

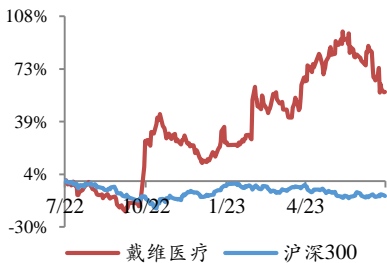
国产电动吻合器龙头，集采催化业绩释放

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-07-19

收盘价（元） 17.98
近 12 个月最高/最低（元） 22.45/9.09
总股本（百万股） 288
流通股本（百万股） 189
流通股比例（%） 65.75
总市值（亿元） 52
流通市值（亿元） 34

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】医疗器械专题之吻合器：稳中求进，微创时代铸就百亿吻合器市场 2022-11-04

主要观点：

● 我国百亿电动吻合器市场持续高增长，2023-2028E CAGR 21%

吻合器在微创外科手术的使用十分普遍，电动吻合器相比手动吻合器具备更好的安全性、稳定性和便捷性，腔镜下使用吻合器从手动向电动迭代是临床治疗大趋势。根据弗若斯特沙利文预测，电动腔镜吻合器市场规模 2023-2028 CAGR 约 21%，2028 年市场规模 105 亿元。

● 电动腔镜吻合器市场国产化率约 22%，集采加速国产替代进程

根据弗若斯特沙利文数据，我国电动腔镜吻合器市场仍属于进口产品主导的竞争格局，强生等外资产品市占率高达 70% 以上，国产化率仅 22%，仍有较大替代空间。福建联盟集采规则对于国产厂商降幅较为温和，有利于国产电动吻合器厂商拿下更多市场份额，加速国产替代进程。

● 公司卡位两大板块龙头，集采对价格影响甚微，有望带来确定性放量

1) 公司是国产电动吻合器龙头，收入即将超过保育业务成为主体。子公司维尔凯迪长年深耕电动吻合器领域，2018 年获批国内首张电动吻合器注册证以来，持续更新迭代技术路线，目前已拿到 4 张电动吻合器注册证（包括 1 张三类证、3 张二类证）。公司产品中标福建联盟集采后，降幅在可控范围内，降价对核心产品影响忽略不计。我们预计公司在集采落地后迎来销售业绩催化，随着强生等外资厂商集采受损，公司有望在未来 3-5 年持续抢占更多市场份额，市占率达到 15% 以上，同时加速拓展海外业务。2) 母公司婴儿保育业务稳健增长，市占率长年保持 50% 以上，订单稳定，确定性强。

● 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营业总收入分别实现 7.92 亿元、10.77 亿元、14.08 亿元，同比增长 56.4%、36.1%、30.7%；归母净利润分别实现 1.90 亿元、2.70 亿元、3.75 亿元，同比增长 94.7%、42.1%、39.0%；2023-2025 年对应 EPS 分别是 0.66 元、0.94 元、1.30 元，对应的 PE 倍数分别是 27.25、19.18、13.79 倍。考虑到公司核心产品集采受益，作为国产电动吻合器龙头，集中度有望进一步提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

产品商业化不及预期风险、竞争加剧风险、政策风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	506	792	1077	1408
收入同比 (%)	6.7%	56.4%	36.1%	30.7%
归属母公司净利润	98	190	270	375
净利润同比 (%)	21.7%	94.7%	42.1%	39.0%
毛利率 (%)	58.6%	62.3%	63.0%	63.3%
ROE (%)	9.2%	15.8%	18.3%	20.3%

每股收益 (元)	0.34	0.66	0.94	1.30
P/E	38.18	27.25	19.18	13.79
P/B	3.53	4.30	3.52	2.80
EV/EBITDA	27.88	20.45	13.80	9.20

资料来源: ifind, 华安证券研究所

正文目录

1 扎根婴儿保育板块，打造电动吻合器先锋	5
1.1 公司概况：股权架构清晰，内部治理规范	5
1.2 财务数据：核心研发优势发力，吻合器业务稳步提升	7
2 国产腔镜吻合器优势凸显，未来前景可期	9
2.1 微创手术市场广阔，铸就百亿吻合器市场	9
2.2 电动吻合器增长迅猛，公司产品为国内首家获批	12
2.3 打破外资垄断局面，集采加速国产替代	13
3 稳居婴儿保育龙头，加速产品全球布局	16
3.1 维持多元系列产品线，持续推进产品迭代	16
3.2 保育业务稳健增长，维持全国龙头地位	17
4 公司盈利预测与投资建议	19
4.1 公司业绩拆分与估值	19
4.2 投资建议	21
风险提示：	21
财务报表与盈利预测	22

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	5
图表 2 公司股权结构 (截至 2023 年 3 月 31 日)	5
图表 3 公司核心管理层.....	6
图表 4 2018-2023Q1 公司营业总收入及增速 (亿元)	7
图表 5 2018-2023Q1 公司归母净利润变化 (亿元)	7
图表 6 公司毛利率变化 (%)	7
图表 7 公司各个业务收入占比例 (%)	8
图表 8 公司各个业务板块毛利率 (%)	8
图表 9 公司四大费率变化 (%)	8
图表 10 微创外科手术与传统外科手术对比	9
图表 11 胸腔镜/腹腔镜下需要使用吻合器开展的微创外科手术 (不完全统计)	9
图表 12 2017-2024 年全球吻合器市场规模 (亿美元)	10
图表 13 2017-2024 年中国吻合器市场规模 (亿元)	10
图表 14 腔镜系列吻合器产品矩阵	10
图表 15 开放系列吻合器产品矩阵	11
图表 16 2017-2030 年中国吻合器细分市场规模及预测 (亿元)	12
图表 17 公司腔镜用电动吻合器产品图示	13
图表 18 2020-2022 年中国吻合器国产化率.....	13
图表 19 2022 年中国电动吻合器竞争格局	13
图表 20 集采将加快国产电动吻合器厂商国产替代	14
图表 21 公司电动吻合器注册证	14
图表 22 中国主要电动吻合器上市产品及其获批时间	15
图表 23 婴儿保育设备主要产品及用途	16
图表 24 婴儿保育设备的演进	17
图表 25 公司婴儿保育业务收入结构 (万元)	17
图表 26 婴儿保育系列产品毛利率拆分	17
图表 27 2015-2019 年中国婴儿培养箱行业市场规模 (亿元)	18
图表 28 公司吻合器业务收入预测	19
图表 29 收入与盈利预测	20
图表 30 可比公司估值	21

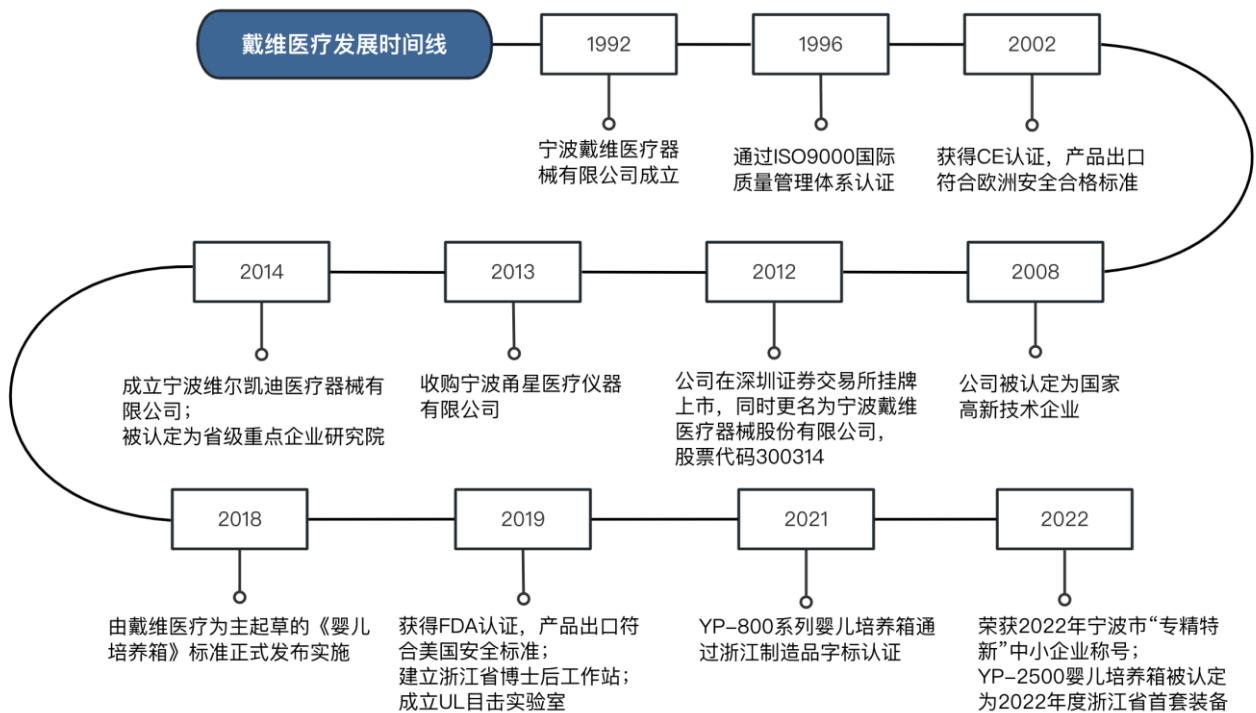
1 扎根婴儿保育板块，打造电动吻合器先锋

1.1 公司概况：股权架构清晰，内部治理规范

公司发展历程

公司深耕于婴儿保育设备行业和吻合器行业，是国内医疗器械行业婴儿保育设备细分领域率先成功登陆深交所创业板的上市公司。戴维医疗成立于1992年，主要生产婴儿培养箱、运输用培养箱、婴儿辐射保暖台、新生儿黄疸治疗系列设备等医疗器械。2014年公司向吻合器业务发展，在2018年推出第三代吻合器，是国内首家具有生产和市场能力的国产厂商。经过多年的发展，公司形成了以婴儿保育设备业务及吻合器业务协同发展的两大业务格局。

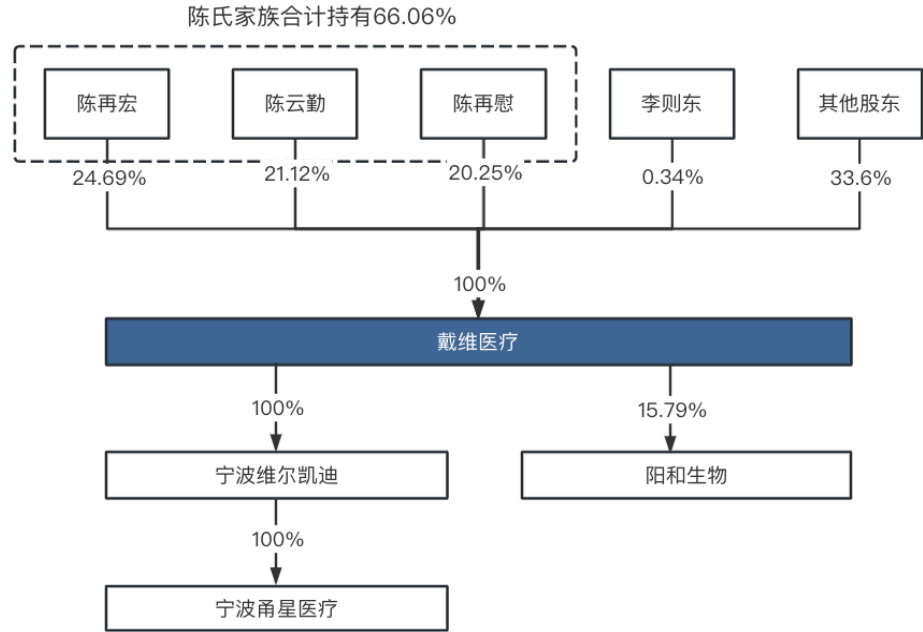
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司招股书，华安证券研究所

公司股权结构较为集中。陈再宏、陈云勤和陈再慰三人共同为公司的实际控制人和公司的控股股东，股权较为集中。陈再宏一直以来从事婴幼儿培养箱、辐射保温台的开发，是公司的技术领头人，目前直接持有公司24.69%的股份；陈云勤和陈再慰分别持有21.12%和20.25%的股份。

图表 2 公司股权结构（截至2023年3月31日）



资料来源：公司年报，ifind，华安证券研究所

管理层具备丰富的产业经验。公司实控人和管理层具备丰富的医疗产业从业经验。董事长兼总经理陈再宏先生技术出身，具有丰富的医疗器械行业经验，担任浙江省医疗器械行业协会副会长、宁波市医疗器械行业协会副会长、中国医学装备协会理事、中国医疗器械行业协会常务理事、中国生物医学工程学会理事；公司副董事长陈云勤、陈再慰先生均具备医疗行业相关管理经验，其余管理层具有丰富的产业背景。

图表 3 公司核心管理层

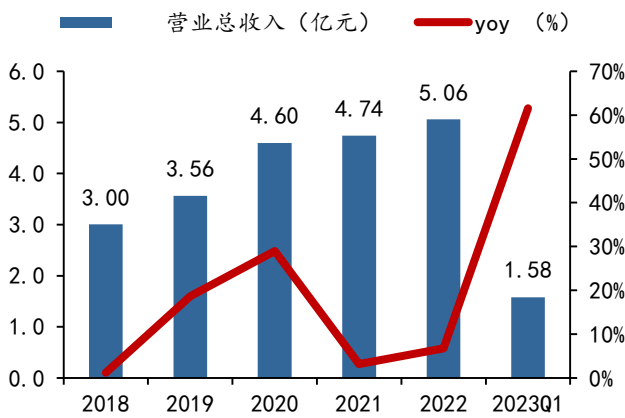
姓名	职位	从业背景
陈再宏	董事长兼总经理	本科学历，中共党员，高级工程师，高级经济师。浙江省医疗器械行业协会副会长、宁波市医疗器械行业协会副会长、中国民主促进会宁波委员会会员、中国医学装备协会理事、中国医疗器械行业协会常务理事、中国生物医学工程学会理事、宁波市工商业联合会常委、象山县工商业联合会副主席。曾任戴维有限总经理、维尔凯迪执行董事兼总经理，现任公司董事长兼总经理、维尔凯迪执行董事。
陈再慰	副董事长	本科学历，中共党员。现任公司副董事长、董事、宁波戴维机电科技发展有限公司董事长、宁波戴维钻石酒店有限公司执行董事兼总经理、象山象牌动力制造有限公司执行董事兼总经理、宁波戴维进出口有限公司监事、宁波宏伟机电有限公司监事、象山县石浦东港冷冻厂（普通合伙）执行合伙人、象山强力钢结构制造有限公司执行董事兼总经理、宁波戴维钻石酒店管理有限公司执行董事兼总经理。
俞永伟	副总经理	本科学历，中共党员，工程师。曾任戴维有限技术开发部经理、副总工程师、研发中心副主任，现任公司董事、副总经理。
林定余	副总经理	本科学历，高级工程师、全国医用电器标准化技术委员会第五届医用电子仪器分技术委员会委员、第三届浙江省医疗器械标准化技术委员会委员。曾任戴维有限质管部经理、质量总监、总经理助理，现任公司副总经理。
周文谦	副总经理	大专学历，中共党员。曾任公司销售服务部经理、销售总监，现任公司副总经理。
李则东	财务总监兼	本科学历，中共党员，经济师。曾任戴维有限财务部副经理、财务部经理、财务总监，

资料来源: ifind, 华安证券研究所

1.2 财务数据: 核心研发优势发力, 吻合器业务稳步提升

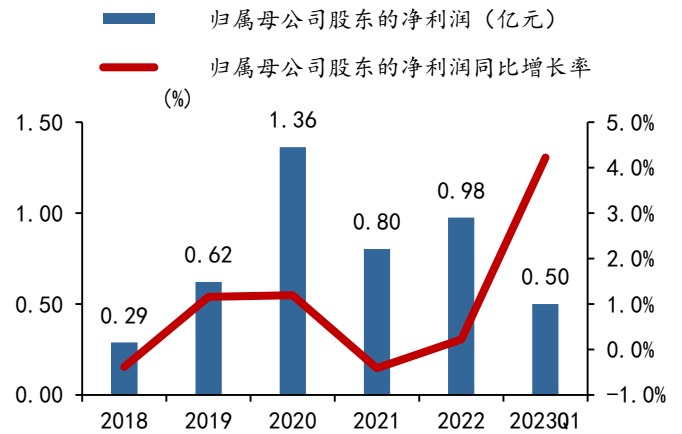
营业收入稳健增长, 毛利率趋于稳定。公司自成立以来, 一直致力于婴儿保育设备的研发、生产和销售。同时公司围绕未来发展战略规划, 立足主营业务, 拓展做强吻合器业务。公司在2018年推出国产首款电动腔镜吻合器, 吻合器业务收入快速提升, 成为公司第二增长曲线, 成长性超过婴儿保育设备。2018-2022年公司营业收入由3.00亿元增长至5.06亿元, 复合年增长率11.0%; 2018-2022年公司净利润由0.29亿元增长至0.98亿元, 复合年增长率27.6%。

图表4 2018-2023Q1 公司营业总收入及增速 (亿元)



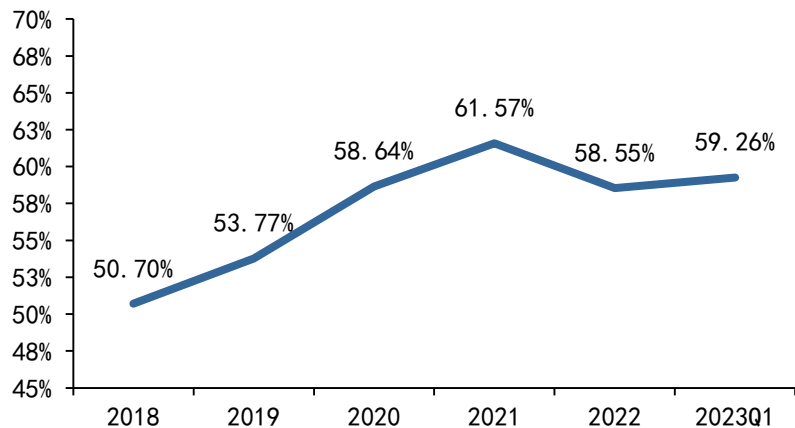
资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表5 2018-2023Q1 公司归母净利润变化 (亿元)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

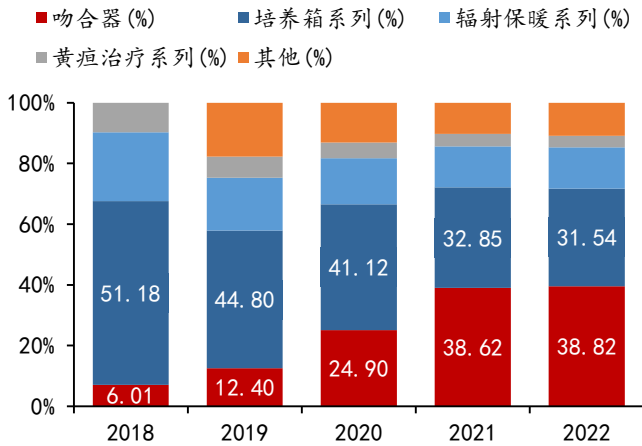
图表6 公司毛利率变化 (%)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

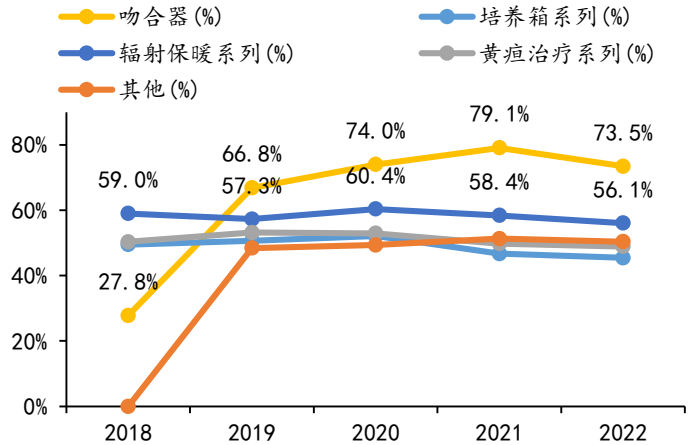
公司吻合器业务营业收入占比逐年提升。按照业务模式分类，公司的营业收入主要来自于婴儿保育设备和吻合器两大业务，主要产品为婴儿培养箱，婴儿辐射保暖台，新生儿黄疸治疗设备和吻合器，培养箱系列产品占据收入主导地位。2014年公司拓展吻合器业务，吻合器收入占比逐年提升，逐步超过传统业务体量。2022年培养箱系列业务营收1.59亿元，占总营收31.54%；吻合器业务营收1.96亿元，占总营收38.82%。从毛利率角度看，吻合器业务毛利逐年趋于稳定，2018-2022年毛利率分别为27.8%、66.8%、74.0%、79.1%、73.5%。

图表7 公司各个业务收入占比 (%)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

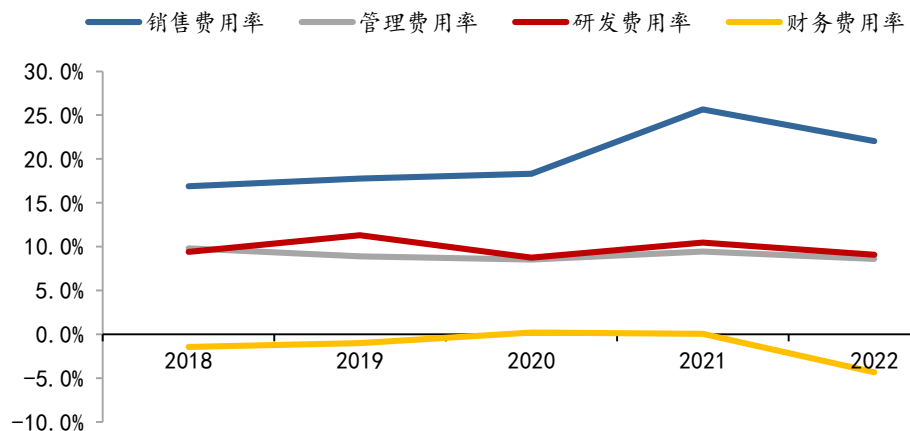
图表8 公司各个业务板块毛利率 (%)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

公司费用率整体稳定，研发费用提升。公司坚持“创新领先、保质求量”的经营理念，坚持产品创新、技术创新和自主研发，持续投入大量研发费用，打造出一支高水平的自主研发团队，不断赶超世界先进水平。公司产品均具有自主知识产权，已通过ISO9001国际质量管理体系认证、ISO14000环境管理体系认证、ISO 13485医疗器械质量管理体系认证，并已通过CMDC、CE、FDA等认证。

图表9 公司四大费率变化 (%)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

2 国产腔镜吻合器优势凸显，未来前景可期

2.1 微创手术市场广阔，铸就百亿吻合器市场

微创手术是未来手术方法发展的主要趋势。与传统的开放手术相比，微创外科手术明显具有优越性。微创手术的特点包括手术创伤小，疼痛程度低，术后恢复快，出血量少，以及腹部切口瘢痕美观等优点。目前越来越多的开放手术已被微创手术所取代，这一趋势预计将会持续下去。

图表 10 微创外科手术与传统外科手术对比

	传统外科手术	微创手术
创口大小	通常大于 10cm，疤痕呈长线状，影响美观	0.5~3cm，微小切口
疼痛程度	术后切口部位常伴有疼痛、酸胀、麻木感	疼痛感小，手术采取静脉麻醉，患者在睡眠的状态下完成手术
恢复情况	手术切口大，且会造成切口附近肌肉、血管和相应神经的损伤，可能伴随某些组织感染并发症，病人康复速度慢	减少对器官的损伤和对器官功能的干扰，术后康复时间缩短
住院时间	7~15 天	3~5 天
出血量	手术过程中流血少，手术视野比较清楚，血管处理更精细，有助于减少出血量	分离组织广泛，出血量比较大

资料来源：姚礼庆等《内镜在外科应用的新进展》，华安证券研究所

吻合器工作原理简单，优势明显。吻合器的主要工作原理是通过向组织内注入交错排列的钛钉来吻合或断开组织，每颗钛钉在缝合点处呈现出特定的形状。当前，吻合器在临床上的使用具有诸多优势：缝合速度快，操作简便，对组织无排斥反应，缝合效果佳，且能提高组织对钛钉的适应性，副作用少。这些优点使得吻合器能够有效地减轻患者的痛苦，提高医生的工作效率以及手术成功率。

吻合器广泛应用于微创外科手术。吻合器是用于替代传统的手工缝合技术的医疗设备。开放手术是吻合器最初广泛应用的领域，产品种类繁多，包括线性吻合器、线性切割吻合器、管型吻合器以及荷包吻合器等。这些开放式吻合器的设计和外形已被沿用并进行了多次迭代优化。然而，随着微创手术在全球范围内的逐步普及，腔镜吻合器的使用也愈发频繁。相较于开放手术吻合器的多样化，腔镜吻合器的外形相对统一，但是它们依然展现出强大的功能性和应用广度。目前国内腔镜吻合器已经成为微创外科手术中最常使用的吻合器种类。

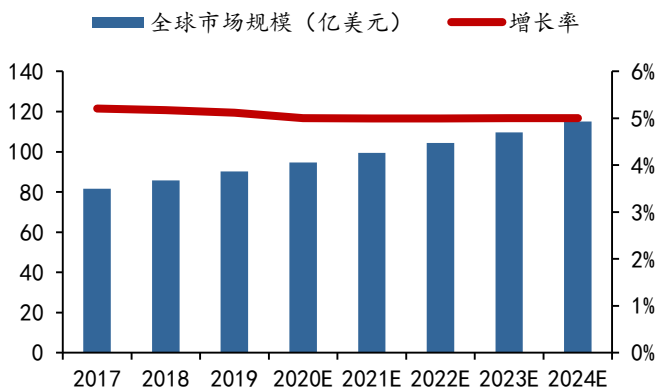
图表 11 胸腔镜/腹腔镜下需要使用吻合器开展的微创外科手术式（不完全统计）

领域	术式
胸外科	胸腔镜下肺楔形切除术, 胸腔镜下肺大疱切除术, 胸腔镜下肺叶切除术, 胸腔镜肺叶节段切除术, 胸腔镜下全肺切除术, 胸腔镜下纵隔病损切除术, 胸腔镜食管部分切除术
胃肠外科	腹腔镜下胃切除术, 腹腔镜下胃大部切除伴食管-胃吻合术, 腹腔镜胃大部切除伴胃十二指肠吻合术, 腹腔镜垂直(袖状)胃切除术, 腹腔镜下结肠部分切除术, 腹腔镜右半结肠切除术, 腹腔镜横结肠切除术, 腹腔镜左半结肠切除术, 腹腔镜乙状结肠切除术, 腹腔镜直肠切除术, 腹腔镜低位直肠前切除术
肝胆胰脾外科	腹腔镜下肝段切除术, 腹腔镜下肝楔形切除术, 腹腔镜下胰十二指肠切除术, 腹腔镜下胰尾切除术
泌尿外科	腹腔镜下肾部分切除术, 腹腔镜下膀胱根治切除术, 腹腔镜下前列腺根治性切除术

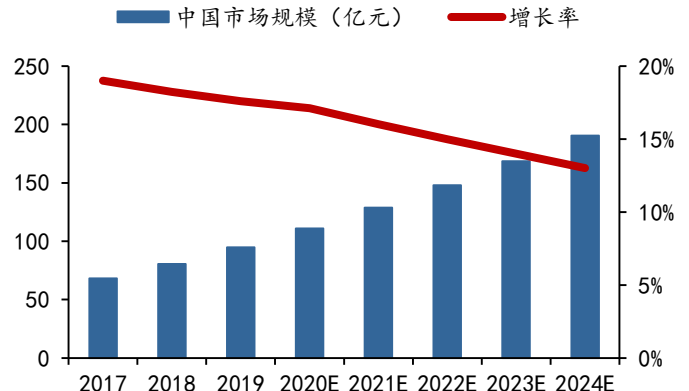
资料来源:《二级公立医院绩效考核三级手术目录(2020版)》,《三级公立医院绩效考核四级手术目录(2019版)》,华安证券研究所

我国吻合器市场规模具有百亿元市场。根据弗若斯特沙利文数据,全球吻合器市场的规模从2017年的81.6亿美元增加到2019年的90.2亿美元,复合年增速约为5%;预计到2024年,全球吻合器市场规模有望突破115.1亿美元。国内吻合器增速超过海外,随着微创手术治疗的不断普及,吻合器的需求持续增长。预计到2024年,我国吻合器市场规模有望超过190.6亿元,2020-2024E CAGR约14.5%。

图表 12 2017-2024 年全球吻合器市场规模 (亿美元)



图表 13 2017-2024 年中国吻合器市场规模 (亿元)



资料来源:弗若斯特沙利文,华安证券研究所

资料来源:弗若斯特沙利文,华安证券研究所

公司拥有全面的吻合器产品矩阵。目前,公司的主要产品包括开放吻合器和腔镜吻合器系列,这两个系列都有众多优质产品。开放吻合器系列的产品主要应用于传统的开放手术中,特别是在需要精确、可靠吻合的情况下。这些吻合器的设计考虑了手术者的舒适度,同时也最大限度地减小了患者的恢复时间。腔镜吻合器系列的产品专门为腔镜手术设计。通过使用腔镜吻合器系列的产品,手术者可以在小切口内完成复杂的吻合任务。这不仅减少了手术对患者体内的创伤,同时也减轻了医生的操作强度。

图表 14 腔镜系列吻合器产品矩阵

设备类型	产品名称	产品外观	适用范围
------	------	------	------

	一次性腔镜用直线型电动转弯切割吻合器		适用于开放或微创手术下消化道、肝脏、胆囊、胰脏、脾脏、肾脏和肺组织的离断、切除和/或建立吻合。
	一次性使用电动腔镜直线型切割吻合器		产品在医疗机构中使用, 适用于胃、肠组织的离断、切除和吻合, 也可用于肺、肝脏、胆囊、胰腺、脾脏、肾脏的离断和切除, 以及肺、肝脏、脾脏和肾脏相关血管的离断。
	一次性腔镜用电动切割吻合器		适用于腔镜下消化道重建及脏器切除手术中的残端或切口的闭合。
腹腔镜系列吻合器	一次性电动腔镜用直线型切割吻合器		适用于腔镜下消化道重建及脏器切除手术中残端或切口的闭合。
	一次性使用腔镜切割吻合器及组件		产品用于腔镜下消化道重建及脏器切除手术中的残端或切口的闭合。
	一次性使用腔镜用直线型切割吻合器		与本公司一次性使用腔镜用直线型切割吻合器组件配合使用, 用于开放或者微创的普通外科、妇产科、泌尿外科、胸外科及儿科手术的组织离断、切除和/或建立吻合。
	一次性使用腔镜用直线型切割吻合器组件		与本公司吻合器配合使用, 用手开放或者微创的普通外科、妇产科、泌尿外科、胸外科及儿科手术的组织离断、切除和/或建立吻合。

资料来源: 维尔凯迪官网, 华安证券研究所

图表 15 开放系列吻合器产品矩阵

设备类型	产品名称	产品外观	适用范围
开放系列吻合器	一次性使用管型吻合器		食管、胃肠肿瘤消化道重建, 直肠低位前切除术结肠和直肠残端吻合, 多用于结直肠肿瘤切除术。
	一次性使用肛肠吻合器		人体肛管内直肠黏膜脱垂或痔黏膜组织环状钉合修复, 痔疮手术专用。

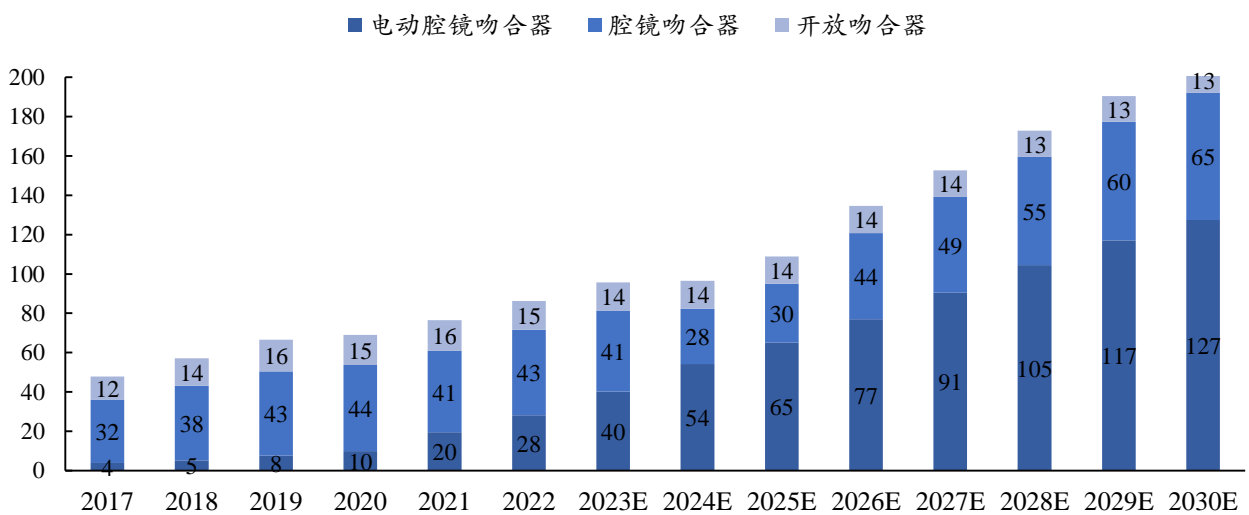
<p>一次性使用直线型切割吻合器</p>		<p>开放手术下肿瘤或病变组织的离断、消化道重建涉及的离断与闭合，多用于空肠、结肠部位。</p>
<p>一次性使用直线型吻合器</p>		<p>开放手术下肿瘤或病变组织的闭合、消化道重建及残端或切口的闭合，多用于直肠近肛门端。</p>
<p>一次性使用弧型切割吻合器</p>		<p>开放手术下肿瘤或病变组织的闭合、消化道重建及残端或切口的闭合，对吻合口成型有一定要求。</p>

资料来源：维尔凯迪官网，华安证券研究所

2.2 电动吻合器增长迅猛，公司产品为国内首家获批

随着微创手术量的不断增加，腔镜吻合器的需求量也随之增长，更具安全性、稳定性、操作更方便的电动吻合器（尤其是腔镜电动吻合器），成为了未来腔镜吻合器市场的主流趋势。根据弗若斯特沙利文预测，中国电动腔镜吻合器的市场规模逐年提升，有望从2020年的10亿元增长至2025年的65亿元，2020-2025E年复合增长率45.4%；电动腔镜吻合器的市场占比逐年提升，有望从2020年的14.5%增长至2025年的59.6%。

图表 16 2017-2030 年中国吻合器细分市场规模及预测 (亿元)



资料来源：风和医疗招股书，华安证券研究所

公司自研电动吻合器为国产首个获批，电动吻合器品类是公司核心产品。子公司维尔凯迪在2018年推出国内首款一次性腔镜用电动切割吻合器（二类证），有效突破国际医疗器械巨头在该领域的垄断地位。维尔凯迪随后在2022年推出了全球首款智能

全自动转弯吻合器 (三类证), 拓展了电动吻合器系列产品在心胸外科的适用性, 进一步提升了公司的核心竞争力。2022年, 公司电动腔镜吻合器系列营业收入为 1.51 亿元, 占吻合器业务总收入的 77%。

公司电动吻合器性能优越, 极大提升手术安全性和便捷性。维尔凯迪在 2022 年推出的一次性腔镜用直线型电动转弯切割吻合器斩获 17 项实用新型和 8 项发明专利, 产品体现了极大的安全性和便捷性优势。

在安全性方面: 1) 三重保险。电动紧急回刀、手动紧急回刀、转角复位三重保险保驾护航。2) 抓持力增强鹰嘴形钉仓。规则凸起设计增强夹闭力防止组织外溢。3) 阶梯成钉设计。阶梯成钉保证吻合口止血和供血的完美平衡。

在便捷性方面: 1) 全电动 60° 无极转角。操控角度在 ±60° 的任意角度停止, 满足不同手术场景。2) 智能电量显示。智能电量显示和检测功能, 实时掌握电量状态。3) 单手操作。可单手实现角度调整和击发, 满足复杂手术场景。

图表 17 公司腔镜用电动吻合器产品图示



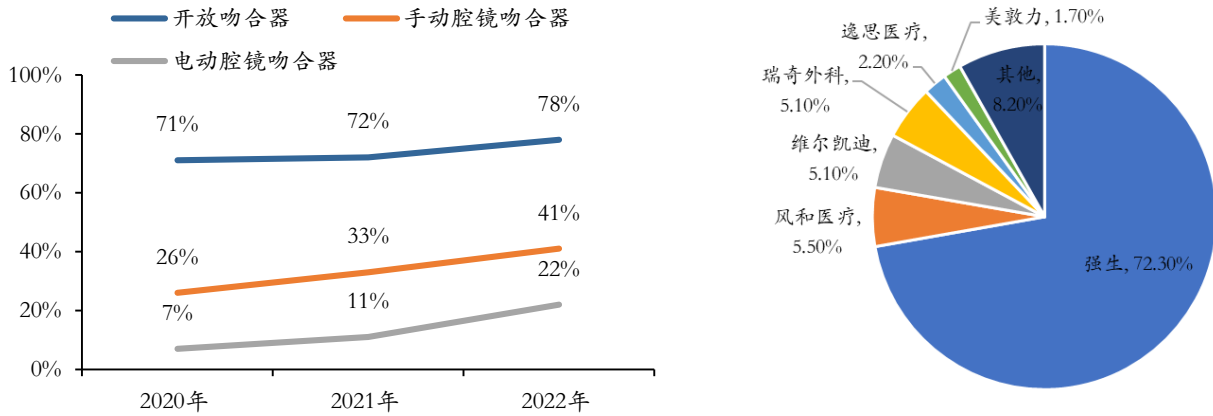
资料来源: 维尔凯迪官网, 华安证券研究所

2.3 打破外资垄断局面, 集采加速国产替代

吻合器赛道相对成熟, 电动吻合器领域仍存在机遇。根据弗若斯特沙利文的分析, 截至 2022 年, 国产开放式吻合器市占率高达 78%, 表明国产替代已基本完成; 国产手动腔镜吻合器市场份额达到了 41%, 剩余国产化空间相对有限, 手动腔镜吻合器市场竞争激烈; 在电动腔镜吻合器领域, 2022 年国产腔镜吻合器的市场占有率约 22%, 呈现以强生等外资企业垄断的竞争格局, 因此, 国内电动腔镜吻合器市场还存在很大的国产替代空间。

图表 18 2020-2022 年中国吻合器国产化率

图表 19 2022 年中国电动吻合器竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

福建省际联盟集采利好国产龙头，提高行业集中度。2022年10月14日福建省医保局发布《腔镜切割吻/缝合器类医用耗材省际联盟集中带量采购公告(2号文)》，采购品种为腔镜切割吻/缝合器(含电动)，采购周期2年，涉及15个省份。本次省际联盟吻合器集采品种齐全，数量较大，区域最广，集采效果也相对明确：对国产较为温和，对外资逐渐清退。我们判断此次集采将加快国产电动吻合器抢占更多市场份额，尤其是具备一定市场基础和品牌知名度的头部国产吻合器企业，如戴维医疗(维尔凯迪)、风和医疗、瑞奇外科等。

图表 20 集采将加快国产电动吻合器厂商国产替代

核心看点	情况描述
最高有效申报价	电动吻合器枪/钉仓申报最高有效申报价设置较高，基本接近目前全国电动吻合器和钉仓市场价的上限
降价幅度	电动吻合器降幅40%-60%可获得基础量的50%-80%，目前进口厂商降幅45%左右会击穿出厂价，国产厂商降幅60%依然离出厂价有一定空间，国产厂商可确保自身报量的80%，进口厂商预计将有报量调出被国产厂商抢占
市场准入	集采可以加快国产厂商准入速度，准入一直作为吻合器市场推广和销售一大阻碍，国产厂商有望借集采之力快速提高覆盖面
剩余分配量	降幅≥60%的才有机会参与分配剩余分配量，进口厂商预计降幅无法达到60%，被调出量等组成的剩余量将会被国产厂商分割，进口厂商无法参与，国产替代再加速。

资料来源：医药器械创新网、华安证券研究所

公司持续深耕电动腔镜领域，成为国产替代优等生。子公司维尔凯迪从2014年获取《医疗器械生产企业许可证》开始，逐步布局吻合器业务领域，先后获得了ISO13485医疗器械质量体系认证、欧盟CE认证和美国FDA认证，生产普胸外科、胃肠外科、泌尿肛肠外科等多系列的一次性吻合器。公司目前有4张电动吻合器注册证，其中1张是“第三类”管理类别，适应症可拓展至更多器官、组织及相应血管的切割与离断操作。

图表 21 公司电动吻合器注册证

注册证编号	产品名称	管理类别
国械注准 20213010540	一次性使用电动腔镜直线型切割吻合器	第三类
浙械注准 20222010229	一次性腔镜用直线型电动转弯切割吻合器	第二类
浙械注准 20222010288	一次性电动腔镜用直线型切割吻合器	第二类
浙械注准 20182010148	一次性腔镜用电动切割吻合器	第二类

资料来源：NMPA，华安证券研究所

电动腔镜吻合器壁垒高，竞争格局良好。相较于手动类型，电动腔镜吻合器的市场进入壁垒更高，公司凭借其显著的先发优势，较早打破强生、美敦力等外资垄断局面，成为国产第一家以及国内第三家电动吻合器生产厂商，树立了国产电动腔镜吻合器优等生的领导地位。电动吻合器竞争格局较手动吻合器更为良好，目前我国初步具备市场规模的电动吻合器上市产品维持在20家左右，其中自研成分较高、产品力较强、技术优势明确的不到10家。我们预计公司在集采后3-5年，公司在国内的电动吻合器市占率有望增长至15%以上（出厂价口径）。

图表 22 中国主要电动吻合器上市产品及其获批时间

类型	主要厂商	主要产品	中国最早 获批时间	主要技术特点
进口	强生	Echelon Flex Powered	2013 年	<ul style="list-style-type: none"> •产品稳定性、便捷性好，不易产生并发症 •GST、3D 成钉、动态击发监测技术 •独立的组织和血管吻合器产品 •一次性使用
	美敦力	iDRIVE / Signia	2014 年	<ul style="list-style-type: none"> •产品安全性、稳定性好，不易产生并发症 •首创 Tri-Staple 三排不等高、智能适应击发 •可重复使用系统
国产	维尔凯迪	D/VD 系列	2018 年	<ul style="list-style-type: none"> •独特的成钉技术，抓持力增强 •一次性使用
	瑞奇外科	iREACH, 安志	2019 年	<ul style="list-style-type: none"> •智能交互 •一次性使用
	风和医疗	Lunar 系列/ D 系列	2020 年	<ul style="list-style-type: none"> •预压榨技术、“拉链刀”，降低并发症概率 •一次性使用
	派尔特	PEA 系列	2021 年	<ul style="list-style-type: none"> •全吻合长度兼容，智能识别、控制 •一次性使用
	逸思医疗	easyEndoPowered	2021 年	<ul style="list-style-type: none"> •智能操控，60 度大转角 •一次性使用

资料来源：风和医疗招股书，华安证券研究所

3 稳居婴儿保育龙头，加速产品全球布局

3.1 维持多元系列产品线，持续推进产品迭代

公司是国内婴儿保育设备龙头企业。主要产品涵盖婴儿培养箱、婴儿辐射保暖台、以及黄疸治疗设备三大系列，主要用于早产儿、低体重儿、病患儿等新生儿的急救、护理，属儿科、妇产科基础医疗器械。婴儿保育设备对早产儿、病患儿、新生儿健康成长，增强体质，降低婴儿疾病率，提高人民生活幸福指数具有重要意义。

图表 23 婴儿保育设备主要产品及用途

产品	图示	主要原理	适用范围
婴儿培养箱		采用计算机技术对箱内温度（箱温/肤温）实施伺服控制，根据设置温度与实测温度进行比例加热控制，内部空气采用热对流原理进行调节，制造一个空气温湿度适宜、类似母体子宫的优良环境，从而可对婴儿进行培养和护理	主要应用于早产儿、低体重儿、病危儿、新生儿恒温培养、新生儿体温复苏、输液、输氧、抢救、住院观察等
婴儿辐射保暖台		综合了临床医学、光学、机械、计算机自动控制及传感器等多门类学科的先进技术为一体，为新生儿及病婴提供一个温暖、舒适的手术及护理平台	适用于分娩后新生儿的护理、抢救和儿科手术治疗，尤其是对新生儿危重症的急救和操作更为方便
新生儿黄疸治疗设备		采取蓝光疗法，以波长 420-470nm 的蓝色荧光管、LED 等发光源照射新生儿的皮肤，可使血清及照射部位皮肤间接胆红素转化为光-氧胆红素，并经胆汁及尿液排出体外，以降低间接胆红素的含量	主要用于未满月黄疸患儿的治疗

资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司持续迭代婴儿保育产品，即将步入第四代产品。随着技术的持续演进，婴儿保育设备已经发展至第三代，甚至部分高端产品已经达到第四代的标准。第三代产品控制精度显著提高，能源消耗大幅降低，同时可靠性与抗干扰能力也有了显著提升。

第四代产品则进一步引入了 32 位嵌入式控制系统，真彩 LCD 显示屏，并提供丰富的接口功能以及多种通信方式，代表了未来婴儿保育设备行业的发展趋势。当前，国际市场上部分婴儿保育设备巨头已有产品接近第四代的技术水平，而我国大部分婴儿保育设备生产企业的产品还停留在第二代。公司的产品已经开始步入第三代水平，部分产品和正在研发的产品已达到第四代水平。

图表 24 婴儿保育设备的演进

产品	出现时间	主要功能	市场情况
第一代保育设备	20 世纪 40 年代	主要应用了模拟电路技术，采用分立式元器件和单层 PCB 板，控制精度低、能耗高，可靠性较强，没有有机玻璃罩，主要依靠灯光保温，手工旋转操作。	基本已经淘汰
第二代保育设备	20 世纪 70 年代	采用 8 位单片机控制，元器件以插入式为主，采用双层 PCB 板，控制精度有所提高，能耗相对模拟电路要低，产品可以同时控制多个参数，如温度、湿度和氧浓度等。部件、机箱冲压成形。	目前，我国多数婴儿保育设备生产企业的产品属于该阶段
第三代保育设备	20 世纪 90 年代	采用集成单片机控制和 CMOS 电路，以贴片式元器件和多层 PCB 板，提高了控制精度，降低了能耗，并提升了可靠性和抗干扰性。此外，产品集成了多种婴儿生命体征参数，如注射泵、监护仪和血氧等，机箱等部件主要采用一次成型的大型塑料模具和数控加工的金属零部件，喷涂过程半自动化。	以 GE、阿童木、德尔格为代表的婴儿保育设备行业国际巨头的产品多位于该阶段，国内包括公司等极少数企业的产品也已达到了该阶段
第四代保育设备	21 世纪	应用了 32 位嵌入式控制系统，真彩 LCD 显示屏，并能提供丰富的接口功能和多种通信方式。	以 GE、阿童木、德尔格为代表的婴儿保育设备行业国际巨头已有部分产品接近了第四代产品的技术水平

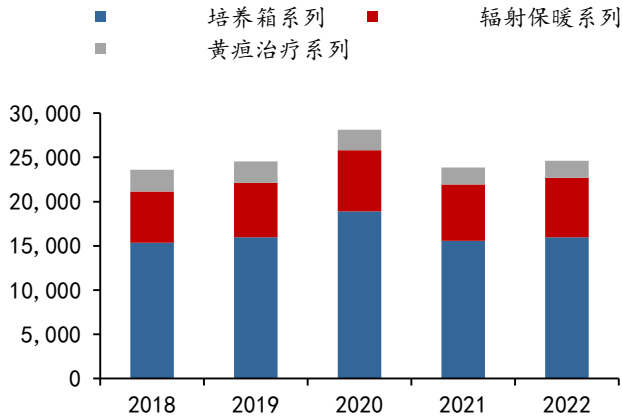
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

3.2 保育业务稳健增长，维持全国龙头地位

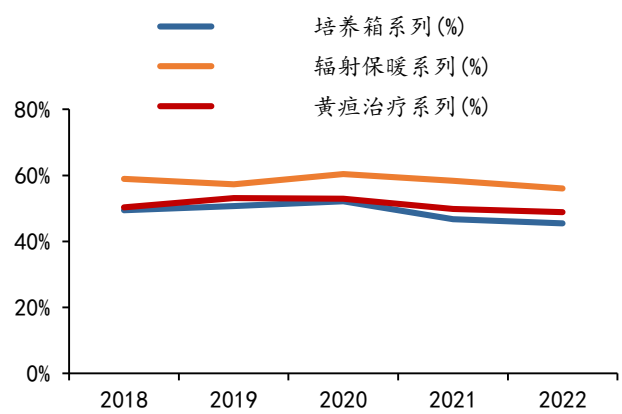
公司婴儿保育业务收入稳定增长，毛利率稳定。公司始终坚持以婴儿保育设备作为主导，同时兼顾多品类的发展，保证各类产品群的协同进步。2022 年，公司婴儿培养箱的营业收入为 1.60 亿元，占公司主营业务收入的 32.14%，比上年同期增长了 2.46%；婴儿辐射保暖台的营业收入为 0.67 万元，占主营业务收入的 13.58%，比上年同期增长了 6.11%；而新生儿黄疸治疗设备的营业收入为 0.19 亿元，占主营业务收入的 3.86%，比上年同期降低了 0.05%。

图表 25 公司婴儿保育业务收入结构 (万元)

图表 26 婴儿保育系列产品毛利率拆分



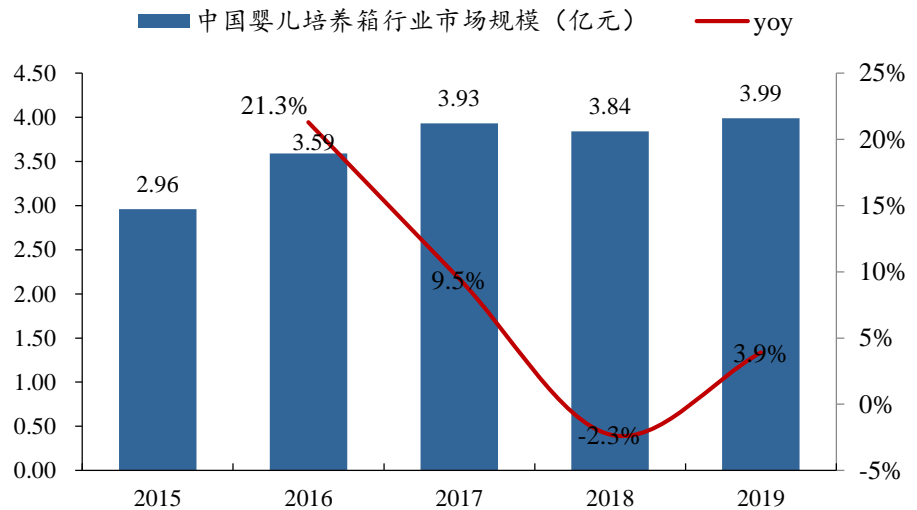
资料来源: ifind, 华安证券研究所



资料来源: ifind, 华安证券研究所

中国婴儿保育设备市场规模不到 10 亿元, 公司市占率 50% 以上。根据前瞻产业研究院数据, 我国 2019 年婴儿保育设备市场规模约 4 亿元, 2015-2019 年复合增长率 7.82%。我们合理假设 2019-2023 年复合增长率与 2018-2019 年增长率 3.9% 保持一致, 则 2023 年婴儿培养箱市场规模约 4.65 亿元, 考虑到培养箱是保育设备市场的主体, 2023 年中国婴儿保育设备市场规模约 6-8 亿元, 我们预测公司 2023 年保育业务市占率将达到 50% 以上, 继续维持龙头地位。

图表 27 2015-2019 年中国婴儿培养箱行业市场规模 (亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

4 公司盈利预测与投资建议

4.1 公司业绩拆分与估值

收入与盈利预测

(1) 吻合器业务

我们预计公司吻合器业务在 2023-2025 年呈现快速放量态势，基于以下依据：1) 我国微创外科手术市场仍存在吻合器升级迭代的需求。我国当前约 40 亿元市场规模的电动吻合器市场，是百亿吻合器市场里增速最快的子板块，根据弗若斯特沙利文数据，2028 年电动吻合器市场规模有望突破 100 亿元，2023-2028E 复合年增长率约 20%。2) 集采加速电动吻合器国产替代进程。我国开放吻合器和手动腔镜吻合器已经基本完成国产化进程，2022 年福建省际联盟集采结果更有利于国产厂商拿下更多市场份额，电动吻合器的国产替代趋势有望加速。3) 公司打破外资垄断，在电动吻合器领域保持龙头地位。公司自 2018 年拿到首张国产腔镜电动吻合器注册证以来，保持先发优势，持续深耕迭代，吻合器收入占比逐年提升，并有望在今年超过原有婴儿保育业务，成为公司营业收入主体。

吻合器业务收入预测的关键假设如下：

- 1) 2019A-2030E 中国电动腔镜吻合器市场规模参考弗若斯特沙利文数据；
- 2) 集采后公司电动吻合器及其组件出厂价不受影响；
- 3) 集采后强生等进口电动吻合器产品出厂价受到影响，市占率逐年降低；
- 4) 下半年集采政策落地，公司吻合器业务收入有一定跳跃式增长；
- 5) 公司海外吻合器业务占比逐年提升，且海外市场吻合器销售毛利率低于国内市场，因此合理预测公司 2023-2025 年吻合器业务毛利率为 75.0%、74.0%、73.0%。

根据以上假设，我们预计公司 2023-2025 年吻合器业务营业收入分别实现 4.00 亿元、6.16 亿元、8.78 亿元，同比增长 103.6%、54.0%、42.5%。

图表 28 公司吻合器业务收入预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
中国电动腔镜吻合器市场规模 (亿元)	28.2	40.2	54.2	65.1
进口市场占有率 (%)	71.0%	68.0%	60.0%	55.0%
国产市场占有率 (%)	29.0%	32.0%	40.0%	45.0%
公司市场占有率 (%)	5.8%	8.7%	10.0%	12.0%
公司电动吻合器收入预测 (百万元)	162.23	348.84	542.00	781.20
公司吻合器收入预测 (百万元)	196.47	400.00	615.91	877.75
公司吻合器收入 YOY (%)		103.6%	54.0%	42.5%

资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所预测

(2) 婴儿保育业务

婴儿保育业务收入是培养箱系列、辐射保暖台系列、黄疸治疗仪系列和其他主营业务收入的总和。我们预计公司婴儿保育业务于 2023 年同比快速增长，2024-2025 年增长逐渐平稳，基于以下依据：1) 公司受益于 2022 年 10 月贴息贷款政策，临床端催生大量保育设备迭代需求，公司婴儿保育业务上半年增长迅猛。2) 我国新生儿出生率持续低迷，但 2-3 年内医院端出现大量保育设备迭代需求，因此保育业务增长呈现放缓趋势。我们预计公司 2023-2025 年婴儿保育业务收入分别实现为 3.81 亿元、4.50 亿元、5.17 亿元，同比增长 27.0%、18.0%、15.0%。考虑到中国保育业务市场成熟、竞争充分，我们预测 2023-2025 年公司保育业务毛利率呈逐年下降趋势，分别为 47.9%、46.9%、45.9%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年营业总收入分别实现 7.92 亿元、10.77 亿元、14.08 亿元，营业收入同比增长 56.4%、36.1%、30.7%；公司 2023-2025 年归母净利润分别实现 1.90 亿元、2.70 亿元、3.75 亿元，净利润同比增长 94.7%、42.1%、39.0%。

图表 29 收入与盈利预测

单位 (百万元)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	459.53	474.13	506.04	791.54	1077.10	1407.55
营业收入 YOY (%)	29.0%	3.2%	6.7%	56.4%	36.1%	30.7%
吻合器业务收入	114.42	183.12	196.47	400.00	615.91	877.75
吻合器业务收入 YOY (%)		60.0%	7.3%	103.6%	54.0%	42.5%
保育业务收入	341.21	286.75	300.11	381.14	449.74	517.20
保育业务收入 YOY (%)		-15.96%	4.66%	27.00%	18.00%	15.00%
其他业务收入	3.90	4.26	9.46	10.41	11.45	12.59
其他业务收入 YOY (%)		9.21%	122.03%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本	190.08	182.20	209.74	298.46	398.82	516.65
毛利润	269.45	291.93	296.30	493.08	678.28	890.90
毛利率 (%)	58.6%	61.6%	58.6%	62.3%	63.0%	63.3%
销售费用	84.15	121.66	111.57	166.60	221.31	282.17
%营业收入	18.3%	25.7%	22.0%	21.0%	20.5%	20.0%
管理费用	39.21	44.84	43.62	63.32	80.78	98.53
%营业收入	8.5%	9.5%	8.6%	8.0%	7.5%	7.0%
研发费用	40.22	49.69	45.87	72.27	93.49	115.14
%营业收入	8.8%	10.5%	9.1%	9.1%	8.7%	8.2%
财务费用	0.88	0.22	-21.82	-4.31	-6.31	-9.71
%营业收入	0.2%	0.0%	-4.3%	-0.5%	-0.6%	-0.7%
归母净利润	136.19	80.21	97.58	190.03	269.97	375.38
净利率 (%)	29.6%	16.9%	19.3%	24.0%	25.1%	26.7%

资料来源：ifind，华安证券研究所预测

可比公司估值

考虑到公司是 A 股“设备+耗材”医疗器械公司，我们选取了三家 A 股同类可比医疗器械公司：美好医疗、西山科技、祥生医疗，主营业务涉及相近设备及耗材品规。采取 A 股可比公司市盈率 (PE) 均值作为戴维医疗的估值参照：截至 2023 年 7 月 18

日, A股可比公司 2023-2025 年平均 PE 为 36/27/20 倍, 我们预测公司 2023-2025 年 PE 为 27/19/14 倍。

图表 30 可比公司估值

证券代码	证券名称	业务类型	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			预测 PE		
				23E	24E	25E	23E	24E	25E
301363.SZ	美好医疗	呼吸机设备	172.83	524.91	677.94	874.12	32.93	25.49	19.77
688576.SH	西山科技	手术动力系统	61.32	120.32	177.08	252.07	50.97	34.63	24.33
688358.SH	祥生医疗	超声设备	47.96	190.19	243.92	278.60	25.21	19.66	17.21
均值							36.37	26.59	20.44
300314.SZ	戴维医疗	保育+吻合器	51.78	190.18	270.26	374.45	27.23	19.16	13.83

资料来源: ifind (2023 年 7 月 18 日数据), 华安证券研究所

4.2 投资建议

我国百亿电动吻合器市场持续高增长, 2023-2028E CAGR 21%。吻合器在微创外科手术的使用十分普遍, 电动吻合器相比手动吻合器具备更好的安全性、稳定性和便捷性, 腔镜下使用吻合器从手动向电动迭代是临床治疗大趋势。根据弗若斯特沙利文预测, 电动腔镜吻合器市场规模 2023-2028 CAGR 约 21%, 2028 年市场规模 105 亿元。

电动腔镜吻合器市场国产化率约 22%, 集采加速国产替代进程。根据弗若斯特沙利文数据, 我国电动腔镜吻合器市场仍属于进口产品主导的竞争格局, 强生等外资产品市占率高达 70% 以上, 国产化率仅 22%, 仍有较大替代空间。福建联盟集采规则对于国产厂商降幅较为温和, 有利于国产电动吻合器厂商拿下更多市场份额, 加速国产替代进程。

公司卡位两大板块龙头, 集采对价格影响甚微, 却有望带来确定性放量。1) 公司是国产电动吻合器龙头, 收入即将超过保育业务成为主体。子公司维尔凯迪长年深耕电动吻合器领域, 2018 年获批国内首张电动吻合器注册证以来, 持续更新迭代技术路线, 目前已拿到 4 张电动吻合器注册证 (包括 1 张三类证、3 张二类证)。公司产品中标福建联盟集采后, 降幅在可控范围内, 降价对核心产品影响忽略不计。我们预计公司在集采落地后迎来销售业绩催化, 随着强生等外资厂商集采受损, 公司有望在未来 3-5 年持续抢占更多市场份额, 市占率达到 15% 以上, 同时加速拓展海外业务。2) 母公司婴儿保育业务稳健增长, 市占率长年保持 50% 以上, 订单稳定, 确定性强。

我们预计公司 2023-2025 年营业总收入分别实现 7.92 亿元、10.77 亿元、14.08 亿元, 同比增长 56.4%、36.1%、30.7%; 归母净利润分别实现 1.90 亿元、2.70 亿元、3.75 亿元, 同比增长 94.7%、42.1%、39.0%; 2023-2025 年对应 EPS 分别是 0.66 元、0.94 元、1.30 元, 对应的 PE 倍数分别是 27.25、19.18、13.79 倍。考虑到公司核心产品集采受益, 作为国产电动吻合器龙头, 集中度有望进一步提升, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示:

产品商业化不及预期风险、竞争加剧风险、政策风险。

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，华安证券研究所所长助理，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。