

开立医疗 (300633.SZ)

国产软镜龙头，超声+内镜+微外平台化打开天花板

买入 (首次评级)

当前价格: 41.84元

投资要点:

➤ 超声+内镜两大产线齐发力，多产品线发展格局初步形成。

开立医疗二十余载聚焦核心技术自主研发，超声+内镜领跑技术革新，彩超由中低端升级发力高端，内镜产品线深度与广度齐发展，在全球范围内的超声、消化内镜领域已具备较强的品牌影响力及核心竞争力，逐渐在微创外科领域、心血管介入领域崭露头角。公司20-23年营收CAGR约22%，23年超声业务营收12.2亿元（同比+13.3%），内镜业务营收8.5亿元（同比+39%）。

➤ 超声高端化持续提升品牌力，内镜持续高增已发展为核心成长业务。

1) 彩超跻身超高端领域，利润贡献稳步提升：公司实现从高性价比产品至高端彩超全覆盖，并以技术跃迁跻身超高端彩超领域，23年超声毛利率已提升至65.9%，处于行业较高水平。前期以高性价比产品主导；18年底、19年先后推出具有国际竞争力的S60/P60，P60系国产首款妇产专用高端超声；23年推出超高端彩超S80/P80，成为进军全身介入与妇产应用超高端超声为数不多的国产厂家。2) 内镜业务20-23年营收CAGR达40%，国产软镜龙头地位稳固：16年推出国内首款高清消化镜系统HD-500；18年HD-550上市后，19年销售即实现大幅增长，奠定国产软镜龙头地位；23年推出升级款高端HD-580，并推出国内首款支气管内窥镜用超声探头，以高端镜体突破及镜种扩充提升产线完整性与市场竞争力，稳固国产软镜龙头地位。

➤ 微创外科生态化布局，引入高端人才打造微外高速发展期。

以技术积淀为支撑，公司在微创外科领域推出多科室整体解决方案，超腹、双镜、多镜联合等铸成公司微外独特竞争优势。19年三芯片2K硬镜发布标志着公司正式进入硬镜市场；23年推出4K超高清多模态摄像系统和2K软硬镜一体摄像系统，外科平台扩展至兼容软镜型号。公司于23年三季度引入外科领域高端人才，并于23年8月发布针对外科团队的新一轮股权激励方案，业绩考核目标A下，23-26年国内外科业务收入不低于1/1.45/2.5/4亿元（24-26年增速为45%/72%/60%）。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司2023-2026年收入CAGR为25.1%，归母净利润CAGR为28.2%，当前股价对应PE31/24/19倍。考虑到内镜诊疗需求空间大，软镜市场正步入高景气赛道，同时公司具备独特微外竞争优势，有望率先发展为第三成长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。

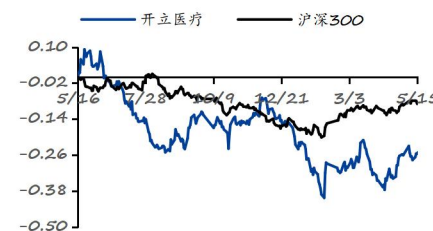
➤ 风险提示

市场竞争加剧风险；新品推广不及预期风险；海外业务拓展不及预期风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	432.71/432.71
流通A股市值(百万元)	18,104.69
每股净资产(元)	7.53
资产负债率(%)	19.47
一年内最高/最低价(元)	62.62/31.61

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)
SLH30021@hfzq.com.cn
分析师: 王艳(S0210524040001)
分析师: 刘佳琦(S0210523090003)
LJQ3653@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,763	2,120	2,628	3,301	4,148
增长率	22%	20%	24%	26%	26%
净利润(百万元)	370	454	579	749	956
增长率	50%	23%	27%	29%	28%
EPS(元/股)	0.85	1.05	1.34	1.73	2.21
市盈率(P/E)	49.0	39.8	31.3	24.2	18.9
市净率(P/B)	6.6	5.8	5.1	4.3	3.6

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 开立医疗：超声+内镜协同布局，海内外双轮驱动	3
1.1 超声+内镜协同布局，打造具影响力的领先品牌	3
1.2 财务数据：盈利能力持续改善，超声稳健+内镜高速增长	3
2 “超声+内镜”双轮驱动，创新基因实现高端突破	5
2.1 超声：高端彩超平台 S80/P80 上市，彰显公司高端超声领域竞争力	5
2.2 软镜：高端软镜 HD580 推出，持续发力高等级市场	7
2.3 超声内镜：以技术积累实现国产首个环阵、凸阵超声获批	9
3 布局微外、心血管赛道，多产品线发展格局初步形成	10
3.1 国内微创手术率持续提升，公司以多科室综合解决方案实现差异化	10
3.2 心血管赛道布局启动，IVUS 作为种子业务率先破局	11
4 盈利预测与投资建议	12
4.1 盈利预测	12
4.2 投资建议	13
5 风险提示	14

图表目录

图表 1：公司 2017-2024Q1 营业收入	3
图表 2：公司 2017-2024Q1 归母净利润	3
图表 3：整体净利率稳步提升	4
图表 4：内镜产品毛利率提升显著	4
图表 5：公司持续加大研发投入	4
图表 6：公司期间费用率控制得当	4
图表 7：内镜收入占比稳步提升	5
图表 8：超声稳健增长，内镜高速增长	5
图表 9：2023 年境内增速高于海外增速	5
图表 10：2023 年境内外收入占比为 56:44	5
图表 11：2019-2024 年全球超声医学影像设备市场规模	6
图表 12：2019-2024 年我国超声医学影像设备市场规模	6
图表 13：公司超声影像产品线	7
图表 14：2023 年软式内镜系统品牌同步市占率（销售金额口径）	8
图表 15：2018 年国内软镜市场竞争格局	8
图表 16：中国与发达国家胃镜开展率比较（1/10 万）	8
图表 17：中国与发达国家肠镜开展率比较（1/10 万）	8
图表 18：公司软镜产品线	9
图表 19：我国公立医院出院手术患者微创手术占比	10
图表 20：2015-2021 年我国微创外科手术情况	10
图表 21：公司超腹联合产品示例	11
图表 22：公司外科团队股权激励计划	11
图表 23：中国血管内超声（IVUS）市场，2017-2030E（出厂价口径计算）	11
图表 24：IVUS 导管省级联盟集采-医疗机构首年采购需求量	11
图表 25：公司业绩拆分预测表	13
图表 26：可比公司估值表（截止 2024 年 5 月 16 日）	13
图表 27：财务预测摘要	15



1 开立医疗：超声+内镜协同布局，海内外双轮驱动

1.1 超声+内镜协同布局，打造具影响力的领先品牌

公司自 2002 年成立以来，在超声及内镜领域已具备较强的品牌影响力及核心竞争力，逐步在微创外科、心血管介入领域崭露头角。

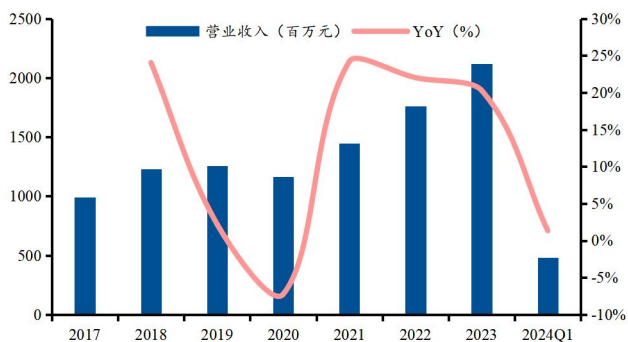
深耕超声领域二十余年，高端内镜奠定国内龙头地位。公司在全球超声行业排名前十，国内市占率第四位，可满足全身、妇产及介入多领域临床需求；消化内镜市占率排名第三位。从 2004 年推出首台 15 英寸便携式彩超以来，公司彩超产品线不断丰富，2016 年起相继推出高端彩超 S50、S60 与 P60，2023 年推出超高端彩超 S80、P80，成为进军全身介入与妇产应用超高端超声为数不多的国产厂家。公司 2012 年切入内窥镜领域，分别于 2016 年推出的首款高清内镜 HD-500，2018 年推出的 HD-550 系列高清内镜，2023 年推出新一代高端内镜 HD-580，内镜产品线以完善的镜种与优异画面表现收获临床高口碑，奠定国产软镜龙头地位。

此外公司率先研发推出超声内镜填补国内空白，推出血管内超声（IVUS）成为国产首家可研发生产台超、便携式超声和血管内超声的高新技术企业。纵观公司历程，多项产品国内首推，高端持续迭代升级，公司产品线逐渐实现了从内科到“内科+外科”，从诊断到“诊断+治疗”，从设备到“设备+耗材”的扩张，多产品线发展格局初步形成。

1.2 财务数据：盈利能力持续改善，超声稳健+内镜高速增长

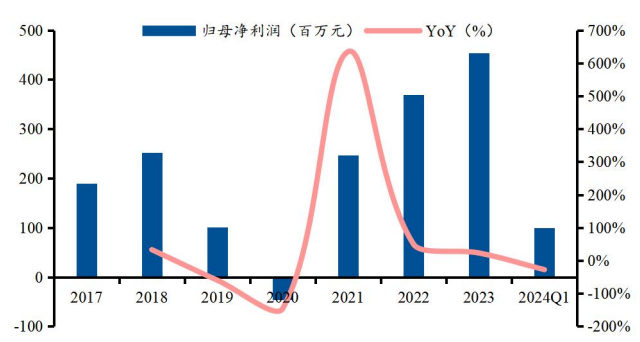
不利因素出清后业绩加速释放。公司 2023 年实现收入 21.2 亿元（+20%），实现归母净利润 4.5 亿元（+23%）。2020-2023 年营收 CAGR 约 22%，疫后公司业绩实现快速增长，年利润增速高于营收增速。2024Q1 公司实现收入 4.8 亿元（+1.3%），实现归母净利润 1 亿元（-27.6%），呈现季度间波动。

图表 1：公司 2017-2024Q1 营业收入



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 2：公司 2017-2024Q1 归母净利润

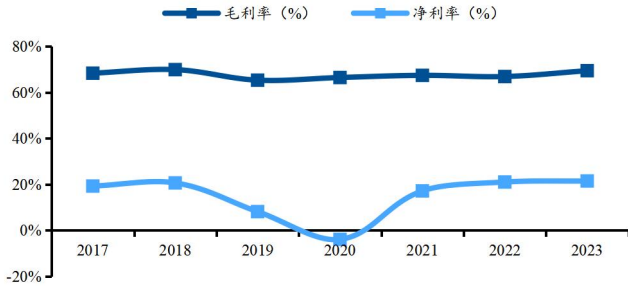


数据来源：iFinD，华福证券研究所

盈利能力持续改善，商誉减值风险逐渐出清。2023 年公司实现毛利率 69.4%（同比提升 2.54pct），实现净利率 21.4%（同比提升 0.45pct）。高端产品带动毛利率提升，

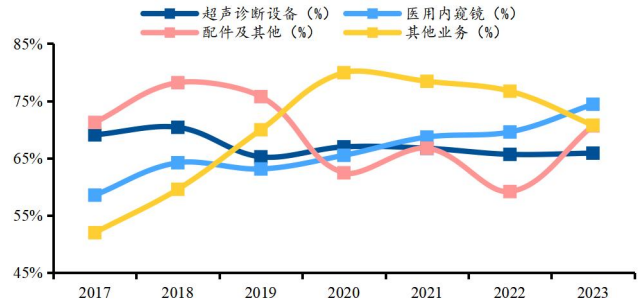
2023 年公司超声业务实现毛利率 65.9%（同比提升 0.21pct），内窥镜业务实现毛利率 74.4%（同比提升 4.85pct）。公司收购的子公司威尔逊光电及和一医疗商誉减值风险逐渐出清，对利润端扰动将逐步减少。

图表 3：整体净利率稳步提升



数据来源：iFinD，华福证券研究所

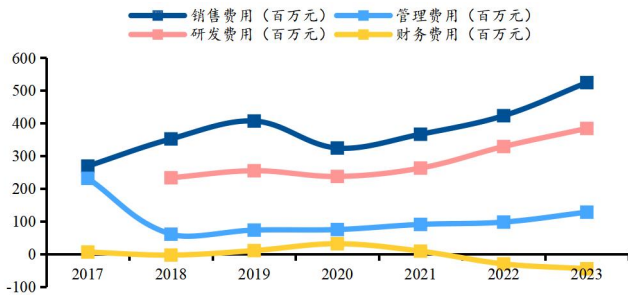
图表 4：内镜产品毛利率提升显著



数据来源：Wind，华福证券研究所

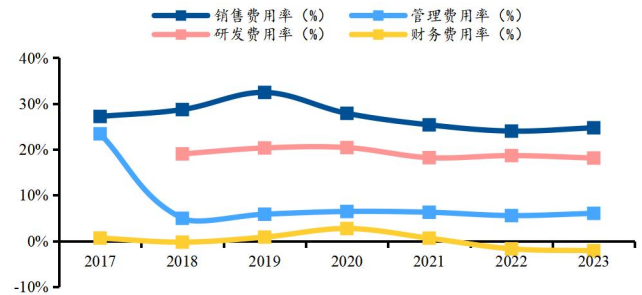
费用率控制得当，规模效应显现。公司持续加大研发投入，2023 年投入研发费用 3.84 亿元（同比+16.8%）。公司加强市场营销体系管理，降本增效效果显著，2019 年-2023 年销售费用率由 32.5%下降至 24.7%。

图表 5：公司持续加大研发投入



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 6：公司期间费用率控制得当

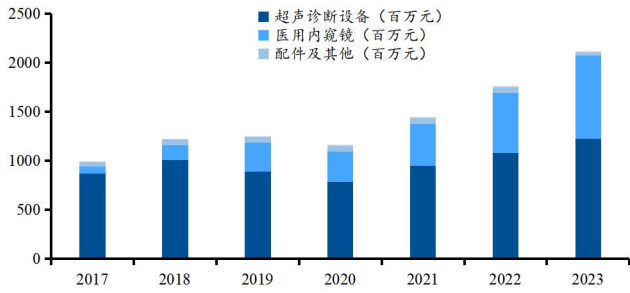


数据来源：iFinD，华福证券研究所

分业务，2023 年公司实现超声稳健增长，内镜业务高速增长，超声业务实现收入 12.2 亿元（同比+13%），内镜业务实现收入 8.5 亿元（同比+39%），内镜业务收入占比提升至 40%。

分地区，2023 年公司实现境内收入 11.8 亿元（同比+22%），实现境外收入 9.4 亿元（同比+18%），境内外收入占比为 56:44。公司在全球多地开设海外子公司或孙公司，并构建常驻海外的本地团队、下沉销售渠道、设立海外维修点，截至目前，公司已在 170 多个国家和地区设立销售和维修网点，并设立了 7 个全球研发中心。产品升级+渠道拓展优化双轮驱动，疫后公司海外展现了良好增速。

图表 7：内镜收入占比稳步提升



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 8：超声稳健增长，内镜高速增长



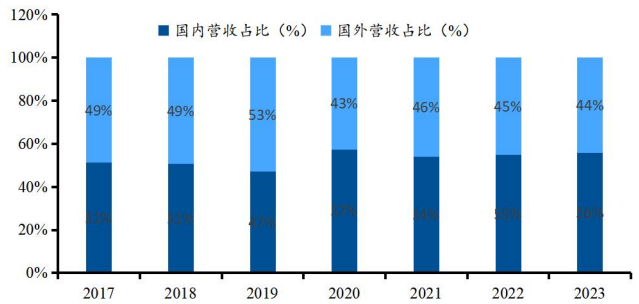
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 9：2023 年境内增速高于海外增速



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 10：2023 年境内外收入占比为 56:44



数据来源：iFinD，华福证券研究所

2 “超声+内镜”双轮驱动，创新基因实现高端突破

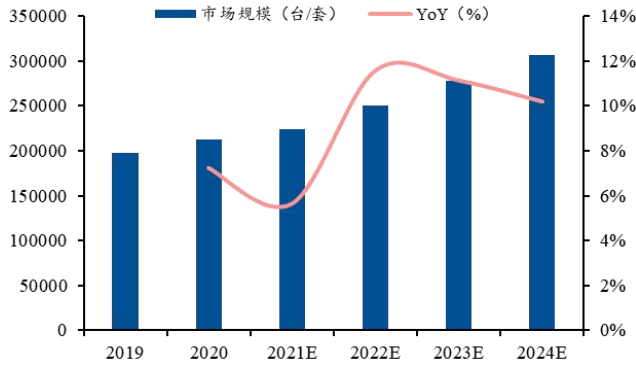
2.1 超声：高端彩超平台 S80/P80 上市，彰显公司高端超声领域竞争力

全球超声均已迈入成熟的存量时代，国内市场正步入国产中高端替代进行时。超声作为成熟的基础诊断医疗设备，行业增长较为平稳。根据 Signify Research 统计数据显示，2019-2024 年年全球超声医学影像设备市场(台/套)年复合增长率为 9.13%，我国超声医学影像设备市场(台/套)年复合增长率为 11.30%。我国未来市场在中高端领域主要是国产企业通过研发投入产品迭代逐步实现高端进口替代，中低端市场主要是以分级诊疗、医疗新基建等政策带来的新医院或新科室扩建带来的需求。

国家设备以旧换新、加强重症医学医疗服务能力建设等相关政策也将带来超声行业的焕新增量。2024 年 3 月 7 日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提及医疗领域的更新与建设方向，并强调鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像等医疗装备更新改造。2024 年 5 月 6 日晚，国家卫健委等八部门印发《关于加强重症医学医疗服务能力建设的意见》；据 2020 版重症医学科建设与指南，ICU 设备配置中 1) 强调了床旁监护系统、呼吸机、输注泵，2) 应配置

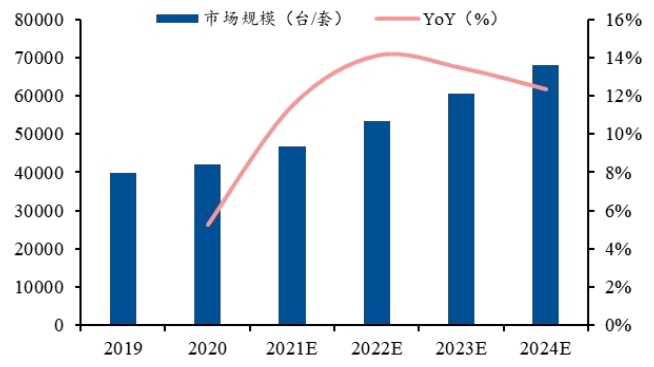
血气分析仪、除颤仪、血液净化仪、连续性血流动力学监测设备、心肺复苏抢救装备车、超声诊断仪、临时体外起搏器、支气管镜等。

图表 11：2019-2024 年全球超声医学影像设备市场规模



数据来源：Signify Research, 汕头超声招股书, 华福证券研究所

图表 12：2019-2024 年我国超声医学影像设备市场规模

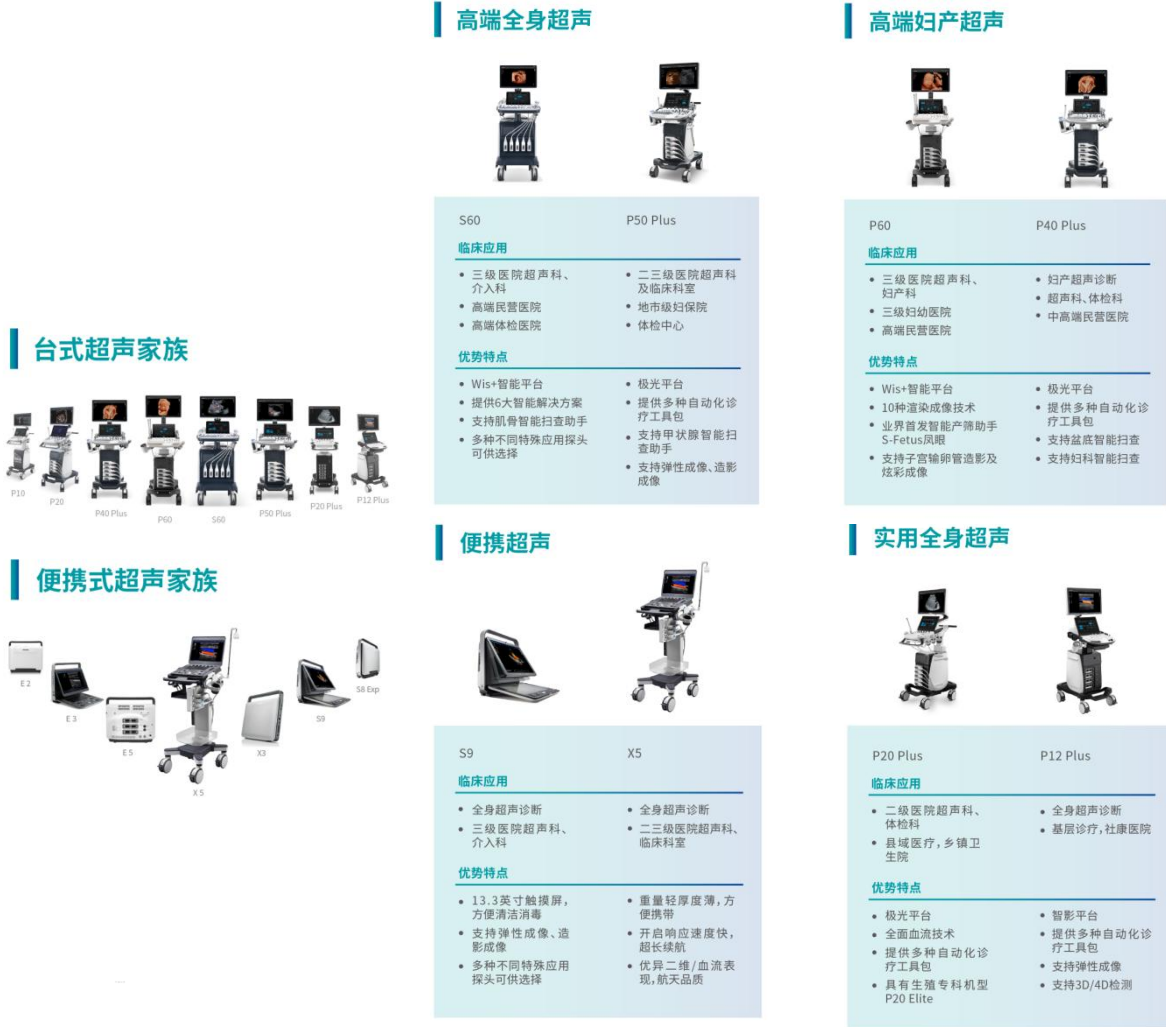


数据来源：Signify Research, 汕头超声招股书, 华福证券研究所

瞄准市场精准化需求，高端超声打开专科超声增量市场。公司超声产品矩阵丰富，涵盖高端全身台超、高端妇产台超及便携超声等。从 2004 年推出首台 15 英寸便携式彩超以来，公司彩超产品线不断丰富，2016 年起相继推出高端彩超 S50，2018 年底、2019 年先后推出 S60 及 P60，P60 系列增加了 AI 系统和三维图像技术，满足三级四维筛查需求，成为国产首款专门针对妇产科的专用高端超声。2023 年推出超高端旗舰彩超 S80、P80，聚焦超高端妇产、全身介入应用，较上一代 60 平台，新平台在通道数、多波束、平面波、单晶探头配置方面有较大进步，将具备剪切波弹性成像等高端软件功能，代表公司超声产品迈入更高端的领域，成为进军全身介入与妇产应用超高端超声为数不多的国产厂家。

探头核心技术领先，丰富超声探头类型支持多临床需求。公司自主研发的超声探头具有高密度、高灵敏度、超宽频带等技术特点，尤其在单晶探头领域处于国际先进水平。目前公司具有国产超声设备厂家最为丰富的超声探头类型，包括线阵、凸阵、相控阵、容积探头、经食道、术中探头、腹腔镜探头等，所有类型均自主研发，临床应用覆盖了人体全身各器官，提供全面的临床解决方案的支撑。

图表 13: 公司超声影像产品线



数据来源: 公司公众号, 华福证券研究所

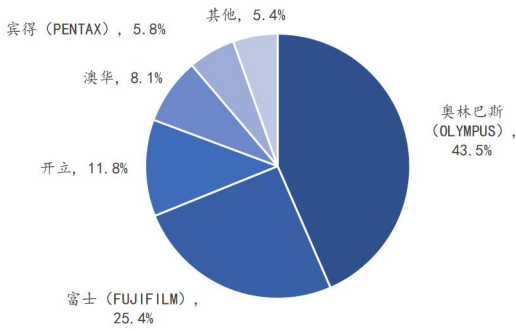
2.2 软镜: 高端软镜 HD580 推出, 持续发力高等级市场

国内软镜市场外资占比正逐步下降, 国产替代趋势逐渐形成。2018 年奥林巴斯、富士、宾得三家占据 90% 以上的市场份额, 国产份额不足 5%。据医招采整理, 2023 年国内新增销售金额口径下, 国产厂商 (开立医疗、澳华内镜) 约占 20%。随国产软镜技术水平突破, 高端镜种陆续取证, 国产软镜已呈破局向上趋势加速, 进口替代趋势逐渐形成。

国内消化道内镜诊疗渗透率较欧美、日本等发达地区存在较大差距, 未来增长潜力较大。据《2020 中国消化内镜诊疗技术调查报告》, 2019 年我国胃镜开展率 1941 人/每 10 万人, 肠镜开展率 942 人/每 10 万人, 相较之下, 日本内镜检查覆盖人群广 (2017 年胃镜开展率 10231 人/每 10 万人, 2019 年肠镜开展率 3767 人/每 10 万人)。

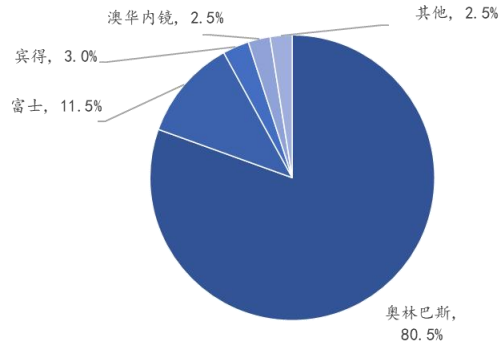


图表 14：2023 年软式内镜系统品牌同步市占率（销售金额口径）



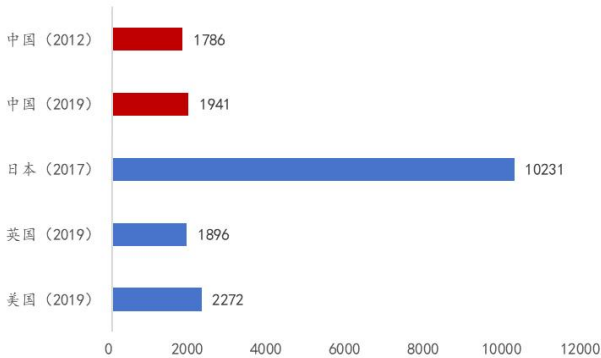
数据来源：医招采公众号，华福证券研究所

图表 15：2018 年国内软镜市场竞争格局



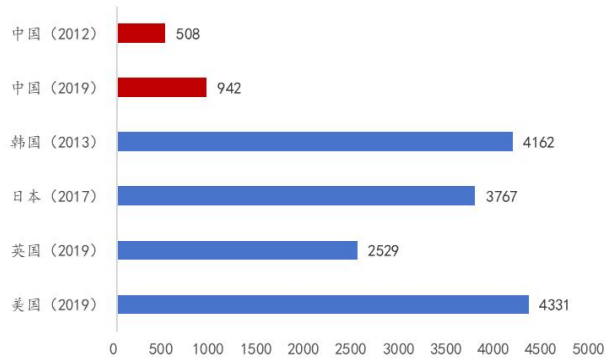
数据来源：澳华内镜招股书，华福证券研究所

图表 16：中国与发达国家胃镜开展率比较(1/10 万)



数据来源：《2020 中国消化内镜诊疗技术调查报告》，澳华内镜公司公告，华福证券研究所

图表 17：中国与发达国家肠镜开展率比较(1/10 万)



数据来源：《2020 中国消化内镜诊疗技术调查报告》，澳华内镜公司公告，华福证券研究所

公司自 2012 年进入软镜领域，不断突破技术壁垒提升市场竞争力。2016 年推出国内首款高清消化镜系统 HD-500，2018 年推出 HD-550，上市后 2019 年销售即实现大幅增长，产品得到国内外行业专家的高度认可，奠定了国产软镜龙头地位。2023 年公司推出新一代高端内镜 HD-580，并以高端镜体突破及镜种扩充提升了产品线完整性和市场竞争力。

HD-580 优化光学设计，覆盖消化、呼吸以及胆胰外科等科室需求。新一代高端旗舰机型 HD-580：1) 全面提升了各镜种全频带解析力，放大内镜、超声内镜、十二指肠镜以及超声小探头等产品都能够兼容，镜体参数优化，性能得到进一步提升。2) 光电染色技术的优化改善了浅层、中层黏膜血管的对比度和立体感，使血管显现得更加清晰。3) 通过 AI 图像降噪技术，有效减少了噪点和颗粒。4) 应用 6 种不同的染色模式，使病灶更易被发现；新增了特殊光成像模式下的图像颜色风格适配功能。

特殊镜种丰富进一步巩固国产龙头地位，市占率稳步提升。产品层面，公司光学放大、可变硬度内镜等多精细化功能产品纵向升级，超声内镜、十二指肠等更多产品线横向持续布局，近两三年内高端品类陆续迭代推出。消化科产品，公司率先



推出国产超细电子胃肠镜等，在消化内镜领域已实现国内市场排名第三，市占率逐年提升。呼吸科产品，2023年公司推出国内首款支气管内窥镜用超声探头 UM-1720，可帮助临床解决肺周围型病变的定性诊断难题，作为国内率先推出的支气管内窥镜用小探头，与公司呼吸内镜产品组合，逐步形成呼吸疾病临床诊疗综合解决方案。

图表 18：公司软镜产品线

<h3>消化内镜解决方案</h3>  <div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="width: 30%;"> <p>HD-580 超声内镜系统</p> <p>优势特点</p> <ul style="list-style-type: none"> 图像质量精进 光学染色技术全面优化 智慧调光,精准诊断 镜体性能优化 </div> <div style="width: 30%;"> <p>超声内镜系统</p> <ul style="list-style-type: none"> 国产唯一品牌 兼容体表超声 便捷的人机交互界面 支持多种扫描模式 具备弹性成像、造影成像 </div> <div style="width: 30%;"> <p>内镜用超声微探头系统</p> <ul style="list-style-type: none"> 支持1TB存储 探头信息自动识别 900转每分钟,提供更强的图像解析度 驱动器体积小、运行平稳、噪声更小 </div> </div>	<h3>特殊内镜</h3>  <div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="width: 45%;"> <p>光学放大内镜</p> <p>优势特点</p> <ul style="list-style-type: none"> 高清画质 变焦技术 大弯曲角度小弯曲半径 </div> <div style="width: 45%;"> <p>电子十二指肠镜</p> <ul style="list-style-type: none"> 高清画质 器械辅助导向功能 可拆卸先端帽 </div> </div>  <div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="width: 45%;"> <p>刚度可调肠镜</p> <p>优势特点</p> <ul style="list-style-type: none"> 宽视野 刚度可调,改善内镜操作性 辅助送水功能 </div> <div style="width: 45%;"> <p>超细内镜</p> <ul style="list-style-type: none"> 超细外径 大钳道,增强吸引能力 双导光束设计,提供临床所需足够亮度 </div> </div>	<h3>呼吸内镜解决方案</h3>  <div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="width: 45%;"> <p>HD-580</p> <p>优势特点</p> <ul style="list-style-type: none"> 图像质量精进 光学染色技术全面优化 智慧调光,精准诊断 镜体性能优化 </div> <div style="width: 45%;"> <p>HD-550</p> <ul style="list-style-type: none"> 全高清视频信号输出 聚谱成像技术 光电复合染色技术 四波长LED光源,20000小时使用寿命 1T存储容量的内置病例管理系统 </div> </div>
<h3>兼容性平台</h3>  <div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="width: 30%;"> <p>X-2600 消化内镜</p> <p>优势特点</p> <ul style="list-style-type: none"> 一体式主机 1080p高清图像数字输出 可兼容软式及硬式内镜产品 高亮度LED光源,使用寿命更长 </div> <div style="width: 30%;"> <p>消化内镜</p> <ul style="list-style-type: none"> 全密封设计 轻量化手柄,舒适操控 高传导性分段硬度插入管 </div> <div style="width: 30%;"> <p>电子支气管镜</p> <ul style="list-style-type: none"> 一键式插拔 全密封设计 镜体信息记忆功能 </div> </div>	 <div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="width: 45%;"> <p>电子鼻咽镜</p> <p>优势特点</p> <ul style="list-style-type: none"> 高分辨率画质 出色的握持手感 大钳道,兼容更多的诊疗附件 </div> <div style="width: 45%;"> <p>硬镜</p> <ul style="list-style-type: none"> 可兼容多种外科镜头头视频转接头 </div> </div>	 <div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="width: 45%;"> <p>电子支气管镜</p> <p>优势特点</p> <ul style="list-style-type: none"> 小外径,大钳道 一键式插拔 全密封设计 </div> <div style="width: 45%;"> <p>内镜使用超声微探头系统</p> <ul style="list-style-type: none"> 支持1TB存储 探头信息自动识别 900转每分钟,提供更强的图像解析度 驱动器体积小、运行平稳、噪声更小 </div> </div>

数据来源：公司公众号，华福证券研究所

2.3 超声内镜：以技术积累实现国产首个环阵、凸阵超声获批

超声+内镜技术创新，以技术积累实现国产首个环阵、凸阵超声获批。超声内镜可分为环阵超声内镜和凸阵超声内镜。1) 环阵超声内镜的管状结构可以在体内进行360度的查看，由此医生可以一目了然看清患者体内的情况。2) 凸阵超声内镜的主要具备穿刺、造影的功能。

超声内镜是软性内窥镜领域最高端的镜头之一，超声内镜的市场规模大约占整个软镜市场的12%，可解决最复杂的内镜手术（如胰腺癌手术等）。公司是全球第四家、国内第一家拥有超声内镜技术的公司，并且公司也是同时具备内镜、超声两



方面研发优势的企业。公司目前已获得环阵超声内镜 EG-UR5、凸阵超声内镜 EG-UC5T 的 CE 证书和 NMPA 证书，标志着中国成为全球第二个超声内镜生产国。

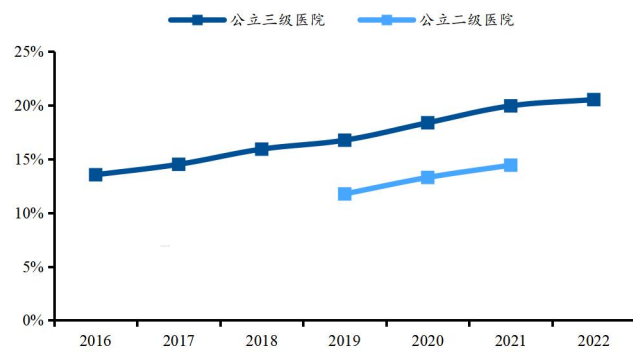
3 布局微外、心血管赛道，多产品线发展格局初步形成

在“超声+内镜”双轮驱动下，公司以已有产品为基础，加大研发力度，围绕超声医学影像、内镜诊疗、微创外科、心血管介入四条产品管线发力，已初步形成多产品线发展格局。

3.1 国内微创手术率持续提升，公司以多科室综合解决方案实现差异化

国内微创手术比例提高，微创外科手术量高速增长。我国公立医院高质量发展评价指标中明确强调了微创手术比例应逐步提高，2022 年国内公立三级医院出院手术患者微创手术占比已提升至 20.5%。2021 年我国微创外科手术量达到 1570 万台，呈现高速增长态势，但微创外科手术渗透率仍较欧美等国有较大差距。

图表 19：我国公立医院出院手术患者微创手术占比



数据来源：国家卫健委，华福证券研究所

图表 20：2015-2021 年我国微创外科手术情况



数据来源：弗若斯特沙利文，观研天下，华福证券研究所

超腹联合（术中超声联合腹腔镜）、双镜联合（腹腔镜联合胃肠镜）、多镜联合等铸就公司微外独特竞争优势。微创外科领域，公司推出多科室整体解决方案，启动了多个外科研发新项目，涵盖摄像系统、电子镜、光学镜、配套设备；目前公司微外产品以硬镜及其周边设备为主，已推出三晶片 2K 硬镜、三晶片 4K 硬镜、四晶片 4K 荧光硬镜等产品。

研发端：公司在德国建立了外科产品研发中心，使外科的产品研发、产品线优化和产业链建设正式步入国际化时代。

销售端：公司于 2023 年三季度引入了具有丰富外科营销和运营经验的团队，并对外科团队做出单独股权激励计划。业绩考核目标 A 下，2023-2026 年国内外科业务收入不低于 1/1.45/2.5/4 亿元（24-26 年增速为 45%/72%/60%）。

图表 21: 公司超腹联合产品示例



数据来源: MedTrend 医趋势公众号, 华福证券研究所

图表 22: 公司外科团队股权激励计划

归属期	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B
	公司归属系数 100%	公司归属系数 80%
2023 年	中国大陆地区外科业务总收入不低于 1 亿元	在中国大陆地区外科业务总收入不低于 0.8 亿元
2024 年	中国大陆地区外科业务总收入不低于 1.45 亿元	在中国大陆地区外科业务总收入不低于 1.16 亿元
2025 年	中国大陆地区外科业务总收入不低于 2.5 亿元	在中国大陆地区外科业务总收入不低于 2 亿元
2026 年	中国大陆地区外科业务总收入不低于 4 亿元	在中国大陆地区外科业务总收入不低于 3.2 亿元

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3.2 心血管赛道布局启动, IVUS 作为种子业务率先破局

2023 年开启心血管介入业务元年, IVUS 作为种子业务率先破局。公司依托超声诊断技术沉淀, 从腔内超声影像出发, 布局心血管介入诊疗领域。2022 年 12 月, 公司成功研制出行业内首款超宽频单晶换能材料 IVUS, 实现对进口产品的代际超越; 公司自主研发的血管内超声诊断设备, 及全资子公司上海爱声自主研发的一次性使用血管内超声诊断导管取得 NMPA 颁发的三类医疗器械注册证。

图表 23: 中国血管内超声 (IVUS) 市场, 2017-2030E (出厂价口径计算)



数据来源: 国家药品监督管理局官网、公司官网、公司年报、弗若斯特沙利文, 北芯生命招股书, 华福证券研究所

图表 24: IVUS 导管省级联盟集采-医疗机构首年采购需求量

医疗器械注册人	年采购需求量(单位: 根)	
	60MHz 以下	60MHz 及以上
波士顿科学	117100	102959
火山公司	46143	-
北芯生命	5900	10038
恒宇医疗	5327	-
全景恒升	3458	-
爱声生物 (开立)	1517	-

数据来源: 浙江省医保局, 华福证券研究所

我国血管内超声市场呈现高速增长态势, PCI 中 IVUS 的渗透率提升空间较大。据弗若斯特沙利文, 我国血管内超声市场从 2017 年的 2.2 亿元上升至 2021 年的 11.5 亿元, CAGR 为 50.9%。其中, 用于冠状动脉的血管类超声市场规模从 2017 年的 1.8 亿元上升至 2021 年的 10.4 亿元, CAGR 约为 54.1%。我国 IVUS 在 PCI 手术中渗透率仍较低, 具有较大提升空间。得益于临床指南及共识推荐等, 国内术者理念提升, 我国 PCI 中 IVUS 的渗透率已从 2020 年约 8.5% 快速增至 2021 年约 15.4%; 但仍与日美等国存在较大差距, 2021 年在日本 PCI 中的渗透率已超 90%。



IVUS 导管在国内仍以外资品牌为主，随国产获批与集采推进，国产化率有望提升。 国产厂商的 IVUS 产品在 2022 年逐渐实现获批上市，包括公司、北芯生命、恒宇医疗和全景恒升。在浙江省牵头的省际联盟集采报量中，波士顿科学约占其中的 75.2%，火山公司（飞利浦）约占 15.8%，国产占比不足 10%。我们认为大规模集采环境下，国产企业有望打破外资品牌在 IVUS 领域的绝对地位，国产化率有望提升；公司 IVUS 导管以高于行业同类产品的价格成功中选，预计于 2024 年 5-6 月起执行集采结果。

IVUS 为公司进入心血管领域的种子业务，属于长期培育的项目，未来公司将以 IVUS 为基础，稳步拓展新的心血管相关产品，建立公司在心血管领域的竞争力。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

1) 超声：公司超高端超声新品 S80/P80 将于 2024 年全面上市推广，有望支撑公司在超声领域的稳步增长，我们预计超声业务维持稳定增长，2024-2026 年营收增速为 10%、11%、10%。随公司超声产品持续高端化，我们预计超声产品毛利率将稳步攀升，2023-2026 年毛利率为 66%、66.3%、66.5%。

2) 内镜：2023 年推出新一代高端软镜 HD-580，将与上一代软镜 HD-550 持续突破高端市场，我们预计软镜业务将延续高增，微外专业团队引入后带动微外业务步入高速增长期，预计内镜板块 2024-2026 年营收增速为 45%、42%、40%。微创外科作为近年发力的第三增长曲线，处于构建外科手术室一体化整体解决方案初期，对内镜利润端稍有扰动，我们预计 2024-2026 年毛利率为 74.3%、74.2%、74.2%。

3) 配件及其他：2023 年配件业务下滑主要集采超机内镜部分附件归入相应产品线所致，我们预计未来配件及其他业务营收保持 5% 增速，毛利率参考近三年水平维持 65%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 24%、26%、26%，归母净利润增速分别为 28%、29%、28%，对应 EPS 分别为 1.34 元、1.74 元、2.22 元。

图表 25: 公司业绩拆分预测表

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收	销售收入	1762.7	2120.3	2628.0	3301.2	4148.3
	YoY	22.0%	20.3%	24.0%	25.6%	25.7%
	毛利率	66.9%	69.4%	69.9%	70.5%	71.1%
超声诊断设备	销售收入	1079.5	1222.9	1345.2	1493.2	1642.5
	YoY	14.1%	13.3%	10.0%	11.0%	10.0%
	毛利率	65.7%	65.9%	66.0%	66.3%	66.5%
医用内窥镜	销售收入	611.6	850.2	1236.6	1760.0	2456.0
	YoY	43.0%	39.0%	45.5%	42.3%	39.5%
	毛利率	69.6%	74.4%	74.3%	74.2%	74.2%
配件及其他	销售收入	60.8	34.4	36.2	38.0	39.9
	YoY	-1.6%	-43.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	59.2%	70.7%	65.0%	65.0%	65.0%
其他业务	销售收入	10.7	12.7	10.0	10.0	10.0
	YoY	15.8%	17.9%	-21.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	76.7%	70.8%	71.0%	71.0%	71.0%

数据来源: iFinD, 华福证券研究所

4.2 投资建议

考虑到公司在超声、内镜领域的领先地位, 及近年引入微外团队发展多镜联合等领域的独特优势, 我们选取涉及超声及微创外科材业务的迈瑞医疗、主营软镜业务的澳华内镜与主营涉及医用硬式内窥镜的海泰新光作为可比公司。

我们预计公司 2023-2026 年收入 CAGR 为 25.1%, 归母净利润 CAGR 为 28.2%, 当前股价对应 PE 31/24/19 倍。采用可比公司估值法, 计算得可比 24 年平均 PE 为 37 倍, 考虑到内镜诊疗需求空间大, 软镜市场正步入高景气赛道, 同时公司具备独特微外竞争优势, 有望率先发展为第三成长曲线, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 26: 可比公司估值表 (截止 2024 年 5 月 16 日)

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300760	迈瑞医疗*	3,792.0	139.5	167.9	201.2	27.2	22.6	18.8
688212	澳华内镜	69.5	1.2	1.8	2.7	59.9	38.6	25.5
688677	海泰新光	54.8	2.3	3.0	3.9	23.4	18.2	14.0
可比公司平均值						36.8	26.5	19.4
300633	开立医疗	181.0	5.8	7.5	9.6	31.3	24.2	18.9

数据来源: iFinD, 华福证券研究所
注: *为 iFinD 一致预期



5 风险提示

1) **市场竞争加剧风险。**国际品牌国内设厂或加剧国产化竞争，新进品牌数量多，若后续竞争格局恶化，或对公司营收产生不利影响，

2) **新品推广不及预期风险。**23年公司各产品线多款产品上新，尚处于市场拓展初期，新品推广受政策等影响存在不确定性，或对公司营收产生不利影响。

3) **海外业务拓展不及预期风险。**随公司海外市场进一步开拓，汇率波动、全球政治经济波动等将对公司海外业务带来不确定性，或对公司海外营收产生不利影响。



图表 27: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,775	1,879	2,691	2,807	营业收入	2,120	2,628	3,301	4,148
应收票据及账款	174	225	257	309	营业成本	649	791	973	1,201
预付账款	55	12	15	18	税金及附加	24	25	33	43
存货	531	719	301	919	销售费用	524	631	776	962
合同资产	0	0	0	0	管理费用	128	171	198	228
其他流动资产	90	88	96	107	研发费用	384	473	594	747
流动资产合计	2,625	2,923	3,360	4,161	财务费用	-45	-44	-46	-34
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-14	-15	-16	-15
固定资产	420	589	731	860	资产减值损失	-51	-15	-10	-5
在建工程	254	354	454	554	公允价值变动收益	0	0	-1	-1
无形资产	165	157	147	139	投资收益	-13	3	0	-3
商誉	166	166	166	166	其他收益	98	50	40	30
其他非流动资产	142	148	155	164	营业利润	475	604	785	1,007
非流动资产合计	1,146	1,413	1,653	1,883	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	3,771	4,336	5,013	6,044	营业外支出	1	1	1	1
短期借款	24	0	0	0	利润总额	474	603	784	1,006
应付票据及账款	186	246	299	373	所得税	20	24	35	50
预收款项	0	0	0	0	净利润	454	579	749	956
合同负债	45	47	59	75	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	83	83	83	83	归属母公司净利润	454	579	749	956
其他流动负债	231	289	327	369	EPS (按最新股本摊薄)	1.05	1.34	1.73	2.21
流动负债合计	569	666	768	899					
长期借款	0	50	-20	60					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	57	57	57	57					
非流动负债合计	57	107	37	117					
负债合计	625	773	805	1,016					
归属母公司所有者权益	3,146	3,563	4,208	5,027					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,146	3,563	4,208	5,027					
负债和股东权益	3,771	4,336	5,013	6,044					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	489	498	1,256	461
现金收益	463	596	780	1,013
存货影响	-17	-187	418	-618
经营性应收影响	34	7	-24	-50
经营性应付影响	-19	60	53	74
其他影响	29	22	30	43
投资活动现金流	186	-325	-316	-322
资本支出	-165	-322	-310	-311
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	351	-3	-6	-11
融资活动现金流	-276	-68	-128	-23
借款增加	-153	26	-70	80
股利及利息支付	-83	-107	-137	-168
股东融资	43	0	0	0
其他影响	-83	13	79	65

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	20.3%	23.9%	25.6%	25.7%
EBIT 增长率	21.9%	30.4%	31.9%	31.8%
归母公司净利润增长率	22.9%	27.3%	29.4%	27.6%
获利能力				
毛利率	69.4%	69.9%	70.5%	71.1%
净利率	21.4%	22.0%	22.7%	23.0%
ROE	14.4%	16.2%	17.8%	19.0%
ROIC	14.8%	16.7%	18.8%	20.2%
偿债能力				
资产负债率	16.6%	17.8%	16.1%	16.8%
流动比率	4.6	4.4	4.4	4.6
速动比率	3.7	3.3	4.0	3.6
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	32	27	26	25
存货周转天数	290	285	189	183
每股指标 (元)				
每股收益	1.05	1.34	1.73	2.21
每股经营现金流	1.13	1.15	2.90	1.07
每股净资产	7.27	8.23	9.72	11.62
估值比率				
P/E	40	31	24	19
P/B	6	5	4	4
EV/EBITDA	29	23	17	13

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn