

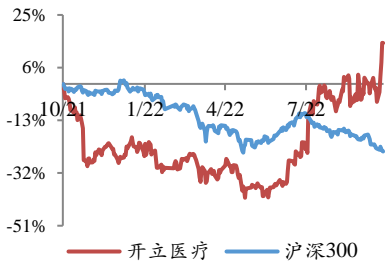
## 经营改革效果显现，内镜助力业绩加速成长

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-10-11

收盘价（元）	46.35
近 12 个月最高/最低（元）	47.09/23.90
总股本（百万股）	428
流通股本（百万股）	428
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	201
流通市值（亿元）	201

### 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

### 联系人：李婵

执业证书号：S0010121110031

邮箱：lichan@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 超声：进口替代持续推进，国产高端彩超充分受益

我国彩超市场规模 2025 年将达 155 亿元，预计 21-25 年 CAGR 约 9.4%，其中从销售额口径看，高端彩超占比超过 50%，而国产品牌仅占不足 10%，有着较大的市场份额提升空间。国产品牌近些年技术迭代，且受国家政策鼓励，国产高性价比机型充分受益。开立医疗是国产超声品牌的龙头品牌，S60 和 P60 机型在三级医院实现装机量快速提升，较优的性价比形成较大的竞争优势，预计未来随着公司超声中高端机型占比持续提升，公司超声设备有望保持 10-15% 复合增长。

#### ● 内镜：受临床需求、技术创新驱动，下游配置意愿高，行业仍有较多空白市场未满足

我国是消化道癌高发国家，癌症庞大的疾病负担使得 40 岁以上人群对消化道疾病的重视程度提升，消化内镜由于在临床上具备不可替代的筛查、诊断、治疗功能而日益重要。2019 年我国软镜市场约 53 亿元，我们预计 2025 年软镜市场将达到 106 亿元，2020-2025 年复合增速约 12%。开立医疗 2016 年推出 HD500 系统，2018 年推出 HD550 系统，经过过去 3-4 年充分的市场教育与学术推广工作，公司内镜品牌形象建立，已经在较多三级医院实现装机。后续公司持续研发新镜种，增加新功能，如重点布局十二指肠镜、细镜、光学放大、超声内镜、4K 硬镜等高端镜种，预计公司内镜业务有望保持 40-50% 复合增长。

#### ● 公司费用率有效控制，营销改革效果显现，盈利能力有望大幅改善

公司是国内老牌子超声和内镜双龙头企业，过去几年公司在研发、营销上均大力投入，再加上受市场环境、公司团队建设等影响，公司盈利能力下滑。目前随着军队医院采购恢复、子公司商誉减值风险及疫情影响逐步缓解，公司营销渠道改革成效释放，公司的盈利能力也将大幅改善。

#### ● 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年收入端有望分别实现 18.39 亿元、22.80 亿元、28.41 亿元，收入实现快速增长，利润端 2022-2024 年归母净利润有望实现 3.30 亿元、4.32 亿元、5.54 亿元。2022-2024 年对应的 EPS 分别约 0.77 元、1.01 元和 1.29 元，对应的 PE 估值分别为 60 倍、46 倍和 36 倍，考虑到公司是国产内镜和超声双龙头企业，内镜进入快速成长期，超声保持稳定增长，公司高端产品占比持续提升，营销改革效果显现，公司的盈利能力有望

大幅改善，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

在研产品临床、商业化推进不及预期。  
市场竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E`
营业收入	1445	1839	2280	2841
收入同比 (%)	24.2%	27.3%	24.0%	24.6%
归属母公司净利润	247	330	432	554
净利润同比 (%)	634.4%	33.5%	31.0%	28.0%
毛利率 (%)	67.4%	67.5%	68.1%	68.7%
ROE (%)	10.5%	12.5%	14.4%	15.9%
每股收益 (元)	0.62	0.77	1.01	1.29
P/E	51.50	59.98	45.79	35.76
P/B	5.45	7.50	6.58	5.70
EV/EBITDA	38.31	44.34	34.42	27.45

资料来源: wind, 华安证券研究所

# 正文目录

1 公司是国产彩超+内镜设备的龙头企业.....	5
1.1 成立 20 载，超声和内镜成为国产品牌龙头企业 .....	5
1.2 超声设备不断高端化，内镜成为第二增长曲线.....	7
2 彩超： 高端彩超迎国产替代发展大机会 .....	10
2.1 彩超市场规模将达 155 亿元，21-25 年 CAGR 约 9.4% .....	10
2.2 国内市场： 国产替代仍是主旋律，国产性价比高端机受益 .....	12
2.3 海外市场： 国产高性价比超声赢得疫情后时代.....	14
2.4 开立医疗： P60 和 S60 引领高端领域进口替代.....	14
3 内镜： 公司高举高打，营销进入放量收获期.....	15
3.1 软镜市场受临床需求推动保持较高景气度 .....	15
3.2 软镜设备技术逐渐被我国国产厂商突破.....	18
3.3 我国政策鼓励国产设备，从注册到采购均有政策倾斜.....	19
3.4 开立医疗： HD550 驱动公司内镜业务快速增长 .....	20
4 公司盈利预测与估值 .....	21
4.1 公司业绩拆分与估值对比 .....	21
4.2 投资建议： 底层研发扎实，内镜进入业绩收获期，超声稳定增长，基本面边际向好，首次覆盖 .....	23
风险提示： .....	23
财务报表与盈利预测 .....	24

## 图表目录

图表 1 开立医疗发展历程 .....	5
图表 2 公司股权结构 (截至 2022 年 6 月 30 日) .....	6
图表 3 公司部分董事、高管成员 .....	6
图表 4 公司股权激励业绩考虑目标 .....	7
图表 5 开立产品线概览.....	8
图表 6 公司各产品收入情况 (单位: 亿元) .....	9
图表 7 公司境内外收入结构 (按区域, 亿元) .....	9
图表 8 公司 2017-2021 年员工结构 (单位: 人) .....	9
图表 9 2018-2022H1 公司研发/销售费用投入 (亿元) .....	9
图表 10 公司 2017-2021 年收入和利润 (单位: 亿元) .....	10
图表 11 公司 2017-2021 年销售毛利率及销售净利率 (单位: %) .....	10
图表 12 2015-2025 年中国超声市场规模 (单位: 亿元, 以出厂价口径计算) .....	11
图表 13 人口结构: 未来 10 年 1960-1970 年高峰出生人口进入 60+, 老龄化程度进一步加深.....	11
图表 14 超声设备: 2016-2017 年超声设备销量快速增长, 目前已经接近换机周期.....	12
图表 15 2015 年不同价格带彩超设备销量占比 .....	12
图表 16 2015 不同价格带彩超设备销售额占比.....	12
图表 17 2015 年不同厂家带彩超设备销量占比 .....	13
图表 18 2015 不同厂家带彩超设备销售额占比.....	13
图表 19 进口品牌与国产品牌技术比较 .....	13
图表 20 国产超声潜在市场替代空间 .....	14
图表 21 公司超声产品分类 .....	15
图表 22 公司超声业务收入预测 .....	15
图表 23 医用内窥镜分类.....	16
图表 24 电子内窥镜示意图 .....	16
图表 25 电子内窥镜工作原理.....	16
图表 26 2017 年临床内窥镜用途结构 .....	17
图表 27 消化内镜下切除术的衍变 .....	17
图表 28 全球软镜市场规模 (单位: 亿美元) .....	18
图表 29 中国软镜市场规模 (单位: 亿元) .....	18
图表 30 医用内镜核心技术模块 .....	19
图表 31 我国鼓励内窥镜产业发展的政策文件 .....	20
图表 32 公司内镜业务收入预测 .....	21
图表 34 收入预测.....	22
图表 35 可比公司估值情况 .....	22

# 1 公司是国产彩超+内镜设备的龙头企业

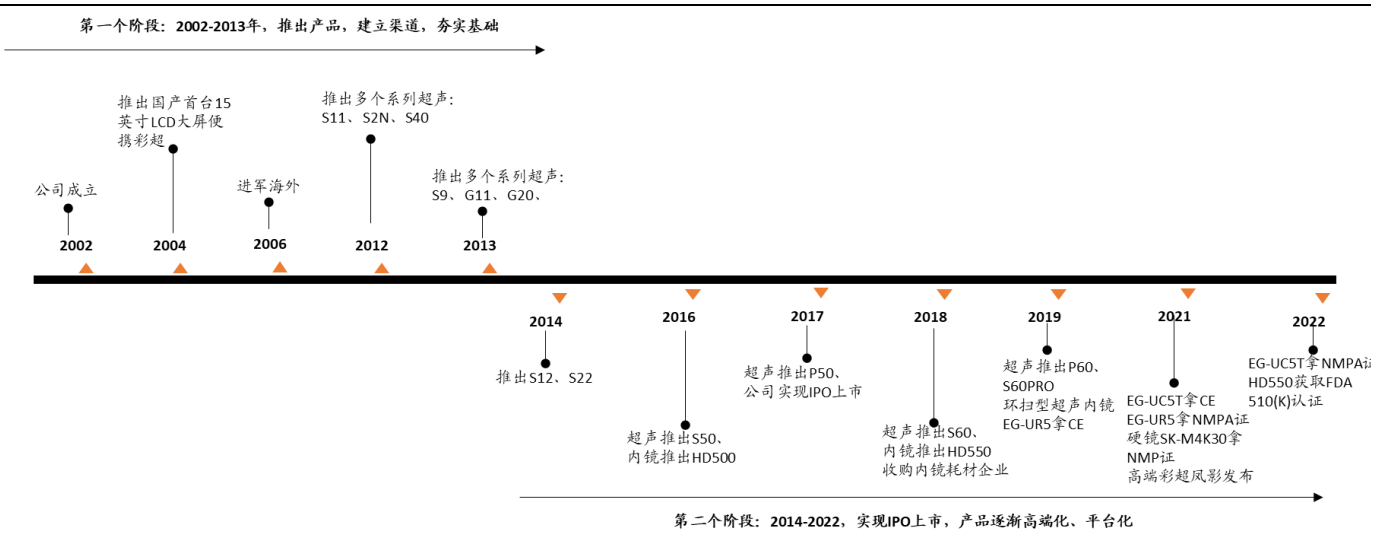
## 1.1 成立 20 载，超声和内镜成为国产品牌龙头企业

深圳开立生物医疗科技股份有限公司（以下简称“开立医疗”或“公司”）成立于 2002 年，是国内较早从事超声设备和软性电子内窥镜研发和制造的企业之一。在超声方面，公司是国内较早研发并掌握彩超设备和探头核心技术的企业，彩超技术在国内同行业中处于领先地位。在内镜设备方面，公司自主研发的 HD-500、HD-550 系列高清内镜，受到临床医生的广泛认可，也代表了目前国产内镜的领先水平。公司经过近 20 年的发展，目前已经成为收入规模接近 20 亿元体量的设备类公司，公司在业务布局也在逐渐拓展，沿着“设备+耗材”、“诊断+治疗”、“内科+外科”的思路全面布局，未来也将从产品型公司向平台型公司延伸。

**历史沿革：**公司创始人最早工作于汕头超声仪器研究所，之后于 2002 年成立公司，公司的名字也取自创始人“开行业先河、立民族品牌”的创业理念。公司开立后，一直坚持大力研发，高端产品不断推出。公司过往可以分为两个阶段，第一个阶段 2002-2013 年为主，公司前期十年，实现在超声领域站稳；第二个阶段以 2014 年以来为主，公司期间成功实现 IPO，并且不断在超声领域推出高端系列产品，并成功找出第二条业务主线内镜设备系列。

2004 年公司推出国内首台 15 英寸的 LCD 大屏幕全功能便携超声；2006 年推出国内首款的腹腔镜探头；2012 年推出全新的 128 物理通道，全身应用型彩超 S40；2016 年推出 S50，同年公司也在内镜领域推出了高清电子内镜系统 HD500；2017 年公司实现资本市场上市，当年也推出了高端彩超 P50；2018 年公司又推出高端彩超 S60 系列，同年推出全高清电子内镜 HD550 系列；2019 年推出 S60Pro、P60 系列高超彩超；2021 年公司超声内窥镜、4K 硬镜等产品也拿证上市；2022 年 HD550 也获得了美国 FDA 510(K)证书。

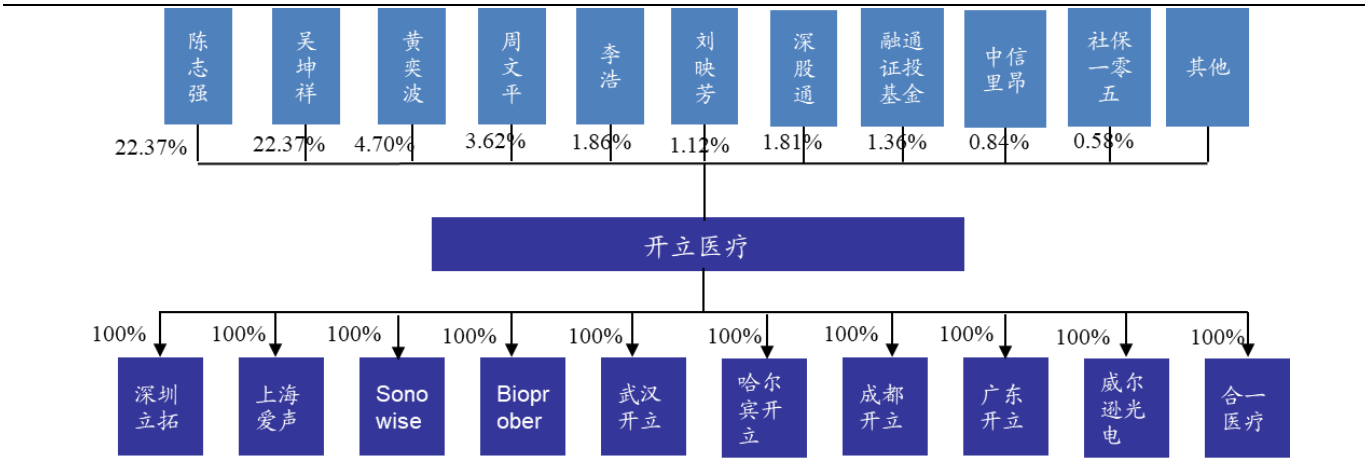
图表 1 开立医疗发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**股权结构:** 公司实际控制人为陈志强、吴坤祥, 分别直接持有公司 22.37% 的股份, 实际控制人合计直接持有公司 44.74% 股份; 部分董事会成员及高管黄奕波、周文平、李浩、刘映芳合计直接持有公司 12.03% 股份。公司股权比例较为集中, 实控人对公司掌控能力强。

图表 2 公司股权结构 (截至 2022 年 6 月 30 日)



资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

**公司管理层:** 公司的创始人是陈志强和吴坤祥, 两人均有汕头超声仪器研究所工作经历, 两人均为研发工程师背景, 之后共同创立了开立医疗。目前陈志强任董事长兼战略委员会主任, 也兼任中国医疗器械行业协会副会长。吴坤祥任总经理, 公司其他核心高管如周文平、李浩、黄奕波均也曾在汕头超声仪器研究所工作过。公司核心高管多数在创立之初即加入公司, 管理团队稳定、文化契合、背景专业, 能够带领公司持续扩大经营规模。

图表 3 公司部分董事、高管成员

姓名	职务	性别	出生年份	加入公司前的主要经历
陈志强	董事长	男	1965	1987 年 7 月至 2002 年 7 月, 工作于汕头超声仪器研究所
吴坤祥	总经理	男	1963	1983 年 7 月至 2002 年 8 月, 工作于汕头超声仪器研究所
周文平	副总经理	男	1970	1992 年毕业于清华大学生物医学工程与仪器专业, 学士学位; 1992 年 7 月至 1993 年 2 月任职于汕头超声仪器研究所; 1993 年 2 月至 1994 年 2 月任职珠海超人公司超声产品研发部工程师; 1994 年 2 月至 2002 年 5 月, 任职于汕头超声仪器研究所, 任研发工程师; 2002 年 5 月至 2002 年 12 月任深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司超声研发部工程师
李浩	董事会秘书	男	1978	1998 年毕业于上海交通大学生物医学工程专业, 获学士学位; 1998 年至 2002 年, 任汕头超声仪器研究所工程开发中心工程师;
袁建人	副总经理	男	1947	2001 年 1 月至 2010 年 7 月任上海爱培克电子科技有限公司董事长; 2010 年 8 月至 2013 年 12 月任飞利浦医疗系统上海爱培克电子科技有限公司总经理
黄奕波	副总经理	男	1966	1989 年至 2002 年工作于汕头超声仪器研究所, 担任国际销售部经理
罗曰佐	财务总监	男	1983	2005 年至 2009 年, 任安永会计师事务所深圳分所高级审计员; 2010 年至 2011 年, 任瑞声声学科技(深圳)有限公司财务管理组负责人;

资料来源: wind, 招股说明书, 华安证券研究所

**股权激励:** 公司 2022 年 1 月发布限制性股票激励计划 (草案), 2022 年 3 月 4 日发布《关于向激励对象授予限制性股票的公告》, 以 2022 年 3 月 4 日为限制性股票授予日, 向符合条件的 186 名激励对象授予 706.4 万股第二类限制性股票, 占公司股本总额的 1.64%, 授予价格 15.55 元/股。该激励方案业绩考核目标 2022-2024 年以 2020 年度剔除商誉减值和股份支付费用后的净利润为基数, 增长率分别不低于 35%、60%、85%, 或以 2020 年毛利润为基数, 增长率不低于 35%、65%、95%。

图表 4 公司股权激励业绩考虑目标

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	以 2020 年度剔除商誉减值和股份支付费用后的净利润 17,180.25 万元为基数, 2022 年度剔除商誉减值和股份支付费用后的净利润增长率不低于 35%; 或以 2020 年度毛利润 77,281.05 万元为基数, 2022 年度毛利润增长率不低于 35%。
第二个归属期	以 2020 年度剔除商誉减值和股份支付费用后的净利润 17,180.25 万元为基数, 2023 年度剔除商誉减值和股份支付费用后的净利润增长率不低于 60%; 或以 2020 年度毛利润 77,281.05 万元为基数, 2023 年度毛利润增长率不低于 65%。
第三个归属期	以 2020 年度剔除商誉减值和股份支付费用后的净利润 17,180.25 万元为基数, 2024 年度剔除商誉减值和股份支付费用后的净利润增长率不低于 85%; 或以 2020 年度毛利润 77,281.05 万元为基数, 2024 年度毛利润增长率不低于 95%。

资料来源: wind, 招股说明书, 华安证券研究所

## 1.2 超声设备不断高端化, 内镜成为第二增长曲线

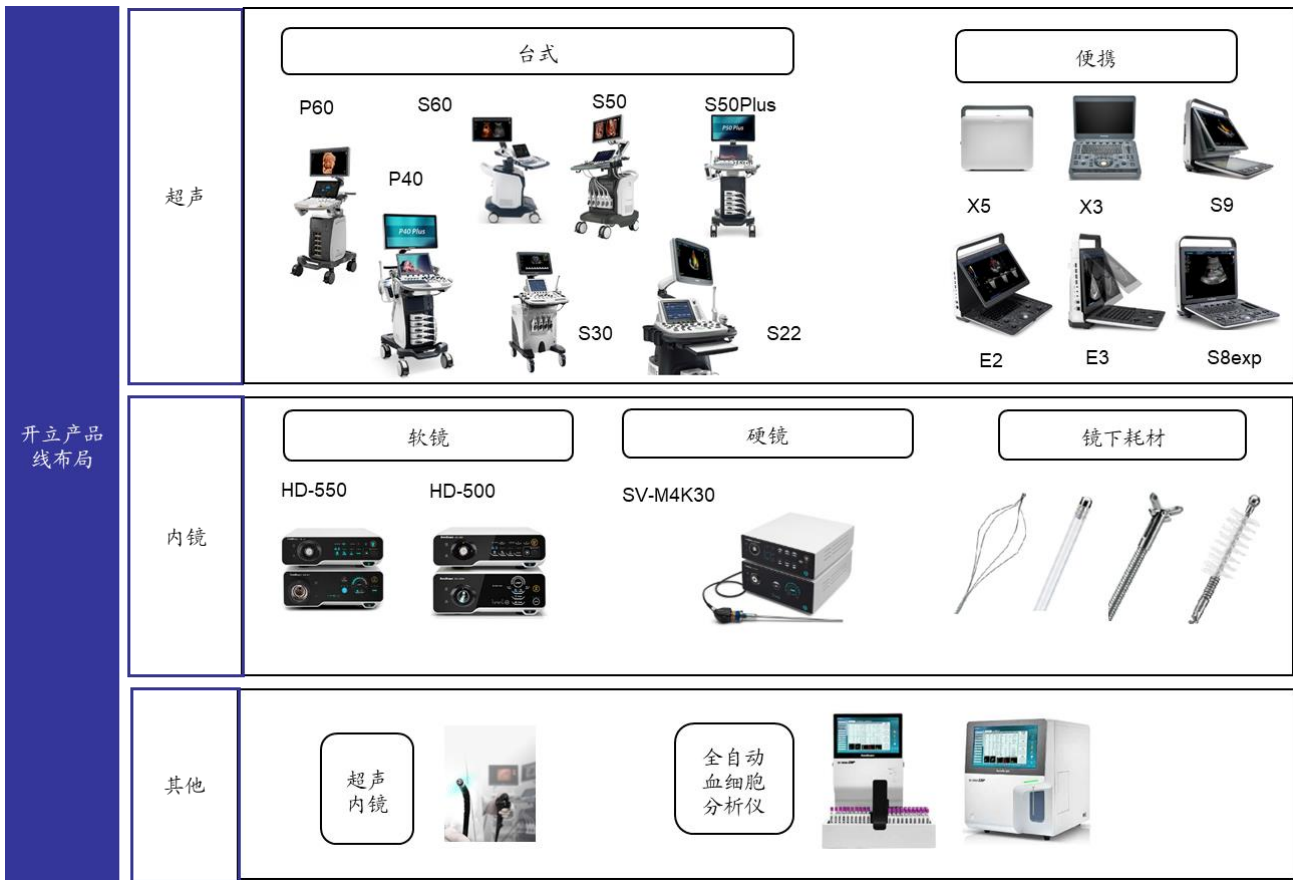
公司过往 20 年的经营历史, 以超声起家, 公司显著的一个特点是研发投入大, 研发费用率长期维持在 15-20%。公司创始人研发背景出身, 重视技术创新, 自创立之初即同步布局海外研发中心。截至目前公司在深圳、上海、哈尔滨、武汉、东京、硅谷、西雅图有七大研发中心。

**产品布局:** 公司产品主要分两大领域, 超声和内镜。超声目前公司有 P 系列、S 系列和 X 系列, 分台式彩超和便携超声两大类。

彩超系列中包括以 S60、P60 系列为高端彩超, 成为国内少数推出高端彩超的厂家之一, 在妇产、全身应用方面不断取得突破, 其次还包括以 P40/P20 系列为代表的中端台式机, 和以 P10/S12 系列为代表的低端台式机, 以及以 X/E 系列、S9 系列为代表的便携机。而且 2021 年开立彩超 X5 作为首台入驻天和核心舱的国产医学影像设备, 在航天员医疗保障及航天医学研究中发挥了极其重要的作用。

内镜方面, 公司主要是软镜系统 HD500 和 HD550, 和芯片 2k 硬镜、4k 硬镜系统以及收购的内镜耗材公司 (威尔逊、合一医疗)。

图表 5 开立产品线概览



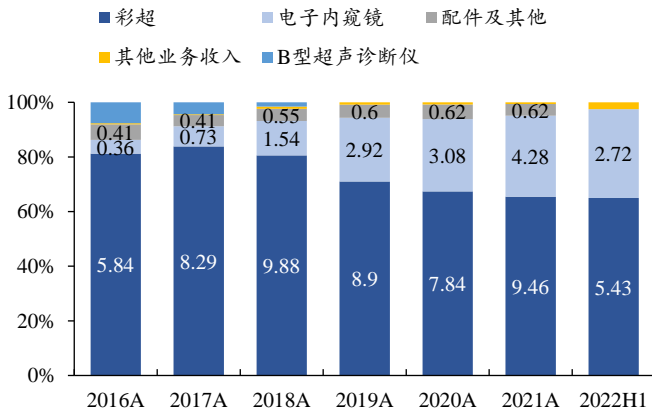
资料来源: wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

**收入结构:** 公司 2021 年实现营业收入 14.45 亿元, 其中超声设备收入约 9.46 亿元, 收入占比约为 65.47%;电子内镜收入约 4.28 亿元, 收入占比约为 29.61%。彩超的占比自 2019 年内镜增长放量后, 在公司整体收入占比显著下降, 目前内镜已经成为公司增速最快的品类。公司内镜自 2016-2021 年收入自 0.36 亿元增长到 4.28 亿元, 复合增速约 64.07%。

按区域划分, 2021 年国内市场收入 7.79 亿元, 收入占比约 53.93%, 海外市场收入约 6.66 亿元, 收入占比约 46.07%。2016 年以来公司国内外收入结构变化不大, 国内市场增速高的时候, 国内收入占比约到 57.37%, 国内市场增速放缓时候, 国内收入占比约在 47.11%。

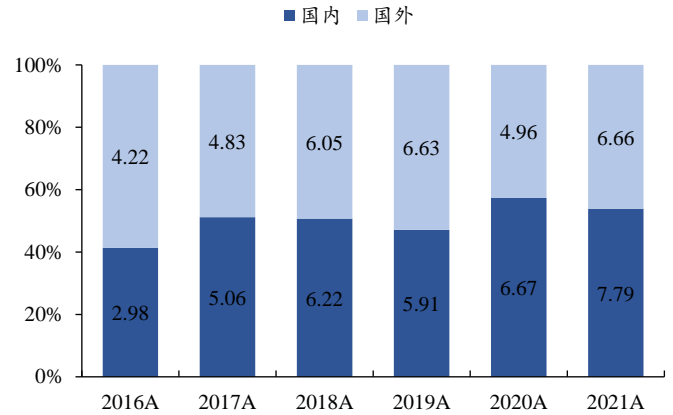
海外市场, 公司自成立之初就在布局, 目前公司产品目前已在全球 130 多个国家和地区进行销售。公司超声和内镜 S50、S60、P60、HD-500、HD-550 等高端产品也获得 FDA 注册及 CE 认证, 成为中国制造走向全球的一个缩影。

图表 6 公司各产品收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

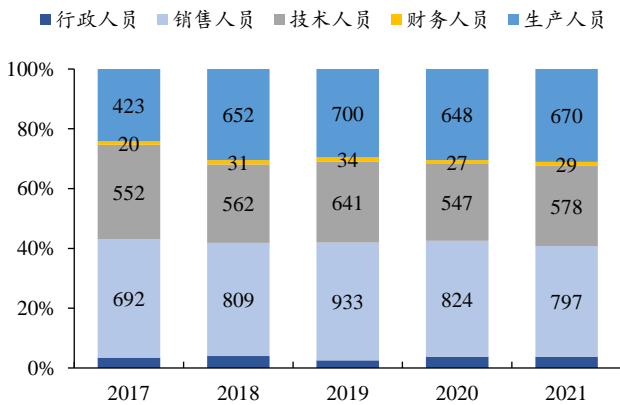
图表 7 公司境内外收入结构 (按区域, 亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

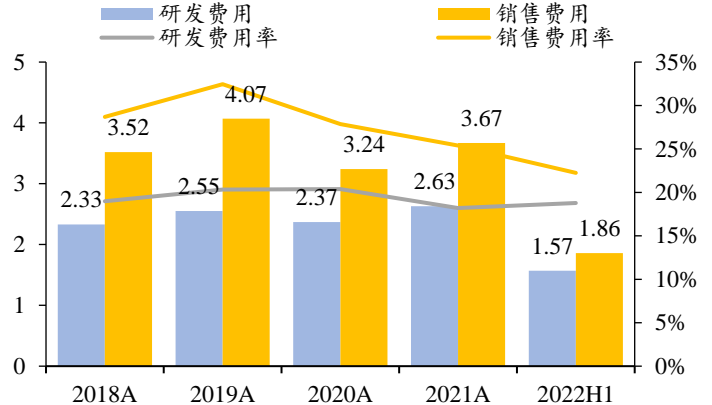
**员工结构:** 截至 2021 年 12 月 31 日, 公司员工总数约 2156 人, 其中研发团队共 578 人, 占公司总人数的 27.06%, 销售人员 797 人, 占公司总人数的 39.38%。公司自 2019 年开始内部改革, 销售团队和研发团队人员逐渐优化, 经营效率没有团队人数下降而受到影响。

图表 8 公司 2017-2021 年员工结构 (单位: 人)



资料来源: wind, 招股说明书, 华安证券研究所

图表 9 2018-2022H1 公司研发/销售费用投入 (亿元)



资料来源: wind, 招股说明书, 华安证券研究所

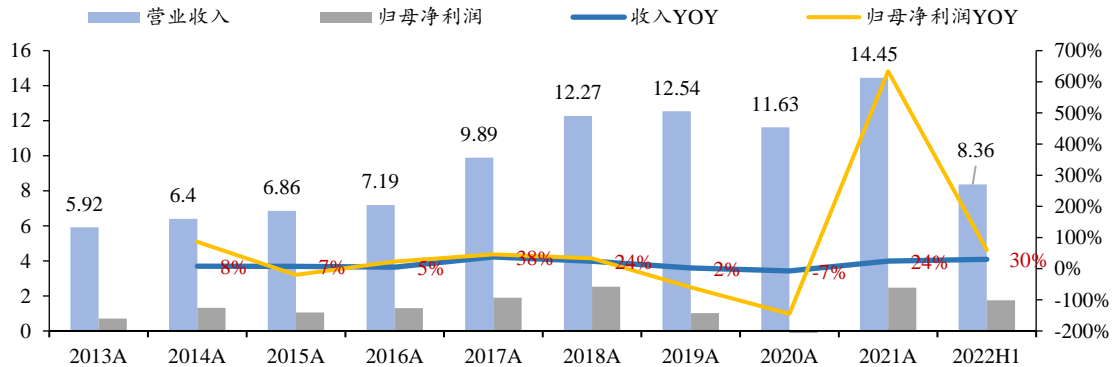
**盈利能力:** 公司总收入从 2013 年 5.92 亿元增加到 2021 年 14.45 亿元, CAGR 达 11.79%, 归母净利润从 2013 年 0.71 亿元增加到 2021 年 2.47 亿元, CAGR 达 16.94%。利润率方面, 销售毛利率随着公司产品结构高端化, 一直维持在较高水平且波动不大, 销售净利率受费用率支出周期而波动较大, 2022 年上半年回升到 20% 附近。

从公司收入增长动能看, 核心驱动力来自: (1) 国家产业政策支持力度加大。分级诊疗使得基层医疗卫生机构数量激增, 对医疗设备的需求增长迅猛。进口替代相关配套政策逐步落地, 国产高端医疗设备的市场占有率不断提高。(2) 公司产品升级换代, 超声和内窥镜高端产品取得较快增长。

从公司净利润角度看, 主要受到研发费用、销售费用等投入前置, 新产品在得到市场认可前, 公司需要对市场做前期培育, 导致利润增速和收入增速周期性不匹配。

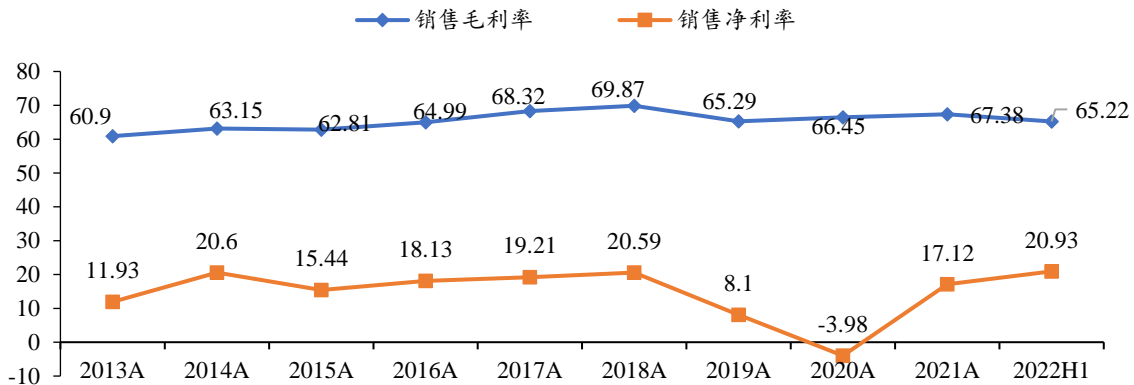
目前随着公司各产品线市场前期开拓进入收获期, 各期费用增长有效控制, 预计销售净利率也有继续回升的空间。

图表 10 公司 2017-2021 年收入和利润 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司 2017-2021 年销售毛利率及销售净利率 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 彩超: 高端彩超迎国产替代发展大机会

### 2.1 彩超市场规模 25 年将达 155 亿元, 21-25 年 CAGR 约 9.4%

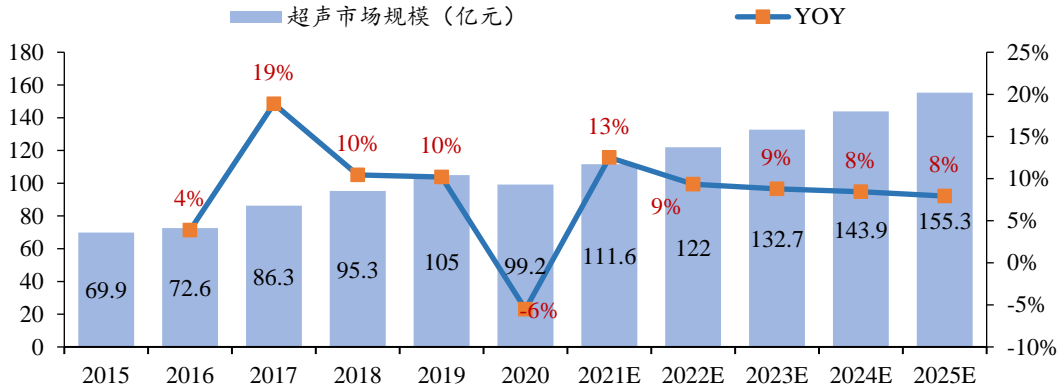
频率在 20kHz 以上的机械波称为超声波。超声在人体内传播, 由于人体各种组织有声学的特性差异, 超声波在两种不同组织界面处产生反射、折射、散射、绕射、衰减以及声源与接收器相对运动产生多普勒频移等物理特性。临床中常用超声设备探测人体的生理和病理信息, 区分正常和病变组织。根据作用原理不同, 超声诊断设备可分为黑白超 (超声脉冲回波成像设备, 常见的是 B 超) 与彩超 (超声回波多普勒成像设备)。彩超既具有 B 超二维超声结构图像的优点, 又同时提供了血流动力学的丰富信息, 在临床上被誉为“非创伤性血管造影”。

而且由于超声诊断为非侵入式诊断, 无害、无痛、使用方便、诊断可靠、费用低等特点, 彩超成为临床医学不可缺少的诊断方法之一, 广泛应用在不同的各科室中, 包括并不限于以通用型彩超为主的体检中心、急诊中心、重症科等科室, 和以专科

超声为主的心内科、妇产科、麻醉科等科室。

据灼识咨询数据，中国超声设备 2020 年中国超声设备市场规模为 99.2 亿元，2016-2020 年复合增速约为 7.3%，预计 2025 年将增长至 155.3 亿元，2021-2025 年 CAGR 达 9.4%。

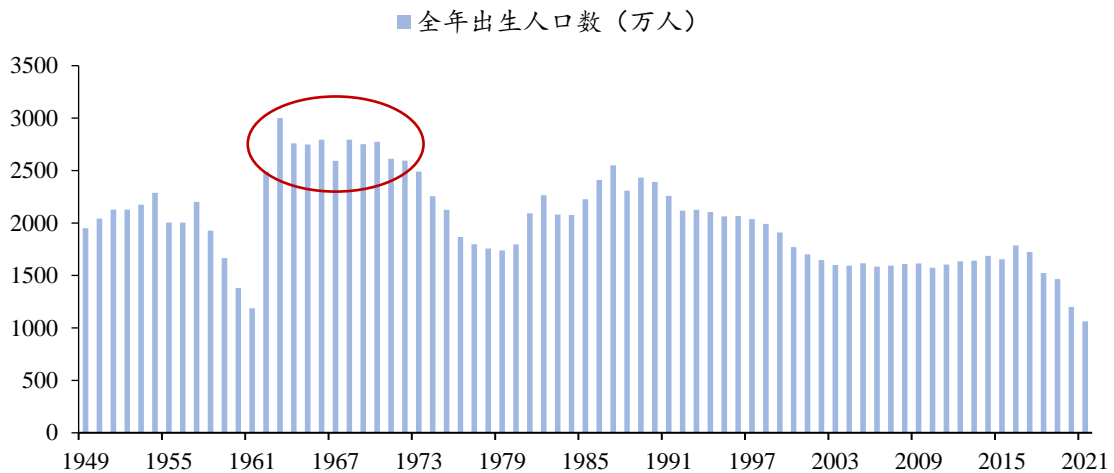
图表 12 2015-2025 年中国超声市场规模 (单位: 亿元, 以出厂价口径计算)



资料来源: wind, 灼识咨询, 联影医疗招股说明书, 华安证券研究所

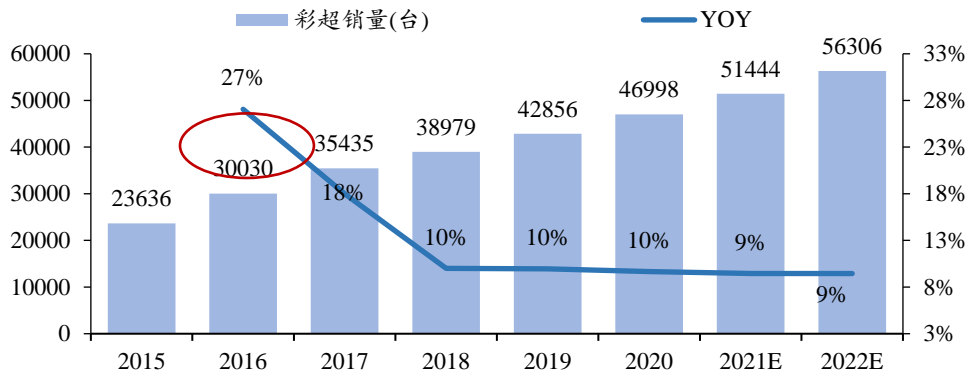
从超声整体市场来看，中国超声市场增速平稳，等级医院均已配有超声设备，未来超声设备的增长来自：(1) 人口老龄化背景下诊疗需求增加，进而对超声设备需求增加，包括并不限于公立医院院区扩建、基层医疗机构超声配置率提升；(2) 超声设备的更新需求，超声设备的使用周期约 5 年，2016-2017 年由于分级诊疗而大批购置的设备也接近进入更新周期。

图表 13 人口结构: 未来 10 年 1960-1970 年高峰出生人口进入 60+, 老龄化程度进一步加深



资料来源: wind, 国家统计局, 华安证券研究所

图表 14 超声设备: 2016-2017 年超声设备销量快速增长, 目前已经接近换机周期

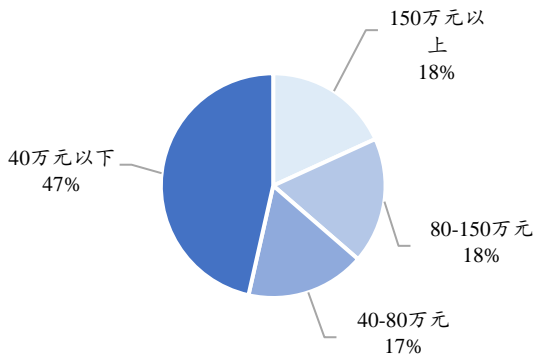


资料来源: 华经产业研究院, 中国医学装备协会, 华安证券研究所

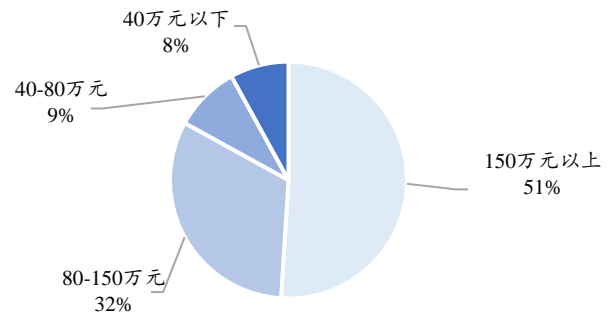
## 2.2 国内市场: 国产替代仍是主旋律, 国产性价比高端机受益

高端彩超价值量大, 市场规模占比超 50%。按彩超设备的价格带来划分, 定义高端彩超终端价在 150 万元以上, 中端彩超终端价在 40-150 万元之间, 低端彩超在 40 万元以下。从市场结构看, 其中高端彩超市场占有率最大, 根据中国医学装备协会发布的《2015 年中国彩超设备市场研究报告》, 从销量看, 2015 年, 我国彩超销量中 40 万以下的中低端型号彩超销量占比达到 47%, 销售收入占比仅 8%, 而 150 万以上的高端型号彩超销量占比仅 18%, 但收入占比却高达 51%。

图表 15 2015 年不同价格带彩超设备销量占比



图表 16 2015 不同价格带彩超设备销售额占比

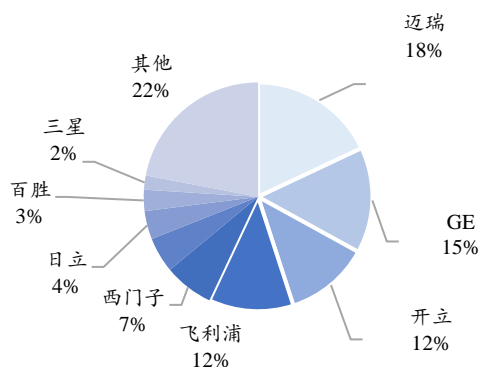


资料来源: 2015 年中国彩超设备市场研究报告, 华安证券研究所

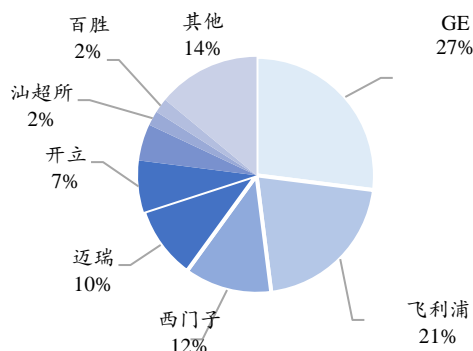
资料来源: 2015 年中国彩超设备市场研究报告, 华安证券研究所

国产厂家中高端超声设备占比仍有较大提升空间。从目前国内超声设备厂家的竞争格局来看, 国产厂商主要超声设备主要集中在中低端市场。2016-2017 年以来, 国产超声设备厂商中高端彩超设备不断推出, 国产品牌在中端超声市场份额快速提升, 但在高端尤其是超高端超声设备领域的占有率仍较低。根据弗若斯特沙利文《2021 年中国医用超声设备行业研究报告》, 价格在 200 万元以上的心脏超声、妇产四维超声, 进口超声厂家仍占据 90% 左右的市场份额, 而且即使在中端超声市场国产超声品牌的占有率也仅为 36%, 还有较大的提升空间。

图表 17 2015 年不同厂家带彩超设备销量占比



图表 18 2015 不同厂家带彩超设备销售额占比



资料来源：2015 年中国彩超设备市场研究报告，华安证券研究所

资料来源：2015 年中国彩超设备市场研究报告，华安证券研究所

**国产超声设备与进口高端设备差距逐渐缩小。** 高端彩超市场是头部国产超声厂家追逐的核心战场，从国产设备性能看，国产超声设备已经能够满足除心脏科、妇产科外其他临床科室的临床需求，而且部分国产头部厂家也推出了妇产专科超声，如迈瑞的女娲 Resona 8、开立医疗的 P60 系列。国产设备与进口设备的差距在慢慢缩小。

图表 19 进口品牌与国产品牌技术比较

		GE	飞利浦	迈瑞	开立	祥生	
关键技术	数字化波束合成	√	√	√	√	√	
	高帧频彩色血流成像	√	√	√	√	√	
	小型化设计技术	√	√	√	√	√	
	多模态技术	利用灰阶、彩色、频谱、弹性等多模态超声影像信息进行综合判断	√	√	√	√	√
		利用超声、MRI、CT 进行多模态成像	√	√	√	在研	√
	实时三维成像	传统实时三维成像	√	√	√	√	√
		面临探头实时三维成像	√	√	在研	在研	在研
	街景剂谐波成像	√	√	√	√	√	
剪切波弹性成像	√	√	√	在研	在研		
关键部位	高密度单晶材料探头	√	√	√	√	√	
	二维面阵探头	√	√	在研	在研	在研	
主要指标	物理通道数>128	√	√	√	√	√	

资料来源：弗若斯特沙利文《2021 年中国医用超声设备行业研究报告》，华安证券研究所

**国产超声设备性价比高，全面实现进口替代是大势所趋。** 终端价格来看，国产超声设备价格是进口的 60-70%，且国产超声设备给经销商的扣率也低，经销商利润空间大，有更强的动力推动设备在终端医院的装机。而且国产厂家服务响应快，医

疗机构对国产超声设备的认可度也逐渐增强，尤其是对国产头部品牌。从超声设备的配置情况看，高端超声主要在二三级医院里配置，三级医院资金充裕，诊疗量大，平均配置数量多，对设备要求高，高端超声主要承担学术科研和特定的检查需求；二级医院主要以进口的中高端设备来承担学术科研任务。过往国产超声凭借高性价比在中端市场实现了快速替代，预计在高端超声市场也将会复制该趋势。

综合来看，国内超声替代空间主要包括：(1) 中低端市场：国产设备本身在这一领域就有较大优势，主要是同类设备的升级；(2) 中高端市场：首先在普通全身机领域实现更大规模进口品牌替代，并在部分高端专科超声领域逐步实现替代；(3) 临床科室超声市场：超声采购需求由超声科为主导向其他临床科室扩展，国产品牌性价比优势大，更易成为科室采购首选。

图表 20 国产超声潜在市场替代空间

	低端市场	中端市场	高端市场	超高端市场
价格带:	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 终端价: 50万元以下</li> <li>■ 出厂价: 30万元以下</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 终端价: 50-150万元</li> <li>■ 出厂价: 40-70万元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 终端价: 150-200万元</li> <li>■ 出厂价: 80-100万元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 终端价: 200万元以上</li> <li>■ 出厂价: 100万元</li> </ul>
目标市场:	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 社区卫生服务中心</li> <li>■ 乡镇卫生院</li> <li>■ 用于全身脏器检查</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 等级医院超声科、体检科、临床科室</li> <li>■ 用于疾病初筛</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 三级医院超声科、高端民营医院超声科</li> <li>■ 用于复杂疾病诊断</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 大型三级医院超声科、以及有科研需求的科室</li> <li>■ 用于心脏/胎儿三维成像、复杂疾病诊断</li> </ul>
市场占有率: (按销量)	40%	25%	20%	15%
国产占有率:	90%+	36%+	10%	非常小

资料来源：弗若斯特沙利文《2021年中国医用超声设备行业研究报告》，华经产业研究院，华安证券研究所整理

### 2.3 海外市场：国产高性价比超声赢得疫情后时代

海外市场逐渐恢复常态，常规需求复苏。COVID-19 至今持续 3 年，海外市场对防疫的态度从“封城”逐渐转变为“放开”，多数国家已经放开出入境限制。而且疫苗接种方面，根据 WHO 数据，目前全球接种新冠疫情 127.3 亿剂，全球每百人接种 160.89 剂，累计接种率超 60%。国外不同类型的机构，如受疫情影响打击的国际中小型影像中心仍在持续复苏，对中低端超声需求有较强的推动作用。

切入海外高端客户，带动从中低端客户向高端客户渗透。抗疫期间中国企业凭借稳定的供应链，与渠道商绑定更紧密，用高端便携超声实现客户突破，如迈瑞医疗在欧洲、独联体、拉美等市场凭借 MX 及 ME 系列高端便携超声完成的高端客户装机，疫情后中国高性价比的超声设备也将全面开启从中低端客户向高端客户突破的征程。

对于开立医疗而言，公司海外市场收入占比超 50%，随着公司在超声领域品牌效应的不断积累、中高端超声产品的不断丰富以及在海外核心市场如欧美等市场多年的投入和本地化建设，公司在欧美若干核心国家实现中等以上规模医院装机的稳定增长，这些都为公司超声进入市场空间广阔的发达国家主流市场奠定基础。

### 2.4 开立医疗：P60 和 S60 引领高端领域进口替代

公司的超声产品已覆盖高、中、低端等多层次用户需求，高端彩超 S60 和 P60

系列产品已获得三甲医院专家的高度认可，在收入结构中占比持续提升，预计 2021 年公司 S60 和 P60 平台超声设备收入已经提升到 20%。S60 和 P60 采用了多波束导入，使用了第二代单晶探头，带宽和灵敏度都得到显著提高，对血流情况包括末梢血流的灵敏度更高，搭载了全新的 Wis+ 智能高速运算平台，在硬件和软件均有较大提升。未来公司 S70 超声也将推出，新一代产品的性能也将会持续提升，融入更多功能。

图表 21 公司超声产品分类

产品定位	产品系列及价格	对应市场及需求
高端彩超	P60、S60 系列 (200 万元以上)	三甲医院配置少量，科研、复杂疾病诊断
中高端彩超	S50 系列、P50 (100 万左右)、S9 (便携式, 80-90 万元)	二三级医院超声科、专科应用主力机型，一般疾病的普适性应用，国产平台有望成为补充机型
中端彩超	S30、S40 系列 (40-100 万元)，主要看配置	医院补充机型，基层医疗机构或有配置，通用型设备定位
低端彩超	标号 S20 以下，如 S2、S6、S11、S15 等，(8-40 万元)	基层医疗机构主力机型
中端便携彩超	X5、S8 (50 万元)	床旁、急诊、专科等便携式应用
低端便携彩超	S2-S6 系列，8-40 万元	便携式应用，或基层医疗机构超声科应用
黑白超	3-5 万元	逐步淘汰产品

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

我们预计未来随着国内市场中高端市场进口替代的进一步提升，海外市场的稳定增长，公司超声业务 2022-2024 年将分别实现收入 11.62 亿元、13.11 亿元和 14.80 亿元，增速分别达到 22.80%、12.85%、12.90%。

图表 22 公司超声业务收入预测 (单位: 亿元)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
超声诊断设备	8.72	10.07	8.91	7.84	9.46	11.62	13.11	14.80
yoy	36.46%	15.48%	-11.52%	-12.01%	20.66%	22.80%	12.85%	12.90%
毛利率(%)	69.07	70.39	65.24	66.97	66.73	66.74	66.74	66.75
国内-超声				3.84	4.16	4.99	5.49	6.04
占业务比				49%	44%	43%	42%	41%
yoy					8%	20%	10%	10%
海外-超声				4.00	5.30	6.62	7.62	8.76
占业务比				51%	56%	57%	58%	59%
yoy					32%	25%	15%	15%

资料来源：华安证券研究所整理

### 3 内镜：公司高举高打，营销进入放量收获期

#### 3.1 软镜市场受临床需求推动保持较高景气度

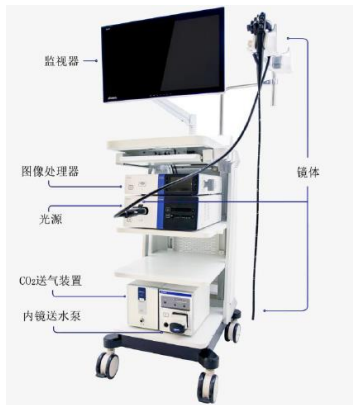
医用内窥镜至今已有约 200 年的历史，主要用于在内窥镜诊疗过程中提供通道、照明，并可以对体腔、中空器官和身体管道进行观察或操作。医用内窥镜通常由软管或硬管（可进入人体）、透镜成像系统（用于捕获和传输患者内部组织器官图像）、图像处理系统（对捕获的图像进行数字化处理）、显示系统（将数字化图像呈现给操作者或观察者），以及光源系统组成（传输光线以提高被检查区域的可见度）组成，在某些情况下，还包括一个额外的工作通道，为手术过程中使用的器械提供通路。

图表 23 医用内窥镜分类

分类原则	种类	特点
按成像原理	电子内窥镜	基于光电信息转换及图像处理方法，通过应用电子元器件，结合光学组件实现成像
	光学内窥镜	基于几何光学成像原理，通过应用光学镜片组及光路设计实现成像功能
按镜体硬度	软镜	插入部由柔软可弯曲的高强度材料制成，典型使用如胃肠镜、胆道镜、支气管镜
	硬镜	插入部由硬金属材料制成，操作中一般不能弯曲，典型使用如腹腔镜、宫腔镜和关节镜
按可重复使用次数	一次性内窥镜	单次诊疗、单次使用，一般无须维护
	可重复使用内窥镜	可重复使用，但须长期维护、清洗、消毒

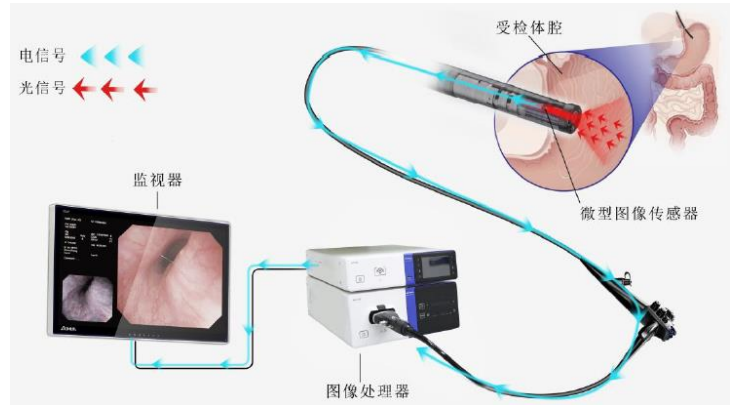
资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

图表 24 电子内窥镜示意图



资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

图表 25 电子内窥镜工作原理



资料来源：wind，招股说明书，华安证券研究所

**肿瘤筛查等临床需求快速增长，促进医院加大内镜的配置力度。**以消化科为例，结肠镜可直接观察到结直肠腔内壁，是发现肠道肿瘤最敏感的方法，在结直肠癌筛查中具有不可替代的地位，包括目前上市的基因突变检测类的产品临床参照组设计也是以结肠镜下检测结果为金标准的。

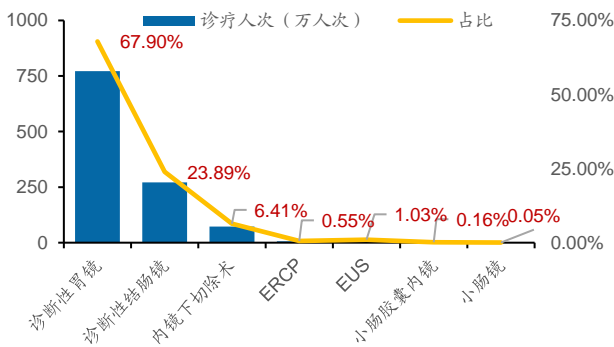
我国癌症发病率前五名里，与消化道相关的肿瘤占四个，分别是胃癌、结直肠癌、肝癌和食道癌。以结直肠癌为例，结直肠癌的发病率随年龄增长而上升，在 50 岁之前发病率较低，在 50 岁以后呈现快速上升的趋势。据 GLOBOCAN2018 数据估计，我国结直肠癌年龄标化发病率（世界标准人口）已达 23.7/10 万，其中男性发病率为 28.1/10 万，女性为 19.4/10 万，人群筛查的必要性和紧迫性逐渐增加。

**内镜下微创术式不断发展推动消化内镜临床应用场景增加。**从目前消化内镜临床上应用比例来看，90%以上在诊断性检查，仅有 10%以下用于内镜下切除等手术治疗上。而经过近 20 年发展，消化内镜技术从单纯的检查发展到兼具诊断和治疗的

现代消化内镜诊疗技术。

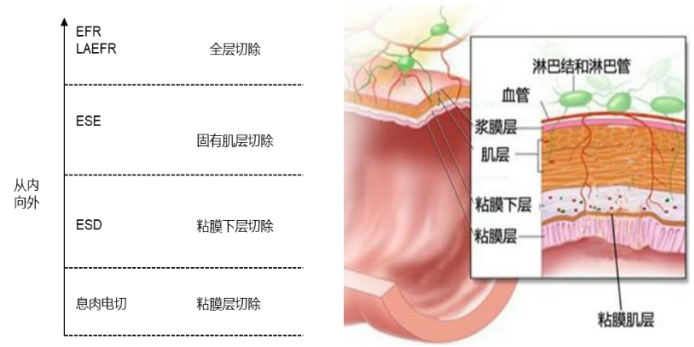
以内镜下切除术的发展来看,内镜治疗疾病谱已经“由内而外”地经历了粘膜层病变、粘膜下层、肌层、浆膜外病变的跨越。内镜黏膜切除术(EMR)、内镜下黏膜剥离术(ESD)已逐渐成为在世界范围内被广泛接受的消化道早癌及癌前病变的内镜治疗策略,内镜粘膜下肿瘤挖除术(ESE)、内镜下食管括约肌切开术(POEM)、内镜粘膜下隧道肿瘤切除术(STER)、内镜逆行性阑尾炎治疗术(ERAT)、胃肠镜下全层切除术(EFR)等临床新术式也正在发展。我们认为消化内镜微创治疗技术的不断更新,正在改变部分疾病的治疗方式,消化道癌治疗将变为以“内镜下切除为主,外科手术为辅,放化疗为补充”的新模式,消化内镜的临床应用也将会进一步扩展。

图表 26 2017 年临床内镜用途结构



资料来源: 2017 年《国家医疗服务与质量安全报告》, 华安证券研究所

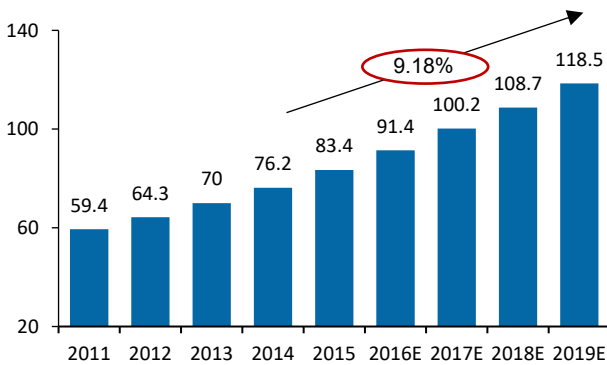
图表 27 消化内镜下切除术的衍变



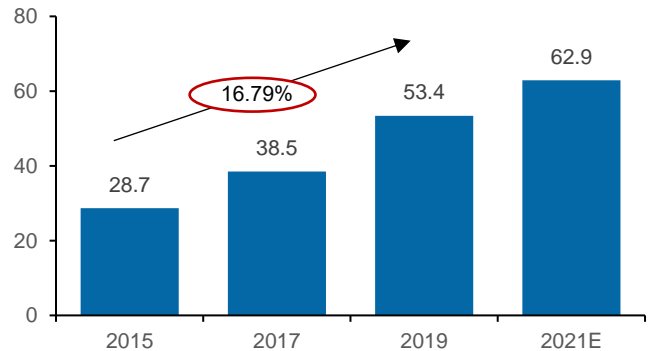
资料来源: 《内镜下切除技术的延伸与发展》, 医学研究生学报 2020 年 6 月第 33 卷第 6 期, 华安证券研究所

**2019 年我国软镜市场规模约 53 亿元, 2016-2019 年复合增速约 17%, 远高于全球 9% 左右的平均增速。预计我国软镜市场 2025 年市场规模约 106 亿元, 远期仍有 2-3 倍空间。**2012-2019 年, 平均每家医院的消化内镜主机配置量从 2.04 台增长到 2.3 台左右, CAGR 约 2%, 消化主机保有量从 12,472 台增长至 17,374 台, CAGR 约 4.85%。以目前的复合增长速度增长, 我们预计 2025 年国内消化内镜主机配置量约在 2.3 万台, 存量主机更新需求和新增需求预计年需求约 4,737 台, 但以平均配套的一台主机+6 条镜体测算(医院中标价以 240 万测算, 出厂价以 40% 折扣, 112 万元计算), 预计 2025 年内镜设备的市场规模约 53 亿元, 同时考虑到内镜耗材基本与内镜设备在 1:1 的市场比例, 保守预计 2025 年整个软镜市场规模约在 106 亿左右。

图表 28 全球软镜市场规模 (单位: 亿美元)



图表 29 中国软镜市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: WIND, 澳华内镜招股说明书, 华安证券研究所

资料来源: WIND, 澳华内镜招股说明书, 华安证券研究所

图表 30 2025 年预计我国内镜市场规模约 106 亿元

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
消化内镜主机保有量 (台)	18,217	19,101	20,027	20,998	22,016	23,084
yoy	4.85%	4.85%	4.85%	4.85%	4.85%	4.85%
更换周期 (年)	6	6	6	6	6	6
每年新增需求 (台)	843	884	926	971	1,018	1,068
每年更新需求 (台)	2,896	3,036	3,184	3,338	3,500	3,669
每年需求量 (台)	3,739	3,920	4,110	4,309	4,518	4,737
每台主机平均配备的镜体量 (条)	3.00	3.50	4.00	4.50	5.00	5.00
平均每台主机中标价 (万元)	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
平均每条镜体中标价 (万元)	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
每套消化内镜设备中标价 (万元)	160.00	180.00	200.00	220.00	240.00	280.00
每套消化内镜设备出厂价 (万元)	64.00	72.00	80.00	88.00	96.00	112.00
消化内镜设备市场规模 (亿元)	23.93	28.22	32.88	37.92	43.37	53.05
内镜耗材与内镜设备比例	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
内镜耗材市场规模 (亿元)	23.93	28.22	32.88	37.92	43.37	53.05
软镜市场规模 (亿元)	47.86	56.45	65.76	75.84	86.75	106.11
yoy		18%	16%	15%	14%	22%

资料来源: 中国卫生统计年鉴, 华安证券研究所整理

### 3.2 软镜设备技术逐渐被我国国产厂商突破

市场格局方面, 奥林巴斯、富士、宾得三家日企占据我国软镜市场主要市场份额, 2019 年奥林巴斯市占率达到 77.56%, 三家日企合计超过 90%, 而我国软镜企业起步较晚, 国产品牌总体市占率不足 10%, 但近几年国产软镜公司软镜业务增速较快, 已经有所突破有逐渐兴起之势, 后续的可替代空间也很大。

内镜设备供应链复杂, 技术门槛高, 部分技术已被国产厂家吸收掌握。内镜设备的核心技术主要有光学镜头集成、图像传感器技术、镜体设计与集成技术、图像处理技术 (包括降噪、边缘增强技术等)。另外, 人工智能技术、4K 技术、3D 技术等也逐渐应用于内窥镜领域, 为内窥镜迭代创新奠定技术基础。

图表 31 医用内镜核心技术模块

内镜组成	核心技术	核心零部件	难点与趋势
内镜系统	图像采集	成像系统：球面、非球面	优秀的成像镜头应有大小视角、小畸变和高相对孔径和景深。非球面镜头可以消除球差，缩小镜头体积
		图像传感器	CCD 或 CMOS
		采集和处理电路	可以编辑逻辑门序列，数字信号处理及使用更小尺寸的组件封装技术
图像显示	图像后处理	降噪技术	降噪算法、时间降噪技术、时间滤波技术
		边缘增强技术	假彩色成像、数字滤波等技术
照明系统	照明方式	LED 光源、卤素灯	LED 冷光源有望替代卤素灯

资料来源：前瞻研究院，华安证券研究所

图像处理器方面，得益于半导体基础工业的发展，具备体积和性能优势的 CMOS 图像处理芯片被更多地应用于内窥镜图像设备。相比于 CCD 图像传感器，CMOS 图像传感器具备体积小、耗电量低、成本低、系统整合度高，CMOS 有望代替 CCD 图像传感器在内窥镜中的应用。相较 CCD 技术中国企业几乎无影响力的现状，CMOS 领域，中国企业韦尔股份 2019 年收购的豪威科技在 CMOS 领域市占率约 11.5%，国内企业与海外企业在 CMOS 技术研发差距较小。

此外，国内厂家在图像后处理方面也实现突破，澳华内镜自研光学染色的 CBI 分光染色技术，用滤光器滤过白光，通过对人体组织和器官光学染色使得医生能更好观察病变黏膜下的微血管结构，开立医疗自研的光电复合染色成像 VIST 技术，使用光学滤波器滤除长波段照明光和数字光谱滤波器增强特征光谱强度，保证画面亮度和高分辨率图像同时，凸显早期病变的细微结构变化。综合来看，边缘增强技术瓶颈被攻克，国产厂家与进口厂家的技术差距已经缩小，还未攻克的技术未来 1-3 年内会实现。

### 3.3 我国政策鼓励国产设备，从注册到采购均有政策倾斜

**产业政策鼓励手术机器人等产业发展和创新。**我国制定了若干法律、法规和政策以鼓励内窥镜等高端医疗器械发展与创新。2019 年 10 月，国家发展和改革委员会对《产业结构调整指导目录（2019 年本）》做出调整，将新型医用诊断设备和试剂、数字化医学影像设备，人工智能辅助医疗设备，高端放射治疗设备，电子内窥镜、手术机器人等高端外科设备列为鼓励项目，优先发展。

**在医院采购方面，国内政府关于鼓励医疗器械进口替代，部分省市明确鼓励优先使用国产设备。**2021 年 3 月，广东省卫生健康委员会公布 2021 年公立医疗机构进口产品采购列表，其中政府机构和公立医院可采购的进口医疗器械数量与 2019 年公布的相同名单相比，由 132 减少至 46 项。其中，宫腔镜、腹腔镜、关节镜等八种医用硬质内窥镜被剔除，意味着广东省所有公立医院及医疗机构在采购这些医用内窥镜时，将优先采购国产品牌。

图表 32 我国鼓励内窥镜产业发展的政策文件

时间	出台部门	文件名称	重要内容
2015 年	国务院	《国务院关于印发<中国制造 2025>的通知》	针对高性能医疗器械领域，重点发展影像设备、医用机器人等高性能诊疗设备，全降解血管支架等高端医用耗材，可穿戴、远程诊疗等移动医疗产品。
2017 年	国家发改委	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020 年）》	加快高端医疗器械产业化及应用。重点支持超声内窥镜等创新医疗器械产业化
2017 年	科技部办公厅	《科技部办公厅关于印发<十三五医疗器械科技创新专项规划>的通知》	提出提升中国医疗器械自主创新能力，加强国产创新医疗装备的应用示范和推广
2019 年	工信部	《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》	重点发展手术机器人、医学影像、远程诊疗等高端医疗设备等
2019 年	发改委	《关于修改<产业结构调整指导目录（2019 年本）>有关条款的决定》	将电子内窥镜等列为鼓励项目优先发展
2021 年	全国人大	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	提出推进国家组织药品和耗材集中带量采购使用改革，发展高端医疗设备
2021 年	工信部	《医疗装备产业发展规划（2021-2025 年）》（征求意见稿）	提出重点发展诊断检验装备，开发高端影像诊断装备，促进影像诊断装备智能化，突破医用内窥镜等影像诊断装备

资料来源：wind，公司招股说明书，华安证券研究所

### 3.4 开立医疗：HD550 驱动公司内窥镜业务快速增长

**HD550 成为拳头产品，公司高举高打，加强营销。**公司在内窥镜领域的重大突破来自 2016 年，公司推出国产首台 200 万像素以上高清软性内窥镜系统 HD-500，相关技术水平在国内同行业中处于领先地位，2018 年公司又推出 HD550。

HD-500 采用了公司特有的光电复合染色成像技术（VIST），利用血红蛋白在不同波长下吸收系数不同的特性（表现为短波段黏膜血管对比度高，而长波段黏膜血管对比度低），使用优化的光学数字滤波器，实现在保证图像亮度与信噪比的同时，增强黏膜血管的对比度，清晰地成像毛细血管和黏膜下的细微病变，为临床疾病诊断提供更丰富的参考信息。

HD550 在 HD500 的基础上性能进一步提升，HD-550 采用了基于人工智能的 iEndo 内镜诊断平台，通过运用 AI 技术，大大缩短检查所需时间、提升检查效率，减轻患者痛苦和医生负担。HD-550 图像采集采用了创新的光纤信号传输，速度更快更稳定。采用 GPU 架构，运行能力相比 HD-500 提高 3 倍以上，并且采用了双光源，实现了多光谱成像、多种特殊光照明模式，在保证亮度的同时能更好的突显黏膜血管微细结构，全面提升早癌诊断准确率。

HD500 上市以来，公司即通过高举高打的营销策略，大力进行学术推广，HD550 已经在 200 多家三级医院里实现装机，获得了众多临床专家的认可。内镜的营销需要专业的销售队伍，目前公司的内镜销售团队已经稳定，公司品牌知名度已经初步建立，我们预计未来 3-5 年内镜业务将持续保持高速增长。预计公司内镜业务 2022-2024 年将分别实现收入 6.33 亿元、9.24 亿元和 13.16 亿元，增速分别达到 47.84%、46.06%和 42.37%。

图表 33 公司内镜业务收入预测 (单位: 亿元)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
内镜设备	0.73	1.54	2.92	3.08	4.28	6.33	9.24	13.16
yoy	102.78%	110.96%	89.61%	5.48%	38.96%	47.84%	46.06%	42.37%
毛利率(%)	58.55	64.21	63.12	65.50	68.68	69.00	70.00	71.00
国内-内镜				2.37	3.32	5.08	7.62	11.05
占业务比				77%	78%	80%	82%	84%
yoy					40%	53%	50%	45%
海外-内镜				0.71	0.96	1.25	1.62	2.11
占业务比				23%	22%	20%	18%	16%
yoy					36%	30%	30%	30%

资料来源: 华安证券研究所整理

## 4 公司盈利预测与估值

### 4.1 公司业绩拆分与估值对比

收入预测:

(1) 超声业务: 预计公司超声业务在高端机 S60、P60、S50 等机型的带动下, 整体维持 10-15% 增长。中期看好公司 S70 新一代的超声推出上市, 在超高端市场实现更大份额提升。

(2) 内镜业务: 公司 2018 年以来持续对内镜业务大力营销进入了收获期, 品牌效应凸显, 整体业务维持 40-50% 增长。公司在内镜业务方面还继续发力硬镜系统和内镜下耗材业务, 预计 3-5 年后也是公司后内镜收入增长的另一大驱动力。

费用预测:

(1) 管理费用: 公司 2019-2021 年的管理费用率平均在 6.20%, 2022-2024 年主要的受影响因素是股权支付费用, 预计分别增加摊销的费用约 5979.74 万元、3567.06 万元和 1447.82 万元, 我们预计管理费用率 2022-2024 年将达到 8.5%、8.0% 和 7.8%。

(2) 销售费用: 公司销售费用主要用于学术推广、员工差旅等, 前期公司为推广公司内镜品牌, 团队建设投入较大, 随着人效的逐渐提升, 预计销售费用率整体呈现稳定的下降趋势, 预计 2022-2024 年将分别达到 25%、24.8% 和 24.6%。

(3) 研发费用: 公司一直重视研发投入, 超声和内镜均实现了技术平台的迭代, 预计未来研发费用率较前期略有下降, 但仍基本维持较高水平, 我们预计 2022-2024 年仍保持在 18%。

综上, 我们预计公司 2022-2024 年收入端有望分别实现 18.39 亿元、22.80 亿元、28.41 亿元, 收入实现快速增长, 利润端 2022-2024 年归母净利润有望实现 3.30 亿元、4.32 亿元、5.54 亿元。

图表 34 收入预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>总收入 (亿元)</b>	11.63	14.45	18.39	22.80	28.41
yoy	-7.26%	24.25%	27.30%	23.96%	24.59%
毛利率 (%)	66.45	67.38	67.51	68.06	68.72
<b>超声诊断设备 (亿元)</b>	7.84	9.46	11.62	13.11	14.80
yoy	-12.01%	20.66%	22.80%	12.85%	12.90%
占比	67.41%	65.47%	63.15%	57.49%	52.10%
毛利率 (%)	66.97	66.73	66.74	66.74	66.75
<b>医用内窥镜 (亿元)</b>	3.08	4.28	6.33	9.24	13.16
yoy	5.48%	38.96%	47.84%	46.06%	42.37%
占比	26.48%	29.62%	34.40%	40.53%	46.31%
毛利率 (%)	65.50	68.68	69.00	70.00	71.00
<b>配件及其他 (亿元)</b>	0.62	0.62	0.45	0.45	0.45
yoy	3.33%	0.00%	-27.42%	0.00%	0.00%
占比	5.33%	4.29%	2.45%	1.97%	1.58%
毛利率 (%)	62.45	66.74	66.74	66.74	66.74
<b>其他业务 (亿元)</b>	0.09	0.09	0.00	0.00	0.00
yoy	-18.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
占比	79.98	78.46	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	0.09	0.09	0.00%	0.00%	0.00%
<b>国内收入 (亿元)</b>	6.67	7.79	10.30	13.34	17.32
yoy	12.86%	16.79%	32.21%	29.51%	29.82%
占比	57.35%	53.91%	55.99%	58.50%	60.96%
<b>国外收入 (亿元)</b>	4.96	6.66	8.10	9.46	11.09
yoy	-25.19%	34.27%	21.55%	16.90%	17.22%
占比	42.65%	46.09%	44.01%	41.50%	39.04%

资料来源: wind, 华安证券研究所

### 可比公司估值

公司同行业的可比公司主要包括澳华内镜、迈瑞医疗、海泰新光。截至 2022 年 9 月 30 日, 可比公司 2023 年 PE 水平约为 57 倍, 公司 2023 年 PE 水平约 46 倍, 低于可比公司平均水平。

图表 35 可比公司估值情况

公司名称	代码	市值** (亿元人民币)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)		
			21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E
迈瑞医疗*	300760.SZ	3,625.20	80.02	99.07	121.14	146.62	36.59	29.93	24.73
澳华内镜*	688212.SH	88.00	0.57	0.55	0.91	1.42	160.01	96.71	61.97
海泰新光	688677.SH	96.98	1.18	1.69	2.26	2.99	57.39	42.91	32.44
平均							84.66	56.52	39.71
开立医疗	300633.SZ	198.01	2.47	3.30	4.32	5.54	59.98	45.79	35.76

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: \*\*市场选取 2022 年 9 月 30 日收盘市值水平, \*为华安证券覆盖标的

## 4.2 投资建议：底层研发扎实，内镜进入业绩收获期，超声稳定增长，基本面边际向好，首次覆盖

**超声：国产替代持续推进，高端彩超充分受益。**我国彩超市场规模 2025 年将达 155 亿元，预计 21-25 年 CAGR 约 9.4%，其中从销售额口径看，高端彩超占比超过 50%，而国产品牌仅占不足 10%，有着较大的市场份额提升空间。国产品牌近些年技术迭代，且受国家政策鼓励，国产高性价比机型充分受益。开立医疗是国产超声品牌的龙头品牌，S60 和 P60 机型在三级医院实现装机量快速提升，较优的性价比形成较大的竞争优势，预计未来随着公司超声中高端机型占比持续提升，公司超声设备有望保持 10-15% 复合增长。

**内镜：受临床需求、技术创新驱动，下游配置意愿高，行业仍有较多空白市场未满足。**我国是消化道癌高发国家，癌症庞大的疾病负担使得 40 岁以上人群对消化道疾病的重视程度提升，消化内镜由于在临床上具备不可替代的筛查、诊断、治疗功能而日益重要。2019 年我国软镜市场约 53 亿元，我们预计 2025 年软镜市场将达到 106 亿元，2020-2025 年复合增速约 12%。开立医疗 2016 年推出 HD500 系统，2018 年推出 HD550 系统，经过过去 3-4 年充分的市场教育与学术推广工作，公司内镜品牌形象建立，已经在较多三级医院实现装机。后续公司持续研发新镜种，增加新功能，如重点布局十二指肠镜、细镜、光学放大、超声内镜、4K 硬镜等高端镜种，预计公司内镜业务有望保持 40-50% 复合增长。

**公司费用率有效控制，营销改革效果显现，盈利能力提升。**公司是国内老牌子超声和内镜双龙头企业，过去几年公司在研发、营销上均大力投入，再加上受市场环境、公司团队建设等影响，公司盈利能力下滑。目前随着军队医院采购恢复、子公司商誉减值风险及疫情影响逐步缓解，公司营销渠道改革成效释放，公司的盈利能力也将大幅改善。

我们预计公司 2022-2024 年收入端有望分别实现 18.39 亿元、22.80 亿元、28.41 亿元，收入实现快速增长，利润端 2022-2024 年归母净利润有望实现 3.30 亿元、4.32 亿元、5.54 亿元。2022-2024 年对应的 EPS 分别约 0.77 元、1.01 元和 1.29 元，对应的 PE 估值分别为 60 倍、46 倍和 36 倍，考虑到公司是国产内镜和超声双龙头公司，内镜进入快速成长期，超声保持稳定增长，公司高端产品占比持续提升，营销改革效果显现，公司的盈利能力有望大幅改善，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示：

在研产品临床、商业化推进不及预期。  
 市场竞争加剧风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2132	2525	3085	3611	<b>营业收入</b>	1445	1839	2280	2841
现金	1269	1469	1806	2116	营业成本	471	598	728	889
应收账款	208	479	380	658	营业税金及附加	12	17	23	31
其他应收款	39	8	55	24	销售费用	367	460	565	699
预付账款	17	22	27	33	管理费用	91	156	182	222
存货	441	382	658	614	财务费用	9	-19	-21	-27
其他流动资产	158	165	159	167	资产减值损失	-99	-35	-25	-25
<b>非流动资产</b>	888	940	962	986	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	12	0	0	0
固定资产	70	235	294	299	<b>营业利润</b>	216	339	445	569
无形资产	179	232	260	301	营业外收入	40	0	0	0
其他非流动资产	639	472	408	386	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	3020	3465	4047	4597	<b>利润总额</b>	254	339	445	569
<b>流动负债</b>	556	757	973	1056	所得税	7	9	12	16
短期借款	29	137	137	137	<b>净利润</b>	247	330	432	554
应付账款	230	185	341	296	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	297	435	496	623	<b>归属母公司净利润</b>	247	330	432	554
<b>非流动负债</b>	109	66	66	66	EBITDA	305	417	528	651
长期借款	43	0	0	0	EPS (元)	0.62	0.77	1.01	1.29
其他非流动负债	66	66	66	66					
<b>负债合计</b>	665	823	1039	1122					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	430	430	430	430					
资本公积	1011	1011	1011	1011					
留存收益	914	1201	1567	2034					
归属母公司股东权	2355	2642	3008	3475					
<b>负债和股东权益</b>	3020	3465	4047	4597					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	303	307	512	510
净利润	247	330	432	554
折旧摊销	58	62	79	84
财务费用	14	5	7	7
投资损失	-12	0	0	0
营运资金变动	-101	-125	-32	-159
其他经营现金流	446	490	489	738
<b>投资活动现金流</b>	72	-113	-102	-108
资本支出	-152	-113	-102	-108
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	224	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	357	6	-73	-93
短期借款	-356	108	0	0
长期借款	0	-43	0	0
普通股增加	26	0	0	0
资本公积增加	714	0	0	0
其他筹资现金流	-27	-59	-73	-93
<b>现金净增加额</b>	724	200	337	309

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入 (%)	24.2%	27.3%	24.0%	24.6%
营业利润 (%)	588.2%	57.4%	31.0%	28.0%
归属于母公司净利	634.4%	33.5%	31.0%	28.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	67.4%	67.5%	68.1%	68.7%
净利率 (%)	17.1%	17.9%	19.0%	19.5%
ROE (%)	10.5%	12.5%	14.4%	15.9%
ROIC (%)	9.7%	12.3%	13.7%	15.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	22.0%	23.8%	25.7%	24.4%
净负债比率 (%)	28.2%	31.2%	34.5%	32.3%
流动比率	3.84	3.34	3.17	3.42
速动比率	2.99	2.79	2.46	2.80
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.55	0.57	0.61	0.66
应收账款周转率	6.36	5.35	5.31	5.47
应付账款周转率	2.70	2.88	2.77	2.79
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.62	0.77	1.01	1.29
每股经营现金流	0.71	0.72	1.20	1.19
每股净资产	5.86	6.17	7.03	8.12
<b>估值比率</b>				
P/E	51.50	59.98	45.79	35.76
P/B	5.45	7.50	6.58	5.70
EV/EBITDA	38.31	44.34	34.42	27.45

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

**联系人：**李婵，覆盖医疗器械和 IVD 板块。

## 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。