

# 安杰思 (688581.SH)

## 双极产品翻开诊疗新篇章，境内外双轮驱动业绩增长

买入 (首次评级)

当前价格: 78.00 元  
目标价格: 124.24 元

### 投资要点:

- 公司深耕内镜耗材领域，海外先行并逐步发展成为国内领先企业。

公司海外发展起步较早，于 2014 年实现境外规模销售，2023Q1-3 海外销售收入达 1.66 亿元（占比约 51%）；公司产品涵盖内镜微创诊疗耗材及仪器，主要产品市占率逐年提升，公司 2018-2022 年营收 CAGR 达到 24.9%，归母净利润达 31.2%。2022 年公司止血夹产品国内市场占有率达 15.7%，全球市占率达 4.0%。

- 止血夹产品“3+N”联盟地区未入围，我们预计对公司业务影响有限。

我们估算联盟地区用量不足全国用量的 15%；公司测算止血夹产品集采数量对应销售额约为公司 2023 年国内营收的 5.7-6.3%，约占公司整体营收的 2.9-3.2%，体量较小。对于未来可能的价格联动，我们认为公司在供应链管理、自动化生产及产品迭代中具有优势，仍具备维持较高毛利率的能力。

- 双极产品翻开 ESD 诊疗新篇章，未来看好“设备+耗材”一体化模式。

双极回路技术可大幅减少 ESD 手术热损伤风险，扩大手术适用人群，更适合于植入型医疗器械患者。公司具备完整双极诊疗技术整体解决方案，可搭配高频手术设备、一次性使用双极高频切开刀、双极高频止血钳、双极电圈套器使用。公司已获得相关产品 FDA、CE 和国内注册证，并在欧洲形成双极产品批量销售；2023 年国内双极设备推广受疫情及反腐影响，看好未来“设备+耗材”一体化模式。

- 海外推进自有渠道建设，自主品牌销售有望贡献营收新增量。

公司目前海外销售以 ODM 为主，正逐步转型开展自有渠道建设。截止 2023Q3，自有品牌经销占比已提升至 16.8%。疫后公司加大海外销售团队参与学术展会和客户拜访力度，已完成欧洲分公司的选址工作，积极开拓空白市场和新客户，2023H1 实现海外新客户数量增长 18%。

- 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023-2025 年收入 CAGR 为 35%，归母净利润 CAGR 为 34%，当前股价对应 PE 21/17/13 倍。采用可比公司估值法，考虑到公司创新双极产品的技术先进性，给予公司 2024 年 27 倍 PE，对应目标价 124.24 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

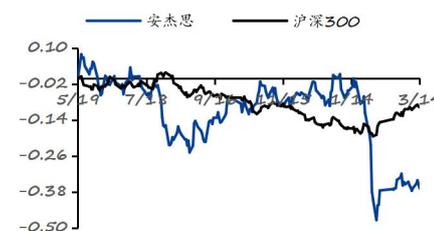
- 风险提示

集采政策风险；海外自有品牌产品推广进展不及预期；双极产品市场推广情况不及预期。

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	57.87/13.82
流通 A 股市值(百万元)	1,078.25
每股净资产(元)	36.85
资产负债率(%)	4.34
一年内最高/最低价(元)	137.60/60.09

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)  
SLH30021@hfzq.com.cn  
分析师: 刘佳琦(S0210523090003)  
LJQ3653@hfzq.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	305	371	509	659	907
增长率	78%	21%	37%	30%	38%
净利润(百万元)	105	145	217	266	347
增长率	132%	38%	50%	23%	30%
EPS(元/股)	1.81	2.50	3.75	4.60	5.99
市盈率(P/E)	43.1	31.1	20.8	17.0	13.0
市净率(P/B)	16.6	11.8	1.9	1.7	1.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



## 投资要件

### 关键变量

止血闭合类：境内部分-假设 2024-2025 年非集采区域未执行价格联动，考虑到 2024-2025 年公司止血夹类产品在集采区域内无法有效销售，低成本新品可换装重复开闭的止血夹产品 2024 年起有望实现小批量销售，我们预计 2023-2025 年公司境内止血夹产品收入增速为 35%、1%、25%，毛利率为 75%、75.2%、75.5%。境外部分-考虑到公司海外自主品牌及自有渠道建设，我们预计 2023-2025 年公司境外止血夹产品营收增速为 40%、40%、40%；公司海外销售模式由 ODM 逐步转型自主品牌销售，有望提升产品毛利率，毛利率为 83.5%、84%、84%。

EMR/ESD 类：假设公司双极产品出厂价较单极产品高，随着双极产品逐步替代单极产品出货，毛利率继续上行，参考国内 ESD/EMR 手术量增速，我们预计 2023-2025 年，公司 EMR/ESD 类产品营收增速为 40%、50%、50%，毛利率为 63%、63.5%、63.7%。

### 我们区别于市场的观点

市场主要观点：市场普遍认为止血夹业务作为公司收入占比近一半的核心业务，“3+N”联盟集采中公司止血夹未入围，进而未来可能导致集采外地区价格联动，对公司业绩将造成冲击，未来业绩存在不确定性。

我们的观点：我们认为“3+N”联盟地区止血夹用量小，对公司业务影响有限。我们估算联盟地区用量不足全国用量的 15%；公司测算集采数量对应销售额约为公司 2023 年国内营收的 5.7-6.3%，约占公司整体营收的 2.9-3.2%。对于未来可能的价格联动，我们认为公司仍具备维持较高毛利率的能力，可减少降价对公司毛利率的影响：1) 1) 通过持续优化供应链、自动化生产流程等实现降本增效，2024 年新厂区投产，自动化生产产线有望增加；2) 通过产品迭代及差异化产品减少降价对公司毛利率的影响，在应对未来更大范围的集采环境下，公司可利用利用可换装技术使止血夹的使用成本持续下降，提升产品市场竞争力。

### 股价上涨的催化因素

- 1) 海外自有品牌渠道建设加快，带动海外业务高增速；
- 2) 双极系列产品、止血夹新品推广超预期；

### 估值和目标价格

考虑到公司在消化内镜耗材领域的领先地位，我们选取涉及内窥镜耗材业务的南微医学、澳华内镜及开立医疗作为可比公司。

我们预计公司 2023-2025 年收入 CAGR 为 35%，归母净利润 CAGR 为 34%，当前股价对应 PE 21/17/13 倍。采用可比公司估值法，考虑到公司创新双极产品的技术先进性，给予公司 2024 年 27 倍 PE，对应目标价 124.24 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资风险

- 1) 集采政策风险；
- 2) 海外自有品牌产品推广进展不及预期；
- 3) 双极产品市场推广情况不及预期。



## 正文目录

1 公司作为国内内镜耗材领先企业，拥有完整产品线.....	5
1.1 公司深耕内镜耗材领域，海外先行并逐步发展成为国内领先企业.....	5
1.2 公司实控人稳定，研发团队人数稳定上升.....	6
1.3 股权激励目标彰显公司高增长信心.....	6
2 公司多品类耗材助力业绩快速增长，集采对公司业务影响有限.....	7
2.1 内镜微创诊疗器械市场相对集中，部分品类已实现较高国产市占率.....	7
2.2 公司止血夹业务稳步增长，产品线广覆盖实现公司业绩高速增长.....	10
2.3 耗材集采已呈常态化趋势，预计 3+N 止血夹丢标对公司业务影响有限.....	12
3 海外持续高增长，自建渠道起步有望加速海外市场开.....	14
3.1 海外取证顺利，境外业务收入增速稳步提升.....	14
3.2 境外自建渠道起步，未来自有品牌营收占比将逐步提升.....	15
4 双极产品为营收新增量，打造设备+耗材一体化的营收模式.....	16
4.1 双极产品推广短期受影响，看好未来“设备+耗材”一体化模式.....	16
4.2 在研项目储备丰厚，持续加大耗材及有源设备的研发投入.....	17
5 盈利预测与投资建议.....	18
5.1 盈利预测.....	18
5.2 投资建议.....	19
6 风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1: 公司率先在境外实现规模销售, 并逐步发展为国内龙头企业 .....	5
图表 2: 公司产品涵盖内镜微创诊疗器械及仪器类产品 .....	5
图表 3: 公司实控人稳定, 下设 5 家全资控股子公司/孙公司 .....	6
图表 4: 公司股权激励目标彰显高增长潜力 .....	6
图表 5: 公司部分耗材在全球市场占比情况 .....	7
图表 6: 南微医学部分耗材在全球市场占比情况 .....	7
图表 7: 2018 年国内消化内镜器械市场格局 .....	7
图表 8: 公司部分耗材在国内市场占比情况 .....	7
图表 9: 2019-2030 年我国消化内镜诊疗器械行业细分市场规规模情况 (亿元) ..	8
图表 10: 2021 年我国诊断性胃肠镜下癌检出率 (%) .....	8
图表 11: 我国消化道早期癌总体内镜检出率 (%) .....	8
图表 12: 2012 年国内消化内镜技术应用普查结果 (万例) .....	10
图表 13: 2020 及 2021 年国内消化内镜诊疗服务调查结果 (万例) .....	10
图表 14: 公司 2017-2023 前三季度营收情况 .....	10
图表 15: 公司 2018-2023 前三季度归母净利润情况 .....	10
图表 16: 公司各品类产品收入占比情况 .....	11
图表 17: 公司主要品类收入及增速情况 .....	11
图表 18: 公司海内外收入情况及增速情况 .....	11
图表 19: 公司海内外收入结构占比情况 .....	11
图表 20: 公司境外各区域营收情况 (百万元) .....	12
图表 21: 公司境外、境内毛利率情况对比 .....	12
图表 22: 公司 2020 年至 2023Q1-3 期间费用率情况 .....	12
图表 23: 公司产品涉及集采情况 .....	13
图表 24: 公司产品毛利率变化情况 .....	13
图表 25: 止血夹核心技术及产品情况 (截止 2023 半年报) .....	14
图表 26: 2022 年公司境外市场收入构成 .....	15
图表 27: 公司产品境外销售情况 (百万元) .....	15
图表 28: 单极与双极产品作用原理差异 .....	16
图表 29: 在相同功率条件下, 双极圈套器产生的垂直热损伤深度约为单极的 71-76% .....	16
图表 30: 公司高频手术设备模式 .....	17
图表 31: 公司在研项目进展 (截止 2023 年半年报) .....	17
图表 32: 公司业绩拆分预测表 .....	19
图表 33: 可比公司估值表 (截止 2024 年 3 月 14 日) .....	20
图表 34: 财务预测摘要 .....	21

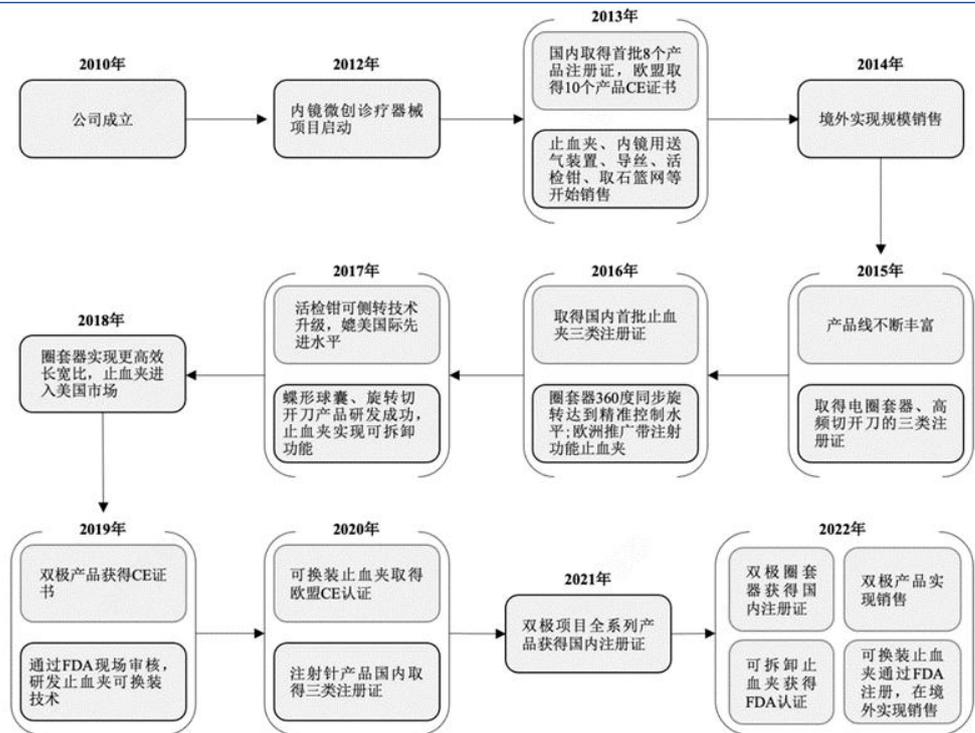


## 1 公司作为国内内镜耗材领先企业，拥有完整产品线

### 1.1 公司深耕内镜耗材领域，海外先行并逐步发展成为国内领先企业

公司以内镜微创诊疗领域作为战略发展方向，并确立以技术创新作为差异化的发展路线。公司成立于2010年，海外发展起步较早，于2014年实现境外规模销售，目前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；2022年公司海外销售以欧洲（境外收入占比56%）、北美洲（24%）及亚洲（14%）为主。国内市场方面，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，2022年公司止血夹产品国内市场占有率达15.7%。

图表 1：公司率先在境外实现规模销售，并逐步发展为国内龙头企业



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

公司产品可分为 1) 内镜微创诊疗器械：包括止血闭合类、EMR/ESD 类、活检类、ERCP 类产品；2) 诊疗仪器类产品：包括内镜用二氧化碳送气装置、送水装置及高频电发生器，属于周边配套设备，进行消化道疾病的微创介入手术。公司各类产品在消化道疾病的微创介入治疗中起到关键作用，满足了相应的临床需求，已形成较高的市场知名度。

图表 2：公司产品涵盖内镜微创诊疗器械及仪器类产品

类别	产品
止血闭合类	止血夹
EMR/ESD 类	圈套器、喷洒管、硬化针/注射针、双极黏膜切开刀（双极高频切开刀）等
活检类	活检钳、抓钳
ERCP 类	取石网篮、球囊取石导管、导丝、胆道引流管、高频切开刀
诊疗仪器类	内镜用二氧化碳送气装置、内镜用送水装置、高频电发生器（高频手术设备）

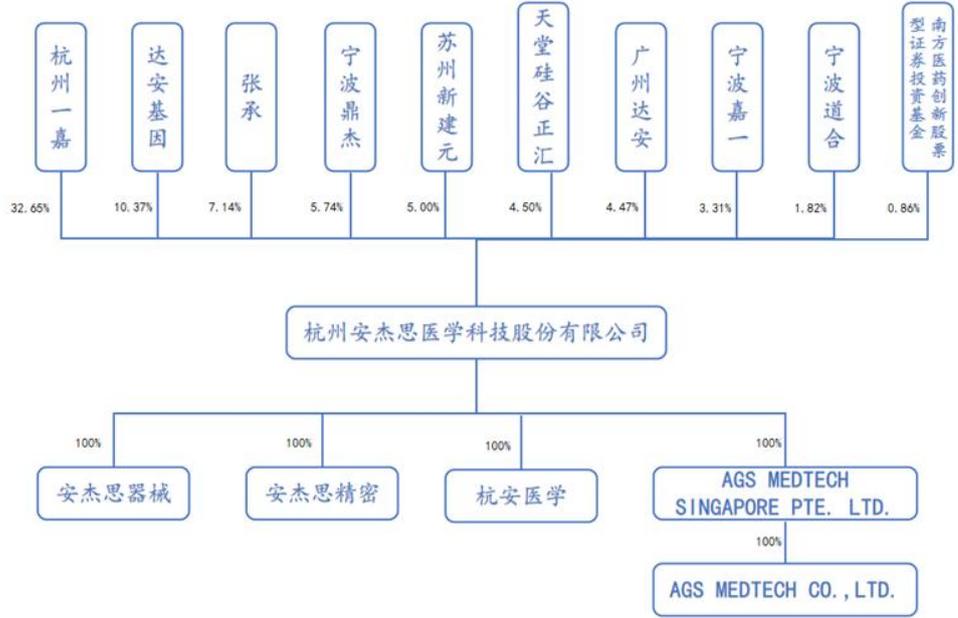
数据来源：招股说明书，华福证券研究所



1.2 公司实控人稳定，研发团队人数稳定上升

公司股权较为集中。截止 2023 年三季报披露，公司实控人张承先生直接持有公司 7.14% 的股份，并通过杭州一嘉、宁波鼎杰、宁波嘉一等间接持股 32.65%；张倍嘉、张千一系张承女儿，两人合计持有宁波嘉一 99.99% 份额。三人合计可支配表决权的股份比例达到 43.10%，股权较为集中。

图表 3：公司实控人稳定，下设 5 家全资控股子公司/孙公司



数据来源：公司公告，Wind，招股说明书，华福证券研究所

公司研发人员数量稳定上升，核心技术团队人员稳定。截止 2023 年上半年，公司研发人员数量为 98 人，占公司总人数比例为 17.22%，研发人员中硕士以上学历占比超过 15%，核心技术团队人员稳定。2019 年，公司双极高频消化道早癌治疗手术系统被认定为浙江省省级重点研发项目；2022 年 8 月公司成功入选工信部第四批专精特新“小巨人”企业名单。

1.3 股权激励目标彰显公司高增长信心

上市后公司发布股权激励方案，彰显公司业绩高增长信心。业绩考核目标 A 下，预计 23-25 年实现营收目标 5、6.75、9.11 亿元，同比增长 35%、35%、35%；或 23-25 年实现净利润目标 1.95、2.49、3.09 亿元，同比增长 28%、35%、35%。业绩考核目标 B 下，预计 23-25 年实现营收目标 4.75、6.41、8.65 亿元，同比增长 35%、35%、35%；或 23-25 年实现净利润目标 1.95、2.49、3.09 亿元，同比增长 28%、35%、35%。

图表 4：公司股权激励目标彰显高增长潜力

归属期	业绩考核目标 A (公司归属系数 100%)	业绩考核目标 B (公司归属系数 80%)
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
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
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

数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

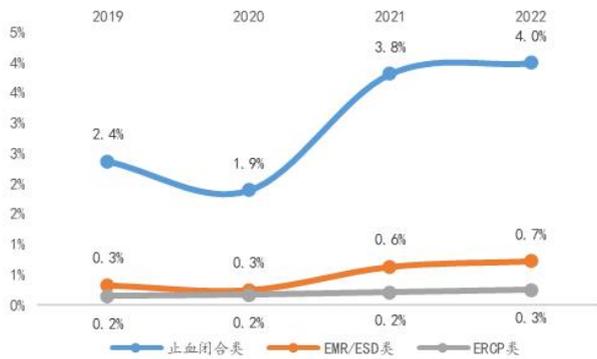


## 2 公司多品类耗材助力业绩快速增长，集采对公司业务影响有限

### 2.1 内镜微创诊疗器械市场相对集中，部分品类已实现较高国产市占率

内镜微创诊疗器械市场呈现寡头垄断的局面。全球内镜微创诊疗市场由波士顿科学、奥林巴斯、库克医疗等企业占据，2018 年全球占比分别为 36%、34%和 13%，合计占据 70%以上的市场份额。据波士顿科学统计及预测，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。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 5：公司部分耗材在全球市场占比情况



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

图表 6：南微医学部分耗材在全球市场占比情况

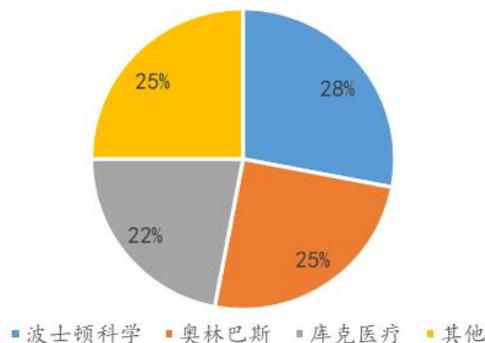


数据来源：招股说明书，华福证券研究所

国内消化内镜器械呈现相对集中的市场格局，部分品类已实现国产替代。2018 年波士顿科学、奥林巴斯、库克医疗三家外资在国内胃肠镜检查、内镜下切除、超声内镜、ERCP 和呼吸内镜等其他术式的耗材占有率为 25%、25%和 22%。

以止血夹、注射针为代表的部分内镜耗材品类，国内企业已基本实现国产替代。以南微医学、唯德康、安杰思等为代表的国内品牌凭借产品种类齐全及政策支持，在内镜诊疗器械领域呈现良好上升势头，国产占有率持续提升。公司止血夹产品 2022 年国内市场销售占比已提升至 15.7%。

图表 7：2018 年国内消化内镜器械市场格局



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

图表 8：公司部分耗材在国内市场占比情况



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

国内内镜检查需求尚未完全释放，检查渗透率仍处于较低水平。2012 年全国胃肠镜检查约 2800 万例，至 2021 年检查量上升至 3800 万例。以我国 1.9 亿消化道高危人群计算，检查率仅为 20%；我们估算整体 2021 年胃肠镜检查渗透率仅为 3%。我国胃肠镜开展率与发达国家存在较大差距，2019 年我国胃肠镜开展率仅为 1941 人/



每 10 万人，肠镜开展率仅为 942 人/每 10 万人；而日本胃镜开展率为 10231 人/10 万人（2017），肠镜开展率为 3767 人/每 10 万人（2019）。此前已发布的《澳华内镜（688212.SH）国产优势扩张布局，AQ-300 冲刺三级医院》中，我们从国情与供需两个角度分析了中日内镜诊疗现状存在差异的原因，并得出未来我国内镜诊疗在下沉市场存在较大释放空间的结论，此处我们具体分析各术式在国内的发展前景：

图表 9：2019-2030 年我国消化内镜诊疗器械行业细分市场情况（亿元）



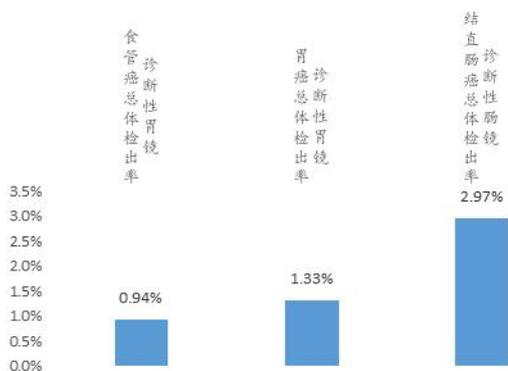
数据来源：招股说明书，华福证券研究所

**1、诊断性胃肠镜：检查量持续上升，我们预计未来诊断性胃肠镜检查量年增速将保持 15% 以上。**

**诊断性胃肠镜：**主要涉及活检钳产品，术式消耗的耗材部分整体价值量较低，因此 2019 年胃肠镜诊断耗材市场占消化内镜器械行业约 13% 份额。

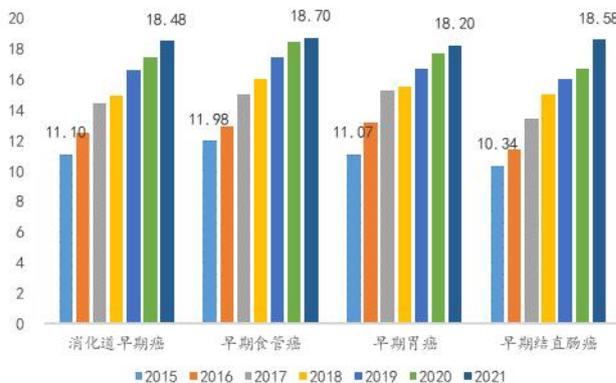
**国内消化内镜诊疗以诊断性胃肠镜为主，2021 年诊断性胃肠镜检查量约占 84%。**2021 年我国诊断性胃镜下食管癌、胃癌总体检出率为 0.94%、1.33%，诊断性肠镜下结直肠癌总体检出率为 2.97%；消化道早期癌总体内镜检出比例呈现上升趋势，2021 年消化道早期癌检出率已达 18.48%。

图表 10：2021 年我国诊断性胃肠镜下癌检出率 (%)



数据来源：2022 年国家消化内镜诊疗服务与质量安全报告，华福证券研究所

图表 11：我国消化道早期癌总体内镜检出率 (%)



数据来源：2022 年国家消化内镜诊疗服务与质量安全报告，华福证券研究所

**诊断性胃肠镜检查量持续上升，我们预计未来诊断性胃肠镜检查量年增速将保持 15% 以上。**据国家消化内镜专业疾控中心调查数据显示，2020 年共开展诊断性胃肠镜检查量为 2305 万例（共纳入 3714 家医院数据），2021 年共开展诊断性胃肠镜检查量为 2652 万例（共纳入 3491 家医院数据），整体 2021 年诊断型胃肠镜院均检

查量同比增速为 22%。考虑到疫情因素等不确定性，我们预计诊断性胃肠镜检查量年均增速将保持在 15% 以上。

**2、内镜下切除诊疗：参考 2021 年院均检查量同比增速为 36%，我们预计未来 ESD/EMR 类手术量的增速将保持高速增长。**

**内镜下切除诊疗：**包括息肉切除、EMR、ESD、STR、POEM 等内镜下切除技术，术式主要涉及耗材包括注射针、圈套器、黏膜切开刀、止血夹等产品。术式涉及耗材种类多，且黏膜切开刀价值量较普耗更高。2019 年内镜下切除诊疗耗材市场占消化内镜器械行业约 48% 份额。

**EMR 和 ESD 技术的出现是内镜治疗史上的突破性进展。**ESD 技术于 2006 年进入国内，并在国内迅速开展和大力推广。一份 2012 年我国消化内镜治疗现状的调查报告显示，仅 14.8% (25/169) 的被调查医院有能力独立开展 ESD 操作，且主要为省级医院。2019 年中国县域医院消化内镜学科现状调查报告显示，约 49% (56/114) 的县域医院已可开展支架植入、ESD 等内镜操作。据公司公告，目前国内 EMR/ESD 手术量在 30-40 万台左右，普遍采用单极高频电原理，ESD/EMR 手术耗材 80% 由进口品牌所占据。

目前内镜下切除诊疗涉及耗材已逐步启动集采，叠加可开占内镜诊疗三、四级术式的医院数量提升。参考 2021 年院均检查量同比增速为 36%，我们预计未来 ESD/EMR 类手术量的增速将保持高速增长。

**3、ERCP：我们预计未来 ERCP 类手术量的增速将保持稳健。**

**ERCP：**术式中需要使用导丝进行支撑和引导、使用取石网篮进行取石操作，涉及取石球囊、导丝、切开刀、扩张球囊、细胞刷、鼻胆/胰引流管、碎石/取石网篮、造影导管等耗材。由于 ERCP 包耗材价值量较高，2019 年 ERCP 诊疗耗材市场占消化内镜器械行业约 39% 份额。

**ERCP 技术成熟的标志，是从诊断性操作转向治疗性操作。**ERCP 于 20 世纪 70 年代引入我国，后历经多阶段发展：1) 1995 年，奥林巴斯第一代经口纤维胆道镜引入国内，我国 ERCP 技术可实现直视下探查胆管。2) 2013 年波科的单人操作胆道镜 (SpyGlass) 进入国内，标志胆道镜下直视诊疗进入新阶段。

目前 ERCP 已被作为胆胰疾病基本的治疗性操作，诊断性 ERCP 不再被指南推荐。据不完全统计，2020 年及 2021 年国内 ERCP 手术量约为 12.9 及 13.4 万例，增速较慢，主要原因在于 ERCP 系胆胰系统疾病重要的四级消化内镜技术，操作复杂且风险较高，培养合格的 ERCP 消化内镜医师需要较大投入。我们预计未来 ERCP 类手术量的增速将保持稳健。

图表 12: 2012 年国内消化内镜技术应用普查结果 (万例)

项目	例数
常规胃镜及治疗	2225.4
其中: 胃镜下治疗	163.0
常规结肠镜及治疗	583.2
其中: 结肠镜下治疗	103.6
常规 EUS 诊疗	19.6
其中: EUS 下治疗	1.1
ERCP	19.6
胶囊内镜	4.8
小肠镜	2.6

数据来源:《中国消化内镜技术发展现状》王洛伟, 华福证券研究所

图表 13: 2020 及 2021 年国内消化内镜诊疗服务调查结果 (万例)

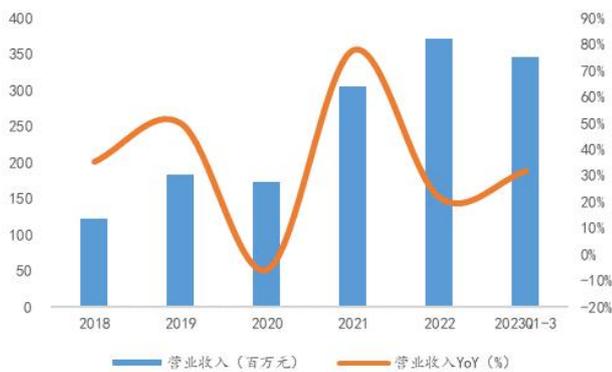
调研医院诊疗情况	2020 年	2021 年
消化内镜诊疗	2649.91	3141.57
诊断性胃镜	1574.44	1749.55
诊断性肠镜	731.1	902.60
急性消化内镜诊疗	33.64	35.79
镇静麻醉消化内镜诊疗	1271.36	1715.22
内镜下切除	211.45	278.45
ERCP	12.91	13.40
EUS	23.72	30.39
ESD	10.09	13.45
小肠镜	1.03	1.30
胶囊内镜	3.22	4.84

数据来源:《2022 年国家消化内镜诊疗服务与质量安全报告》,《2021 年国家消化内镜诊疗服务与质量安全报告》, 华福证券研究所  
注: 内镜下切除治疗包含息肉切除、EMR、ESD、STR、POEM 等内镜下切除技术。

## 2.2 公司止血夹业务稳步增长, 产品线广覆盖实现公司业绩高速增长

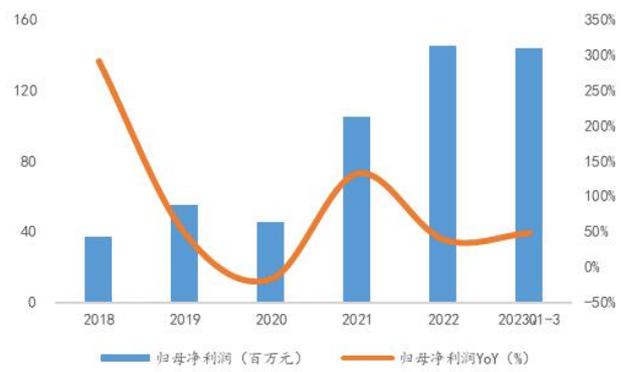
公司利润端增速高于营收增速, 规模效应逐步显现。公司 2018-2022 年营收 CAGR 达到 24.9%, 归母净利润达 31.2%。2023Q1-3, 公司实现营收 3.5 亿元 (同比+32%), 实现归母净利润 1.4 亿元 (同比+48%)。2024 年 2 月公司发布 2023 年业绩快报, 预计 2023 年实现营收 5.09 亿元 (同比+37%), 实现归母净利润 2.17 亿元 (同比+50%), 实现归母扣非净利润 2.12 亿元 (同比+48%)。

图表 14: 公司 2017-2023 前三季度营收情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

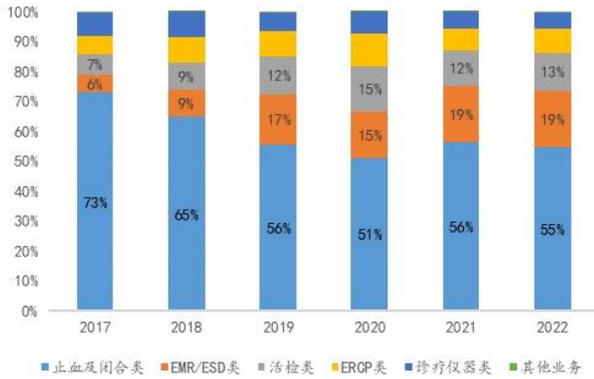
图表 15: 公司 2018-2023 前三季度归母净利润情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

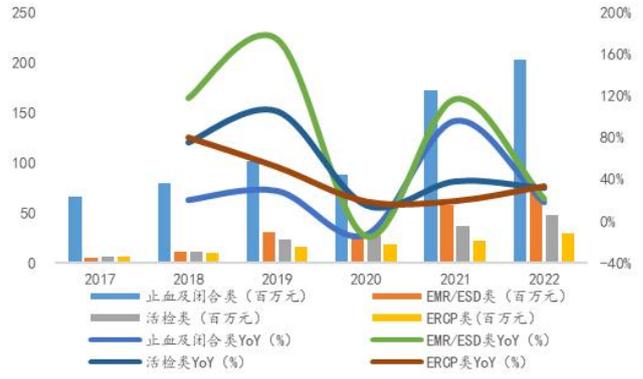
公司产品结构以内镜诊疗耗材为主, 诊疗仪器为辅的格局。公司生产的各类微创诊疗器械收入占比 9 成以上, 通过与消化内镜配套使用, 共同应用于消化道疾病的临床诊断和治疗; 诊疗耗材按治疗用途分为止血闭合类、EMR/ESD 类、活检类、ERCP 类, 2022 年收入占比分别为 55%、19%、13%和 8%。诊疗仪器包括内镜用二氧化碳送气装置、内镜用送水装置及高频电发生器 (高频手术设备), 2022 年仪器类收入占比为 5%。

图表 16: 公司各品类产品收入占比情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 17: 公司主要品类收入及增速情况

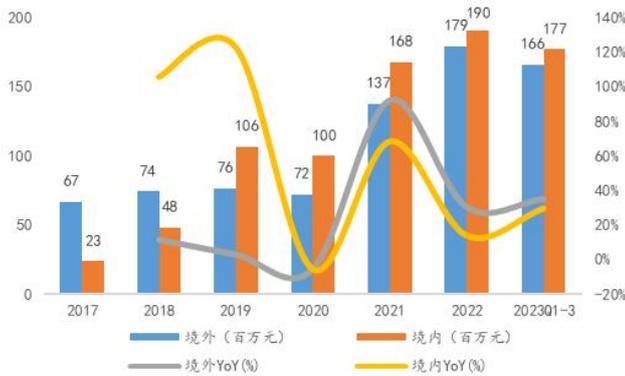


数据来源: Wind, 华福证券研究所

公司从早期的单一产品转变为多种产品多市场销售, 随产品结构丰富, 止血及闭合类产品收入占比总体呈现下降趋势。2017年至2022年, 止血及闭合类产品收入占比由73%下降至55%, CAGR为25.2%; EMR/ESD类收入占比由6%上升至19%, CAGR为68.4%; 活检类产品收入占比由7%上升至13%, CAGR为49.6%; ERCP类产品收入占比较为稳定, CAGR为38.9%。

公司境内外双轮驱动业绩增长, 2023Q1-3境内收入占比约为51%, 境外收入占比约48%。公司于2016年末取得国内止血夹三类产品注册证, 开始正式启动国内市场 and 渠道的搭建, 2017-2022年境内收入CAGR达52%, 境外收入CAGR为21.8%。2023Q1-3公司实现境内收入1.77亿元(同比+29%); 主营业务境外销售收入1.66亿元(同比+35%), 其中北美洲市场销售收入5152万元(同比+40%), 欧洲市场销售收入7897万元(同比+34%), 境外其他市场销售收入3611万元(同比+54%)。

图表 18: 公司海内外收入情况及增速情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 19: 公司海内外收入结构占比情况

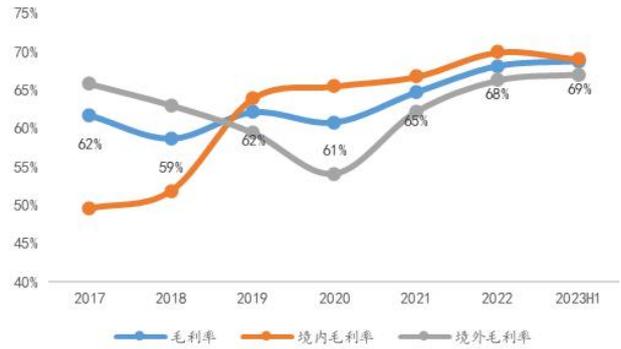


数据来源: Wind, 华福证券研究所

公司境内业务毛利率提升显著, 海外毛利率稳步提升。公司从早期境外接单销售转变为多种产品多市场销售, 并逐步推动海外自有品牌销售。2020年至2023H1, 公司毛利率由61%提升至69%。2021年毛利率上升主要系毛利较高的止血闭合类产品销售占比上升及其毛利率增加所致; 2022年毛利率主要系公司不断优化产品结构、工艺生产流程和供应链管理所致。境内市场形成规模销售后, 实现境内毛利率略高于境外毛利率。

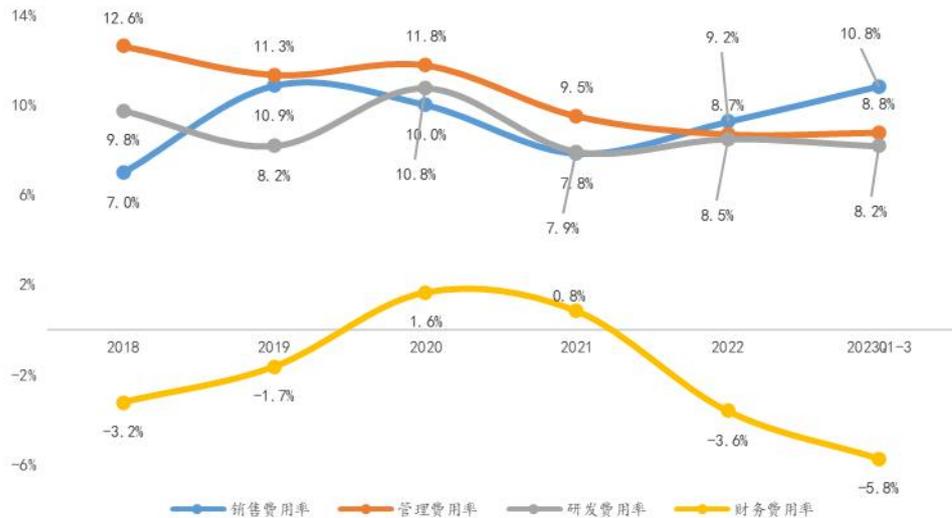

**图表 20：公司境外各区域营收情况（百万元）**


数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

**图表 21：公司境外、境内毛利率情况对比**


数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

公司整体期间费用率较为稳定，财务费用率受汇兑影响呈现较大波动。2021年，随着公司销售规模的迅速扩大，各项费用率均有所下降。2022年，公司整体费用率下降主要系汇率波动使得汇兑收益较多所致。2023Q1-3，公司销售费用率上升至10.8%，主要系公司对存量医院进行相关上量推广工作；除财务费用外，整体公司各项费用均稳定增长。

**图表 22：公司 2020 年至 2023Q1-3 期间费用率情况**


数据来源：Wind，华福证券研究所

### 2.3 耗材集采已呈常态化趋势，预计 3+N 止血夹丢标对公司业务影响有限

在集采降价的大背景下，公司电圈套器、胆道引流管已经历部分地方集中带量采购。2022年公司在浙江省和福建省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%；公司EMR/ESD类产品（含电圈套器）集采后，EMR/ESD类产品整体毛利率未出现下降，电圈套器集采对公司毛利率影响较少。

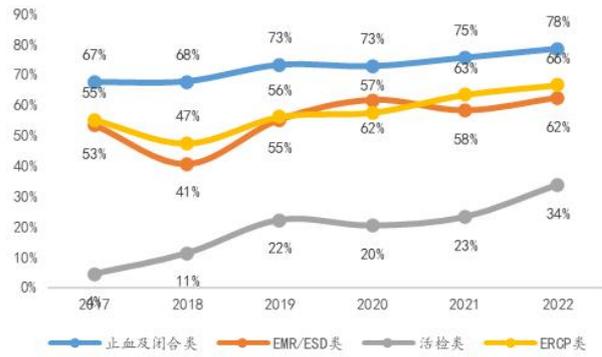


图表 23: 公司产品涉及集采情况

时间	涉及区域	涉及品种
2021 年	浙江省省内	电圈套器
2022 年	福建省省内	电圈套器
2022 年	河北省省内	胆道引流管
2023 年	京津冀“3+N”联盟	止血夹（未入围）、消化介入注射针

数据来源: 公司公告, 河北省医用药品器械集中采购中心, 华福证券研究所

图表 24: 公司产品毛利率变化情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

**联盟地区止血夹使用量占比小, 对公司整体业务影响有限。**2023 年 12 月, 河北省医保局发布 3+N 省际联盟耗材集采, 涉及公司消化内镜诊疗品类为止血夹与注射针。其中止血夹集采涉及省份为, 河北省、安徽省、新疆生产建设兵团、广西壮族自治区、江西省、辽宁省、三明采购联盟、西藏自治区、新疆维吾尔自治区、云南省等; 2024 年 1 月 31 日报价解密工作完成, 公司止血夹产品(开口<13mm、13mm≤开口<20mm)未能入围。我们认为联盟涉及地区止血夹使用量占比较小, 公司测算的集采数量对应销售收入约 1500-1600 万元, 占公司 2023 年国内营业收入 5.7-6.3%, 占公司整体营收 2.9-3.2%。

对于集采降价后公司毛利率是否会降低的担忧普遍存在, 从历史数据看。我们认为公司在以下两方面表现优异, 能够支撑公司维持整体较高毛利率:

### 1、公司通过优化供应链、自动化生产流程等实现降本增效, 保持公司毛利率稳定攀升。

公司持续优化供应链, 自制部分原材料并引入大规模自动化生产流程, 单位成本下降幅度较大, 使得 2022 年境内止血闭合类毛利率增加 3.28%, 2022 年活检类毛利率增加 10.55%。2022 年末公司一线制造人员在 250 人左右, 2022 年度人均产量为 3.07 万件左右, 由于新产区尚未投产, 自动化设备受场地限制, 只能开展部分工序自动化或半自动化, 已取得一定成果, 一线人员人数较 2021 年下降 22%, 总产量增加 24%。

2024 年公司新生产厂区将实现全面投产, 我们认为随着自动化设备的运用场景增加, 自动化生产产品类有望由止血闭合类、活检类产品向其他品类拓展, 进一步推进公司降本增效工作, 维持公司毛利率稳定攀升。

### 2、通过产品迭代及差异化产品维持高毛利, 新品推出有助于减少降价对公司毛利率的影响。

以止血夹产品为例, 在集采背景下公司开发了多代系产品实现降低成本, 以应对集采环境下的价格下行风险。可换装、重复开闭的止血夹产品的推出丰富了公司止血夹类产品线, 在应对未来更大范围的集采环境下, 公司可利用利用可换装技术使止血夹的使用成本持续下降, 提升产品市场竞争力。

目前可换装技术止血夹产品已获得 FDA、CE 和国内注册证, 已在欧洲形成批量销售。随着未来可换装技术、连发技术等核心技术对应产品陆续实现销售, 公司止血夹产品层次将进一步丰厚; 可换装重复开闭止血夹作为差异化定位的产品未来有望发展成为重要产品, 为公司创造新的收入增长点, 减少降价对公司毛利率的影响。



图表 25：止血夹核心技术及产品情况（截止 2023 半年报）

代系	止血夹核心技术名称	主要特点	最新进展
第一代	旋转和预夹技术	兼顾推拉力传递和扭矩传递，实现 360 度的精确角度调整。实现反复预夹，提高可闭合创面的能力，	
第二代	可拆卸技术	为术后因止血夹长期滞留体内无法自动脱落以及术中止血夹误夹提供了新的解决方案，可降低因强行移除夹子而对患者造成的二次组织损伤风险。	
第三代	夹子辅助组织牵引技术	术中将一个带有弹性件的止血夹夹持在需要被提拉的组织上，再将另一个止血夹穿过弹性件的牵引孔，使游离组织与被剥离的组织位置远离并通过止血夹进行临时固定，可以将需要被剥离的组织基部充分暴露在内镜视野下用于诊断和治疗，术后通过可拆卸设计将止血夹安全取出，增加手术的安全性和有效性。	目前产品注册中
第四代	可换装技术	是可拆卸技术的延伸，每个被换装的夹子都兼具预夹或可拆卸功能。借助可换装技术，一个止血夹释放器可配合多个夹头使用，实现了释放器的重复使用，降低了止血夹的使用成本，进而减轻患者负担。	获得 FDA、CE 和国内注册证且欧洲形成批量销售
第五代	连发技术	是可换装技术的另一种实现方式。使用连发技术的止血夹夹片采用了新型的无磁材料，通过特殊的结构设计将多枚止血夹以串行的布局方式放置在释放器前端，实现了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。	目前产品研发中

数据来源：招股说明书，公司公告，华福证券研究所

### 3 海外持续高增长，自建渠道起步有望加速海外市场开

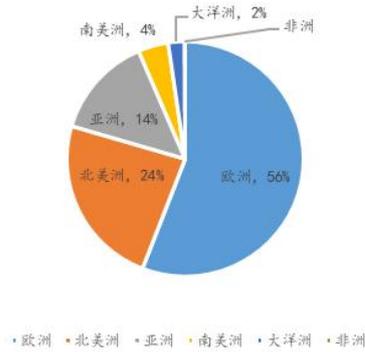
#### 3.1 海外取证顺利，境外业务收入增速稳步提升

公司境外销售维持较高增速，主要产品的全球市占率持续提升。止血闭合类产品为公司贡献率了大部分收入，成为主营业务收入上升的最主要动力。2020 年至 2022 年，境外止血闭合类产品销售收入由 3597 万元上升至 9609 万元，占境外销售总收入占比维持在 50% 以上；ESD/EMR 类产品 2021 年境外销售增长迅速主要系北美市场采购迅速上升；活检类产品及 ERCP 类产品境外销售逐年增长；仪器类产品销售则主要以境内销售为主。

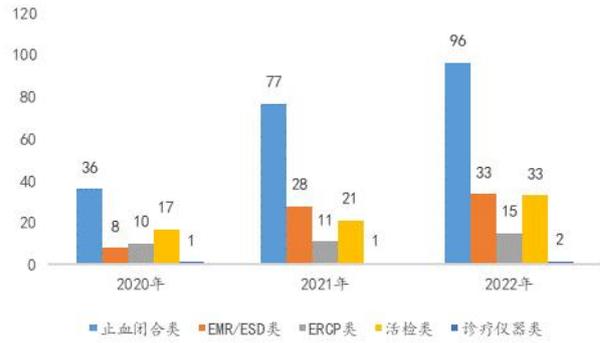
2020 年至 2022 年，公司止血闭合类产品的全球市场份额由 1.89% 提升至 3.99%，EMR/ESD 类产品由 0.25% 提升至 0.72%，ERCP 类产品由 0.17% 提升至 0.25%。

公司境外收入以欧洲和北美洲为主。2022 年境外收入中欧洲收入占比约 56%，北美洲收入占比预约 24%。2023Q1-3 公司实现主营业务境外销售收入 1.66 亿元（同比+35%），其中北美洲市场销售收入 5152 万元（同比+40%），欧洲市场销售收入 7897 万元（同比+34%），境外其他市场销售收入 3611 万元（同比+54%）。

公司双极产品已在境外形成批量销售，海外取证顺利，未来有望以自有品牌贡献新增量。公司双极产品与 2020 年取得 CE 认证，2022 年取得 FDA 认证，目前产品在欧洲市场已形成批量销售。境外市场方面，2023H1 公司新增海外注册证书 15 张，公司在各大洲都有同行业的上市公司开展产品销售合作，为未来海外的市场销售拓展奠定了良好的基础。


**图表 26: 2022 年公司境外市场收入构成**


数据来源: Wind, 华福证券研究所

**图表 27: 公司产品境外销售情况 (百万元)**


数据来源: 公司招股书, 华福证券研究所

### 3.2 境外自建渠道起步, 未来自有品牌营收占比将逐步提升

公司目前在海外的销售模式以 ODM 为主, 正逐步转型开展自有渠道建设。公司境内销售以经销为主, 境外销售以贴牌为主; 2020 至 2022 年, 公司在境外的贴牌销售均为 ODM 模式, 客户仅提出外观、颜色、尺寸等需求, 贴牌产品的主体设计和生产均使用公司自有核心技术, 设计图纸、生产工艺等由公司独立完成。

公司积极组建自有品牌与直销渠道建设, 已初见成效。疫后公司积极加大海外销售团队参与学术展会和客户拜访力度, 积极开拓空白市场和新客户, 在保障正常销售模式下, 逐步扩大自由品牌产品销售渠道, 2023H1 公司实现海外新客户数量增长 18%。

新渠道开发有助于提升公司海外自有品牌营收占比。截止 2023H1, 公司境外安杰思自有品牌经销占比约 10%; 截止 2023Q3, 公司境外自有品牌销售占比已提升至 16.8%。公司目前已完成欧洲分公司的选址工作, 未来将持续巩固欧洲市场、拓展欧洲区域直销业务, 并发力北美市场客户开发, 大力拓展南美及亚太市场。

在直销模式下, 公司直接将产品出售给终端医疗机构, 有利于公司与终端客户接触, 切实了解海外的临床需求, 进一步推进海外自主品牌建设。公司将通过持续的创新差异化产品不断满足临床需求, 通过新渠道开发提升海外自有品牌占比, 提升产品在全球市场的竞争力。

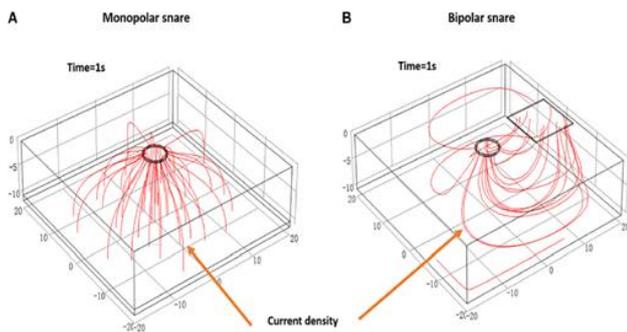
## 4 双极产品为营收新增量，打造设备+耗材一体化的营收模式

### 4.1 双极产品推广短期受影响，看好未来“设备+耗材”一体化模式

双极回路技术可大幅减少 ESD 手术热损伤风险，扩大手术适用人群，更适合于植入型医疗器械患者。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，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，可缩短人体导电距离，大幅降低单极回路技术造成的组织损伤或穿孔风险，同时减少患者在手术中因高频电而产生的电磁干扰，扩大了手术的适用人群，开创了 EMR/ESD 早癌治疗的新阶段。

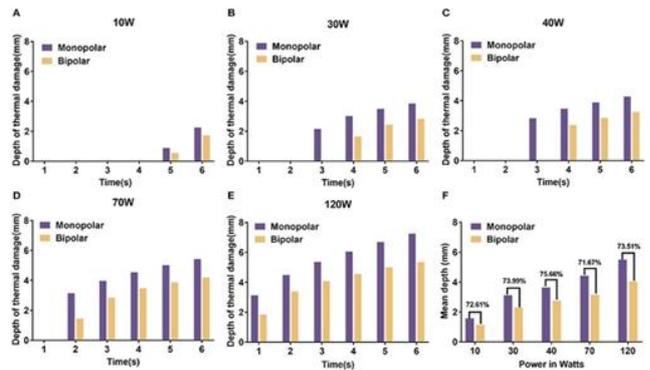
据 Shengsen Chen 等发表的《A Novel Bipolar Polypectomy Snare Can Be an Alternative Choice for Endoscopic Resection》文献显示，单极圈套器与双极圈套器的电流导向不同，单极产品电流在患者体内传导距离长，电信号易干扰植入型医疗器械正常工作。单极圈套器的电流流向是从电极垂直向下通过全层组织，中心区域电流密度最大，向外逐渐减少；双极圈套器的电流是从电极表面流向回路电极，表面的电流密度最大，向下逐渐减少。在相同功率条件下，双极圈套器产生的垂直热损伤深度约为单极的 71-76%。

图表 28：单极与双极产品作用原理差异



数据来源：《A Novel Bipolar Polypectomy Snare Can Be an Alternative Choice for Endoscopic Resection》Shengsen Chen, et. al, 华福证券研究所

图表 29：在相同功率条件下，双极圈套器产生的垂直热损伤深度约为单极的 71-76%



数据来源：《A Novel Bipolar Polypectomy Snare Can Be an Alternative Choice for Endoscopic Resection》Shengsen Chen, et. al, 华福证券研究所

ESD/EMR 手术近年在国内得到广泛开展，是消化内镜各大术式中增速最快的。公司在双极诊疗技术整体解决方案下，可搭配高频手术设备、一次性使用双极高频切开刀、双极高频止血钳、双极电圈套器使用。公司已获得该技术相关的境内发明专利 5 项，另有 12 项发明专利正在申请中，公司已获得 FDA, CE 和国内注册证。2023 年上半年公司自主研发的双极设备以及配套使用的 EMR/ESD 双极耗材，已实现在全国百余家医院试用，完成了 200 台以上的手术。短期双极设备入院工作受 2023Q1 疫情及 2023Q3 反腐影响，预计双极系列产品 2024 年将作为重要产品推广，积极推进临床试验工作，不断满足临床需求。

发展“设备+耗材”一体化模式有助于进一步提升公司在消化道诊疗领域的市占率。在消化道诊疗市场中，国产部分品类的耗材市占率已逐步上升，但手术设备等相对之下均由进口品牌占据；单极高频发生器和单极器械对病人的安全性和有效性不及双极产品。2023 年公司的双极产品正式推向市场，填补了公司在 ESD 手术设备和器械的空白；此外公司以双极产品提供整套全新的手术解决方案，提高切割效率并减少 ESD 手术热损伤问题等，未来“设备+耗材”一体化模式有助于进一步提升公司在消化道诊疗领域的市占率。



图表 30：公司高频手术设备模式

消化内镜手术 主要使用模式	模式适用范围介绍	公司技术壁垒 情况	安杰思	爱尔博	奥林巴斯
纯切模式	适合消化道简单电外科手术，用于肌肉组织、血管组织、 超微结构的解剖和电切	已取得授权专 利	双极输出	单、双极输出	单、双极输出
智能电切 Q 模 式	用于电切和电凝不断切换的内镜下介入治疗手术，适用 于圆型电极，系常用模式	已取得授权专 利	双极输出	单极输出	单极输出
智能电切 I 模 式	用于电切和电凝不断切换的内镜下介入治疗手术，适用 于切开刀等，系常用模式	已取得授权专 利	双极输出	单极输出	单极输出
柔和电凝模式	用于电凝强度高的电凝手术，以及电极粘连对于电凝过 程产生负面影响的手术	已取得授权专 利	双极输出	单、双极输出	单、双极输出
强烈电凝模式	用于接触电凝和夹紧电凝，系常用模式	已取得授权专 利	双极输出	单、双极输出	单、双极输出

数据来源：招股说明书，华福证券研究所

#### 4.2 在研项目储备丰厚，持续加大耗材及有源设备的研发投入

公司于 2023 年 8 月成立全资子公司杭安医学，为公司健全了有源设备开发平台，可以加快软性内镜、消化内镜辅助机器人系统及光纤成像系统等设备产品线的布局 and 研发落地。截止 2023H1，公司单光纤成像/软性内窥镜在研项目已经布局申请 5 项专利，单光纤成像项目已实现直径 1mm 截面下的高分辨率成像；软性内窥镜在研项目目前已解决镜体的操作问题，并掌握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；辅助治疗机器人项目已经申请 1 项专利，公司已经解决力矩输送和传感的技术瓶颈。

**消化内镜耗材与诊疗设备方面：**公司持续推进第二代单双混合电刀设备、第二代双极黏膜切开刀研发工作，提升双极治疗系统在消化道早癌 ESD/EMR 手术治疗中的技术优势，持续加大对缝合夹、连发夹和短尾夹等研发工作。截止 2023H1，三代送水、单级黏膜切开刀、二代双级黏膜电刀等处于注册中状态；随产品线丰富，将形成系列族，满足不同的临床需求，提供更有效的全套手术解决方案。

图表 31：公司在研项目进展（截止 2023 年半年报）

项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
单光纤成像/软 性内窥镜	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。	获得更全面的生物组织生理、病 理特性，从而对生物组织结构、 功能、分子特性进行表征，实现 早期病变的诊断；	国际领先	广泛应用与消化、呼 吸、泌尿科的检查 and 手术操作平台；
辅助治疗机器 人	已经申请 1 项专利 公司已经解决力矩输送和传 感的技术瓶颈；	帮助内镜医生降低手术疲劳度， 提升手术效率，改变传统的内镜 手术操作模式；	国内领先	应用于软性内镜的 手术场景，辅助医生 控制手术操作，提高 手术效率；
诊疗仪器类	已经授权 5 专利，申请中 4 专利；单双混合电刀 研发中；三代送水在注册中；	双极系统的技术升级；	国内领先	为消化内镜 ESD/EMR 手术下提供更安全 有效的全套手术解 决方案；



EMR/ESD 类	已经授权 13 专利，申请中 14 专利；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；	推动 ESD/EMR 手术的安全性和有效性，提供更安全有效的全套手术解决方案；	国际首创	为消化内镜 ESD/EMR 手术下，提供更安全有效的全套手术解决方案；
ERCP 类	已授权 9 专利，申请中 2 项专利；其中 C 型切开刀，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；	丰富 ERCP 手术产品线；提升主要产品的手术操作性能，降低手术费用；	国内领先	消化内镜 ERCP 手术；
止血闭合类	已授权 31 项专利，申请中 23 项专利；其中换装夹，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；	丰富止血闭合类产品线，持续优化夹子系列产品，形成系列族，满足临床需求	国际领先	消化内镜下止血闭合类需求，降低手术风险难度缩短手术时间
活检类	已授权 2 专利，申请中 3 项专利；热活检钳，进入注册阶段；新增旋转型和多取样型在研发中；	丰富活检类产品线，满足临床各类需求	国内领先	广泛应用于呼吸、消化内镜检查

数据来源：公司公告，华福证券研究所

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

我们认为

#### 1、止血闭合类：

境内部分：假设 2024-2025 年非集采区域未执行价格联动，考虑到 2024-2025 年公司止血夹类产品在集采区域内无法有效销售，低成本新品可换装重复开闭的止血夹产品 2024 年起有望实现小批量销售，我们预计 2023-2025 年公司境内止血夹产品收入增速为 35%、1%、25%，毛利率为 75%、75.2%、75.5%。

境外部分：考虑到公司海外自主品牌及自有渠道建设，我们预计 2023-2025 年公司境外止血夹产品营收增速为 40%、40%、40%；公司海外销售模式由 ODM 逐步转型自主品牌销售，有望提升产品毛利率，毛利率为 83.5%、84%、84%。

#### 2、EMR/ESD 类：

假设公司双极产品出厂价较单极产品高，随着双极产品逐步替代单极产品出货，毛利率继续上行，参考国内 ESD/EMR 手术量增速，我们预计 2023-2025 年，公司 EMR/ESD 类产品营收增速为 40%、50%、50%，毛利率为 63%、63.5%、63.7%。

#### 3、活检类：

考虑胃肠镜检查渗透率提升，对应活检类产品消耗将保持较高速增长；考虑到公司 2024 年新厂区投入使用，降本增效工作持续推行，毛利率继续上行，我们预计 2023-2025 年，公司活检类产品营收增速为 35%、35%、35%，毛利率为 35%、36%、37%。

#### 4、ERCP 类：

考虑到 ERCP 手术国内开展率较低，行业发展前景较光明。公司目前 ERCP 类产品市占率较低，随扩张球囊导管等产品的陆续获批，有望进一步加快市场渗透率，支撑业绩高速增长。我们预计 2023-2025 年，公司 ERCP 类产品营收增速为 40%、40%、40%，毛利率为 68%、68%、68%。

#### 5、诊疗仪器类：

诊疗仪器类收入主要为送气、送水装置，公司高频电发生器目前收入占比较低。考虑到公司未来加大双极设备推广，假设 2023-2025 年营收增速为 30%、30%、30%，毛利率为 70%、70%、70%。



综上，我们预计公司 2023-2025 年收入增速分别为 37%、30%、38%，归母净利润增速分别为 50%、23%、30%，对应 EPS 分别为 3.75 元、4.60 元、5.99 元。

图表 32：公司业绩拆分预测表

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收	销售收入	305.5	371.1	508.8	659.3	907.3
	YoY	77.7%	21.5%	37.1%	29.6%	37.6%
	毛利率	64.7%	68.1%	69.1%	69.1%	69.2%
止血闭合类	销售收入	172.3	202.7	278.4	333.7	445.4
	YoY	95.8%	17.7%	37.4%	19.8%	33.5%
	毛利率	75.4%	78.4%	79.1%	80.2%	80.5%
EMR/ESD 类	销售收入	57.0	69.4	97.1	145.7	218.6
	YoY	116.9%	21.7%	40.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	58.1%	62.2%	63.0%	63.5%	63.7%
活检类	销售收入	36.2	47.7	64.4	86.9	117.4
	YoY	37.9%	31.7%	35.0%	35.0%	35.0%
	毛利率	23.1%	33.7%	35.0%	36.0%	37.0%
ERCP 诊疗系列	销售收入	22.0	29.3	41.1	57.5	80.5
	YoY	19.4%	33.4%	40.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	63.3%	66.5%	68.0%	68.0%	68.0%
诊疗仪器类	销售收入	17.7	19.8	25.8	33.5	43.5
	YoY	40.2%	12.2%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	67.5%	69.0%	70.0%	70.0%	70.0%
其他业务	销售收入	0.4	2.2	2.0	2.0	2.0
	YoY	-7.5%	494.6%	-10.3%	1.4%	0.0%
	毛利率	89.2%	66.4%	80.0%	80.0%	80.0%

数据来源：iFind。华福证券研究所

## 5.2 投资建议

考虑到公司在消化内镜耗材领域的领先地位，我们选取涉及内窥镜耗材业务的南微医学、澳华内镜及开立医疗作为可比公司。

我们预计公司 2023-2025 年收入 CAGR 为 35%，归母净利润 CAGR 为 34%，当前股价对应 PE 21/17/13 倍。采用可比公司估值法，考虑到公司创新双极产品的技术先进性，给予公司 2024 年 27 倍 PE，对应目标价 124.24 元，首次覆盖，给予“买入”评级。



图表 33: 可比公司估值表 (截止 2024 年 3 月 14 日)

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688212	澳华内镜	87.2	0.6	1.2	1.9	150.4	70.9	45.7
300633	开立医疗*	176.6	4.9	6.4	8.2	36.4	27.8	21.5
688029	南微医学*	132.2	4.9	6.3	8.1	26.7	21.1	16.4
可比公司中位数						36.4	27.8	21.5
688581	安杰思	45.1	2.2	2.7	3.5	20.8	17.0	13.0

数据来源: iFind, 华福证券研究所

\*盈利预测为 iFind 一致预期

## 6 风险提示

1) **集采政策风险。**公司止血夹产品在 3+N 联盟集采中未中标, 若其他品类或区域进行集采, 可能造成竞争风险加剧; 集采执行后, 若产生大面积区域价格联动, 出厂价降低可能影响公司国内营收。

2) **海外自有品牌产品推广进展不及预期。**公司海外自建渠道起步, 目前海外销售仍以 ODM 销售为主, 自有品牌产品推广或遇不确定性, 影响海外营收增速。

3) **双极产品市场推广情况不及预期。**公司双极耗材产品销售依赖双极设备的入院, 反腐环境下国内新品推广或遇不确定性, 影响国内营收增速。



图表 34: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	213	2,120	2,297	2,367	营业收入	371	509	659	907
应收票据及账款	18	21	21	27	营业成本	118	157	204	279
预付账款	3	2	3	4	税金及附加	4	5	7	9
存货	39	47	63	88	销售费用	34	51	69	95
合同资产	0	0	0	0	管理费用	32	45	61	83
其他流动资产	59	62	64	67	研发费用	31	41	65	95
流动资产合计	332	2,251	2,448	2,553	财务费用	-13	-29	-44	-47
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-1	0	0	-1
固定资产	43	149	245	332	资产减值损失	-1	2	0	0
在建工程	73	73	73	273	公允价值变动收益	0	1	1	1
无形资产	20	25	25	26	投资收益	-7	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	9	9	9	9
其他非流动资产	6	7	7	7	<b>营业利润</b>	<b>164</b>	<b>251</b>	<b>308</b>	<b>401</b>
非流动资产合计	141	253	350	638	营业外收入	2	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>473</b>	<b>2,505</b>	<b>2,798</b>	<b>3,191</b>	营业外支出	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>166</b>	<b>251</b>	<b>308</b>	<b>401</b>
应付票据及账款	40	56	72	100	所得税	21	34	42	54
预收款项	0	1	0	1	<b>净利润</b>	<b>145</b>	<b>217</b>	<b>266</b>	<b>347</b>
合同负债	7	9	12	16	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	2	2	2	2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>145</b>	<b>217</b>	<b>266</b>	<b>347</b>
其他流动负债	41	49	58	71	EPS (按最新股本摊薄)	2.50	3.75	4.60	5.99
流动负债合计	91	118	145	191					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1	1	1	1					
非流动负债合计	1	1	1	1					
<b>负债合计</b>	<b>92</b>	<b>118</b>	<b>146</b>	<b>192</b>					
归属母公司所有者权益	382	2,386	2,652	2,999					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>382</b>	<b>2,386</b>	<b>2,652</b>	<b>2,999</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>473</b>	<b>2,505</b>	<b>2,798</b>	<b>3,191</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>156</b>	<b>206</b>	<b>246</b>	<b>337</b>
现金收益	138	194	239	326
存货影响	1	-8	-16	-24
经营性应收影响	-5	-4	-2	-7
经营性应付影响	3	17	15	28
其他影响	20	7	9	14
<b>投资活动现金流</b>	<b>-119</b>	<b>-117</b>	<b>-113</b>	<b>-314</b>
资本支出	-70	-118	-113	-314
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-49	1	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-39</b>	<b>1,817</b>	<b>44</b>	<b>47</b>
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-36	0	0	0
股东融资	0	1,820	0	0
其他影响	-3	-3	44	47

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	21.5%	37.1%	29.6%	37.6%
EBIT 增长率	24.2%	45.8%	18.8%	34.4%
归母公司净利润增长率	38.3%	49.9%	22.6%	30.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	68.1%	69.1%	69.1%	69.2%
净利率	39.1%	42.7%	40.4%	38.2%
ROE	38.0%	9.1%	10.0%	11.6%
ROIC	46.2%	9.5%	10.1%	12.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.4%	4.7%	5.2%	6.0%
流动比率	3.6	19.1	16.9	13.4
速动比率	3.2	18.7	16.5	12.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.2	0.2	0.3
应收账款周转天数	15	14	12	10
存货周转天数	119	98	97	97
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.50	3.75	4.60	5.99
每股经营现金流	2.70	3.56	4.25	5.82
每股净资产	6.59	41.23	45.83	51.83
<b>估值比率</b>				
P/E	31	21	17	13
P/B	12	2	2	2
EV/EBITDA	36	25	20	15

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn