

股权激励计划落地，公司业绩有望持续强劲增长

核心观点

公司是国内外周介入和神经介入行业的龙头企业，产品管线丰富，更有多款创新产品有望陆续获批，在部分产品有望受益集采、进口替代加速的背景下，公司内生业务有望保持快速增长。2024年公司首次实现扭亏为盈，随着公司销售规模的持续扩大，叠加公司管理经营效率的持续改善，公司盈利能力有望持续提升。公司在手资金充裕，截至 25H1，公司在手现金为 25.3 亿元，预计公司将继续寻求外延并购合作的机会，不断稳固公司行业龙头的地位。

事件

10月8日，公司发布新一期股权激励计划。

根据公告，股权激励计划将分三批归属，激励目标要求截止 2025 年、2026 年及 2027 年止的年度营业收入较 2024 年度分别增长不低于 35%、75%和 125%，股权激励计划首批授予将采用限制性股票(RSU)进行授出，购买价格为每股 20 港元，激励对象需按授予价格出资购买。

近期，公司发布 2025 年半年报

根据公告，公司 2025 年上半年实现营收 4.82 亿元，同比增长 31.7%；实现净利润 1.21 亿元，同比大幅增长 76.0%，净利率达到 25.1%。EPS 为 0.38 元/股。

简评

股权激励目标体现公司业绩高增长的信心

根据股权激励计划，业绩考核目标要求 2025、2026、2027 年营收较 2024 年度分别增长不低于 35%、75%和 125%，对应 2025-2027 年每年的营收增速分别为 35%、30%、29%，体现了公司对未来三年业绩高增长的信心。根据公告，股权激励计划首批授予将采用限制性股票(RSU)进行授出，购买价格为每股 20 港元，激励对象需按授予价格出资购买，公司股权激励公告日（10月8日）收盘价为 25.46 港元，股权激励授予价格相当于公告日价格约 8 折，充分考虑了市场化原则，也较好的达成了公司核心员工利益和股东利益的紧密绑定，有望有效的激发公司内生动能。

归创通桥(2190.HK)

维持

买入

贺菊颖, hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存, wangzaicun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

郑涛, zhengtaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524060004

李虹达, lihongda@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100006

SFC 编号:BUT196

发布日期: 2025 年 10 月 14 日

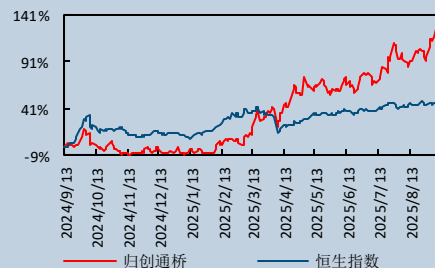
当前股价: 25.42 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
14.61/8.66	26.15/17.86	124.96/70.72
12 月最高/最低价(港元)		26.36/10.78
总股本(万股)		33,018.20
流通 H 股(万股)		32,240.07
总市值(亿港元)		81.22
流通市值(亿港元)		81.22
近 3 月日均成交量(万)		61.62
主要股东		
赵中		12.98%

股价表现



相关研究报告

【中信建投医疗器械】归创通桥-B(2190):神经+外周双轮驱动，利润端拐点已至
25.03.26

中报利润端增长略超预期，营收和利润增长均表现强劲

公司 2025 年上半年实现营收 4.82 亿元，同比增长 31.7%，实现净利润 1.21 亿元，同比大幅增长 76.0%，净利率达到 25.1%。收入的显著增长主要归因于神经血管和外周血管介入器械分部的销售额高速增长。实现净利润 1.21 亿元，同比大幅增长 76.0%，净利率达到 25.1%；经调整净利润为 1.31 亿元，同比增长 68.1%。利润端增速略超预期并且高于收入端增速主要由于公司持续提升精细化运营效率，研发、销售和管理费率较同期整体下降 7 pct。

分业务管线来看公司神经血管介入业务实现收入约 3.04 亿元，同比增长 25.0%；外周血管介入业务实现收入约 1.76 亿元，同比增长 46.2%。分地区看，公司实现中国营收 4.66 亿元，同比增长 31.5%，公司海外业务保持快速增长，实现营业收入 1572 万元，同比增速 36.9%。公司已有 22 款产品在 27 个海外国家及地区实现商业化；超过 31 款产品在 23 个国家及地区推进注册；海外渠道覆盖全球 52 个国家和地区，并与超过 60 家当地合作伙伴建立合作。

展望 2025 年下半年，公司神经介入及外周介入业务均有望保持快速增长的态势

展望 2025 年下半年，公司神经介入业务有望继续受益集采放量、进口替代以及新品放量，带动公司神经介入业务快速增长；外周介入业务随着产品陆续获批，有望借助集采和学术推广实现高增长，在公司业务收入中占比将有所提升；海外市场持续加大投入，海外营收 2021 年至 2024 年年均复合增长率达 87%，25 年有望继续保持高速增长。公司持续降本增效，控制费用支出，我们预计全年利润端增速高于收入端增速。公司在手现金充裕，截至 25H1，公司在手现金为 25.3 亿元，预计公司将继续寻求外延并购合作、海外业务发展的机会，不断稳固公司行业龙头的地位。

海外业务保持快速增长，打造公司增长新动能

2025 年 H1，公司海外业务保持快速增长，实现营业收入 1572 万元，同比增长 36.9%。已有 22 款产品在 27 个海外国家及地区实现商业化；超过 31 款产品在 23 个国家及地区推进注册；海外渠道覆盖全球 52 个国家和地区，并与超过 60 家当地合作伙伴建立合作。目前，公司产品已覆盖法国、德国、意大利等全球 TOP10 市场中的七个；在巴西、印度、南非等新兴市场亦实现快速增长。公司产品海外商业化落地步伐持续加快，海外收入占比稳步提升，正逐步成为公司新的增长动能之一。

多款创新产品获批在即，为持续高速增长提供动力

截至 25 年 8 月底，公司已建立 73 款产品管线。其中，50 款产品已获得 NMPA 批准上市，8 款产品获得 CE 认证，5 款产品获得阿联酋认证，以及多款产品分别在德国、英国等海外国家获得上市批准。公司多款创新产品取得重大进展：1) 大腔外周血栓抽吸导管于 8 月底获批，商业化放量在即；2) OCT 引导外周斑块定向旋切系统预计将于 2025 年年内获批并商业化；3) 自膨动脉瘤瘤内栓塞器预计最快 2027 年获批并商业化。另外公司自膨颅内栓塞辅助支架最快于 2025 年年内获批，载药自膨颅内药物支架最快于 2027 年获批，外周特种球囊最快于 2026 年获批，外周机械碎栓+溶栓+抽吸三合一的血栓清除装置预计最快于 2027 年获批。

经营效率持续提升，各项财务指标表现稳健

公司 2025 年 H1 毛利率为 71.2%，同比下降 0.1 pct，公司毛利率基本保持稳定主要由于持续优化生产及供

应链，包括提高自动化程度、提升良品率以及加强产能利用率。公司 2025 年 H1 销售费用率为 17.7%，同比下降 4.2 pct，公司持续强化销售团队和销售网络，销售效率持续提升；研发费用率为 25.2%，同比下降 2.5 pct，公司研发费用体量保持相对稳定，鉴于公司在外周介入和神经介入领域的产品管线基本补齐，预计未来研发费用体量也将保持相对稳定的状态；管理费用率为 11.6%，同比下降 0.3 pct，主要由于公司内部运营效率提升；公司持续提升精细化运营效率，研发、销售和管理费率较去年同期合计下降 7 pct。截至 2025 年 H1，公司可动用的财务资源累计达到 25.3 亿元，较 24 年底增加 0.21 亿元，公司上半年经营活动现金流达到 1.54 亿元。

神经介入+外周介入双轮驱动，看好公司长期发展

外周和神经介入领域市场空间广阔，国产化率低，进口替代和渗透率提升空间大。公司是国内外周介入和神经介入行业的龙头企业，产品管线完善、集采经验丰富、集采策略得当、销售能力强，近两年借助集采加速国产替代、助力公司内生业务保持快速增长。公司神经介入业务受益集采和进口替代、实现了高增长，近两年获批的新产品将贡献新的增长点；外周介入业务随着产品陆续获批、有望借助集采和学术推广实现高增长，在公司业务收入中的占比将有所提升；公司积极布局海外市场，海外业务正处于高增长阶段；在研管线丰富，将贡献持续增长动力；在手资金充裕，截至 25 年 H1，公司可动用的财务资源累计达到 25.3 亿元，预计公司将继续寻求外延并购合作、海外业务发展的机会，不断稳固公司行业龙头的地位。公司前期的费用投入和产品储备已经进入收获期，已步入利润快速释放期：随着公司销售规模的持续扩大，规模化效应明显；未来 3 年在收入高增长的背景下，公司管理经营效率的持续提升，预计研发和管理费用趋于稳定，公司盈利能力有望持续提升。

我们预计 2025-2027 年公司营业收入（不考虑外延并购带来的业绩增长）为 10.61、13.88 和 18.05 亿元，同比增长 35.6%、30.8% 和 30.1%，归母净利润分别为 1.95、2.79 和 3.94 亿元，同比增长 94.2%、43.3% 和 41.2%，对应 PE 分别为 42、29 和 21 倍，维持“买入”评级。

图表 1：预测及比率

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	782.48	1061.12	1387.53	1805.13
增长率(%)	48.27%	35.61%	30.76%	30.10%
归属母公司股东净利润	100.26	194.72	279.04	394.05
增长率(%)	227.34%	94.22%	43.30%	41.22%
每股收益(EPS)	0.30	0.59	0.85	1.19
市盈率(P/E)	81.02	41.71	29.11	20.61

资料来源：Wind，中信建投 收盘日期截至 2025 年 10 月 13 日

风险提示：

- 1) 集中带量采购降价幅度超预期：未来不排除公司现有商业化产品品类纳入集中带量采购政策中，如果相关产品降价幅度超过市场预期，将影响公司的盈利能力；
- 2) 市场推广不及预期：公司不能及时提高对经销商的管理能力，可能导致公司品牌及声誉受损或产品区域性销售下滑，对公司推广产生不利影响；
- 3) 行业竞争加剧风险：倘若行业竞争持续加剧，不排除后续出现价格战、同质化竞争等行业现象，公司盈利能力、市场份额有被稀释的风险。
- 4) 在研管线进度不及预期：由于神经介入及外周血管介入医疗器械产品注册前置程序较多，周期较长，公司可能存在新研发产品无法及时完成注册的风险，进而延缓产品上市推广进程，并对公司经营业绩造成不利影响。
- 5) 盈利预测无法达到的风险：公司制定的年度经营目标及盈利预测，能否实现受到多重因素影响，包括但不限于行业竞争加剧、新产品研发及市场推广进度不及预期、行业监管和政策变化等多方面风险。若相关风险出现，公司实际业绩可能无法达到盈利预测目标。

图表二：财务数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润表					
营业额	527.75	782.48	1,061.12	1,387.53	1,805.13
减: 销售成本	142.77	222.58	306.66	416.26	559.59
其他费用	1.60	1.36	1.59	1.80	1.81
销售费用	163.83	174.72	222.84	288.61	373.66
管理费用	375.10	324.26	334.25	402.38	476.55
财务费用	-77.79	-65.17	0.68	-0.94	-0.92
加: 其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	-1.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-77.75	123.62	195.10	279.42	394.43
加: 其他非经营损益	-0.98	-23.37	-0.38	-0.38	-0.38
税前利润	-78.73	100.26	194.72	279.04	394.05
减: 所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税后利润	-78.73	100.26	194.72	279.04	394.05
减: 归属于非控制股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司股东利润	-78.73	100.26	194.72	279.04	394.05
资产负债表					
货币资金	1,086.58	418.11	274.89	261.70	261.73
应收和预付款项	32.71	31.14	42.22	55.21	71.83
存货	166.54	205.48	283.10	384.27	516.59
其他流动资产	431.35	874.33	1,164.12	1,503.59	1,937.90
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资物业	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	538.54	628.25	571.71	515.17	458.62
无形资产和开发支出	49.51	65.26	58.73	52.21	45.68
其他非流动资产	1,070.47	1,230.00	1,230.00	1,230.00	1,230.00
资产总计	3,375.70	3,452.56	3,624.77	4,002.15	4,522.35
短期借款	50.00	87.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	237.90	219.90	278.53	367.53	482.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	40.41	44.65	50.52	59.86	71.47
负债合计	328.32	351.56	329.05	427.40	553.54
股本	332.40	330.18	330.18	330.18	330.18
储备	2,714.98	2,770.82	2,770.82	2,770.82	2,770.82
留存收益	0.00	0.00	194.72	473.75	867.80

港股公司简评报告

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
归属于母公司股东权益	3,047.39	3,101.00	3,295.72	3,574.75	3,968.81
归属于非控制股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益合计	3,047.39	3,101.00	3,295.72	3,574.75	3,968.81
负债和权益合计	3,375.70	3,452.56	3,624.77	4,002.15	4,522.35
投入资本(IC)	1,994.84	2,787.60	3,066.40	3,391.27	3,827.05
现金流量表					
资本支出	187.85	184.49	0.00	0.00	0.00
自由现金流	-26.61	-622.81	-83.02	-46.39	-42.26
经营性现金净流量	98.44	174.08	-55.16	-13.75	-0.50
投资性现金净流量	-206.24	-801.36	-0.38	-0.38	-0.38
筹资性现金净流量	-11.46	-41.98	-87.68	0.94	0.92
现金流量净额	-118.72	-668.47	-143.22	-13.19	0.03

资料来源：公司公告，Wind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

郑涛

同济大学生命科学学士，北京大学生物学博士，医疗器械领域分析师，主要覆盖 A 股、港股心血管介入医疗器械领域。

李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021 年加入中信建投证券研究发展部。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk