

2024 年 10 月 21 日

赛诺医疗 (688108.SH)

—— 深耕血管介入领域十余年，创新有望迎来收获

买入 (首次覆盖)

证券分析师

刘闯
S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com林海霖
S1350524050002
linhailin@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

投资要点:

- **神介、冠脉双轨驱动成型，创新器械迈向全球化。**赛诺医疗成立于2007年，核心团队聚焦高值介入器械领域超过15年，神经介入、心血管冠脉业务形成双轨驱动，药物洗脱支架、自膨式颅内药物涂层支架等多款行业首创产品进入国内创新审批通道，深耕细作进入准入收获期，公司积极参与全球各地临床试验、准入认证，随着产品先后获批，有望在全球市场打造国产创新器械智造名牌。
- **脑卒中介入治疗渗透率较低，多款创新产品在途打造神介产品矩阵。**灼识咨询数据显示，2020年国内神经介入医疗器械市场规模为58亿元，2020-2026年复合增长率为20.1%，2026年有望达到176亿元，微创术式整体渗透率提高、患者数量提升是主要驱动力。公司2023年神经介入业务营业收入同比增长60.59%，颅内球囊、支架产品收入同比分别增长10.98%和277.96%。2021年，公司NOVA颅内药物洗脱支架以创新器械通道批准上市，降低ICAS效果显著，2023年NOVA产品销量同比增长超过4倍，创新产品逐步进入放量兑现期。公司自膨式颅内药物支架、涂层密网支架及其他多款创新产品处于入组、审批等不同阶段，长期神介全面解决方案平台有望形成。
- **集采中标夯实冠脉业务放量，全球试验产品力更进一步。**2022年国家冠脉支架集中带量的接续采购中，公司HT Supreme、HT Infinity分别中标，首年签约量约5万条，报量占比2%，并获得千余家医院的勾选。2023年，冠脉支架销量、产品入院数量均实现新高，冠脉业务收入同比增长99.1%，业务回暖显著。HT Supreme通过美国FDA上市前质量体系核查，获得欧盟MDR认证，欧美日全球多地临床试验稳步推进，PIONEER IV处于入组阶段，有望打开海外市场第二增长曲线。
- **盈利预测与估值。**我们预计2024-2026年公司总营收分别为4.80/7.07/9.41亿元，同比增长39.95%/47.20%/33.08%；2024-2026年归母净利润分别为0.03/0.48/1.06亿元，增速分别为108.11%/1379.33%/122.99%，当前股价对应的PS分别为9x、6x、5x。选取同为高值耗材厂家的微电生理-U、惠泰医疗、微创脑科学，基于公司支架、球囊产线品种持续丰富，产品力获得国内外用户认可，业务稳定增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**新品获批进度不及预期风险、国内集采风险、竞争加剧风险、新品推广不及预期风险。

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元人民币)	192.85	343.26	480.40	707.15	941.09
同比增长率 (%)	-0.77%	77.99%	39.95%	47.20%	33.08%
毛利率 (%)	63.12%	58.92%	62.00%	64.00%	68.00%
归母净利润 (百万元人民币)	-162.38	-39.63	3.21	47.52	105.97
同比增长率 (%)	-24.18%	75.59%	108.11%	1379.33%	122.99%
每股收益 (元人民币/股)	-0.39	-0.10	0.01	0.11	0.26
ROE (%)	-19.17%	-4.83%	0.39%	5.46%	10.85%
市盈率	-27	-109	1344	91	41

股票数据: 2024 年 10 月 18 日

收盘价 (元) 10.44
一年内最高/最低 (元) 14.85/7.27
总市值 (亿元) 43

投资案件

投资评级与估值

我们预计 2024-2026 年公司总营收分别为 4.80/7.07/9.41 亿元，同比增长 39.95%/47.20%/33.08%；2024-2026 年归母净利润分别为 0.03/0.48/1.06 亿元，增速分别为 108.11%/1379.33%/122.99%，当前股价对应的 PS 分别为 9x、6x、5x。

选取同为高值耗材厂家的微电生理-U、惠泰医疗、微创脑科学。基于公司支架、球囊产线品种持续丰富，产品力获得国内外用户认可，业务稳定增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 4.80/7.07/9.41 亿元，同比增长 39.95%/47.20%/33.08%，关键假设如下：

1) 支架业务：冠脉集采中标带动稳定采购需求，创新品种临床推广加强，终端认可提升，长期带来增量收入。预计 2024-2026 年支架业务收入增速分别为 30.82%、54.03%、42.15%；

2) 球囊业务：棘突球囊联盟集采中标，驱动新品提高市场份额，随着国内医疗终端持续复苏，产线整体增长平稳。预计 2024-2026 年球囊业务收入增速分别为 42.47%、34.62%、12.50%。

投资逻辑要点

赛诺医疗是国内领先的高值介入耗材厂家，心血管、脑血管业务并行，2020 年国内冠脉集中采购，因缺少集采品种未入选，导致表观收入下滑明显，公司在 2022 年集中带量的接续采购中多品类入选，主营业务显著回暖。公司多款产品进入国内创新审批通道，并在全球多个发达国家进行临床试验，长期有望产线、区域增长共振。

核心风险提示

新品获批进度不及预期风险、国内集采风险、竞争加剧风险、新品推广不及预期风险。

目录

1. 专注高端介入领域，创新品类打开成长边际	6
2. 创新器械品种助推神经介入诊疗	11
2.1 脑卒中诊疗需求大，微创术式渗透率持续提升	11
2.2 创新性产品先后获批，神介解决方案逐步成型	14
3. 集采中标冠脉业务复苏，全球布局提高成长上限	18
3.1 续采中标，冠脉支架业务恢复快速增长	19
3.2 国产棘突球囊上市，PCI 手术解决方案成型	21
3.3 创新品种进军全球市场	22
4. 盈利预测及估值	25

图表目录

图表 1：赛诺医疗主要产品.....	6
图表 2：公司发展历程.....	7
图表 3：2024.6 公司股权结构.....	7
图表 4：公司核心技术人员.....	8
图表 5：2016-2024H1 年公司收入(百万元)及增速(%).....	8
图表 6：2016-2024H1 年公司归母净利润(百万元)及增速(%).....	8
图表 7：2016-2024H1 年公司主营业务构成（百万元）.....	9
图表 8：2016-2024H1 年公司整体及产线毛利率（%）.....	9
图表 9：2016-2024H1 年公司净利率及费用率变化（%）.....	9
图表 10：2018-2023 年公司研发支出(百万元)及占比(%).....	10
图表 11：2019-2023 年研发人员数量及占比(%).....	10
图表 12：公司部分核心技术.....	10
图表 13：2019 年脑卒中治疗方式市场容量（亿元）.....	12
图表 14：脑卒中亚型常见术式及医疗器械.....	12
图表 15：2015-2026 年国内神经介入手术数量(千台).....	13
图表 16：2015-2026 年国内神经介入器械市场容量(亿元).....	14
图表 17：公司神经介入业务部分在研项目.....	14
图表 18：Neuro LPS 产品示意图.....	15
图表 19：NOVA DES 结构、功能设计.....	16
图表 20：药物释放与平滑肌增殖时间曲线一致.....	16
图表 21：NOVA DES 临床试验对比.....	16
图表 22：COMETIU 自膨式颅内药物支架产品特点.....	17
图表 23：部分公开 COMETIU 自膨式颅内药物支架临床评价结果.....	17
图表 24：颅内动脉瘤涂层血流导向涂层密网支架产品特点.....	18
图表 25：2021-2023 年神经介入收入(亿元).....	18
图表 26：冠心病病因.....	19
图表 27：PCI 治疗示意图.....	19

图表 28 : 2016-2030 年国内 PCI 手术量及预测(千台)	19
图表 29 : 2015-2030 年全球 PCI 手术器械市场规模(亿美元).....	19
图表 30 : HT Supreme 结构设计突出支撑性、稳定性	20
图表 31 : HT INFINITY 独特愈合机制	20
图表 32 : 2022 年冠脉支架集中带量接续采购规则	20
图表 33 : 2022 年冠脉支架集中带量采购申报量占比	21
图表 34 : 螺旋棘突球囊结构设计优势	22
图表 35 : 螺旋棘突球囊临床对比结果	22
图表 36 : “3+N” 联盟冠脉扩张球囊报量占比	22
图表 37 : 2015-2030 年美国冠状动脉疾病患者数量(百万人)	23
图表 38 : 2015-2030 年美国 PCI 手术量(万例)及渗透率(%)	23
图表 39 : PIONEER 研究规划	23
图表 40 : HT Supreme 植入后可以缩短双抗药物使用时长	24
图表 41 : HT Supreme 靶病变失败率一年随访统计	25
图表 42 : HT Supreme 次要终点一年随访统计	25
图表 43 : 2024-2026 年赛诺医疗收入预测 (百万元)	25
图表 44 : 可比公司估值情况	26

1. 专注高端介入领域，创新品类打开成长边际

赛诺医疗 2007 年在天津经济技术开发区创立，公司专注于高端介入医疗器械研发、生产、销售，形成心血管、脑血管、结构性心脏病等三大介入重点领域，合计 22 款在售产品，其中冠脉药物支架、冠脉球囊、颅内快速交换球囊、颅内药物洗脱支架等产品，累计使用近 200 万个，进入三千余家医院。公司先后承担多个国家级、省级科研项目，包括“十三五”国家重点研发计划课题，2009 年获得高新技术企业认定，并先后获评专精特新“小巨人”企业、“2023 中国隐形独角兽 500 强”等荣誉，产品创新和公司品牌得到认可。

图表 1：赛诺医疗主要产品

领域	品种	型号
心血管介入	冠脉药物洗脱支架系统	HT INFINITY 复钽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	OLLIEE 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	缺血狭窄类	Neuro RX 颅内球囊扩张导管
		Neuro LPS 颅内球囊扩张导管
		NOVA DES 颅内药物洗脱支架系统
		COMETIU 自膨式颅内药物支架
	出血类	颅内动脉瘤涂层血流导向装置（密网支架）
	急诊取栓类	Rayline 微导管
		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	
通路类	OPTIMUS 输送导管	
	APEX TRA SYSTEM 桡动脉通路导引系统	
	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：赛诺医疗官网，华源证券研究

2001 年，赛诺医疗前身，北京福基阳光科技成立，通过球囊导管、金属裸支架等产品布局介入领域。2010-2021 年，公司核心产品稳步落地，生物降解药物涂层冠脉支架 BuMA、颅内球囊导管 Neuro RX、颅内球囊扩张导管 Neuro LPS、冠脉药物洗脱支架 HT

Supreme、颅内药物洗脱支架 NOVA DES，先后取得国内注册证，从探索到创新，心血管、神经介入两大产线协同并行，2022-2023 年，公司多款支架、球囊等获批，管线进入收获阶段。

公司各类产品积极参与全球各地临床研究，先后获得美国 FDA、欧盟 CE、泰国、印度尼西亚认证，并在 2018 年，建立以香港、美国、日本、欧洲子公司为代表的海外运营平台，为长期海外推广布局。

图表 2：公司发展历程



资料来源：赛诺医疗官网，华源证券研究

截至 2024 年 6 月，赛诺董事长孙箭华通过天津伟信阳光间接持股 17.38%，以阳光广业、阳光德业、阳光永业的一致行动人控制公司 6.11%的股权，合计控制公司 23.49%的股权。

公司目前有 9 家子公司，持有赛诺神畅 73.85%股权，主要负责神经介入业务；全资控股赛诺心畅布局心脏瓣膜；其他境外子公司以开展临床试验为主，并为后续境外推广做铺垫。

图表 3：2024.6 公司股权结构



资料来源：Wind，华源证券研究

公司核心技术高管具有丰富产业经验，董事长、总经理孙箭华为美国佛罗里达州立大学分子生物物理学博士，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”，2001年创建北京福基阳光科技，开辟介入器械业务，2007年成立赛诺医疗，公司核心技术团队成员履历均为福基阳光、赛诺医疗，稳定合作超过15年。

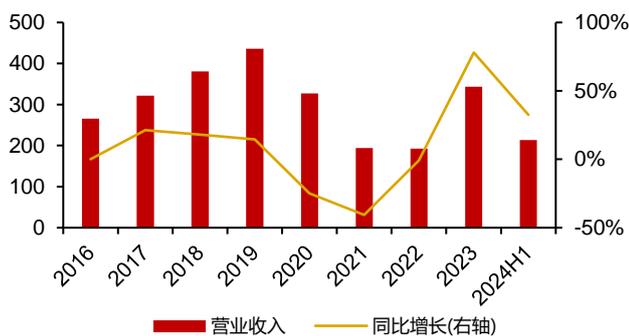
图表 4：公司核心技术人员

姓名	职位	主要经历
孙箭华	董事长、总经理	<ul style="list-style-type: none"> 北京大学生化专业本硕、美国佛罗里达州立大学分子生物物理学博士，京津冀生物医药产业化示范区创业领军人才。 1991-2000年，先后在美国 Scripps Research Institute 从事博士后工作、美国 Terion Industries 公司技术总监 2001年创建北京福基阳光科技任总经理，2007年创建赛诺医疗，现任董事长、总经理。
康小然	副总经理、赛诺神畅总经理	<ul style="list-style-type: none"> 同济大学材料科学与工程专业学士 2007-2009年，任北京福基阳光科技研发工程师 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，赛诺神畅总经理。
蔡文彬	研发总监、监事	<ul style="list-style-type: none"> 天津大学机械设计制造及自动化专业学士。 2006-2007年，任北京福基阳光科技研发工程师 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，担任赛诺神畅研发总监，赛诺医疗董事
李天竹	赛诺心畅研发总监、监事	<ul style="list-style-type: none"> 吉林大学高分子材料与工程专业 2006-2007年，任北京福基阳光科技研发工程师 2007-2020年，历任赛诺医疗研发经理，研发总监 2021年起，担任赛诺心畅研发总监，赛诺医疗董事

资料来源：ifind，华源证券研究

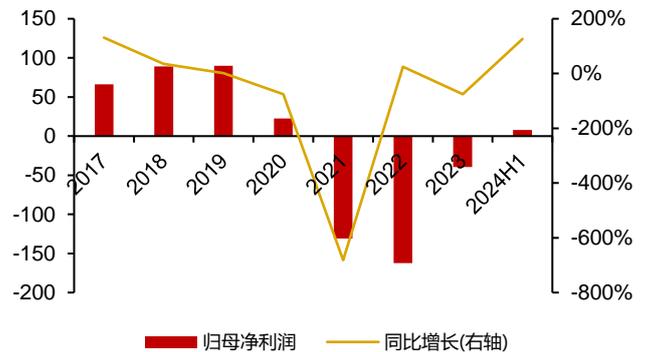
2023年公司收入3.43亿元，同比增长77.99%，主要因冠脉药物洗脱支架入围国家集中带量采购，进入集采执行第一年，冠脉支架销量较上年同期增长近5倍。2020-2022年，收入下滑主要因冠脉支架产品未纳入集采，核心业务影响较大。同期归母净利润-0.40亿元，同比亏损缩减75.59%，主要因收入体量增长，产品规模效应提升使得成本有所下降，但集采品种目前成本下降幅度小于单价下降，叠加其他费用导致利润仍处于亏损状态，2024H1，公司实现归母净利润766.20万，实现扭亏。

图表 5：2016-2024H1 年公司收入(百万元)及增速(%)



资料来源：ifind，华源证券研究

图表 6：2016-2024H1 年公司归母净利润(百万元)及增速(%)



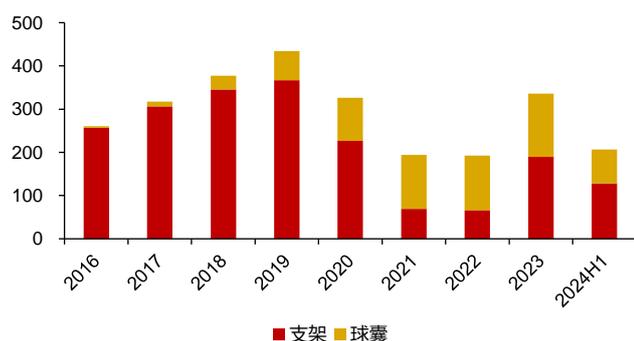
资料来源：ifind，华源证券研究

2023年，公司支架业务收入1.90亿，同比增长184.53%，球囊业务收入1.46亿，同比增长15.96%，核心业务均保持高速增长，2024H1，支架业务收入1.28亿元，同比增长55.70%。以临床领域划分，2023年冠脉介入同比增长99.10%，集采入围带动销量增长；

神经介入业务同比增长 60.59%，其中颅内球囊和颅内支架产品营业收入同比分别增长 10.98%和 277.96%

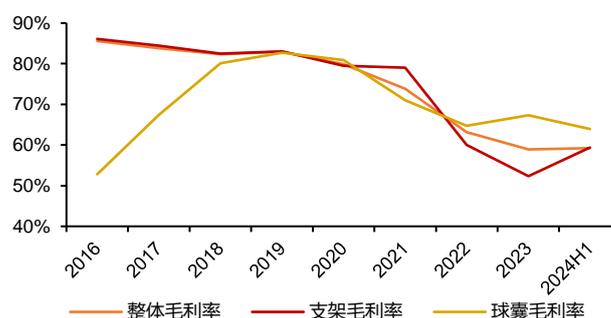
2016-2020 年，公司整体毛利率基本维持 80%以上，2020-2022 年，毛利率从 79.90% 下滑至 63.12%，主要是冠脉集采未入选，销量下滑明显，规模效应降低导致毛利率下降，2024H1 毛利率为 59.20%，较 2020 年仍有差距，但相比 2023 年毛利率有所提升，主要因集采中标单价调整。

图表 7：2016-2024H1 公司主营业务构成（百万元）



资料来源：ifind，华源证券研究

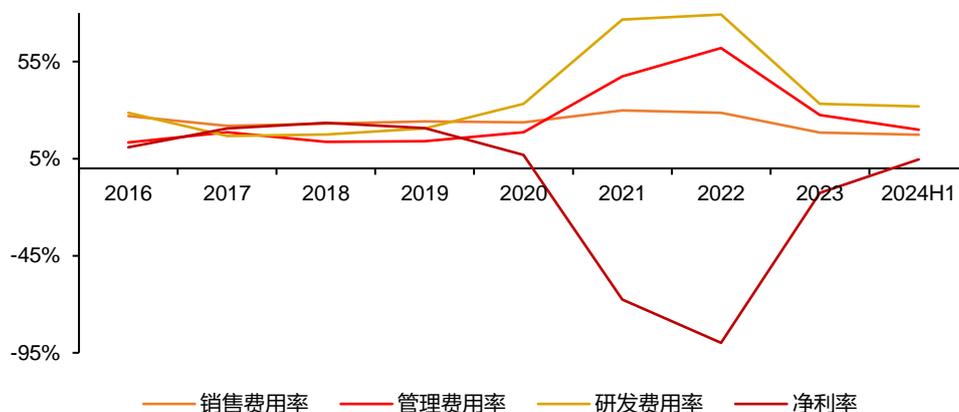
图表 8：2016-2024H1 公司整体及产线毛利率（%）



资料来源：ifind，华源证券研究

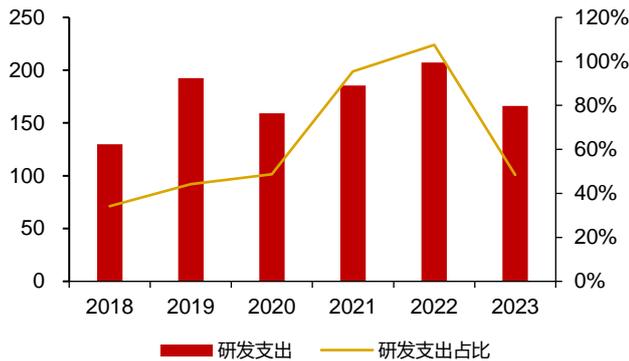
公司处于业务快速发展阶段，2016-2022 年，销售费用率在 21-30%水平，2023 年销售费用提升 14.42%，主要因推广活动增加所致，占比随收入提升下降 10.23%。2021-2022 年，管理费用及研发费用提升较大，主要因研发项目增多、子公司赛诺神畅费用并表，导致费率较高；2023 年，管理、研发费用率分别为 27.55%、33.24%，同比下降分别 34.43pct、45.99pct，子公司赛诺神畅转投产后，生产运营成本不在管理费用列支，计入生产成本。2024H1，公司管理费用率进一步下降，净利率转正至 4.57%。

图表 9：2016-2024H1 年公司净利率及费用率变化（%）

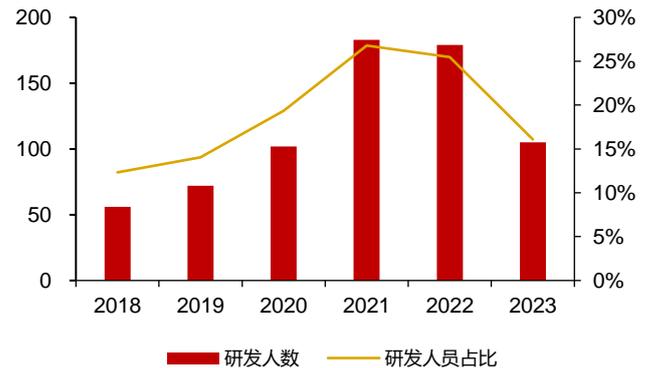


资料来源：ifind，华源证券研究

公司重视产品布局，持续加大研发投入，2021-2023 年，研发支出分别为 1.85、2.07、1.66 亿元，研发支出占收入比例持续处于较高水平，2023 年，因项目减少或进入关键里程碑，研发材料、动物试验费用均明显减少。2018-2021 年，公司研发人员数量持续提升，2022 年达到 179 人，占总员工比例为 25.46%，2023 年随着冠脉支架进入集采、神经介入子公司开始量产，对人员结构进行优化。

图表 10：2018-2023 年公司研发支出(百万元)及占比(%)


资料来源：ifind，华源证券研究

图表 11：2019-2023 年研发人员数量及占比(%)


资料来源：ifind，华源证券研究

通过持续研发投入，公司打造多项核心技术，包括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，形成核心专利壁垒，自动化及智能化制造平台、支架设计及制造工艺平台、球囊导管/输送器工艺平台为技术工业化稳定生产提供稳定基础。

图表 12：公司部分核心技术

核心技术	技术先进性及具体表征	专利或其他技术保护措施	在主要产品中的应用
血管含药植入物设计技术	公司首次提出了“愈合窗口期”理论并建立了适用于血管含药植入器械产品设计要求及关键标示物体系，并形成全球专利保护。为设计、生产新一代既能治疗再狭窄同时预防晚期血栓形成的药物支架提供新的技术方向，产品在内膜覆盖及功能性愈合修复上具有显著优势	自主专利	该技术已应用于 BuMA 系列药物洗脱支架，NOVA 颅内药物支架产品及 HT 系列药物洗脱支架系统
纳米级界面涂层技术	公司拥有可工业化纳米级界面涂层技术、自动化 MCG 界面涂层设备，可广泛应用在导体、半导体或高分子表面。电化学接枝的反应方式确保表面涂层均一、抑制支架内重金属元素释放、生物相容性好，提高药物涂层载体在支架装载、体内输送及扩张稳定性	自主专利、独占许可	该技术应用于 BuMA 系列生物降解药物涂层冠脉支架系统、NOVA 颅内药物支架产品及 HT 系列药物洗脱支架系统。长期植入后微粒释放水平仍持续满足药典规定的静脉输液级别要求，达到国际领先水平。
定时药物控释技术	公司已具备定时药物控释技术及 LPN 喷涂工艺平台，并自主开发自动化生产设备。在药物释放控制、涂层完整性、均一性方面均具有独特优势。该技术可实现药物在血管壁吸收与血管受损增生的同步释放—抑制效果	自主专利	该技术应用于 BuMA 系列生物降解药物涂层冠脉支架系统、HT 系列药物洗脱支架系统及 NOVA 颅内药物支架系统。血管壁药物浓度同平滑肌细胞增生周期同步，利于植入后短期的内膜修复。
支架设计及制造工艺平台	公司具备完整的血管及非血管支架设计及制造工艺平台，覆盖从支架设计、切割、编织、酸洗抛光、支架热处理、支架装载等全部工艺环节	自主专利、技术秘密	该技术应用于 BuMA 系列生物降解药物涂层冠脉支架系统、HT 系列药物洗脱支架系统及 NOVA 颅内药物支架系统。该技术平台为支架构型设计、

			涂层设计、支架装载工艺研究提供保证，缩短产品的开发周期、提高产品设计质量。
球囊导管/输送器工艺平台	公司已建立完备的球囊导管及输送器工艺平台，球囊导管输送器为支架系统的核心组成部分，其工艺水平及技术成熟度对于产品满足临床使用性能起到至关重要作用。本工艺平台覆盖球囊成型、激光焊接、球囊折叠、亲水涂层等核心环节。	自主专利、技术秘密	该技术应用于 BuMA 系列生物降解药物涂层冠脉支架系统、HT 系列药物洗脱支架系统及 NOVA 颅内药物支架系统，Neuro RX 颅内球囊扩张导管，PTCA 球囊扩张导管，非顺应性 PTCA 球囊扩张导管。该技术平台为多种球囊导管、支架输送系统的工艺开发提供支持。
镁合金全降解支架技术	在 JDBM 特种镁合金材料基础上，结合本公司药物支架核心技术平台，可降解支架可保持植入后 3 至 6 个月的机械支撑，1 年后全部降解吸收，同时支架小梁壁厚可控制在 120 微米以下，解决血管舒缩和内皮延迟修复的问题。	自主专利、独占许可	该技术应用于在研产品镁合金可降解药物支架系统。公司以该平台为支持，已攻克镁合金慢速降解技术、镁合金平台支架设计及制造工艺技术。
自动化、智能化制造平台	公司建立了自动化智能化技术平台，如产品图像自动化采集、测量、统计、决策，材料缺陷自动识别、自动化物料转递、自动装配等自动化、智能化基础平台。	技术秘密	该平台智能化设备可用于所有产品线的关键生产和检测过程。智能化设备可有效保证产品生产的一致性，检测数据的精准性。为公司产品线扩张、关键工序智能化、关键岗位机器人替代、生产过程智能优化控制、供应链优化提供支持。
高分子管材挤出平台	公司建立全套进口管材挤出设备，具备不同材料，单层管、双层管、多腔管的制作加工能力。可不断优化管材设计，实现产品不同的性能需求。	技术秘密	该平台可用于所有通路产品线的上游材料制备，包括抽吸导管，远端通路导管，微导管，挠动脉入路导管，颅内球囊导管，颅内输送器等产品。为产品快速研发迭代，量产成本控制提供支持。
导管设计制作及精密加工平台	公司建立完整的导管设计，导管编织，导管绕簧工艺能力，配备多种导管编织机，可进行不同密度，不同硬度的设计和加工，及时响应临床需求。	技术秘密	该平台可用于所有通路产品线的上游材料制备，包括抽吸导管，远端通路导管，微导管，挠动脉入路导管等产品。为产品快速研发迭代，量产成本控制提供支持。

资料来源：公司公告，华源证券研究

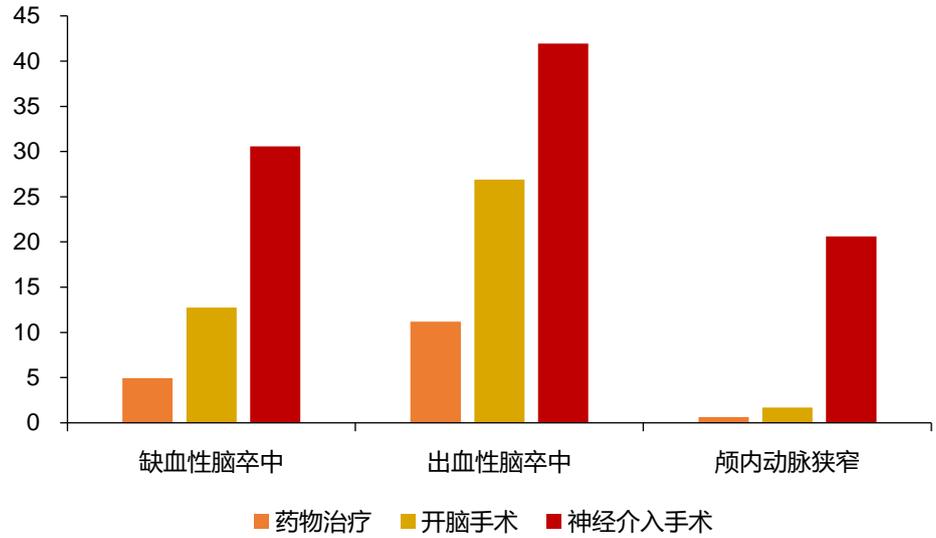
2. 创新器械品种助推神经介入诊疗

2.1 脑卒中诊疗需求大，微创术式渗透率持续提升

脑卒中，又称为“中风”，是一种急性脑血管疾病，主要是由于脑部血管破裂、阻塞导致血液无法流入大脑引起局部损伤的疾病，主要包括缺血性和出血性卒中。缺血性卒中的发病率高于出血性卒中，颅内动脉狭窄、房颤是缺血性脑卒中主要诱因。临床症状表现为脸部不对称、手臂无力、失语、认知障碍等，具有高发病率、高死亡率、高复发率等特点。

《中国脑卒中防治报告(2023)》显示，国内 40 岁及以上人群脑卒中标准化患病率由 2022 年的 1.89% 上升至 2023 年的 2.19%，现有脑卒中人数达 1242 万。目前主要治疗方案主要有静脉溶栓、开颅手术、神经介入微创手术等，神经介入因其创口小、恢复快、直接给药等特点，逐步成为主要治疗方式。

图表 13: 2019 年脑卒中治疗方式市场容量 (亿元)



资料来源: 灼识咨询, 心玮医疗招股书, 华源证券研究

缺血性脑卒中主要以去栓治疗方式为主, 如捕捉凝块、负压抽吸凝块, 涉及取栓支架、远端通路导管、微导管等; 出血性脑卒中中以动脉瘤弹簧圈栓塞术、动脉瘤支架栓塞术为代表, 包括栓塞弹簧圈、辅助球囊、血流重建支架等器械耗材; 颅内动脉狭窄主要采用球囊/支架成形术, 通过球囊、支架重构受阻动脉。

图表 14: 脑卒中亚型常见术式及医疗器械

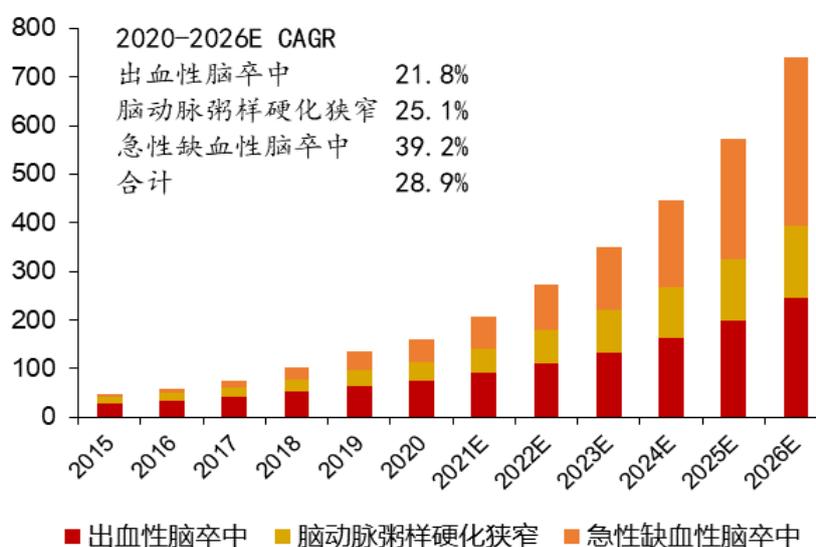
缺血性脑卒中		预防缺血性脑卒中	
<p>取栓</p> <ul style="list-style-type: none"> 捕捉及移除患者脑动脉内的凝块。 所使用的主要器械: 取栓支架、远端通路导管、微导管及封堵球囊导管。 施加负压, 以便从患者动脉中吸出凝块。 所使用的主要器械: 抽吸导管及泵、远端通路导管、微导管及封堵球囊导管。 	<p>左心耳封堵术</p> <ul style="list-style-type: none"> 植入并封堵左心耳的开口。 所使用的主要器械: 左心耳封堵器及一般通路器械。 	<p>心脏消融术</p> <ul style="list-style-type: none"> 消融心脏组织, 从而恢复正常心律。 所使用的主要器械: 心脏消融术适用的导管及器械以及一般通路器械。 	
出血性脑卒中		颅内动脉狭窄	
<p>动脉瘤弹簧圈栓塞术</p> <ul style="list-style-type: none"> 透过将弹簧圈填充动脉瘤, 阻止血液流入其内。 所使用的主要器械: 栓塞弹簧圈、栓塞辅助球囊、血流重建支架。 	<p>动脉瘤支架栓塞术</p> <ul style="list-style-type: none"> 透过植入支架, 将流向动脉瘤的血流导向别处。 所使用的主要器械: 血流导向装置及一般通路器械。 	<p>球囊/支架成形术</p> <ul style="list-style-type: none"> 利用裸球囊导管或支架压缩斑块及扩大收窄或受阻的动脉。 所使用的主要器械: 球囊扩张导管及一般通路器械。 将涂在球囊/支架表面的抗增生药物释放到血管壁, 从而阻止再狭窄。 所使用的主要器械: 药物洗脱球囊/支架及一般通路器械。 	

资料来源: 灼识咨询, 心玮医疗招股书, 华源证券研究

2015-2020 年，国内神经介入手术数量从 46,200 台增长至 161,400 台，复合年增长率为 28.4%，预计 2026 年有望达到 740,500 台，脑卒中发病率提升、患者意识增强，以及微创术式的不断成熟，使得 2020-2026 年神经介入手术数量增长率维持较快增长。出血性脑卒中手术在国内较为普遍，2020 年占比达到 46.41%，但其他介入手术发展速度更快，占比不断提升。

三类脑卒中神经介入术式渗透率均有较大提升空间，2020 年出血性脑卒中、急性缺血性脑卒中、脑动脉粥样硬化狭窄手术渗透率分别为 9.1%、2.7%、1.0%，整体手术量较患者数量仍处于较低水平，渗透率提升是驱动行业增长重要因素之一。

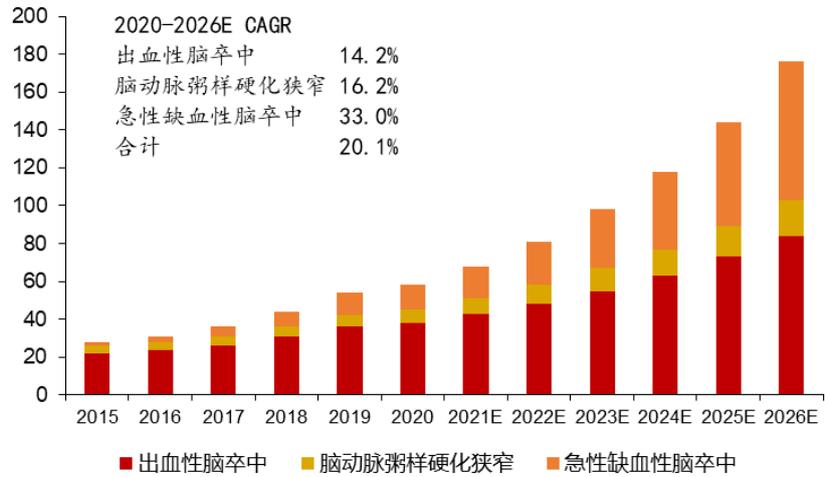
图表 15：2015-2026 年国内神经介入手术数量(千台)



资料来源：灼识咨询，微创脑科学招股书，华源证券研究

2020 年，国内神经介入医疗器械市场规模为 58 亿，2020-2026 年复合年增长率为 20.1%，因术式成熟度提升和患者数量的增加，增速较 2015-2020 年有所提升，预计到 2026 年市场规模达到 176 亿。2020 年，出血性脑卒中医疗器械市场规模 38 亿，占比 65.5%，预计 2026 年达到 84 亿；缺血性脑卒中增速最快，2020-2026 年复合年增长率为 33.0%，预计 2026 年达到 73 亿。

图表 16: 2015-2026 年国内神经介入器械市场容量(亿元)



资料来源: 灼识咨询, 微创脑科学招股书, 华源证券研究

2.2 创新性产品先后获批, 神介解决方案逐步成型

公司在神经介入领域产品布局丰富, 目前已有超 10 款产品在售, 另有多款全球首创产品在研。2016 年公司推出全球首款用于颅内狭窄的快速交换球 Neuro RX, 2020 年推出全球首款用于颅内狭窄的低压快速交换球 Neuro LPS, 2021 年推出全球首款颅内药物支架 NOVA。自膨式颅内药物支架、密网支架等创新产品已处于审批阶段, 后续在研管线丰富。

图表 17: 公司神经介入业务部分在研项目

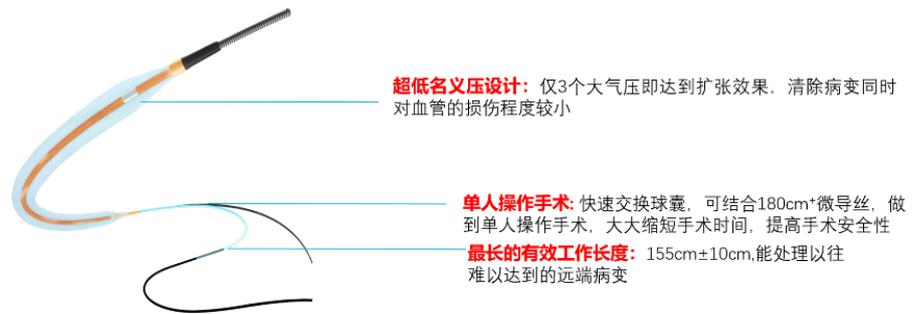
项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平
颅内抽吸导管	设计优化并提交注册变更	获得注册变更批准	国内领先
负压吸引泵	已获得注册证	获得注册证	国内领先
Nova 药物洗脱支架系统上市再研究	临床入组阶段	延续注册	国际领先
颅内球囊扩张导管上市再研究	临床随访阶段	市场推广, 科学研究	国际领先
颅内药物球囊系统	产品设计优化	2024 年完成产品设计定型	国际领先
颅内自膨药物支架系统	获得创新批准、注册申请被受理	获得注册证	国际领先
颅内支撑导管	已获得注册证	获得注册证	国内领先
取栓支架	产品性能优化	进一步提升临床使用感受	国内领先
血流导向装置	完成临床随访和设计验证	2024 年提交注册申请	国际领先
球囊导引导管	完成设计验证, 注册受理	2024 年获得上市批准	国内领先

颅内支架系统	14 家中心启动，临床入组约 50%	2024 年完成临床入组	国际领先
抽吸延长管	已获得注册证	获得注册证	国内领先
球囊微导管	产品设计优化	2024 年完成产品设计定型	国际领先

资料来源：公司公告，华源证券研究

2016 年，赛诺医疗颅内球囊扩张导管 Neuro RX 获批上市，以此为基础神经介入事业部持续发展，2020 年颅内球囊扩张导管迭代，Neuro LPS 在球囊材料、操作性、耗材尺寸规格均进行优化。Neuro 系列产品采用无缝渐细头端，与导丝平整过渡；球囊颈缩技术，能降低扩张时对血管的损伤；根据术式梯队提供系统硬度推送、便于操作人员释放压力，减少并发症。

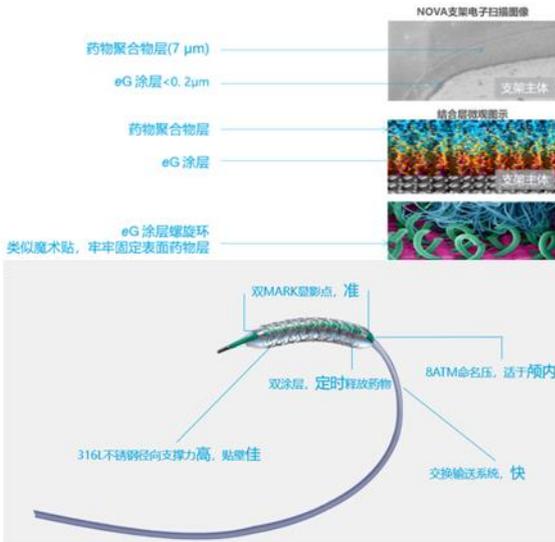
图表 18: Neuro LPS 产品示意图



资料来源：赛诺医疗官网，华源证券研究

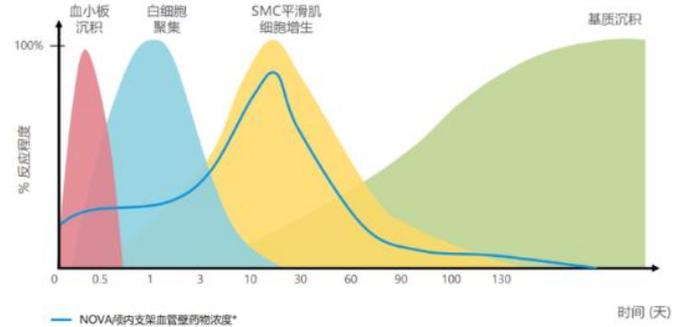
2021 年，NOVA DES 颅内药物洗脱支架系统获药监局创新器械通道批准上市，2022 年入选中国医学科学院 2021 年度重要科学进展，该产品是全球首款愈合导向、专用于颅内动脉狭窄治疗的药物洗脱支架。双涂层设计，包括支架表面涂覆 eG 涂层(电子接枝原位聚合)和药物聚合物层，前者能提供更好生物相容性、提供可降解药物涂层理想载体环境；后者为定时控释的载药涂层，降低细胞毒性，整体设计符合术后血管愈合时间窗，28 天药物完全释放，抑制平滑肌细胞增生，有效降低再狭窄率。

图表 19: NOVA DES 结构、功能设计



资料来源：赛诺医疗官网，华源证券研究

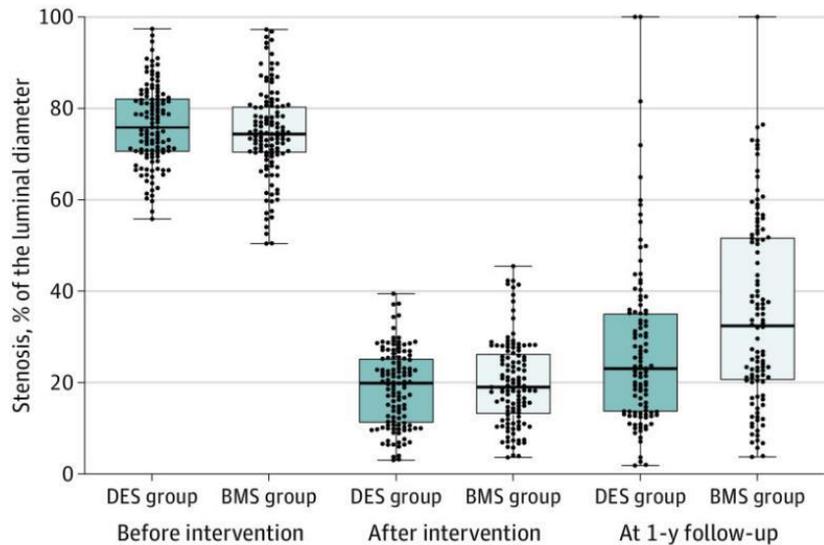
图表 20: 药物释放与平滑肌增殖时间曲线一致



资料来源：赛诺神畅，脑医汇，华源证券研究

JAMA Neurology 临床显示，NOVA DES 颅内药物洗脱支架植入一年内再狭窄发生率显著低于金属裸支架组 (9.5%vs30.2%, $p<0.01$)，药物支架组同比降低再狭窄发生率 68.5%；药物组植入后 31 天至 1 年内缺血性脑卒中发生率也低于金裸支架组 (0.8%vs6.9%, $p=0.03$)，同比降低脑卒中再发生率 88.4%，显示了 NOVA DES 颅内药物洗脱支架在降低颅内动脉粥样硬化性狭窄(ICAS)的优异性能。

图表 21: NOVA DES 临床试验对比



资料来源：《Comparison of Drug-Eluting Stent With Bare-Metal Stent in Patients With Symptomatic High-grade Intracranial Atherosclerotic Stenosis》，JAMA Neurology, Baixue Jia 等，华源证券研究

公司自主研发全球首款 COMETIU 自膨式颅内药物支架，于 2023 年 3 月启动临床试验，同年 4 月完成首例植入，2024 年 4 月通过创新医疗器械特别审查程序。该支架由镍

钛合金裸支架及涂层组成，涂层包括底部涂层(PBuMA)和含有药物（西罗莫司）的可降解高分子药物涂层（PLGA）两部分，闭环结构设计可回收，并根据长度、直径，可提供不同型号选择。除产品结构、药物涂层设计外，规格型号丰富、支撑力强，与现有 NOVA DES 颅内药物洗脱支架系统形成有效互补，提供更多 ICAS 解决方案。

图表 22: COMETIU 自膨式颅内药物支架产品特点

特点	描述
规格型号丰富	根据不同的血管长度和直径提供更合适的支架选择，提升系统稳定性和安全性
0.021"微导管释放	具备更小的输送外径，提高了支架到位的成功率
闭环结构设计可回收	多网格闭环结构设计，未完全释放前具备可回收，学习曲线更短，用户友好度高
径向支撑力好	连接筋呈鱼骨状延伸，变径的支架小梁具备更优的血管贴壁性和支撑性，保证支架植入后的血管成型效果良好
载药涂层	雷帕霉素药物涂层，有较强的抗细胞增殖作用，抑制血管壁平滑肌细胞的过度增生，降低术后再狭窄
eG 涂层	专利设计，药物涂层更加均匀牢固，促进内皮愈合

资料来源：赛诺神畅公众号，华源证券研究

2023 年，COMETIU 自膨式颅内药物支架在国内多家头部神介中心完成入组，并由长海医院公布部分临床研究结果，验证自膨式颅内药物支架临床安全性和有效性。

图表 23: 部分公开 COMETIU 自膨式颅内药物支架临床评价结果

评价指标	概率 %
术后 6 个月内支架再狭窄发生率	0%
器械操作率	100%
手术成功率	91.43%
术后 30 天卒中、死亡、靶血管区域术后 31 天至 6 个月的再发缺血性卒中发生率	2.94%

资料来源：公司公告，华源证券研究

针对出血性脑卒中，除弹簧圈填充动脉瘤，阻止血液流入外，支架栓塞术通过导流，将流向动脉瘤的血流导向别处，术式风险相对较低，产品主要难点在于密网支架的研发和工艺。

公司针对血流导向涂层密网支架采用钴铬合金-铂金复合丝材编织而成，拥有出色的通过外径，可兼容 0.017 英寸的微导管，eG 涂层+NTMA 涂层提供优异的抗血栓功能，并能够在 X 光下实现全显影，适用于未破裂宽颈动脉瘤，有望拓展适应症至破裂动脉瘤的治疗上。产品于 2023 年启动临床试验，仅 4 个月完成了全部病例入组，预计 2024 年提交创新通道审批及注册申请，有望补充出血领域产品，提供脑卒中全系列解决方案。

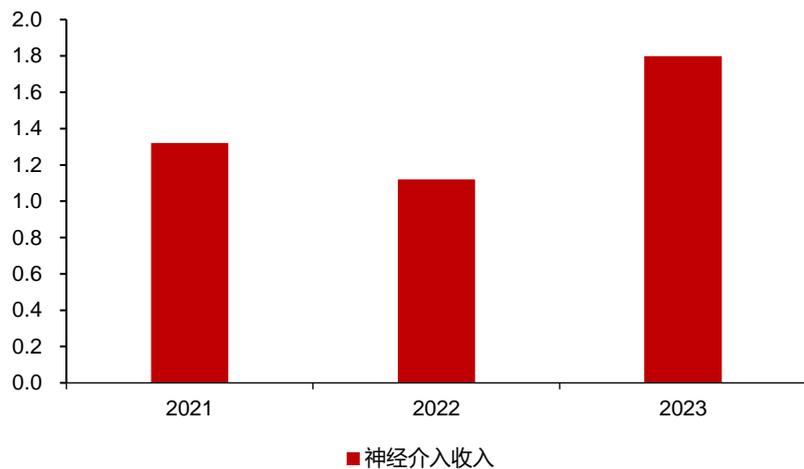
图表 24：颅内动脉瘤涂层血流导向涂层密网支架产品特点

特点	描述
新型合金材料	钴铬合金-铂金复合丝材编织，大幅降低丝材直径同时保持同等强度的径向支撑力
通过外径小	具备适配 0.017"内径微导管的小规格系列产品
载药涂层	eG 涂层、NTMA 涂层，提供优异的抗血栓功能
操作友好	可在 X 射线下通体显影，提升术中的可视效果

资料来源：动脉网，卒中视界公众号，华源证券研究

公司在神经介入领域已经实现急性缺血、狭窄缺血、通路等领域管线覆盖，多个在研项目处于在研、入组、审批等不同阶段，长期神介全面解决方案平台有望形成。凭借产品独特的技术和临床优势，公司神经介入业务快速增长，2023 年神经业务营收同比增长 60.59%，其中颅内药物洗脱支架系统 NOVA 销售量同比增长超过 4 倍。预计随着公司新产品的获批，2025 年有望加速增长。

图表 25：2021-2023 年神经介入收入(亿元)



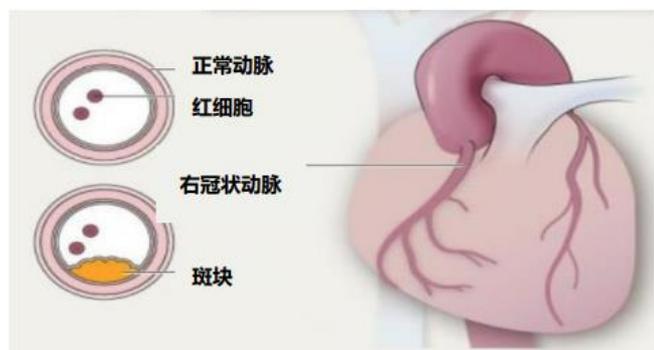
资料来源：iFind，华源证券研究

3. 集采中标冠脉业务复苏，全球布局提高成长上限

心血管疾病 (Cardiovascular Disease, CVD) 是指心脏及其血管疾病的统称，可大致分为冠心病、心律失常、心衰和结构性心脏病四类疾病。冠心病是由冠状动脉狭窄或阻塞引起的心肌缺血、心绞痛、心肌梗死性的心脏病，又称缺血性心脏病。

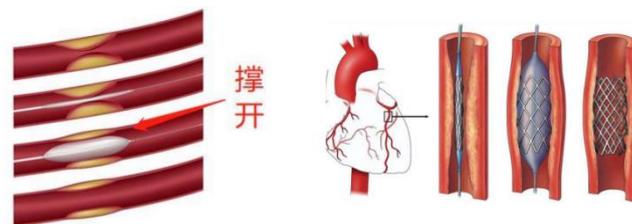
冠心病主要治疗方式包括药物治疗、经皮冠状动脉介入治疗(PCI)、冠状动脉搭桥术、干细胞移植等。其中 PCI 手术通过经心导管技术疏通狭窄、闭塞的冠状动脉管腔，实现心肌的血流灌注改善。

图表 26: 冠心病病因



资料来源: Frost & Sullivan, 华源证券研究

图表 27: PCI 治疗示意图



资料来源: Frost & Sullivan, 华源证券研究

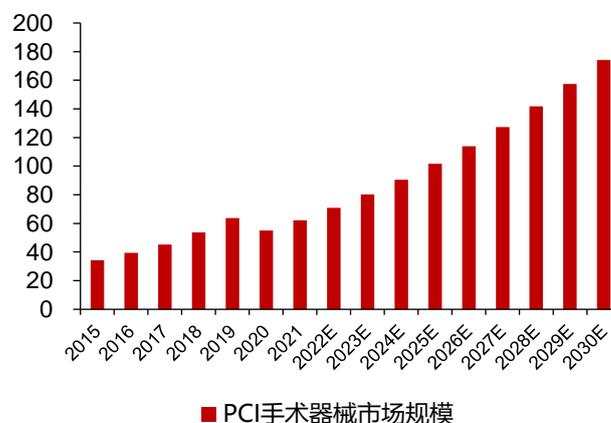
根据弗若斯特沙利文数据, 2016-2020年, 国内 PCI 手术量自 66.7 万台增长至 105.9 万台, 预计 2025 年将达到 206.9 万台, 2020-2025 年复合年增速为 14.34%, 主要由 PCI 手术成熟度提高、居民医疗支出的增长驱动。2015-2021 年, 全球范围 PCI 手术相关器械需求不断提升, 市场规模从 34.3 亿美元增长至 62.3 亿美元, 并有望在 2030 年增长至 174.2 亿美元, 2021-2030 复合年增速为 12.10%。

图表 28: 2016-2030 年国内 PCI 手术量及预测(千台)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华源证券研究

图表 29: 2015-2030 年全球 PCI 手术器械市场规模(亿美元)

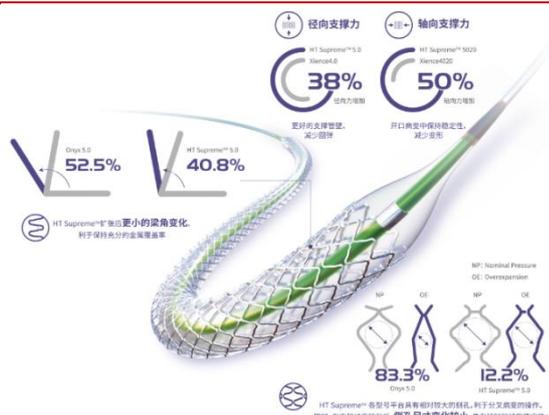


资料来源: 灼识咨询, 业聚医疗招股书, 华源证券研究

3.1 续采中标, 冠脉支架业务恢复快速增长

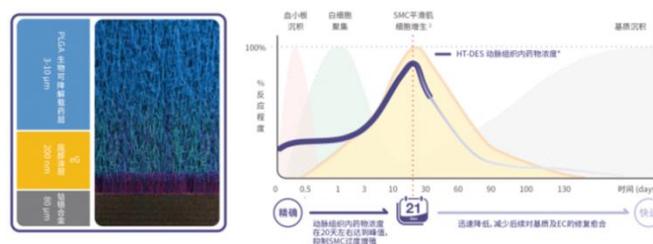
2020、2022 年, 公司 HT Supreme、HT Infinity 药物洗脱支架先后获批国内注册证, 其中 HT Supreme 是全球首款愈合导向冠脉药物支架系统, 产品结构突出支撑性, 开口病变中保持稳定性, 并提供多种规格型号, 产品同样基于“愈合窗口期”理论, 28 天内释放 90% 的药物, 从而更好、更快地促进血管内皮细胞的恢复愈合。

图表 30: HT Supreme 结构设计突出支撑性、稳定性



资料来源: 赛诺医疗官网, 华源证券研究

图表 31: HT INFINITY 独特愈合机制



资料来源: 赛诺医疗官网, 华源证券研究

2022年11月, 国家实施冠脉支架集中带量的接续采购, 涉及品种为国内已注册冠脉支架, 集采周期三年, 首年采购需求总量约为186.5万个, 较上一轮集采增加53万个, 冠脉支架产品最高有效报价为798元/个, 结合伴随服务申报价, 最高有效申报价合计为848元/个, 部分规则如下:

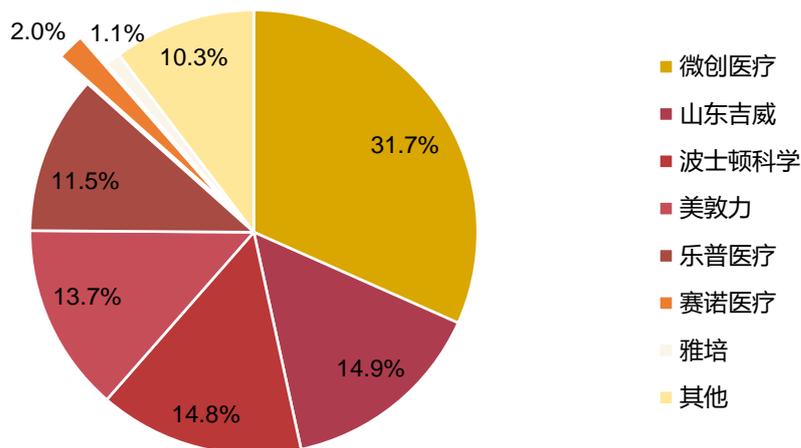
图表 32: 2022年冠脉支架集中带量接续采购规则

项目	规则
集采产品	冠状动脉药物洗脱支架, 材质为钴铬合金或铂铬合金, 载药种类为雷帕霉素及其衍生物
采购需求量	参加接续采购医疗机构报送需求量累加, 首年采购需求总量1865057
最高有效申报价	冠脉支架最高有效申报价798元/个, 伴随服务最高有效申报价50元/个, 合计最高有效申报价848元/个
报量规则	医疗机构填报总需求量不低于上年实际采购95%, 对同一企业需求量不低于上一年协议采购量的90%
中选规则	申报价格不高于最高有效申报价即中选
中选排名	申报价由低到高排名, 申报价相同取需求量大, 或21年1月至22年6月销售量大的产品优先
分组规则	每组企业选2个产品中选, 排名由低到高, 前40%的为A类, 40%-70%为B类, 其余为C类
分量规则	A类采购需求95%分量, B类采购需求85%分量, C类按采购需求65%分量。未中选及待分配量组成剩余量, 医疗机构自主分配至A组该医疗机构已填报需求量中价格最低产品, A类不少于剩余量50%。

资料来源: 国家组织医用耗材联合采购平台, 华源证券研究

本次冠脉支架集中带量的接续采购平均中选支架价格 770 元左右，加上伴随服务费，终端价格区间在 730 元至 848 元。赛诺医疗 HT Supreme、HT Infinity 产品分别以 779 元、839 元的价格在 A 组及 B 组中标，首年签约量约 5 万条，并获得千余家医院的勾选。2023 年，冠脉支架销量、产品入院数量均实现新高，冠脉业务收入同比增长 99.1%，业务强势回暖。

图表 33：2022 年冠脉支架集中带量采购申报量占比



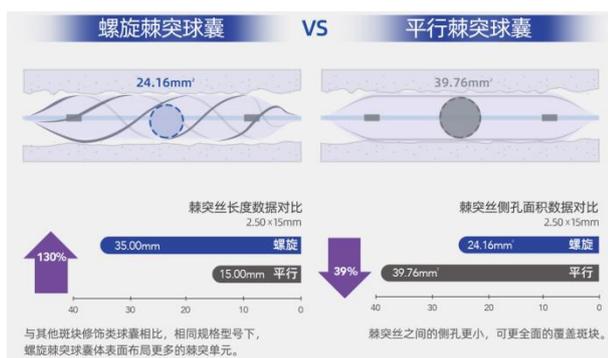
资料来源：国家组织医用耗材联合采购平台，华源证券研究

3.2 国产棘突球囊上市，PCI 手术解决方案成型

球囊在 PCI 手术中常与支架搭配辅助，扩大管腔，形成支架放入通道。根据球囊性能，可以分成顺应性球囊、半顺应性球囊和非顺应性球囊，对应预扩张和后扩张用途，在常规球囊上进行药物或组件的搭配，产生了药物球囊、特殊球囊等。

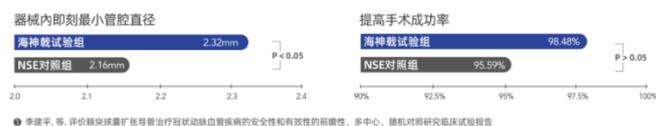
截至 2023 年底，公司有 5 款冠脉球囊上市，覆盖半顺应性、非顺应性、特殊功能性等。2023 年 9 月，公司自主研发的首款国产棘突球囊 TRADENT 海神戟获批上市，海神戟以 360°螺旋式布局，棘突丝长度、侧孔面积较平行棘突球囊优势明显，已公布临床结果较对比组手术成功率更高。

图表 34：螺旋棘突球囊结构设计优势



资料来源：赛诺医疗官网，华源证券研究

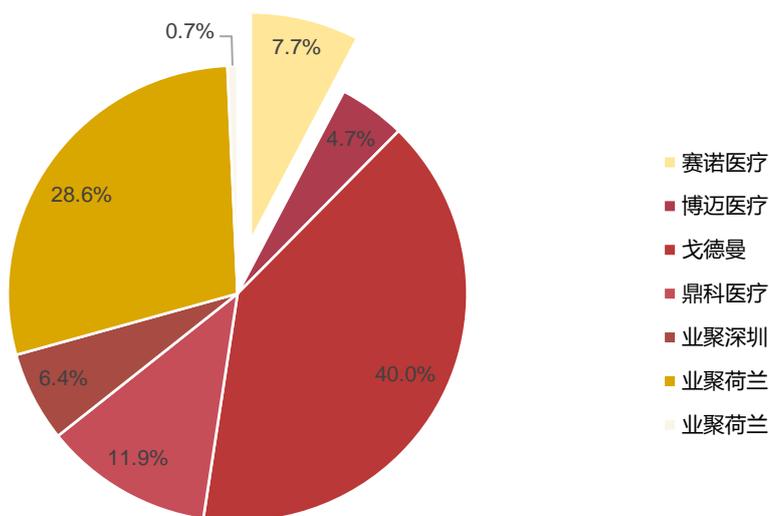
图表 35：螺旋棘突球囊临床对比结果



资料来源：赛诺医疗官网，华源证券研究

在京津冀“3+N”联盟集采中的钝性切割球囊组别，公司海神戟产品报量需求 2272 个，占比接近 8%，2024 年中标结果该产品排名第一，可分得组别内 20% 的约定采购量，考虑到业聚荷兰两款产品未中标，剩余量分配上排名优势明显，或将带动新款球囊业务快速放量。

图表 36：“3+N”联盟冠脉扩张球囊报量占比

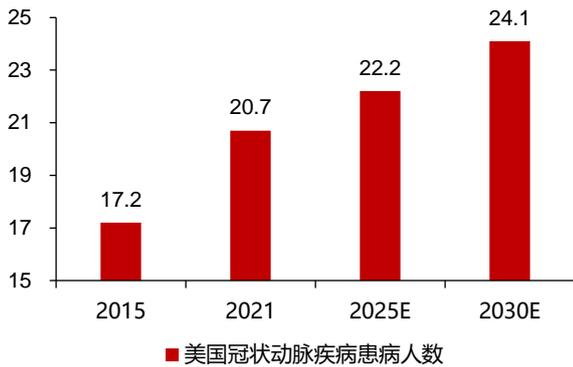


资料来源：河北医保局，华源证券研究

3.3 创新品种进军全球市场

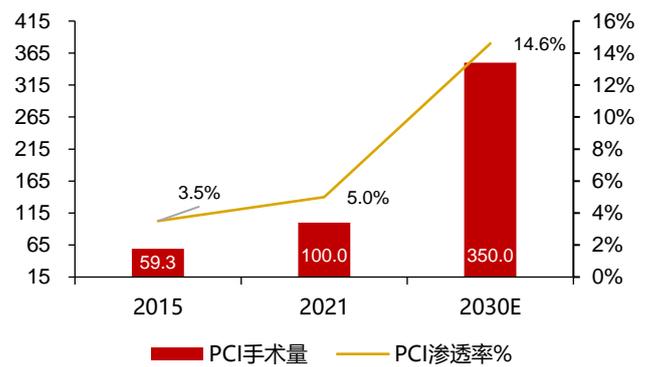
2021 年美国冠状动脉疾病患者达到 2070 万，预计 2025 年、2030 年将分别达 2220、2410 万人。2021 年美国 PCI 手术量为 100 万例，渗透率 5.0%，预计 2030 年有望达到 14.6% 渗透率。

图表 37: 2015-2030 年美国冠状动脉疾病患者数量(百万人)



资料来源: 业聚医疗招股书, 华源证券研究

图表 38: 2015-2030 年美国 PCI 手术量(万例)及渗透率(%)



资料来源: 业聚医疗招股书, 华源证券研究

美国 PCI 手术器械主要包括雅培、波士顿科学、美敦力、贝朗医疗等, 亦是全球主要供应商。

公司立足全球, 核心品种先后通过美国、欧盟、印尼认证, 公司 HT Supreme 药物洗脱支架系统在全球多个国家与地区完成注册上市, 已完成美国 FDA 现场审核, 通过欧盟 MDR 认证, 通过 PIONEER 试验评估 HT Supreme 药物洗脱支架在美国、日本、欧洲等全球多地的临床表现。

图表 39: PIONEER 研究规划

	研究设计	样本量	研究人群	研究地点	主要终点
PIONEER I	1:1 RCT	170	原发性病变	欧洲	LLL at 9M
PIONEER II OCT	1:1 RT	75	原发性病变	中国	Strut coverage at 1 and 2M
PIONEER II RCT	1:1 RCT	440	原发性病变	中国	LLL at 9M
PIONEER II OPC	单臂注册研究	780	原发性病变	中国	TLF at 1Y
PIONEER II SLLV*	单臂注册研究	99	原发性病变	中国	LLL at 9M
PIONEER III	2:1 RCT	1,629	More comers	北美、欧洲、日本	TLF at 1Y
PIONEER IV	1:1 RCT	2,540	All comers	欧洲	POCE at 1Y

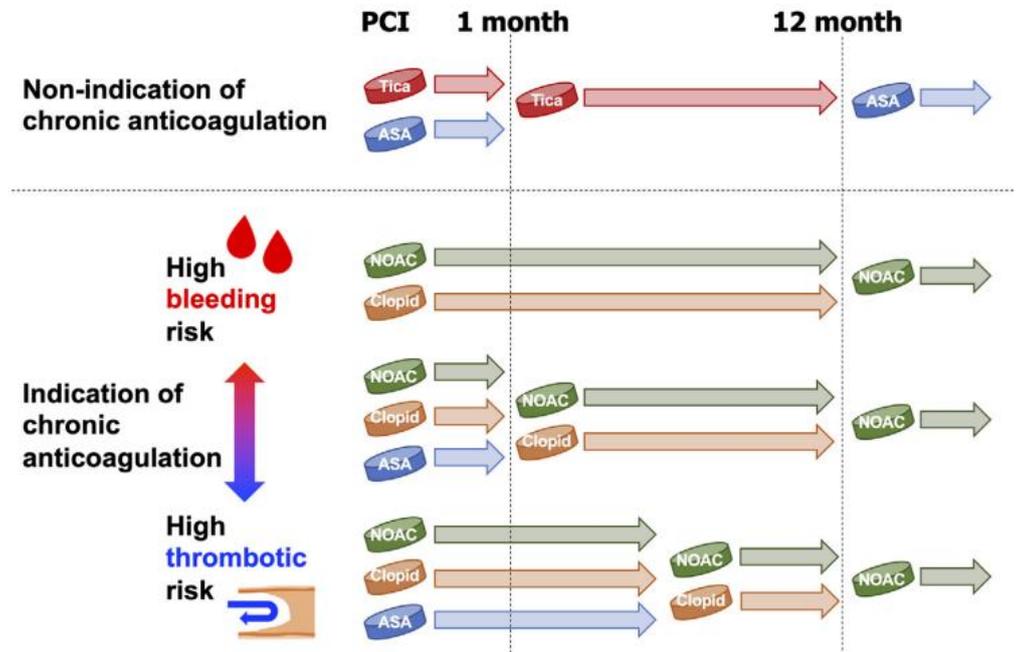
* 小血管、大血管、长病变

资料来源: 赛诺医疗官网, 华源证券研究

HT Supreme 定位新一代药物洗脱支架, 设计初衷除降低支架内再狭窄外, 贯彻公司“愈合”理念, 通过药物代谢周期内药物释放, 减少对于内膜修复的抑制, 有助于防止血小

板聚集、支架内血栓形成，将双联抗血小板治疗（简称双抗，DAPT）疗程缩短至一个月，并探索抑制新生动脉粥样硬化的可能。

图表 40: HT Supreme 植入后可以缩短双抗药物使用时长

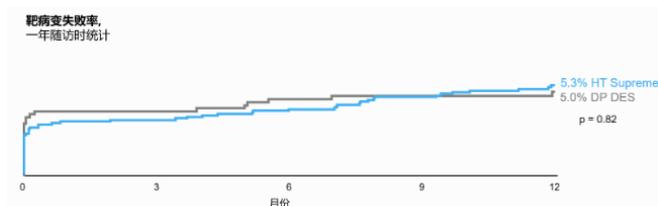


资料来源：《Angiography-derived physiology guidance vs usual care in an All-comers PCI population treated with the healing-targeted supreme stent and Ticagrelor monotherapy: PIONEER IV trial design》，American Heart Journal, Hironori Hara 等，华源证券研究

2022 年 12 月和 2023 年 2 月，公司 NC ROCKSTAR 非顺应性球囊扩张导管、SC HONKYTONK 冠脉球囊扩张导管先后获得 FDA 510k 认证。2023 年 8 月，公司接受了 FDA 关于高风险医疗器械（III 类）美国市场准入的现场检查，主要包括管理控制、设计开发、CAPA 系统及生产控制等重要子系统，并以 VAI（自愿行动项）的结果顺利完成检查，意味着 HT Supreme 支架完成 FDA 注册重要里程碑。

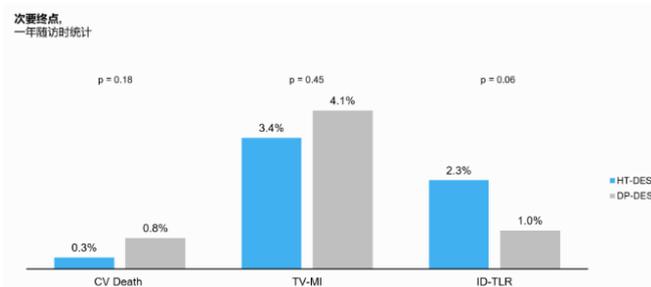
在 PIONEER III 与全球成熟产品雅培 Xience、波士顿科学 Promus 对比中，HT Supreme 药物洗脱支架表现优秀。治疗复杂冠状动脉病变患者 1 年时靶病变失败率，HT Supreme 与对照产品没有显著差异；心源性死亡、靶血管心肌梗死(TV-MI)等指标表现优于对照品。

图表 41: HT Supreme 靶病变失败率一年随访统计



资料来源：赛诺医疗官网，《Health-Related Quality of Life and Mortality in Heart Failure: The Global Congestive Heart Failure Study of 23000 Patients From 40 Countries》，Circulation, Isabelle Johansson 等，华源证券研究

图表 42: HT Supreme 次要终点一年随访统计



资料来源：赛诺医疗官网，《Health-Related Quality of Life and Mortality in Heart Failure: The Global Congestive Heart Failure Study of 23000 Patients From 40 Countries》，Circulation, Isabelle Johansson 等，华源证券研究

随着公司产品力逐步受到国内外用户认可，海外准入有序落地，赛诺逐步具备进军全球市场要素，通过海外市场推广，有望收入增长第二增长曲线。

4. 盈利预测及估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 4.80/7.07/9.41 亿元，同比增长 39.95%/47.20%/33.08%，关键假设如下：

1) 支架业务：冠脉集采中标带动稳定采购需求，创新品种临床推广加强，终端认可提升，长期带来增量收入。预计 2024-2026 年支架业务收入增速分别为 30.82%、54.03%、42.15%；

2) 球囊业务：棘突球囊联盟集采中标，驱动新品提高市场份额，随着国内医疗终端持续复苏，产线整体增长平稳。预计 2024-2026 年球囊业务收入增速分别为 42.47%、34.62%、12.50%。

图表 43: 2024-2026 年赛诺医疗收入预测 (百万元)

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	192.82	343.26	480.40	707.15	941.09
YOY	-0.80%	78.02%	39.95%	47.20%	33.08%
毛利率	63.12%	58.92%	62.00%	64.00%	68.00%
归母净利润	-162.38	-39.63	3.88	50.01	105.51
YOY	-24.18%	-75.59%	109.80%	1187.66%	110.96%
支架	66.60	189.58	248.00	382.00	543.00
yoy	-4.00%	184.65%	30.82%	54.03%	42.15%
球囊	125.91	146.00	208.00	280.00	315.00
yoy	1.00%	15.96%	42.47%	34.62%	12.50%

其他主营业务	0.04	4.44	21.00	41.58	79.35
yoy	-73.33%	11010.00%	372.55%	98.01%	90.83%
其他业务	0.27	3.23	3.40	3.57	3.74
yoy	3.85%	1097.78%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究

2024-2026 年归母净利润分别为 0.03/0.48/1.06 亿元，增速分别为 108.11%/1379.33%/122.99%。选取同为高值耗材厂家的微电生理-U、惠泰医疗、微创脑科学。基于公司支架、球囊产线品种持续丰富，产品力获得国内外用户认可，业务稳定增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 44：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	营业收入(亿元)			PS		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688351.SH	微电生理-U	88.14	4.67	6.56	9.01	18.86	13.44	9.78
688617.SH	惠泰医疗	353.30	21.76	29.03	38.19	16.23	12.17	9.25
2172.HK	微创脑科学	52.10	8.68	11.28	14.66	6.00	4.62	3.55
	平均值					13.70	10.08	7.53
688108.SH	赛诺医疗	43.16	4.80	7.07	9.41	8.99	6.10	4.59

资料来源：Wind，华源证券研究

注：除赛诺医疗外，可比公司均采用 Wind 一致预期，估值日期 2024/10/18；

风险提示：

- 1) 新品获批进度不及预期风险：临床评估验证、注册周期等存在不确定性，对于公司新品如期上市或有影响；
- 2) 国内集采风险：公司部分核心品种处于集采周期，另外其他在售产品存在带量采购风险，对于产品出厂价、销量影响较大；
- 3) 竞争加剧风险：国内外高端介入类产品持续增加，对于产品价格，存量客户粘性可能产生影响，进一步造成销售额下降风险；
- 4) 新品推广不及预期风险：公司创新类产品推广周期、客户认可度存在不确定性，对于新品收入确认或有影响。

资产负债表 百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	188.64	168.14	247.50	329.38
应收票据及账款	8.94	20.39	26.14	34.79
预付账款	0.64	13.80	20.31	27.03
其他应收款	18.81	37.85	55.72	74.15
存货	118.22	236.48	329.79	390.12
其他流动资产	8.94	27.09	39.87	53.06
流动资产总计	344.18	503.75	719.33	908.54
长期股权投资	14.00	10.06	6.11	2.17
固定资产	164.39	149.56	134.93	120.55
在建工程	1.55	2.11	2.83	3.67
无形资产	53.40	100.49	157.23	225.42
长期待摊费用	44.09	22.05	0.00	0.00
其他非流动资产	564.20	569.48	577.79	586.10
非流动资产合计	841.65	853.75	878.89	937.90
资产总计	1185.82	1357.50	1598.22	1846.44
短期借款	53.55	119.26	240.08	333.70
应付票据及账款	28.17	64.44	89.87	106.31
其他流动负债	69.55	150.26	208.68	248.09
流动负债合计	151.27	333.97	538.62	688.11
长期借款	75.22	60.82	46.79	33.82
其他非流动负债	97.68	97.68	97.68	97.68
非流动负债合计	172.90	158.50	144.47	131.50
负债合计	324.17	492.47	683.09	819.61
股本	410.00	413.46	413.46	413.46
资本公积	608.92	605.47	605.47	605.47
留存收益	-198.97	-195.75	-148.23	-42.26
归属母公司权益	819.96	823.17	870.69	976.66
少数股东权益	41.69	41.87	44.44	50.17
股东权益合计	861.65	865.04	915.13	1026.83
负债和股东权益合计	1185.82	1357.50	1598.22	1846.44

利润表 百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	343.26	480.40	707.15	941.09
营业成本	141.03	182.55	254.57	301.15
税金及附加	2.26	1.92	2.97	3.95
销售费用	63.20	80.28	116.05	153.32
管理费用	94.57	97.09	130.89	154.81
研发费用	114.10	111.69	126.64	160.92
财务费用	2.31	6.43	9.70	13.42
资产减值损失	-4.61	-3.00	-7.38	-9.54
信用减值损失	1.41	-0.01	-0.01	-0.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-4.67	-3.02	-3.02	-3.02
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-1.41	-0.41	-0.41	-0.41
其他收益	14.07	11.60	12.11	10.04
营业利润	-69.42	5.60	67.61	150.58
营业外收入	1.82	0.83	0.83	0.83
营业外支出	0.26	0.97	0.97	0.97
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-67.86	5.45	67.46	150.43
所得税	-24.46	2.07	17.37	38.73
净利润	-43.40	3.39	50.09	111.70
少数股东损益	-3.77	0.17	2.57	5.73
归属母公司股东净利润	-39.63	3.21	47.52	105.97
EBITDA	21.81	69.51	140.32	211.74
NOPLAT	-48.37	8.71	57.84	122.22
EPS(元)	-0.10	0.01	0.11	0.26

现金流量表 百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	-43.40	-2.57	43.75	106.90
折旧与摊销	87.36	57.63	63.16	47.88
财务费用	2.31	6.43	9.70	13.42
投资损失	4.67	3.02	3.02	3.02
营运资金变动	7.36	-63.09	-52.37	-51.47
其他经营现金流	-1.46	8.43	8.94	6.87
经营性现金净流量	56.84	9.85	76.21	126.62
资本支出	6.11	73.68	92.25	110.83
长期投资	-127.05	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-59.88	-1.55	-1.68	-1.15
投资性现金净流量	-193.04	-75.23	-93.93	-111.98
短期借款	18.02	65.71	120.82	93.63
长期借款	63.39	-14.40	-14.03	-12.96
普通股增加	0.00	3.46	0.00	0.00
资本公积增加	12.05	-3.46	0.00	0.00
其他筹资现金流	28.85	-6.43	-9.70	-13.42
筹资性现金净流量	122.32	44.87	97.08	67.24
现金流量净额	-14.78	-20.50	79.36	81.88

来源：iFind，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
 华北区销售代表 王梓乔 wangzhiqiao@huayuanstock.com
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数