

医药生物

报告日期：2023 年 05 月 17 日

内镜耗材再添成员，安杰思科创板上市

——新股系列专题报告

投资要点

□ **事件：**2022 年 3 月 28 日，安杰思通过科创板注册申请，并于 2023 年 5 月 10 日开启申购，发行价格为 125.80 元/股。本次公司拟首次公开发行股票数量为 1447 万股，占发行后总股本比例为 25%，发行后总股本为 5787.0971 万股，预计募集资金总额约为 18.2 亿元。

□ **安杰思：专注消化内镜耗材，产品对标南微医学**

从产品结构和收入体量来看：公司主营产品与南微医学重合度较高（2022 年，两公司相同业务板块，安杰思收入 3.5 亿，占总营收 94.1%，南微医学收入 13.4 亿，约为安杰思的 3.8 倍，占总营收 67.6%，），其中止血闭合类、EMR/ESD 类以及活检类均为两家公司前三大业务。

从财务表现来看：①**收入及利润弹性较大：**2020-2022 年间，疫情不同程度影响下，安杰思表现出较强恢复弹性，收入及归母净利润复合增速均快于行业可比公司。②**盈利能力快速提升：**2018-2022 年，公司毛利率由 58.7%快速提升至 68.1%，净利率由 30.6%提升至 39.1%，均达到近 5 年来最高点。③**营运能力：疫后快速提升。**2017-2022 年，公司固定资产周转率快速提升，达到历史最高点，此外，2022 年，公司固定资产周转率、存货周转率及应收账款周转率均高于可比公司。

以上安杰思和可比公司财务表现有较明显差异，我们认为或主要来源于以下几点：①**收入体量及销售区域差异；**②**公司所处的发展阶段不同；**③**公司产品结构差异等。**

□ **行业：内镜耗材市场广阔，国产企业渗透率提升空间较大**

消化道癌症发病基数大，内镜检查在早诊早治中公认最为有效。内镜及耗材是一种通过插入人体腔道，主要应用于消化道疾病的诊断和治疗的医疗仪器。据世界卫生组织国际癌症研究机构（IARC）发布的全球最新癌症负担数据显示，无论国内还是全球，消化道癌症的发病形式都较为严峻，对于消化道癌症患者来说，尽早的发现和早期的治疗至关重要。消化内镜检查是目前公认对消化道癌症最有效的检查方法。

内镜诊疗器械市场规模较大，国内政策助力国产替代具有较大发展潜力。据波士顿科学披露数据，2022 年全球内镜诊疗器械市场规模为 60 亿美元，2021-2024 年全球内镜诊疗器械市场复合增速为 6%。2018 年，在全球内镜诊疗市场，波士顿科学的市场占有率为 36%、奥林巴斯为 34%、库克为 13%，其余企业合计仅为 17%，国产企业凭借价格优势，其在全球市占率仍有较大提升空间。另外，我国内镜诊疗开展率低，早诊早治和医疗保健消费提升，特别是带量采购、按病种付费（DRGs）等医保控费政策的持续推进，使国产企业在内镜诊疗器械市场具有广阔的发展潜力。

□ **风险提示**

市场竞争加剧风险；行业政策变动风险；贸易摩擦及汇率波动风险；地缘政治冲突风险

行业评级：看好(维持)

分析师：孙建

执业证书号：S1230520080006

02180105933

sunjian@stocke.com.cn

研究助理：刘明

liuming01@stocke.com.cn

相关报告

1 《基药或调整，中药新催化》

2023.05.17

2 《Synecos 被收购，泰楚生物获融》 2023.05.16

3 《又提效，看持续》

2023.05.16

正文目录

1 内镜耗材再添成员，安杰思科创板上市	4
1.1 安杰思：专注消化内镜耗材，产品对标南微医学	4
1.2 收入及利润：疫情影响略有波动，疫后复苏趋势较强	6
1.3 盈利能力：毛利率及净利率快速提升	7
1.4 营运能力：疫后快速提升，高于可比公司	10
2 行业：内镜耗材市场广阔，国产企业渗透率提升空间较大	11
2.1 内镜耗材配合内镜使用，应用场景广泛	11
2.2 消化道癌症高发，消化内镜治疗需求巨大	12
3 内镜相关公司股价及估值复盘	14
4 风险提示	16

图表目录

图 1: 2017-2022 年公司细分产品收入情况 (百万元)	4
图 2: 2022 年公司重点产品收入体量与南微医学对比 (百万元)	4
图 3: 2022 年公司细分产品收入占比	5
图 4: 2022 年南微医学产品收入占比	5
图 5: 2017-2022 年安杰思和南微医学营业收入及增速对比	6
图 6: 2017-2022 年安杰思和南微医学归母净利润及增速对比	6
图 7: 2018-2022 年安杰思和南微医学止血及闭合产品增速对比	7
图 8: 2018-2022 年安杰思和南微医学 EMR/ESD 产品增速对比	7
图 9: 2018-2022 年安杰思和南微医学活检类产品增速对比	7
图 10: 2018-2022 年安杰思和南微医学 ERCP 类产品增速对比	7
图 11: 2017-2022 年安杰思和南微医学毛利率对比	8
图 12: 2017-2022 年安杰思和南微医学净利率对比	8
图 13: 2022 年安杰思和南微医学产品平均单价对比 (元/件)	8
图 14: 2022 年安杰思和南微医学主要产品毛利率对比	8
图 15: 2018-2022 年安杰思和南微医学销售费用率对比	9
图 16: 2018-2022 年安杰思和南微医学研发费用率对比	9
图 17: 2018-2022 年安杰思和南微医学管理费用率对比	9
图 18: 2018-2022 年安杰思和南微医学财务费用率对比	9
图 19: 2018-2022 年安杰思和南微医学固定资产周转率对比	10
图 20: 2018-2022 年安杰思和南微医学存货周转率对比	10
图 21: 2018-2022 年安杰思和南微医学应收账款周转率对比	10
图 22: 2020 年全球发病率前十的癌症及人数 (万人)	13
图 23: 2020 年我国发病率前十的癌症及人数 (万人)	13
图 24: 我国与部分发达国家胃镜开展率比较 (1/10 万)	13
图 25: 我国与部分发达国家肠镜开展率比较 (1/10 万)	13
图 26: 2018 年全球内镜诊疗器械市场竞争格局	14
图 27: 2018 年我国内镜诊疗器械市场竞争格局	14
图 28: 2018 年以来内镜相关公司超额收益率情况	15
图 29: 2018 年以来内镜相关公司估值变化情况 (PE/TTM)	15
图 30: 2020 年以来内镜相关公司收入增速同比变化	15
图 31: 2020 年以来内镜相关公司归母净利润增速同比变化	15
表 1: 募集资金运用	4
表 2: 公司主营产品介绍	5
表 3: 内镜耗材主要应用场景介绍	11
表 4: 内镜相关公司盈利预测与估值 (截止到 2023 年 5 月 17 日)	15

1 内镜耗材再添成员，安杰思科创板上市

事件：2022年3月28日，安杰思通过科创板注册申请，并于2023年5月10日开启申购，发行价格为125.80元/股。本次公司拟首次公开发行股票数量为1447万股，占发行后总股本比例为25%，发行后总股本为5787.0971万股，预计募集资金总额约为18.2亿元，主要用于年产1000万件医用内窥镜设备及器械项目、营销服务网络升级建设项目、微创医疗器械研发中心项目以及补充流动资金，超过部分将用于补充公司营运资金。

表1：募集资金运用

项目名称	拟投入募集资金金额（万元）
年产1000万件医用内窥镜设备及器械项目	29,261.00
营销服务网络升级建设项目	11,210.80
微创医疗器械研发中心项目	16,598.20
补充流动资金	20,000.00
合计	77,070.00

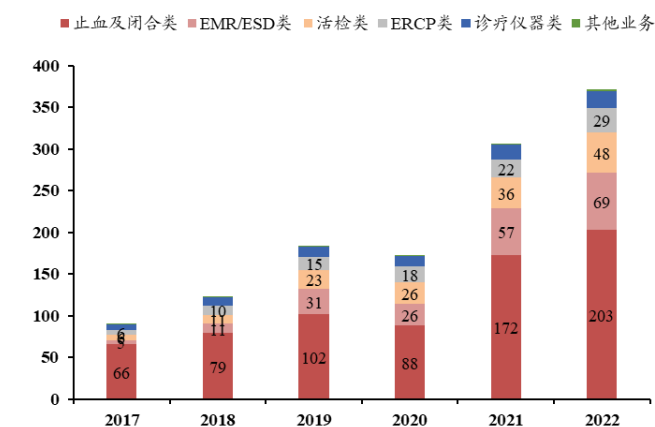
资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

1.1 安杰思：专注消化内镜耗材，产品对标南微医学

安杰思主要产品按治疗用途分为止血闭合类、EMR/ESD类、活检类、ERCP类和诊疗仪器类等，其与消化内镜配套使用，两者相辅相成，共同应用于消化道疾病的临床诊断和治疗。**国内市场方面**，公司营销网络已基本覆盖全国的重点城市，主导产品在全国千余家医院得到应用，2022年公司止血闭合类产品市场份额达到15.74%。**境外市场方面**，波士顿科学、奥林巴斯、库克医疗等企业仍占据主要市场份额，公司相关产品已获得美国FDA注册、欧盟CE认证等证书，销往美国、德国、意大利、英国、韩国、澳大利亚、日本等四十多个国家和地区，2021年境外收入增速超过90%、2022年继续保持30%以上的高速增长，市场影响力不断扩大。

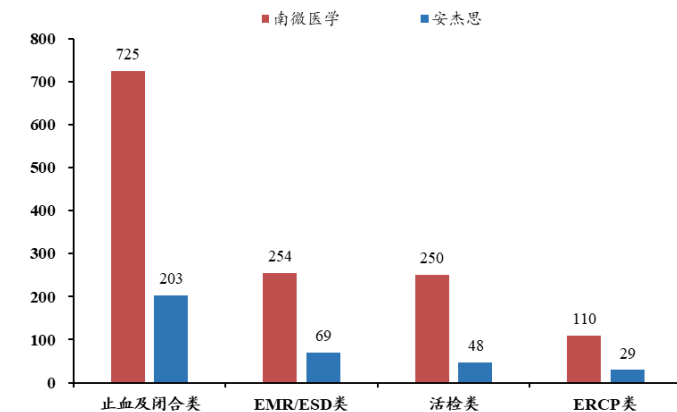
从产品结构和收入体量来看：公司主营产品与南微医学重合度较高（2022年，两公司相同业务板块，安杰思收入3.5亿，占总营收94.1%，南微医学收入13.4亿，约为安杰思的3.8倍，占总营收67.6%），其中止血闭合类、EMR/ESD类以及活检类均为两家公司前三大业务。

图1：2017-2022年公司细分产品收入情况（百万元）



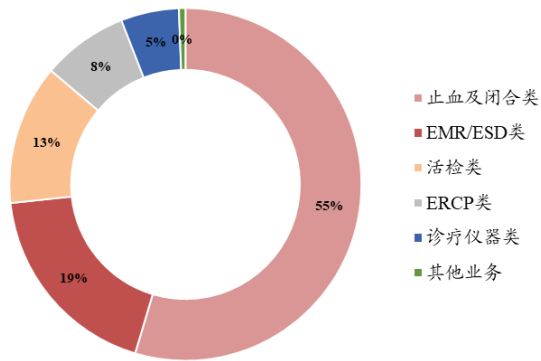
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：2022年公司重点产品收入体量与南微医学对比（百万元）



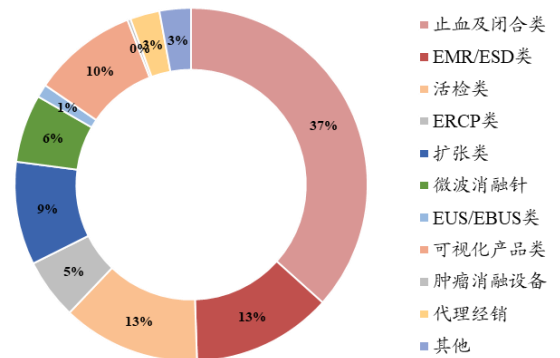
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3: 2022 年公司细分产品收入占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 2022 年南微医学产品收入占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表2: 公司主营产品介绍

类别	产品	临床应用	产品图示
止血闭合类	止血夹	内镜视野下, 适用于各种原因引起的上/下消化道出血及内镜手术后的创面缝合	
	双极高频止血钳	在消化道内利用高频电流对出血组织进行凝固止血	
EMR/ESD 类	圈套器	用于消化道息肉的切除, 组织活检以及套取异物、回收支架等	
	喷洒管	通过内镜钳道进入人体, 对人体腔道进行液体输送、灌注、喷射操作	
	硬化针/注射针	与内镜配套使用, 通过内镜钳道进入人体, 用于消化道黏膜下层的注射	
	双极黏膜切开刀 (双极高频切开刀)	利用高频电流进行消化道内凝固或切开组织, 用于早期消化道癌症的治疗	
活检类	活检钳	通过内镜钳道进入人体自然腔道, 咬取病灶部活组织, 用作病理分析	
	抓钳	通过内镜钳道进入人体自然腔道, 抓取异物、组织或结石, 以及回收支架等	
ERCP 类	取石网篮	用于临床内镜下结石、息肉切除术后的息肉组织或异物的捕获和取出	

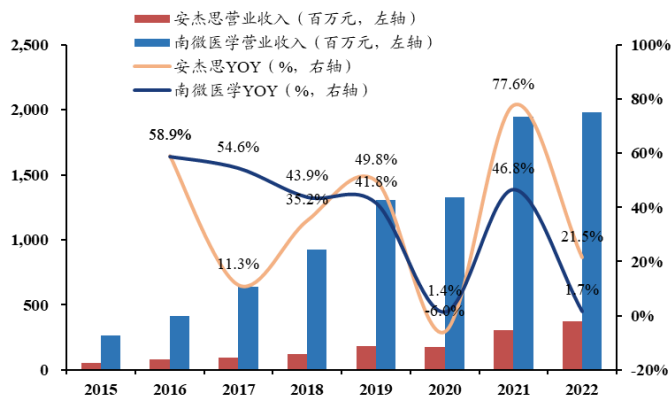
诊疗仪器类	球囊取石导管	用于内镜胆道取石，在操作的同时可提供通道供导丝插入和造影剂注入	
	导丝	内镜视野下，向胆道或胰管插入，起支撑和引导等作用	
	胆道引流管	通过鼻通道插入一条留置引流管做暂时性内镜下胆管引流	
	高频切开刀	与内镜及高频电发生装置配套使用，利用高频电流进行胆道内凝固或切开组织	
	内镜用二氧化碳送气装置	内镜手术中，用于二氧化碳的辅助供气控制，能够有效避免因长时间使用空气气源引发的肠腔积气而导致的术后人体不适和腹部疼痛	
	内镜用送水装置	在内镜手术中，通过蠕动泵的蠕动将无菌液体输送到内镜，冲洗黏膜表面和伤口，辅助内镜诊断和治疗	
	高频电发生器 (高频手术设备)	产生高频率、高电压的有效电流，通过与其配合的高频切开刀的电极尖端与肌体接触时对组织进行加热，利用热效应实现对肌体组织的分离和凝固，对组织进行切割和止血，完成组织的切割或剥离等，达到获取标本和治疗的目的	

资料来源：安杰思招股说明书，浙商证券研究所

1.2 收入及利润：疫情影响略有波动，疫后复苏趋势较强

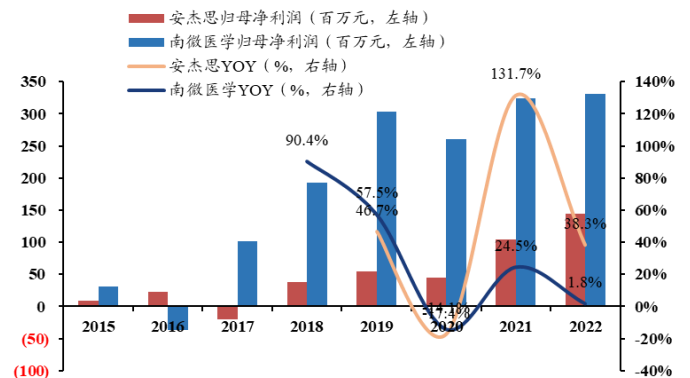
2020 年受疫情影响，门诊手术量大幅下滑，安杰思及南微医学营收及利润均受到不同程度影响。随着疫情的逐步消退，安杰思表现出较强恢复弹性：2020-2022 年，公司收入从 1.72 亿提升到 3.71 亿，CAGR 46.9%（南微医学 CAGR 为 22.2%），归母净利润从 0.45 亿提升至 1.45 亿，CAGR 79.0%（南微医学 CAGR 为 12.6%）。

图5： 2017-2022 年安杰思和南微医学营业收入及增速对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6： 2017-2022 年安杰思和南微医学归母净利润及增速对比

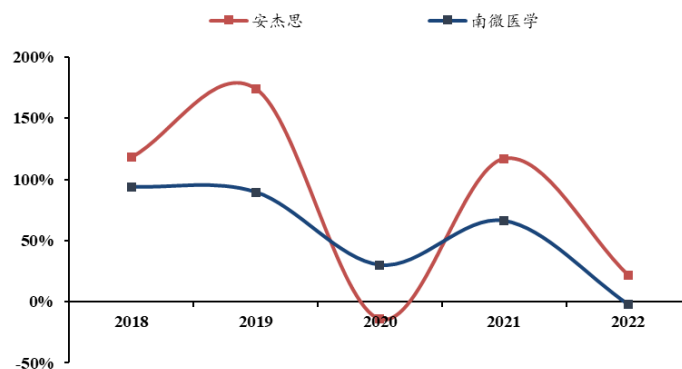
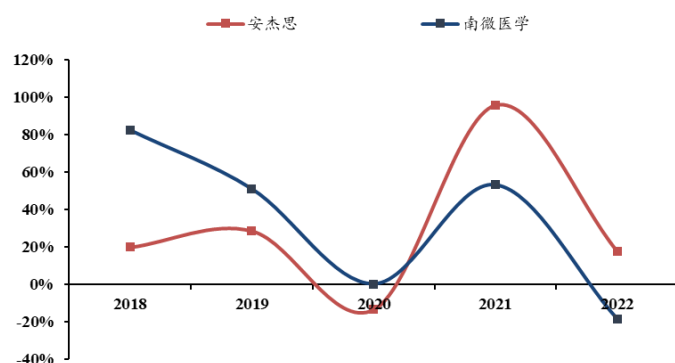


资料来源：Wind，浙商证券研究所

从细分产品来看,我们预计公司仍处于通过价格策略(公司多款产品平均单价低于可比公司,详见图 13)进行跑马圈地的快速扩张阶段。由于公司不同细分产品相较于南微医学而言体量较小,此外,销售区域也存在一定差异(南微医学 2018 年国内华东区域收入占比最大,为 25.6%,而华东区域虽同样为安杰思最大销售区域,2018 年占比只有 13.3%,到 2022 年提升到 19.2%,另外,2022 年公司海外区域收入占比 48.2%,高于南微医学 6.35pct),导致在疫情影响下,表现出较大的波动性和疫后的恢复弹性。

图7: 2018-2022 年安杰思和南微医学止血及闭合产品增速对比

图8: 2018-2022 年安杰思和南微医学 EMR/ESD 产品增速对比

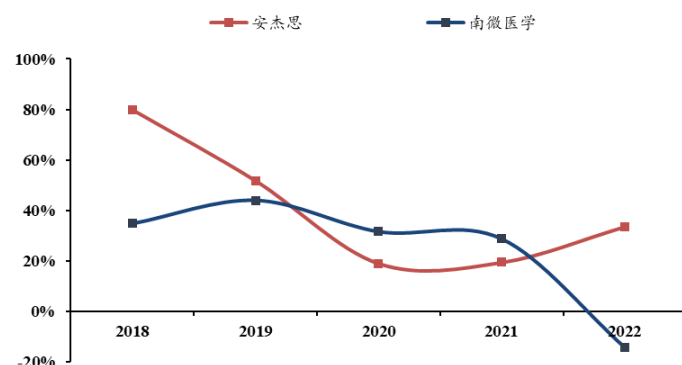
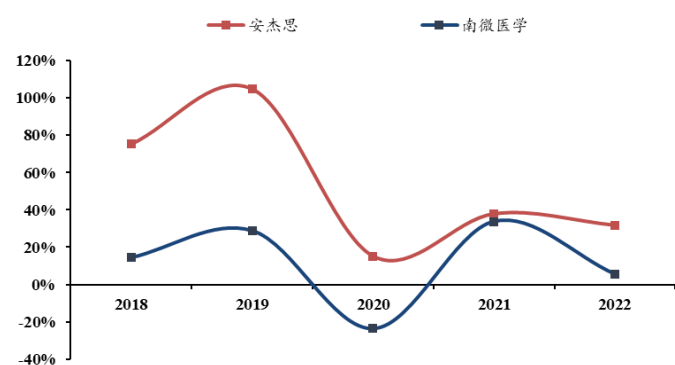


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图9: 2018-2022 年安杰思和南微医学活检类产品增速对比

图10: 2018-2022 年安杰思和南微医学 ERCP 类产品增速对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.3 盈利能力: 毛利率及净利率快速提升

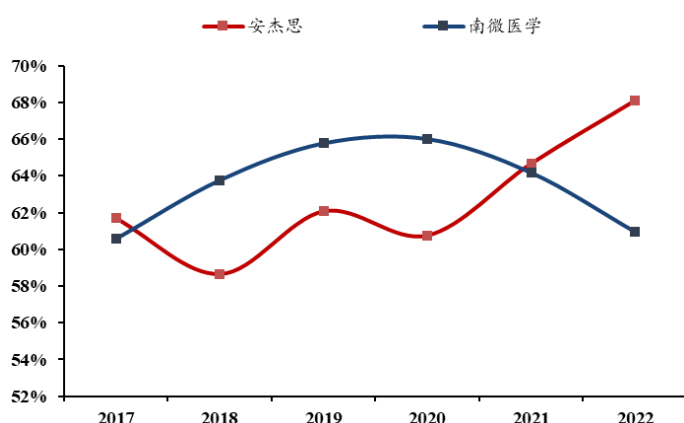
2018-2022 年,公司毛利率由 58.7%快速提升至 68.1%,净利率由 30.6%提升至 39.1%,均达到近 5 年来最高点(南微医学 2022 年毛利率大幅下降主要受新推出的一次性胆道镜暂未形成规模效应,毛利率较低影响)。其中,2021-2022 年间公司毛利率提升较快,主要与公司毛利率较高的止血闭合类产品销售占比快速提升(由 2020 年 51.3%提升至 54.9%),及其毛利率增加所致(由 2020 年 72.6%提升至 78.4%)。2022 年公司部分产品平均单价虽受市场竞争和境内招标影响有所下降,但公司通过持续优化供应链,自制部分原材料并引入大规模自动化生产流程,单位成本下降幅度相较更大,带来毛利率继续提升。

相比同行,公司产品单价低毛利率高。分产品来看,平均单价:公司四大主营产品除 ERCP 类平均单价高于南微医学外(高 18.4pct),止血及闭合类、EMR/ESD 类和活检类分别比南微医学低 11.5pct、18.4pct 和 7.1pct,我们预计主要与公司通过价格优势,快速抢占市场

份额的销售策略有关。**毛利率**：除活检类产品毛利率略低于南微医学外（低 0.9pct），止血及闭合类、EMR/ESD 类和 ERCP 类，分别比南微医学高 2.8pct、6.0pct 和 6.3pct。我们认为，这与公司自 2019 年以来，大力实施成本优化战略有关，具体体现为：产品设计方面，在保持现有性能和质量的前提下，通过优化产品设计降低原材料成本；生产流程方面，通过优化加工工艺、开发自动化装备、优化产线排布、加强技能培训等措施提高制造工效；供应链管理方面，通过规模议价、优化定制设计、自制加工等措施降低采购成本。基于成本优化战略的成功实施，在产品销售价格降低的情况下，毛利率仍保持较高水平。

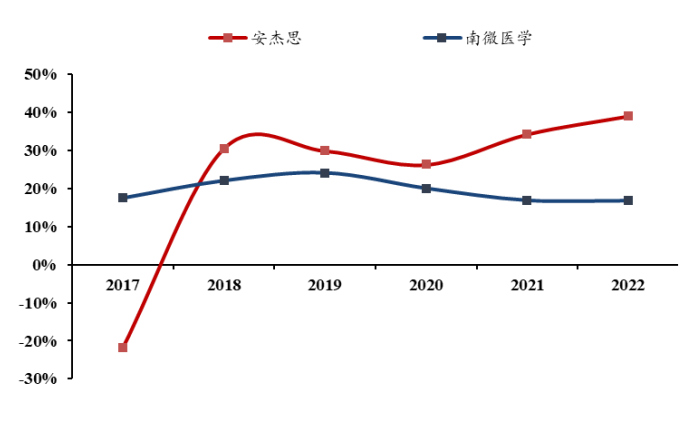
竞争日趋激烈，成本优化是关键。受医保控费等因素影响，境内市场竞争日趋激烈。基于境内市场竞争的溢出效应，众多境内厂商转投国际市场，也加剧了国际市场的竞争态势。在保持技术领先优势的同时，通过多种措施管控生产成本是企业保持持久竞争力的关键。除安杰思外，南微医学在成本控制方面也积极推进：据南微医学 2022 年年报披露，公司通过自动化设备导入、工艺工装改进、第二供应商导入、通用零部件和服务外包、减少品规、精益生产等综合手段，持续向轻量化、敏捷化转型。针对普通耗材，一方面推动智能制造升级，完成 15 台自动化设备开发导入，和谐夹自动化突破技术瓶颈，TB 钳自动化设备对外输出，首次将技术优势转化为利润输入；另一方面，通过腾笼换鸟，集中资源发展高端制造，推动低毛利劳动密集型产品生产外包，有效释放厂内制造资源，其中可视化新产品已成功在短时间内实现大幅降本。

图11： 2017-2022 年安杰思和南微医学毛利率对比



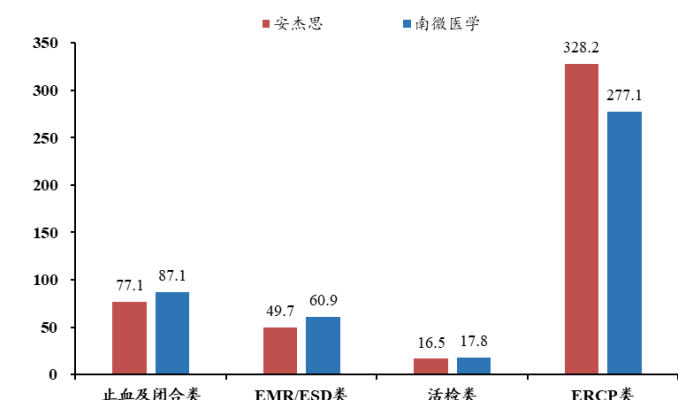
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12： 2017-2022 年安杰思和南微医学净利率对比



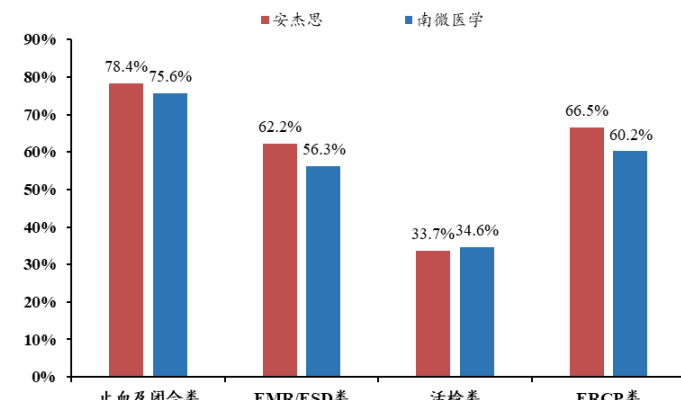
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13： 2022 年安杰思和南微医学产品平均单价对比（元/件）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14： 2022 年安杰思和南微医学主要产品毛利率对比



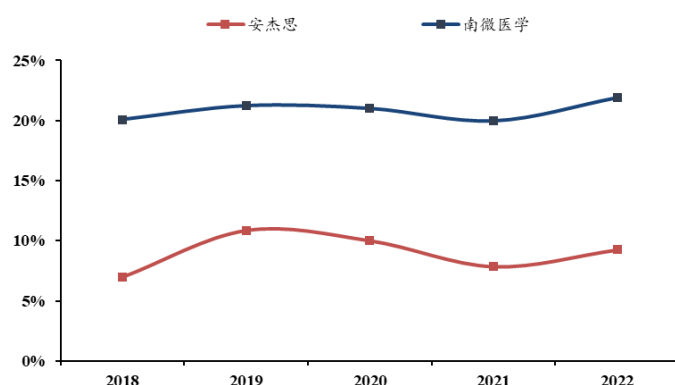
资料来源：Wind，浙商证券研究所

销售费用率低于可比公司：据公司招股说明书披露：公司销售费用率低于南微医学，主要系营销结构和销售模式的差异所致。南微医学采取全球化的营销策略，境外在各国设立全资子公司，境内设立多个营销中心，每年频繁开展学术活动，人员费用支出占比较高。同时，南微医学在外销中向独立销售代表和药品集中采购组织支付佣金，因此销售费用支出较多所致。而公司境内的市场推广工作主要为参加一些学术会议和参加展会，对医院进行定期回访等，费用相对较少；境外销售主要为贴牌销售，主要依靠客户进行市场推广，直接费用较少。

管理费用低于可比公司：据公司招股说明书披露：南微医学组织结构较为复杂，其在美国和欧洲均设有子公司，中介咨询服务费和办公费用较高。公司管理费用率与南微医学差距较大，主要系：①南微医学中介机构咨询费发生额较大，结合公开信息披露其法务费发生额较高；②2020年度、2021年度、2022年南微医学确认了股份支付费用。而公司组织结构较为简单，报告期内无股份支付费用，因此管理费用支出相对较低。

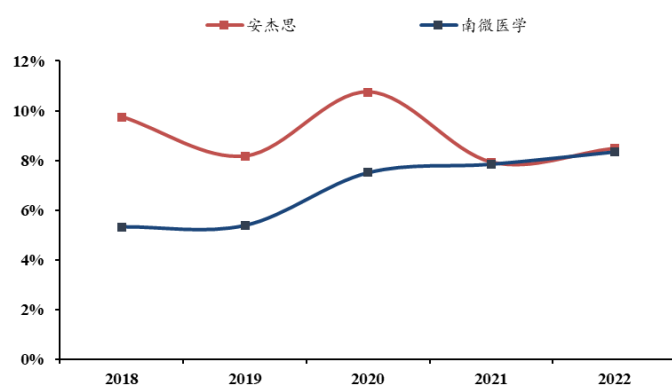
研发费用率基本与可比公司持平：据公司招股说明书披露信息：2018-2020年，公司销售收入规模远低于南微医学，研发费用占比相对较高。另外，为了保持产品的领先能力，公司始终坚持业务创新和技术创新，以差异化丰富产品线，持续投入较多的费用于研发。2021-2022年随着公司销售规模的增长，研发费用率与南微医学基本一致。

图15： 2018-2022 年安杰思和南微医学销售费用率对比



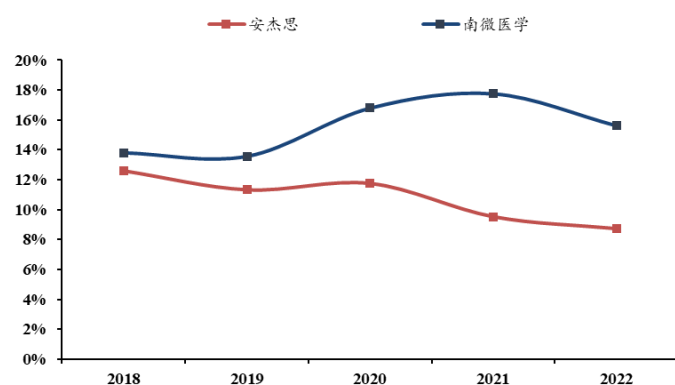
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图16： 2018-2022 年安杰思和南微医学研发费用率对比



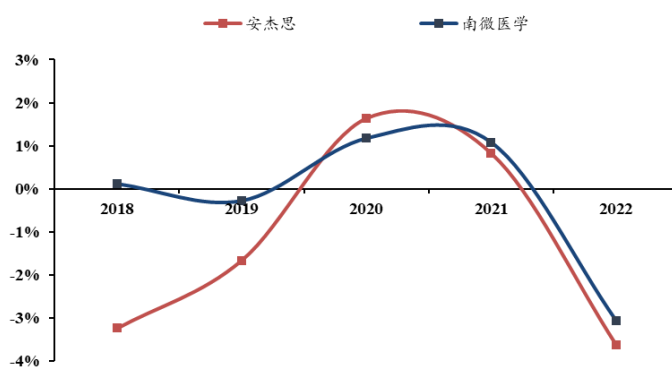
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图17： 2018-2022 年安杰思和南微医学管理费用率对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图18： 2018-2022 年安杰思和南微医学财务费用率对比

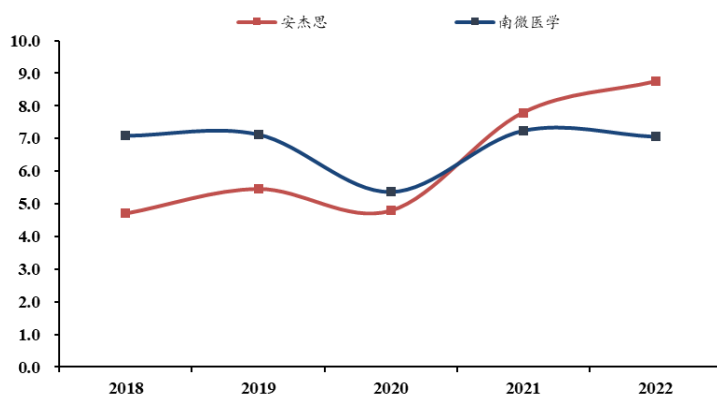


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.4 营运能力：疫后快速提升，高于可比公司

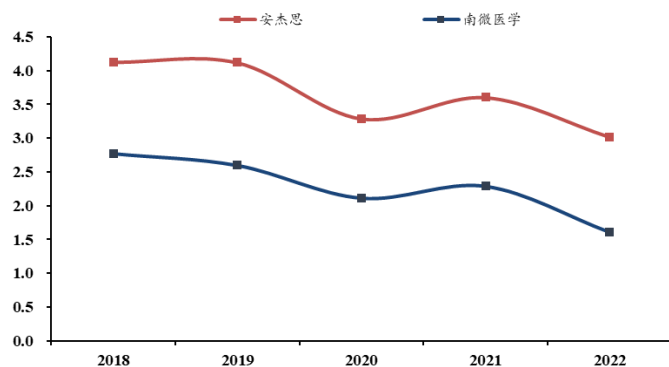
2020 年，受新冠疫情的影响，公司应收账款回款速度有所放缓，存货周转率有所下滑。2021 年，整体市场行情较好，为保证货源，较多客户采取先款后货的方式，公司营运能力得到快速恢复。截至到 2022 年，公司应收账款周转率、存货周转率以及固定资产周转率均高于可比公司。

图19： 2018-2022 年安杰思和南微医学固定资产周转率对比



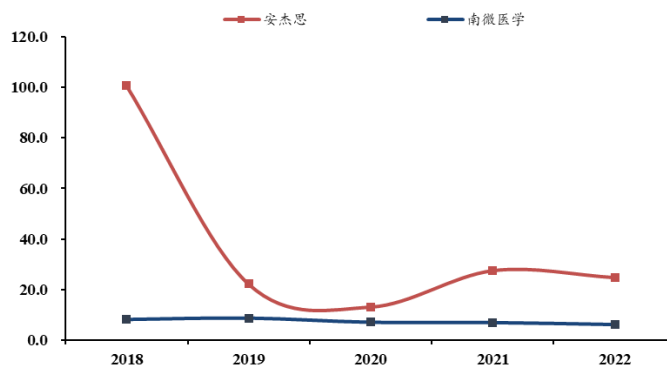
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图20： 2018-2022 年安杰思和南微医学存货周转率对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图21： 2018-2022 年安杰思和南微医学应收账款周转率对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

总体而言，以上安杰思和南微医学财务表现有明显差异，我们认为或主要来源于以下几点：

①**收入体量及销售区域差异：**从行业来看，我国的医疗器械行业分散、市场集中度低，境内生产企业数量众多但规模普遍较小。在内镜微创诊疗器械的细分领域，境内企业与波士顿科学、库克医疗、奥林巴斯等境外龙头企业在销售规模、资金实力、品牌影响力等方面存在较大差距。然而，国内医保控费力度的持续加大，以及国产品牌产品性能和质量与外资差距的快速缩小，为国产企业通过低价策略逐步完成国产替代，抢占更多市场份额提供了较大可能。相较而言，由于公司收入规模尚小（2022 年，公司收入 3.71 亿，南微医学已达 19.80 亿，仅为南微医学的 18.7%），更容易通过采取较为激进的价格策略，来完成早期市场的开发和积累，收入弹性因此也较大。

此外，公司与南微医学在国内销售细分区域收入占比，以及海外收入占比方面也均有所差异，疫情对两家公司财务表现影响程度或同样存在一定差异（如，2022 年上半年上海疫情爆发，或对华东区域销售收入占比更大的南微医学影响也更大）。

②公司所处的发展阶段不同：公司收入体量较小，我们预计公司仍处于通过价格策略进行跑马圈地的快速扩张阶段。目标市场除抢占波士顿科学等外资企业覆盖区域外，仍有诸多国内其他品牌市场区域。而南微医学所处阶段相对较为成熟，在国内品牌中收入体量已遥遥领先（2018 年国内市占率已达 22%，详见图 27），目标市场更多的集中在与外资竞争上。此外，南微医学作为国内内镜耗材龙头，承担了更多的学术引领工作，其营销结构和销售模式与公司同样存在一定差异，叠加一定的股权激励费用，相较而言销售费用率等及管理费用率略高，一定程度上拉低了其盈利能力。

③公司产品结构差异：相对于公司而言，南微医学产品管线更为丰富，除内镜耗材外，在微波消融及可视化产品方面均有所布局，扮演了更多开拓者的角色。如 2022 年推出可视化产品（包括一次性胆道镜和一次性支气管镜），早期可视化新产品大量核心部件的采购储备，以及暂未形成规模效应，毛利率较低，拉低了公司整体盈利能力及运营效率，尽管如此，可视化产品 2022 年首年上市即为公司贡献了约 1.9 亿收入，营销网络规模及品牌效应更为明显，可视化产品已逐步形成公司第二增长曲线。

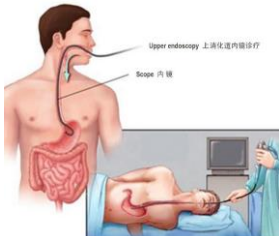
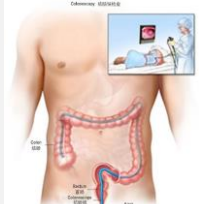
2 行业：内镜耗材市场广阔，国产企业渗透率提升空间较大

2.1 内镜耗材配合内镜使用，应用场景广泛

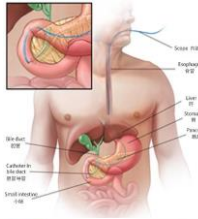
内镜是一种通过插入人体腔道内而达到诊断和治疗目的的医疗仪器。临床医生通过内镜获得人体腔道内的实时动态图像诊断病症，利用合适的器械取得活体组织进行体外检测，而后根据检测结果选择专用的微创手术器械开展特定的手术治疗，达到对人体腔道内疾病诊疗目的。

无论是临床诊断还是治疗，都需要一系列诊疗器械与内镜配合使用。例如在胃镜、肠镜诊断中，需要使用活检钳对病灶部位活体组织进行取样；在消化道治疗手术中，需要使用止血夹进行组织闭合或止血处理；在 ERCP 手术中，需要使用导丝进行支撑和引导、使用取石网篮进行取石；在 EMR 手术中，需要使用圈套器切除息肉；在 ESD 手术中，需要使用黏膜切开刀切除病变组织。

表3： 内镜耗材主要应用场景介绍

应用场景	场景图例	场景介绍	涉及器械
胃镜诊疗术		胃镜诊疗术（Gastroscopy）是通过从口部插入胃镜对食管、胃和十二指肠内腔进行观察，从而进行诊疗操作的方法。胃镜诊疗术对于确定消化性溃疡、上消化道肿瘤及食管胃底静脉曲张的部位、大小、范围、性质等效果尤佳，除进行组织学和细胞学检测外还可进行对应治疗，应用范围广、治疗效果好，是临床最为常用的内镜检查方法。经过近一个世纪的发展，胃镜的临床应用也由简单的观察、诊断发展到精确诊断和微创治疗相结合，成为上消化道疾病重要的诊疗手段。	内镜用送气装置、内镜用送水装置、活检钳、注射针、圈套器、抓钳、高频电发生器、黏膜切开刀等
结肠镜诊疗		电子结肠镜诊疗（Colonoscopy）是经肛门将肠镜循腔插入至回盲部，从黏膜观察结肠病变的方法。肠镜检查几乎可以满足全部结肠区域的检查需要，是目前诊断大肠疾病特别是大肠癌及癌前病变的首选方法。它可以清楚观察大肠黏膜的细微变化，如炎症、糜烂、溃疡、出血、色素沉着、息肉、癌症、血管瘤、憩室等病变，其图像清晰、逼真。此外，随着内镜技术的进步和相关配件的研发，既可以通过肠镜的器械通道送入活检钳，取标本组织进行病理检查，也可进行内镜下息肉切除、止血、病灶标志物定位和特殊染色处理等。	内镜用送气装置、内镜用送水装置、活检钳、注射针、圈套器、抓钳、高频电发生器、黏膜切开刀等

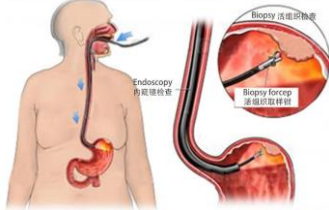
内镜逆行胆胰管造影 (ERCP)



内镜逆行胆胰管造影术 (Endoscopic Retrograde Cholangiopancreatography, ERCP) 是指将内镜经口部插入十二指肠, 经十二指肠乳头导入专用器械进入胆管或胰管内, 在 X 线透视或摄片下注射显影剂造影、导入内镜/超声探头观察完成对胆、胰疾病的诊断, 并在诊断的基础上实施相应介入治疗的技术的总称。

高频电发生器、取石球囊、导丝、切开刀、扩张球囊、细胞刷、鼻胆/胰引流管、碎石/取石网篮、造影导管等

内镜下活体组织检查



内镜直视下活体组织检查 (Endoscopic Biopsy) 是诊断胃肠道疾病常用手段, 往往具有决定性意义。内镜检查时发现胃肠黏膜有异常情况, 如黏膜粗糙、受碰撞后易出血、溃疡、息肉、结节、串珠状或丘疹隆起, 一般均需作活检。此外, ERCP 发现管道不规则狭窄也需要做活组织或细胞学检查。内镜直视下作活检是内镜检查的一项突出优点, 为内镜形态诊断提供了病理依据, 对于鉴别良恶性病变起到决定性作用

活检钳、止血夹、细胞刷等

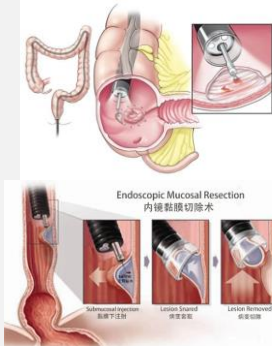
内镜下异物取出术



消化道异物指各种原因造成的非自身所固有的物体滞留于消化道内。小而光滑的异物对机体影响不大, 可自行排出; 较大且锐利的异物会对消化道黏膜造成伤害, 严重者可致消化道溃疡、出血甚至穿孔。在内镜检查和治疗开展以前, 主要依靠外科手术剖胸或剖腹取异物。随着内镜器械和技术的发展, 内镜下异物取出术 (Endoscopic Foreign Body Removal) 以其方法简便、创伤小、并发症少、成功率高等特点逐渐成为消化道异物诊疗的主要方式。

活检钳、抓钳、圈套器、取石网篮、碎石器等

内镜下切除术 (EMR/ESD)



内镜下切除 (Endoscopic Resection) 包括内镜下黏膜切除术 (Endoscopic Mucosal Resection, EMR) 和内镜下黏膜剥离术 (Endoscopic Submucosal Dissection, ESD)。EMR 是在内镜下将扁平隆起性病变和广基无蒂息肉等与其固有层分离, 使其成为假蒂息肉, 然后利用圈套器或切开刀进行切除的技术。EMR 对操作要求相对简单, 但可切除病灶一般小于 2 厘米, 对于超过 2 厘米的病灶需分块切除, 但切除后的组织边缘处理不完整, ESD 是经 EMR 发展而来, 在内镜直视下逐渐分离黏膜层与固有肌层之间的组织, 最后利用切开刀将病变黏膜完整切除的技术。ESD 对操作者的技术要求较高, 可以完整地切除大于 2 厘米的病灶, 目前已成为治疗胃肠道早期癌症及癌前病变的有效手段。

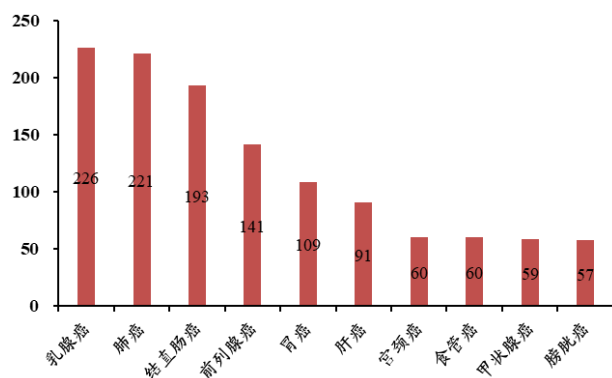
内镜用送气装置、高频电发生器、圈套器、黏膜切开刀、止血夹等

资料来源: 安杰思招股书, 浙商证券研究所

2.2 消化道癌症高发, 消化内镜治疗需求巨大

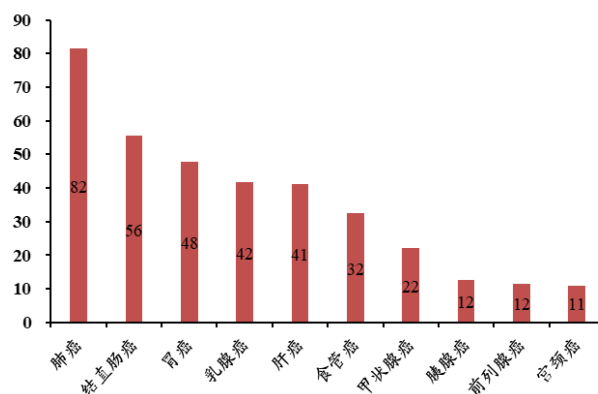
消化道癌症发病情况严峻, 患病人群基数庞大, 消化内镜治疗需求高。据世界卫生组织国际癌症研究机构 (IARC) 发布的全球最新癌症负担数据显示, 2020 年全球新发癌症病例 1929 万例, 其中结直肠癌 193 万, 胃癌 109 万, 食管癌 60 万人。而我国新发癌症病例 457 万例, 位列全球第一, 其中结直肠 56 万, 胃癌 48 万, 食管癌 32 万。不论我国还是国外, 消化道癌症的发病形式都较为严峻。对于消化道癌症患者来说, 尽早的发现和早期的治疗至关重要。消化内镜检查是目前公认对消化道癌症最有效的检查方法。对于内镜检查出的消化道早期癌症, 以 ESD/EMR 手术为代表的内镜下治疗手术具有与传统外科手术相当的疗效。另外, 随着 EUS 技术的发展与普及, 在 EUS 引导下的胆管和胰腺囊肿引流已发展成为 ERCP 的重要补充手段。因此, 作为消化道癌症高发的国家, 我国有着巨大的消化内镜治疗需求。

图22: 2020 年全球发病率前十的癌症及人数 (万人)



资料来源: IARC, 浙商证券研究所

图23: 2020 年我国发病率前十的癌症及人数 (万人)

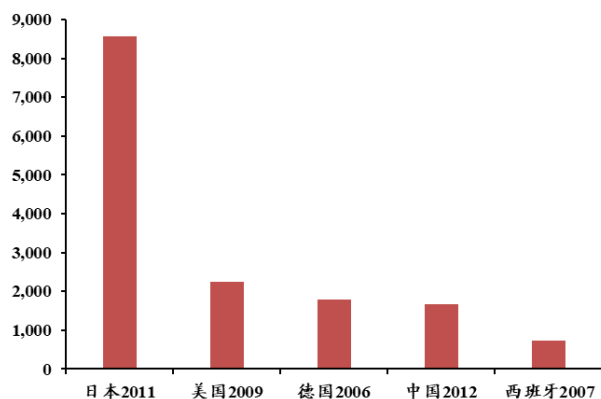


资料来源: IARC, 浙商证券研究所

我国内镜诊疗开展率低, 早诊早治和医疗保健消费提升使其具有广阔发展潜力。

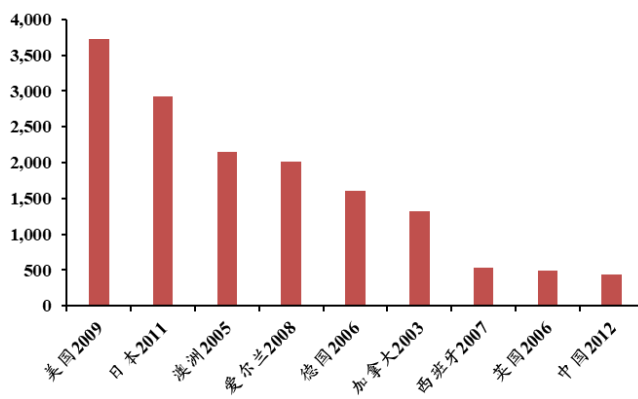
- ① **内镜普及率低, 市场空间巨大:** 2012 年我国 10 万人胃镜检查开展率为 1,663.51 例, 而美国在 2009 年就已达到 2,234.82 例; 2012 年中国每 10 万人肠镜检查开展率为 435.98 例, 而美国 2009 年的数据为 3,724.70 例, 差距十分巨大。在 ERCP 方面, 2012 年我国每 10 万人 ERCP 开展率仅为 14.62 例, 开展率最高的奥地利在 2006 年就已达到 181.40 例, 2009 年美国开展率为 74.82 例, ERCP 普及率较低。与发达国家相比, 我国人口基数庞大, 内镜诊疗普及率仍处于较低水平, 未来具有较大的发展空间。

图24: 我国与部分发达国家胃镜开展率比较 (1/10 万)



资料来源: 《中国消化内镜技术发展现状》, 浙商证券研究所

图25: 我国与部分发达国家肠镜开展率比较 (1/10 万)



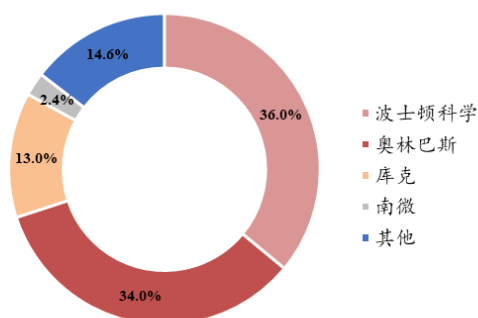
资料来源: 《中国消化内镜技术发展现状》, 浙商证券研究所

- ② **早诊早治促进内镜诊疗渗透率的提升:** 从每年世界卫生组织国际癌症研究机构 (IARC) 发布的全球最新癌症负担数据来看, 我国对于早癌诊治普及度与发达国家仍存在较大差距。中共中央、国务院印发的《“健康中国 2030”规划纲要》提到了对重大疾病的防治, 要求强化慢性病筛查和早期发现, 针对高发地区重点癌症开展早诊早治工作, 推动癌症等慢性病的机会性筛查。逐步将符合条件的癌症等重大慢性病早诊早治适宜技术纳入诊疗常规。随着早诊早治政策的扶持与推进, 内镜诊疗渗透率有望得到较快的提升。
- ③ **医保覆盖广, 医疗保健消费能力提升:** 根据国家统计局统计, 2020 年我国参加基本医疗保险人数达到 136,100 万人, 参保率稳定在 95% 以上, 基本实现人员全覆盖。以北京为例, 其中职工医保、城乡居民住院费用报销水平提高到 75% 以上, 最高可

达 99.1%。此外,2021 年全国居民人均医疗保健支出 2115 元,比 2012 年增长 152.3%,年均增长 10.8%,快于全国居民人均消费支出年均增速 2.8 个百分点。医保覆盖率广泛,报销比重大,居民支付能力稳步提升为内镜诊疗市场容量提供增长保障。

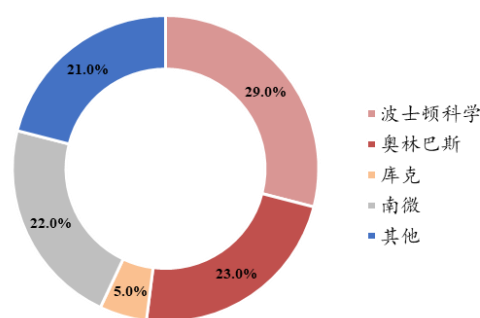
内镜诊疗器械市场规模大,国产企业市占率仍有较大提升空间。内镜手术和相关技术的不断进步,使内镜市场呈现快速增长趋势,也带动了对内镜器械耗材的需求不断提升。据波士顿科学在 2022 年 JP Morgan Healthcare Conference 的报告分析,2022 年全球内镜诊疗器械市场规模为 60 亿美元,2021-2024 年全球内镜诊疗器械市场复合增速为 6%。另据奥林巴斯在 2022 年 J.P. Morgan Healthcare Conference 的报告分析,2021 年全球消化内镜设备市场约为 30-32 亿美元,增速为 4-6%;全球消化内镜耗材市场约为 26-30 亿美元,增速为 5-7%。2018 年,在全球内镜诊疗市场,波士顿科学的市场占有率为 36%、奥林巴斯为 34%、库克为 13%,其余企业合计仅为 17%,国产企业凭借价格优势,其在全球市占率仍有较大提升空间。

图26: 2018 年全球内镜诊疗器械市场竞争格局



资料来源: 产业信息网, 浙商证券研究所

图27: 2018 年我国内镜诊疗器械市场竞争格局



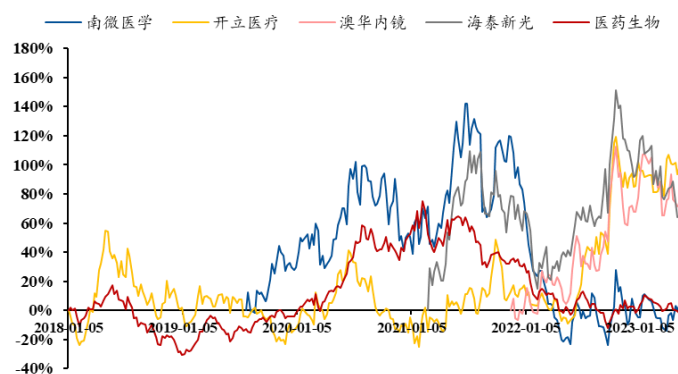
资料来源: 产业信息网, 浙商证券研究所

带量采购、按病种付费（DRGs）的推行，为国产企业带来巨大发展红利。国家鼓励高性能医疗器械的发展和进口替代,减轻人口老龄化所带来的医保支付压力及患者经济负担。特别是带量采购、按病种付费（DRGs）等医保控费政策的持续推进,我国医疗器械市场涌现出了一大批优秀的国产医疗器械制造商,在部分领域已具备和进口品牌同台竞争甚至超越进口品牌的能力。同时国产医疗器械相对于进口品牌更具有价格优势,可以减轻患者的经济负担,降低医疗成本。因此近几年在我国医疗器械行业市场规模迅猛发展的同时,我国医疗器械进口的增长速度逐步放缓,进口替代趋势明显。

3 内镜相关公司股价及估值复盘

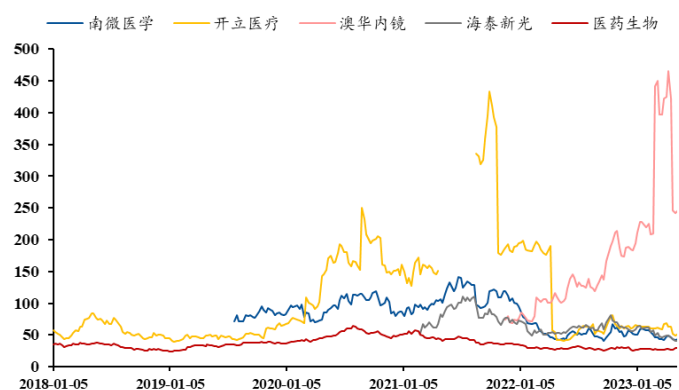
2020 年以来,尽管受到新冠疫情扰动等因素影响,内镜相关领域企业包括开立医疗、澳华内镜、海泰新光等,在创新产品上市并驱动国产替代加速下,营收增速同比进入加速阶段,股价超额收益率表现较为亮眼,2022 年 9 月末,贴息贷款政策驱动内镜板块股价进一步拉升,超额收益率均值相对医药生物最高达到 71.1%,截止到 2023 年 5 月 17 日超额收益率仍有 39.4%。而作为内镜耗材领域龙头的南微医学,因为疫情导致门诊手术量下滑,对内镜耗材使用的影响较大,业绩及股价表现欠佳。我们认为,2020 年以来国产内镜设备装机明显提速,内镜手术渗透率有望快速提升,此外,随着 2023 年疫情消退带来门诊手术快速恢复,内镜耗材等相关企业业绩有望迎来较快反弹。

图28： 2018年以来内镜相关公司超额收益率情况



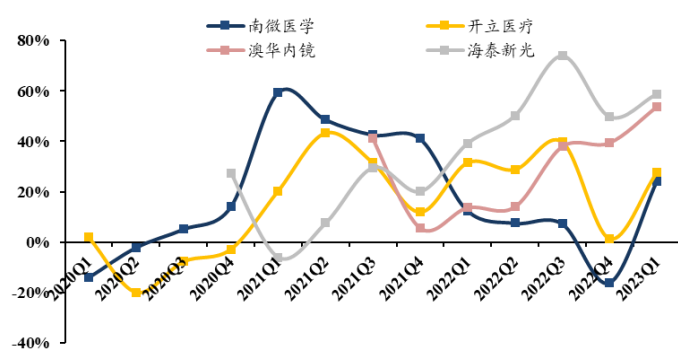
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图29： 2018年以来内镜相关公司估值变化情况（PE/TTM）



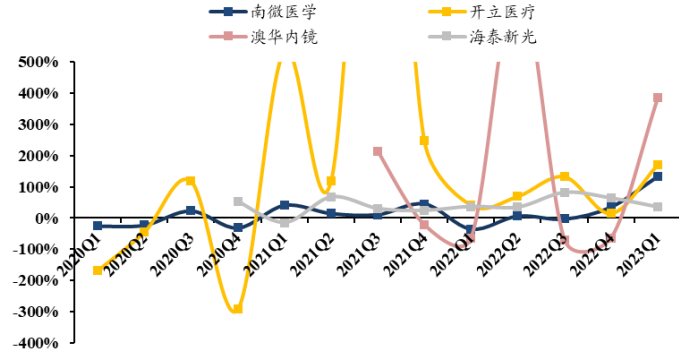
资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：已剔除负值

图30： 2020年以来内镜相关公司收入增速同比变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图31： 2020年以来内镜相关公司归母净利润增速同比变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表4： 内镜相关公司盈利预测与估值（截止到 2023 年 5 月 17 日）

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				P/E (倍)				PEG (2023E)
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
300633.SZ	开立医疗	56.83	245	0.86	1.14	1.49	1.92	66	50	38	30	1.49
688212.SH	澳华内镜	68.86	92	0.16	0.67	1.09	1.63	423	103	63	42	0.33
688029.SH	南微医学	91.97	173	1.76	2.51	3.33	4.26	52	37	28	22	0.86
688677.SH	海泰新光	97.40	85	2.10	2.77	3.70	4.80	46	35	26	20	1.10
	平均值							147	56	39	28	0.95
688581.SH	安杰思			2.50								

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 风险提示

市场竞争加剧风险：境内内镜微创诊疗企业近年来发展迅速，随着医保控费力度加大，各地医疗机构的采购招标价格呈降低趋势，境内市场竞争日渐激烈。同时，越来越多的境内医疗器械生产商开始瞄准海外市场公司在境外内镜微创诊疗器械市场上除了直接面对国际巨头的竞争外，还受到境内同行的挑战。如果公司未来在境内外市场中未能及时分析竞争状况的变化、制定有效的应对策略，将面临市场竞争力减弱或市场份额降低的风险。

行业政策变动风险：医疗器械行业为国家重点监管行业，受医疗卫生政策的影响较大。近年来，新的医疗体制改革针对医药管理体制、运行机制和医疗保障体制等方面提出了相应的改革措施。此外，随着老龄化的加速、医保普及率的提高，医保资金压力越来越大，医保控费成为大势所趋，“两票制”、带量采购等改革措施均是医保控费政策的体现。此外，公司外销业务销售占比较高，境外行业政策变动也会对公司经营造成影响。

贸易摩擦及汇率波动风险：欧盟成员国和北美为公司目前主要外销市场，当前国际贸易摩擦将面临愈演愈烈的风险，可能对公司出口业务和经营业绩造成不利影响；另外，公司外销业务主要采用美元作为结算货币，人民币汇率将直接影响产品价格并影响汇兑损益。未来人民币汇率若出现大幅不利波动，而公司又未能采取有效应对措施，可能会对公司的经营业绩产生不利影响。

地缘政治冲突风险：欧洲为公司最大外销市场，如果东欧发生的地缘政治冲突事件仍在持续，将会对公司欧洲业务构成一定影响。首先，部分东欧客户运输方式由中欧班列改为海运，虽然运输成本相近，但运输周期延长。其次，地缘政治冲突会打击欧洲经济，可能会影响终端客户需求，进而对公司经营业绩带来不利影响。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>