿 (▼39%; 78%)	8,309 万 (▲24%; 37%)	1.0 亿 (▼22%; 28%)	4,835 万 (▲43%; 12%)
管理费用 (同比变动; 费用率)	6,263 万 (▲0.4%; 21%)	7,658 万 (▼2%; 33%)	3,176 万 (▲11%; 14%)	4,359 万 (▼13%; 12%)	2,876 万 (▲2.0%; 7%)
归母净利/亏损 (同比变动; 利润率)	亏损 7,128 万 (1H23: 亏损 2.1 亿)	亏损 2.1 亿 (1H23: 亏损 3.5 亿)	亏损 5,646 万 (1H23: 亏损 1.8 亿)	6,887 万 (1H23: 亏损 3,551 万)	1.4 亿 (▲124%; 35%)
现金及现金等价物 ⁽¹⁾	8.3 亿	5.0 亿	15.6 亿	23.3 亿	7.9 亿
1H24 核心运营数据					
TAVI 植入量	~1,750 例 (▲40%)	~2,300 例 (同比持平)	~2,200 例 (▲10%; 国内 ~2100 例)	-	-
TAVI 国内经股市占率 ⁽²⁾	23% (较 2023 全年▲3pcts)	31% (较 2023 全年▼4pcts)	28% (较 2023 全年▼2pcts)	-	-
入院数量	瓣膜: 582 (较 2023 年底▲93 家)	580+ 家 (较 2023 年底▲~30 家)	600+ 家 (较 2023 年底▲50 家)	-	-
销售团队人数	瓣膜/神介: 198 人/94 人 (较 2023 年底▼2 人/▲4 人)	未披露; 2023 年底~220 人	~200 人 (与 2023 年底基本持平)	-	-

注: (1)包括现金及现金等价物、已抵押存款、定期存款; (2)市占率按 1H24 全国商业经股植入量 7,500 例算;

资料来源: 公司资料、浦银国际

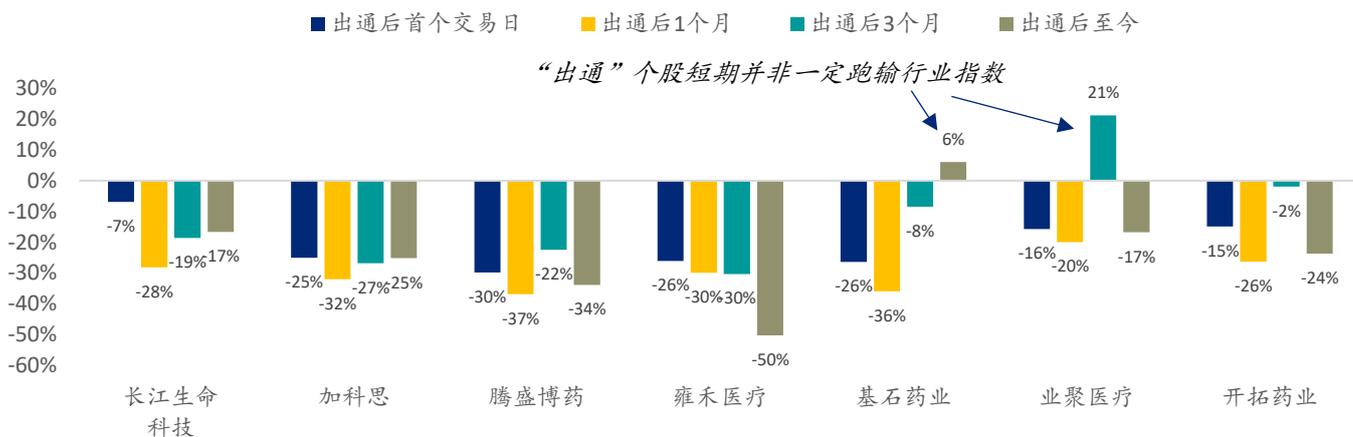
图表 3：2024 年 3 月被调出港股通的医药股 vs 恒生医疗保健指数表现 (单月表现)



注: 负数代表股价跑输恒生医疗保健指数比例, 正数代表跑赢指数比例; 未包含停牌的启明医疗;

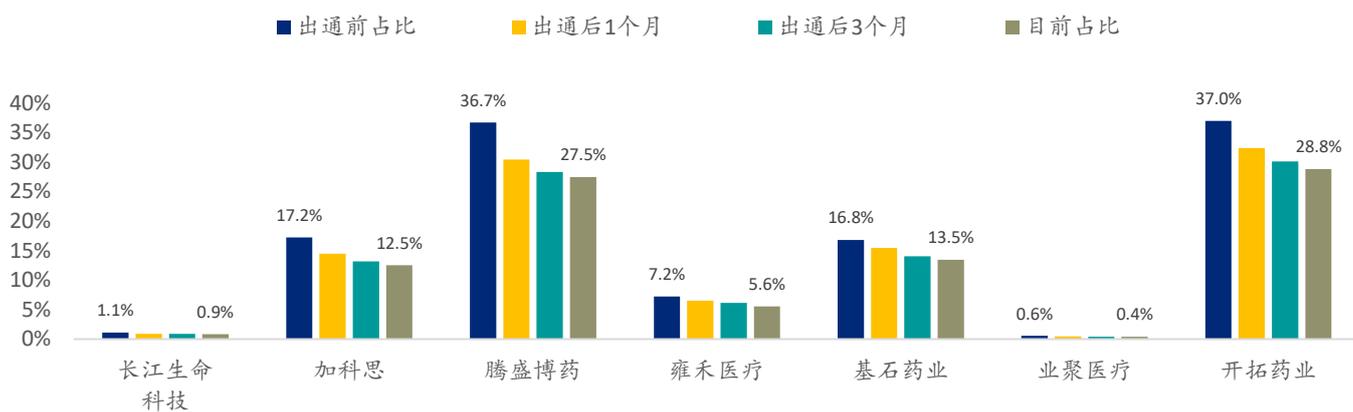
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4：2024 年 3 月被调出港股通的医药股 vs 恒生医疗保健指数表现（累计表现）



注：负数代表股价跑输恒生医疗保健指数比例，正数代表跑赢指数比例；未包含停牌的启明医疗；数据截至 2024 年 9 月 9 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：2024 年 3 月被调出港股通的医药股港股通持股占比



注：未包含停牌的启明医疗；数据截至 2024 年 9 月 9 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6：港股可比企业估值表

股票代码	公司名称	股价 (港元)	市值 (百万港元)	过去 1 个月股价变动 (%)	YTD 股价变动 (%)	市销率 PS (x)			收入 CAGR 2024-26E	PS/G
						2024E	2025E	2026E		
9996 HK	沛嘉医疗	2.93	1,990	21.6	(60.4)	2.8	2.1	1.7	28%	0.10
心脏瓣膜										
2500 HK	启明医疗	5.62	2,478	停牌	停牌	3.3	2.5	2.9	8%	0.42
2160 HK	心通医疗	0.62	1,496	(17.3)	(61.7)	3.0	2.4	1.8	29%	0.10
9877 HK	健世科技	2.37	989	(34.5)	(89.3)	NA	NA	NA	NA	NA
市值加权平均						3.2	2.4	2.5		0.30
神经介入										
2172 HK	微创脑科学	7.68	4,490	3.4	(37.3)	4.5	3.5	2.7	30%	0.15
2190 HK	归创通桥	11.16	3,679	9.4	(10.3)	4.1	3.0	2.2	37%	0.11
6609 HK	心玮医疗	15.02	583	(1.3)	(49.5)	1.9	1.4	1.1	29%	0.06
市值加权平均						4.2	3.1	2.4		0.13

注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2024 年 9 月 9 日收盘；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：沛嘉医疗产品管线 (1)

产品	类型	国内进展	海外进展	预计国内获批时间
心脏瓣膜介入治疗				
主动脉瓣（置换）				
1) TaurusOne（第1代）	自研	已获批	\	已获批（2021年4月）
2) TaurusElite（第2代）	自研	已获批	\	已获批（2021年6月）
3) TaurusMAX（第2.5代）	自研	已获批	\	已获批（2024年8月）
4) TaurusNXT“非醛交联”干瓣（第3代）	自研	注册性临床（已完成入组）	\	2025年底/2026年初
5) TaurusWave 冲击波球囊	自研	临床阶段（2021年10月完成首例入组）	\	2026年之后
6) TaurusApex 高分子瓣膜（第四代）	自研	临床前（动物试验）	\	2026年之后
7) Trilogy/Taurus Trio（AS&AR）	由 JenaValve 获得大中华权益（2021年12月；JenaValue 于2024年7月被 Edward Lifesciences 收购）	中国大陆：已于2024年3月完成注册临床入组；首5例注册临床患者平均器械时间20余分钟，最快10分钟 港澳：2023年5月完成首例商业化植入	AS&AR 已获得 CE 标志（沛嘉无海外权益）	2025年底/2026年初
二尖瓣（置换、修复）				
1) HighLife 经房置换系统	由 HighLife 获得大中华权益（2020年12月）	注册性临床（计划入组110人，2022年11月完成首例植入；中国分中心2023年5月完成首例植入，手术时常68分钟；截至1H23入组5-6例）	欧洲：注册性临床（沛嘉无海外权益）	2026年之后
2) Sutra 对合缘增强系统	沛嘉投资 Sutra Medical 并成为第二大股东（2021年8月）	\	临床前（动物试验）	2026年之后
3) GeminiOne 缘对缘修复系统 (适应症：中重度或重度 DMR)	自研	注册性临床（已完成入组）	\	2025年
三尖瓣（置换）				
1) MonarQ TTVR	与 inQB8 分别拥有50%权益（2021年6月）	\	临床阶段（2022年11月在丹麦完成 FIM 全球首例植入；预计 1H24E 美国 EFS 启动入组）	2026年之后
2) GeminiOne 缘对缘修复系统	自研	准备 FIM	\	2026年之后
配套产品				
1) TaurusAtlas 球囊扩张导管	自研	已获批（2021年4月）	\	已获批
2) TaurusAtlas Pro 球囊扩张导管	自研	已获批（2024年）	\	已获批
3) TaurusNavi 引导鞘管	自研	已获批（2021年4月）	\	已获批
4) TaurusExplora 硬导丝	自研	已获批（2021年4月）	\	已获批

注：“\”代表暂未公布相关计划
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 8：沛嘉医疗产品管线（2）

产品	类型	国内进展	海外进展	预计国内获批时间
神经介入治疗（2019年3月收购加奇生物）				
出血性产品				
1) Jasper 颅内可电解脱弹簧圈 (第一代可解脱弹簧圈)	自研	已获批	已获批：CE、 巴西、印尼、 尼瓜多尔	已获批（2009年6月）
2) Presgo 机械解脱弹簧圈 (第二代可解脱弹簧圈)	自研	已获批	已获批：CE、 巴西	已获批（2018年6月）
3) Jasper SS 可电解脱弹簧圈	自研	已获批	\	已获批（2021年6月）
4) NRcoil 热熔可解脱弹簧圈	自研	已获批	\	已获批（2023年8月）
5) Jasper 颅内可电解脱弹簧圈 II	自研	已提交上市申请	\	2024/25E
6) YonFlow 密网支架	作为暖阳医疗大中华独家分销商	已提交上市申请	\	2024/25E
6) CereStaller 颅内辅助支架	自研	注册临床	\	-
缺血性产品				
1) SacSpeed 球囊扩展导管	自研 (ICAD)	已获批	\	已获批（2020年8月）
2) Syphonet/申翼取栓支架	自研 (AIS)	已获批	\	已获批（2022年2月）
3) Tethys AS 血栓抽吸导管	自研 (AIS)	已获批	\	已获批（2022年5月）
4) Fastunnel 输送型球囊扩张导管 (前称 Neway 球囊微导管)	自研 (ICAD)	已获批	\	已获批（2022年5月）
5) Fluxcap 球囊导引导管	自研 (AIS)	已获批	\	已获批（2022年6月）
6) NeuroStellar 颅内支架	自研 (ICAD)	已提交上市申请	\	2025E
7) Tethys AS 抽吸导管 II (大内腔)	自研 (AIS)	已提交上市申请	\	2025E
8) Fastunnel 输送型球囊扩张导管 II	自研 (ICAD)	已提交上市申请	\	2025E
9) SacSpeed 球囊扩展导管 II	自研 (ICAD)	临床前 (设计阶段)	\	-
血管通路产品				
1) Jasper 弹簧圈分离控制盒	自研	已获批	\	已获批（2016年11月）
2) Presgo 微导丝	自研	已获批	已获批：CE、 巴西	已获批（2017年2月）
3) Presgo 微导管	自研	已获批	已获批：巴西	已获批（2017年8月）
4) Heraldor 导引导管 (易必达)	自研	已获批	\	已获批（2019年5月）
5) Tethys 中间导引导管	自研	已获批	\	已获批（2020年10月）
6) Heraldor DA 远端通路导引导管	自研	已获批	\	已获批（2021年6月）
7) DCwire 微导丝	自研	已获批	\	已获批（2023年6月）
8) Tethys 中间导引导管 II	自研	已提交上市申请	\	-
9) 桡动脉支撑导管	自研	临床前 (准备型检)	\	-
10) 输送器(大内腔)	自研	临床前 (准备型检)	\	-

注：“\”代表暂未公布相关计划
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 9: SPDBI 目标价: 沛嘉医疗 (9996.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

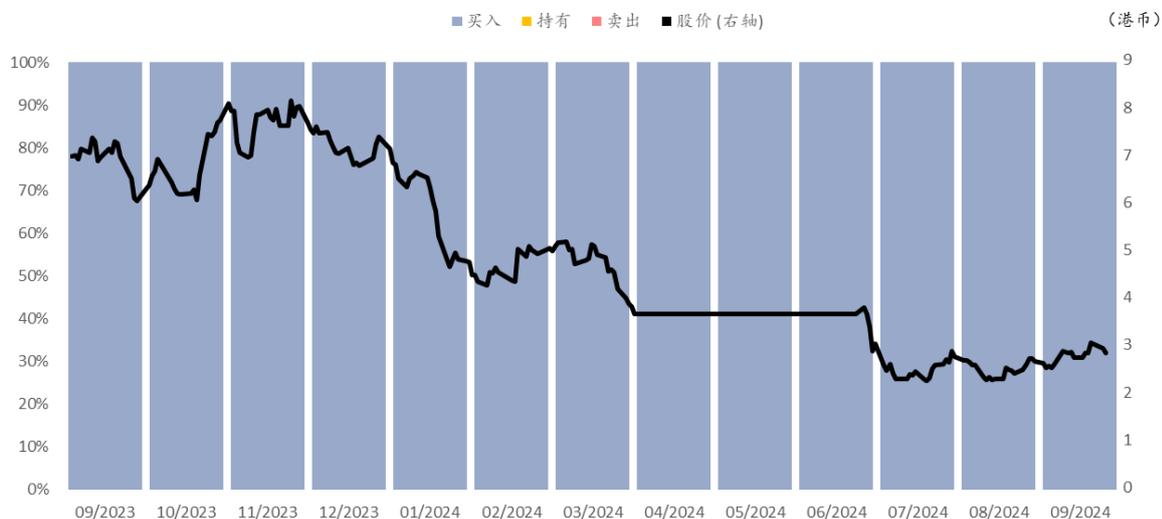
图表 10: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	26.9	买入	40.5	2024年8月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	17.3	买入	26.0	2024年8月1日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	15.3	买入	47.0	2024年8月7日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	20.0	买入	60.0	2024年8月7日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	193.3	买入	285.0	2024年8月8日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	115.6	买入	171.0	2024年8月8日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	146.2	买入	181.0	2024年8月8日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.6	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	23.4	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	12.5	持有	26.0	2024年8月19日	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	24.2	持有	35.0	2024年8月19日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	5.3	买入	8.0	2024年8月21日	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	11.0	买入	12.5	2024年8月21日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	41.8	买入	60.0	2024年8月29日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.4	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.4	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	55.8	买入	65.0	2024年9月9日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	2.3	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	36.2	买入	58.0	2024年8月29日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.1	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	23.1	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	32.3	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.1	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.1	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.4	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.1	买入	5.5	2024年8月13日	制药
2359 HK Equity	药明康德	36.0	买入	48.0	2024年7月30日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	39.4	买入	60.0	2024年7月30日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	9.3	买入	16.8	2024年8月28日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	20.2	持有	22.4	2024年8月28日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	11.3	持有	18.5	2024年8月22日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	240.5	买入	350.0	2024年9月2日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	6.5	买入	15.1	2024年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	2.9	买入	7.5	2024年9月10日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.6	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	7.7	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	19.6	买入	27.9	2024年8月23日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	11.2	买入	16.4	2024年8月21日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	351.9	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	8.2	买入	10.5	2024年9月4日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	2.9	持有	4.0	2024年5月28日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	9.5	持有	11.4	2024年8月22日	互联网医疗

注: 股价截至 2024 年 9 月 9 日;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

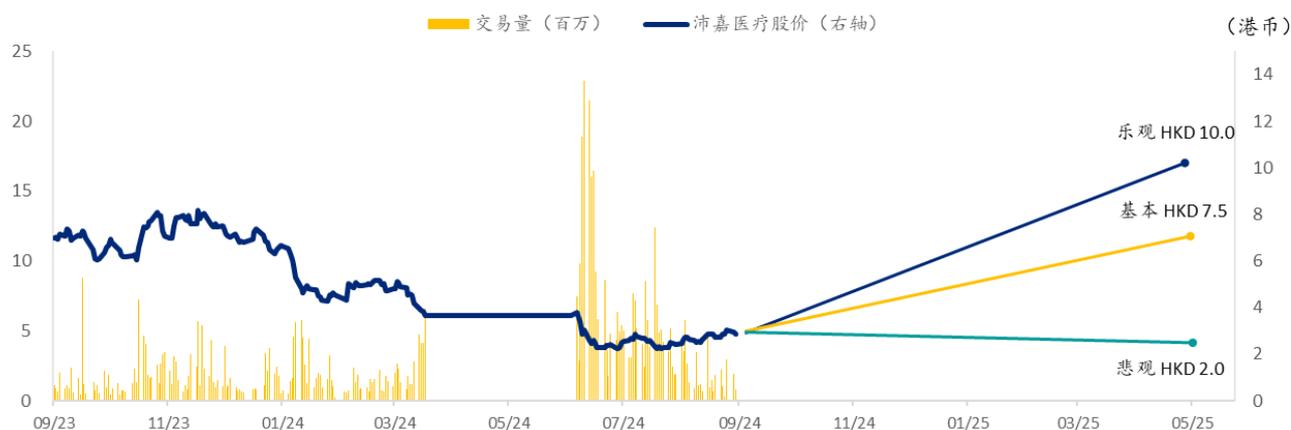
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 11: 沛嘉医疗市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: 沛嘉医疗 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 10.0 港元 (概率: 30%)

- TAVR 集采降幅温和
- TAVR 及神经介入竞争较预期温和, 产品降价幅度较预期小
- TAVR 及神经介入渗透率较预期提升快
- 海外市场拓展好于预期

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 2.0 港元 (概率: 20%)

- TAVR 集采降幅较大
- TAVR 及神经介入竞争较预期激烈, 产品降价幅度较预期大
- TAVR 及神经介入渗透率较预期提升慢
- 海外市场拓展差于预期

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义：

- “买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

- “超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

