

2023年05月18日

西山科技 (688576.SH)

投资要点

- ◆ **下周二（5月23日）**有一家科创板上市公司“西山科技”询价。
- ◆ **西山科技（688576）**：公司主要从事手术动力装置的研发、生产、销售。公司2020-2022年分别实现营业收入1.27亿元/2.09亿元/2.62亿元，YOY依次为54.40%/63.97%/25.57%，三年营业收入的年复合增速47.04%；实现归母净利润0.14亿元/0.61亿元/0.75亿元，YOY依次为126.18%/332.89%/22.66%，在2020年实现扭亏为盈。最新报告期，2023Q1公司实现营业收入0.67亿元，同比增加53.84%；归母净利润0.24亿元，同比增加106.09%。根据初步预测，公司2023年1-6月扣除非经常性损益后归母净利润预计为4,750万元至5,250万元，较上年同期增长39.94%至54.67%。
- ◆ **投资亮点：**1、**公司是国内神经外科、耳鼻喉科、骨科及乳腺外科等科室用手术动力装置的领先企业。**公司深耕微创手术外科用手术动力装置，产品涵盖微创手术装置整机、耗材及配件，其中耗材与整机需要共同配合以实现装置的性能。公司产品在神经外科、耳鼻喉科、骨科及乳腺外科等科室的应用据全国领先，其中，公司在神经外科耗材及设备研究开发已超过二十年，据公司招股书，2019-2021年公司传统科室（神经外科、耳鼻喉科、骨科等）的手术动力装置中标数量位居第二名，中标数量占比为16.60%；在乳腺外科领域，公司是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国产厂商，在该领域打破了国外企业的技术垄断，相应产品在终端医院中标数量占比为18.75%，处于行业第三、国产第一。2、**除现有的手术动力装置以外，公司积极布局内窥镜系统、能量手术设备等产品，其中部分已取得注册证。**公司围绕微创手术医疗器械积极布局，从手术动力装置延伸至内窥镜系统、能量手术设备等领域，目前共开展了9条研发管线。在内窥镜系统产品上，公司已成功研发并取得4K内窥镜摄像系统、电子腹腔硬管内窥镜的注册证，硬管鼻窦镜改进、宫腔内硬管窥镜已处于小批试产阶段。在能量手术设备领域，一次性使用无菌等离子手术电极产品已处于小批试产阶段，有望应用于耳鼻喉、关节外科微创手术治疗；此外，等离子手术设备整机、高频手术系统整机及一次性刀头、超声骨刀系统整机及一次性超声骨刀已取证，有望用于微创脊柱手术、骨科超声治疗等领域。
- ◆ **同行业上市公司对比：**参考公司在应用科室、产品结构、销售模式、业务规模等方面，选取南微医学、澳华内镜、康拓医疗、佰仁医疗为可比上市公司。从上述可比公司来看，2022年行业平均收入规模为7.40亿元，可比PE-TTM（剔除异常值/算术平均）为40.06X，销售毛利率为75.38%；相较而言，公司的营收规模和销售毛利率均低于行业平均水平。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	127.4	208.9	262.3

新股覆盖研究

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	39.75
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师 李蕙

 SAC 执业证书编号: S0910519100001
 lihui1@huajinse.cn

相关报告

普莱得-新股专题覆盖报告（普莱得）-2023年第89期-总第286期 2023.5.18
天玛智控-新股专题覆盖报告（天玛智控）-2023年第88期-总第285期 2023.5.18
新莱福-新股专题覆盖报告（新莱福）-2023年第90期-总第287期 2023.5.18
航天环宇-新股专题覆盖报告（航天环宇）-2023年第87期-总第284期 2023.5.17
鑫宏业-新股专题覆盖报告（鑫宏业）-2023年第86期-总第283期 2023.5.16



同比增长(%)	54.40	63.97	25.57
营业利润(百万元)	13.7	61.4	75.3
同比增长(%)	-125.20	349.57	22.63
净利润(百万元)	14.2	61.4	75.4
同比增长(%)	126.18	332.89	22.66
每股收益(元)	0.46	1.67	1.90

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、西山科技	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	8
(四) 募投项目投入	9
(五) 同行业上市公司指标对比	9
(六) 风险提示	10

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 全球医疗器械行业市场规模	6
图 6: 中国医疗器械行业市场规模	6
图 7: 中国医疗器械细分市场状况	7
图 8: 中国医疗设备市场规模	7
图 9: 中国医用耗材市场规模	8
 表 1: 公司 IPO 募投项目概况	9
表 2: 同行业上市公司指标对比	10

一、西山科技

公司专注于外科手术医疗器械，特别是微创外科手术医疗器械领域，主要从事手术动力装置的研发、生产、销售，主要产品包括手术动力装置整机、耗材及配件等，目前产品主要应用于神经外科、耳鼻喉科、骨科、乳腺外科等多个临床科室。同时，公司以微创手术工具整体方案提供者为战略定位，除手术动力装置以外，还积极布局内窥镜系统（主要为硬管镜类）、能量手术设备等微创外科医疗器械产品，部分产品已取得注册证。

经过 20 余年的艰辛开拓和不懈努力，公司已成为我国手术动力装置领域的领军企业之一。依托遍布全国的营销网络，公司产品已销售至近千家三级医院，形成了良好的用户基础和品牌知名度。截至 2022 年 12 月 31 日，公司拥有国家 III 类医疗器械注册证 6 项、II 类医疗器械注册证 46 项，并牵头起草了 7 项手术动力装置相关国家医药行业标准。公司始终高度重视研发投入，截至 2022 年 12 月 31 日，公司拥有境内专利 941 项（其中发明专利 67 项）、境外发明专利 17 项，获得中国专利优秀奖 3 项、重庆市科技进步一等奖 1 项。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 1.27 亿元/2.09 亿元/2.62 亿元，YOY 依次为 54.40%/63.97%/25.57%，三年营业收入的年复合增速 47.04%；实现归母净利润 0.14 亿元/0.61 亿元/0.75 亿元，YOY 依次为 126.18%/332.89%/22.66%，在 2020 年实现扭亏为盈。最新报告期，2023Q1 公司实现营业收入 0.67 亿元，同比增加 53.84%；归母净利润 0.24 亿元，同比增加 106.09%。

2022 年，公司主营业务收入可分为两大板块，分别为手术动力装置（2.55 亿元，97.61%）、其他产品/服务 0.06 亿元，2.39%）。2020 年至 2022 年报告期间，手术动力装置始终为公司的主要业务及首要收入来源，销售收入占比始终维持在 97% 以上，其中整机销售收入占比逐年下降，耗材和配件销售收入占比逐年上升。

图 1：公司收入规模及增速变化

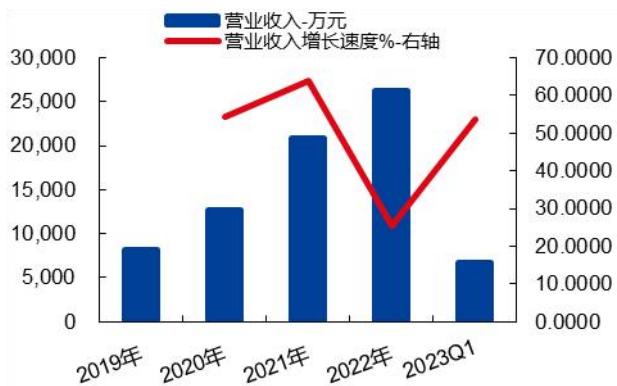
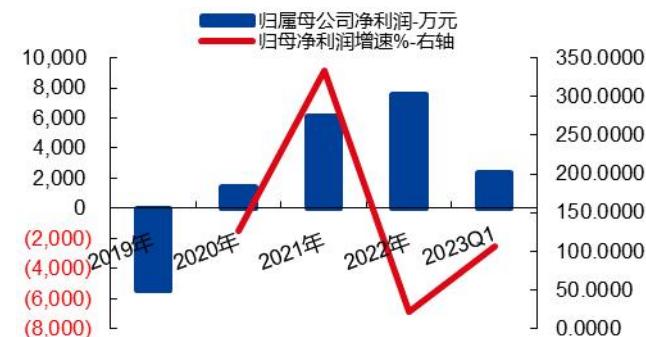
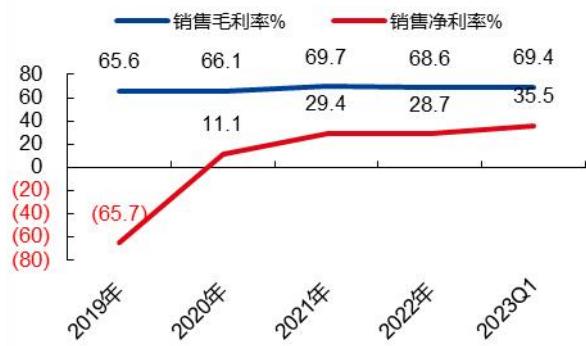
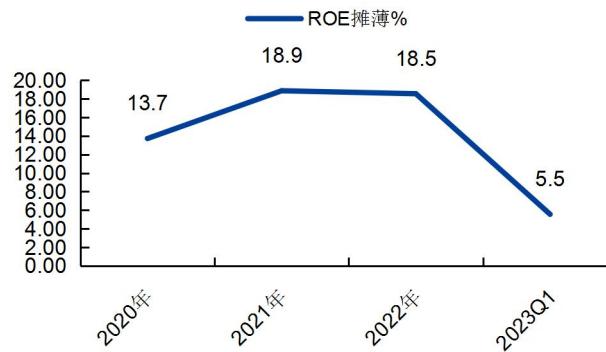


图 2：公司归母净利润及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

资料来源：wind，华金证券研究所

图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化

图 4: 公司 ROE 变化


资料来源: wind, 华金证券研究所

资料来源: wind, 华金证券研究所

(二) 行业情况

公司主营业务专注于手术动力装置的研发、生产、销售；根据业务属性，公司手术动力装置整机及配件属于医疗器械中的医疗设备细分领域，手术动力装置耗材属于医疗器械中的高值医用耗材细分领域。

1、医疗器械行业

医疗器械行业具有多学科交叉、知识密集、资金密集的特点。随着科学技术在医疗领域的不断渗透，医学诊断、治疗、康复等过程中，医疗器械扮演的角色日益重要，医疗器械行业已经成为了关系到人类生命健康的战略性新兴产业。同时在全球人口基数扩大、老龄化程度提高，以及人类健康保健意识不断增强等多方因素推动下，全球医疗器械产业发展迅速，已经成为世界经济的支柱性产业。

近年来，全球医疗器械行业规模持续提升，根据《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》公布的数据，2020 年全球医疗器械市场规模为 4,935 亿美元，同比增长 8.96%。Evaluate MedTech《World Preview 2018, Outlook to 2024》预测显示，2024 年全球医疗器械市场规模将达到 5,945 亿美元，2020–2024 年间复合增长率为 4.76%。

图 5：全球医疗器械行业市场规模


资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》，华金证券研究所

据国外权威的第三方网站 QMED 发布的《医疗器械企业百强榜单》显示，2019 年全球医疗器械市场中的前十名企业均由外资品牌占领，占全球 42.93% 的市场份额。

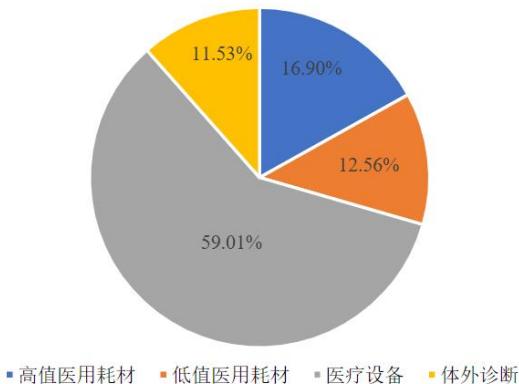
随着我国经济不断发展，我国医疗器械行业规模不断扩大，据《医药经济报》报道，2010 年，我国医疗器械市场已跃升至世界第二位，首次突破 1,000 亿元大关，尤其在多种中低端医疗器械产品方面，产量居世界第一。2020 年我国医疗器械市场规模约为 7,721 亿元，同比增长 21.76%，远超世界平均水平和我国 GDP 增速；预计至 2023 年我国医疗器械市场规模将突破万亿。

图 6：中国医疗器械行业市场规模


资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》，华金证券研究所

2020 年医疗设备占据了我国医疗器械市场的 59.01%，医用耗材市场占医疗器械市场总量的 29.47%，其中高值医用耗材市场占比为 16.90%。医疗设备与医用耗材占据了我国医疗器械市场的主要份额，市场空间广阔。

图 7：中国医疗器械细分市场状况

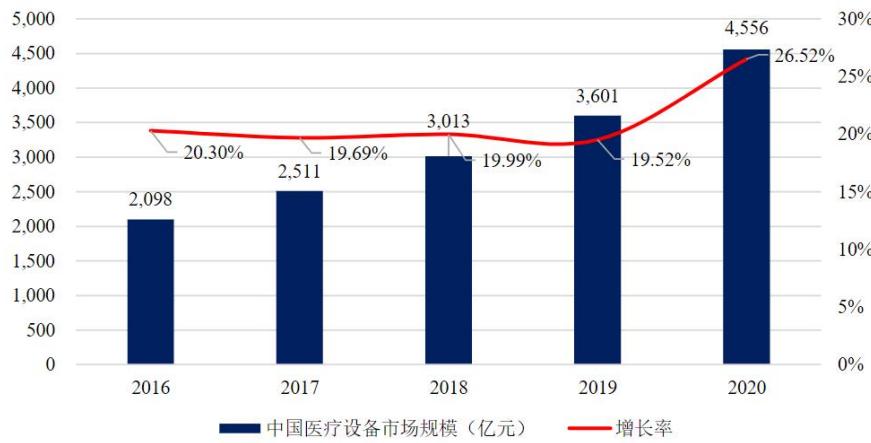


资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》，华金证券研究所

2、医疗设备行业

医疗设备是现代医疗的一个重要领域，也是医疗器械行业最大的细分领域。医疗器械行业的发展在很大程度上取决于设备、仪器的发展，同时设备、仪器的发展对于医疗器械行业技术瓶颈的突破也起到了决定性的作用。目前国内医疗器械市场处于快速发展的成长期，医疗设备市场逐年增长，2020 年医疗设备市场规模约为 4,556 亿元，同比增加 26.52%。

图 8：中国医疗设备市场规模



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》，华金证券研究所

手术动力装置整机及配件属于医疗设备，国内市场长期由美敦力、史赛克等欧美企业占据主导地位。在和国际企业竞争的过程中，国内优质医疗器械企业也得到了迅速成长，产品从中低端向中高端逐步延伸。同样地，我国手术动力装置生产企业也将逐渐崭露头角，未来在国内及国际市场的份额有望进一步提升。

3、医用耗材行业

医用耗材是医疗器械行业中重要的细分领域，据统计，2016 年至 2020 年我国医用耗材市场规模从 1,170 亿元增长到 2,275 亿元，同比增长 94.44%。未来，随着医疗器械国产替代政策的稳步推进，我国医用耗材市场将出现巨大的存量空间，国内企业有望依靠自身性价比优势迎来高

速增长的黄金时期。2020 年，医用耗材带量采购已陆续在全国各地落地，具有高附加值、高技术含量的医用耗材相关企业有望受益于带量采购迎来发展良机。

图 9：中国医用耗材市场规模



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021 版）》，华金证券研究所

现阶段，我国高值医用耗材市场中，以美敦力、雅培、史赛克、波士顿科学等为代表的国外厂商主导着高端产品领域的竞争格局，并占据了主要市场地位。而国内大规模企业较少，整体竞争格局分散，因此主要集中在中低端领域。随着我国在材料技术、产品设计和加工等方面的快速发展，同时受国家产业政策和市场需求的共同推动，我国高值医用耗材市场保持持续增长，据统计，2016 年至 2020 年我国高值医用耗材市场规模从 722 亿元增长到约 1,305 亿元，复合增长率 15.95%。

（三）公司亮点

1、公司是国内神经外科、耳鼻喉科、骨科及乳腺外科等科室用手术动力装置的领先企业。公司深耕微创手术外科用手术动力装置，产品涵盖微创手术装置整机、耗材及配件，其中耗材与整机需要共同配合以实现装置的性能。公司产品在神经外科、耳鼻喉科、骨科及乳腺外科等科室的应用据全国领先，其中，公司在神经外科耗材及设备研究开发已超过二十年，据公司招股书，2019-2021 年公司传统科室（神经外科、耳鼻喉科、骨科等）的手术动力装置中标数量位居第二名，中标数量占比为 16.60%；在乳腺外科领域，公司是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国产厂商，在该领域打破了国外企业的技术垄断，相应产品在终端医院中标数量占比为 18.75%，处于行业第三、国产第一。

2、除现有的手术动力装置以外，公司积极布局内窥镜系统、能量手术设备等产品，其中部分已取得注册证。公司围绕微创手术医疗器械积极布局，从手术动力装置延伸至内窥镜系统、能量手术设备等领域，目前共开展了 9 条研发管线。在内窥镜系统产品上，公司已成功研发并取得 4K 内窥镜摄像系统、电子腹腔硬管内窥镜的注册证，硬管鼻窦镜改进、宫腔内硬管窥镜已处于小批试产阶段。在能量手术设备领域，一次性使用无菌等离子手术电极产品已处于小批试产阶段，有望应用于耳鼻喉、关节外科微创手术治疗；此外，等离子手术设备整机、高频手术系统整机及一次性刀头、超声骨刀系统整机及一次性超声骨刀已取证，有望用于微创脊柱手术、骨科超声治疗等领域。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 4 个项目以及补充流动资金。

- 1、手术动力系统产业化项目：**本项目拟新建生产厂房及生产配套设施，新增各种主要生产及办公设备 541 台。项目建成投产后将实现年产各类手术动力装置整机约 953 台、手术动力装置耗材 138.86 万件、手术动力装置配件 1.27 万件。
- 2、研发中心建设项目：**本项目拟新建两层研发中心，总建筑面积为 16,017.67 平方米。新增各种研发、实验以及检测等设备 93 台（套），各类设计开发软件 46 套。
- 3、信息化建设项目：**本项目建设内容主要包括机房建设及配套、软件购置及实施、硬件购置及安装三大板块，围绕公司业务需求构建或完善信息安全管理、信息化管理系统、信息化运维管理系统、计算机终端管理系统、基础软件系统等。
- 4、营销服务网络升级项目：**本项目拟在未来三年内，在北京、上海、广州、成都等 15 个直辖市或省会城市设置营销网点，建立分布合理、功能完善的全国销售网络。具体内容包括两方面：一是 15 个营销网点办事处的租赁、装修、设备置办及营销团队扩建；二是产品推广及学术会议。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万 元)	项目建 设期
1	手术动力系统产业化项目	29,299.52	29,168.08	36 个月
2	研发中心建设项目	18,350.92	18,291.37	36 个月
3	信息化建设项目	4,616.40	4,616.40	36 个月
4	营销服务网络升级项目	8,047.60	8,047.60	36 个月
5	补充流动资金	6,000.00	6,000.00	
总计		66,314.44	66,123.45	

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 2.62 亿元，同比增长 25.57%；实现归属于母公司净利润 0.75 亿元，同比增长 22.66%。公司预计 2023 年 1-6 月可实现营业收入为 15,745 万元至 17,245 万元，较上年同期增长 41.12% 至 54.56%，净利润预计为 5,005 万元至 5,505 万元，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润预计为 4,750 万元至 5,250 万元，较上年同期增长 39.94% 至 54.67%。

公司是国内开展手术动力装置研究开发和产业化的先行企业之一，公司研制的手术动力装置成功打破了进口垄断，是为数不多的已获得 CE 认证并实现出口的国产产品。参考公司在应用科室、产品结构、销售模式、业务规模等方面，选取南微医学、澳华内镜、康拓医疗、佰仁医疗为可比上市公司。从上述可比公司来看，2022 年行业平均收入规模为 7.40 亿元，可比 PE-TTM（剔除异常值/算术平均）为 40.06X，销售毛利率为 75.38%；相较而言，公司的营收规模和销售毛利率均低于行业平均水平。

表 2: 同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2022 年收入 (亿元)	2022 年收入增速 (%)	2022 年归母净利润 (亿元)	2022 年净利润增长 率	2022 年销售毛利 率	2022 年 ROE 摊薄
688029.SH	南微医学	172.76	44.45	19.80	1.72	3.31	1.80%	60.95%	10.25
688212.SH	澳华内镜	91.82	263.42	4.45	28.30	0.22	-61.93%	69.73%	1.71
688314.SH	康拓医疗	27.50	35.67	2.40	12.89	0.76	-7.26%	81.47%	13.93
688198.SH	佰仁医疗	147.15	157.84	2.95	17.21	0.95	85.82%	89.38%	8.64
688576.SH	西山科技	/	/	2.62	25.57	0.75	22.66%	68.56%	18.54

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(六) 风险提示

市场竞争风险、耗材一次性化和市场渗透率提升不及预期的风险、产品单价持续下降风险、产品注册及续期风险、产品质量控制风险、销售模式风险、租赁房产风险、员工人数波动的风险、研发项目中止、新产品研发失败或无法得到市场认可的风险、手术术式变化风险、存货余额较大的风险、整体变更为股份公司时存在累计未弥补亏损的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn