

2023年11月24日

## 归创通桥

# 归创通桥 (2190.HK)：横跨神介与外周 两大核心赛道，新品进入密集获批期

买入

首次覆盖

公司横跨神经介入与外周介入两大高潜力赛道，有望充分享受“手术渗透率提升+国产替代”红利。1) 神经介入领域，公司颅内支持导管与取栓支架均处于市占率第一梯队，弹簧圈获批时间虽较晚，但借助吉林 21 省集采实现市占率快速提升；2) 外周介入领域，UltraFree DCB 持续高增长（1H23 收入同比增长近 70%），预计目前市占率 15%-20%，随着各地集采推进，后续市占率有望进一步提升。此外，公司未来两年将进入新品密集获批期，2024/25E 预计有近 18 款神经介入及外周介入新品获批，有望进一步拉动收入增长。首予“买入”评级，目标价 16.0 港元。

胡泽宇, CFA (医疗分析师)  
ryan\_hu@spdbi.com  
(852) 2808 6446



欢迎关注  
浦银国际研究

\* Image by vilmosvarga on Freepik

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

# 目录

神经介入：支持导管与取栓支架市占率领先，弹簧圈借助集采迅速扩大份额	6
外周介入：UltraFree 持续放量，多款新品 2024/25E 密集获批	21
财务预测与估值	26
投资风险	27
SPDBI 乐观与悲观情景假设	29
财务报表	30
附录：归创通桥产品管线	33

## 图表目录

图表 1：盈利预测和财务指标	4
图表 2：归创通桥神经介入产品	6
图表 3：1H23 公司神经介入收入拆分	7
图表 4：1H23 公司主要神经介入产品收入增速	7
图表 5：公司主要神经介入产品市占率	7
图表 6：我国脑卒中及脑动脉粥样硬化狭窄患者人数	7
图表 7：脑出血和蛛网膜下腔出血示意图	7
图表 8：中美颅内动脉瘤神经介入手术渗透率	8
图表 9：我国神经介入术式渗透率（按手术类型）	8
图表 10：吉林 21 省弹簧圈集采报量分布	8
图表 11：主要国产神经介入厂商对比	9
图表 12：脑卒中治疗手段概览	11
图表 13：国内市场部分取栓支架厂商	12
图表 14：取栓支架、抽吸导管市场空间测算	13
图表 15：急性缺血性神经介入器械市场分布（2020 年）	13
图表 16：取栓支架、抽吸导管手术量增速（2022-32E）	13
图表 17：蛟龙颅内取栓支架注册性临床数据	14
图表 18：国内市场部分抽吸导管厂商	15
图表 19：BADDASS 三件套产品示意图	16
图表 20：BADDASS 抽吸过程示意图	16
图表 21：BADDASS 取栓术主要步骤	16
图表 22：银蛇颅内支持导管设计特点	17
图表 23：颅内动脉瘤神经介入器械市场分布（2020 年）	17
图表 24：弹簧圈、辅助支架、密网支架手术量增速（2022-32E）	17
图表 25：弹簧圈、辅助支架、密网支架市场空间测算	18
图表 26：弹簧圈省级集采 & DRG 联动	18
图表 27：吉林 21 省弹簧圈集采中选结果	19
图表 28：国内市场密网支架主要厂商	20

图表 29: 归创通桥外周介入产品 .....	21
图表 30: 1H23 公司外周介入收入拆分 .....	22
图表 31: 1H23 公司主要外周介入产品收入增速 .....	22
图表 32: 公司主要外周介入产品市占率 .....	22
图表 33: 国内部分已获批外周 DCB 产品对比 .....	22
图表 34: UltraFree DCB 注册性临床: 有效性数据 .....	23
图表 35: UltraFree DCB 注册性临床: 安全性数据 .....	23
图表 36: 河北牵头三明联盟集采结果: 外周 DCB (球囊长度 $\leq$ 150mm) .....	24
图表 37: 2019 年中国 IVCS 患者人数 & 髂静脉支架介入手术数量 .....	25
图表 38: IVCS 示意图 .....	25
图表 39: 中国血管闭合器械手术量 .....	25
图表 40: 公司在研缝合器示意图 .....	25
图表 41: 神经介入和外周介入企业估值表 .....	26
图表 42: SPDBI 目标价: 归创通桥 .....	27
图表 43: SPDBI 医疗行业覆盖公司 .....	28
图表 44: 归创通桥市场普遍预期 .....	29
图表 45: 归创通桥 SPDBI 情景假设 .....	29
图表 46: 归创通桥利润表 .....	30
图表 47: 归创通桥资产负债表 .....	31
图表 48: 归创通桥现金流量表 .....	32
图表 49: 归创通桥产品管线 (1): 神经介入 .....	33
图表 50: 归创通桥产品管线 (2): 外周介入 .....	34



## 归创通桥 (2190.HK)：横跨神介与外周两大核心赛道，新品进入密集获批期

公司横跨神经介入与外周介入两大高潜力赛道，有望充分享受“手术渗透率提升+国产替代”红利。1) 神经介入领域，公司颅内支持导管与取栓支架均处于市占率第一梯队，弹簧圈获批时间虽较晚，但借助吉林 21 省集采实现市占率快速提升；2) 外周介入领域，UltraFree DCB 持续高速增长 (1H23 收入同比增长近 70%)，预计目前市占率 15%-20%，随着各地集采推进，后续市占率有望进一步提升。此外，公司未来两年将进入新品密集获批期，2024/25E 预计有近 18 款神介及外周新品获批，有望进一步拉动收入增长。首予“买入”评级，目标价 16.0 港元。

·公司横跨神经介入与外周介入两大高潜力赛道，有望充分享受手术渗透率提升与国产替代红利。1) **神经介入** (1H23 贡献公司收入 72%)：2022 年我国脑卒中新发患者约 350 万，具备患者基数大、手术渗透率低、器械国产化率低的特点。我们预计当前器械国产化率约 15%。手术渗透率以更成熟的弹簧圈栓塞为例，2020 年我国渗透率仅为 9.1% (vs 同期美国：62.3%)，未来国产替代及手术渗透率提升空间广阔；2) **外周介入**：目前我国外周动脉/静脉血管疾病患者人数预计约 5,000 万/4.1 亿，介入手术渗透率约 0.4%/<0.1%，同样具备巨大增长潜力。公司在外周动脉及外周静脉领域已有相对丰富的管线布局。

·**神经介入**：支持导管与取栓支架市占率领先，弹簧圈借助集采迅速扩大份额。**BADDASS 取栓三件套**：公司是为数不多可提供“取栓支架+颅内支持导管+球囊导引导管”的国产厂商，“蛟龙”颅内取栓支架与“银蛇”颅内支持导管市占率领先。河南集采结果于 2023 年 5 月起执行，公司 BADDASS 三件套中标，后续有望维持较高增速；**弹簧圈**：吉林 21 省集采结果于 5 月起执行，目前多数省份已被集采覆盖，集采降价风险基本释放，公司凭借集采快速获取市场份额 (公司预计 2023E 份额 10%)，实现后来者居上；**密网支架**：国内市场基本被美敦力和微创脑科学占据，公司同时推进小型及大型未破裂动脉瘤适应症研发，预计两个适应症均有望 2024E 获批上市。

·**外周介入**：UltraFree DCB 持续放量，多款新品 2024/25E 密集获批。核心产品 UltraFree DCB 仍处于放量期 (1H23 收入同比增长约 70%)，且该产品于河北-三明联盟集采中标，预计后续仍可维持高增速。二代产品对球囊材料、导管结构等进行了优化，有望 2023 末/2024 初获批。此外，板块内重点新品静脉支架、血管缝合器临近获批，2024/25E 公司在研外周管线中预计有近 8 款新品上市销售。

·首予“买入”评级，目标价 16.0 港元。我们预计公司 2023 年收入人民币 5.1 亿元，且在经调整净利润层面实现盈利，预计公司 2022-25E 收入 CAGR 46%。给予公司 6.5x 2024E PS 目标估值倍数，目标价 16.0 港元。该目标 PS 与港股可比公司当前估值持平。

·**投资风险**：集采影响超预期大、手术渗透率及器械国产化率提升慢、核心产品销售不及预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	178	334	508	756	1,045
同比变动 (%)	543.9%	87.8%	52.1%	48.8%	38.2%
归母净利润	-200	-114	-62	70	225
同比变动 (%)	NM	NM	NM	NM	224.0%
PS (x)	17.1	10.3	6.8	4.6	3.3

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

胡泽宇, CFA

医疗分析师

ryan\_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2023 年 11 月 24 日

### 评级

买入

目标价 (港元)	16.0
潜在升幅/降幅	+43%
目前股价 (港元)	11.2
52 周内股价区间 (港元)	7.2-17.0
总市值 (百万港元)	3,723
近 3 月日均成交额 (百万港元)	77

注：数据截至 2023 年 11 月 21 日

### 市场预期区间

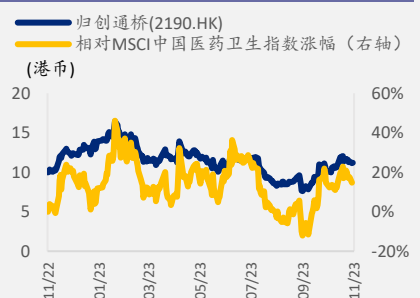


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2023 年 11 月 21 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



注：数据截至 2023 年 11 月 21 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测

### 利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	178	334	508	756	1,045
营业成本	-46	-81	-132	-227	-314
毛利润	132	253	376	529	732
销售费用	-95	-140	-173	-181	-209
管理费用	-101	-109	-110	-105	-110
研发费用	-168	-233	-235	-249	-250
核心营业利润	-232	-230	-142	-6	163
利息支出	0	-1	0	0	0
利息收入	13	96	80	76	63
应占联营公司损益	0	0	0	0	0
其他	20	22	0	0	0
利润总额	-200	-114	-62	70	225
所得税	0	0	0	0	0
净利润	-200	-114	-62	70	225
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-200	-114	-62	70	225

### 资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,418	1,205	1,082	1,046	1,149
应收票据及应收账款	38	82	91	136	188
存货	57	119	143	246	340
其他流动资产	1,511	656	656	656	656
流动资产合计	3,024	2,063	1,973	2,084	2,333
固定资产	178	290	368	452	544
无形资产	5	10	6	4	3
其他非流动资产	41	891	891	891	891
非流动资产合计	224	1,191	1,265	1,347	1,437
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	86	127	173	297	410
其他流动负债	11	25	25	25	25
流动负债合计	97	152	198	322	436
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	7	7	7	7
非流动负债合计	7	7	7	7	7
实收资本(或股本)	332	332	332	332	332
未分配利润	2,812	2,762	2,700	2,770	2,995
少数股东权益	0	0	0	0	0
所有者权益合计	3,145	3,094	3,032	3,102	3,327

### 现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-200	-114	-62	70	225
固定资产折旧	13	26	14	15	17
营运资本变动	3	-73	13	-23	-33
其他	67	69	0	0	0
经营活动现金流量净额	-116	-91	-35	62	210
资本开支	-90	-145	-88	-97	-107
其他	-1,239	50	0	0	0
投资活动现金流量净额	-1,328	-95	-88	-97	-107
股权融资	2,968	0	0	0	0
债务融资	5	0	0	0	0
其他	2,805	-30	0	0	0
筹资活动现金流量净额	2,810	-30	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	1,359	-213	-123	-36	103
期初现金及现金等价物	60	1,418	1,205	1,082	1,046
期末现金及现金等价物	1,418	1,205	1,082	1,046	1,149

### 财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	-0.68	-0.34	-0.19	0.21	0.68
每股销售额	0.61	1.01	1.53	2.27	3.14
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>同比变动</b>					
收入	543.9%	87.8%	52.1%	48.8%	38.2%
核心营业利润	116.5%	-0.8%	-38.5%	-95.7%	-2741.1%
归母净利润	NM	NM	NM	NM	224.0%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	74.1%	75.6%	74.0%	70.0%	70.0%
核心经营利润率	-130.5%	-68.9%	-27.9%	-0.8%	15.6%
归母净利率	-112.2%	-34.0%	-12.1%	9.2%	21.6%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	-11.2%	-3.6%	-2.0%	2.3%	7.0%
平均资产回报率	-10.6%	-3.5%	-1.9%	2.1%	6.3%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	64	66	66	66	66
库存周转天数	342	396	396	396	396
应付账款周转天数	372	477	477	477	477
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	31.1	13.6	10.0	6.5	5.4
速动比率 (x)	30.6	12.8	9.2	5.7	4.6
现金比率 (x)	14.6	7.9	5.5	3.2	2.6
负债/权益	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	NM	NM	NM	49.5	15.3
市销率 (x)	17.1	10.3	6.8	4.6	3.3
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

# 归创通桥 (2190.HK)：横跨神介与外周 两大核心赛道，新品进入密集获批期

## 神经介入：支持导管与取栓支架市占率领先， 弹簧圈借助集采迅速扩大份额

神经介入产品 1H23 贡献公司收入 72%，收入主要来自：1) “银蛇” 颅内支持导管（1H23 贡献板块收入近 50%）；2) “蛟龙” 颅内取栓支架；3) “白驹” 颅内 PTA 球囊；及 4) “通桥凤” 机械解脱弹簧圈。四款产品 1H23 合计贡献公司神经介入板块收入约 90%-95%。

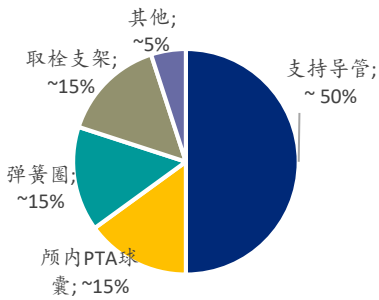
图表 2：归创通桥神经介入产品

适应症	类别	产品	中国获批时间	海外获批时间
颅内缺血性卒中	取栓支架	1) “蛟龙” 颅内取栓支架 (CRD; 核心产品) ★	已获批 (2020 年 9 月)	已获批: 欧盟 (2020 年)
		全显影取栓支架 (“蛟龙” 二代) ◇	2023E/2024E 初	
	抽吸导管	2) 颅内血栓抽吸导管	已获批 (2023 年)	已获批: 欧盟
	其他	3) “大禹” 球囊导引导管 (BGC) 4) 负压吸引器	已获批 (2021 年 6 月) 已获批 (2022 年)	
狭窄-颅内	裸球囊	5) “白驹” 颅内 PTA 球囊扩张导管 (Rx) ★ 颅内 PTA 球囊扩张导管 (Rx 二代)	已获批 (2021 年) 2024E	
		药物球囊	颅内药涂球囊扩张导管	2024E
	裸支架	颅内支架	2025E	
	药物支架	载药自膨式颅内支架	2025E	
	其他	6) 狭窄支架微导管	已获批 (2023 年)	
狭窄-颈动脉	裸球囊	7) “白驹弓上” 颈动脉球囊扩张导管 (Rx)	已获批 (2022 年 4 月)	
	裸支架	颈动脉支架	2024E	
	其他	抗栓塞远端保护装置	2023E/2024E 初	
颅内出血性卒中	弹簧圈	8) “通桥凤” 机械解脱弹簧圈 ★ 机械解脱弹簧圈	已获批 (2021 年 9 月) 2023E/2024E 初	预计美国/欧盟 2024E 获批
		密网支架	“通桥麒麟” 血流导向装置 ◇	2024E
	辅助支架	自膨式颅内支架 (辅助支架)	2025E	
	其他	9) 弹簧圈微导管 血流导向装置微导管	已获批 (2021 年) 2023E/2024E 初	
		导管	10) “银蛇” 颅内支持导管 (急性缺血经股机械取栓) ★ 11) “银蛇” DA 远端通路导引导管 12) “银蛇 Plus” 远端通路导管 (“银蛇” 升级版, 兼容经股、经桡) 13) 取栓支架微导管 14) 颅内支撑导管 桡动脉入路远程支撑导管	已获批 (2020 年) 已获批 (2021 年) 已获批 (2022 年) 已获批 (2021 年) 已获批 (2021 年) 2024E
通路类	导丝	15) “北斗 SS” 神经血管导丝	已获批 (2022 年)	
	其他	经桡动脉通路血管鞘	2024E	

注: ★代表主要收入贡献产品; ◇代表即将获批重点产品;

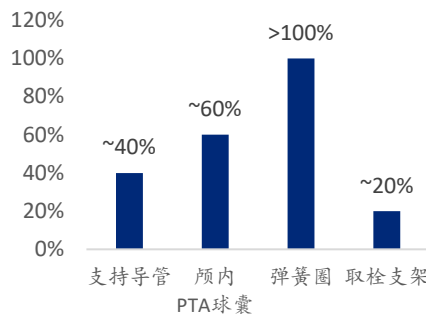
资料来源: 浦银国际整理

**图表 3: 1H23 公司神经介入收入拆分**



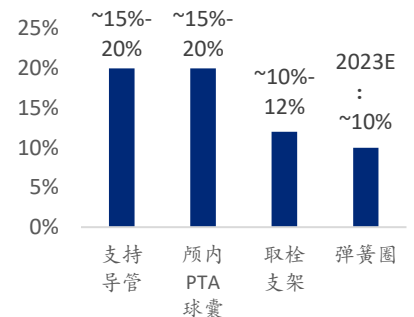
资料来源: 浦银国际测算

**图表 4: 1H23 公司主要神经介入产品收入增速**



资料来源: 浦银国际测算

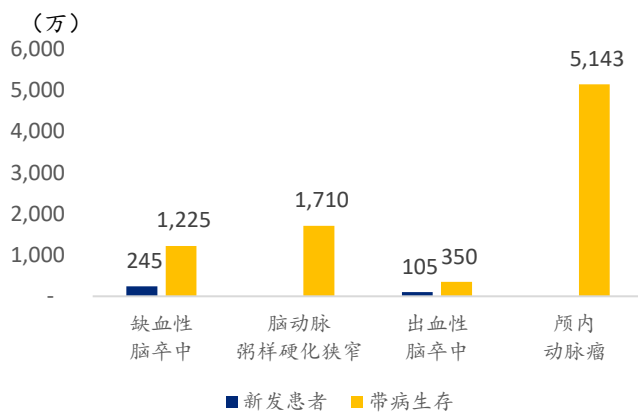
**图表 5: 公司主要神经介入产品市占率**



资料来源: 浦银国际测算

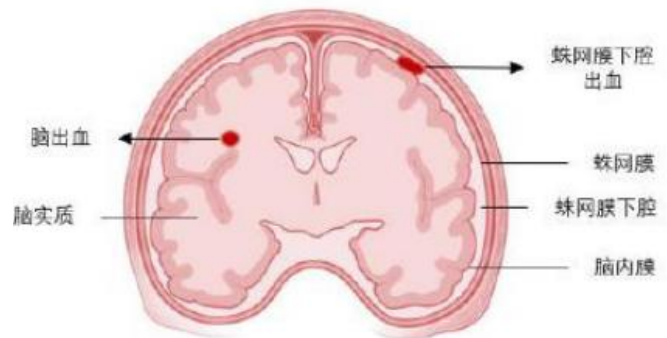
脑卒中患者群体基数大, 有巨大治疗需求。脑卒中(也称“脑中风”)为脑血管发生破裂出血或因血管堵塞造成大脑缺血、缺氧而引起的疾病, 为我国第一大致死病因。根据 NESS-China 的发病率和患病率数据推算, 2022 年我国脑卒中年新发/带病生存患者人数约 350 万/1575 万, 其中新发/幸存缺血性脑卒中患者约 245 万/1,225 万, 新发/幸存出血性脑卒中患者约 105 万/350 万, 患者群体巨大。且脑卒中属神经血管疾病, 与年龄相关, 随着我国人口老龄化程度加深, 预计将长期维持巨大治疗需求。

**图表 6: 我国脑卒中及脑动脉粥样硬化狭窄患者人数**



资料来源: NESS-China、浦银国际测算

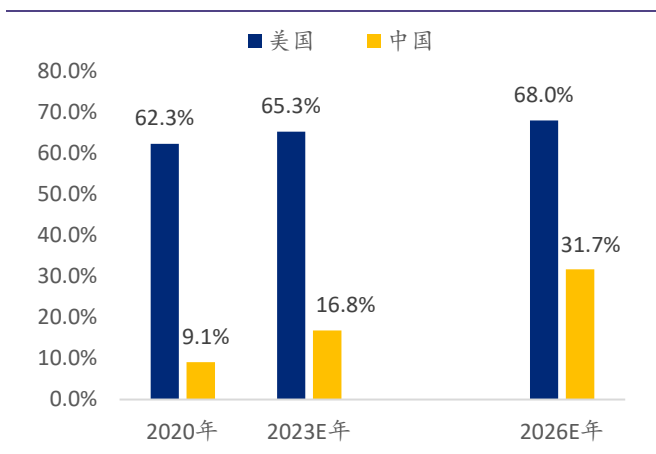
**图表 7: 脑出血和蛛网膜下腔出血示意图**



资料来源: Frost&Sullivan、浦银国际

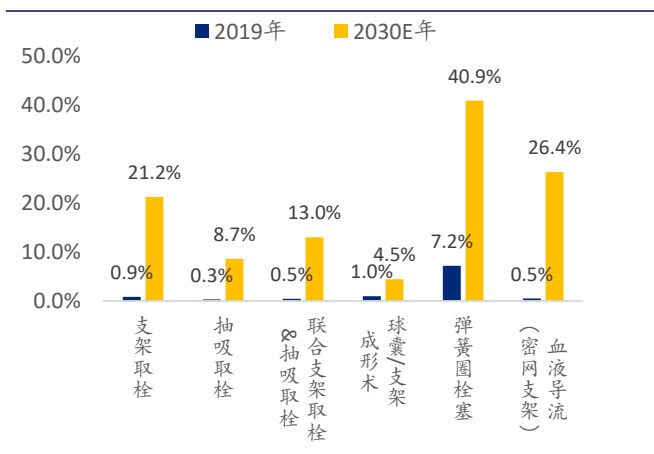
我国卒中介入治疗率远低于发达国家, 介入手术量长期增长空间大。以治疗出血性脑卒中主要病因之一的颅内动脉瘤为例, 其介入手术使用的弹簧圈相较其他神经介入类器械拥有更多的获批产品供治疗选择, 但 2020 年我国颅内动脉瘤神经介入手术渗透率仅为 9.1%, 而同期美国渗透率达 62.3%。对于脑动脉粥样硬化狭窄及缺血性脑卒中, 可供选择的获批产品相较弹簧圈更少, 介入手术渗透率则仅为 1.0%和 2.7%, 神经介入手术仍有较大应用空间。根据 CIC 的预测, 我国颅内动脉瘤介入手术渗透率将由 2020 年的 9.1% 提升至 2026E 年的 31.7%, 而支架取栓、血液导流等术式渗透率有望从 2019 年低于 1% 升至 2030E 年超 20%。

图表 8：中美颅内动脉瘤神经介入手术渗透率



注：E=CIC 预测；  
资料来源：CIC、浦银国际

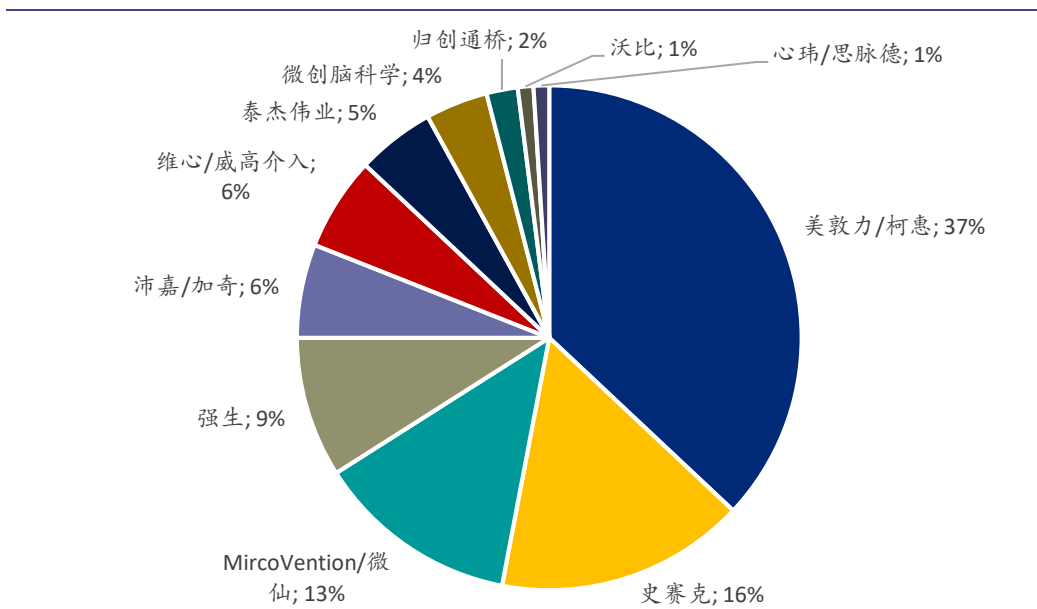
图表 9：我国神经介入术式渗透率（按手术类型）



注：E=CIC 预测；渗透率=手术数量/合格患者数；  
资料来源：CIC、浦银国际

神经介入器械国产化率仍低，集采有望加速替代进程。根据CIC数据，按销售量统计，2020年神经介入医疗器械国产化率约11%，国产化率仍较低，我们预计集采有望加快其国产化进程。以目前介入手术量相对更多的弹簧圈栓塞为例，2021年起弹簧圈省级集采逐步启动，至今全国共已开展5轮集采（覆盖省份数超80%）。以规模最大的吉林21省集采为例（2023年5月起执行），集采报量中国产产品占比25%，国产化率相较集采前有明显提升。

图表 10：吉林 21 省弹簧圈集采报量分布







资料来源：吉林省医保局、浦银国际

此外，由于国产厂商的神经介入器械近年来逐步获批，管线布局已相对完整（见图表 11）。与国际医疗器械公司开发的医疗器械相比，国产神经介入医疗器械一般更具成本效益且具备更丰富的型号满足国内医生需求，国产化率提升速度有望加快。



图表 11: 主要国产神经介入厂商对比

	归创通桥 (2190.HK)	微创脑科学 (2172.HK)	心玮医疗 (6609.HK)	沛嘉医疗 (9996.HK)
				
成立日期	2012 年	2012 年	2016 年	2012 年
总部	杭州	上海	上海	苏州
上市时间	2021 年 7 月 5 日	2022 年 7 月 15 日	2021 年 8 月 20 日	2020 年 5 月 15 日
<b>神经介入产品</b>				
<b>出血类</b>				
弹簧圈	通桥凤(获批)	NUMEN(获批)	斯尔脉(获批)	Jasper(获批) Presgo(获批)
密网支架	自研产品(在研)	Tubridge(获批)	EMBOPIPE(在研)	-
覆膜支架	-	Willis(获批)	-	-
辅助支架	自研产品(在研)	Rebridge(在研) Comaneci(代理;在研)	在研	在研
<b>狭窄类</b>				
支架	自研产品(在研)	APOLLO(获批)	在研	NeuroStellar(在研)
药物支架	自研产品(在研)	Bridge(获批)	-	-
PTA 球囊	白驹&白驹弓上(获批)	Diveer(获批)	OpenVas(获批) ThruVas(获批)	SacSpeed(获批) Fastunnel(获批)
药物球囊	自研产品(在研)	自研产品(在研)	RxOpen(在研)	-
<b>急性缺血类</b>				
取栓支架	蛟龙(获批)	Neurohawk(获批) Tigertriever(获批)	Captor(获批)	Syphonet(获批)
抽吸导管	自研产品(获批)	W-track(获批)	FLOWPLUS(获批)	Tethys AS(获批)
<b>通路类&amp;其他</b>				
导管/微导管	有获批产品	有获批产品	有获批产品	有获批产品
导丝/微导丝	有获批产品	有获批产品	有获批产品	有获批产品
液态栓塞系统	-	在研	-	-
抗栓塞远端保护	在研	在研	FULLTRAP(获批)	-
<b>2022 财务数据(人民币)</b>				
营业收入(同比变动)	3.3 亿(▲88%) 神介 2.3 亿(▲108%) 外周 1.0 亿(▲53%)	5.5 亿(▲43%)	1.8 亿(▲103%)	2.5 亿(▲84%) 神介 1.4 亿(▲52%) 瓣膜 1.1 亿(▲156%)
毛利率(同比变动)	75.6%(▲1.5pcts)	71.8%(▼6.1pcts)	67.9%(▲6.9pcts)	70.2%(▲0.2pcts) 神介:63.2%(▼1.2pcts) 瓣膜:79.7%(▼3.1pcts)
销售费用 (同比变动;费用率)	1.4 亿 (▲47%;42%)	8680 万 (▲25%;16%)	9653 万 (▲89%;53%)	2.4 亿 (▲159%;96%)
研发费用 (同比变动;费用率)	2.3 亿 (▲39%;70%)	1.2 亿 (▲31%;23%)	1.5 亿 (▲101%;84%)	3.7 亿(▼16%;149%) 剔除 BD:1.5 亿(▲12%)

管理费用	1.1 亿	6765 万	7147 万	1.2 亿
(同比变动; 费用率)	(▲9%;33%)	(▲25%;16%)	(▼15%;39%)	(▲8%;49%)
归母净利/亏损	亏损 1.1 亿	亏损 2177 万	亏损 2.0 亿	亏损 4.1 亿
(同比变动; 利润率)	(vs 2021 年: 亏损 2.0 亿)	经调整净利: 1.3 亿(▲39%;24%)	(vs 2021 年: 亏损 1.9 亿)	(vs 2021 年: 亏损 5.7 亿)
现金及现金等价物 <sup>(1)</sup>	12.1 亿	8.3 亿	8.7 亿	16.7 亿

#### 五、市值<sup>(2)</sup>

市值 (亿港元)	37	82	28	53
YTD 市值变动	-13%	-39%	-24%	-19%

#### 六、股权

流通股占比	60.2%	36.4%	6.9%	36.0%
主要股东	1. 赵中&钟生平等一致行动人: 29.4%	1. 微创(853.HK): 53.4%	1. 王国辉&张艳霞: 29.2%	1. 张一&叶红: 23.0%;
	2. 弘晖(AIHC): 8.8%	2. Maxwell/WeTron(微创投资管理): 11.0%	2. 洲岭资本/LYFE: 14.3%	2. FIL/Pandanus: 8.8%;
	3. OrbiMed/OAP: 7.8%	3. Biolink(胡奕彬为实控人): 8.0%	3. 淡马锡: 4.6%	3. 礼来/LAV: 6.9%;
	4. Schroders: 6.0%	4. 嘉实基金: 1.1%		4. 高瓴: 6.1%;
	5. Lake Bleu: 5.5%			
	6. Snow Lake: 5.0%			

注: (1)不包括已抵押存款及定期存款; (2)市值数据截至 2023 年 11 月 21 日;

资料来源: 公司资料、Bloomberg、浦银国际整理

神经介入在指南中的推荐级别有望随着临床证据的积累而逐步提高。脑卒中的治疗主要可分为三类: 1) 药物治疗; 2) 神经介入手术; 及 3) 外科开颅手术。目前神经介入已成为治疗颅内动脉瘤的主要方法, 而缺血性脑卒中、脑动脉粥样硬化性狭窄的主流治疗方法仍为药物静脉溶栓 (见图表 12), 但静脉溶栓具有明显的缺点。根据 Frost & Sullivan 数据, 严格的时间窗和相关禁忌证的制约使患者有效治疗比例不足 5%。随着临床数据积累, 从 2015 年开始中国、欧洲和美国相继更新指南和专家共识, 提高神经介入手术中机械取栓治疗缺血性脑卒中的推荐级别。未来随着临床证据的积累, 神经介入有望在临床上得到更广泛的应用。

图表 12：脑卒中治疗手段概览

主要器械/药物		主要使用场景
<b>出血/颅内动脉瘤</b>		
1) 介入手术		
弹簧圈栓塞（单 纯弹簧圈、支架辅 助、球囊辅助）	弹簧圈、辅助支架等	约 94% 的 UIA 可采用单纯弹簧圈栓塞治疗：中 小型动脉瘤（体颈比 $\geq 2$ ）可采用单纯弹簧圈 栓塞；宽颈囊状动脉瘤（体颈比 $< 2$ 或瘤颈 $\geq$ 4mm）可采用球囊或支架辅助（II 级推荐）
血管导流	密网支架、覆膜支架等	适用于弹簧圈栓塞困难或易复发病例、颈内动 脉宽颈多发动脉瘤（直径 $< 10$ mm）、介入栓塞 和手术夹闭后复发动脉瘤（II 级推荐）
载瘤动脉闭塞术	动脉瘤夹、弹簧圈等	用于难以进行动脉瘤瘤腔栓塞或栓塞失败，经 过评估闭塞载瘤动脉不至于引起明显症状的患 者
2) 外科开颅手术		
（瘤颈夹闭、血管旁 路移植等）	动脉瘤夹等	宽颈动脉瘤、动脉瘤体发出分支血管、大脑中动 脉瘤等可考虑开颅治疗，无法通过血管内介入 或手术夹闭治疗的复杂动脉瘤可考虑血管旁路 移植
<b>脑动脉粥样硬化性狭窄</b>		
1) 药物治疗		
	抗血小板药物：阿司匹林、氯吡格雷、西洛他唑、 替格瑞洛等	标准疗法，对于 sICAS 患者，应在发病后尽早启 动以阿司匹林为基础的抗血小板治疗，及阿司 匹林联合其他药物的强化内科治疗
2) 血管成形术		
	支架/DES、球囊/DEB	可作为药物治疗的补充治疗，其中中国专家共 识对裸支架、球囊、药物涂层支架均为中等级 别推荐，药物涂层球囊为弱推荐
3) 危险因素管理		
	高血压药物：依那普利、缬沙坦、氨氯地平等 血脂药物：阿托伐他汀、瑞舒伐他汀、辛伐他汀等 血糖药物：二甲双胍、阿卡波糖、达格列净等	通过管理血压、血脂、血糖等风险因素，降低 发病、并发症或复发风险
<b>缺血性脑卒中</b>		
1) 药物治疗		
（静脉溶栓）	溶栓药物：尿激酶(UK)、重组人组织型纤溶酶原激 活剂(rt-PA)、替奈普酶、瑞替普酶、去氨普酶等	标准疗法，对时间窗口有严格要求（4.5 小时 内）；REVASCAT 等研究结果表明支架取栓联 合静脉溶栓对比标准静脉溶栓能改善 AIS 患 者的 3 月功能独立性
2) 介入手术		
动脉溶栓	溶栓药物：尿激酶(UK)、重组人组织型纤溶酶原激 活剂(rt-PA)、替奈普酶、瑞替普酶、去氨普酶等	发病 6 h 内由大脑中动脉闭塞导致的严重脑卒 中，且不适合静脉溶栓或对静脉溶栓无效的患 者
机械取栓（支架 取栓取栓、抽吸术、 支架取栓联合抽吸）	取栓支架、抽吸导管等	发病时间 8 h 内的严重卒中患者
血管成形术	支架/DES、球囊/DEB 等	发病时间 8 h 内的严重卒中患者、动脉溶栓失 败的患者或不适合行血管内取栓治疗

注：红框标注为当前主要疗法；

资料来源：浦银国际整理

静脉溶栓仍为急性缺血主流疗法，但疗效并不令人满意。根据《急性缺血性脑卒中血管内治疗中国专家共识》（[链接](#)），目前我国对于急性缺血性脑卒中的临床治疗方式主要包括药物治疗（即静脉溶栓，IVT）和神经介入手术两类，其中静脉溶栓仍为主流疗法，但静脉溶栓对时间窗口有严格要求，需在出现症状后 4.5 小时内进行治疗，且合并大动脉闭塞再通率低（约 13%-18%），能够从该治疗中获益的患者不到 3%，治疗后 90 天病死率和致残率高达 21%和 68%，治疗效果并不令人满意。

神经介入治疗窗口更长，取栓与抽吸器械增长空间巨大。神经介入治疗缺血性脑卒中的时间窗口为出现症状后 8-24 小时内，较静脉溶栓治疗窗口更宽。神经介入治疗缺血性脑卒中的具体术式包括：**1) 动脉溶栓；2) 机械取栓；及 3) 血管成形支架术**。手术相关器械主要包含：1) 取栓支架；2) 抽吸导管；3) 球囊导引导管；及 4) 通路类（导丝、导管等）产品，其中取栓支架和抽吸导管为最主要的介入手术器械。根据 CIC 数据，2020 年取栓支架和抽吸导管分别占急性缺血性介入器械市场规模 37%和 31%。我们预计 2022-32E 取栓支架与抽吸导管手术量增速有望分别达到 20%及 27%。

图表 13：国内市场部分取栓支架厂商

公司	获批产品	国内首次获批时间
<b>国产</b>		
1) 江苏尼科/健适	Reco	2018 年 5 月
2) 心玮 (6609.HK)	Captor	2020 年 8 月
3) 归创通桥 (2190.HK)	蛟龙	2020 年 9 月
4) 心凯诺	Skyflow	2021 年 5 月
5) 瑞康通/惠泰 (688617.CH)	Jrecan	2021 年 7 月
6) 微创脑科学 (2172.HK)	Neurohawk	2022 年 2 月
7) 加奇/沛嘉 (9996.HK)	Syhonet/申翼	2022 年 2 月
8) 久事神康	取栓支架	2022 年 2 月
9) 苏州中天	取栓支架	2023 年 1 月
<b>进口</b>		
1) 史赛克	Trevo ProVue、Trevo XP ProVue	2015 年 12 月
2) 美敦力	Solitaire FR、Solitaire 2、 Solitaire Platinum、Solitaire X	2017 年 7 月
3) 强生	REVIVE SE、EmboTrap、 EmboTrap III	2018 年 11 月
4) 艾康蒂	APERIO	2020 年 10 月

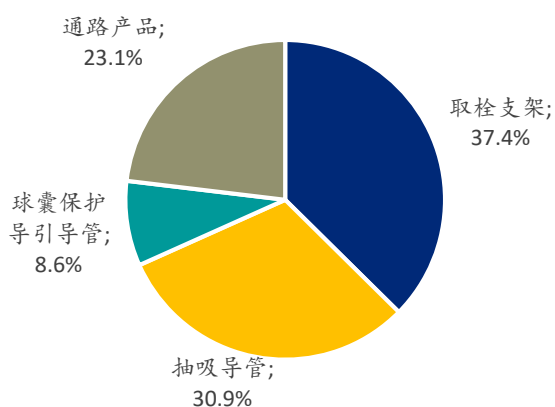
注：非完全统计；资料来源：NMPA、浦银国际

图表 14：取栓支架、抽吸导管市场空间测算

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	.....	2038E	22-32E CAGR
新发缺血性脑卒中患者 (万)	244.9	245.8	246.7	247.5	248.3	249.0		251.7	
手术数量 (万)	9.2	12.2	16.2	21.1	26.9	33.2		67.1	22%
手术渗透率	5.2%	6.9%	9.1%	11.8%	15.0%	18.3%		35.0%	
YoY	44.9%	33.2%	32.4%	30.1%	27.5%	23.7%		11.7%	
1) 支架取栓术 (万)	6.9	9.1	12.0	15.5	19.6	23.8		42.9	20%
手术量占比	75.0%	74.5%	74.0%	73.5%	73.0%	71.5%		64.0%	
2) 抽吸取栓术 (万)	2.3	3.1	4.2	5.6	7.3	9.5		24.1	27%
手术量占比	25.0%	25.5%	26.0%	26.5%	27.0%	28.5%		36.0%	
<b>1) 取栓支架市场规模 (亿元)</b>	33.1	42.9	55.3	70.0	86.8	98.0		112.2	13%
YoY	42.0%	29.7%	28.8%	26.6%	24.1%	12.9%		-2.2%	
手术量 (万)	6.9	9.1	12.0	15.5	19.6	23.8		42.9	20%
入院价 (元)	48,020	47,060	46,118	45,196	44,292	41,268		26,146	
单台手术用量 (个)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0		1.0	
<b>2) 抽吸导管市场规模 (亿元)</b>	9.7	12.8	16.8	21.6	27.2	33.3		57.3	19%
YoY	40.6%	31.8%	30.9%	28.6%	26.0%	22.6%		6.3%	
手术量 (万)	2.3	3.1	4.2	5.6	7.3	9.5		24.1	27%
入院价 (元)	42,341	41,070	39,838	38,643	37,484	35,193		23,742	
单台手术用量 (个)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0		1.0	

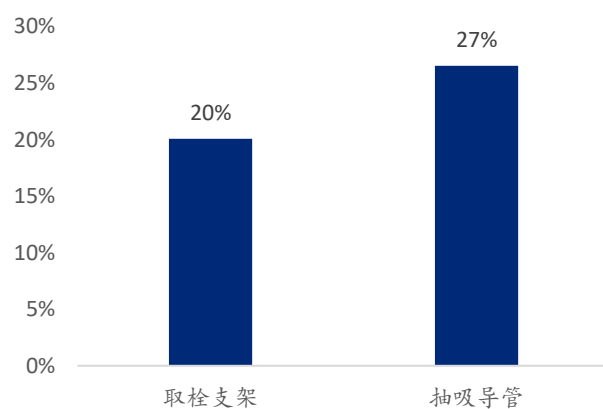
资料来源：浦银国际预测

图表 15：急性缺血性神经介入器械市场分布 (2020 年)



资料来源：CIC、浦银国际

图表 16：取栓支架、抽吸导管手术量增速 (2022-32E)



资料来源：浦银国际预测

蛟龙颅内取栓支架临床数据非劣于进口竞品，二代产品有望年内获批。蛟龙的注册性临床试验选择美敦力 Solitaire FR 作为对照组，试验结果显示蛟龙颅内取栓支架在有效性和安全性上非劣于 Solitaire FR。有效性指标上，蛟龙血管再通率（主要终点）为 92.3%，Solitaire FR 为 84.8%。在次要终点 24 小时和 7 天的 NIHSS 评分、90 天治疗后 mRS 评分介乎 0-2 的患者比例、器械置入成功率和手术成功率上，两个研究组的试验结果并无统计学差异。安全性上，蛟龙组的 AE 和 SAE 中，仅 1.9% 的 AE 及 0% 的 SAE 与器械相关。从统计学角度来看，两个研究组的 AE 和 SAE 发生率并无重大差异。此外，迭代产品蛟龙二代有望于 2023E/2024E 初获批上市。二代取栓支架配有更多的规格，可为医生提供更多选择。

图表 17：蛟龙颅内取栓支架注册性临床数据

	蛟龙组 (n=107)	美敦力 Solitaire FR (n=110)	
<b>有效性数据</b>			
<b>1) 主要终点</b>			
血管再通率	92.3%	84.8%	
<b>2) 次要终点</b>			
NIHSS 评分	24小时	10.03 ± 7.13	10.02 ± 7.89
	7 天	7.55 ± 6.89	7.26 ± 7.09
mRS 评分 (90 天治疗后 mRS 评分介乎 0-2 的患者)		1.92 ± 1.43(67.8%)	1.78 ± 1.47(73.6%)
器械表现	推送成功率	97.5%	99.2%
	取栓成功率	99.2%	96.8%
<b>安全性数据</b>			
24 小时症状性 ICH 率	1.9%	5.0%	
24 小时蛛网膜下出血	35.3%	47.1%	
SAE 发生率	41.1%	39.1%	
AE 发生率	96.3%	96.4%	
器械故障率	0%	0%	
24 小时非症状性颅内出血率	15.0%	12.0%	
24 小时死亡率	1.0%	2.9%	
脑疝	8.5%	9.7%	
症状性和非症状性脑出血	17.0%	17.0%	

资料来源：公司数据、浦银国际

抽吸术渗透率有望逐步提升，公司颅内血栓抽吸导管 2023 获批。根据 Frost & Sullivan 数据，抽吸术在美国占 2019 年缺血性脑卒中机械取栓手术 41.3%，而取栓、取栓合并抽吸各占 29.3%，抽吸术在美国的应用已相对普及。而我国抽吸术仍处于起步阶段，2017-19 年间我国抽吸手术数量仅为支架取栓的 1/10。未来随着国内医生接受抽吸术培训的增加及临床经验的积累，抽吸术在急性缺血性脑卒中手术中的渗透率有望逐步提升。公司首款颅内血栓抽吸导管已于 2023 获批上市，进一步增强公司产品组合竞争力。

图表 18：国内市场部分抽吸导管厂商

公司	获批产品	国内首次获批时间
<b>国产</b>		
1) 禾木生物	Afentta	2021 年 5 月
2) 泓懿医疗/健适	抽吸导管	2021 年 12 月
3) 沃比	抽吸导管	2022 年 3 月
4) 玮铭/心玮 (6609.HK)	抽吸导管	2022 年 4 月
5) 广州易介	抽吸导管	2022 年 4 月
6) 北京深瑞达	抽吸导管	2022 年 4 月
7) 加奇/沛嘉 (9996.HK)	Tethys AS	2022 年 5 月
8) 苏州中天	抽吸导管	2022 年 9 月
9) 微创脑科学	W-track	2023 年 8 月
<b>进口</b>		
1) Penumbra/Genesis	Penumbra System、 Penumbra System MAX、抽 吸导管	2018 年 5 月
2) 美敦力	React	2020 年 9 月
3) MicroVention	SOFIA	2021 年 7 月
4) 强生	EMBOVAC	2022 年 10 月

注：非完全统计；

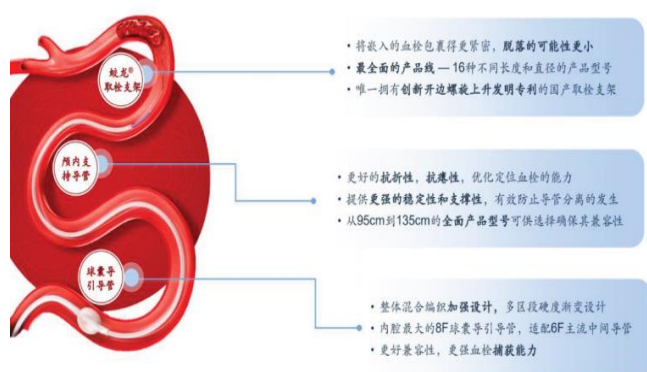
资料来源：NMPA、浦银国际

导管抽吸及支架取栓临床获益相当，常联合使用。根据 ASTER 研究，导管抽吸的成功再通率 85.4%，支架取栓为 83.1%，二者无显著差异。目前因血管内治疗采用单一方法很难在较短的时间内安全完成血管再通，临床上多数采用取栓支架+抽吸导管（或超适应症使用中间导管）组合取栓（包括 Solumbra、SAVE、SWIM、ADVANCE 等多种术式）。而在取栓过程中，血栓存在破裂的几率，可能导致远端血管栓塞，因此近年来逐渐将球囊导引导管（BGC）加入取栓过程，BGC 相较普通导引导管在导管远端设有球囊，扩张后可阻断近端血流，增强取栓手术效果。“取栓支架+抽吸导管+球囊导引导管”为目前取栓的标配三件套，并衍生出 BADDASS、TAST、TRAP 等多种不同的机械取栓术式。

公司通过 BADDASS、R-DAS 等新术式推广公司核心产品：

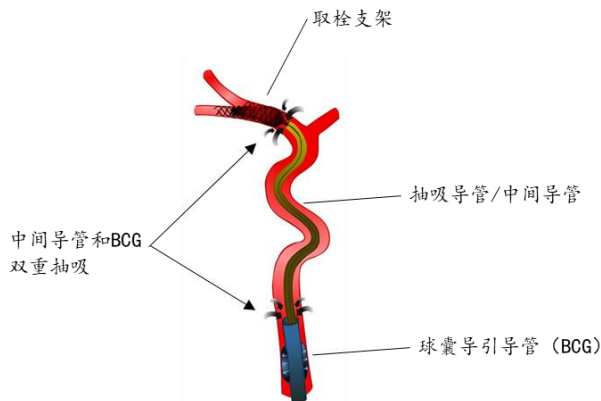
- **BADDASS 取栓术**：公司于 2021 年起推广 BADDASS 取栓术式（英文全称：BAlloon guide with large bore Distal access catheter with Dual Aspiration with Stent-retriever as Standard approach），即通过同时使用球囊导引导管（BGC）、抽吸导管（或中间导管）、取栓支架完成取栓，对应公司“大禹”BGC、“银蛇”中间导管、“蛟龙”取栓支架三款产品。BADDASS 取栓可更快实现颅内血管的首过再通率、缩短再通时间以及降低血栓拉出过程中的远程逃逸率，可有效提升手术成功率、缩短手术时间及降低术后并发症的发生率。公司也是国内少数可以提供 BADDASS 取栓三件套产品的公司之一。

图表 19: BADDASS 三件套产品示意图



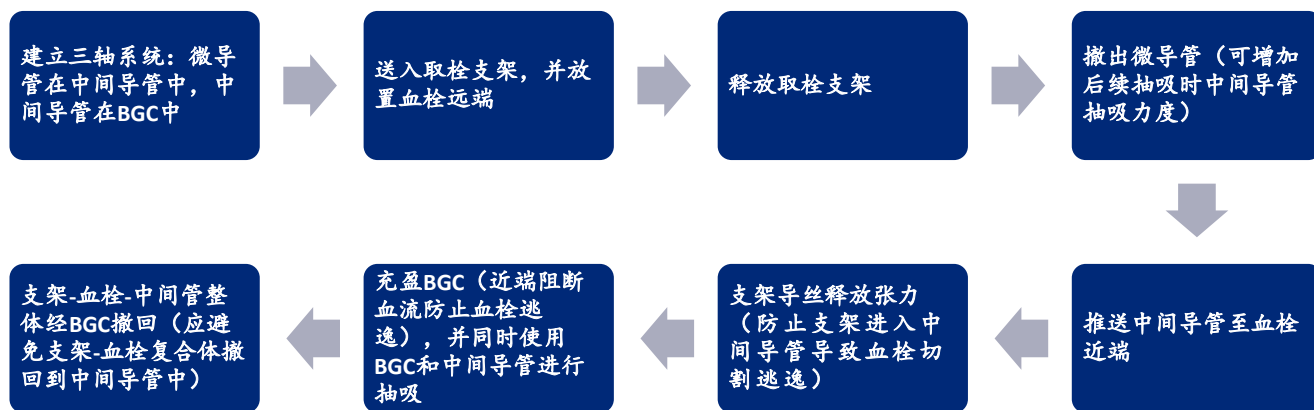
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 20: BADDASS 抽吸过程示意图



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 21: BADDASS 取栓术主要步骤



资料来源：浦银国际整理

- **R-DAS 经桡入路技术**：公司于 2022 年 7 月首次提出 R-DAS 技术（英文全称：trans-Radial telescoping catheter technique with a Distal Access catheter and Simmons catheter），即同轴使用（vs 传统交换）远端通路导引导管、Simmons 造影导管建立经桡通路。传统的经股入路并发症率高（2%-8%），而经桡入路更安全，并发症发生率更低，且患者术后舒适度更高（无需平卧，可即刻站立活动）。R-DAS 对应公司银蛇 DA 和银蛇 Plus 两款远端通路导管。

河南三级公立医院集采结果年内开始执行，公司多款核心产品中选。河南三级公立医院神经介入与外周介入集采结果于 2023 年 5 月起执行，神经介入与外周介入两类医用耗材平均价格降幅达 53.6%。公司神经血管介入产品中的颅内球囊扩张导管、取栓支架、支撑导管、球囊导引导管（BGC）、颅内血管导丝等产品中选，有望在当地实现快速放量。



银蛇颅内支持导管具差异化技术优势，国产市占率第一。银蛇颅内支持导管2020年9月获批用于经股缺血性机械取栓术和出血性动脉瘤栓塞术，其特点为：1) 优异的导管通过性：提供可轻松到达M1段内径0.070”的6F中间导管；2) 改良的远端抗扁设计：镍钛螺旋+不锈钢编织结构，提高远端径向强度；和3) 更强的弓部支撑力：术中提供稳定支持，减少器械移位。

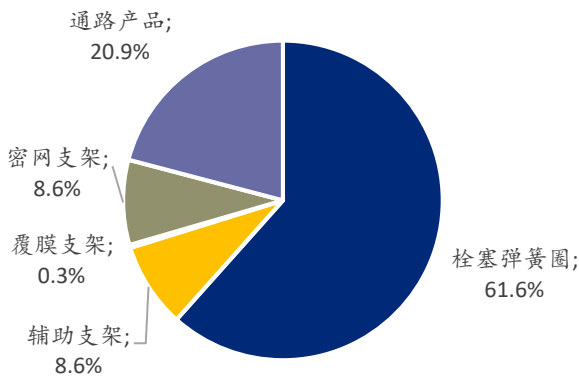
图表 22：银蛇颅内支持导管设计特点



资料来源：公司资料、浦银国际

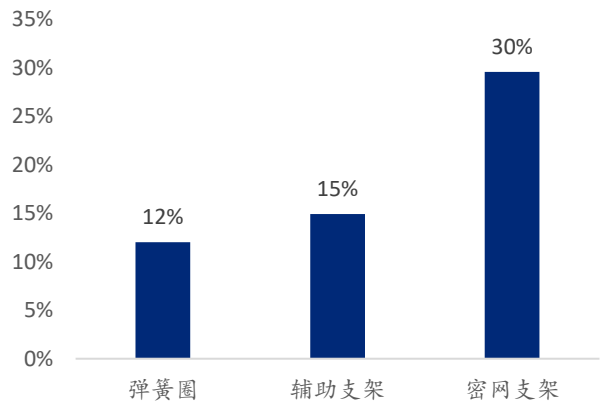
介入治疗已成颅内动脉瘤治疗主流方法。根据《中国颅内未破裂动脉瘤诊疗指南 2021》（[链接](#)），颅内动脉瘤的治疗方法主要包括：1) 介入手术；和2) 外科开颅手术。介入手术具有创伤小的特点，指南已推荐颅内动脉瘤患者可优先选择介入手术治疗。从治疗器械上看，弹簧圈仍为最主流的动脉瘤介入手术器械。根据CIC数据，2020年弹簧圈占出血性器械市场规模62%，而密网支架普及时间更晚，增速在动脉瘤介入手术器械中最高。我们预计2022-32E弹簧圈、辅助支架、密网支架手术量增速有望达12%、15%及30%。

图表 23：颅内动脉瘤神经介入器械市场分布（2020年）



资料来源：CIC、浦银国际

图表 24：弹簧圈、辅助支架、密网支架手术量增速（2022-32E）



资料来源：浦银国际预测

图表 25：弹簧圈、辅助支架、密网支架市场空间测算

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	.....	2032E	22-32E CAGR
适合手术颅内动脉瘤患者 (万)	83.1	83.8	84.4	85.0	85.5	86.1		88.7	
手术数量 (万)	10.6	12.7	15.2	18.7	22.3	25.6		42.6	15%
YoY	21%	20%	19%	23%	19%	15%		9%	
手术渗透率	12.8%	15.2%	18.0%	22.0%	26.1%	29.8%		48.1%	
1) 弹簧圈栓塞 (万)	9.6	11.2	13.2	16.1	19.0	21.1		29.8	12%
手术量占比	90.0%	88.0%	87.0%	86.0%	85.0%	82.5%		70.0%	
2) 密网支架植入 (万)	1.0	1.4	2.0	2.6	3.3	4.5		12.8	30%
手术量占比	9.0%	11.0%	13.0%	14.0%	15.0%	17.5%		30.0%	
<b>1) 颅内弹簧圈市场规模 (亿元)</b>	21.5	24.7	28.2	33.2	37.9	42.1		58.6	11%
YoY	-	14.5%	14.2%	17.8%	14.3%	11.1%		4.7%	
手术量 (万)	9.6	11.2	13.2	16.1	19.0	21.1		29.8	12%
入院价 (元)	4,500	4,275	4,061	3,858	3,665	3,627		3,433	
单台手术用量 (个)	5.0	5.2	5.3	5.4	5.5	5.5		5.7	
<b>2) 辅助支架市场规模 (亿元)</b>	10.7	11.5	13.8	17.0	20.3	21.9		23.9	8%
YoY	6.2%	7.4%	19.6%	23.4%	19.7%	7.8%		-1.8%	
手术量 (万)	4.8	5.7	6.9	8.5	10.2	11.8		19.2	15%
占弹簧圈栓塞术比例	50.0%	51.0%	52.0%	53.0%	54.0%	55.8%		64.5%	
入院价 (元)	22,388	20,149	20,048	19,948	19,848	18,611		12,424	
单台手术用量 (个)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0		1.0	
<b>3) 密网支架市场规模 (亿元)</b>	12.4	16.8	23.5	30.8	39.0	49.7		106.4	24%
YoY	38.1%	35.0%	39.6%	31.2%	26.7%	27.5%		11.3%	
手术量 (万)	1.0	1.4	2.0	2.6	3.3	4.5		12.8	30%
入院价 (元)	130,000	120,000	118,800	117,612	116,436	110,900		83,218	
单台手术用量 (个)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0		1.0	

资料来源：浦银国际预测

“通桥凤”弹簧圈作为后来者，借助集采实现以价换量。2021 年河北启动国内首次省级弹簧圈集采，至今全国共已开展 5 轮集采（共涉及 25 省，覆盖省份数量超 80%）。公司的“通桥凤”弹簧圈是国内第 19 款弹簧圈，上市时间上并无优势，但公司充分利用集采，高效提升市场占有率，1H23 销售量同比实现近 3 倍增长，收入则同比增长超 100%。公司预期 2023 年市场份额增至 10%。

图表 26：弹簧圈省级集采 & DRG 联动

省份	采购量 (个)	平均降幅	降价后平均价格	开标日期	执行日期	集采周期
河北	13,132 (报量 70%)	47%	6,400	2021 年 12 月	2022 年 1 月 1 日	1 年
江苏	28,163 (平台采购量 80%)	54%	4,405 (主流产品降至 3,500 元)	2022 年 7 月	2022 年 10 月 1 日	2 年
福建	7,225	46%	未披露	2022 年 8 月	2022 年 10 月 10 日	1 年
安徽	15,257 (报量 85%)	54%	5,259	2022 年 12 月	2023 年 5 月	2 年
吉林 21 省	218,460 (报量 90%)	64%	约 4,000 元	2022 年 12 月	2023 年 5 月末起 (各省进度不一)	2 年
北京 DRG 联动采购	-	-	3,277-8,133 元	2023 年 7 月	-	1 年

资料来源：公司资料、浦银国际

目前为止规模最大的省级弹簧圈集采为吉林 21 省集采，集采结果于 2023 年 5 月起在各省陆续执行，计划首年弹簧圈采购量超 21.8 万根。21 省集采中共有 32 款申报产品，其中 20 款中标，**平均价格降幅 64%，降价后平均价格约 4,000 元/根**，按一次手术使用 5 个弹簧圈计算，弹簧圈费用由 5 万元降至约 2 万元。

此次集采根据医院申报需求量划分为 A/B 组，其中 A 组（占医院申报量约 80%）中选前三名分别为柯惠、泰杰伟业和沛嘉，**B 组前三名为归创通桥、微创脑科学及史赛克**。由于 A/B 组前三名中选可获得较高意向分配量比例（第 1 名为 90%，第 2-3 名为 85%），且医院在分配剩余量（占计划首年采购量超 20%）时，可分别选择 A/B 组排名前三中选产品或其他填报过的中选产品，预计上述中选企业在集采中更有望受益。

图表 27：吉林 21 省弹簧圈集采中选结果

A 组中选企业&产品			B 组中选企业&产品		
申报企业	型号	中选价格 (元)	申报企业	型号	中选价格 (元)
美敦力/柯惠/EV3	EV3	3,470	归创通桥(2190.HK)	通桥凤	3,277
泰杰伟业	Perdenser	3,483	微创脑科学(2172.HK)	NUMEN	3,588
加奇/沛嘉(9996.HK)	Jasper	3,851	史赛克	Target	3,588
史赛克	Target	3,958	沃比	Avenir Plus	3,666
微仙/MicroVention	MicroPlex	4,155	强生	GALAXY G3 Mini Microcoil	3,938
维心/威高介入	维心弹簧圈	4,395	微仙/MicroVention	HydroCoil (V-trak)	3,988
强生	ORBIT GALAXY	4,679	微仙/MicroVention	HydroCoil	3,988
微仙/MicroVention	MicroPlex	5,197	泰杰伟业	Perfiller	4,093
美敦力/柯惠/EV3	Axium Prime	6,128	美敦力/柯惠/EV3	机械可解脱弹簧圈	4,180
			思脉德/心玮(6609.HK)	栓塞弹簧圈系统	4,249
			美敦力/柯惠/EV3	Axium PGLA	4,290

注：\*A/B 组划分规则：将同申报企业同注册证下所有申报产品的医疗机构采购需求量加总求和，并按照由高到低排序，累计采购需求量不超过 80% 所涵盖的所有注册证分为 A 组，其余注册证分为 B 组。

资料来源：浦银国际整理

密网支架使用范围逐步扩大，集采加速渗透率提升。不同于弹簧圈，血管导流装置（密网支架、覆膜支架）毋须进入动脉瘤囊，并可降低术中破裂的风险。密网支架特别适用于大动脉瘤（瘤体直径 10-25mm）或巨大型动脉瘤（瘤体直径>25mm），其占有所有动脉瘤约 5%。对于大或巨大型动脉瘤，相较传统治疗方法，密网支架的成功率较高及复发率较低。此外，随着产品及术式的逐渐成熟，密网支架已不再局限于大型和巨大型动脉瘤的治疗。

图表 28：国内市场密网支架主要厂商

公司	获批产品	输送导管尺寸 (英寸)	编织丝材质	金属覆盖率	国内首次获批
<b>国产</b>					
1) 微创脑科学 (2172.HK)	Tubridge	0.029	镍钛合金	30%-35%	2018 年 3 月
2) 艾柯	密网支架	0.027	75%钴铬合金, 25%铂金	30%-40%	2022 年 10 月
3) 泰杰伟业	Nuva	-	镍钛合金	30%-35%	2023 年 3 月
<b>进口</b>					
1) 美敦力	Pipeline Flex	0.027	75%钴铬合金, 25%铂金	30%-35%	2017 年 12 月
2) 史赛克	Surpass Evolve/ Streamline	0.04	钴铬合金	30%	2020 年 6 月
3) MicroVention	密网支架	0.027	镍钛合金	NA	2022 年 5 月

注：非完全统计

资料来源：NMPA, Frost & Sullivan, 浦银国际

“通桥麒麟”密网支架同时推进小型及大型未破裂动脉瘤适应症，预计2024E获批上市。目前国内密网支架市场主要被美敦力和微创脑科学占据。归创通桥密网支架同时推进小型及大型未破裂动脉瘤适应症，目前处于临床试验阶段，预计两个适应症均有望2024E获批上市。“通桥麒麟”的特点为：（1）支架的每根导丝均有成像导丝包裹，使医生能够准确定位支架并将其置入动脉瘤部位；（2）支架远端为使用编环技术的闭环支架，该闭环特性可减少释放后对血管的刺激和损伤；（3）支架两端均特别设计为稍宽的宽度，确保完全贴紧血管壁以支持栓塞过程。

# 外周介入：UltraFree 持续放量，多款新品 2024/25E 密集获批

外周介入产品 1H23 贡献公司收入 28%，收入主要来自 UltraFree DCB、PTA 球囊及 PTA 高压球囊三款产品（1H23 合计贡献板块收入约 90%）。公司板块布局完善，且在研管线丰富，预计 2024/25E 外周领域有近 8 款新品获批。

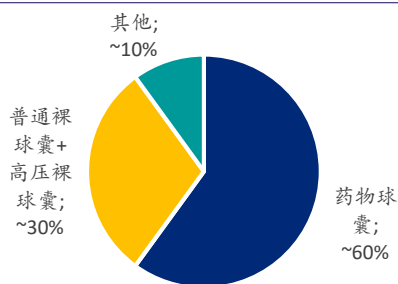
图表 29：归创通桥外周介入产品

适应症	类别	产品	中国获批时间	海外获批时间
外周动脉	药物球囊	1) UltraFree 药物洗脱 PTA 球囊扩张导管 (海外名: ZENFLUXION) ★	已获批 (2020 年 11 月)	已获批: 欧盟 (2020 年)
		适应症: 股动脉和腘动脉 (膝下动脉除外) 狭窄或闭塞 UltraFree 药物洗脱 PTA 球囊扩张导管二代 膝下 PTA 药物洗脱球囊导管	AVF 适应症预计 2024E 获批, BTK 预计 2025E 获批	2023E/2024E 初 2025E
	裸球囊	2) 外周 PTA 球囊扩张导管★	已获批	已获批: 欧盟
		3) 外周 PTA 球囊扩张导管二代★	已获批	预计欧盟 2024E 获批
		长锥形球囊 外周 PTA 棘突球囊扩张导管 冲击波球囊系统	2023E/2024E 初 2024E 2025E	预计欧盟 2025E 获批
	裸支架	外周点状支架系统	2024E	
		外周球扩覆膜支架系统	2027E	
	药物支架	4) 药物洗脱外周血管支架系统	2025E	已获批: 欧盟
	其他	5) 血管内抓捕器	已获批	
	主动脉	裸支架	胸主动脉覆膜支架系统	2025E
外周静脉	裸球囊	6) 大直径 PTA 球囊扩张导管	已获批 (2022 年 4 月)	
	裸支架	外周静脉支架系统◇	2023E/2024E 初	预计欧盟 2024E 获批
	腔静脉滤器	7) 腔静脉滤器抓捕器	已获批 (2020 年 12 月)	
		8) ZYLOX Octoplus 可回收腔静脉滤器	已获批 (2022 年 12 月)	
	其他	9) 静脉腔内射频闭合导管	已获批 (2022 年 8 月)	
		10) 射频发生器	已获批 (2022 年)	
11) 溶栓导管 血栓抽吸系统		已获批 (2023 年) 2024E		
血透通路	裸球囊	12) 高压 PTA 球囊扩张导管★	已获批	已获批: 欧盟 (准备 MDR)
		13) 高压 PTA 球囊扩张导管二代★	已获批	
	药物球囊	透析通路药物洗脱高压球囊扩张导管	2024E	
其他	外周栓塞	可解脱带纤维毛弹簧圈栓塞系统◇	2024E	
	放射介入	14) TIPS 穿刺套件	已获批	
	血管闭合	血管缝合器◇	2023E/2024E 初	
血管封堵器		2024E		

注: ★代表主要收入贡献产品; ◇代表即将获批重点产品;

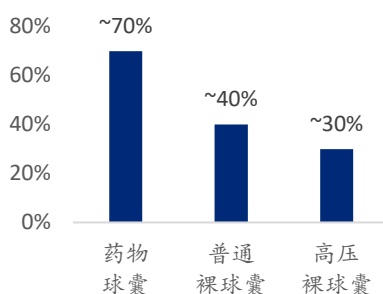
资料来源: 浦银国际整理

图表 30: 1H23 公司外周介入收入拆分



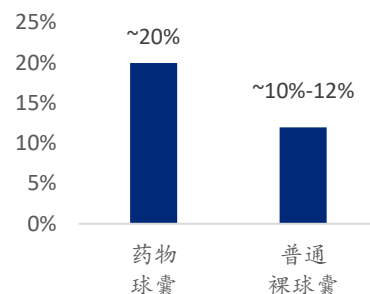
资料来源: 浦银国际测算

图表 31: 1H23 公司主要外周介入产品收入增速



资料来源: 浦银国际测算

图表 32: 公司主要外周介入产品市占率



资料来源: 浦银国际测算

UltraFree DCB 采用独特涂层技术, 差异化优势明显。公司的紫杉醇晶体药物涂层球囊 UltraFree DCB 于 2020 年 11 月国内获批用于对患有股动脉和腘动脉(膝下动脉除外)狭窄或闭塞病变的患者进行的经皮腔内血管成形术, 为公司核心产品之一, 1H23 国内市占率约 19%。此外, UltraFree DCB 于河南公立医疗机构外周介入集采执行后(2023 年 5 月), 在当地市占率超 70%。

与其他使用紫杉醇的 DCB 竞品相比, UltraFree DCB 的主要差异化优势为通过自主超声波涂层技术在球囊表面采用紫杉醇无载体微晶态涂层, 而竞品多使用亲水性物质作为载体。公司的涂层技术可更好地控制球囊表面小紫杉醇粒子的均匀性和尺寸, 可提高粒子表面吸附能力及更好地贴紧球囊, 从而有助于减少在血管内进行输送导致的药物流失。此外, 由于小粒子不太可能引起下游小动脉的栓塞, 因此产品安全性更佳。

图表 33: 国内部分已获批外周 DCB 产品对比

公司	获批产品	适应症	国内首次获批时间
<b>国产</b>			
先瑞达 (6669.HK)	AcoArt-Orhid / Dhal	股动脉和腘动脉 PTA	2016 年
	AcoArt-Tulip / Litos	下腘动脉 PTA	2020 年
心脉医疗 (688016.CH)	Reewarm PTX	股腘动脉 (下膝动脉除外) 球囊扩张	2020 年
归创通桥 (2190.HK)	UltraFree	股动脉和腘动脉狭窄或闭塞	2020 年
<b>进口</b>			
美敦力	IN.PACT Admiral	股浅动脉 (SFA) 和近端腘动脉 (PPA) 外周动脉闭塞性疾病	2020 年
C.R.BD	Lutonix	股浅动脉或腘动脉 PTA	2022 年
波士顿科学	Ranger	股浅动脉或腘动脉 PTA	2022 年

注: 非不完全统计; 资料来源: NMPA、浦银国际

**UltraFree DCB 有效性及安全性良好。** UltraFree DCB 在注册性临床中显示出良好的有效性和安全性：

- **有效性：**主要终点为 6 个月目标血管病灶部位的晚期管腔丢失，结果显示 UltraFree 组患者晚期管腔丢失相较对照组降低了 70% 以上，且在次要终点，如 6 个月目标血管再狭窄率及目标病灶部位血管再通率等指标上均显示出良好的有效性。

**图表 34：UltraFree DCB 注册性临床：有效性数据**

	UltraFree 组	对照组
<b>主要终点</b>		
6 个月目标血管病灶部位晚期管腔丢失	0.50±0.82mm	1.69±0.87mm
<b>次要终点</b>		
6 个月目标血管再狭窄率	21.13%	73.61%
目标病灶部位血管再通率 (TLR)	6.45%	20.20%
目标血管再通率 (TVR)	8.60%	22.22%
器械成功率	100%	100%
技术成功率	95.7%	83.84%
手术成功率	93.75%	80.28%
支架修复治疗率	6.45%	17.17%
<b>与基线相比的 6 个月 Rutherford 分级</b>		
<0,n(%)	63(87.50)	55(77.46)
=0,n(%)	9(12.50)	10(14.08)
>0,n(%)	0(0.00)	6(8.45)
出院前 ABI(踝肱指数)(平均值±标准差)	0.88±0.20	0.90±0.19
6 个月 ABI(踝肱指数)(平均值±标准差)	0.89±0.27	0.78±0.28

注：Rutherford 分类是测量慢性动脉闭塞性疾病严重程度最常用的测量分级系统，症状性疾病分为 6 类，其中 0 分表示无症状，6 分为主要组织损失；踝肱指数 ABI 指数：是指踝部收缩压除以手臂收缩压，正常人的指数范围为 0.9-1.3，分数越低表示患者的病情逐渐恶化。

资料来源：公司资料、浦银国际

- **安全性：**安全性终点包括试验相关死亡率、脚踝以上目标病灶部位截肢、病变四肢再次介入及器械故障发生率。临床数据显示 UltraFree DCB 在安全性上与对照产品等效。

**图表 35：UltraFree DCB 注册性临床：安全性数据**

终点	Ultrafree 组	对照组
试验相关死亡率 n(%)	0(0.00)	0(0.00)
脚踝以上目标病灶部位截肢 n(%)	0(0.00)	3(3.03)
病变四肢再次介入 n(%)	8(8.60)	23(23.23)
器械故障发生率 n(%)	0(0.00)	0(0.00)

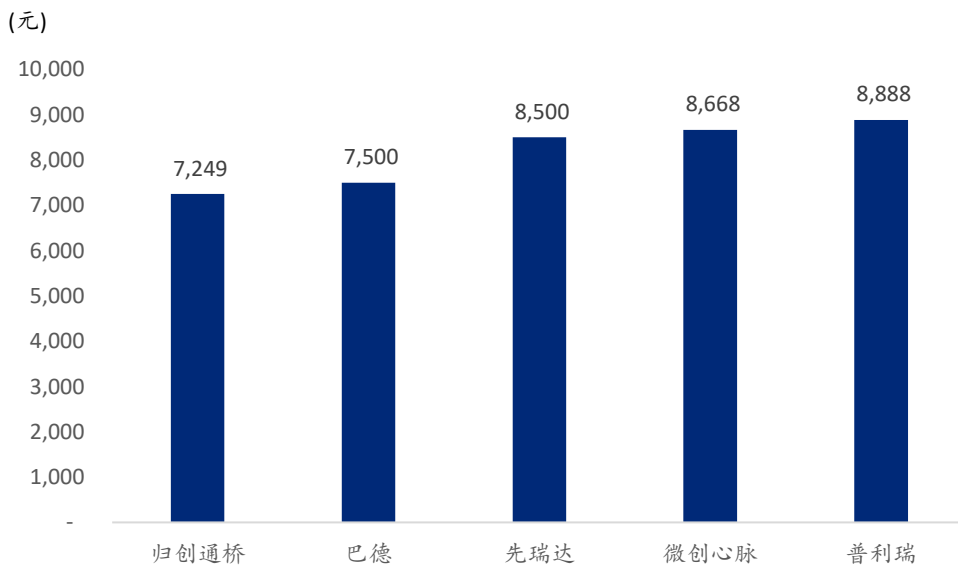
资料来源：公司资料、浦银国际

新一代 UltraFree DCB 临近获批,适应症拓展同步进行。在已获批的 UltraFree DCB 基础上,二代产品通过改善球囊材料、优化导管结构设计、加强导管管腔支持、提高导管可推动性和抗折性,较现有产品具有更好的通过、导航和扩张性能,目前已提交上市申请,预计 2023E/2024E 初获批。除了在性能上的改进, Ultrafree DCB 也在进行适应症的拓展:

- 1) 血液透析动静脉内瘘 (AVF) 狭窄: 患者进行血液透析时需要将前臂靠近手腕部位的动脉和邻近的静脉通过移植血管连接起来,但随着时间延长,可出现内瘘血管狭窄无法透析的情况。DCB 已被证实对治疗 AVF 狭窄有效,目前该适应症正处于临床阶段,有望 2024E 获批。
- 2) 膝下 (BTK) 病变: 由于 BTK 动脉的直径一般较小且病变更长,因此球囊较支架更适用于治疗。目前该适应症正处于临床阶段,有望 2025E 获批。

UltraFree DCB 在河北牵头的三明联盟集采中标,2023 年 8 月起执行集采结果。河北牵头的三明联盟 19 种医用耗材集采于 2023 年 6 月开标,并于 2023 年 8 月 1 日起执行。此次集采共涉及 19 款产品,其中包含外周 DCB、颅内支架(弹簧圈辅助)和动脉瘤夹三类神经介入产品。公司 UltraFree DCB 以 7,249 元中标。

图表 36: 河北牵头三明联盟集采结果: 外周 DCB (球囊长度<=150mm)



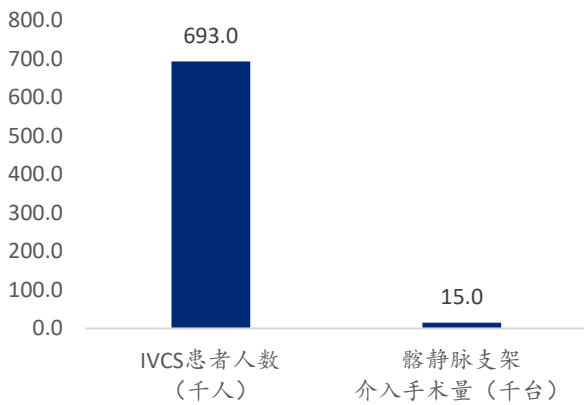
资料来源: 浦银国际整理



重点新品静脉支架、血管缝合器临近上市。公司外周业务在研产品较多，后续可重点关注静脉支架及血管缝合器获批后放量情况：

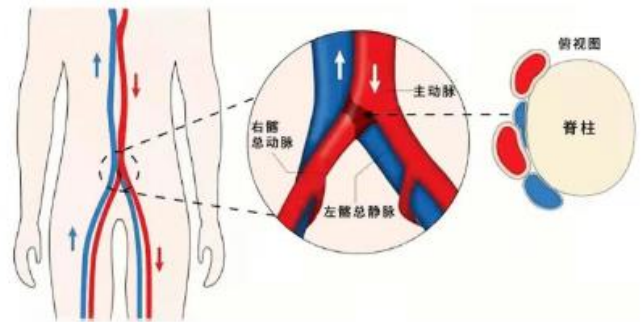
- **静脉支架**：预计 2023E/2024E 初获批，适应症为髂静脉压迫综合征(IVCS)，指由右侧髂动脉（髂静脉前方）及腰椎椎体（髂静脉后方）压迫左侧髂总静脉，造成左侧肢体静脉回流受阻而引起的一系列下肢静脉功能不全的病症。根据 Frost & Sullivan 数据，2019 年我国 IVCS 患者人数达 69.3 万，而髂静脉支架介入手术数量仅约 1.5 万台，渗透率约为 2.2%。公司静脉支架竞争优势为：1) 采用三段混合支架结构，设计更适合中国病人人群体；2) 具备优异的支架工艺；3) 具有国际首创的双重释放与可重新定位系统。

图表 37：2019 年中国 IVCS 患者人数 & 髂静脉支架介入手术数量



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

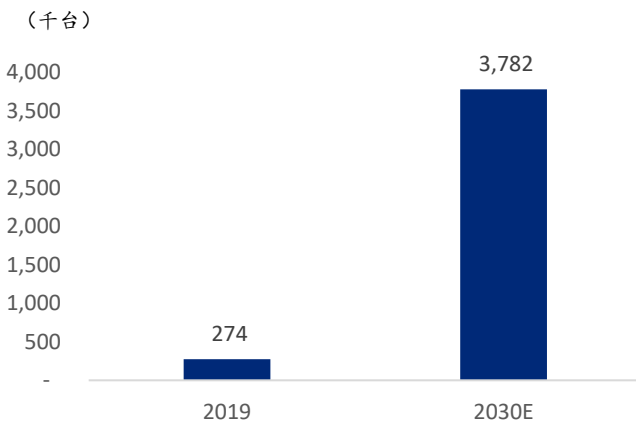
图表 38：IVCS 示意图



资料来源：公司资料、浦银国际

- **血管缝合器**：公司另一款即将上市的重点产品为用于介入手术后血管缝合的自研缝合器产品，也是国产首个处于临床注册阶段的血管缝合器产品，预计 2023E/2024E 初获批。

图表 39：中国血管闭合器械手术量



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

图表 40：公司在研缝合器示意图



资料来源：公司资料、浦银国际

## 财务预测与估值

公司目前尚未实现稳定盈利，我们采用 PS 对公司进行估值，给予 6.5x 2024E 目标市销率，目标价 16.0 港元。该目标市销率与港股神经介入与外周介入可比公司估值水平持平。

核心财务预测如下：

- **收入：**预计 2023E 收入同比增长 52% 至人民币 5.1 亿元，2022-25E CAGR 46%。其中：1) 神经介入 2023E 收入同比增长 50% 至人民币 3.5 亿元，2022-25E CAGR 44%，增长动力主要来自 BADDASS 三件套销售收入的持续增长及弹簧圈借助集采实现的快速放量；2) 外周介入 2023E 收入同比增长 57% 至人民币 1.6 亿元，2022-25E CAGR 52%，增长主要由 UltraFree DCB 收入快速增长及新品陆续获批拉动；
- **毛利率：**预计 2023E 毛利率同比下滑 1.6pcts 至 74.0%，主因受到集采降价影响，我们预计 2023-25E 毛利率将处于 70.0%-74.0% 区间，新品放量叠加集采下规模效应显现可部分抵消集采对毛利率造成的压力；
- **归母净利润/亏损：**预计 2023E 归母净亏损人民币 6,173 万元（若剔除股权激励影响，则实现经调整净利 827 万元），预计公司将于 2024E 实现盈利。

图表 41：神经介入和外周介入企业估值表

股票代码	公司名称	股价 (港元)	市值 (亿港元)	过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月滚动远期 市销率 (x)		市销率 (x)			收入增速 2023-25E CAGR	PS/G
						现值	3 年均值	2023E	2024E	2025E		
2190 HK	归创通桥	11.2	37.2	10.0	(12.8)	4.7	12.2	6.8	4.6	3.1	48.8%	0.14
1302 HK	先健科技	2.5	115.8	8.7	(3.1)	6.8	12.2	8.2	6.7	5.3	24.0%	0.34
2172 HK	微创脑科学	14.0	81.8	21.5	(38.8)	7.7	7.7	10.0	7.5	5.6	33.5%	0.30
9996 HK	沛嘉医疗	7.8	52.9	26.3	(18.5)	7.0	34.8	10.3	6.7	4.4	53.3%	0.19
6669 HK	先瑞达	12.7	39.8	3.9	(26.1)	5.1	5.0	7.1	4.9	3.7	37.8%	0.19
6609 HK	心玮医疗	27.8	10.8	6.9	(24.5)	2.7	4.6	3.7	2.7	2.2	30.2%	0.12
市值加权平均						6.5	13.6	8.5	6.3	4.7	35.4%	0.26
市值加权平均 (不含归创通桥)						6.7	13.7	8.8	6.5	4.9	33.8%	0.28

注：\*E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2023 年 11 月 21 日港股收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 投资风险

- 外周及神经介入领域集采不断扩围，且降价幅度超预期。若后续集采降价幅度加大，且扩围速度较快，或对短期利润率造成较大压力；
- 外周及神经介入手术渗透率及国产化率未如预期提升。目前我国外周及神经介入手术渗透率仍较低，且多数品种由外资主导，若后续国产品牌未如预期借助集采加速国产替代及提高手术渗透率，或导致国产品牌销售增速低于预期；
- **BADDASS 取栓三件套、UltraFree DCB 等核心产品销售不及预期。** BADDASS 取栓三件套、UltraFree DCB 等作为公司核心产品，若销售不及预期，或影响市场对于公司后续销售增速及增长空间的判断。

图表 42：SPDBI 目标价：归创通桥



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 43: SPDBI 医疗行业覆盖公司

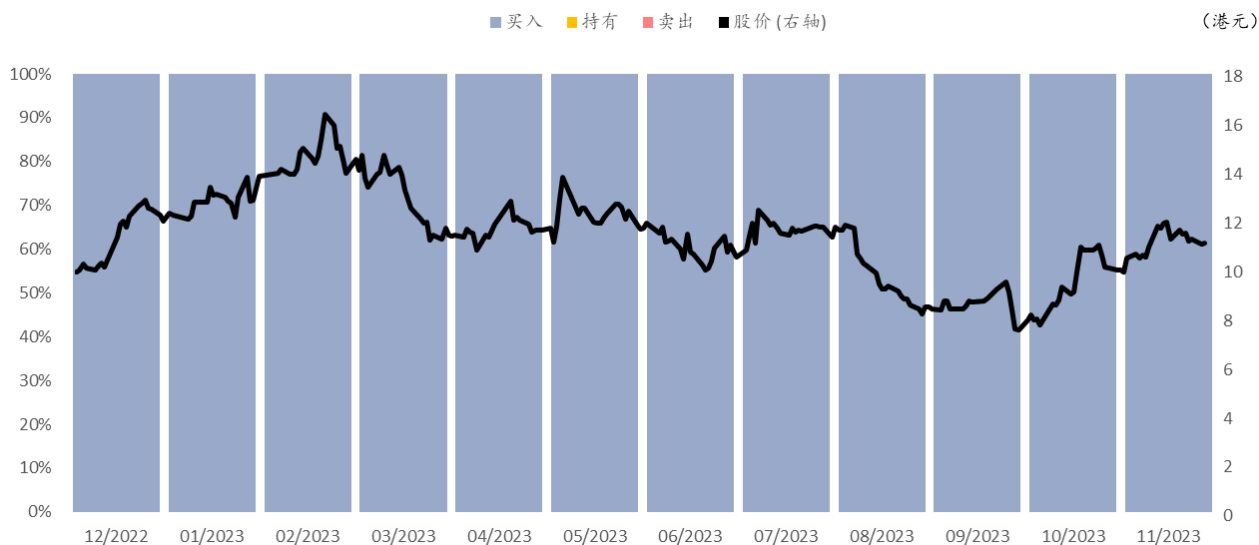
股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	97.0	买入	112.4	2023年10月31日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	86.9	买入	110.6	2023年10月31日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	21.0	买入	29.0	2023年10月31日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	33.5	持有	37.0	2023年10月31日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	48.6	买入	73.0	2023年8月25日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	287.2	买入	390.0	2023年11月1日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	19.6	买入	30.0	2023年9月4日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.7	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	7.8	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.9	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	14.0	买入	17.6	2023年11月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	23.5	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	11.2	买入	16.0	2023年11月24日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	12.1	买入	17.2	2023年9月6日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	4.7	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	18.3	持有	20.0	2023年7月21日	互联网医疗
13.HK Equity	和黄医药	28.9	买入	44.0	2023年8月4日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	18.2	买入	28.2	2023年8月4日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	28.0	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	43.9	买入	58.0	2023年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	21.8	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	27.4	买入	66.0	2023年3月13日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.2	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	184.9	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	111.8	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	146.0	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	43.9	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	47.1	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.5	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	7.0	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	6.4	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	53.0	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	14.7	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.5	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	26.4	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.7	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.7	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.7	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.3	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.8	买入	5.5	2023年4月12日	制药

注: 截至2023年11月21日港股收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

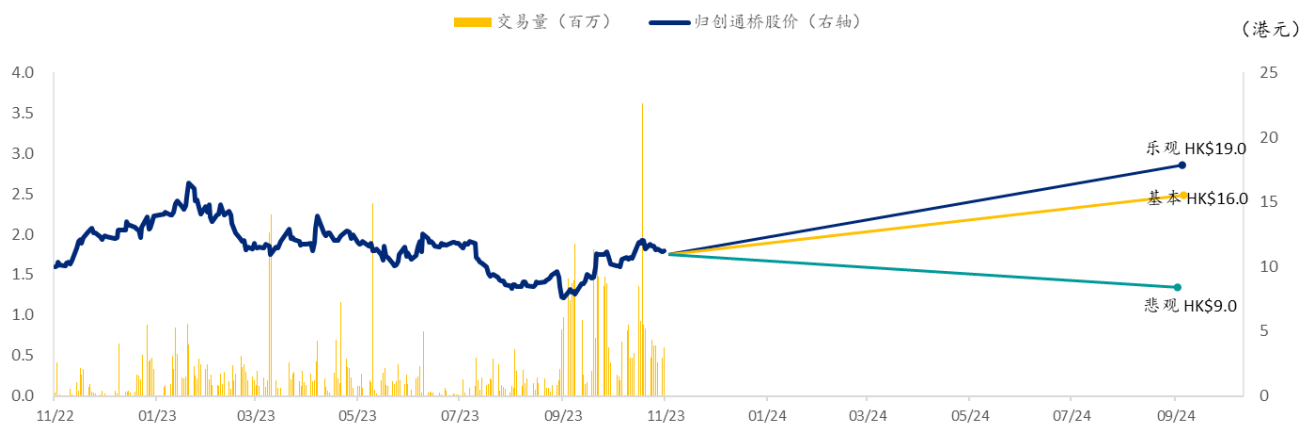
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 44: 归创通桥市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 45: 归创通桥 SPDBI 情景假设



### 乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 19.0 港元

- 2022-25E 收入复合增速>50%;
- 稳态毛利率>80%;
- 神经&外周介入集采影响相对有限;
- 神经&外周介入手术渗透率、器械国产化率提升快于预期。

### 悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 9.0 港元

- 2022-25E 收入复合增速<30%;
- 稳态毛利率<65%;
- 神经&外周介入集采影响超预期;
- 神经&外周介入手术渗透率、器械国产化率提升慢于预期。

资料来源: 浦银国际

# 财务报表

图表 46: 归创通桥利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	178	334	508	756	1,045
营业成本	-46	-81	-132	-227	-314
毛利润	132	253	376	529	732
销售费用	-95	-140	-173	-181	-209
管理费用	-101	-109	-110	-105	-110
研发费用	-168	-233	-235	-249	-250
核心营业利润	-232	-230	-142	-6	163
利息支出	0	-1	0	0	0
利息收入	13	96	80	76	63
应占联营公司损益	0	0	0	0	0
其他	20	22	0	0	0
利润总额	-200	-114	-62	70	225
所得税	0	0	0	0	0
净利润	-200	-114	-62	70	225
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-200	-114	-62	70	225

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报、浦银国际

图表 47：归创通桥资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,418	1,205	1,082	1,046	1,149
应收票据及应收账款	38	82	91	136	188
存货	57	119	143	246	340
其他流动资产	1,511	656	656	656	656
<b>流动资产合计</b>	<b>3,024</b>	<b>2,063</b>	<b>1,973</b>	<b>2,084</b>	<b>2,333</b>
固定资产	178	290	368	452	544
无形资产	5	10	6	4	3
其他非流动资产	41	891	891	891	891
<b>非流动资产合计</b>	<b>224</b>	<b>1,191</b>	<b>1,265</b>	<b>1,347</b>	<b>1,437</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	86	127	173	297	410
其他流动负债	11	25	25	25	25
<b>流动负债合计</b>	<b>97</b>	<b>152</b>	<b>198</b>	<b>322</b>	<b>436</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	7	7	7	7
<b>非流动负债合计</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
实收资本(或股本)	332	332	332	332	332
未分配利润	2,812	2,762	2,700	2,770	2,995
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,145</b>	<b>3,094</b>	<b>3,032</b>	<b>3,102</b>	<b>3,327</b>

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报、浦银国际

图表 48：归创通桥现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-200	-114	-62	70	225
固定资产折旧	13	26	14	15	17
营运资本变动	3	-73	13	-23	-33
其他	67	69	0	0	0
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-116</b>	<b>-91</b>	<b>-35</b>	<b>62</b>	<b>210</b>
资本开支	-90	-145	-88	-97	-107
其他	-1,239	50	0	0	0
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-1,328</b>	<b>-95</b>	<b>-88</b>	<b>-97</b>	<b>-107</b>
股权融资	2,968	0	0	0	0
债务融资	5	0	0	0	0
其他	2,805	-30	0	0	0
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>2,810</b>	<b>-30</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
现金及现金等价物净增加额	1,359	-213	-123	-36	103
期初现金及现金等价物	60	1,418	1,205	1,082	1,046
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>1,418</b>	<b>1,205</b>	<b>1,082</b>	<b>1,046</b>	<b>1,149</b>

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报、浦银国际



## 附录：归创通桥产品管线

图表 49：归创通桥产品管线（1）：神经介入

适应症	类别	产品	中国获批时间	海外获批时间
颅内缺血性卒中	取栓支架	1) “蛟龙” 颅内取栓支架 (CRD; 核心产品) ★	已获批 (2020 年 9 月)	已获批: 欧盟 (2020 年)
		全显影取栓支架 (“蛟龙” 二代) ◇	2023E/2024E 初	
	抽吸导管	2) 颅内血栓抽吸导管	已获批 (2023 年)	已获批: 欧盟
	其他	3) “大禹” 球囊导引导管 (BGC) 4) 负压吸引器	已获批 (2021 年 6 月) 已获批 (2022 年)	
狭窄-颅内	裸球囊	5) “白驹” 颅内 PTA 球囊扩张导管 (Rx) ★	已获批 (2021 年)	
		颅内 PTA 球囊扩张导管 (Rx 二代)	2024E	
	药物球囊	颅内药涂球囊扩张导管	2024E	
	裸支架	颅内支架	2025E	
	药物支架	载药自膨式颅内支架	2025E	
	其他	6) 狭窄支架微导管	已获批 (2023 年)	
狭窄-颈动脉	裸球囊	7) “白驹弓上” 颈动脉球囊扩张导管 (Rx)	已获批 (2022 年 4 月)	
	裸支架	颈动脉支架	2024E	
	其他	抗栓塞远端保护装置	2023E/2024E 初	
颅内出血性卒中	弹簧圈	8) “通桥凤” 机械解脱弹簧圈 ★	已获批 (2021 年 9 月)	预计美国/欧盟 2024E 获批
		机械解脱弹簧圈	2023E/2024E 初	
	密网支架	“通桥麒麟” 血流导向装置 ◇	2024E	预计欧盟 2024E 获批
	辅助支架	自膨式颅内支架 (辅助支架)	2025E	
	其他	9) 弹簧圈微导管 血流导向装置微导管	已获批 (2021 年) 2023E/2024E 初	
通路类	导管	10) “银蛇” 颅内支持导管 (急性缺血经股机械取栓) ★	已获批 (2020 年)	
		11) “银蛇” DA 远端通路导引导管	已获批 (2021 年)	
		12) “银蛇 Plus” 远端通路导管 (“银蛇” 升级版, 兼容经股、经桡)	已获批 (2022 年)	
		13) 取栓支架微导管	已获批 (2021 年)	已获批: 欧盟
		14) 颅内支撑导管 桡动脉入路远程支撑导管	已获批 (2021 年) 2024E	
		导丝	15) “北斗 SS” 神经血管导丝	已获批 (2022 年)
	其他	经桡动脉通路血管鞘	2024E	

注: ★代表主要收入贡献产品; ◇代表即将获批重点产品;

资料来源: 浦银国际整理

图表 50：归创通桥产品管线（2）：外周介入

适应症	类别	产品	中国获批时间	海外获批时间
外周动脉	药物球囊	1) UltraFree 药物洗脱 PTA 球囊扩张导管 (海外名: ZENFLUXION) ★  适应症: 股动脉和腘动脉 (膝下动脉除外) 狭窄或闭塞	已获批 (2020 年 11 月)  AVF 适应症预计 2024E 获 批, BTK 预计 2025E 获批	已获批: 欧盟 (2020 年)
		UltraFree 药物洗脱 PTA 球囊扩张导管二代 膝下 PTA 药物洗脱球囊导管	2023E/2024E 初 2025E	预计欧盟 2026E 获批
	裸球囊	2) 外周 PTA 球囊扩张导管★	已获批	已获批: 欧盟
		3) 外周 PTA 球囊扩张导管二代★ 长锥形球囊	已获批 2023E/2024E 初	预计欧盟 2024E 获批
		外周 PTA 棘突球囊扩张导管 冲击波球囊系统	2024E 2025E	预计欧盟 2025E 获批
	裸支架	外周点状支架系统	2024E	
外周球扩覆膜支架系统		2027E		
药物支架	4) 药物洗脱外周血管支架系统	2025E	已获批: 欧盟	
其他	5) 血管内抓捕器	已获批		
主动脉	裸支架	胸主动脉覆膜支架系统	2025E	
外周静脉	裸球囊	6) 大直径 PTA 球囊扩张导管	已获批 (2022 年 4 月)	
	裸支架	外周静脉支架系统◇	2023E/2024E 初	预计欧盟 2024E 获批
	腔静脉滤器	7) 腔静脉滤器抓捕器	已获批 (2020 年 12 月)	
		8) ZYLOX Octoplus 可回收腔静脉滤器	已获批 (2022 年 12 月)	
	其他	9) 静脉腔内射频闭合导管	已获批 (2022 年 8 月)	
		10) 射频发生器	已获批 (2022 年)	
11) 溶栓导管 血栓抽吸系统		已获批 (2023 年) 2024E		
血透通路	裸球囊	12) 高压 PTA 球囊扩张导管★	已获批	已获批: 欧盟 (准备 MDR)
		13) 高压 PTA 球囊扩张导管二代★	已获批	
	药物球囊	透析通路药物洗脱高压球囊扩张导管	2024E	
其他	外周栓塞	可解脱带纤维毛弹簧圈栓塞系统◇	2024E	
	放射介入	14) TIPS 穿刺套件	已获批	
	血管闭合	血管缝合器◇	2023E/2024E 初	
血管封堵器		2024E		

注: ★代表主要收入贡献产品; ◇代表即将获批重点产品;

资料来源: 浦银国际整理

## 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团 - 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联属公司、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人士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。

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 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

