



手术动力装置龙头，致力成为外科手术整体方案解决者

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 手术动力装置行业一次性耗材替代重复性耗材趋势明显，公司持续推动耗材一次性化进程，2020-2022 年耗材收入 CAGR 为 86%。2) 国产替代持续进行，公司在乳腺外科获批的乳房病灶旋切式活检系统注册证为国内厂商首个，打破了外资垄断局面，2022 年乳腺外科整机+耗材收入接近 1 亿元，同比增长 43%。3) 公司为国产手术动力装置龙头，陆续拓展内窥镜、能量手术设备等领域，致力打造成为外科手术整体解决方案供应商，拓宽多个增长极。
- **手术动力装置行业 2022 年国内市场规模为 72 亿元，一次性耗材使用有望逐步替代重复性耗材。**一次性耗材在临床外科手术中具有更安全、更精准的优势，目前在国外市场一次性耗材的使用远高于重复性耗材，但目前国内由于医生使用习惯、医疗服务收费目录等因素影响，根据调研数据，我国的一次性耗材使用比例约为 10-20%，未来随着企业的不断学术推广以及医疗收费目录的工作不断推进，国内手术动力装置行业一次性耗材替代重复性耗材的趋势较为明显，重复性耗材使用次数在几十次到上百次不等，随着一次性化进程不断推进，企业收入弹性空间巨大。
- **国产替代进程持续进行，乳腺外科领域增速明显。**根据西山科技招股书数据，外资品牌设备中标情况 2021 年占比为 51%，但国产品牌占比近年来持续提升，从 2019 年的 17%提升到了 2021 年的 30%。以西山科技为代表的国产企业已经成功打破了进口垄断，根据众成数科基于 2019 年至 2021 年终端医院公开采购手术动力装置中标情况的统计数据，国内手术动力装置行业中西山科技在传统科室（神外、耳鼻喉、骨科）的中标数量占比为 16.6%，为国产第一。其中公司研制的乳房病灶旋切式活检系统是国产品牌中首个获得境内医疗器械注册证并实现产业化的产品，2022 年公司乳腺外科整机+耗材收入接近 1 亿元，同比增长 43%。
- **公司为国产手术动力装置龙头，持续拓展内窥镜、能量手术设备等领域，致力打造成为外科手术整体解决方案供应商。**公司在传统科室质量水平已经比肩国外品牌，龙头实力较强。在研管线目前包括 9 大项目，其中腹腔内窥镜、等离子手术设备整机（耳鼻喉科/关节）、高频手术系统整机及一次性使用双极射频手术刀头、超声骨刀整机及耗材已经取证，另有多项产品处于注册审评阶段，未来有望成为外科手术整体解决方案供应商。
- **盈利预测与投资建议：**公司作为手术动力装置国内龙头企业，在传统科室如神经外科、骨科、耳鼻喉科已经处于领先地位，在整机装机不断拓展的带动下，一次性耗材预计将替代重复性耗材，此外在乳腺外科领域公司凭借首个国内乳腺活检产品预计将逐渐实现进口替代，叠加内窥镜、超声骨刀等创新产品的持续放量，我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 40%。给予公司 24 年 45 倍 PE，对应目标价 130.5 元，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**手术动力装置整机装机进度不及预期；一次性耗材替代重复性耗材使用进度不及预期；市场竞争格局恶化的风险。

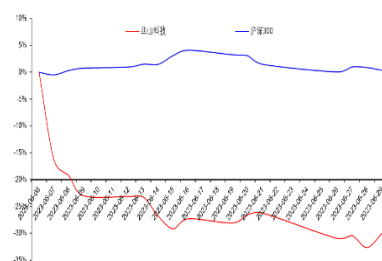
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	262.27	396.81	541.29	740.47
增长率	25.57%	51.29%	36.41%	36.80%
归属母公司净利润（百万元）	75.35	115.18	153.57	207.85
增长率	22.66%	52.85%	33.33%	35.35%
每股收益 EPS（元）	1.42	2.17	2.90	3.92
净资产收益率 ROE	18.54%	22.74%	24.11%	25.53%
PE	82	54	40	30
PB	15.27	12.25	9.74	7.62

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.53
流通 A 股(亿股)	0.12
52 周内股价区间(元)	125.0-201.0
总市值(亿元)	67
总资产(亿元)	5.21
每股净资产(元)	10.86

相关研究

目 录

1 西山科技：国内手术动力装置龙头	1
1.1 深耕手术动力装置行业，产品布局全面	1
1.2 业绩快速增长，乳腺外科产品带来新增长点	2
2 国产替代持续进行，耗材一次性化进程加速	3
2.1 手术动力装置产业链	3
2.2 22 年国内市场规模 72 亿元，一次性耗材有望逐步替代重复性耗材	4
2.3 进口替代进程持续进行，国产龙头份额不断提升	8
3 致力打造外科手术整体解决方案提供商	9
3.1 产品质量比肩国际，业绩收入不断增长	9
3.2 新品上市有望成长为新增长极，在研管线布局丰富打开天花板	12
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测	13
4.2 相对估值	13
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 股权结构图 (截至 2023 年 7 月)	1
图 3: 2020-2022 年公司分业务营业收入 (百万元)	2
图 4: 2020-2022 年各科室整机+耗材营业收入 (百万元)	2
图 5: 2020-2022 年公司归母净利润 (百万元)	2
图 6: 2020-2022 年公司四费率、毛利率、净利率.....	2
图 7: 2020-2022 年公司各个季度收入占比	3
图 8: 2020-2022 年销售模式占比.....	3
图 9: 一次性耗材纳入医疗收费目录大致流程.....	6
图 10: 2019-2021 年国内手术动力装置中标情况 (台数)	8
图 11: 传统科室手术动力装置中标情况	8
图 12: 乳腺外科活检系统中标情况 (台)	8
图 13: 各个科室产品整机销量变化 (台数)	12
图 14: 各个科室产品耗材收入变化 (百万元)	12

表 目 录

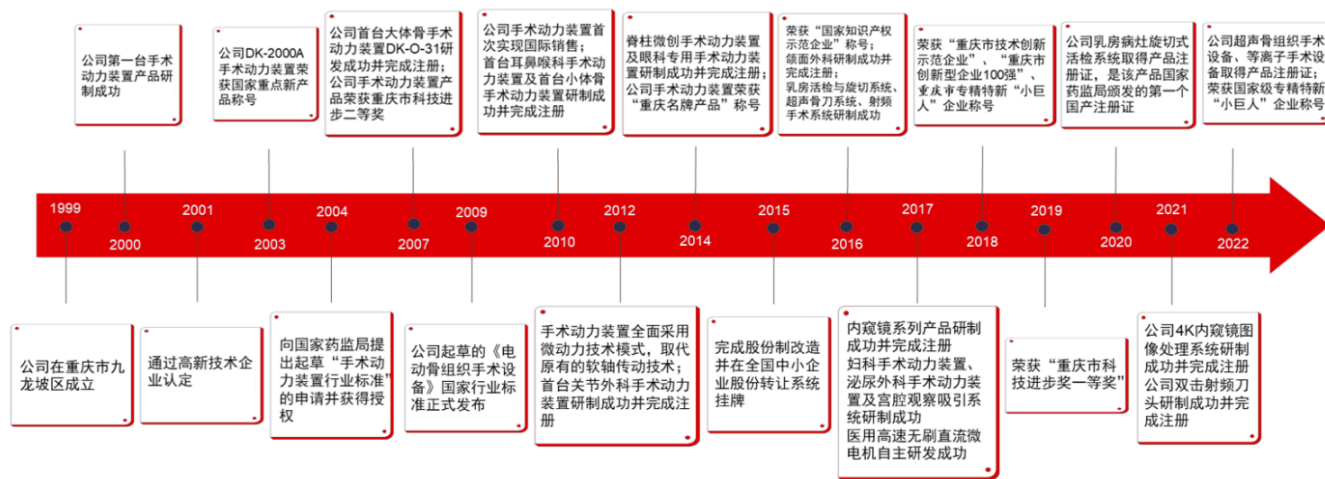
表 1: 2021 年手术动力装置应用各科室流行病学情况	4
表 2: 手术动力装置国内市场规模测算.....	5
表 3: 手术动力装置一次性耗材在各年新纳入医疗收费目录的省份情况	7
表 4: 西山科技耗材收入与产品进入医疗收费目录情况	7
表 5: 乳腺外科各家产品指标对比	9
表 6: 神经外科各家产品指标对比	10
表 7: 耳鼻喉科各家产品指标对比	10
表 8: 公司在研管线梳理	12
表 9: 分业务收入及毛利率	13
表 10: 可比公司估值	14
附表: 财务预测与估值	15

1 西山科技：国内手术动力装置龙头

1.1 深耕手术动力装置行业，产品布局全面

专注手术动力装置二十余年，逐渐打破外资垄断成为国内龙头。公司成立于 1999 年，从 2000 年第一台产品问世以来，持续在行业深耕，逐渐拓展了多系列、多型号、多科室（神经外科、骨科、乳腺外科、耳鼻喉科）的手术动力装置，其中公司于 2020 年获得的乳房病灶旋切式活检系统注册证为国内厂商首个，打破了外资垄断局面。同时公司参与起草多项行业标准，品牌影响力正不断提升，在行业内处于国产龙头地位。

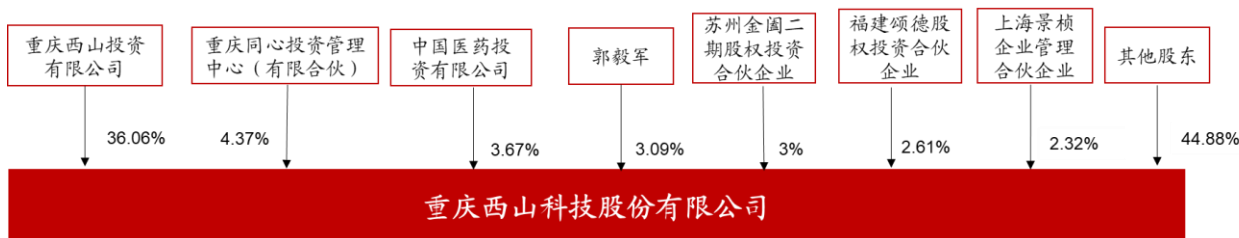
图 1：公司发展历程



数据来源：招股说明书，西南证券整理

股权结构稳定，控股股东为重庆西山投资有限公司，郭毅军、李代红夫妇为实际控制人。上市前西山投资直接持有公司 48% 的股份。其中郭毅军、李代红夫妇通过各个持股平台以及投资公司合计控制公司 59.64% 的表决权（对应 2370.78 万股股份），为公司实际控制人，上市后西山投资持有公司 36% 股份，郭毅军、李代红夫妇仍为公司实际控制人。

图 2：股权结构图（截至 2023 年 7 月）

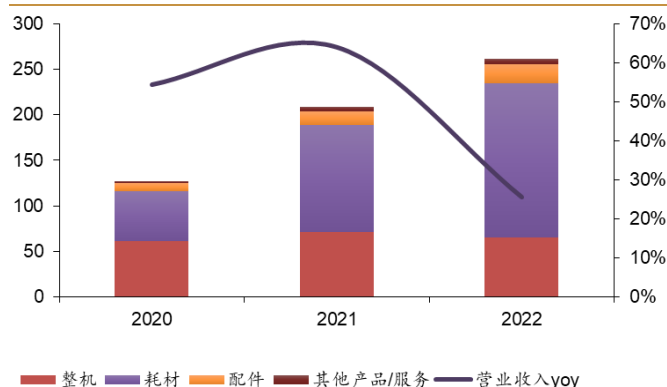


数据来源：招股说明书，西南证券整理

1.2 业绩快速增长，乳腺外科产品带来新增长点

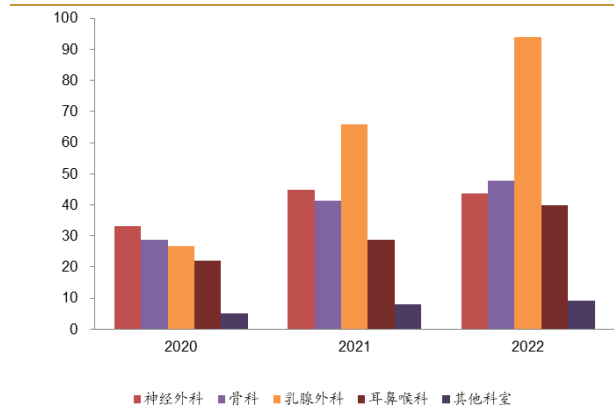
公司在手术动力装置领域积累多年，通过整机装机，带动一次性耗材快速放量。公司主营业务为手术动力装置的整机、耗材以及配件，22年合计收入占比超过97.6%。公司2022年实现营收2.6亿元，同比增长26%。商业模式主要为通过整机多科室入院装机，实现相应耗材放量，其中公司手术动力装置耗材由一次性耗材和重复性耗材构成。相较于重复性耗材，一次性耗材更有利于降低患者的交叉感染风险、医生的手术风险和医院的保养负担，在临床治疗中的接受程度越来越高。此外，多地政府部门已逐步将各类手术动力装置的一次性耗材纳入到医疗服务收费价格项目中，从而推动公司一次性耗材产品增量显著，2022年耗材收入为1.7亿元，同比增长44%。分科室看，公司在神经外科（除22年）、骨科、耳鼻喉科的营收均处于稳健增长当中。其中公司2020年乳房病灶旋切式活检系统整机上市，对应的耗材类产品成为新的销量增长点。

图 3：2020-2022 年公司分业务营业收入（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

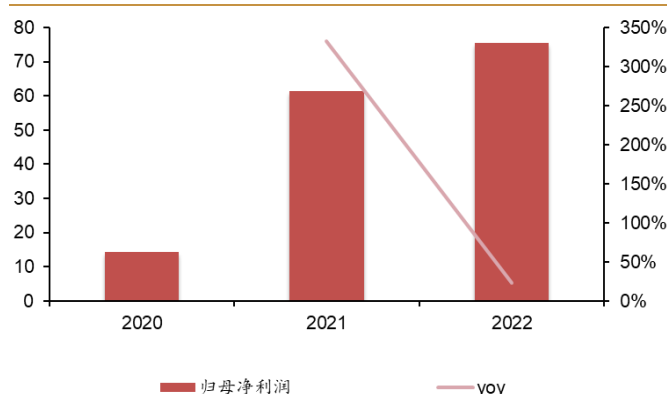
图 4：2020-2022 年各科室整机+耗材营业收入（百万元）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

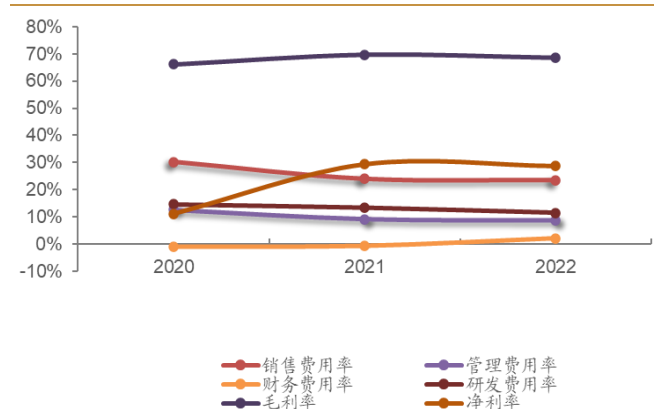
规模效应逐渐显现，盈利能力有所提升。公司销售费用率以及管理费用率近年来处于逐渐下降趋势当中，主要系公司规模效应逐渐显现，整体毛利率基本处于稳定状态，公司净利率目前维持在29%左右。归母净利润由2020年的0.14亿元增长到2022年0.75亿元。

图 5：2020-2022 年公司归母净利润（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

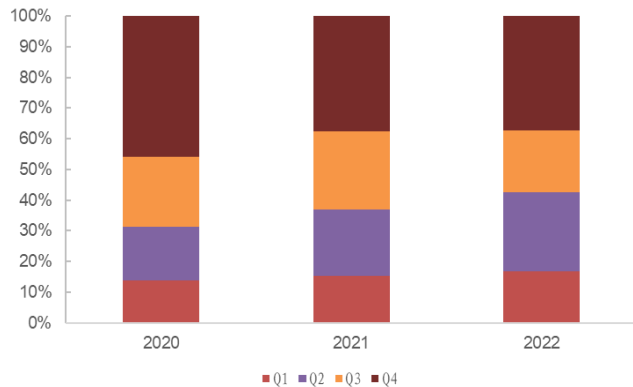
图 6：2020-2022 年公司四费率、毛利率、净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

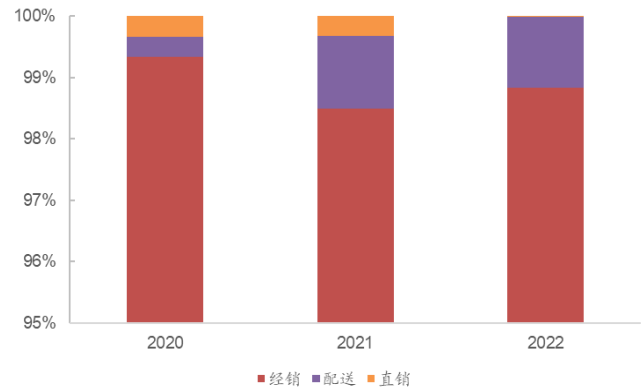
一季度收入占比较低，四季度较高。公司主营业务收入呈现一定季节性，一般一季度占比较低，四季度较高，主要系经销商在年底普遍会增加采购量，以应对下一年度初节假日对日常经营的影响。从销售模式看，公司主要以经销模式为主，2022 年经销收入占比为 99%，通过构建完善的经销商网络，持续加强营销团队建设，在终端医院逐步积累了良好的口碑。

图 7：2020-2022 年公司各个季度收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2020-2022 年销售模式占比



数据来源：Wind，西南证券整理

2 国产替代持续进行，耗材一次性化进程加速

2.1 手术动力装置产业链

原材料直接决定产品质量，直接材料费用在主营业务成本占比约 50%。我国手术动力装置上游行业为医疗器械原材料供应商、加工厂商以及自动化设备制造商等，涉及的行业包括电子制造、机械制造、材料等。原材料主要涉及钢材、塑料橡胶件、电子元器件等零部件领域，原材料的质量和加工水平直接决定了手术动力装置的稳定性和使用效果。加工厂商能够帮助企业降低生产成本，提升生产效率，而自动化设备能提升工艺技术水平，促进行业整体发展。根据西山科技招股书数据，公司直接材料费用在主营业务成本占比约 50%。

研发为核，看重中游企业硬件制造+软件集成能力。行业为整机及耗材的生产厂商和流通环节的医疗器械经销商。公司在整个产业链中作为医疗器械生产厂商，负责产品的研发设计，并对采购的材料进行进一步加工和延伸成为组件，最后将半成品组装为成品后对外销售。医疗器械经销商在医疗器械流通过程起到了收集市场资讯、构建营销渠道、调节供求关系和承担市场风险的作用。

下游为医疗器械的应用场所及终端用户，包括各类医疗机构及患者。

2.2 22 年国内市场规模 72 亿元，一次性耗材有望逐步替代重复性耗材

外科手术患者基数普遍较大，手术精细化趋势不断加强。手术动力装置主要应用在外科，特别是微创外科的常规配置手术工具，在临床治疗中被广泛应用，其市场空间和未来增长趋势与各科室患病人数及手术量高度相关，根据西山科技招股书数据，我们整理了神经外科、耳鼻喉科、骨科以及乳腺外科的流行病学情况，外科手术高值耗材规模不断增加（例如神经外科 2016-2020 年 CAGR 为 55%），对于手术动力装置的精细化、可操作性需求逐渐增强。

表 1：2021 年手术动力装置应用各科室流行病学情况

科室	疾病名称	流行病学				具体应用产品
		出院人数(万人)	病死率	平均住院天数(天)	人均医药费(万元)	
神经外科	颅内出血	77.8	3.9%	13.4	2	神经外科手术动力装置、颅骨钻头、磨钻头
	颅内损伤	72.9	3%	11.8	1.4	神经外科手术动力装置、颅骨钻头、铣刀、磨钻头
	脑恶性肿瘤	2.9	4.4%	15.6	3.8	
耳鼻喉科	鼻咽恶性肿瘤	3.6	3%	11.5	1.5	耳鼻喉科手术动力装置、鼻刨刀、鼻钻头、磨钻头
	慢性鼻窦炎	16.5	0%	7.1	1	
	耳和乳突疾病	87.3	0.01%	7	0.6	耳鼻喉科手术动力装置、磨钻头、显微磨钻头
	慢性扁桃体体和腺样体疾病	21.2	0%	6.1	0.9	耳鼻喉科手术动力装置、喉刨刀
乳腺外科	乳房恶性肿瘤	27.6	1.07%	10.7	1.8	乳房病灶旋切式活检系统、一次性使用乳房旋切活检针
	乳房良性肿瘤	31.3	0%	3.6	0.7	
	乳房疾患	20.9	0.01%	5	0.7	

数据来源：西山科技招股说明书，西南证券整理；注：出院人数以及医院数据来源于《中国卫生健康统计年鉴 2021》

● 神经外科——手术精细化程度要求高，外科动力装置耗材前景广阔

应用于神经外科手术的医疗设备和医用耗材往往技术含量和精细程度要求都非常高。随着我国居民人均寿命逐步提升，由此带来包括各类神经疾病、慢性疾病等疾病的发病率提升。在此背景下，人民群众对于优质的神经外科医疗器械的需求将不断上升。整体而言，神经外科领域的发展潜力巨大，而且随着疾病认知水平的提高，手术器械的发展将促进治疗方式的改变，如癫痫、帕金森病、疼痛等疾病也可以通过外科治疗方式取得理想的治疗效果。

● 耳鼻喉科——患者基数大，外科手术器械适应症不断扩大

耳鼻喉是我国居民常见的患病部位，患者基数大，由于患病初期对生活影响不大，不容易引起重视。但随着居民收入水平提高、健康意识的增加，患者就医意愿增强，另外由于受环境污染等因素影响，发病人群也呈增长趋势。双重因素叠加使我国耳鼻喉科门急诊人次逐年上升。由此带来的耳鼻喉手术动力装置耗材使用量逐渐增加。

● 乳腺外科——第一大癌种，早期检测依赖活检方式

乳腺癌在全球范围内已经超越肺癌成为第一大癌症。但是早期乳腺癌往往不具备乳腺癌的典型症状和体征，影像学检测亦没有特异性表现，确诊有赖于活检，乳腺癌的病理学检查可用真空辅助乳腺活检取活检标。根据国家癌症中心发布的数据，2015年至2020年，中国乳腺癌新发病例数从30.4万人增加到33.1万人，年复合增长率为1.7%，假设新增发病人数增速维持以往水平，预计到2024年乳腺癌新增病例数将达到35.4万人。随着医疗技术的普及和健康意识的增强，女性对早期乳腺癌的预防和筛查越来越重视，乳房病灶旋切式活检系统的市场前景广阔。

手术动力装置行业2022年国内市场规模为71.5亿元。

1) **整机市场空间**：根据招股书，2020年神经外科、耳鼻喉科、骨科整机在三级医院的科室渗透率为100%、二级医院的科室渗透率为50%；乳腺外科在三级医院的科室渗透率为40%、二级医院的科室渗透率为10%，假设到2025年神外等科室渗透率不变，乳腺外科三级医院渗透率增加至100%，二级医院渗透率增加至50%。按每家医院神经外科、耳鼻喉科、乳腺外科各配置1台手术动力装置、骨科（创伤及关节）配置1台手术动力装置、骨科（脊柱）配置1台手术动力装置配置。出厂均价不变测算，2022年整机市场规模为22.9亿元。

2) **耗材空间**：假设各个科室耗材使用量与价格不变，根据各个科室手术耗材单台使用量以及各科室手术量年平均增长8%计算，2022年耗材市场规模为44亿元。

3) **配件空间**：按照整机市场的20%估算，2022年为4.6亿元。

表 2：手术动力装置国内市场规模测算

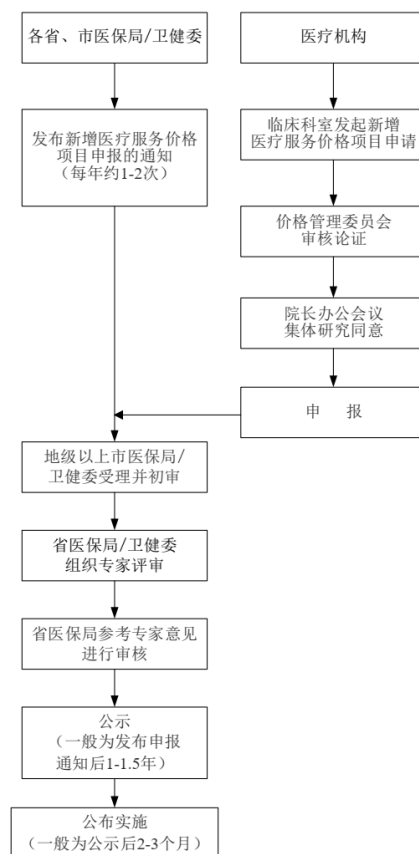
科室	项目	2020	2022E	2025E	2020	2022E	2025E
整机	神经外科+耳鼻喉科+骨科				乳腺外科		
	三级医院数量（家）	2996	3490	4228	2996	3490	4228
	二级医院数量（家）	10404	12020	14444	10404	12020	14444
	三级医院渗透率	100%	100%	100%	40%	64%	100%
	二级医院渗透率	50%	50%	50%	10%	26%	50%
	合计终端医院（家）	8198	9500	11450	2239	5359	11450
	出厂均价（万元/台）	5.56			3.33		
	合计配置数量（台）	1+1+2=4			1		
	市场规模（亿元）	18.2	21.1	25.5	0.75	1.8	3.8
2022 年规模	21.1+1.8=22.9 亿元						
耗材		2020 年市场空间（亿元）		2022 年市场空间（亿元）		2025 年市场空间（亿元）	
神经外科		7.74		9.03		11.4	
耳鼻喉科		9.4		11		13.9	
骨科		16.04		18.7		23.6	
乳腺外科		4.56		5.3		6.7	
合计		37.7		44		55.6	
配件		约为整机的 20%=4.6 亿元					
整体合计		22.9+44+4.6=71.5 亿元					

数据来源：西山科技招股说明书，西南证券整理。注1：2020年至2025年终端医院数量增长率参照2015年至2020年终端医院数量增长率（2015年全国共有三级医院2,123家、二级医院7,494家）。注2：整机均价按照2021年公司整机销售均价预估。注3：上述市场空间根据各科室的最

低配置数量测算，随着医院诊疗服务能力的提升以及微创手术的普及，未来各科室的手术动力装置配置数量将会增加。注 4 耗材规模为测算基于临床中全部使用一次性耗材的假设，而目前受医生使用习惯、医疗服务收费目录等因素影响，临床中仍存在较多使用重复性耗材的情况。注 5：神经外科主要疾病人数为基础，假设其中一半患者需要通过开颅手术进行治疗；慢性鼻窦炎伴鼻息肉患者按照 5% 治疗率计算；耳部疾病主要病例数 87.32 万人，假设其中 60% 需使用手术动力装置进行治疗；咽喉疾病主要病例数 21.18 万人，假设患者均需使用手术动力装置进行治疗；根据临床经验假设脊柱中 30% 为微创手术、70% 为开放式手术；关节中 75% 为关节置换相关手术、25% 为运动医学相关手术；乳腺外科主要疾病人数为基础，假设其中 65% 患者需要进行乳腺活检或良性组织切除。

一次性耗材使用有望逐步替代重复性耗材。一次性耗材在临床外科手术中具有更安全、更精准的优势，目前在国外市场一次性耗材的使用远高于重复性耗材，但目前国内由于医生使用习惯、医疗服务收费目录等因素影响，我国的一次性耗材使用比例仍然较低，未来随着企业的不断学术推广以及医疗收费目录的工作不断推进，国内手术动力装置行业一次性耗材替代重复性耗材的趋势较为明显，重复性耗材使用次数在几十次到上百次不等，随着一次性化进程不断推进，企业收入弹性空间巨大。

图 9：一次性耗材纳入医疗收费目录大致流程



数据来源：西山科技审核问询函回复，西南证券整理

目前我国一次性耗材纳入各省医疗收费目录的流程较为复杂，一般在各省市医保局/卫健委发布新医保收费项目通知后，由多家医疗机构发起，经由各级医保局/卫健委组织的专家评审审批。进入医疗收费目录后，仍需要进行挂网工作，各省市所需时间差异较大，一般需要 1-2 年时间。公司一次性耗材收入增长态势与进入目录整体节奏基本匹配。

表 3：手术动力装置一次性耗材在各年新纳入医疗收费目录的省份情况

产品名称	22H1	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
一次性无菌微创脊柱变向磨钻头	安徽、云南、西藏	-	河南	山西	河北、湖北、重庆	-	吉林、江西、青海	天津、海南、山东
一次性无菌微创脊柱钻头	安徽、云南、西藏	-	河南	-	河北、湖北、重庆	-	吉林、江西、青海	天津、海南、山东、
一次性无菌微创脊柱刨刀	安徽、海南、云南、西藏	-	河南、宁夏	-	河北、湖北、重庆	-	吉林、江西、青海	天津、江苏、山东、
一次性无菌关节钻头	安徽、云南、西藏	天津	河南	-	河北、湖北、重庆	-	吉林、江西、青海	山东、海南
一次性无菌关节刨刀	安徽、海南、云南、西藏	北京、天津	河南、宁夏	-	河北、湖北、重庆	-	吉林、江西、青海	山东、江苏
一次性无菌骨锯片	西藏	-	河南	-	河北、湖北、重庆	-	吉林、江西、青海	天津、海南、山东、
一次性无菌骨钻、针	安徽、云南、西藏	-	河南	-	河北、湖北、重庆	-	吉林、江西、青海	天津、海南、山东、
一次性无菌眼耳鼻喉钻头	安徽、云南、西藏	-	河南	-	河北、重庆	黑龙江	吉林、江西、青海	辽宁、山东、天津、福建、海南
一次性无菌眼耳鼻喉刨刀	安徽、海南、西藏	-	河南、宁夏	-	河北、重庆	-	吉林、江西、青海	辽宁、山东、天津、江苏
一次性无菌颅骨钻头	安徽、云南、西藏	-	山西、河南	吉林	河北、重庆	-	江西、青海	天津、海南、山东
一次性无菌铣刀	安徽、云南、西藏	广西、吉林	山西、河南	-	河北、重庆	-	江西、青海	天津、福建、山东、
一次性无菌磨钻头	安徽、云南、西藏	天津	河南	-	河北、湖北、重庆	-	吉林、江西、青海	辽宁、福建、山东、海南、
一次性无菌变向磨头	安徽、云南、西藏	天津	河南	-	河北、重庆	-	吉林、江西、青海	辽宁、福建、山东、海南

数据来源：西山科技审核问询函回复，西南证券整理

表 4：西山科技耗材收入与产品进入医疗收费目录情况

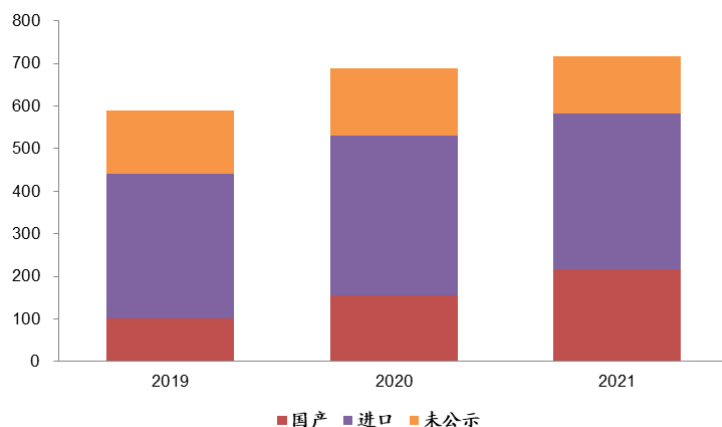
项目	2022 年 1-6 月	2021 年	2020 年	2019 年
耗材销售收入（万元）	7555.4	11718.6	5467.1	2619.2
增长率	-	114.4%	108.7%	-
其中：一次性耗材销售收入（万元）	7353.6	11335.5	5147.8	2321.8
增长率	-	120.2%	121.7%	-
各省市新办理耗材收费目录数量（项）	39	9	19	2
各期末各省市累计办理耗材收费目录数量（项）	209	170	161	142

数据来源：西山科技审核问询函回复，西南证券整理

2.3 进口替代进程持续进行，国产龙头份额不断提升

手术动力装置行业国产化率持续提升。根据西山科技招股书数据，2019 年到 2021 年国内手术动力装置公开采购中标情况，外资品牌仍然占据主要地位，2021 年为 51%，但国产品牌占比近年来持续提升，从 2019 年的 17% 提升到了 2021 年的 30%。

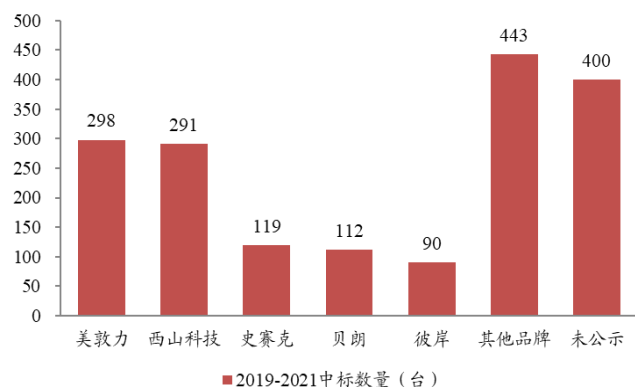
图 10：2019-2021 年国内手术动力装置中标情况（台数）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

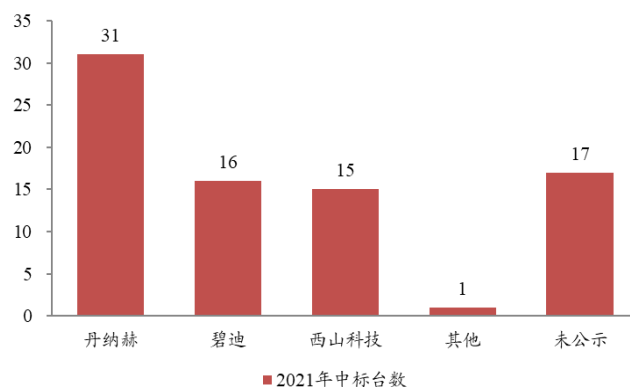
以西山科技为代表的国产企业已经成功打破了进口垄断，其中如西山科技研制的乳房病灶旋切式活检系统是国产品牌中首个获得境内医疗器械注册证并实现产业化的产品，以及其创新发明的刚性弯折高速无级变向传动及万向调节技术有效提升了脊柱微创手术磨削的范围和便利性，悬浮式护鞘摆锯技术大幅提升了骨科手术操作的稳定性和组织锯切的精准性。根据众成数科基于 2019 年至 2021 年终端医院公开采购手术动力装置中标情况的统计数据，国内手术动力装置行业中西山科技在传统科室（神外、耳鼻喉、骨科）的中标数量占比为 16.6%，为国产第一。

图 11：传统科室手术动力装置中标情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 12：乳腺外科活检系统中中标情况（台）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

3 致力打造外科手术整体解决方案提供商

公司紧跟行业发展趋势，坚持研发创新，在手术动力装置领域拥有较为全面的技术积累，构建了具有自身特色的产品技术路线。公司已经自主掌握了手术动力装置的硬件制造能力和软件集成能力，在精密零部件加工、新型材料应用、耐高温低速大扭矩电机、刀具设计及刀口加工等方面形成了核心优势。公司主要产品性能与国外一流品牌无实质性差别，已经能够媲美行业领先水平，并且在部分功能设计上（如：脊柱磨头的刚性弯折高速无级变向传动及万向调节、乳房旋切活检针的连续取样调节等）已实现进一步优化，体现出公司较强的产品竞争力。

3.1 产品质量比肩国际，业绩收入不断增长

在乳腺外科领域，公司打破了国外企业的技术垄断，成为国内首家自主研发和生产真空辅助微创乳房旋切式活检装置的本土厂商。公司的旋切窗口调节与监控技术可以实现旋切窗口的精细调节，从而对病灶部位进行精准切割，避免误伤周边正常组织；同时窗口信息和刀口位置能实时显示在监视器上，便于医生更直观、准确地开展手术。公司的真空旋切控制技术包括一系列监测与控制手段，通过软硬件的创新设计，能够实时监测管路负压状态、废液桶液面高度、刀具插入状态，显著提高了手术的安全性和便利性。

表 5：乳腺外科各家产品指标对比

项目	企业名称			对比说明
	西山科技	丹纳赫（麦默通）	碧迪（安珂）	
型号	DK-B-MS	SCM23	ENCSYS-US	
旋切刀运行模式	单向旋切	单向旋切	往复切割	传动原理不同，差异化技术路线。
刀具自动识别	有	无	无	不同刀具接入识别后可按默认工作参数直接控制运行，减少设置步骤，节省手术时间
取样方式	封闭式 连续取样	开放式 间歇取样	封闭式 连续取样	连续取样无需为收集样本而停顿，保证手术流畅，节约手术时间。
取样窗口调节	开窗大小 5mm-30mm 连续可调	开窗大小 无法调节	开窗大小 可全开、半开	取样窗口开窗大小可调节点更多能够满足不同大小乳房病灶的精准旋切需求。小窗口设计，满足微小病灶精准切除，最大化保留健康组织；大窗口设计，单次旋切可获得更大样本量，提升旋切效率，满足临床对较大病灶的旋切需求。
真空桶液面警示功能	有	无	无	电子、机械双重防溢流警示功能，有利于提醒使用者真空桶液面情况，并可及时进行处理。
窗口运行状态监视	有	有	有	窗口运行状态监视可提供给操作者实时观测旋切针运行状态，能有效地确认旋切状况，方便术者观察，保证安全。
切割功能模式 (常规/密集)	有	无	有	临床医生可根据实际临床情况选择相应的组织进行切割，保证能更快、更有效地完成取样。

数据来源：西山科技招股说明书，西南证券整理

公司为**首家世界神经外科联合会（WFNS）中国官方赞助商和供货商**。神经外科作为高精尖的前沿学科之一，对应用在手术中的设备和耗材的技术含量和精细程度要求极高。公司在该方面已研究开发超过二十年，自主设计开发了钻穿自停的颅骨钻头和可旋转铣削的防进液铣刀。颅骨钻头在钻孔时内外钻头同时旋转并参与颅骨切削，当颅骨钻穿时内钻头失去轴向力并与驱动轴分离，断开动力输入，实现钻穿即停。铣手柄上可选配旋转式护靴，能够轻松沿术前标记线铣削颅骨板，并快速分离硬脑膜。

表 6：神经外科各家产品指标对比

项目	企业名称		对比说明
	西山科技	美敦力	
型号	DK-N-MS	IPC	转速越快，钻孔和铣削效率越高，降低手术过程的时间
主机-接多手柄	支持	支持	
手柄正反转调节	有	有	
电机识别	有	有	
多功能脚踏开关	支持	支持	
高温高压灭菌	支持	支持	
颅骨钻穿自停	有	有	
颅骨钻手柄	枪式外形，多级减速增力机构， 最大转速：1,500rpm	直柄式外形， 最大转速：1,035rpm	
颅骨铣手柄	直柄式外形，最大转速：40,000rpm	直柄式外形，最大转速：75,000rpm	
高速磨钻	执笔式外形，MSB2A-W125 磨钻手柄 最大转速：80,000rpm	执笔式外形，AS07 附件（高速磨） 最大转速：75,000rpm	

数据来源：西山科技招股说明书，西南证券整理

耳鼻喉科手术多为内窥镜下微创手术，对产品安全性、精度和使用效果有严格要求。公司自主设计开发的刨削类手柄以独有的磁力驱动技术为依托，具有低噪音、低磨损、效率高、运转平稳、互换性好等优点；在精密加工生产技术的保证下，公司自主设计开发的高速磨钻类产品采用最新的天然金刚石粘结技术和多刃形设计，具有精度高、操作便携、磨削效率高、噪音低等优势；公司还提供丰富多样的刨刀、钻头耗材型号，具有多角度、多刃形、多窗口等优点，可满足镜下复杂手术需求

表 7：耳鼻喉科各家产品指标对比

项目	企业名称			对比说明
	西山科技	美敦力	彼岸	
型号	DK-ENT-MS	IPC	OSSEODUO	不同刀具接入识别后可按默认工作参数直接控制运行，减少主机设置步骤，节省手术时间。
主机一接多手柄	支持	支持	支持	
手柄正反转调节	有	有	有	
电机识别	有	有	有	
刀具识别	有	无	无	
多功能脚踏开关	支持	支持	支持	
高温高压灭菌	支持	支持	支持	

项 目	企业名称			对比说明
	西山科技	美敦力	彼岸	
型号	DK-ENT-MS	IPC	OSSEODUO	
单向刨转速	最大转速：13,000rpm	最大转速：30,000 rpm	最大转速：12,000 rpm	
往复刨转速	最大转速： 6,000rpm	最大转速：7,500rpm	最大转速：5,000rpm	
磨钻转速	最大转速：80,000rpm	最大转速：75,000rpm	最大转速：80,000rpm	转速越快，磨钻效率越高，降低手术过程的时间。
（高速磨）				
磨钻转速	最大转速：80,000rpm	最大转速：80,000rpm	最大转速：12,000 rpm	
（显微耳钻）				

数据来源：西山科技招股说明书，西南证券整理

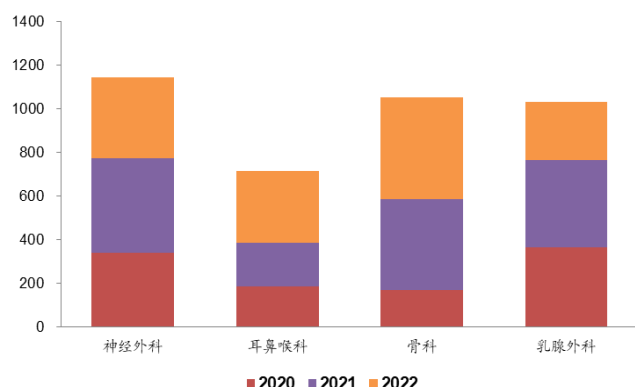
在脊柱外科领域，公司对标全球第一梯队品牌进行自主研发，形成了以脊柱变向磨钻头、脊柱钻头、脊柱刨刀及其适配的手术动力装置为主，并配套内窥镜系统的完整产品布局。公司的变向磨钻头拥有多项专利，利用独特的“刚性弯折高速无级变向传动及万向调节”技术，既可实现刀头 $0^{\circ} \sim 36^{\circ}$ 的无级变向调节，又可实现变向刀头相对中心 $0^{\circ} \sim 360^{\circ}$ 的圆周调节；通过对刀头结构的精密设计，可在狭窄通道内对侧向或反向部位的骨组织进行打磨且承受较大径向力后不产生变形，扩大了磨削空间、提高了磨削效率。公司脊柱钻头的刀杆采用 T 型焊接技术，与微型轴承融合结构可使产品在多至 350mm 的有效长度下确保刀杆强度可靠实现稳定运行，满足绝大部分微创脊柱孔径手术的需求。公司的骨科（脊柱）手术动力装置在主机、手柄上内置识别控制模块，可实现对各类刀具耗材的识别控制，通过识别信息为动力主机匹配最佳运行参数，做到即插即用，大幅提高了操作便捷性。

在关节外科领域，公司研制了适用于关节置换手术的产品，包括骨锯片、骨钻、骨针、髌臼锉及其适配的手术动力装置；同时还研制了适用于运动医学的产品，包括关节刨刀、关节钻头及其适配的手术动力装置，并配套有关节镜系统的完整产品布局。

公司的骨锯片运用悬浮式护鞘摆锯技术，能够实现对骨组织的精准锯切和锯切时对肌肉、韧带、髌腱等软组织的保护，大幅提高了手术效果、伤口美观度和手术安全性。公司在关节刨削手柄上应用了磁力驱动静密封技术，有效解决术中使用、术后清洗灭菌造成手柄进水后电器件易损坏、传动机构易腐蚀的问题，保证手术安全，大大提升手柄使用寿命。

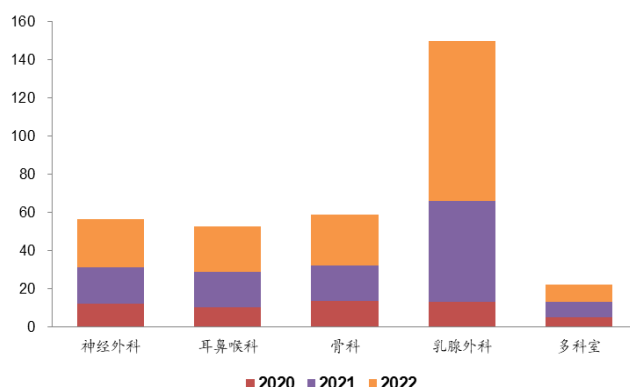
整机销量整体呈现增长态势，耗材占比逐年提升。主要系 1) 在产品质量、价格、品牌及服务等方面优势明显，入院装机工作开展顺利。2) 骨科整机产品 2021、2022 年受关节、脊柱高值耗材全国集采影响，需求量大幅提升。3) 乳腺外科整机产品为 2020 年公司推出新品，性价比优势明显，由此带来公司新的增长点。2022 年有所下滑主要系，乳腺外科产品与其他科室相比需要更多市场教育，入院周期相对较长，22 年受疫情等因素影响，进度较慢。各科室耗材占比逐年呈现提升态势，主要系公司整机入院整体情况良好，由此带来的一次性耗材放量。

图 13：各个科室产品整机销量变化（台数）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 14：各个科室产品耗材收入变化（百万元）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.2 新品上市有望成长为新增长极，在研管线布局丰富打开天花板

公司专注手术动力装置，积极布局内窥镜、能量手术设备领域。公司在研管线目前包括 9 大项目，其中腹腔镜内窥镜、等离子手术设备整机（耳鼻喉科/关节）、高频手术系统整机及一次性使用双极射频手术刀头、超声骨刀整机及耗材已经取证，另有多项产品处于注册审评阶段。

表 8：公司在研管线梳理

项目	所处阶段	已取得发明专利数量
手术动力装置改进升级	医用电气设备强制标准变更注册项目处于注册检验阶段；乳房病灶微创活检系统、微电机、手柄、外观造型改进等项目处于设计阶段	3
一次性耗材改进升级	一次性无菌磨头、金刚石磨头、器械包、一次性使用乳房旋切活检针材料变更、新型号刨削刀头已取证	3
	新型号一次性使用铣刀/磨头/颅骨钻头/鼻刨刀/骨锯片/微创脊柱钻头均在设计阶段；乳房旋切穿刺针及附件注册处于注册检验阶段；新型号磨头处于注册审评阶段	
内窥镜摄像系统、冷光源	内窥镜摄像系统升级处于注册检验阶段；电子腹腔镜内窥镜处于设计阶段	4
硬管内窥镜	腹腔镜内窥镜已取证；鼻窦镜改进、宫腔内窥镜处于小批试产阶段；荧光腹腔镜内窥镜处于设计阶段	4
超声切割止血刀系统	超声切割止血刀系统及一次性无菌超声切割止血刀处于注册检验阶段	10
等离子手术设备	等离子手术设备整机（耳鼻喉科/关节）已取证	2
	一次性使用无菌等离子手术电极处于小批试产阶段	
高频手术系统	高频手术系统整机及一次性使用双极射频手术刀头已取证	2
	一次性使用双极射频手术刀头的适配性变更已取证	
超声骨刀系统	超声骨刀系统整机及一次性无菌超声骨刀已取证	13
超声吸引刀系统	设计阶段	12

数据来源：西山科技招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2023-2025 年，公司在关节、脊柱、创伤等骨科领域集采背景下快速放量，同时公司产品力强，处于行业龙头地位，预计公司手术动力装置整机销量分别为 1809 台、2261 台、2827 台，毛利率分别为 69%、68%、67%。

假设 2：随着手术动力装置整机装机增长，神经外科、骨科、耳鼻喉科等传统科室相应配套一次性耗材随之快速增长，乳腺外科凭借一次性乳腺旋切活检针预计进口替代速度加快，2023-2025 年销量增速预计分别为 60%/40%/40%，毛利率稳定在 70%。

假设 3：配件随装机量实现稳健增长，2023-2025 年销量增速分别为 25%/25%/25%，毛利率为 60%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
手术动力装置整机	收入	65.1	81.4	101.8	127.2
	增速	-9%	25%	25%	25%
	毛利率	69%	69%	68%	67%
手术动力装置耗材	收入	169.2	270.7	379.0	530.5
	增速	44%	60%	40%	40%
	毛利率	70%	70%	70%	70%
手术动力装置配件	收入	20.8	26.0	32.5	40.6
	增速	35%	25%	25%	25%
	毛利率	61%	60%	60%	60%
其他	收入	6.2	18.7	28.1	42.1
	增速	38%	200%	50%	50%
	毛利率	59%	59%	59%	59%
合计	收入	262.3	396.8	541.3	740.5
	增速	26%	51%	36%	37%
	毛利率	69%	69%	68%	68%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

由于目前尚未有与西山科技业务完全类似的上市公司。因此在选取同行业公司中，主要参考与公司在应用科室、产品结构、销售模式、业务规模等方面较为接近的可比公司（南微医学、澳华内镜、康拓医疗、佰仁医疗），四家公司 2024 年平均 PE 为 45 倍。

公司作为手术动力装置国内龙头企业，在传统科室如神经外科、骨科、耳鼻喉科已经处于领先地位，在整机装机不断拓展的带动下，一次性耗材预计将替代重复性耗材，此外在乳腺外科领域公司凭借首个国内乳腺活检产品预计将逐渐实现进口替代，叠加内窥镜、超声骨刀等创新产品的持续放量，我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 40%。给予公司 2024 年 45 倍 PE，对应目标价 130.5 元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 10：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
688029.SH	南微医学	80.34	1.76	2.52	3.34	4.37	46	32	24	18
688212.SH	澳华内镜	63.10	0.16	0.66	1.08	1.61	394	96	58	39
688314.SH	康拓医疗	35.85	1.3	1.21	1.54	1.97	37	30	23	18
688198.SH	佰仁医疗	116.65	0.7	1.01	1.55	2.12	167	115	75	55
平均值							161	68	45	33

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

手术动力装置整机装机进度不及预期；一次性耗材替代重复性耗材使用进度不及预期；市场竞争格局恶化的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	262.27	396.81	541.29	740.47	净利润	75.35	115.18	153.57	207.85
营业成本	82.45	124.91	171.02	235.02	折旧与摊销	7.64	4.29	4.29	4.29
营业税金及附加	2.90	4.57	6.18	8.43	财务费用	-2.45	-3.97	-5.41	-7.40
销售费用	61.78	71.42	97.43	133.29	资产减值损失	-0.80	-5.00	-5.00	-10.00
管理费用	22.98	27.78	43.30	59.24	经营营运资本变动	27.43	-27.24	5.54	7.36
财务费用	-2.45	-3.97	-5.41	-7.40	其他	-28.07	5.91	7.38	9.70
资产减值损失	-0.80	-5.00	-5.00	-10.00	经营活动现金流净额	79.10	89.17	160.36	211.80
投资收益	3.58	0.00	0.00	0.00	资本支出	-61.93	-100.00	-90.00	-90.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	20.65	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	15.00	15.00	15.00	投资活动现金流净额	-41.28	-100.00	-90.00	-90.00
营业利润	75.32	134.03	178.67	241.78	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.63	-0.10	-0.10	-0.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	74.69	133.93	178.57	241.68	股权融资	5.38	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.66	18.75	25.00	33.84	支付股利	0.00	-15.07	-23.04	-30.71
净利润	75.35	115.18	153.57	207.85	其他	-14.58	0.09	5.41	7.40
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-9.20	-14.98	-17.62	-23.31
归属母公司股东净利润	75.35	115.18	153.57	207.85	现金流量净额	28.65	-25.81	52.74	98.49
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	332.89	307.08	359.82	458.31	成长能力				
应收和预付款项	5.85	10.11	13.65	18.36	销售收入增长率	25.57%	51.29%	36.41%	36.80%
存货	62.73	95.03	128.12	177.81	营业利润增长率	22.63%	77.93%	33.31%	35.33%
其他流动资产	6.83	7.30	9.96	13.63	净利润增长率	22.66%	52.85%	33.33%	35.35%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	22.36%	66.86%	32.15%	34.43%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	79.80	177.91	266.01	354.12	毛利率	68.56%	68.52%	68.40%	68.26%
无形资产和开发支出	18.65	16.70	14.74	12.79	三费率	31.39%	24.00%	25.00%	25.00%
其他非流动资产	14.99	14.55	14.11	13.67	净利率	28.73%	29.03%	28.37%	28.07%
资产总计	521.74	628.67	806.41	1048.68	ROE	18.54%	22.74%	24.11%	25.53%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.44%	18.32%	19.04%	19.82%
应付和预收款项	83.91	103.30	145.94	204.73	ROIC	117.80%	69.48%	54.12%	54.31%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.70%	33.86%	32.80%	32.23%
其他负债	31.45	18.89	23.46	29.80	营运能力				
负债合计	115.36	122.19	169.40	234.53	总资产周转率	0.57	0.69	0.75	0.80
股本	39.75	53.00	53.00	53.00	固定资产周转率	13.88	19.87	29.95	45.77
资本公积	289.90	276.65	276.65	276.65	应收账款周转率	513.55	523.53	538.40	523.36
留存收益	76.73	176.83	307.36	484.50	存货周转率	1.46	1.58	1.52	1.52
归属母公司股东权益	406.38	506.48	637.02	814.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.29%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	406.38	506.48	637.02	814.15	资产负债率	22.11%	19.44%	21.01%	22.36%
负债和股东权益合计	521.74	628.67	806.41	1048.68	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.75	3.63	3.14	2.93
					速动比率	3.17	2.81	2.35	2.15
					股利支付率	0.00%	13.08%	15.00%	14.78%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	80.51	134.35	177.54	238.67	每股收益	1.42	2.17	2.90	3.92
PE	82.36	53.88	40.41	29.86	每股净资产	7.67	9.56	12.02	15.36
PB	15.27	12.25	9.74	7.62	每股经营现金	1.49	1.68	3.03	4.00
PS	23.66	15.64	11.47	8.38	每股股利	0.00	0.28	0.43	0.58
EV/EBITDA	53.59	43.83	32.87	24.04					
股息率	0.00%	0.24%	0.37%	0.49%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn