

## 神经+外周双轮驱动，全面实现扭亏为盈

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-27

主要观点：

### ● 事件：

2025年3月20日，公司发布2024年度业绩报告。报告期内，公司实现营业收入7.82亿元（+48.3%），毛利5.60亿元（+45.4%），毛利率71.6%（-1.9%）；未经调整盈利1.00亿元，经调整盈利1.24亿元，公司首年实现盈利。

### ● 点评：

#### ● 神经+外周双轮驱动，首年实现扭亏为盈

2021-2024年期间，公司神经+外周产品高速增长，实现整体收入CAGR 64%。报告期内，公司神经介入产品实现收入5.29亿元（+38.4%），外周介入产品实现收入2.52亿元（+74.5%），外周介入占比提升至32.3%。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%（-9pct）、研发开支费用率30%（-20pct）、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1.00亿元，经调整盈利1.24亿元，公司首年实现盈利。

#### ● 产品网络实现广覆盖，公司集采表现亮眼

报告期内，公司覆盖超过3000+家医院，临床使用产品80+万个，实现海外20款产品在24个国家地区商业化，实现海外收入0.23亿元（+58.0%）。公司集采表现亮眼，渗透率提升显著，截至报告期末，公司在国内市场总计推出47款产品，2024年经历10次集采，累计36款产品中选。在“3+N”联盟集采中，公司的颅内支持导管A组最高排名中标，数月后销量实现平均2.5倍增长；在外周血管支架国家集采，公司静脉支架入围A组，直接获准所有医院入院资格；公司DCB在河北/三明集采执行后植入量快速增加3.5倍。由于血管介入集采的中选规则趋于温和，我们判断公司能够有效实现以价换量，预计25-27年整体毛利率下降至65-70%的合理区间。

### ● 投资建议

预计公司25/26/27年营业收入有望分别实现10.59/13.90/17.48亿元（25/26年前预测值为10.70/14.02亿元），同比增长35%/31%/26%；归母净利润分别实现1.55/2.40/3.50亿元（25/26年前预测值为1.85/2.85亿元），同比增长55%/55%/46%；对应EPS为0.47/0.73/1.06元；对应PE倍数为33/21/15X。维持“买入”评级。

### ● 风险提示

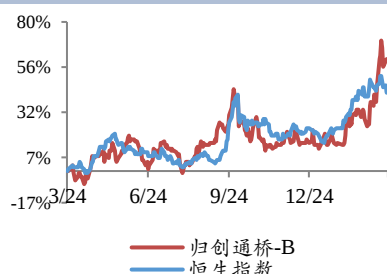
政策风险、在研产品获批不及预期风险、竞争格局恶化风险。

### ● 重要财务指标

单位：百万元

|                |            |
|----------------|------------|
| 收盘价（港元）        | 15.52      |
| 近12个月最高/最低（港元） | 16.90/8.62 |
| 总股本（百万股）       | 326        |
| 流通股本（百万股）      | 318        |
| 流通股比例（%）       | 97.61      |
| 总市值（亿港元）       | 51         |
| 流通市值（亿港元）      | 49         |

### 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

### 分析师：钱琨

执业证书号：S0010524110002

邮箱：qiankun@hazq.com

### 相关报告

- 1.【华安医药】归创通桥-B (2190)  
公司点评：24H1 增速亮眼，Avinger 强化产品矩阵 2024-08-27
- 2.【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
- 3.【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

| 主要财务指标      | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 782   | 1059  | 1390  | 1748  |
| 收入同比 (%)    | 48%   | 35%   | 31%   | 26%   |
| 归母净利润       | 100   | 155   | 240   | 350   |
| 归母净利润同比 (%) | 227%  | 55%   | 55%   | 46%   |
| ROE (%)     | 3.23% | 4.76% | 6.86% | 9.10% |
| 每股收益 (元)    | 0.31  | 0.47  | 0.73  | 1.06  |
| 市盈率 (P/E)   | 37.99 | 33.08 | 21.37 | 14.65 |

资料来源：ifind，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             | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 会计年度            | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| <b>流动资产</b>      | 1,529 | 1,680 | 1,891 | 2,258 | <b>营业收入</b>     | 782          | 1,059        | 1,390        | 1,748        |
| 现金               | 418   | 244   | 124   | 177   | 其他收入            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收账款及票据          | 2     | 2     | 2     | 2     | <b>营业成本</b>     | 223          | 367          | 484          | 620          |
| 存货               | 205   | 305   | 336   | 379   | 销售费用            | 175          | 212          | 253          | 292          |
| 其他               | 904   | 1,129 | 1,428 | 1,700 | 管理费用            | 91           | 111          | 139          | 168          |
| <b>非流动资产</b>     | 1,924 | 2,133 | 2,292 | 2,451 | 研发费用            | 233          | 270          | 299          | 332          |
| 固定资产             | 628   | 721   | 761   | 807   | 财务费用            | -65          | -71          | -55          | -38          |
| 无形资产             | 65    | 82    | 101   | 115   | <b>除税前溢利</b>    | 100          | 155          | 240          | 350          |
| 其他               | 1,230 | 1,330 | 1,430 | 1,530 | 所得税             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | 3,453 | 3,813 | 4,183 | 4,709 | <b>净利润</b>      | 100          | 155          | 240          | 350          |
| <b>流动负债</b>      | 334   | 540   | 670   | 846   | 少数股东损益          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 短期借款             | 87    | 128   | 168   | 209   | <b>归属母公司净利润</b> | 100          | 155          | 240          | 350          |
| 应付账款及票据          | 59    | 81    | 101   | 120   |                 |              |              |              |              |
| 其他               | 188   | 330   | 400   | 517   | EBIT            | 35           | 84           | 185          | 312          |
| <b>非流动负债</b>     | 17    | 17    | 17    | 17    | EBITDA          | 35           | 142          | 247          | 367          |
| 长期债务             | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.31         | 0.47         | 0.73         | 1.06         |
| 其他               | 17    | 17    | 17    | 17    |                 |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | 352   | 558   | 687   | 864   |                 |              |              |              |              |
| 普通股股本            | 330   | 330   | 330   | 330   | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| 储备               | 2,872 | 3,026 | 3,266 | 3,616 | <b>会计年度</b>     | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 3,101 | 3,256 | 3,496 | 3,845 | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业收入            | 48.27%       | 35.35%       | 31.24%       | 25.76%       |
| 股东权益合计           | 3,101 | 3,256 | 3,496 | 3,845 | 归属母公司净利润        | 227.34%      | 54.51%       | 54.80%       | 45.86%       |
| 负债和股东权益          | 3,453 | 3,813 | 4,183 | 4,709 | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
|                  |       |       |       |       | 毛利率             | 71.55%       | 65.39%       | 65.15%       | 64.55%       |
|                  |       |       |       |       | 销售净利率           | 12.81%       | 14.63%       | 17.25%       | 20.01%       |
|                  |       |       |       |       | ROE             |              | 3.23%        | 4.76%        | 6.86%        |
|                  |       |       |       |       | ROIC            | 1.10%        | 2.48%        | 5.05%        | 7.69%        |
|                  |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
|                  |       |       |       |       | 资产负债率           | 10.18%       | 14.62%       | 16.42%       | 18.34%       |
|                  |       |       |       |       | 净负债比率           | -10.68%      | -3.55%       | 1.26%        | 0.83%        |
|                  |       |       |       |       | 流动比率            | 4.58         | 3.11         | 2.82         | 2.67         |
|                  |       |       |       |       | 速动比率            | 3.96         | 2.55         | 2.32         | 2.22         |
|                  |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
|                  |       |       |       |       | 总资产周转率          | 0.23         | 0.29         | 0.35         | 0.39         |
|                  |       |       |       |       | 应收账款周转率         | 575.14       | 613.75       | 688.80       | 768.14       |
|                  |       |       |       |       | 应付账款周转率         | 5.14         | 5.22         | 5.31         | 5.60         |
|                  |       |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
|                  |       |       |       |       | 每股收益            | 0.31         | 0.47         | 0.73         | 1.06         |
|                  |       |       |       |       | 每股经营现金流         | 0.00         | 0.86         | 1.15         | 1.57         |
|                  |       |       |       |       | 每股净资产           | 9.39         | 9.86         | 10.59        | 11.65        |
|                  |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
|                  |       |       |       |       | P/E             | 37.99        | 33.08        | 21.37        | 14.65        |
|                  |       |       |       |       | P/B             | 1.25         | 1.57         | 1.47         | 1.33         |
|                  |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 101.42       | 35.18        | 20.95        | 14.05        |

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。