

2023年08月21日

买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

安杰思（688581）：业绩快速增长，股权激励目标高

——公司简评报告

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

dyh@longone.com.cn

数据日期	2023/08/21
收盘价	98.30
总股本(万股)	5,787
流通A股/B股(万股)	1,292/0
资产负债率(%)	5.86%
市净率(倍)	2.75
净资产收益率(加权)	11.32
12个月内最高/最低价	137.60/93.11

**投资要点**

- 业绩快速增长，盈利能力显著提升。**2023年上半年，公司实现营收2.06亿元，同比增长30.7%；归母净利润0.79亿元，同比增长44.2%；扣非后归母净利润0.77亿元，同比增长33.2%；其中，Q2单季实现营业收入1.15亿元，同比增长44.3%；归母净利润0.45亿元，同比增长63.9%；公司业绩快速增长主要受益于境内医院诊疗的逐渐恢复，海外新客户及产品线的拓展。报告期内，公司销售毛利率和净利率分别为68.8%、38.3%，较去年同期分别提升3.5、3.6pct；其中Q2单季公司销售毛利率为67.41%，同比提升2.89pct；销售净利率为38.72%，同比提升4.63pct，主要是公司产品结构、生产工艺优化及汇率变动影响等。报告期内，公司销售、管理、财务费用率分别为11.3%、9.6%、-4.2%，分别较去年同期增加1.9、0.6、1.7个百分点；研发费用率为8.8%，下降0.4个百分点。
- 海外市场持续发力。**2023上半年，公司海外营收1.02亿元，同比增长42.4%，主要是海外新客户的拓展（新客户数量增长18%），老客户合作产品线的增加等。具体来看，北美洲、欧洲和其他市场收入分别为3057.26万元、4946.12万元和2166.44万元，同比分别增长36.2%、37.0%和68.7%。上半年，公司在澳大利亚、马来西亚、加拿大等多个国家新增注册证15张，其中公司具备核心技术的止血夹产品已获FDA、CE和国内注册证，并在欧洲形成批量销售，放量可期。
- 股权激励目标高，彰显发展信心。**公司同期发布股权激励计划，拟向激励对象授予的限制性股票总量为47.65万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的0.823%。其中，首次授予39.15万股，预留8.50万股。首次授予部分涉及的激励对象共计69人，约占公司全部职工人数的12.3%，其中包括公司董事、高级管理人员和中层管理人员及核心技术骨干；授予价格为70元/股。公司业绩考核年度为2023-2025年，分为两个目标（A和B）。目标A：公司归属系数100%，2023-2025年营收分别为5亿、6.75亿、9.11亿，同比分别增长35%、35%、35%；净利润分别为1.95亿、2.49亿、3.09亿，同比分别增长34%、28%、24%；目标B：公司归属系数80%，2023-2025年营收分别为4.75亿、6.41亿、8.65亿，同比分别增长28%、35%、35%；净利润分别为1.79亿、2.29亿、2.84亿，同比分别增长23%、28%、24%。公司上市不久，即迅速推出股权激励计划，一方面有利于充分调动员工的积极性，另一方面也彰显出公司对未来几年业务快速发展的信心目标。
- 投资建议：**公司多个产品处于行业领先，已在全球市场广泛布局，发展前景可期。我们预计公司2023-2025年的营收分别5.04/6.58/8.45亿元，归母净利润为1.93/2.55/3.21亿元，对应EPS分别为3.34/4.40/5.54元，对应PE分别29.45/22.35/17.74倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争风险；政策风险；汇率风险等。

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	171.95	305.47	371.11	503.94	657.73	845.35
增长率（%）	-5.95%	77.64%	21.49%	35.79%	30.52%	28.53%
归母净利润（百万元）	45.23	104.80	144.96	193.15	254.57	320.58
增长率（%）	-17.4%	131.7%	38.3%	33.25%	31.80%	25.93%

EPS (元/股)	-	-	3.34	3.34	4.40	5.54
市盈率 (P/E)	-	-	-	29.45	22.35	17.74
市净率 (P/B)	-	-	-	2.61	2.33	2.06

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2023 年 8 月 21 日收盘）

正文目录

1. 安杰思：内镜微创新星，业绩高增长	5
1.1. 业绩快速增长，盈利能力显著提升	6
1.2. 海外市场持续发力	8
1.3. 研发进展顺利，多款产品即将上市	10
2. 股权激励目标高，彰显发展信心	10
3. 盈利预测与估值分析	11
3.1. 盈利预测	11
3.2. 估值分析	13
4. 投资建议	13
5. 风险提示	14

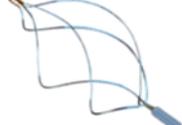
图表目录

图 1 公司各主营业务营收情况（万元）	6
图 2 公司营收及同比增速	7
图 3 公司归母净利润及同比增速	7
图 4 公司毛利率与净利率（%）	7
图 5 公司四项费用率（%）	7
图 6 公司境内外营收占比及同比增长率变化	8
图 7 公司 2023 上半年境外市场营收及同比增速	8
图 8 公司产品境内外毛利率变化	9
图 9 公司 PE-BAND	13
表 1 公司产品一览表	5
表 2 报告期内公司相关产品在国内外市场首次获得注册证书的情况	9
表 3 公司在研项目情况（单位：万元）	10
表 4 股权激励计划考核目标	11
表 5 限制性股票摊销费用	11
表 6 公司主营业务收入假设	12
表 7 可比公司一览	13
附录：三大报表预测值	15

1.安杰思：内镜微创新星，业绩高增长

公司成立于 2010 年，2023 年 5 月 19 日在科创板上市。公司从事内镜微创诊疗器械的研发、生产与销售，产品结构丰富。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。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。2022 年公司产品类型按营收占比排序依次为：止血闭合类（55%）、EMR/ESD 类（19%）、活检类（13%）和 ERCP 类（8%）。

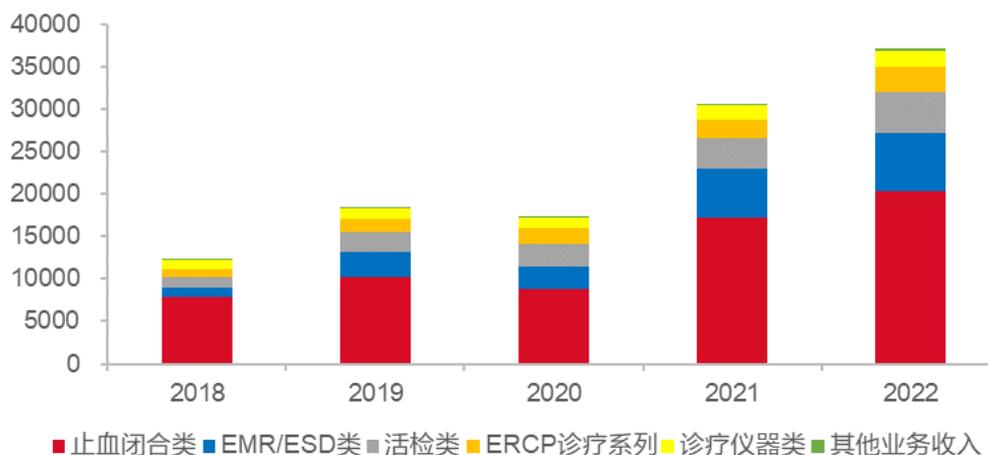
表1 公司产品一览表

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	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		
诊疗仪器类	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	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：公司招股书，东海证券研究所

图1 公司各主营业务营收情况（万元）



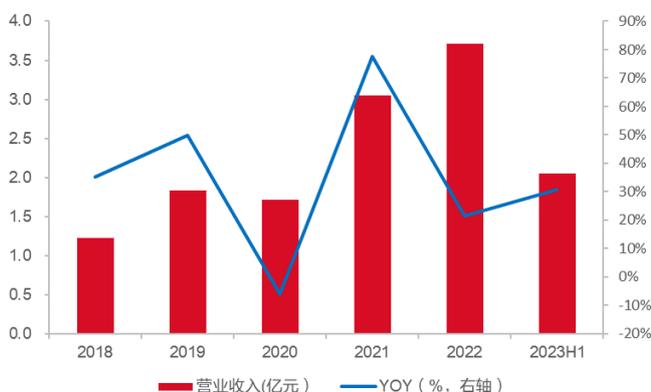
资料来源：IFinD，东海证券研究所

1.1.业绩快速增长，盈利能力显著提升

公司上半年业绩快速增长。公司近年来业绩保持快速增长态势，2018-2022 年营收从 1.22 亿增长至 3.71 亿，CAGR 为 32.04%；归母净利润从 0.37 亿增长至 1.45 亿，CAGR 为 40.39%。2023 上半年，公司实现营业收入 2.06 亿元，同比增速为 30.70%；归母净利润 0.79 亿元，同比增速为 44.16%；扣非后归母净利润 0.77 亿元，同比增长 33.22%；其中，Q2 单季实现营业收入 1.15 亿元，同比增长 44.30%；归母净利润 0.45 亿元，同比增长 63.89%；公司营收增加较快主要是，一方面国内二季度门诊诊疗逐渐恢复，手术数量迅速提

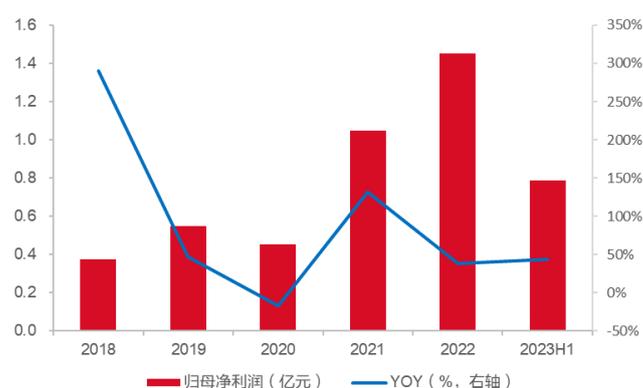
升，境内业务恢复正常态势；另一方面，海外新客户的拓展、老客户合作产品线的增加，海外业务呈现增长态势。

图2 公司营收及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

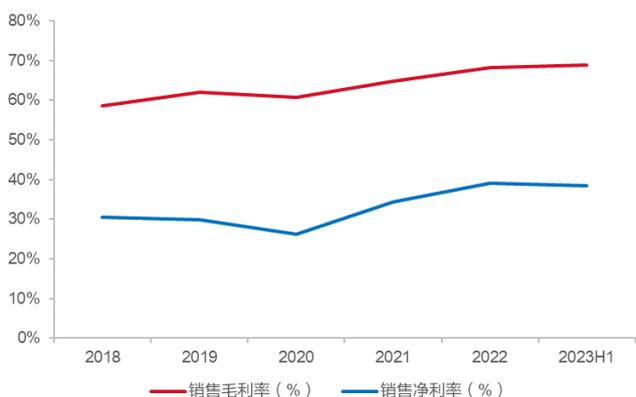
图3 公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

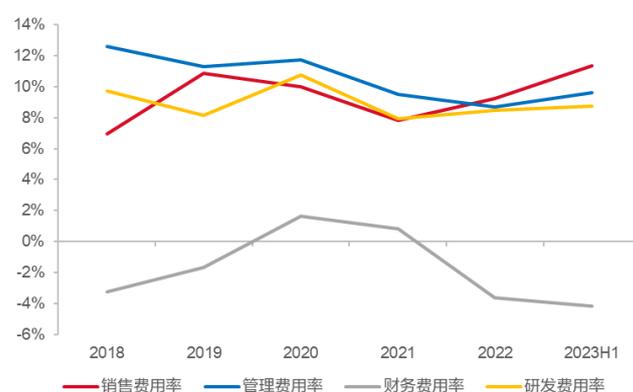
公司盈利能力突出，2023 上半年毛利率创新高。公司 2018-2022 年销售毛利率和净利率持续提升，2023 上半年公司毛利率与净利率分别为 68.77%、38.34%，分别较去年同期增加 3.52pct、3.58pct；其中 Q2 单季公司销售毛利率为 67.41%，同比提升 2.89pct；销售净利率为 38.72%，同比提升 4.63pct。公司毛利率提升原因主要是：1) 产品结构不断优化；2) 工艺生产流程优化 3) 供应链管理优化；4) 汇率变动影响。期间费用率方面，销售、管理、财务费用率分别为 11.34%、9.62%、-4.16%，分别比去年同期增加 1.86pct、0.62pct、1.73pct；研发费用率为 8.76%，下降 0.44pct。销售费用率升高是因为公司为巩固和提升市场份额、开拓业务渠道及市场营销人员工资等费用增加所致。2023 上半年，新增产品进院数量超过 200 家。公司临床客户级别持续提升，三甲医院和二甲医院的占比分别达到 42.66%和 28.44%；境外市场持续开拓，海外新客户数量增长 18%。

图4 公司毛利率与净利率 (%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 公司四项费用率 (%)

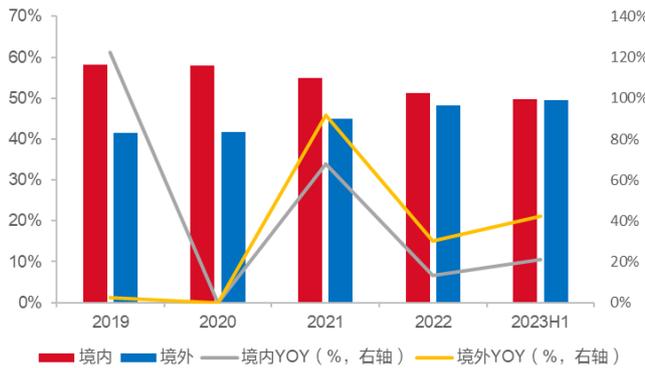


资料来源：Wind，东海证券研究所

1.2. 海外市场持续发力

公司海外业务营收持续高增长。2023 上半年，公司境内、外营收分别为 1.02 亿元和 1.02 亿元，分别同比增加 21.10%、42.42%。具体来看，国内市场一季度收入同比下降 8.33%，随着二季度手术全面恢复，收入同比增长 49.35%。境外市场增长主要是因为海外新客户的拓展，上半年公司海外新客户数量增长 18%，同期老客户合作产品线增加明显。2023 上半年，北美洲市场销售收入 3057.26 万元，同比增长 36.19%，欧洲市场销售收入 4946.12 万元，同比增长 36.96%，境外其他市场销售收入 2166.44 万元，同比增长 68.68%。

图6 公司境内外营收占比及同比增长率变化



资料来源：iFinD，东海证券研究所

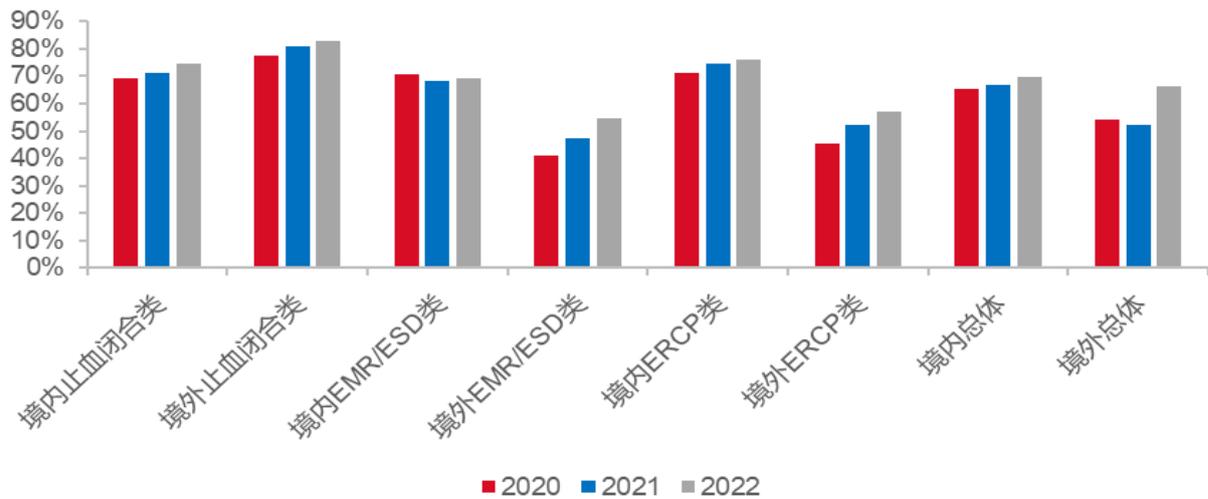
图7 公司 2023 上半年境外市场营收及同比增速



资料来源：iFinD，东海证券研究所

止血闭合类产品有望海外加速放量。公司主营产品在境内市场整体毛利率较境外高，但止血夹产品 2021 年开始在扩大市场的同时受境内招标导致单价下降，毛利率受到一定程度影响，而北美区域该产品定价较高，导致高毛利率。2020 年至 2022 年止血夹类产品境外毛利率分别为 77.52%、80.74%、82.78%，分别比境内同期高 8.33、9.57、8.33 个百分点。上半年，公司在澳大利亚、马来西亚、伊朗、加拿大、厄瓜多尔和科威特多个国家新增海外注册证书 15 张，止血夹产品在澳大利亚、伊朗和加拿大获得注册证书。可换装技术为公司止血夹第四代核心技术，目前公司该产品已获得 FDA、CE 和国内注册证并在欧洲形成批量销售，伴随公司止血夹产品在境外销售逐步放量，公司整体盈利能力有望持续提升。

图8 公司产品境内外毛利率变化



资料来源：iFinD，东海证券研究所

表2 报告期内公司相关产品在国内外市场首次获得注册证书的情况

国家或地区	产品名称	证书获批时间
中国	夹子装置	2023.01.31
澳大利亚	Disposable Swinging Biopsy Forceps	2023.05.01
澳大利亚	Hemoclip	2023.05.08
马来西亚	Disposable Sclerotherapy Needle	2023.02.03
伊朗	Disposable Biopsy Forceps	2023.04.20
伊朗	Disposable Guide Wire	2023.04.20
伊朗	Stone Retrieval Balloon	2023.04.20
伊朗	Polypectomy Snare	2023.04.20
伊朗	Disposable Sclerotherapy Needle	2023.04.20
伊朗	Sphincterotome	2023.04.20
伊朗	Hemoclip	2023.04.20
加拿大	Hemoclip	2023.05.05
厄瓜多尔	Disposable Biopsy Forceps	2023.06.04
厄瓜多尔	Disposable Grasping Forceps	2023.06.04
厄瓜多尔	Polypectomy Snare	2023.06.04
科威特	Disposable Swinging Biopsy Forceps	2023.06

资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.3. 研发进展顺利，多款产品即将上市

公司持续完善产品梯队，新产品相继获批上市。2023 年上半年，公司研发投入合计 1800.25 万元，较去年同期增长 24.48%。公司新增申请 13 项发明专利，新增申请 6 项实用新型专利。2023 年上半年，公司已上市销售的项目包括：1) 止血闭合类产品中可换装止血夹已获得 FDA, CE 和国内注册证，欧洲已实现批量销售，后续国内也将逐步形成规模化销售。2) ERCP 类产品中新型导丝进入销售阶段。上半年公司取得积极进展的产品有：1) 止血闭合类产品中缝合夹、连发夹和短尾夹在研发中；2) EMR/ESD 类中第二代单双混合电刀设备、第二代双极黏膜切开刀持续开发中；3) 诊疗仪器类中单双混合电刀研发中，三代送水注册中；4) ERCP 类产品中扩张球囊导管获得 FDA 注册证，CE 在注册阶段；5) 活检类产品中，热活检钳，进入注册阶段；新增旋转型和多取样型在研发中；6) 软性内窥镜目前已经解决了镜体的操作问题、并掌握了光源选择和图像处理核心算法，接下来即将进入原理样机阶段。

表3 公司在研项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资规模	本期投入金额	累计投入金额	进展或阶段性成果	技术水平
单光纤成像/软性内窥镜	2099.00	177.15	373.48	已经布局申请 5 项专利单光纤成像：实现直径 1mm 截面下的高分辨率成像；软性内窥镜：目前已经解决了镜体的操作问题、并掌握了光源选择和图像处理核心算法，接下来即将进入原理样机阶段	国际领先
辅助治疗机器人	1000.00	34.00	34.00	公司已经解决力矩输送和传感的技术瓶颈	国内领先
诊疗仪器类	534.50	158.39	396.78	单双混合电刀研发中；三代送水在注册中	国内领先
EMR/ESD 类	2016.00	659.11	1791.13	单级黏膜切开刀注册中二代双级黏膜电刀注册中牵引夹进入注册阶段	国际首创
ERCP 类	1545.00	350.96	1166.04	扩张球囊导管获得 FDA 注册证，CE 在注册阶段；新型导丝进入销售阶段	国内领先
止血闭合类	1088.00	137.50	829.25	换装夹获得 FDA, CE 和国内注册证且形成销售；缝合夹、连发夹和短尾夹还在研发中	国际领先
活检类	925.00	171.37	509.17	热活检钳，进入注册阶段；新增旋转型和多取样型在研发中	国内领先

资料来源：公司公告，东海证券研究所

2. 股权激励目标高，彰显发展信心

股权激励计划目标高。2023 年 8 月 15 日，公司发布股权激励计划，拟向激励对象授予的限制性股票总量为 47.65 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 5,787.10 万股的 0.823%。其中，首次授予 39.15 万股，预留 8.50 万股。首次授予部分涉及的激励对象共计 69 人，约占公司全部职工人数的 12.3%，其中包括公司董事、高级管理人员和中层管理人员及核心技术（业务）骨干。激励计划授予的限制性股票的授予价格为 70.00 元/股。

公司业绩考核年度为 2023-2025 年，分为两个目标（A 和 B）。目标 A：公司归属系数 100%，2023-2025 年营收分别为 5 亿、6.75 亿、9.11 亿，同比分别增长 35%、35%、35%；净利润分别为 1.95 亿、2.49 亿、3.09 亿，同比分别增长 34%、28%、24%；目标 B：公司归属系数 80%，2023-2025 年营收分别为 4.75 亿、6.41 亿、8.65 亿，同比分别增长 28%、35%、35%；净利润分别为 1.79 亿、2.29 亿、2.84 亿，同比分别增长 23%、28%、24%。公司上市不久，即迅速推出股权激励计划，一方面有利于充分调动员工的积极性，另一方面也彰显出公司对未来几年业务快速发展的信心目标。

表4 股权激励计划考核目标

归属期	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B
-	公司归属系数 100%	公司归属系数 80%
第一个归属期（2023 年）	2023 年营业收入不低于 5 亿元； 或 2023 年净利润不低于 1.95 亿元	2023 年营业收入不低于 4.75 亿元； 或 2023 年净利润不低于 1.79 亿元
第二个归属期（2024 年）	2024 年营业收入不低于 6.75 亿元； 或 2024 年净利润不低于 2.49 亿元	2024 年营业收入不低于 6.41 亿元； 或 2024 年净利润不低于 2.29 亿元
第三个归属期（2025 年）	2025 年营业收入不低于 9.11 亿元； 或 2025 年净利润不低于 3.09 亿元	2025 年营业收入不低于 8.65 亿元； 或 2025 年净利润不低于 2.84 亿元

资料来源：公司公告，东海证券研究所

根据公司公告，假设首次授予的限制性股票的授予日为 2023 年 9 月，根据中国会计准则要求，本激励计划首次授予的限制性股票对各期会计成本的影响如下表所示：

表5 限制性股票摊销费用

限制性股票授予数量 (万股)	需摊销的总费用 (万元)	2023 年 (万元)	2024 年 (万元)	2025 年 (万元)	2026 年 (万元)
39.15	1350.32	223.61	657.25	333.37	136.08

资料来源：公司公告，东海证券研究所

3. 盈利预测与估值分析

3.1. 盈利预测

公司目前产品结构丰富，覆盖止血闭合类、EMR/ESD 类、活检类和 ERCP 诊疗类等。止血夹和 EMR/ESD 类是公司核心产品，止血夹类产品凭借可拆卸技术在国内外销售规模和营收不断增长；EMR/ESD 类中独有的双极高频技术助力利润高增长；公司持续完善产品梯队，新产品相继获批上市。结合公司招股说明书等公开信息，我们对公司 2023-2025 年的主营业务收入假设如下：

1、止血闭合类：公司止血夹产品拥有可拆卸技术，该项技术目前行业领先，公司存在较大的技术优势。该产品上半年在澳大利亚、伊朗和加拿大获得注册证书，但产品在国内可能受集采影响导致价格下降。我们假设 2023-2025 年止血闭合类业务的收入增速为 34.90%、30.15%、26.10%。

2、EMR/ESD 类：当前胃肠镜逐渐普及，早癌筛查政策不断落实和发展，EMR/ESD 类耗材市场广阔，产品有望在独有的双极高频技术加持下营收持续。我们假设 2023-2025 年 EMR/ESD 类业务的收入增速为 37.75%、30.15%、28.04%。

3、活检类：公司活检类产品线丰富，销售量持续攀升，预计未来营收增速保持快速增长，随着未来公司规模效应和生产工艺优化，预计毛利率仍有一定上升空间。我们假设 2023-2025 年活检类业务的收入增速为 40.60%、34.90%、32.89%。

4、ERCP 类：公司该类产品销量持续增长，但部分省市已开始对该类产品进行带量集采工作，预计未来产品价格可能降低。我们假设 2023-2025 年 ERCP 类业务的收入增速为 33.00%、25.40%、24.16%。

5、诊疗仪器类：国内医院手术量的提升有望带动公司诊疗仪器类产品销量增加，该类产品价格随着原材成本降低，预计毛利率相对稳定。我们假设 2023-2025 年诊疗仪器类业务的收入增速为 23.50%、19.70%、17.37%。

表6 公司主营业务收入假设

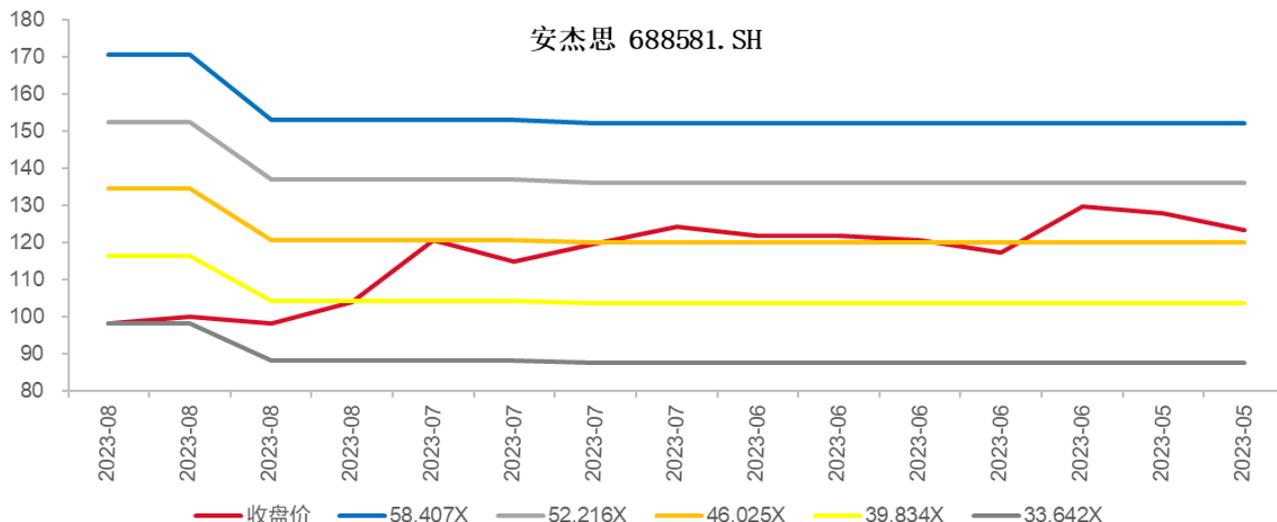
	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	172	305	371	504	658	845
同比	-5.96%	77.65%	21.49%	35.79%	30.52%	28.53%
毛利率	60.76%	64.68%	68.12%	67.88%	67.49%	66.82%
1.止血闭合类（百万元）	88	172	203	273	356	449
同比	-13.37%	95.75%	17.67%	34.90%	30.15%	26.10%
毛利率	72.60%	75.43%	78.40%	78.00%	77.70%	77.00%
2.EMR/ESD 类（百万元）	26	57	69	96	124	159
同比	-14.20%	116.89%	21.72%	37.75%	30.15%	28.04%
毛利率	61.50%	58.11%	62.24%	62.00%	61.50%	61.00%
3.活检类（百万元）	26	36	48	67	90	120
同比	15.07%	37.88%	31.70%	40.60%	34.90%	32.89%
毛利率	20.23%	23.15%	33.70%	35.00%	35.50%	36.00%
4.ERCP 类（百万元）	18	22	29	39	49	61
同比	18.93%	19.39%	33.44%	33.00%	25.40%	24.16%
毛利率	57.38%	63.28%	66.48%	67.00%	66.50%	66.00%
5.诊疗仪器类（百万元）	13	18	20	24	29	34
同比	6.33%	40.19%	12.24%	23.50%	19.70%	17.37%
毛利率	65.41%	67.47%	68.94%	69.00%	68.50%	68.00%
6.其他（百万元）	0.4	0.4	2.2	4.4	8.8	22.0
同比	-19.27%	-8.25%	500.15%	100.00%	100.00%	150.00%
毛利率	79.32%	90.75%	66.57%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源：Wind，东海证券研究所预测

3.2. 估值分析

公司 2023 年 5 月 19 日上市以来 PE 最高为 49.77 倍，最低为 33.64 倍，均值为 43.98 倍。截至 2023 年 8 月 21 日收盘，公司 PE-TTM 为 33.64 倍。

图9 公司 PE-BAND



资料来源：Wind，东海证券研究所（截止至 2023 年 8 月 21 日收盘）

我们选取 A 股 3 家企业进行比较分析，从估值比较来看，公司的市盈率（2023E：29.45 倍）低于行业平均水平（2023E：35.7 倍），估值吸引力较高。

表7 可比公司一览

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688029	南微医学	136	72.20	2.67	3.44	4.49	27.1	21.0	16.1
688617	惠泰医疗	206	307.80	7.16	9.62	12.97	43.0	32.0	23.7
300633	开立医疗	182	42.37	1.14	1.49	1.91	37.1	28.5	22.1
	行业均值						35.7	27.2	20.6
688581	安杰思	57	98.30	3.34	4.40	5.54	29.45	22.35	17.74

资料来源：Wind，东海证券研究所（数据为 2023 年 8 月 21 日收盘价，除“安杰思”外均为 Wind 一致预期）

4. 投资建议

公司多个产品处于行业领先，已在全球市场广泛布局，发展前景可期。我们预计公司 2023-2025 年的营收分别 5.04/6.58/8.45 亿元，归母净利润为 1.93/2.55/3.21 亿元，对应 EPS 分别为 3.34/4.40/5.54 元，对应 PE 分别 29.45/22.35/17.74 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

5.风险提示

市场竞争风险：公司目前的两大领先技术优势不具备压倒性，未来有被追赶上的风险。受同行竞争影响，公司部分产品价格有下降趋势，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，将导致公司市场竞争力减弱和市场份额降低。

政策风险：目前浙江和福建等多个省份已开始对圈套器等耗材进行带量集采，公司相关产品中选，销售均价下降明显。如未来公司其他产品进一步纳入集采政策，将可能使单价降低，进而对公司营收产生较大影响。

汇率风险：公司上半年海外市场营收增速持续增长，收入占比近半。公司未来将进一步拓展海外市场，人民币汇率如出现较大波动可能对公司业绩产生一定影响。

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	371	504	658	845
%同比增速	21%	36%	31%	29%
营业成本	118	162	214	281
毛利	253	342	444	565
%营业收入	68%	68%	67%	67%
税金及附加	4	5	7	9
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	34	45	59	74
%营业收入	9%	9%	9%	9%
管理费用	32	43	57	73
%营业收入	9%	9%	9%	9%
研发费用	31	42	56	72
%营业收入	8%	8%	8%	9%
财务费用	-13	-1	-6	-6
%营业收入	-4%	0%	-1%	-1%
资产减值损失	-1	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0
其他收益	9	13	16	21
投资收益	-7	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	164	219	289	364
%营业收入	44%	43%	44%	43%
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	166	221	291	366
%营业收入	45%	44%	44%	43%
所得税费用	21	27	36	46
净利润	145	193	255	321
%营业收入	39%	38%	39%	38%
归属于母公司的净利润	145	193	255	321
%同比增速	38%	33%	32%	26%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	3.34	3.34	4.40	5.54

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	3.34	3.34	4.40	5.54
BVPS	8.79	37.70	42.10	47.64
PE	0.00	29.45	22.35	17.74
PEG	0.00	0.89	0.70	0.68
PB	0.00	2.61	2.33	2.06
EV/EBITDA	-1.28	16.28	12.06	9.14
ROE	38%	9%	10%	12%
ROIC	36%	9%	10%	11%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2023 年 8 月 21 日收盘）

资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	213	1,898	1,961	2,081
交易性金融资产	55	108	161	214
应收账款及应收票据	18	24	31	40
存货	39	54	71	91
预付账款	3	5	6	8
其他流动资产	4	6	8	10
流动资产合计	332	2,094	2,238	2,444
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	43	115	267	439
无形资产	20	19	19	19
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	1	1	1	1
其他非流动资产	78	85	88	90
资产总计	473	2,314	2,614	2,993
短期借款	0	10	16	25
应付票据及应付账款	40	55	73	97
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	19	26	34	45
应交税费	21	25	33	42
其他流动负债	11	14	18	23
流动负债合计	91	131	174	232
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	1	2	3	4
负债合计	92	133	177	236
归属于母公司的所有者权益	382	2,182	2,437	2,757
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	382	2,182	2,437	2,757
负债及股东权益	473	2,314	2,614	2,993

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	156	210	290	374
投资	0	-53	-53	-53
资本性支出	-60	-90	-180	-210
其他	-61	0	0	0
投资活动现金流净额	-121	-143	-233	-263
债权融资	0	11	7	10
股权融资	0	1,651	0	0
支付股利及利息	-36	-44	-1	-1
其他	-3	0	0	0
筹资活动现金流净额	-39	1,618	6	10
现金净流量	9	1,685	63	120

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089