

买入

业绩持续快速增长，神经和外周介入管线不断丰富

归创通桥 (2190.HK)

2025-12-19 星期五

【投资要点】

➤ 高效研发效率，医疗器械产品线丰富：

公司是国内在神经和外周血管介入医疗器械领域的领导者，集研产销于一体，研发效率高。公司目前的产品共 73 款，其中 51 款已在中国商业化，8 款获得欧盟 CE 认证，5 款在阿联酋获批，并在超过 23 个国家/地区注册 31 款产品。自主研发平台已成功推出多款创新产品，如麒麟血流导向装置、OCT 引导外周血管斑块定向旋切导引导管系列等。

➤ 大力拓展国际化，出海成果突出：

2025 年上半年，公司在国际市场的收入为人民币 1570 万元，同比增长 36.9%。22 款产品在 27 个国家/地区实现商业化，产品已进入 7 个全球 TOP 10 市场，超过 31 款产品正在 23 个国家/地区进行注册，在欧洲开展 CE 标志产品上市后的临床跟踪试验，增强国际质量认可。重点布局南美、泛亚及中东等新兴市场。通过与全球 60 余家合作伙伴建立战略关系。

➤ 业绩持续快速增长，集采政策趋缓：

2025 年中期，实现总营业收入人民币 4.82 亿元，同比增长 31.69%；税前利润为 1.21 亿元，同比增长 76%；实现净利润 1.21 亿元，同比增长 76%。收入增长主要得益于神经血管和外周血管介入器械销售的强劲表现。公司神经血管介入产品销售收入达人民币 3.04 亿元，占总收入的 63.3%，同比增长 25.0%；外周血管介入产品收入为人民币 1.76 亿元，占比 36.7%，同比增长 46.2%。医保局明确表示，在中选规则方面，优化价差的计算“锚点”，不再简单的以最低报价作为参考，集采规则优化，公司未来业绩有望持续增长。

➤ 给予“买入”评级，目标价 28.35 港元/股

公司持续加大研发投入，在研器械丰富。国产替代背景下，竞争优势明显。预计 2025-27 年收入分别为人民币 10.56 亿、13.77 亿、17.97 亿元，净利润分别为 2.23 亿、3.09 亿、3.89 亿元，基于业绩快速增长，给予目标价 28.35 港元，对应 2027 年 PE 为 22.58 倍。给予买入评级，较现价有 26% 的升幅。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
营业额	527.8	782.5	1055.8	1377.1	1796.7
同比增长 (%)	58.0%	48.3%	34.9%	30.4%	30.5%
归母净利润	-78.73	100.26	223.08	309.08	388.65
同比增长 (%)	-30.7%	NA	122.5%	38.6%	25.7%
每股盈利 (元)	-0.23	0.29	0.65	0.90	1.13
PE@22.50HKD	-88.48	69.48	31.23	22.54	17.98

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价：28.35 港元

现价：22.50 港元

预计升幅：26.0%

重要数据

日期	2025-12-18
收盘价 (港元)	22.50
总股本 (亿股)	3.44
总市值 (亿港元)	77
净资产 (亿元)	31.55
总资产 (亿元)	34.97
52 周高低 (港元)	28.00/10.45
每股净资产 (元)	9.55

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

赵中 (11.73%)

OAP IV (HK) Limited (7.67%)

相关报告

深度报告：归创通桥-B-20230419

更新报告：归创通桥-B-20241231

研究部

姓名：林兴秋

SFC：BLM040

电话：0755-21519193

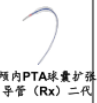
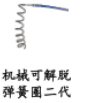
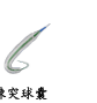
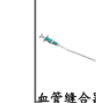
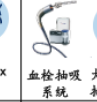
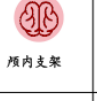
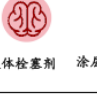
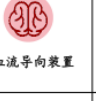
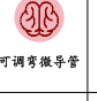
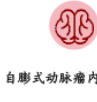
Email：linxq@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 高效研发效率，医疗器械产品线丰富：

公司是国内在神经和外周血管介入医疗器械领域的领导者，集研产销于一体，研发效率高。公司目前的产品共 73 款，其中 51 款已在中国商业化，8 款获得欧盟 CE 认证，5 款在阿联酋获批，并在超过 23 个国家/地区注册 31 款产品。自主研发平台已成功推出多款创新产品，如麒麟血流导向装置、OCT 引导外周血管斑块定向旋切导引导管系列等。麒麟血流导向装置二代已于 2025 年 3 月获批，未来还将有 8 款神经介入产品在 2027 年前陆续获批，进一步巩固其在神经介入市场的领先地位。

图 1：公司开发的医疗器械品种

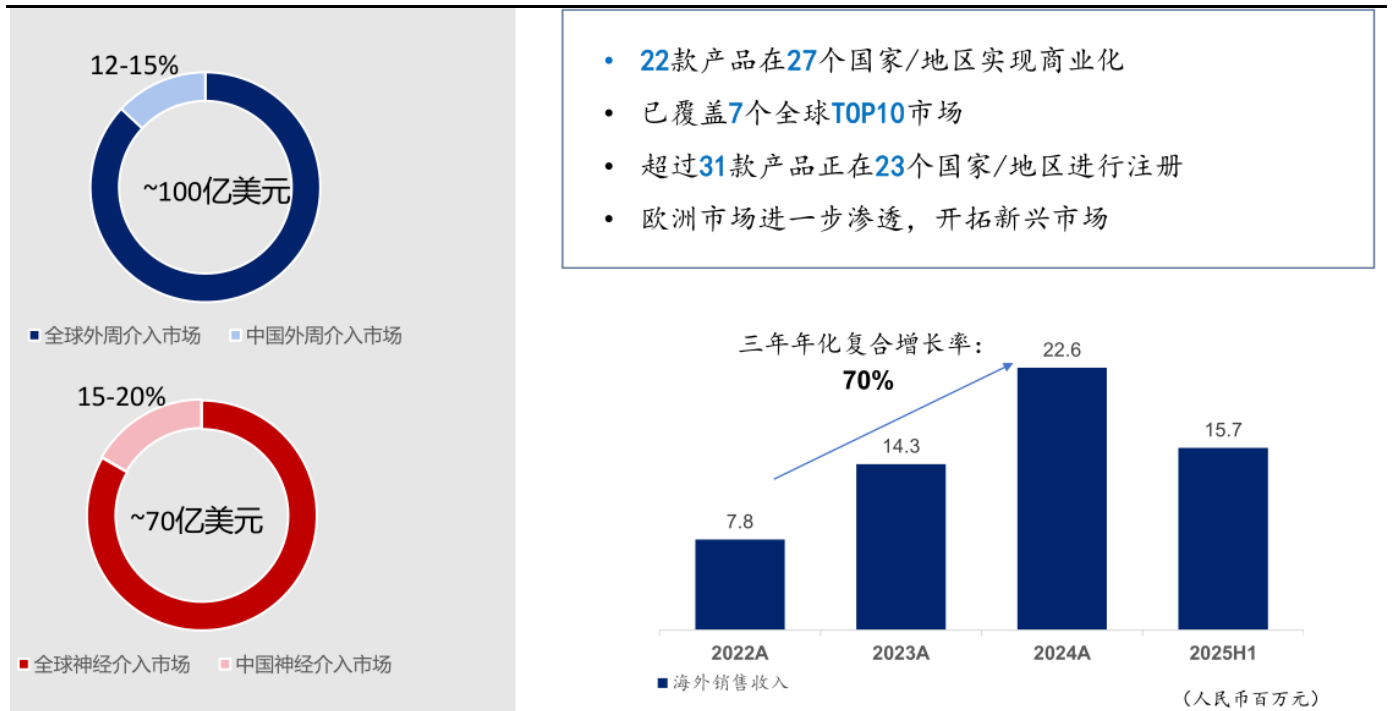
	神经血管介入业务					外周血管介入及血管闭合业务				
	颅内缺血性卒中	颅内狭窄	颅内出血性卒中	颅内通路	颈动脉狭窄	下肢动脉	下肢静脉	血透通路	外周栓塞介入及其他	血管闭合
2024		 颅内 PTA 球囊扩张导管 (Rx) 二代	 机械可解脱弹簧圈二代	 密网支架 (血流导向装置)	 保护伞	 外周长球囊	 棘突球囊	 静脉支架		 血管缝合器
2025	 球囊导引导管		 自膨式颅内支架 (辅助栓塞支架)	 密网支架 (血流导向装置) 二代		 膝下药球	 Pantheris	 LightBox	 血栓抽吸系统	 大腔血栓抽吸导管
2026		 颅内支架	 液体栓塞剂	 涂层血流导向装置	 可调弯微导管	 Tiger eye ST	 冲击波球囊	 锯齿切割球囊	 特殊球囊	 超高压球囊
2027		 载药自膨颅内支架	 自膨式动脉瘤内栓塞器		 颈动脉支架	 点状支架	 球扩覆膜支架	 血栓清除装置		

资料来源：公司官网演示材料、国元证券经纪（香港）整理

➤ 大力拓展国际化，出海成果突出：

2025 年上半年，公司在国际市场的收入为人民币 1570 万元，同比增长 36.9%。22 款产品在 27 个国家/地区实现商业化，产品已进入 7 个全球 TOP 10 市场，超过 31 款产品正在 23 个国家/地区进行注册，在欧洲开展 CE 标志产品上市后的临床跟踪试验，增强国际质量认可。重点布局南美、泛亚及中东等新兴市场。通过与全球 60 余家合作伙伴建立战略关系。

图 2： 全球市场规模及公司产品出海成果



资料来源：公司官网演示材料、国元证券经纪（香港）整理

► 业绩持续快速增长，集采政策趋缓：

2025 年中期，实现总营业收入 4.82 亿元，同比增长 31.69%；税前利润为 1.21 亿元，同比增长 76%；实现净利润 1.21 亿元，同比增长 76%。收入增长主要得益于神经血管和外周血管介入器械销售的强劲表现。公司神经血管介入产品销售收入达人民币 3.04 亿元，占总收入的 63.3%，同比增长 25.0%；外周血管介入产品销售收入为人民币 1.76 亿元，占比 36.7%，同比增长 46.2%。两大核心业务板块的同步增长体现了公司在血管介入领域的全面布局和市场渗透能力。医保局明确表示，在中选规则方面，优化价差的计算“锚点”，不再简单的以最低报价作为参考，集采规则优化，公司未来业绩有望持续增长。

神经血管介入产品增长主要得益于银蛇颅内中间导管系列、凤颅内动脉瘤栓塞弹簧圈及神经血管导丝等成熟产品的销售收入显著上升；同时，麒麟血流导向装置在全国范围内商业化后进一步推动了收入增长。中国的神经介入市场规模预计 2030 年将增长至 371 亿元，至 2030 年 CAGR=20.2%。随着老龄化的加快，中国在缺血性脑卒中的手术数量由 2015 年的 1.35 万台增长至 2019 年的 4.58 万台，预计 2030 年将增长至 88.13 万台，CAGR 将达到 30.8%。

外周血管介入产品增长源于 UltraFree 药物洗脱 PTA 球囊扩张导管、Octoplus 腔静脉滤器、腔静脉滤器抓捕器及 Swan 静脉腔内射频闭合导管等成熟产品的销售快速增长；此外，Phoenix 外周可解脱带纤维毛弹簧圈栓塞系统、Penguin 静至髂静脉支架系统及 Unicorn 血管缝合器等新产品组合在全国范围内实现商业

化，带动收入大幅增长。

➤ 给予“买入”评级，目标价 28.35 港元/股

公司持续加大研发投入，在研器械丰富。国产替代背景下，竞争优势明显。预计 2025-27 年收入分别为人民币 10.56 亿、13.77 亿、17.97 亿元，净利润分别为 2.23 亿、3.09 亿、3.89 亿元，基于业绩快速增长，给予目标价 28.35 港元，对应 2027 年 PE 为 22.58 倍。给予买入评级，较现价有 26% 的升幅。

表 1：行业相关上市公司估值

代码	证券简称	总市值(亿港元)	市盈率 PE			市净率 PB
			TTM	25E	26E	
1858.HK	春立医疗	90.68	21.02	19.61	15.59	1.8
1302.HK	先健科技	72.72	92.23	23.51	18.38	1.76
1789.HK	爱康医疗	61.37	18.95	16.77	13.96	2.05
2172.HK	微创脑科学	60.73	27.2	23.15	20.03	3.2
2291.HK	心泰医疗	56.21	17.84	16.46	12.75	2.6

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

【风险提示】

- (1) 新产品研发进度可能低于预期
- (2) 产品商业化进展不达预期
- (3) 国际形势复杂度超预期，器械国际化进度低于预期

【财务报表摘要】

损益表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	334.1	527.8	782.5	1055.8	1377.1	1796.7
销售成本	81.4	142.8	222.6	295.6	413.1	539.0
毛利	252.7	385.0	559.9	760.1	963.9	1257.7
其他收入	12.2	15.0	20.0	21.0	23.0	21.0
分销开支	-140.14	-163.83	-174.72	-221.71	-289.18	-377.30
行政费用	-109.34	-114.09	-91.03	-92.85	-94.71	-96.60
研发费用	-233.46	-261.01	-233.22	-298.52	-328.37	-420.32
经营盈利	-208.40	-156.52	36.18	164.03	271.63	382.40
财务开支	78.32	63.75	58.91	57.05	54.18	-0.72
应占联营公司利润						
其他开支	-1.34	-15.82	-5.00	-4.00	-3.00	-2.00
税前盈利	-113.56	-78.73	100.26	223.08	328.81	436.68
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	-19.73	-48.04
少数股东应占利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-113.56	-78.73	100.26	223.08	309.08	388.65
折旧及摊销	13.00	35.88	37.85	65.33	85.73	121.34
EBITDA	-195.40	-120.64	74.03	229.36	357.37	503.74
增长						
总收入 (%)	0.88	58.0%	48.3%	34.9%	30.4%	30.5%
EBITDA (%)	-0.02	-38.3%	-161.4%	209.8%	55.8%	41.0%
净利润 (%)	-0.43	-30.7%	NA	122.5%	38.6%	25.7%

资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	1205.30	1086.58	418.11	452.71	582.49	804.96
其他短期投资	545.14	355.55	804.24	812.28	820.41	828.61
应收账款	1.01	1.18	40.68	44.75	49.22	54.15
存货	119.24	166.54	205.48	207.53	209.61	211.71
其他流动资产	0.65	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产	2062.60	1717.18	1529.05	1579.97	1725.05	1963.39
固定资产	290.24	538.54	628.25	647.10	666.51	686.51
贷款	900.85	1119.98	1295.27	1275.48	1289.23	1303.15
非流动资产	1191.10	1658.52	1923.52	1922.57	1955.74	1989.66
总资产	3253.70	3375.70	3452.57	3502.55	3680.79	3953.04
流动负债	152.08	317.78	334.17	344.25	354.73	365.76
应付账款	10.74	27.51	59.05	60.82	62.65	64.53
短期银行贷款	0.00	50.00	87.00	92.22	97.75	103.62
其他短期负债	141.35	240.27	188.12	191.21	194.33	197.62
非流动负债	7.46	10.53	17.39	8.38	10.05	10.76
长期银行贷款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	7.46	10.53	17.39	8.38	10.05	10.76
总负债	159.54	328.31	351.56	352.63	364.78	376.52
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母股东权益	3094.2	3047.4	3101.0	3149.9	3316.0	3576.5

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力						
毛利率 (%)	75.6%	72.9%	71.6%	72.0%	70.0%	70.0%
EBITDA 利率 (%)	-58.5%	-22.9%	9.5%	21.7%	26.0%	28.0%
净利率 (%)	-34.0%	-14.9%	12.8%	21.1%	22.4%	21.6%
ROE	-0.04	-0.03	0.03	0.07	0.09	0.11
ROA	-0.03	-0.02	0.03	0.06	0.08	0.10
营运表现						
SG&A/收入 (%)	0.33	0.22	0.12	0.09	0.07	0.05
实际税率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06	0.11
股息支付率 (%含优先股)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
库存周转天数	395.65	365.34	305.02	254.98	184.28	142.65
应付账款天数	-48.12	-70.34	-96.83	-75.10	-55.35	-43.70
应收账款天数	1.11	0.82	18.98	15.47	13.05	11.00

财务状况

资产负债率	0.05	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
收入/总资产	0.10	0.16	0.23	0.30	0.37	0.45
总资产/股本	1.05	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11

现金流量表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-113.56	-78.73	100.26	223.08	309.08	388.65
折旧与摊销	13.00	35.88	37.85	65.33	85.73	121.34
营运资本变动	0.00	32.78	-12.79	1.72	4.91	5.32
其他非现金调整	-24.66	108.51	48.77	44.52	48.88	45.21
营运现金流	-50.17	98.44	174.09	334.65	448.60	560.52
资本开支	-69.02	-190.92	-191.34	-187.51	-183.76	-180.09
其他投资活动	-221.46	-15.33	-610.02	-63.42	-90.85	-118.17
投资活动现金流	-290.48	-206.25	-801.36	-250.93	-274.61	-298.25
负债变化	-2.86	43.59	32.42	-49.12	-44.21	-39.79
股本变化	-22.72	-53.80	-66.91	0.00	0.00	0.00
股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动	-1.30	-1.25	-7.49	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	-26.88	-11.46	-41.98	-49.12	-44.21	-39.79
汇率变动影响	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00
现金变化	-367.53	-119.27	-669.25	34.59	129.78	222.47
期初持有现金	1418.4	1205.3	1086.6	418.1	452.7	582.5
期末持有现金	1205.3	1086.6	418.1	452.7	582.5	805.0

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>