

安杰思 (688581.SH)

增持 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

内镜耗材国产先锋，创新技术有望打开新局面

投资逻辑

国产内镜耗材行业先锋，细分产品种类布局丰富。公司布局内镜微创诊疗行业十余年，目前产品覆盖止血闭合、EMR/ESD、活检、ERCP 和诊疗仪器等多个领域，近年来业绩整体呈现快速上升趋势，公司 2022 年及 2023 年一季度收入同比增速达到 21.5%、16.7%，利润同比增速达到 38.3%、24.6%。

胃肠镜筛查渗透率提升带动行业增长，内镜耗材拓展空间巨大。中国胃肠道疾病发病率高于全球，但胃肠镜开展的渗透率仍处于较低水平，未来随老龄化叠加政策推进早癌筛查普及，行业市场规模有望快速增长。根据《中国消化内镜技术发展现状》中的数据以及公司招股说明书中的预测显示，到 2025 年国内消化内镜诊疗器械行业规模有望达到 69.7 亿元，相比 2019 年的 37.3 亿元复合增速达到 11.0%，未来头部国产企业未来有望脱颖而出。

止血夹市占率快速提升，独有双极回路技术开创早癌治疗新阶段。根据公司招股书中的数据，公司核心产品止血夹 2019 至 2022 年全球市场份额由 2.3% 上升至 4.0%，境内市场份额由 9.4% 上升至 15.7%。在 EMR/ESD 早癌治疗领域，公司独特的双极回路技术能够实现手术风险的降低及适用人群的扩大，目前双极技术的部分产品已取得国内注册证，双极高频止血钳和双极黏膜切开刀已实现部分收入，未来有望进一步带动公司份额提升，预计到 2025 年公司 EMR/ESD 业务收入有望达到 1.79 亿元，3 年复合增速 37%。

IPO 募集用于生产、研发及营销能力提升。2023 年 5 月公司在科创板 IPO 发行 1447 万股，募集资金净额达到 16.51 亿元，发行价格 125.80 元/股，主要用于 1000 万件器械产品生产、研发中心及营销网络升级建设，将进一步提升公司在内镜耗材行业的竞争力。

盈利预测与投资建议

我们看好公司在内镜耗材行业的发展前景，预计公司 2023-2025 年归母净利润 2.05/2.73/3.47 亿元，同比+42%/+33%/+27%。参考同行业可比估值情况，给予 2023 年 39 倍 PE 估值、12 个月内目标市值 80 亿元，目标价 138.24 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

医保控费政策风险；在研项目推进不达预期风险；产品推广不达预期风险；院内需求恢复速度不及预期风险；汇兑风险；限售股解禁及财务投资者减持风险。

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

联系人：何冠洲

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：121.70 元

目标价 (人民币)：138.24 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	305	371	518	678	868
营业收入增长率	77.64%	21.49%	39.46%	30.92%	28.05%
归母净利润(百万元)	105	145	205	273	347
归母净利润增长率	131.68%	38.32%	41.54%	32.92%	27.28%
	%				
摊薄每股收益(元)	2.415	3.340	3.545	4.712	5.998
每股经营性现金流净额	2.72	3.60	3.69	5.18	6.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	38.61%	37.99%	9.35%	11.30%	12.90%
P/E	n.a.	n.a.	34.33	25.83	20.29
P/B	n.a.	n.a.	3.21	2.92	2.62

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

安杰思：内镜微创诊疗行业先锋，境外业务表现优异.....	4
布局内镜耗材行业十余年，细分产品种类丰富.....	4
胃肠镜筛查渗透率提升带动行业增长，内镜耗材拓展空间巨大.....	6
全球市场规模庞大，中国消化道疾病干预有待加强.....	6
消化内镜诊疗市场：居民卫生意识提升带动市场体量增长.....	8
老龄化叠加早筛普及加速市场放量，进口替代稳步前行.....	9
创新研发实力强劲，独创双极回路技术有望开拓市占率提升轨道.....	10
EMR/ESD：止血夹单品市占率快速提升，独有双极回路技术开创早癌治疗新阶段.....	10
ERCP：多年研发积累保障持续放量，核心产品定位全球市场.....	13
活检类：活检钳产品市占率呈现提升趋势.....	15
诊疗仪器：面向国内市场，境内手术治疗水平提升有望带动增长.....	16
IPO 募集资金提升生产、研发及营销能力.....	17
盈利预测与投资建议.....	18
风险提示.....	21
附录.....	22

图表目录

图表 1：公司主要产品种类及用途.....	4
图表 2：2019-2023Q1 公司收入（亿元）及增速.....	5
图表 3：2019-2023Q1 公司归母净利润（亿元）及增速.....	5
图表 4：公司主营业务收入结构（按产品类别）.....	5
图表 5：2019-2022 公司利润率变化.....	6
图表 6：2021-2024E 年全球内镜微创诊疗器械市场规模（亿美元）.....	6
图表 7：2016 年中国前 10 位恶性肿瘤发病及死亡情况统计.....	7
图表 8：2017 年全球 195 个国家和地区每 10 万人口年龄标准化癌症发生率.....	7
图表 9：2016 年中国分性别前 5 位恶性肿瘤发病及死亡情况统计.....	8
图表 10：中国与部分发达国家胃镜开展率比较（每 10 万人开展数）.....	8
图表 11：中国与部分发达国家肠镜开展率比较（每 10 万人开展数）.....	8
图表 12：2012-2021 中国消化系统疾病住院人数及增长率情况.....	9
图表 13：中国 60 岁以上人口比例情况.....	9
图表 14：早癌筛查相关国家级政策.....	10
图表 15：2019-2025E 中国消化内镜诊疗器械市场规模（亿元）.....	10
图表 16：2019-2025E 中国内镜下切除诊疗器械市场规模（亿元）.....	11

图表 17: 公司止血夹可换装技术示意图	11
图表 18: 2019-2021 年公司与南微医学止血夹全球市场份额	12
图表 19: 2020-2022 年公司止血夹中国市场份额及销售情况	12
图表 20: 2019-2021 年公司与南微医学 EMR/ESD 全球市场份额	12
图表 21: 2020-2022 年公司圈套器中国市场份额及销售情况	12
图表 22: 单极回路技术对比双极回路技术	13
图表 23: 公司双极高频止血钳示意图	13
图表 24: 公司双极高频切开刀示意图	13
图表 25: 中国与部分发达国家 ERCP 开展率比较(每 10 万人开展数)	14
图表 26: 2019-2025E 中国 ERCP 诊疗市场规模(亿元)	14
图表 27: 2019-2021 年公司与南微医学 ERCP 全球市场份额	14
图表 28: 公司球囊取石导管示意图	15
图表 29: 公司高频切开刀示意图	15
图表 30: 2019-2025E 中国胃肠镜诊断活检钳市场规模(亿元)	15
图表 31: 2020-2022 年公司活检钳中国市场份额及销售情况	16
图表 32: 2018-2022 年公司内窥镜主机中国市场份额	16
图表 33: 公司内镜用二氧化碳送气装置(左)、内镜用送水装置(中)、高频电发生器示意图(右)	16
图表 34: IPO 募集资金运用安排	17
图表 35: 2023-2025 年公司收入及毛利率预测	19
图表 36: 2018-2022 年公司费用率变化	20
图表 37: 可比公司估值情况(截至 2023/7/25)	20
图表 38: 公司成立以来业务发展里程碑	22
图表 39: 公司股权结构图	22
图表 40: 公司主要管理团队人员	23

安杰思：内镜微创诊疗行业先锋，境外业务表现优异

布局内镜耗材行业十余年，细分产品种类丰富

杭州安杰思医学科技股份有限公司成立于2010年12月，总部位于杭州，是一家致力于内镜微创诊疗器械的研发、生产与销售的企业，主要产品应用于消化内镜诊疗领域，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。

境内市场方面，公司的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；境外市场方面，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。

多年来，公司发挥自身研发优势，对传统产品不断进行技术改进。目前公司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。公司生产的各类微创诊疗器械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，秉持“创造、坚持、分享”的核心价值观，为患者和临床医生提供更安全、更高效的内镜微创诊疗器械。

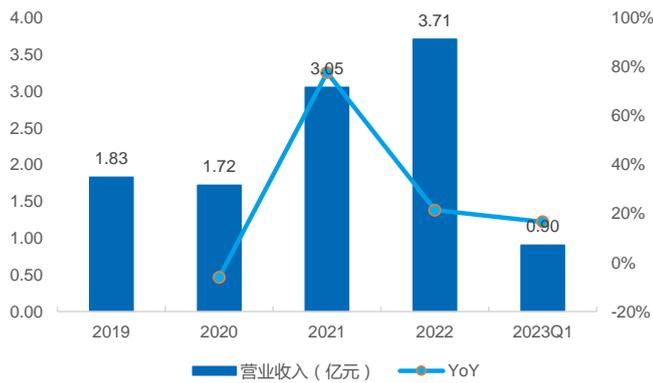
图表1：公司主要产品种类及用途

类别	产品	临床应用
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
	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
诊疗仪器类	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

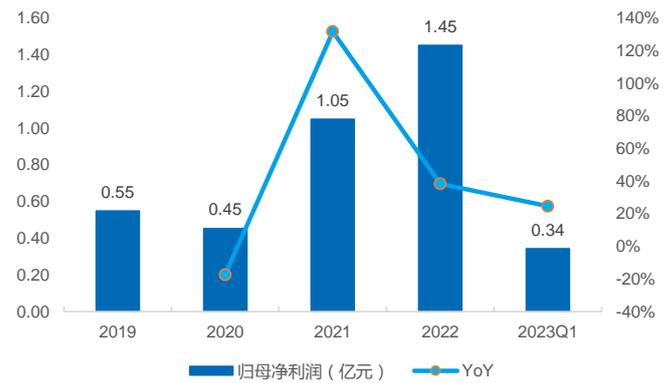
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

收入总体呈现上升趋势，近年来恢复性增长优异。2020年受疫情影响，境内外需求均受到了一定的抑制，公司收入小幅度下滑，但总体市场趋势保持不变。之后随着疫苗的普及和院内诊疗逐步恢复常态化，市场需求迅速释放，叠加原有客户的销售增长，公司2022年收入增速提升显著，营业收入达到3.71亿元，同比增长21.5%。

图表2: 2019-2023Q1 公司收入 (亿元) 及增速



图表3: 2019-2023Q1 公司归母净利润 (亿元) 及增速

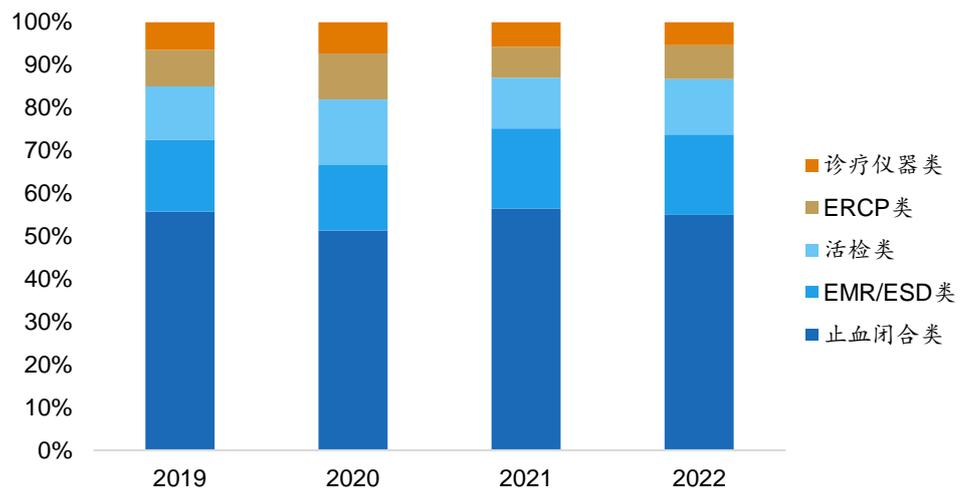


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

公司主营业务分为止血闭合类、EMR/ESD 类、活检类、ERCP 类和诊疗仪器类五部分, 其中止血闭合类占比 50% 以上, 是公司的核心收入来源。在止血闭合类中, 由于双极高频止血钳仅实现少量销售, 止血夹产品占比最大, 止血闭合类 2022 年销售 2.03 亿元, 占总收入比例达到 54.6%。

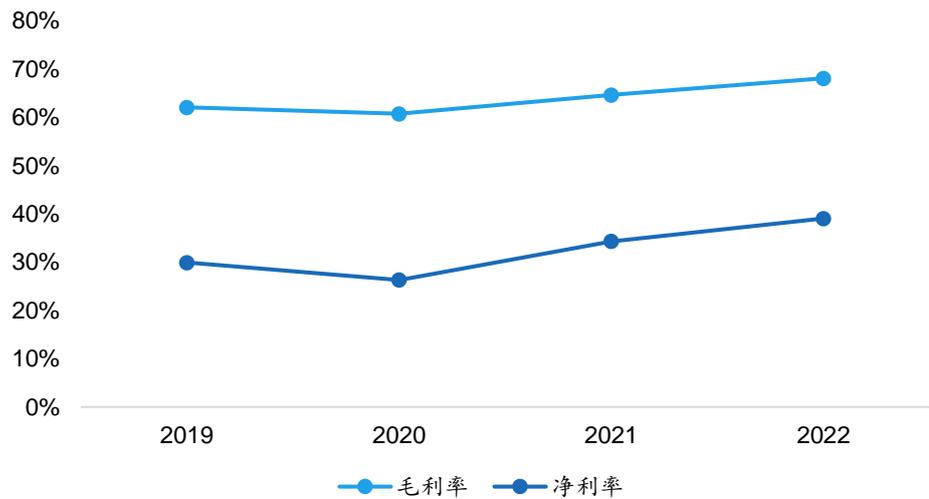
图表4: 公司主营业务收入结构 (按产品类别)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

利润率保持行业高水准, 盈利能力逐年提升。公司毛利率从 2019 年的 62.1% 提升到 2022 年的 65.3%, 净利率从 2019 年的 30.0% 提升到 2022 年的 34.8%, 近年来盈利能力显著增强。

图表5: 2019-2022 公司利润率变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

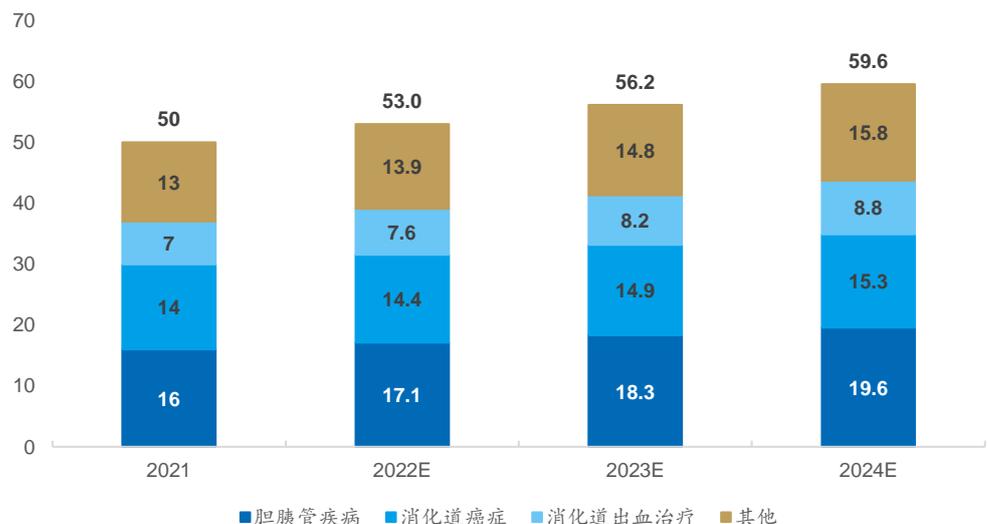
胃肠镜筛查渗透率提升带动行业增长, 内镜耗材拓展空间巨大

全球市场规模庞大, 中国消化道疾病干预有待加强

内镜是集中光学、人体工程学、精密机械、现代电子、数学、软件等一体化的监测仪器, 是医务人员观察患者体内病变组织直接、有效的医疗器械之一。随着技术的发展, 内镜的使用范围逐渐扩大, 与治疗更加紧密结合, 在临床诊疗中的使用频率越来越高。消化道疾病的内镜诊疗离不开相关器械的配合。公司生产的各类微创诊疗器械与内镜配套使用, 二者相辅相成, 共同应用于消化道疾病的临床诊断和治疗。

全球内镜微创诊疗器械市场保持平稳增速。据波士顿科学统计, 2021 年全球内镜微创诊疗器械市场规模预计为 50 亿美元, 其中应用于胆胰管疾病、消化道癌症和消化道出血治疗的器械分别为 16 亿美元、14 亿美元和 7 亿美元。预计 2021 至 2024 年全球内镜微创诊疗器械市场整体增速约为 6%, 其中应用于胆胰管疾病、消化道癌症和消化道出血治疗的器械市场增速分别为 7%、3%和 8%。

图表6: 2021-2024E 年全球内镜微创诊疗器械市场规模 (亿美元)

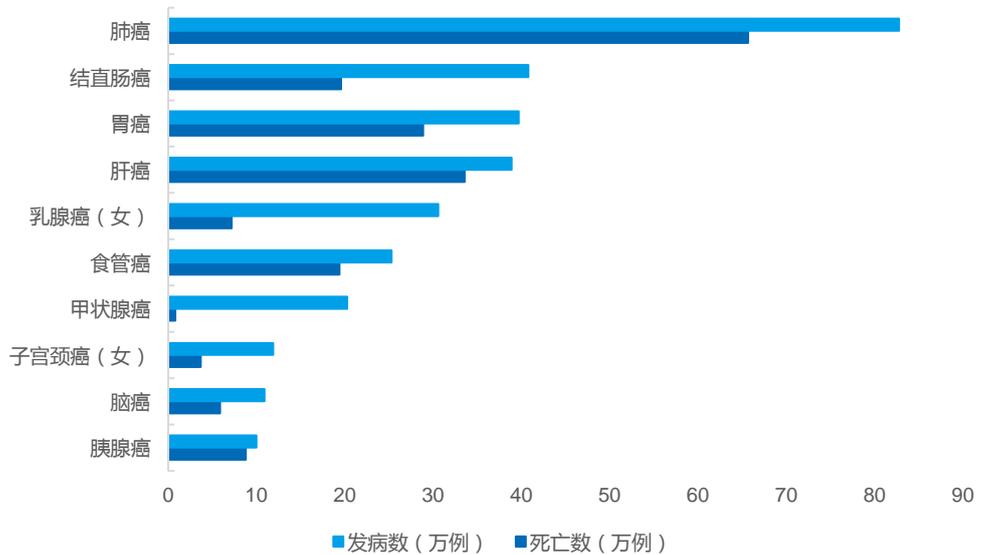


来源: 波士顿科学 2021 年投资者日报告, 国金证券研究所

中国消化道疾病新发与死亡病例数量庞大, 中国相关疾病发病率明显高于全球平均。根据国家癌症中心 2022 年发布的统计数据, 2016 年全国新发恶性肿瘤约 406.4 万例, 恶性肿

瘤死亡例数约 241.35 万例。结直肠癌、胃癌、食管癌等消化道癌症的新发病例数超过 100 万例，死亡例数超过 60 万例。

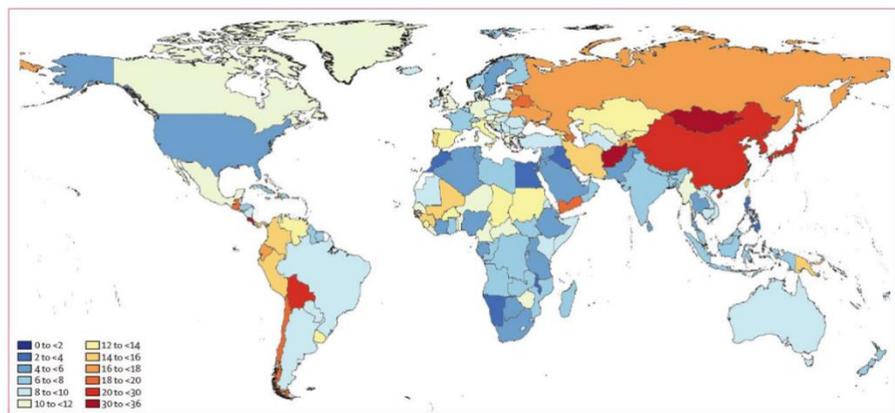
图表7: 2016年中国前10位恶性肿瘤发病及死亡情况统计



来源: 中华消化内镜杂志, 国金证券研究所

在全球 185 个国家或地区中, 中国的恶性肿瘤发病、死亡位居中等偏上水平, 部分消化道肿瘤如食管癌、胃癌等恶性肿瘤的发病和死亡约占全球的一半。柳叶刀子刊收录的 2017 年全球疾病负担研究相关成果显示, 亚太地区年龄标准化胃癌发生率最高, 其中中国在 2017 年的胃癌新发病例数几乎占到全球的一半, 由此损失七百万到八百万的伤残调整寿命年。此外, 尽管多年来的努力使得我国年龄标准化胃癌死亡率大幅下降, 但是年龄标准化胃癌发生率一直居高不下。

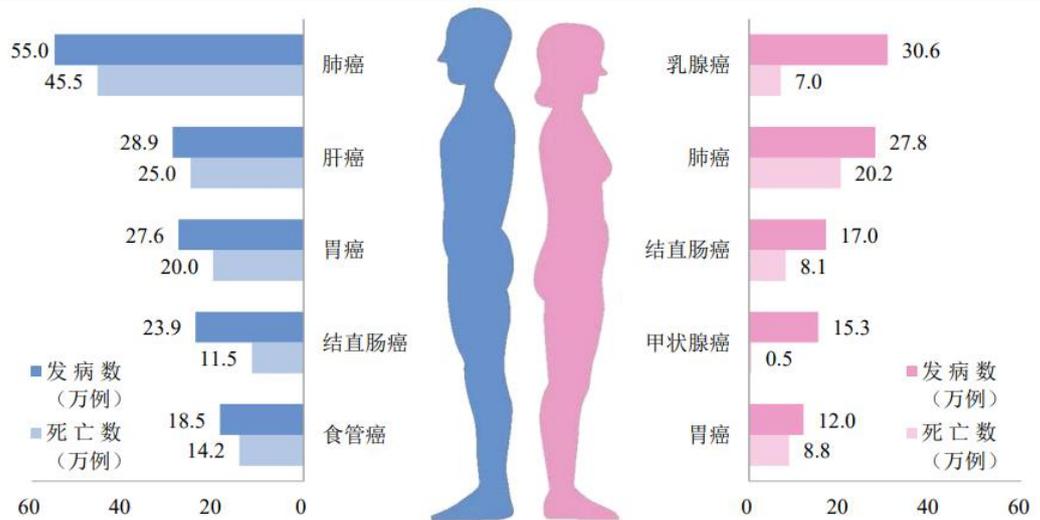
图表8: 2017年全球195个国家和地区每10万人口年龄标准化癌症发生率



来源: 《柳叶刀·胃肠病和肝病》(The Lancet Gastroenterology & Hepatology), 国金证券研究所

从年龄分布看, 恶性肿瘤的发病率和死亡率随年龄的增加而上升, 40 岁以下青年人群中恶性肿瘤发病率处于较低水平, 从 40 岁以后开始快速升高。男性发病首位为肺癌, 2016 年新发病例约 54.98 万例, 其他高发恶性肿瘤依次为肝癌、胃癌、结直肠癌和食管癌等; 女性发病首位为乳腺癌, 2016 年新发病例约 30.60 万例, 其他主要高发恶性肿瘤依次为肺癌、结直肠癌、甲状腺癌和胃癌等。

图表9：2016年中国分性别前5位恶性肿瘤发病及死亡情况统计



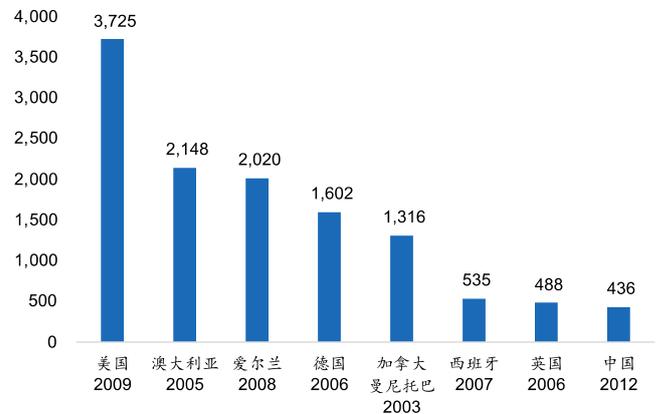
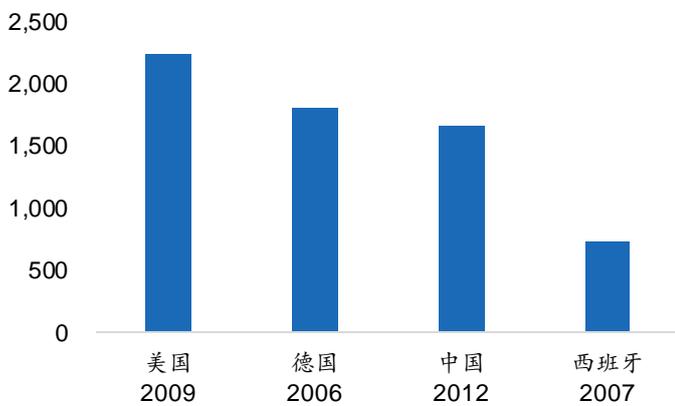
来源：中华消化内镜杂志，国金证券研究所

消化内镜诊疗市场：居民卫生意识提升带动市场体量增长

胃肠镜开展率提升空间驱动国内市场增长。与部分发达国家每10万人胃镜开展率相比，中国2012年的开展水平仅与德国2006年相当，与美国相比差距较大。而与部分发达国家每10万人肠镜开展率相比，中国2012年的开展水平较发达国家落后至少6年。

图表10：中国与部分发达国家胃镜开展率比较(每10万人开展数)

图表11：中国与部分发达国家肠镜开展率比较(每10万人开展数)



来源：中华消化内镜杂志，国金证券研究所

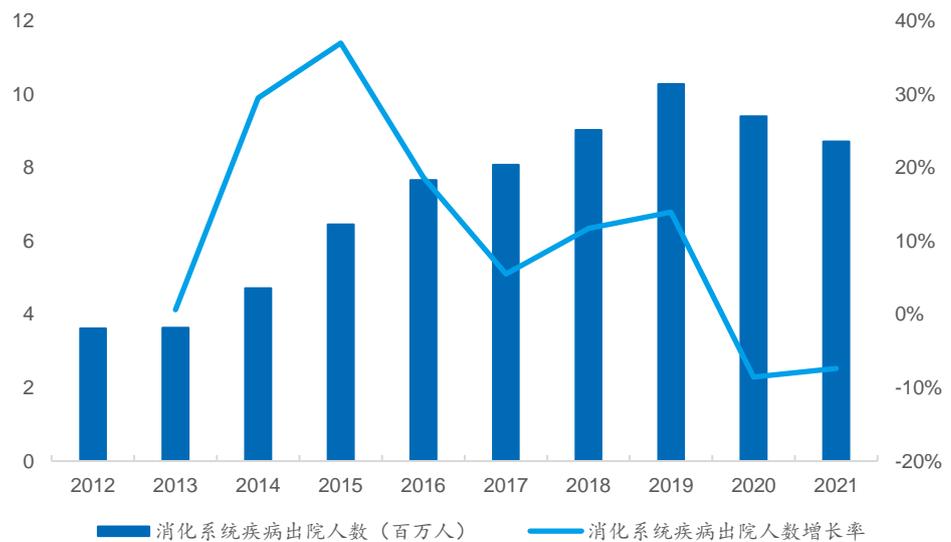
来源：中华消化内镜杂志，国金证券研究所

备注：不同国家可统计数据年份不同，仅用于说明国内手术开展率提升空间

备注：不同国家可统计数据年份不同，仅用于说明国内手术开展率提升空间

从趋势上看，2014年和2015年全国因消化系统疾病住院病例数显著增加，2016年至2018年增速放缓，2012-2019年复合增速达到16.1%，2020年及2021年受到疫情因素影响出现下滑，预计未来将重新回到增长趋势。

图表12: 2012-2021 中国消化系统疾病住院人数及增长率情况



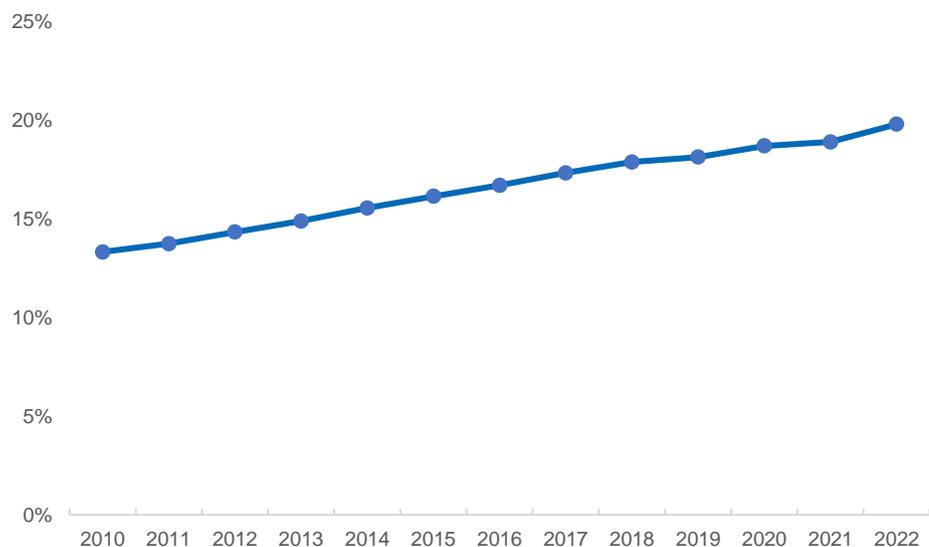
来源: Wind, 国家卫健委, 国金证券研究所

研究表明, 相比影像学检查方法, 内镜检查可使胃癌死亡率下降 50%至 67%, 在早期胃癌的最佳检测策略中显示出更优的成本效益和更高的敏感度与特异度。韩国和日本在早期胃癌筛查研究方面起步较早, 其早期胃癌的诊治率分别达到 50%和 70%。韩国国家癌症筛查项目(National Cancer Screening Program, NCSP)于 2002 年起对年龄 40 岁以上的人群提供 2 年 1 次的胃镜或钡餐造影筛查机会, 其胃癌筛查的参与率由 2002 年的 12.7%提高到 2012 年的 43.9%。日本政府在 2016 年正式决定将胃癌的内镜筛查作为国家项目, 并将 40 岁以上人群作为目标筛查人群。因此, 虽然日韩的胃癌发病率较高, 但其死亡率与发病率的比值却明显低于我国和西方国家。

老龄化叠加早筛普及加速市场放量, 进口替代稳步前行

我国消化内镜诊疗市场的发展动力主要来源于 40 岁以上人口数量的增加以及消化内镜检查率的提升。抽样调查结果显示, 我国 40 岁以上人口占比不断提升。根据 2010 年第六次人口普查数据, 全国 40 岁以上人口共计 5.68 亿, 而这一比例在九年间增长了 6.64%, 2019 年已接近 7 亿。人口数量奠定了庞大的市场基础。2020 年和 2021 年, 60 岁以上人口占比分别为 18.7%和 18.9%, 65 岁以上人口占比分别为 13.5%和 14.2%。

图表13: 中国 60 岁以上人口比例情况



来源: Wind, 国家统计局, 国金证券研究所

以 2012 年的数据计算, 我国 40 岁以上人群胃癌筛查率不超过 4%, 远低于韩国的 43.9%。在癌症防治体系不断完善的大背景下, 这一比例有望向发达国家看齐。

图表14: 早癌筛查相关国家级政策

时间	相关政策	相关内容
2015年9月9日	《中国癌症防治三年行动计划(2015-2017年)》 国家卫计委等16部委	“加强癌症防治体系建设,提高癌症防治能力,实施癌症综合防治策略和措施”“以……胃癌、食管癌、大肠癌……为重点,扩大癌症筛查和早诊早治覆盖面,重点地区、重点癌症早诊率达到50%”。
2019年9月20日	《健康中国行动——癌症防治实施方案(2019—2022年)》 国家卫健委等十部委	“2022年,高发地区重点癌种早诊率达到55%以上”。
2022年5月20日	《“十四五”国民健康规划》 国务院办公厅	“提高心脑血管疾病、癌症、慢性呼吸系统疾病、糖尿病等重大慢性病综合防治能力,强化预防、早期筛查和综合干预,逐步将符合条件的慢性病早诊早治适宜技术按规定纳入诊疗常规”“多渠道扩大癌症早诊早治覆盖范围,指导各地结合实际普遍开展重点癌症机会性筛查”。

来源: 卫健委, 国金证券研究所

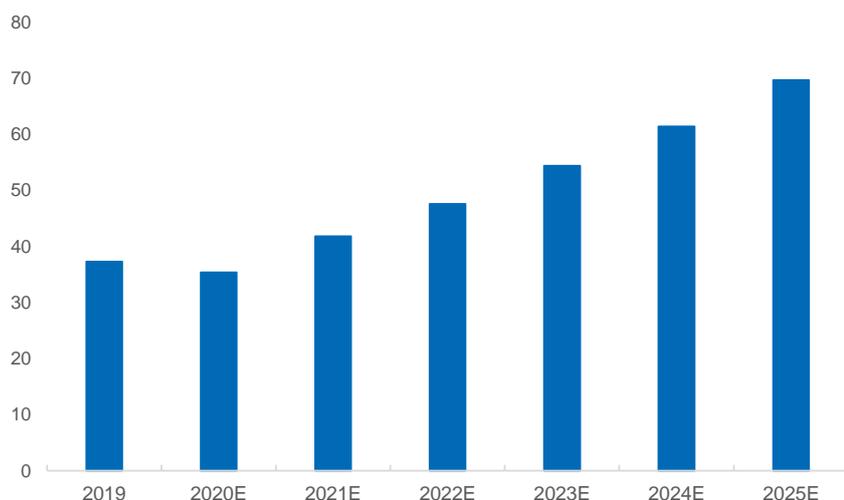
全球内镜微创诊疗器械市场相对集中。全球市场由波士顿科学、奥林巴斯、库克医疗等企业占据,三家合计占据70%以上的市场份额。内镜微创诊疗器械的高端市场目前虽然仍以美日品牌为主,但中国企业也在加快技术追赶步伐,逐步缩小与美日品牌的技术差距,在某些领域甚至已实现了技术领先。

近年来国产品牌在境内内镜微创诊疗器械市场发力明显。波士顿科学、奥林巴斯、库克医疗等跨国巨头几乎占据境内内镜微创诊疗器械市场的70%-80%,集中度非常高。国产产品较少,且技术及质量水平较低,国产化率较低,国产品牌产品主要集中在中低端领域。彼时的进口内镜微创诊疗器械价格高昂,导致消化内镜诊疗给患者带来了较大的经济负担。

随着境内企业加大技术投入并申请相关产品上市销售,南微医学和公司等国产品牌不断缩小与跨国巨头的技术差距,国产品牌内镜微创诊疗器械在境内上市后对进口品牌的替代取得了积极效果。

根据《中国消化内镜技术发展现状》中的数据以及公司招股说明书中的预测显示,到2025年国内消化内镜诊疗器械行业规模有望达到69.7亿元,相比2019年的37.3亿元复合增速达到11.0%,未来头部国产企业未来有望脱颖而出。

图表15: 2019-2025E 中国消化内镜诊疗器械市场规模(亿元)



来源:《中国卫生健康统计年鉴》,《中国消化内镜技术发展现状》,公司招股说明书,国金证券研究所

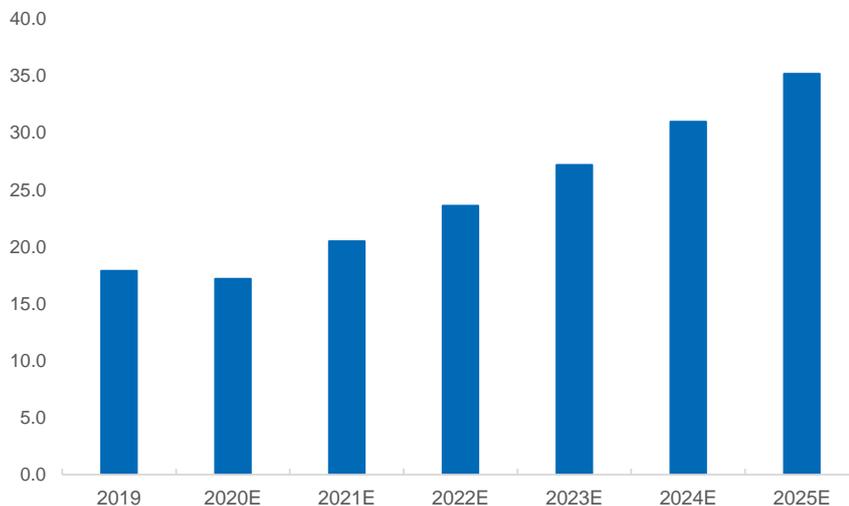
创新研发实力强劲,独创双极回路技术有望开拓市占率提升轨道

EMR/ESD: 止血夹单品市占率快速提升,独有双极回路技术开创早癌治疗新阶段

内镜下切除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/ESD手术主要涉及公司止血夹、注射针、圈套器以及黏膜切开刀等器械。

消化内镜下的微创治疗在消化系统疾病早期筛查中的作用越来越大。以食管癌为例，通过大量样本研究 ESD 治疗食管早期鳞癌可达到近乎 100%的整块切除率和 80%以上的根治率。随着民众“早筛早治”意识的不断提高、内镜资源的不断下沉以及有能力开展微创诊疗的医院数量不断增加，市场前景广阔，预计中国市场规模将由 2019 年的 17.9 亿元上升至 2030 年的 57.3 亿元。

图表 16: 2019-2025E 中国内镜下切除诊疗器械市场规模 (亿元)



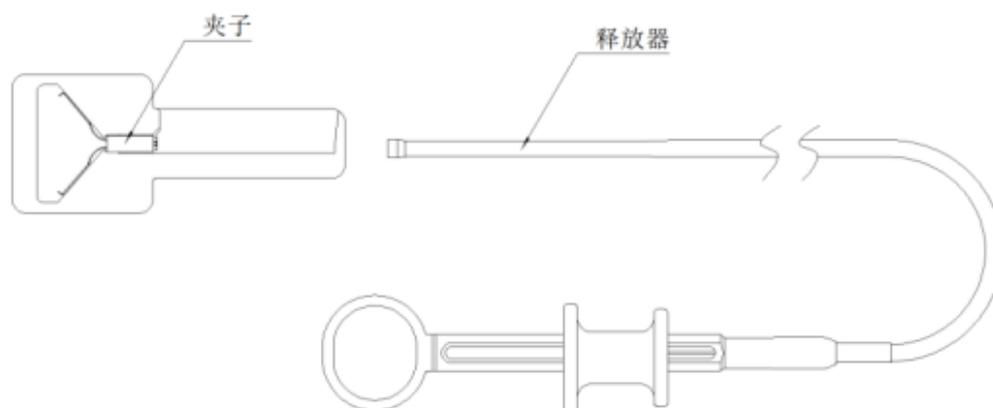
来源:《中国卫生健康统计年鉴》,《中国消化内镜技术发展现状》,公司招股说明书,国金证券研究所

公司自 2012 年起开展止血夹产品的研发,经过十年的创新,利用核心技术精准解决临床痛点,先后取得了 20 项发明专利,另有 10 项发明专利正在申请中,实现了可重复开闭、可拆卸、保持预夹和旋转功能下的可换装和连发等功能,其中可拆卸以及保持预夹和旋转功能下的可换装技术为公司独有技术,进一步提高操作安全性、缩短手术时间、降低诊疗成本、扩大适应症范围。公司的止血夹产品于 2013 年通过 CE 认证,是国内首批向欧洲销售止血夹产品的企业,亦是率先取得止血夹产品第三类医疗器械注册证的国内生产企业之一。

止血夹可换装技术优势显著,有望带动单品市占率快速提升。可换装技术为公司第四代核心技术,通过对释放器与夹子的连接结构重新设计,可实现同一个释放器与多枚夹子的重复连接,每次连接均能够完成精准旋转和预夹功能,降低了多个止血夹的使用成本,进而减轻患者负担。

目前公司最新一代已上市止血夹已实现可换装技术的应用,目前已实现部分收入,未来有望持续放量。

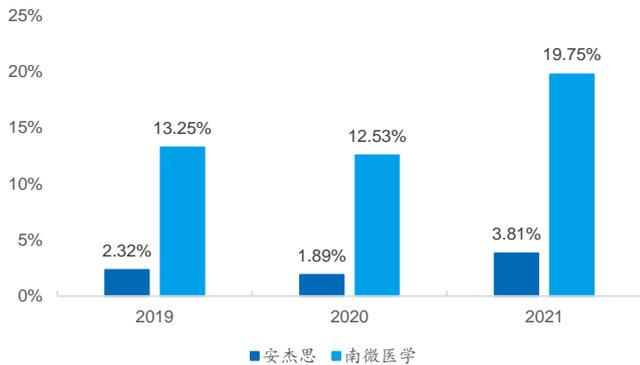
图表 17: 公司止血夹可换装技术示意图



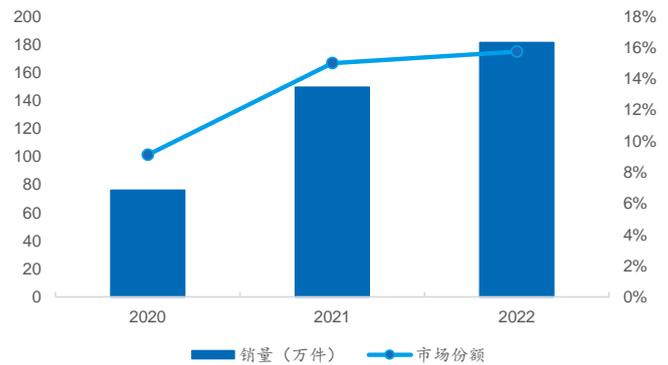
来源:公司招股说明书,国金证券研究所

2019 年到 2021 年,公司全球市场分额由 2.32% 上升至 3.81%,境内市场分额由 9.39% 上升至 15.00%,海内外市场均实现进一步突破。

图表18: 2019-2021 年公司与南微医学止血夹全球市场份额



图表19: 2020-2022 年公司止血夹中国市场份额及销售情况



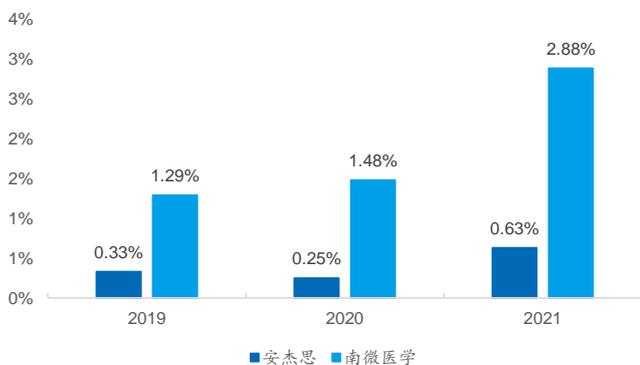
来源: 波士顿科学 2021 年投资者日报告, 南微医学年报, 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

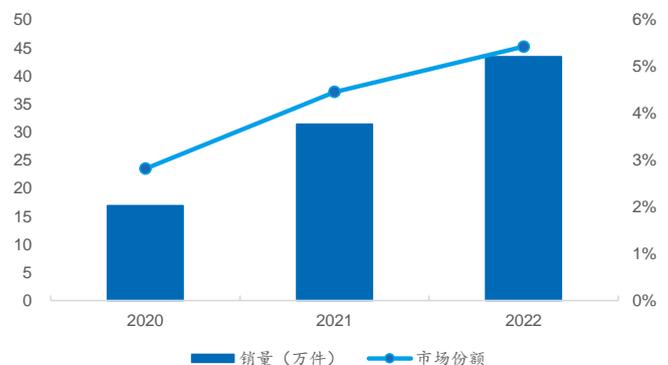
除目前已应用的旋转预夹技术、可拆卸技术、辅助组织牵引技术以及可换装技术外, 公司目前还在研发连发技术, 可实现一个释放器进入病灶部位后可连续释放多枚止血夹, 提高止血效率, 为大面积出血的患者节约止血时间, 增强了手术的安全性和有效性。未来有望应用在公司下一代止血夹产品中。产品的持续创新将给公司带来长期的发展动力。

独创双极回路技术减少手术风险, 新产品或带来 EMR/ESD 品类高速增长。除止血夹产品外, EMR/ESD 产品主要包括圈套器、喷洒管、硬化针和双极黏膜切开刀(双极高频切开刀), 其中圈套器为主要应用产品。随肠镜检查普及和息肉摘除术在境内外发展快速, 2019 年到 2021 年, 公司全球市场分额由 0.33% 上升至 0.63%, 境内市场分额由 2.22% 上升至 4.46%。

图表20: 2019-2021 年公司与南微医学 EMR/ESD 全球市场份额



图表21: 2020-2022 年公司圈套器中国市场份额及销售情况

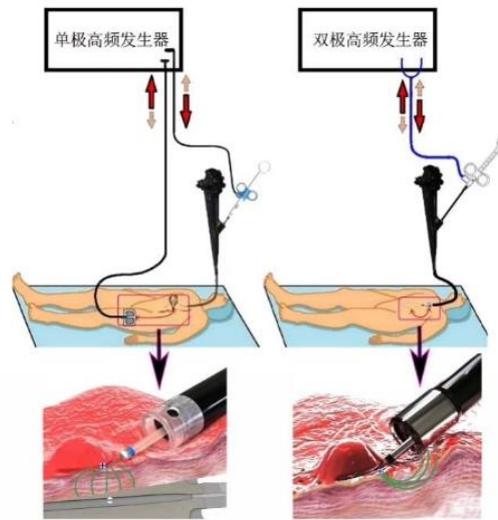


来源: 波士顿科学 2021 年投资者日报告, 南微医学年报, 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

目前全球 EMR/ESD 的早癌治疗手术普遍采用单极高频电原理, 单极高频电流对组织的损伤深度较大、伤口愈合较慢, 甚至会发生穿孔风险。公司独有的双极回路技术开创性地将负极板内置到内镜前端的透明帽上, 缩短了人体导电距离, 电流方向也从纵向贯穿消化道壁改为横向沿消化道黏膜方向, 可大幅降低单极回路技术造成的组织损伤或穿孔风险, 同时减少对手术中连接和内置于患者体内的其他电子装置(如监护仪和起搏器等)的干扰, 扩大了手术的适用人群, 开创了 EMR/ESD 早癌治疗的新阶段。

图表22：单极回路技术对比双极回路技术



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

经过多年的研发积累，公司成功推出双极切开刀产品，在技术成果转化方面取得较大突破。双极产品凭借其优越的性能，未来有望逐步替代现有的单极产品，引领消化内镜领域的新一轮器械升级。目前公司使用该技术的部分产品已取得境内产品注册证或通过 CE 认证、FDA 注册，双极高频止血钳和双极黏膜切开刀已实现部分收入。

图表23：公司双极高频止血钳示意图



图表24：公司双极高频切开刀示意图



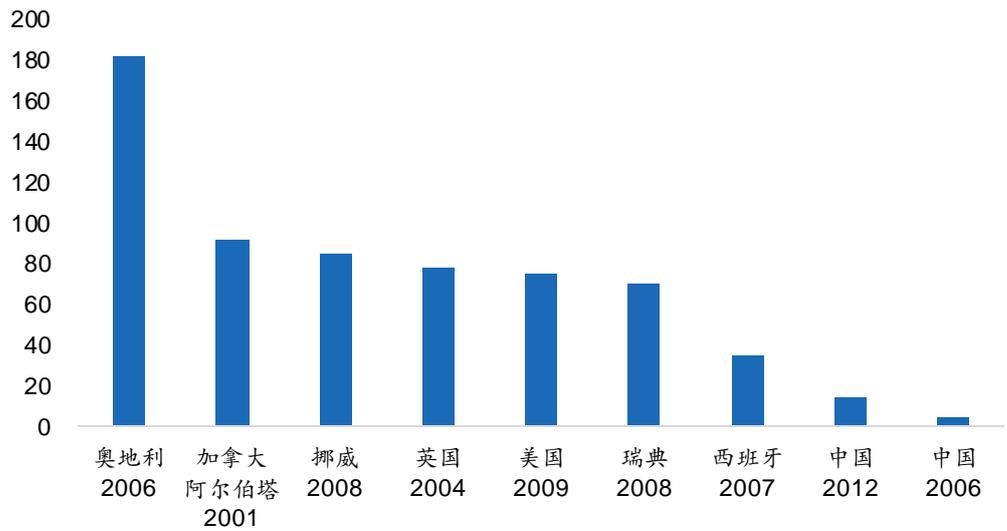
来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

ERCP：多年研发积累保障持续放量，核心产品定位全球市场

与部分发达国家每 10 万人 ERCP 开展率相比，中国同样处于起步阶段。然而纵向来看，2012 年较 2006 年进步很大，未来发展空间巨大。

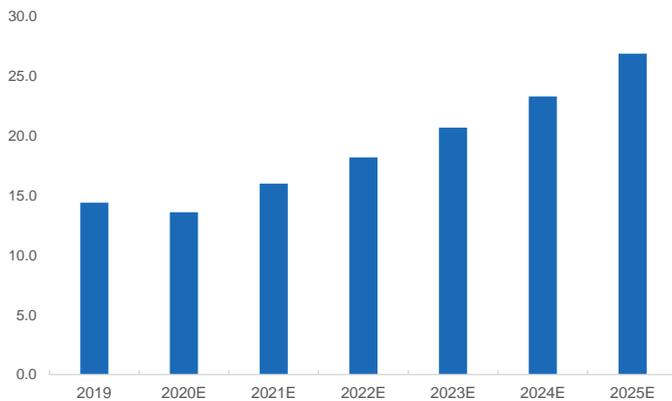
图表25：中国与部分发达国家 ERCP 开展率比较(每 10 万人开展数)



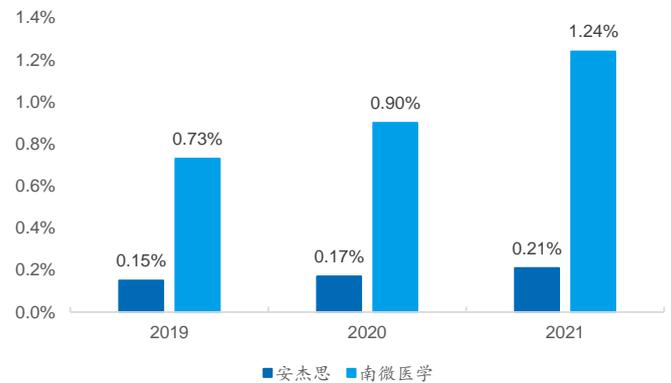
来源：《中国消化内镜技术发展现状》，国金证券研究所

ERCP 技术普及带动行业边际拓展。公司 ERCP 类产品系用于内镜逆行胰胆造影术使用的高频切开刀、取石网篮、导丝、胆道引流管等产品。随着内镜设备及器械的发展，ERCP 技术也在不断进步和完善，并已成为胰胆疾病的重要治疗手段，市场前景广阔。

图表26：2019-2025E 中国 ERCP 诊疗市场规模 (亿元)



图表27：2019-2021 年公司与南微医学 ERCP 全球市场份额



来源：《中国卫生健康统计年鉴》，《中国消化内镜技术发展现状》，公司招股说明书，国金证券研究所

来源：波士顿科学 2021 年投资者日报告，南微医学年报，公司招股说明书，国金证券研究所

ERCP 手术是消化道胆胰疾病治疗的“金标准”，高频切开刀、球囊取石导管等是 ERCP 手术的必备器械。公司自 2012 年起开展 ERCP 产品的研发，取得了一系列的创新成果，其中高频切开刀的可旋转控制技术使导丝可以插入预期管腔，较好地适应了临床医生操作导丝的方向性旋转需求，提高手术成功率，降低术中风险；公司独创的碟形球囊成型技术将球囊的长宽比进行了调整，球囊在弯曲腔道内的通过性得到明显改善，同时增大球囊内的充气压力，球囊与胆道壁更易贴合，提高了胆管取石的一次取净率。

图表28: 公司球囊取石导管示意图



图表29: 公司高频切开刀示意图



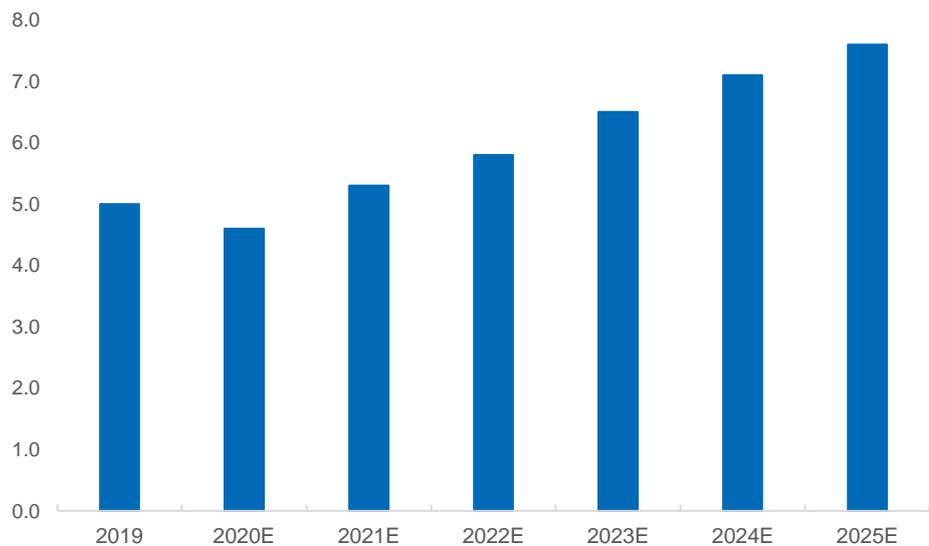
来源: 公司官网, 国金证券研究所

来源: 公司官网, 国金证券研究所

活检类: 活检钳产品市占率呈现提升趋势

胃肠镜诊断手术主要涉及活检钳产品, 市场份额实现稳步提升。在胃镜、肠镜诊断中, 公司的活检类产品与内镜配合使用, 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。随着国家和社会对于消化道癌症防治工作越发重视, 消化内镜检查例数逐年增长, 活检钳的应用需求稳步增长。

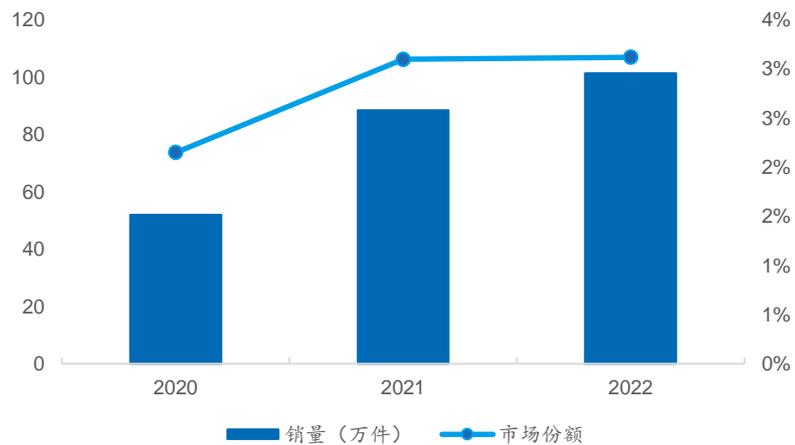
图表30: 2019-2025E 中国胃肠镜诊断活检钳市场规模 (亿元)



来源: 《中国卫生健康统计年鉴》, 《中国消化内镜技术发展现状》, 公司招股说明书, 国金证券研究所

公司积极研发活检类产品和开发相关的市场, 产品收入增长较快, 收入占比均保持在 10% 以上, 市场份额由 2020 年的 2.15% 增长至 2022 年的 3.12%。

图表31: 2020-2022 年公司活检钳中国市场份额及销售情况



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

诊疗仪器: 面向国内市场, 境内手术治疗水平提升有望带动增长

公司诊疗仪器类产品包括内镜用二氧化碳送气装置、内镜用送水装置及其他附件。根据境内临床内窥镜手术系统的配置习惯, 一般每三台内窥镜主机配置一台内镜用二氧化碳送气装置, 每两台内窥镜主机配置一台内镜用送水装置。2022 年境内各类医院内窥镜主机保有量预计为 28045 台。据此计算, 公司 2018 年至 2022 年境内销售的内窥镜用二氧化碳送气装置和内镜用送水装置占 2022 年末境内市场存量的比例超过 20%。

图表32: 2018-2022 年公司内窥镜主机中国市场份额

项目	内镜用二氧化碳送气装置	内镜用送水装置
公司 2018 年至 2022 年境内销售数量(台)	2,191	3,956
2022 年末境内各类医院内窥镜主机保有量(台)		28,045
2022 年末境内市场存量数(台)	9,348	14,023
公司 2018 年至 2022 年销量占存量的比例	23.44%	28.21%

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

在先前提及的双极耗材外, 公司已完成内镜微创领域的新一代双极诊疗仪器——高频手术设备的开发, 实现设备产品与耗材产品同步发展。

图表33: 公司内镜用二氧化碳送气装置 (左)、内镜用送水装置 (中)、高频电发生器示意图 (右)



来源: 公司官网, 国金证券研究所

此外, 公司高度关注行业内手术机器人的技术发展与临床应用, 并拥有包括软式内镜手术机器人系统及执行器械在内的多项技术储备, 并拥有相关专利, 未来在设备领域有望开拓新的市场。

IPO 募集资金提升生产、研发及营销能力

公司 2023 年 5 月在科创板 IPO 发行 1447 万股，发行价 125.80 元/股，募集资金净额达到 16.51 亿元，主要用于公司年产 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，募投项目建设完成后将有助于进一步提升公司在内窥镜耗材行业的竞争力。

- **年产 1000 万件医用内窥镜设备及器械项目：**拟投入募集资金 2.93 亿元，用于引进境内外先进生产和研究设备，建成内镜微创诊疗器械产品生产线的。
- **营销服务网络升级建设项目：**拟投入募集资金 1.12 亿元，通过合理化布局对现有营销服务网络进行梳理和升级，建立营销服务网络架构，主要包括：（1）针对公司现有营销服务网点的布局情况，境内新增 12 个销售大区中心城市办事处。（2）在欧洲和美洲新建营销网点，购置相关设备、招聘人员团队，提升公司的营销及服务能力。营销服务网络将采用更细致的管理手段，涵盖产品展示、市场策划、营销推广、售后服务等功能，实现公司营销管理方式的全方位升级。本项目的实施将提高公司区域市场服务能力，树立良好的品牌形象，提升公司市场占有率和整体实力。
- **微创医疗器械研发中心项目：**拟投入募集资金 1.66 亿元，用于新建研发中心，研发中心功能主要包括：机械设计、软件设计、样品试制、电子工程、设计验证与测试、工业设计及 UI 设计、ERP 维护及文档管理、专利预研等。
- **补充流动资金：**拟占用募集资金 2 亿元，综合考虑行业发展趋势、自身财务状况及未来发展规划等具体情况后，公司拟将本次募集资金中的 2 亿元用于补充流动资金，以满足公司生产经营的资金需求，增强自身抗风险能力与提升市场竞争力。

图表34：IPO 募集资金运用安排

项目名称	拟投入募集资金金额(万元)	项目周期及进展
年产1000万件医用内窥镜设备及器械项目	29,261.00	36个月，已基本完成建筑主体结构
营销服务网络升级建设项目	11,210.80	24个月
微创医疗器械研发中心项目	16,598.20	24个月
补充流动资金	20,000.00	-
合计	77,070.00	-

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023 年至 2025 年营业收入为 5.18、6.78、8.68 亿元，同比增长 40%、31%、28%，院内消化内镜手术量恢复及产品升级将成为公司收入增长的核心支撑。考虑到未来消化内镜耗材行业可能到来的带量采购政策实施以及公司对产品持续降本增效等多方面因素，公司整体毛利率有望保持相对平稳，预计 2023 年至 2025 年毛利率分别为 68.5%、68.4%、68.4%。

止血闭合类：

- 主要包括公司止血夹和双极高频止血钳产品，是公司的核心品类，收入占比超 50%。近年来公司止血闭合类产品国内外销售规模均实现增长，2020 年及 2022 年院内需求受到国内疫情负面影响，预计 2023 年将实现快速恢复。毛利率方面，虽然国内受市场竞争和招标等因素影响价格有一定下滑，但公司从原材料生产及包装改进等方面着手，引入大规模自动化生产流程，实现了单位成本的大幅下降，近年来止血闭合类毛利率呈现持续提升趋势。
- 预计 2023 至 2025 年止血闭合类产品收入增速达到 41%、29%、27%；毛利率达到 78.2%、78.0%、77.7%，随未来产品价格下降将呈现小幅下降趋势。

EMR/ESD 类：

- 主要包括公司电圈套器、注射针、高频切开刀等产品。随着肠镜检查普及和息肉摘除术在国内外快速发展，公司相关的电圈套器等产品需求快速增长。产品均价近年来由于“以价换量”策略及海外低价产品占比提升呈现下降趋势，但 2022 年公司提升生产自动化率及件件考核使工效提升，成本同样呈现下降趋势。
- 预计 2023 至 2025 年 EMR/ESD 类产品收入增速达到 42%、37%、32%；毛利率达到 61.9%、61.5%、61.1%。

活检类：

- 主要包括公司活组织取样钳及抓钳等产品。出于丰富产品线和增加客户黏性的考虑，公司积极拓展活检类市场，销售量提升速度较快。但目前活检类产品毛利率偏低，且由于市场竞争因素，产品单价有一定下降，随公司生产工艺成熟和规模效应扩大，未来公司活检类产品毛利率仍有一定提升空间。
- 预计 2023 至 2025 年活检类产品收入增速达到 32%、27%、23%；毛利率达到 35.0%、36.4%、37.7%。

ERCP 类：

- 主要包括高频切开刀、导丝、取石导管、取石网篮、胆道引流管等产品。近年来 ERCP 在临床上应用普及情况较好，公司相关产品销量实现了明显增长。毛利率方面，近年来在产品价格相对稳定的情况下，公司原材料采购价格下降导致毛利率持续提升。目前国内部分省市已针对 ERCP 类部分产品进行了带量采购试点工作，预计未来将对产品毛利率有一定影响。
- 预计 2023 至 2025 年 ERCP 类产品收入增速达到 39%、35%、32%；毛利率达到 66.1%、65.8%、65.4%。

诊疗仪器类：

- 主要包括高频手术设备、内镜用二氧化碳送气装置、内镜用送水装置产品。设备类产品价格基本稳定，随着国内手术治疗水平提升，内镜相关设备医院需求同样在不断提升。预计未来随公司生产工艺升级单位成本仍有下降空间。
- 预计 2023 至 2025 年诊疗仪器类产品收入增速达到 30%、26%、24%；毛利率达到 71.9%、72.2%、72.5%。

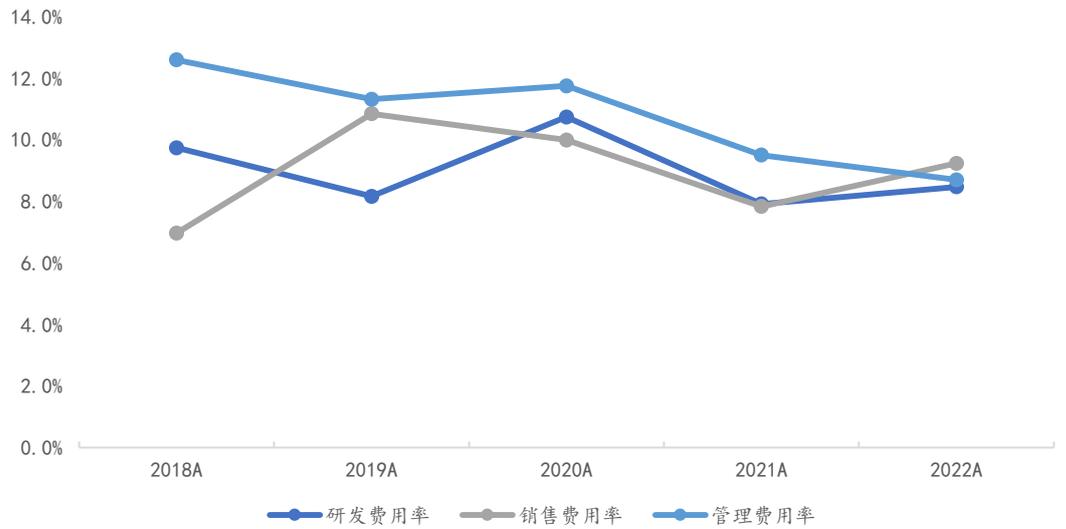
图表35：2023-2025年公司收入及毛利率预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
止血闭合类						
收入(百万元)	88.0	172.3	202.7	286.0	370.0	471.4
YoY	-13.4%	95.7%	17.7%	41.1%	29.4%	27.4%
收入占比	51.2%	56.4%	54.6%	55.3%	54.6%	54.3%
毛利率	72.6%	75.4%	78.4%	78.2%	78.0%	77.7%
EMR/ESD类						
收入(百万元)	26.3	57.0	69.4	98.6	135.3	178.9
YoY	-14.2%	116.9%	21.7%	42.1%	37.2%	32.3%
收入占比	15.3%	18.7%	18.7%	19.0%	20.0%	20.6%
毛利率	61.5%	58.1%	62.2%	61.9%	61.5%	61.1%
活检类						
收入(百万元)	26.3	36.2	47.7	63.1	80.4	98.5
YoY	15.1%	37.9%	31.7%	32.3%	27.4%	22.5%
收入占比	15.3%	11.9%	12.9%	12.2%	11.9%	11.3%
毛利率	20.2%	23.2%	33.7%	35.0%	36.4%	37.7%
ERCP类						
收入(百万元)	18.4	22.0	29.3	40.8	55.2	73.0
YoY	18.9%	19.4%	33.5%	39.2%	35.2%	32.3%
收入占比	10.7%	7.2%	7.9%	7.9%	8.1%	8.4%
毛利率	57.4%	63.3%	66.5%	66.1%	65.8%	65.4%
诊疗仪器类						
收入(百万元)	11.3	16.7	18.2	23.7	29.9	37.0
YoY		47.9%	9.1%	30.0%	26.0%	24.0%
收入占比	6.6%	5.5%	4.9%	4.6%	4.4%	4.3%
毛利率	65.4%	67.5%	68.9%	71.9%	72.2%	72.5%
其他业务						
收入(百万元)	1.7	1.3	3.8	5.3	6.9	8.8
YoY		-22.7%	189.8%	41.1%	29.4%	27.4%
合计						
营业收入(百万元)	172.0	305.5	371.1	517.6	677.6	867.7
YoY	-6.0%	77.7%	21.5%	39.5%	30.9%	28.0%
毛利率	60.8%	64.7%	68.1%	68.5%	68.4%	68.4%

来源：Wind，国金证券研究所

- 研发费用率：2022年公司研发费用率8.5%，投入包括高频发生器、双极电圈套器、黏膜切开刀等众多研发项目。由于公司对研发创新较为重视，预计未来随公司收入规模高速增长，研发投入还将持续增长，预计未来研发费用率将稳定在9%左右。
- 销售费用率：随着公司经营规模的持续扩张，公司对销售渠道的拓展和产品学术推广力度也在加大，2021年开始公司实施了更为积极的销售策略：1) 根据产出规模及客户需求等因素，重新梳理、划分了销售区域；2) 纵向销售梯队上的业务人力和横向部门间的协作人力均开展了较大规模的扩充。基于未来新产品推广投入的预期，预计未来公司2023-2025年销售费用率将达到10.0%、10.5%、11.0%。
- 管理费用率：随公司近年来收入规模的不断提升，虽然管理费用绝对金额上略有增长，但公司整体管理费用率呈现稳步下降的趋势，公司管理费用率从2018年的12.6%下降到2022年的8.7%，未来管理费用率到2025年持续下降到7%。

图表36: 2018-2022 公司费用率变化



来源: Wind, 国金证券研究所

预计公司 2023-2025 年归母净利润 2.05/2.73/3.47 亿元, 同比+42%/+33%/+27%。

选用相对估值法对公司进行估值, 选取 A 股医疗器械企业南微医学、惠泰医疗、开立医疗作为可比公司, 2023 年至 2025 年行业平均市盈率分别为 42 倍、31 倍和 24 倍, 参考同行业上市公司可比估值情况, 考虑到公司较大的份额拓展潜力以及未来双极新技术产品的放量, 给予公司 2023 年 39 倍 PE 估值、12 个月内目标市值 80 亿元, 目标价位 138.24 元/股, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表37: 可比公司估值情况 (截至 2023/7/25)

代码	公司名称	当前市值 (亿元)	ROE 2022A	净利率 2022A	归母净利润					备注	PE		
					2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2023E	2024E	2025E
688029.SH	南微医学	154	10.8%	16.8%	3.25	3.31	4.64	6.30	8.27	国金预测	33.1	24.4	18.6
688617.SH	惠泰医疗	244	20.1%	28.0%	2.08	3.58	4.83	6.82	9.03	国金预测	50.6	35.8	27.0
300633.SZ	开立医疗	205	14.6%	21.0%	2.47	3.70	4.93	6.42	8.27	Wind预期	41.6	32.0	24.8
算数平均											41.8	30.7	23.5
中值											41.6	32.0	24.8
688581.SH	安杰思	70	44.4%	39.1%	1.05	1.45	2.05	2.73	3.47	国金预测	34.4	25.8	20.3

来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

医保控费政策风险：目前浙江、福建、河北等多个省份已针对圈套器等部分消化内镜耗材开展带量采购工作，公司的电圈套器、胆道引流管等产品成功中选。2022年公司通过带量采购实现销售的电圈套器收入占境内电圈套器收入的比例为4.08%，销售均价较同期非带量采购低37.89%。考虑到公司未来其他产品可能进一步纳入带量采购或招标降价，报告盈利预测已考虑其产品的毛利率或将出现下滑的影响。若公司产品的价格下滑幅度过大，或者公司未能在带量采购中中标，将可能对公司业绩造成更大的负面影响。

在研项目推进不达预期风险：若公司在研项目推进缓慢，或研发项目失败而中止，将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险，将可能对公司造成负面影响。

产品推广不达预期风险：如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低，导致产品上市后推广进场缓慢，将可能对公司当期业绩增长造成负面影响。

院内需求恢复速度不及预期风险：若2023年院内消化内镜手术需求恢复速度较慢，或由于其他因素影响行业手术量增长，将可能对公示业绩造成负面影响。

汇兑风险：公司收入结构中有较大比例来源于海外，若人民币汇率出现较大波动，将可能对公司当期业绩产生影响。

限售股解禁及财务投资者减持风险：由于公司为新上市，2023年11月20日预期将会有部分首发股份解禁，股份数85.06万股，占总股本1.47%。且公司股东结构中有一定比例的财务投资者，后续限售股解禁及股东减持将可能对公司股价产生负面影响。

附录

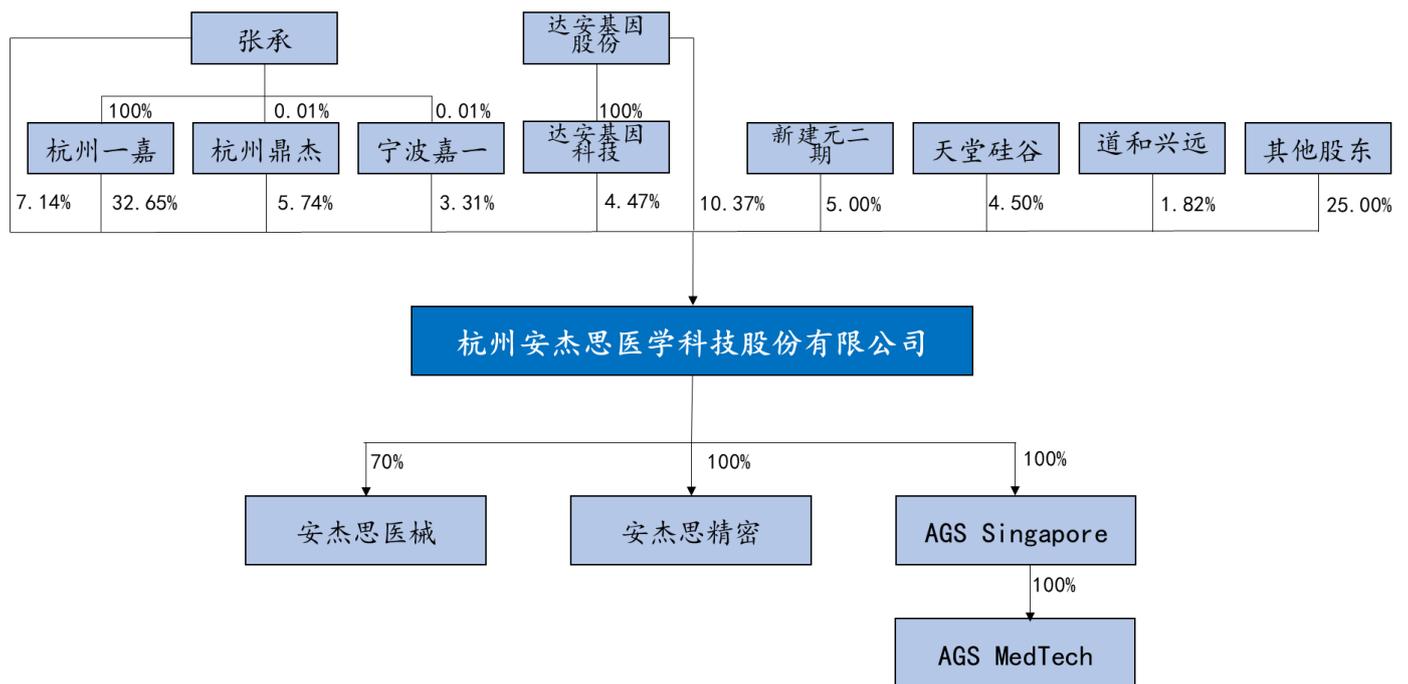
图表38: 公司成立以来业务发展里程碑

年份	产品里程碑
2012年	内镜微创诊疗器械项目启动
2013年	国内取得首批8个产品注册证, 欧盟取得10个产品CE证书 止血夹、内镜用送气装置、导丝、活检钳、取石篮网等开始销售
2014年	境外实现规模销售
2015年	取得电圈套器、高频切开刀的三类注册证
2016年	取得国内首批止血夹三类注册证 圈套器360度同步旋转达到精准控制水平; 欧洲推广带注射功能止血夹
2017年	活检钳可侧转技术升级, 媲美国际先进水平 蝶形球囊、旋转切开刀产品研发成功, 止血夹实现可拆卸功能
2018年	圈套器实现更高效长宽比, 止血夹进入美国市场
2019年	双极产品获得CE证书 通过FDA现场审核, 研发止血夹可换装技术
2020年	可换装止血夹取得欧盟CE认证 注射针产品国内取得三类注册证
2021年	双极项目全系列产品获得国内注册证 双极圈套器获得国内注册证
2022年	可拆卸止血夹获得FDA认证 双极产品国内临床推广

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司实际控制人张承直接或间接持有公司39.79%的股份, 控股股东杭州一嘉投资为张承100%持股。公司共拥有4家家全资控股子公司/孙公司(其中2家为境内公司, 2家为境外公司), 其中子公司安杰思精密负责生产弹簧软管等上游原材料。

图表39: 公司股权结构图



来源: 公司招股说明书, 天眼查, 国金证券研究所

核心管理团队从业经验丰富。公司董事长兼总经理张承先生深耕医疗器械行业二十年，亲历我国内镜诊疗发展历程。在张承的带领下，公司汇聚了一批经验丰富的经营管理团队。董事长、副总经理等中高层以上的人员，均有10年以上的从业经历，能在业务开拓、品牌形象树立、技术团队建设、市场营销、内部风险控制等公司的运营环节层层把关并取得较好的管理效果。

图表40：公司主要管理团队人员

姓名	任职	简介
张承	总经理、 董事长	男，1970年3月出生，大学专科学历。1992年8月至2000年8月，于杭州谷口精工模具有限公司任技术经理；2000年9月至2005年10月，于杭州博日科技有限公司任事业部副部长、生产管理部长；2005年10月至2011年11月，于安瑞医疗器械（杭州）有限公司任总经理；2011年12月至今，于公司先后任总经理、董事长。现任公司董事长、总经理。
韩春琦	副总经理、 董事	男，1983年2月出生，大学本科学历。2006年10月至2011年12月，于安瑞医疗器械（杭州）有限公司任研发主管；2012年1月至今，于公司先后任研发中心副总监、研发中心总监、董事兼副总经理。现任公司董事、副总经理，兼任安杰思精密总经理。
陈君灿	财务总监	男，1981年12月出生，大学本科学历。2005年7月至2010年5月，于天健会计师事务所（特殊普通合伙）任审计经理；2010年6月至2013年8月，于西子联合控股有限公司任内审部经理；2013年9月至2017年12月，于杭州杭科光电集团股份有限公司担任董事会秘书；2018年1月至今，于公司任财务总监。现任公司财务总监。
张勤华	董事会秘书	男，1980年3月出生，毕业于浙江工商大学工商管理，大学本科学历。2002年9月至2010年1月，于杭州肯德基有限公司任运营管理经理；2010年4月至2011年12月，于安瑞医疗器械（杭州）有限公司任销售工程师；2012年1月至今，于公司先后任采购经理、财务管理经理、董事会秘书。现任公司董事会秘书。

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	172	305	371	518	678	868	货币资金	156	205	213	1,942	2,129	2,403	
增长率		77.6%	21.5%	39.5%	30.9%	28.0%	应收款项	14	14	21	23	31	39	
主营业务成本	-67	-108	-118	-163	-214	-274	存货	20	40	39	53	69	88	
%销售收入	39.2%	35.3%	31.9%	31.5%	31.6%	31.6%	其他流动资产	3	4	59	63	66	69	
毛利	104	198	253	354	463	593	流动资产	193	263	332	2,082	2,295	2,600	
%销售收入	60.8%	64.7%	68.1%	68.5%	68.4%	68.0%	%总资产	74.2%	76.8%	70.1%	90.2%	89.6%	90.3%	
营业税金及附加	-2	-3	-4	-5	-7	-9	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	41	52	116	199	237	250	
销售费用	-17	-24	-34	-52	-71	-95	%总资产	15.9%	15.3%	24.5%	8.6%	9.3%	8.7%	
%销售收入	10.0%	7.8%	9.2%	10.0%	10.5%	11.0%	无形资产	24	23	23	25	26	28	
管理费用	-20	-29	-32	-41	-51	-61	非流动资产	67	79	141	227	266	280	
%销售收入	11.8%	9.5%	8.7%	8.0%	7.5%	7.0%	%总资产	25.8%	23.2%	29.9%	9.8%	10.4%	9.7%	
研发费用	-18	-24	-31	-47	-61	-78	资产总计	260	342	473	2,308	2,561	2,879	
%销售收入	10.7%	7.9%	8.5%	9.0%	9.0%	9.0%	短期借款	0	1	1	1	1	1	
息税前利润 (EBIT)	47	117	151	209	274	350	应付款项	26	40	43	56	73	93	
%销售收入	27.2%	38.3%	40.7%	40.5%	40.4%	40.4%	其他流动负债	18	28	47	56	74	94	
财务费用	-3	-2	13	22	42	47	流动负债	44	69	91	112	148	188	
%销售收入	1.6%	0.8%	-3.6%	-4.3%	-6.2%	-5.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	0	-1	-2	-1	0	-1	其他长期负债	0	2	1	1	0	0	
公允价值变动收益	0	1	0	3	2	2	负债	44	71	92	113	148	189	
投资收益	0	1	-7	0	-5	0	普通股股东权益	217	271	382	2,195	2,413	2,690	
%税前利润	0.0%	0.5%	n.a	0.0%	n.a	0.0%	其中：股本	43	43	43	58	58	58	
营业利润	49	120	164	239	317	404	未分配利润	87	131	226	388	605	883	
营业利润率	28.2%	39.3%	44.2%	46.1%	46.8%	46.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	2	0	2	0	0	0	负债股东权益合计	260	342	473	2,308	2,561	2,879	
税前利润	51	120	166	239	317	404	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	29.7%	39.3%	44.6%	46.1%	46.8%	46.5%	每股指标							
所得税	-6	-15	-21	-33	-44	-57	每股收益	1.042	2.415	3.340	3.545	4.712	5.998	
所得税率	11.4%	12.6%	12.4%	14.0%	14.0%	14.0%	每股净资产	4.993	6.254	8.792	37.931	41.694	46.491	
净利润	45	105	145	205	273	347	每股经营现金净流	1.229	2.725	3.603	3.693	5.181	6.500	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.760	0.950	1.200	
归属于母公司的净利润	45	105	145	205	273	347	回报率							
净利率	26.3%	34.3%	39.1%	39.6%	40.2%	40.0%	净资产收益率	20.88%	38.61%	37.99%	9.35%	11.30%	12.90%	
							总资产收益率	17.37%	30.64%	30.62%	8.89%	10.65%	12.05%	
							投入资本收益率	19.16%	37.54%	34.50%	8.20%	9.75%	11.20%	
							增长							
							主营业务收入增长率	-5.95%	77.64%	21.49%	39.46%	30.92%	28.05%	
							EBIT增长率	-16.44%	150.10%	28.80%	38.83%	30.67%	28.05%	
							净利润增长率	-17.36%	131.68%	38.32%	41.54%	32.92%	27.28%	
							总资产增长率	19.12%	31.33%	38.42%	387.57%	10.95%	12.43%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	27.8	13.2	14.7	14.0	14.0	14.0	
							存货周转天数	111.1	101.3	121.0	120.0	120.0	120.0	
							应付账款周转天数	113.4	89.1	103.0	100.0	100.0	100.0	
							固定资产周转天数	77.9	49.8	42.5	61.2	78.0	74.5	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-71.85%	-75.40%	-70.06%	-91.10%	-90.69%	-91.57%	
							EBIT利息保障倍数	16.6	47.0	-11.2	-9.4	-6.5	-7.5	
							资产负债率	16.79%	20.63%	19.39%	4.89%	5.78%	6.56%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806