

安杰思 (688581.SH)

2024年07月23日

投资评级: 买入 (首次)

内镜诊疗器械领军企业, 国内外市场拓围+产品迭代驱动成长

——公司首次覆盖报告

日期	2024/7/22
当前股价(元)	50.89
一年最高最低(元)	128.47/47.01
总市值(亿元)	41.15
流通市值(亿元)	20.68
总股本(亿股)	0.81
流通股本(亿股)	0.41
近3个月换手率(%)	93.93

余汝意 (分析师)

yuruyi@kysec.cn

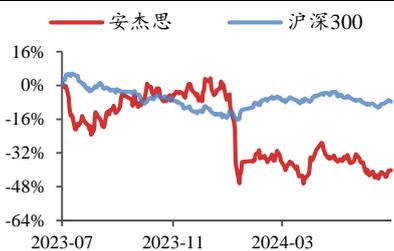
证书编号: S0790523070002

司乐致 (分析师)

silezhi@kysec.cn

证书编号: S0790523110003

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

● 国内内镜微创诊疗器械行业“小巨人”企业, 首次覆盖, 给予“买入”评级

安杰思为国内内镜微创诊疗器械领军企业, 具有较高市场知名度。国内持续提高三甲等高等级医院覆盖面, 海外在巩固深化原有客户合作的基础上推出自有品牌产品并快速放量。同时公司不断优化产品结构、工艺生产流程和供应链管理, 相继推出可换装止血夹和双极电刀等优势产品, 内镜诊疗领域市占率有望加速突破。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.71/3.38/4.23 亿元, EPS 分别为 3.35/4.18/5.23 元, 当前股价对应 P/E 分别为 15.2/12.2/9.7 倍。安杰思与可比公司相比估值较低, 且公司仍处成长期, 国内外市场拓围潜力较大, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 我国内镜诊疗器械市场进入发展升级期, 进口替代空间较大

2019 年中国消化内镜耗材市场规模为 37.3 亿元, 预计 2030 年增至 114.2 亿元, 2019-2030E CAGR 为 10.71%, 保持较高增速。内镜微创诊疗器械的高端市场目前仍以美日品牌为主, 但随着国内企业加大技术投入并迭代相关产品进行上市销售, 正逐步缩小与美日品牌的技术差距, 国产替代已然大势所趋。安杰思止血夹产品的国内市场份额 2022 年已增至 15.74%, 未来随着公司国内覆盖医院增多, 可换装止血夹和双极新产品放量, 成本进一步优化, 即使受国内集采市场一定影响, 其业绩快速增长仍旧可期。

● 海外客户资源较稳定, 新客户增长速度快, 自有品牌销售不断提升

公司海外销售以贴牌为主, 大客户资源稳定, 相关产品销往美国、英国、德国、日韩、澳大利亚等四十多个国家和地区。2023 年公司海外营收 2.45 亿元, 占比 48%, 公司通过积极的市场行为不断开拓新市场和新客户, 2023 年海外新客户数量增长 35%。自有品牌产品作为公司海外核心发力点, 已初见成效。

● 安杰思坚持差异化创新, 研发体系高效, 未来发展潜力大

公司确立技术创新的差异化发展路线, 并逐步形成“以临床需求为导向、以产品创新及工艺优化为路径、以行业信息为支持”的研发体系。重视人才队伍建设和研发投入, 研发费用率基本稳定在 9% 左右。技术成果转化的能力不断增强, 双极回路技术、可换装技术等核心技术对应产品陆续实现销售。软性内镜诊疗等多系列产品在研。公司募集项目正在落地, 募投项目有利于公司扩大生产能力、提升自动化水平、完善营销布局及提升研发效益, 进一步提升综合竞争力并提升公司品牌形象, 符合公司的未来发展规划。

● 风险提示: 新产品推广不及预期, 贸易摩擦及汇率波动, 带量采购风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	371	509	636	795	994
YOY(%)	21.5	37.1	25.0	25.0	25.0
归母净利润(百万元)	145	217	271	338	423
YOY(%)	38.3	49.9	24.6	24.9	25.2
毛利率(%)	68.1	70.9	70.9	70.9	70.9
净利率(%)	39.1	42.7	42.6	42.5	42.6
ROE(%)	38.0	9.8	11.3	12.6	13.9
EPS(摊薄/元)	1.79	2.69	3.35	4.18	5.23
P/E(倍)	28.4	18.9	15.2	12.2	9.7
P/B(倍)	10.8	1.9	1.7	1.5	1.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目录

1、安杰思：国内内镜微创诊疗器械行业“小巨人”企业	4
1.1、公司介绍：坚持自主研发与创新的国产内镜微创诊疗器械的头部企业之一	4
1.2、股权架构：股权高度集中化，拥有绝对控制权	5
1.3、核心财务数据：聚焦于内镜诊疗器械行业，不断研发创新获得市场认可	5
1.4、股权激励：公司业绩绑定核心人员利益，高业绩目标彰显发展潜力	8
2、内镜诊疗器械市场进入发展升级期，公司优势明显	9
2.1、内镜诊疗器械市场规模稳定增长，未来发展前景良好	9
2.1.1、内镜诊疗器械行业发展向好，进口替代空间较大	9
2.1.2、政策端：医疗器械行业政策促进内镜诊疗行业发展	11
2.1.3、需求端：中国内镜诊疗器械市场未来需求旺盛，发展空间较大	11
2.2、内镜诊疗器械行业产业链结构稳定，行业壁垒高	14
2.2.1、公司位于内镜诊疗器械行业产业链中游，产业链结构稳定	14
2.2.2、行业壁垒高，竞争者进入难度较大	14
2.3、公司核心技术突出，国内外业务齐头并进，新产品放量可期	14
2.3.1、核心技术发力，产品差异化发展，新产品放量可期	14
2.3.2、国内提高三甲医院覆盖率，海外客户资源较稳定，推动自有品牌销售	19
3、“生产+营销+研发”拉动公司未来发展，增长潜力较大	20
3.1、坚持研发创新，人才引进	20
3.1.1、公司大力进行产品研发，重视人才引进	20
3.1.2、创新理念先进，研发体系高效，研发成果明显	21
3.2、坚持技术创新差异化发展，发展潜力有望充分释放	23
3.3、募集资金用到实处，助力“生产+营销+研发”战略	24
4、盈利预测与投资建议	25
4.1、收入模型关键假设	25
4.2、盈利预测和估值	26
5、风险提示	26
附：财务预测摘要	27

图表目录

图 1：安杰思坚持自主研发与创新成为国产内镜微创诊疗器械的头部企业之一	4
图 2：安杰思按照不同治疗用途，主要生产四大类产品	4
图 3：股权高度集中化，拥有绝对控制权	5
图 4：2019-2023 年公司营业收入 CAGR 29%	6
图 5：2024 Q1 公司归母净利润同比增长 54%	6
图 6：GI 类产品 2019-2023 年营收占比均超 6 成	6
图 7：GI 类产品 2019-2023 年毛利占比 60% 以上	6
图 8：2023 年 GI 类产品毛利率为 74%	7
图 9：2024 年 Q1 公司毛利率增长至 71.8%	7
图 10：2024 年 Q1 整体费用率为 22%	7
图 11：2024 年第一季度公司在手现金充足	8
图 12：2019-2023 年公司经营活动获取现金的能力提升	8
图 13：全球内窥镜市场规模 2016-2023E CAGR 达 7%	10
图 14：中国内窥镜市场规模 2016-2023E CAGR 达 9%	10
图 15：全球内镜诊疗器械市场规模有望保持增长	10
图 16：中国消化内镜诊疗器械市场规模平稳增长	10
图 17：2018 年全球内镜诊疗器械市场美日占领绝大部分	11
图 18：中国中老年人口比例持续提升	12
图 19：2016 年中国胃癌和结直肠癌分列二、三位	12
图 20：中国与部分发达国家胃镜开展率比较低	12
图 21：中国与部分发达国家肠镜开展率比较低	13
图 22：中国与部分发达国家 ERCP 开展率比较低	13
图 23：公司位于产业链中游，产业链结构稳定	14

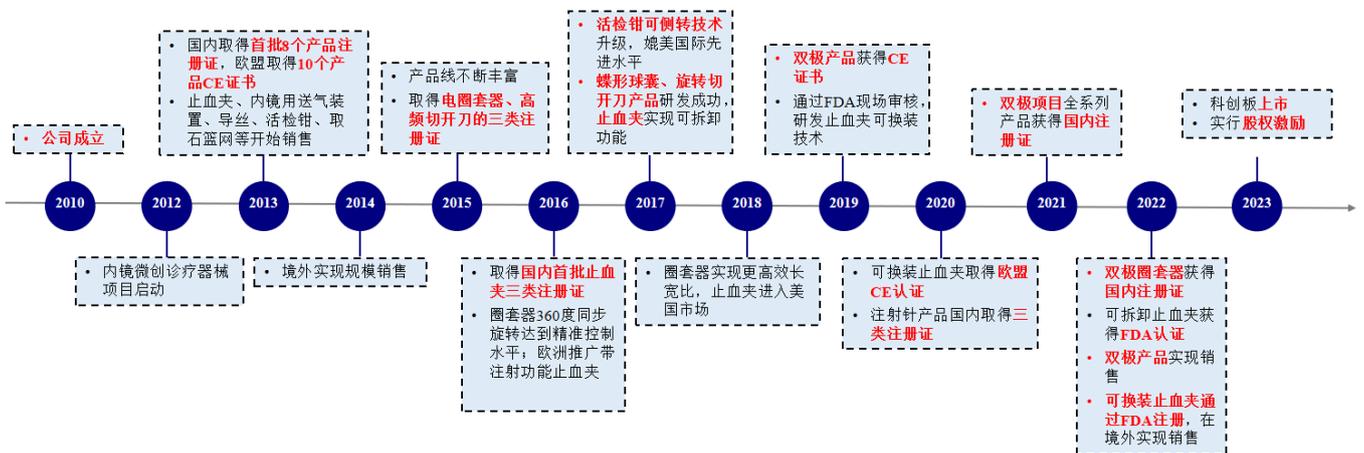
图 24: 止血夹产品技术迭代较快	16
图 25: 2020-2022 年止血夹产品销售持续提升	17
图 26: 止血夹市场份额 2021 年大幅提升, 保持增长	17
图 27: 双极回路技术特点鲜明	17
图 28: 2018-2023 年 EMR/ESD 类产品销售收入增长明显, 毛利率呈现上涨趋势	18
图 29: 国内外业务齐头并进, 高速增长	20
图 30: 2022 年公司海外销售主要集中在欧洲和北美洲	20
图 31: 安杰思研发费用率稳定在 9% 左右	21
图 32: 2023 年研发人员占比达 18%	21
图 33: “三棵树”技术创新理念较为前卫	21
图 34: 安杰思研发业务流程较完善	22
表 1: 公司业绩绑定核心管理层利益	8
表 2: 公司业绩绑定核心人员利益	8
表 3: 高业绩目标彰显发展潜力	9
表 4: 股票激励费用对成本影响	9
表 5: 内镜诊疗器械细分为六类	9
表 6: 安杰思产品线丰富	15
表 7: 公司 EMR/ESD 类黏膜切开刀应用独创的双极回路技术	18
表 8: 公司核心技术及对应产品收入情况	19
表 9: 安杰思 2022 年前 5 大客户占比超 3 成	20
表 10: 多系列产品在研, 研发储备充足	22
表 11: 公司核心技术突出	23
表 12: 募投项目打开公司天花板	24
表 13: 安杰思分业务收入预测 (单位: 百万元)	25
表 14: 安杰思可比公司估值情况 (截至 2024 年 7 月 22 日)	26

1、安杰思：国内内镜微创诊疗器械行业“小巨人”企业

1.1、公司介绍：坚持自主研发与创新的国产内镜微创诊疗器械的头部企业之一

公司成立于2010年，于2012年4月正式更名为杭州安杰思医学科技有限公司。公司一直致力于微创介入诊疗领域产品和手术方案的设计与开发，是一家集研发、生产、销售和服务为一体的国家高新技术企业。公司秉持“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。凭借过硬的产品质量和优良的临床使用效果，公司在内镜微创诊疗器械行业已形成较高的市场知名度。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，主力产品在全国2300余家医院得到应用，其中三级医院覆盖率44%；海外市场方面，公司相关微创诊疗产品已获得美国FDA和欧盟CE等认证，销往全球40多个国家和地区。

图1：安杰思坚持自主研发与创新成为国产内镜微创诊疗器械的头部企业之一



资料来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

公司主要产品按照治疗用途可分为四大类：GI类、EMR/ESD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。

图2：安杰思按照不同治疗用途，主要生产四大类产品



资料来源：安杰思招股书、开源证券研究所

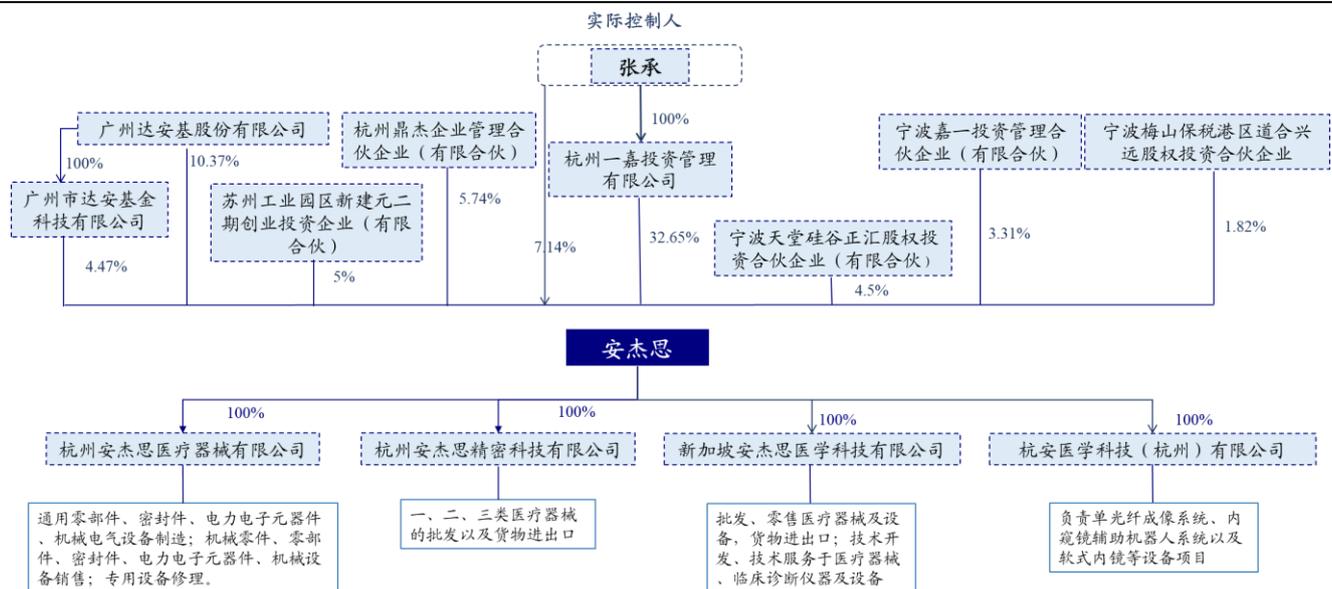
1.2、股权架构：股权高度集中化，拥有绝对控制权

公司实际控制人为张承先生。张承先生直接持有安杰思 7.14%的股份，并通过杭州一嘉投资管理有限公司、杭州鼎杰企业管理合伙企业（有限合伙）、宁波嘉一投资管理合伙企业（有限合伙）等间接持有，合计持股比例达到 39.79%。股权高度集中，对公司拥有绝对控制权。

张承先生，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。

安杰思子公司定位清晰、分工明确，共同推动公司向前发展。目前存续的子公司有四家，其中**杭州安杰思精密科技有限公司**主要负责通用零部件、密封件、电力电子元器件、机械电气设备制造及销售等。**杭州安杰思医疗器械有限公司**主要负责一、二、三类医疗器械的批发以及货物进出口。**新加坡安杰思医学科技有限公司**（AGS Medtech Singapore Pte. Ltd.）主要负责批发、零售医疗器械及设备，货物进出口；技术开发、技术服务于医疗器械、临床诊断仪器及设备。**杭安医学科技（杭州）有限公司**主要负责单光纤成像系统、内窥镜辅助机器人系统以及软式内镜等设备项目。

图3：股权高度集中化，拥有绝对控制权

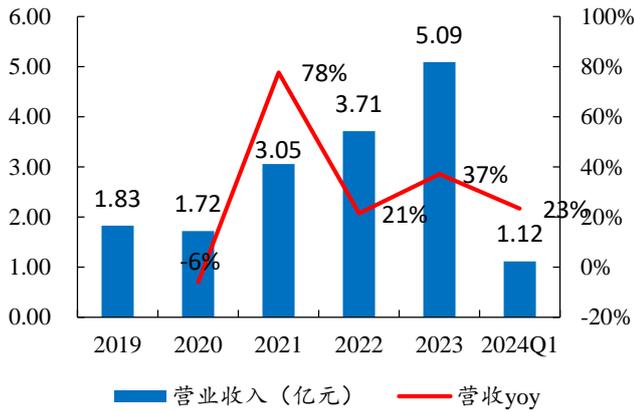


资料来源：Wind、开源证券研究所

1.3、核心财务数据：聚焦于内镜诊疗器械行业，不断研发创新获得市场认可

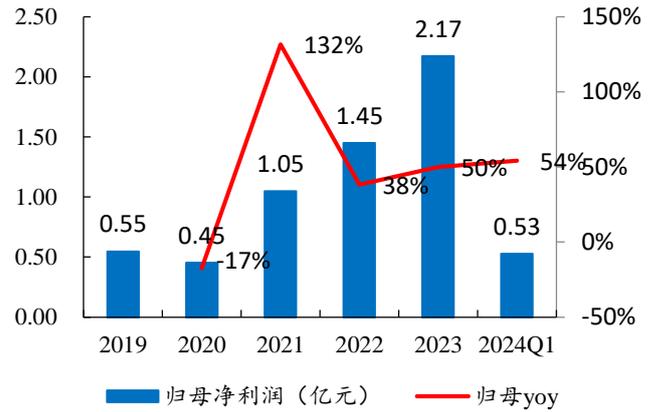
公司业绩总体呈现增长态势，主要系国内外消化内镜市场保持增长、公司积极拓展营销渠道以及公司具备良好的产品研发能力。2020 年国内外的需求受到一定抑制，但总体市场增长趋势保持不变。公司营业收入由 2019 年 1.83 亿元增长至 2023 年 5.09 亿元，CAGR 为 29%。归母净利润由 2019 年 0.55 亿元增长至 2023 年 2.17 亿元，CAGR 为 41%。2024Q1 公司实现营业收入 1.12 亿元，同比增长 23%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比增长 54%。

图4：2019-2023 年公司营业收入 CAGR 29%



数据来源：Wind、开源证券研究所

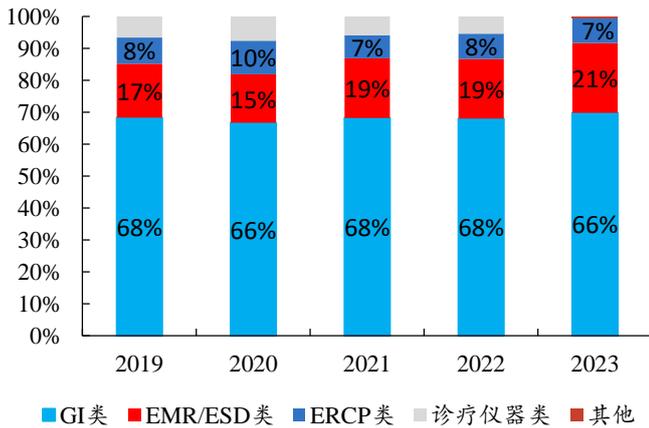
图5：2024 Q1 公司归母净利润同比增长 54%



数据来源：Wind、开源证券研究所

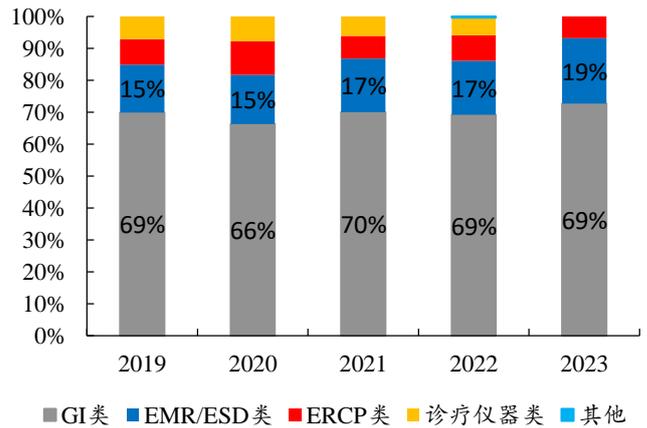
公司近五年营收均以 GI 类为主，且占比超 50%。2023 年 GI 类包含止血闭合类和活检类产品，收入 2.03 亿元，占营业收入 66%。从毛利来看，GI 类产品 2023 年毛利占比保持在 65%以上，为 68.7%。

图6：GI 类产品 2019-2023 年营收占比均超 6 成



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：GI 类产品 2019-2023 年毛利占比 60% 以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率整体呈增长趋势，扣非净利率基本稳定，公司盈利能力较强。从毛利率看，2023 年毛利率维持较高水平，为 70.9%，主要系通过全资子公司及供应链管理，增强规模议价能力，成功实施成本优化战略所致。2024Q1 毛利率提升至 71.8%。2019-2023 年，公司各类产品毛利率整体呈增长态势。GI 类产品毛利率包含了止血闭合类和活检类产品，2023 年毛利率为 74%；EMR/ESD 类产品毛利率由 2019 年 55% 上涨至 2023 年 66%；ERCP 类产品毛利率由 2019 年 56% 上涨至 2023 年 62%；2019-2022 年，诊疗仪器类产品毛利率基本持平。

公司净利率从 2019 年 29.9% 下降至 2020 年 26.3%，又上涨至 2023 年 42.7%，主要是由于 2020 年国内外内镜诊疗器械需求受到一定抑制，导致 2020 年营收降低，后续公司施行降本措施和规模提升，净利率有所增长，2024Q1 为 41%。2019 年至 2024 年 Q1，扣非净利率略低于净利率，主要是由于政府补助等。

图8：2023年GI类产品毛利率为74%

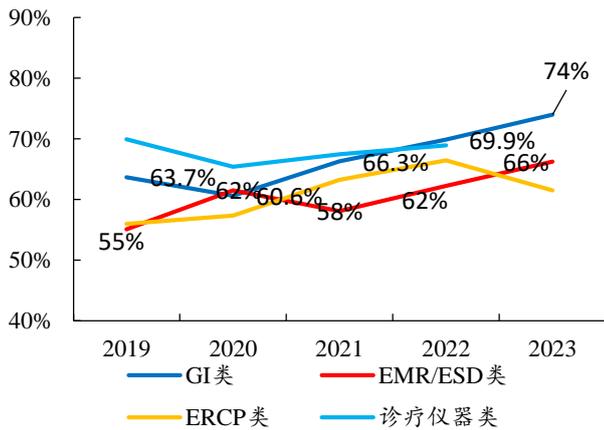
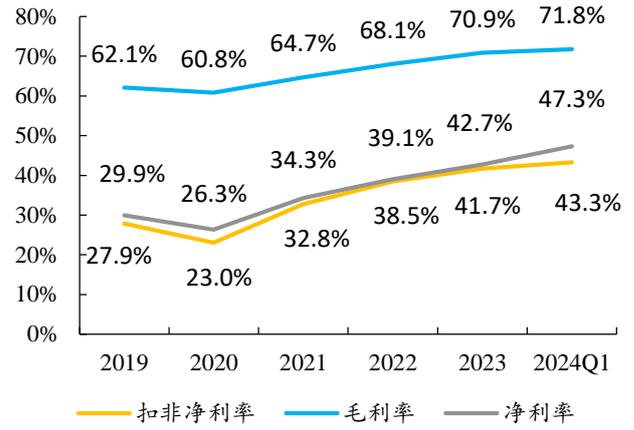


图9：2024年Q1公司毛利率增长至71.8%

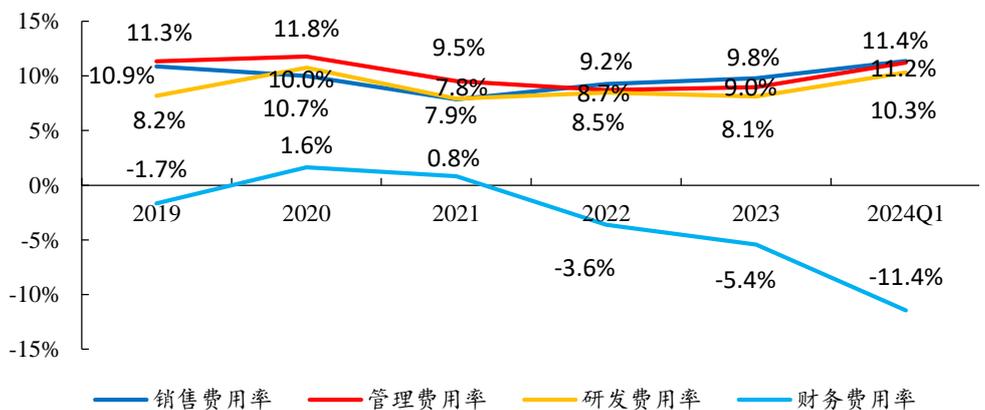


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司费用率总体保持稳定，从2021年开始逐渐降低。2019年至2024年Q1公司费用率分别为29%、34%、26%、23%、22%、22%。2021年，公司销售规模的迅速扩大叠加降本措施的施行使得费用率有所下降。2022年，公司整体费用率下降主要是汇率波动使得汇兑收益较多所致。公司销售费用率2024Q1的11.4%，这主要是由于公司销售网络扩大、销售人员增加、员工薪酬增加所致。2023年至2024年Q1公司管理费用率增加，主要是公司业务规模扩大，导致各项管理成本增加。2023年至2024Q1研发费用率增加，主要是公司持续增加新产品开发投入所致。2020、2021年财务费用率为正，是由于美元贬值造成公司产生了较多汇兑损失；2022年至2024Q1财务费用率转为负是由于人民币贬值，公司产生较多汇兑收益及账上现金理财利息等所致。

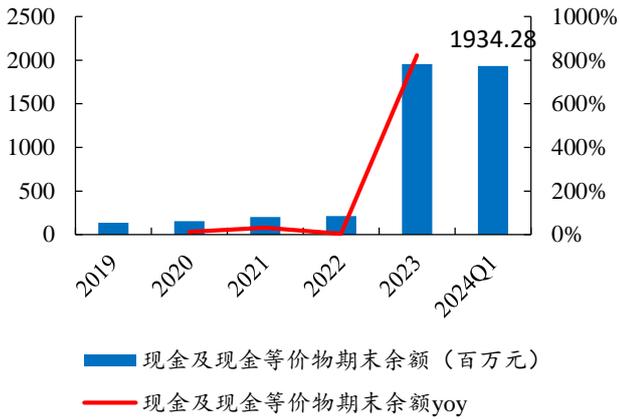
图10：2024年Q1整体费用率为22%



数据来源：Wind、开源证券研究所

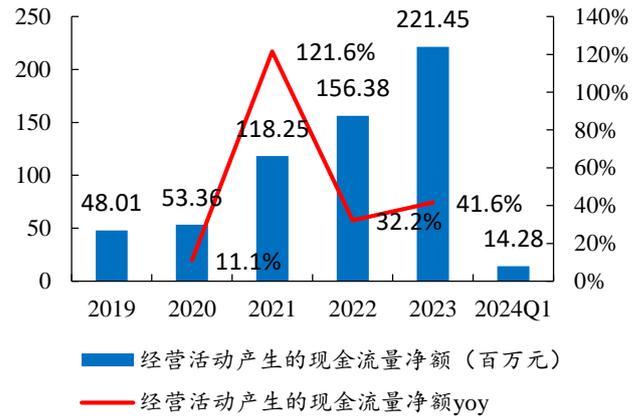
公司经营活动获取现金能力强并且逐年提升，支撑未来发展。2023年和2024Q1公司现金及现金等价物余额分别达到19.55亿元、19.34亿元，在手现金充足。2023年和2024Q1公司经营活动产生的现金流量净额分别为2.21亿元、0.14亿元，经营活动获取现金的能力强。2023年公司现金及现金等价物同比增长822.7%，经营活动产生的现金流量净额同比增长41.6%；2024Q1两者同比增速皆有所提高。总体来看，公司现金流充足，且经营活动获现能力不断加强，有利于公司持续内生发展与外延扩张，不断扩大经营规模。

图11：2024年第一季度公司在手现金充足



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2019-2023年公司经营获取现金的能力提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、股权激励：公司业绩绑定核心人员利益，高业绩目标彰显发展潜力

公司业绩绑定核心管理层、技术人员利益，促进公司发展。2023年8月16日，公司发布《安杰思2023年限制性股票激励计划（草案）》。拟向激励对象授予47.65万股限制性股票（第二类限制性股票），约占此激励计划草案公告时公司股本总额5787.10万股的0.823%。其中，首次授予39.15万股，预留8.50万股。激励计划首次授予的激励对象共69人，包括公司公告此激励计划时在公司（含子公司）任职的董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干。此激励计划首次及预留授予的限制性股票的授予价格为70.00元/股。

表1：公司业绩绑定核心管理层利益

序号	姓名	国籍	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占此激励计划公告时公司股本总额的比例
1	张承	中国	董事长、总经理	1.20	2.518%	0.021%
2	韩春琦	中国	董事、副总经理	1.00	2.099%	0.017%
3	盛跃渊	中国	董事、工程部总监	1.00	2.099%	0.017%
4	陈君灿	中国	财务总监	1.20	2.518%	0.021%
5	张勤华	中国	董事会秘书	0.75	1.574%	0.013%
合计				5.15	10.808%	0.089%

资料来源：安杰思公司公告、开源证券研究所

表2：公司业绩绑定核心人员利益

职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占此激励计划公告时公司股本总额的比例
中层管理人员及核心技术（业务）骨干（64人）	34.00	71.354%	0.588%
预留	8.50	17.838%	0.147%
合计	42.5	89.192%	0.735%

资料来源：安杰思公司公告、开源证券研究所

该限制性股票激励计划考核指标分为两个层面，分别为公司层面业绩考核、个人层面绩效考核。业绩考核的目标值为2023-2025年的营业收入为5亿元、6.75亿元、9.11亿元；或2023-2025年的净利润为1.95亿元、2.49亿元、3.09亿元。激励对象个人层面的绩效考核根据公司现行的相关规定组织实施，并依照激励对象的考核结果确定其实际归属的股份数量。

表3: 高业绩目标彰显发展潜力

归属期	考核年度	考核年度公司营业收入或净利润 (A)	
		目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个归属期	2023	营业收入: 5 亿元 净利润: 1.95 亿元	营业收入: 4.75 亿元 净利润: 1.79 亿元
第二个归属期	2024	营业收入: 6.75 亿元 净利润: 2.49 亿元	营业收入: 6.41 亿元 净利润: 2.29 亿元
第三个归属期	2025	营业收入: 9.11 亿元 净利润: 3.09 亿元	营业收入: 8.65 亿元 净利润: 2.84 亿元

资料来源: 安杰思公司公告、开源证券研究所

股票激励费用将在此激励计划的实施过程中按归属安排的比例摊销, 在经常性损益中列支。限制性股票费用的摊销对有效期内各年净利润有所影响, 但同时此次限制性股票激励计划实施后, 将进一步提升员工的凝聚力、团队稳定性, 并有效激发核心团队的积极性, 从而提高经营效率, 给公司带来更高的经营业绩和内在价值。

表4: 股票激励费用对成本影响

授予权益类型	授予权益数量 (万股)	预计摊销的总费用 (万元)	2023 年 (万元)	2024 年 (万元)	2025 年 (万元)	2026 年 (万元)
第二类限制性股票	39.15	1350.32	223.61	657.25	333.37	136.08

资料来源: 安杰思公司公告、开源证券研究所

2、内镜诊疗器械市场进入发展升级期, 公司优势明显

2.1、内镜诊疗器械市场规模稳定增长, 未来发展前景良好

2.1.1、内镜诊疗器械行业发展向好, 进口替代空间较大

内镜诊疗器械是指配合内镜使用的检查及微创手术器械和耗材。临床医生通过内镜获得人体腔道内的实时动态图像诊断病症, 利用合适的器械取得活体组织进行体外检测, 而后根据检测结果选择专用的微创手术器械开展特定的手术治疗, 达到对人体腔道内疾病诊疗目的, 其主要应用于消化内科、呼吸科的临床诊断及治疗。内镜诊疗器械细分种类众多, 市面常见的内镜诊疗器械主要分为活检类、止血和闭合类、EMR (内镜下黏膜切除术) /ESD (内镜下黏膜剥离手术) 类、扩张类、ERCP (经内镜逆行性胰胆管造影术) 类、EUS (超声内镜) /EBUS (支气管超声内镜) 类六大类产品。包括但不限于: 活检钳、细胞刷、靛胭脂黏膜染色剂、穿刺器、斑马导丝、切开刀、取石球囊、取石网篮、鼻胆引流管、扩张球囊、食道/肠道/胆道/气管支架、超声穿刺针、超声内镜下细胞刷、穿刺活检针、圈套器、注射针、高频电刀等。

表5: 内镜诊疗器械细分为六类

类别	具体产品
活检类	活检钳、细胞刷、靛胭脂黏膜染色剂
止血闭合类	可旋转重复开闭软组织夹、套扎器
扩张类	扩张球囊、食道/肠道/胆道/气管支架
EUS 类	超声穿刺针、穿刺活检针

类别	具体产品
EMR/ESD 类	圈套器、一次性内窥镜用注射器、高频电刀
ERCP 类	斑马导丝、切开刀、取石球囊、取石篮网

资料来源：南微医学公司公告、开源证券研究所

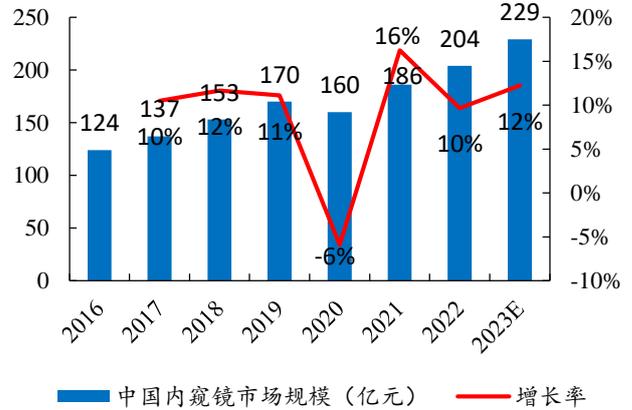
全球医用内窥镜市场规模 2016-2023E CAGR 达 7%，国内医用内窥镜市场规模 2016-2023E CAGR 高于全球。据中商情报网统计，2022 年全球内窥镜市场规模为 172 亿美元，预计 2023 年将达到 187 亿美元，2016-2023E CAGR 达 7%。中国内窥镜市场规模 2022 年达 204 亿元，预计 2023 年将达到 229 亿元，2016-2023E CAGR 达 9%，维持较高增速。

图13：全球内窥镜市场规模 2016-2023E CAGR 达 7%



数据来源：中商情报网、开源证券研究所

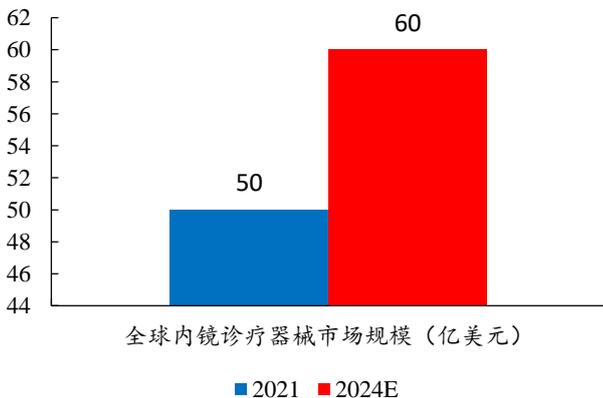
图14：中国内窥镜市场规模 2016-2023E CAGR 达 9%



数据来源：中商情报网、开源证券研究所

其中，内窥镜耗材市场保持高速增长。据华经情报网数据，2021 年全球内窥镜耗材市场规模为 50 亿美元，预计 2024 年市场规模约为 60 亿美元，2021-2024 年 CAGR 约为 6%。2019 年中国消化内镜耗材市场规模为 37.3 亿元，预测 2030 年增至 114.2 亿元，2019-2030E CAGR 约为 11%。

图15：全球内镜诊疗器械市场规模有望保持增长



数据来源：华经情报网、开源证券研究所

图16：中国消化内镜诊疗器械市场规模平稳增长

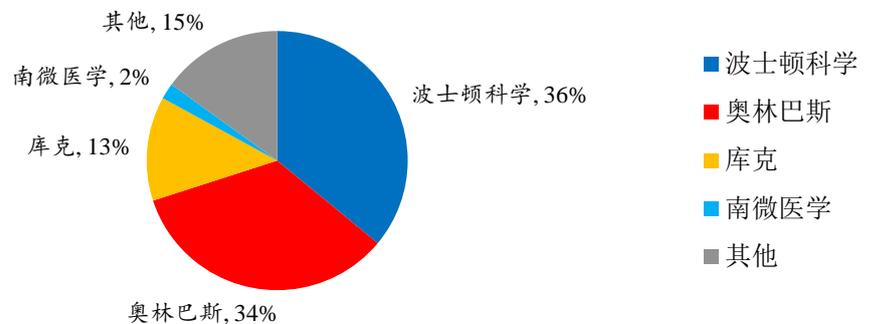


数据来源：华经情报网、开源证券研究所

内镜微创诊疗器械市场相对集中，进口替代空间较大。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仍以美日品牌为主，但随着国内企业加大技术投入并申请相关产品上市销售，正逐步缩小与美日品牌的技术差距。**国内市场：**根据安杰思二轮

问询函回复意见，目前国产品牌产品约占境内内镜微创诊疗器械整体市场规模的50%，波士顿科学、奥林巴斯、库克医疗等跨国巨头的市场份额也在50%左右。国产品牌主要包括南微医学、安杰思、常州久虹和安瑞医疗等，该企业占据境内国产品牌约60%-70%的市场份额，其中安杰思2021年境内市场份额达到15%。

图17：2018年全球内镜诊疗器械市场美日占领绝大部分



数据来源：南微医学招股说明书、开源证券研究所

2.1.2、政策端：医疗器械行业政策促进内镜诊疗行业发展

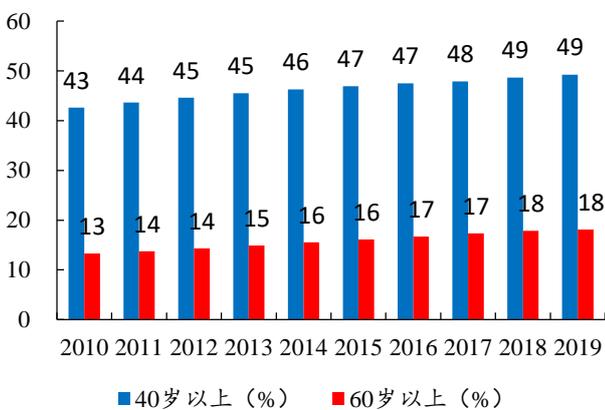
中国医疗器械行业政策逐渐完善，涌现一批行业利好政策，助推国内内镜微创诊疗器械行业高质量发展。2017年6月，科技部等六部委发布《“十三五”卫生与健康科技创新专项规划》，其中指出要运用影像技术与设备、机器人以及微创手术器械、分子靶向外科术中导航等创新成果，开展介入治疗、内窥镜辅助治疗、新型物理治疗、肿瘤切缘识别等研究，减轻患者痛苦、减小副作用并提高疗效。国家统计局发布的《战略性新兴产业分类（2018）》将医用高频仪器设备（高频手术和电凝设备：高频电刀、高频息肉手术器、内窥镜高频手术器）、微波、射频、高频诊断治疗设备（高频电极装置：电凝钳）归为“先进医疗设备及其器械制造”。

带量采购政策有利于具有技术实力和成本优势的企业提升市场份额，加速淘汰行业落后零散产能。内镜微创诊疗器械领域的带量采购尚未大范围开展，但已有个别省份将圈套器、止血夹等作为带量采购产品。2021年9月，浙江省药品医用耗材集中带量采购办公室发布《浙江省公立医疗机构第二批医用耗材集中带量采购公告》，该批带量采购的产品包括圈套器；2022年5月，《福建省第三批医用耗材集中带量采购文件》中明确福建省开展套圈器（息肉切除器）等医用耗材集中带量采购，圈套器平均降幅78.27%；2023年4月，《关于公布河北省牵头三明采购联盟医用耗材集中带量采购<采购文件>的通告》中明确河北省牵头开展三明采购联盟可吸收血管结扎夹、一次性活检针、泌尿取石网篮等19种医用耗材集中带量采购，其中可吸收血管结扎夹拟中选价在128.5-132.0元之间，一次性半自动和全自动组织活检针分别低至48.5元和68.5元；一次性取石网篮三丝型和四丝型最低价分别为520.0元和428.8元。2023年9月，《深圳阳光平台圈套器等九类医用耗材价格谈判公告》中对圈套器、套扎器、消化介入注射针、组织切开刀、消化道导丝、胆道支架、乳头切开刀、消化介入用止血夹、一氧化氮监测传感器等九大类医用耗材品种进行价格谈判活动；2023年12月，河北省医保局发布《关于发布京津冀“3+N”联盟医用耗材集中带量采购<采购文件>的通知》，明确此轮采购品种包括止血夹、气管支气管支架、消化介入注射针等28类医用耗材。其中止血夹开口<13mm和13mm≤止血夹开口<20mm两个品规。

2.1.3、需求端：中国内镜诊疗器械市场未来需求旺盛，发展空间较大

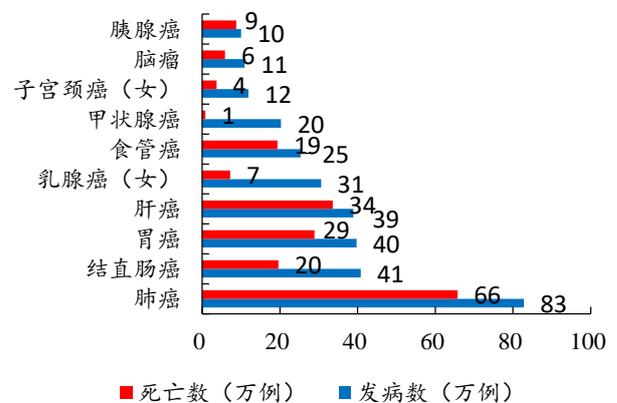
(1) 人口老龄化加重，消化道疾病高发，市场需求空间大。据安杰思招股书数据显示，中国 40 岁以上人口占比不断提升，2019 年约 49%。2021 年，60 岁以上人口占比为 19%，65 岁以上人口占比为 14%。随着生活方式、生活环境的改变及人口老龄化进程加速，消化系统疾病发病率逐年上升，为内镜诊疗器械行业奠定了庞大的市场基础。中国是消化道疾病高发国。在全球 185 个国家或地区中，中国的恶性肿瘤发病、死亡位居中等偏上水平，部分消化道肿瘤如食管癌、胃癌等恶性肿瘤的发病和死亡约占全球的一半。根据国家癌症中心 2022 年发布的统计数据，2016 年中国结直肠癌、胃癌、食管癌等消化道癌症的新发病例数超过 100 万例，死亡例数超过 60 万例。尽管多年来的努力使得中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18：中国中老年人口比例持续提升



数据来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

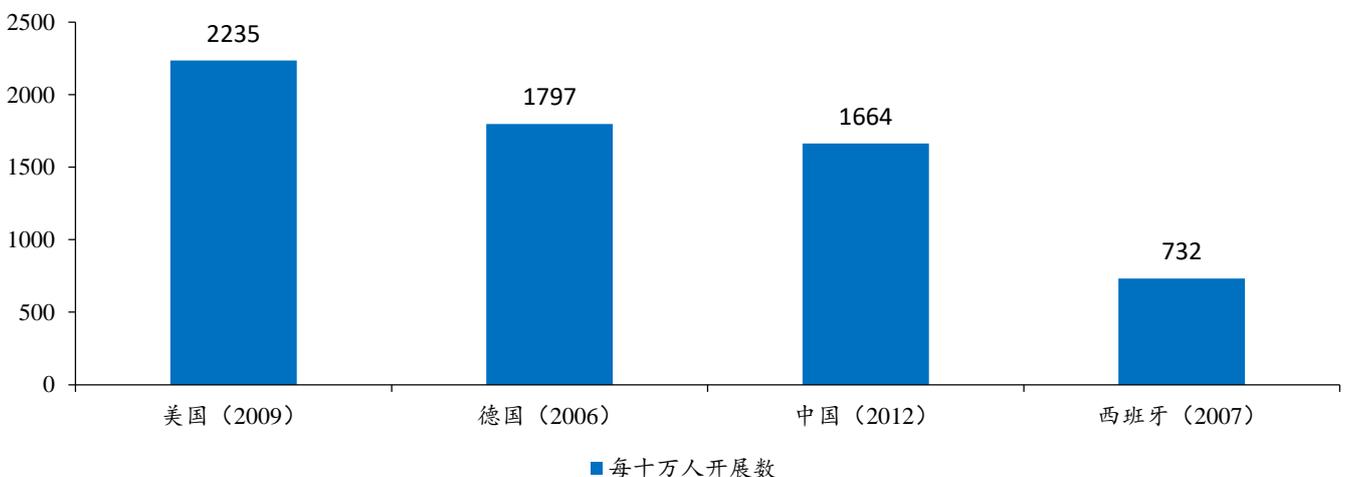
图19：2016年中国胃癌和结直肠癌分列二、三位



数据来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

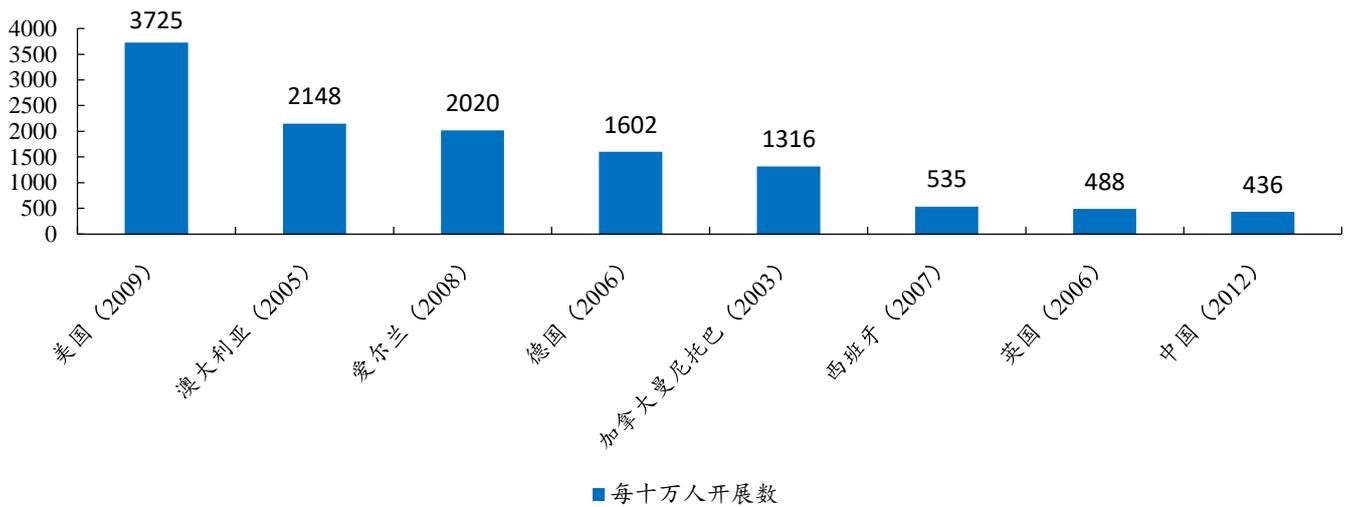
(2) 胃镜、肠镜、ERCP 开展率较低，内镜检查渗透率亟待提高。由于国内内窥镜微创手术技术发展较晚，行业的产业化进程整体落后于发达国家。胃镜开展率上，中国 2012 年的开展水平仅与德国 2006 年相当，与美国相比差距较大。肠镜开展率上，美国 2009 年每十万人有 3725 人开展，而中国 2012 年十万人仅有 436 人开展，存在较大的差距。ERCP 开展率上，中国同样处于起步阶段，但纵向来看，2012 年较 2006 年进步很大，2006-2012 年 CAGR 约为 20%，未来发展空间较大。

图20：中国与部分发达国家胃镜开展率比较低



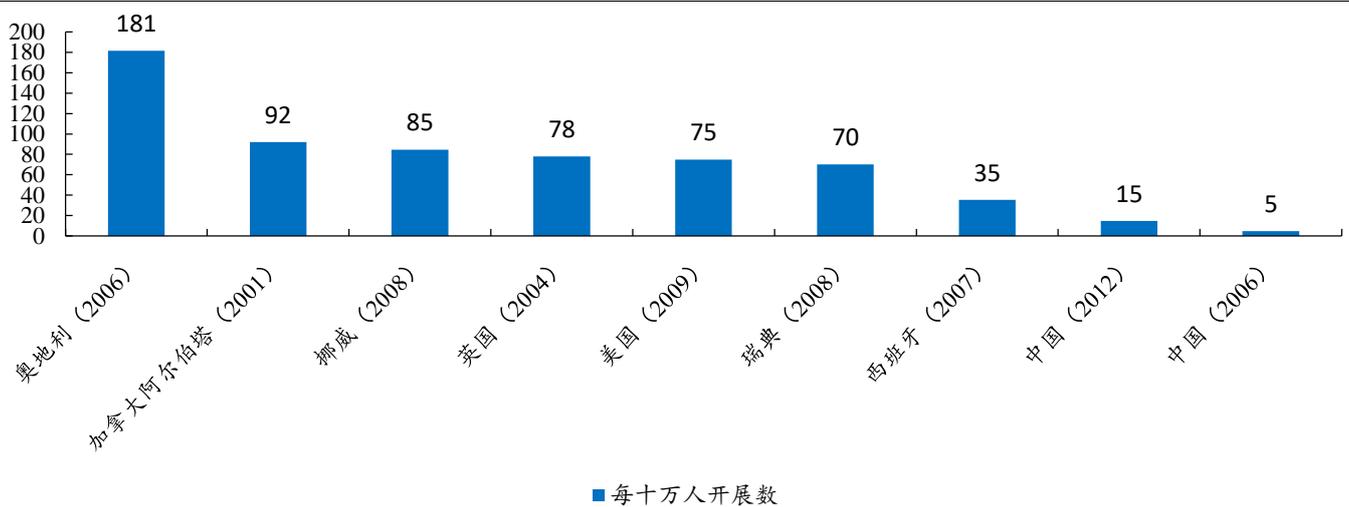
数据来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

图21：中国与部分发达国家肠镜开展率比较低



数据来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

图22：中国与部分发达国家 ERCP 开展率比较低



数据来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

(3) **癌症防治体系不断完善，释放内镜诊疗需求。** 消化道癌演变分三步：癌前病变、早期癌、进展期癌。从临床数据来看，早期胃癌 5 年存活率达到 90% 以上，而胃癌晚期存活率仅为 10%。消化系统肿瘤早筛对于“早发现、早诊疗、提高疾病存活率”至关重要。2023 年 11 月，《健康中国行动—癌症防治行动实施方案（2023—2030 年）》要求，针对发病率高、筛查手段和技术方案相对成熟的胃癌、食管癌、结直肠癌等重点癌症，组织完善筛查和早诊早治系列技术指南，并在全国推广。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，未来通过微创诊疗进行消化道疾病检查的患者范围将持续扩大，行业将稳步发展。

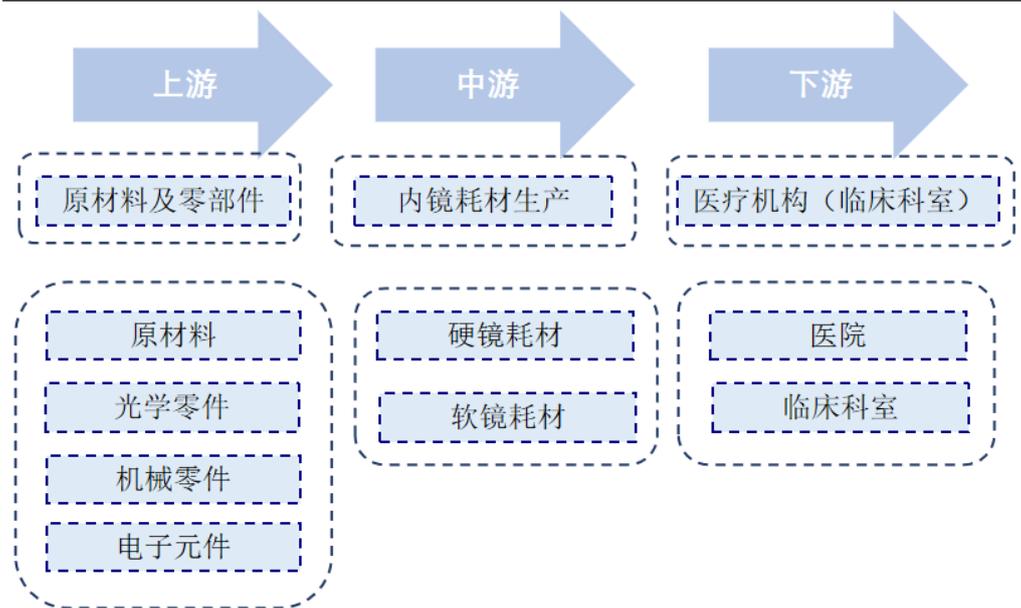
(4) **内镜不断优化，内镜手术技术持续发展，带动内镜诊疗器械整体发展。** 近年来，随着内镜手术的术式增加和技术进步，内镜产品不断优化，内镜诊疗器械随之更新迭代。未来内镜诊疗器械将更加适应临床需要，产品向功能多样化、操作灵活化、效果精准化发展。

2.2、内镜诊疗器械行业产业链结构稳定，行业壁垒高

2.2.1、公司位于内镜诊疗器械行业产业链中游，产业链结构稳定

公司处在内镜诊疗器械产业链中游，上下游供需稳定。内镜诊疗器械产业链上游参与主体为原材料及零部件生产企业，主要包括原材料生产商、光学零件生产商、机械零件生产商、电子元件生产商，生产企业较多，竞争较为充分、供应稳定；中游参与主体是内镜诊疗器械生产商，包括硬镜耗材生产商和软镜耗材生产商等；下游为医疗器械经营企业和直接面向终端消费市场的各级医疗机构，有长期稳定需求，售后服务稳定，合作关系密切持久。

图23：公司位于产业链中游，产业链结构稳定



资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

2.2.2、行业壁垒高，竞争者进入难度较大

内镜诊疗器械行业在技术、品牌效应、资金等方面铸就了较高的行业壁垒，导致竞争者想要进入该行业的难度较大，需要经过长时期的积累。

从技术角度来看，内镜微创诊疗器械的研发涉及医药卫生、材料、人体工程、工业设计等多个学科领域，而且需要临床检验，产品性能的好坏直接影响手术效果，具有较高的技术壁垒。

从品牌效应角度来看，内镜微创诊疗器械被用于临床诊断和微创治疗，直接关系到患者的生命健康，医疗机构对产品质量及品牌尤其重视，在接纳新品牌前通常要经过严格的调查和验证，因此形成品牌效应需要较长时间积累。

从资金方面来看，新技术的开发周期长、难度大。整个过程会消耗大量人力、物力、财力，因此企业需要一定的资金实力以持续发展。

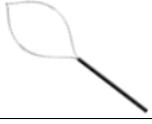
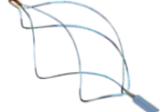
2.3、公司核心技术突出，国内外业务齐头并进，新产品放量可期

2.3.1、核心技术发力，产品差异化发展，新产品放量可期

公司在消化内镜领域积累了多年的产品开发和临床需求经验，已形成较为丰富的产品线系列。公司目前产品主要涵盖止血闭合类、EMR/ESD类、活检类、ERCP

类和诊疗仪器类五大门类。

表6: 安杰思产品线丰富

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、灌洗、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	

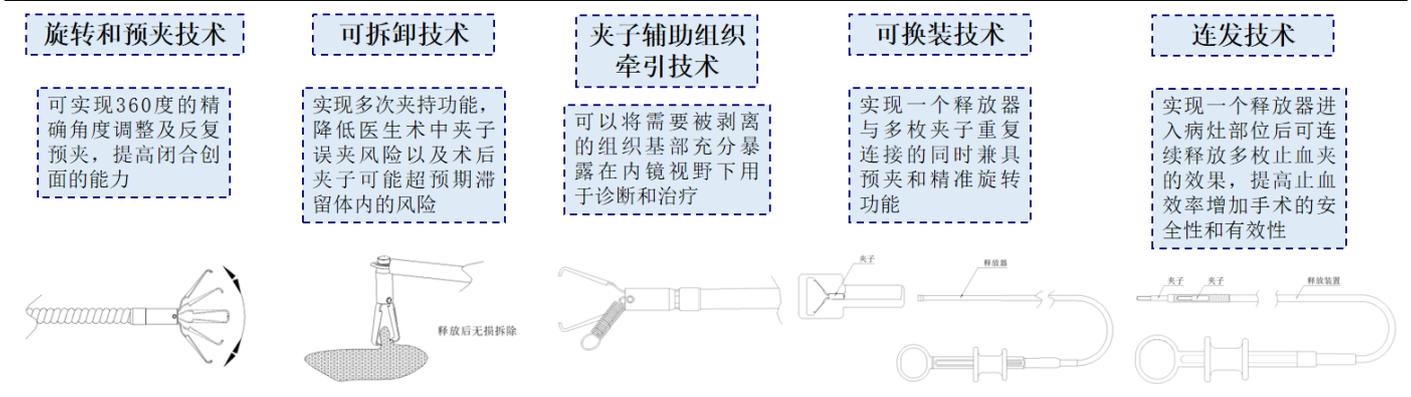
类别	产品	临床应用	产品图示
	内镜用二氧化碳送气装置	内镜手术中，用于二氧化碳的辅助供气控制，能够有效避免因长时间使用空气气源引发的肠腔积气而导致的术后人体不适和腹部疼痛	
诊疗仪器类	内镜用送水装置	在内镜手术中，通过蠕动泵的蠕动将无菌液体输送到内镜，冲洗黏膜表面和伤口，辅助内镜诊断和治疗	
	高频电发生器（高频手术设备）	产生高频率、高电压的有效电流，通过与其配合的高频切开刀的电极尖端与肌体接触时对组织进行加热，利用热效应实现对肌体组织的分离和凝固，对组织进行切割和止血，完成组织的切割或剥离等，达到获取标本和治疗的目的	

资料来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

作为高新技术企业和国家级专精特新“小巨人”企业，公司始终坚持研发创新，将核心产品运用在现有或未来的产品上，产品差异化发展。

(1) 止血闭合类产品：止血闭合类产品中的止血夹在国内首批获得第三类医疗器械注册证，公司利用核心技术精准解决临床痛点，先后实现了**旋转和预夹技术、可拆卸技术、夹子辅助组织牵引技术、可换装技术和连发技术**等新功能，进一步提高操作安全性、缩短手术时间、降低诊疗成本、扩大适用人群。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**，可拆卸技术降低了临床医生术中夹子误夹导致的风险，以及术后夹子可能超预期滞留体内的风险；可换装技术实现一个释放器与多枚夹子重复连接的同时兼具预夹和精准旋转功能。

图24：止血夹产品技术迭代较快

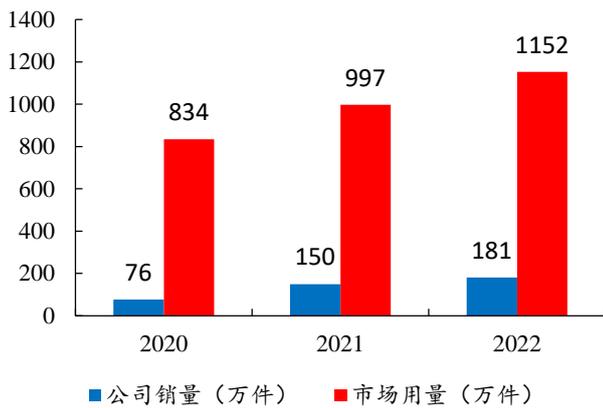


资料来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

止血闭合类产品是公司营收的主力军。公司止血夹产品销量由 2020 年的 76 万件增长至 2022 年 181 万件，CAGR 为 54%。期间其市场用量由 2020 年的 834 万件增长至 2022 年 1152 万件，CAGR 为 18%。此外，公司止血夹产品的市场份额在 2021 年大幅提升，2022 年增至 16%。2023 年上半年，可换装止血夹获国内三类注册证并在欧洲实现批量销售，后续国内也将逐步形成规模化销售。未来公司将继续致力于研发，不断将产品更新迭代，止血夹市场份额有望进一步增加。

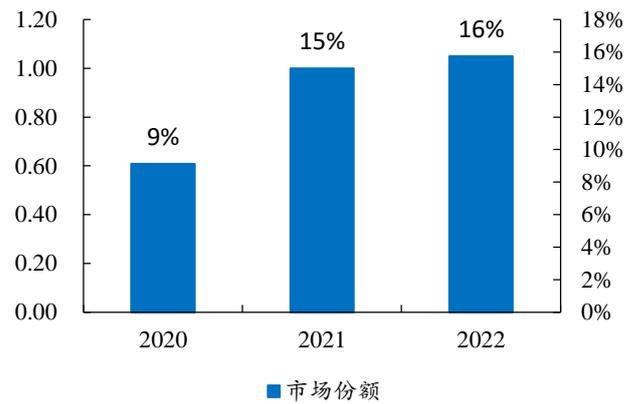
公司在京津冀“3+N”联盟止血夹集中带量采购中由于报价较高未中选，其中止血夹 A 组是三进二，最终集采报价结果：唯德康小夹子报价 32 元，大夹子报价 34 元，南微医学分别是 39.5 元和 44 元，安杰思是 53.7 元和 77.7 元。但公司测算集采数量对应的销售收入约 1500-1650 万之间，占公司 2023 年度国内营业收入 5.7%-6.3%，占整体营收 2.9%-3.2%。此外公司判断暂时不会实现大面积价格联动。

图25：2020-2022年止血夹产品销售持续提升



数据来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

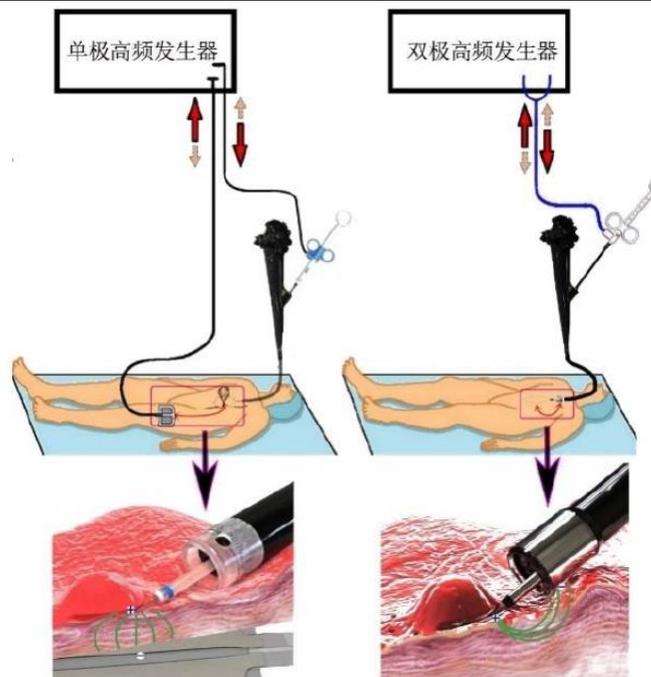
图26：止血夹市场份额2021年大幅提升，保持增长



数据来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

(2) EMR/ESD类产品：公司EMR/ESD类产品应用**双极回路技术**，**双极黏膜切开刀、双极电圈套器等双极产品**能够大幅减少电流经过人体的面积，从而降低组织损伤和穿孔风险，同时避免内镜器械对患者体内其他电子诊疗装置的干扰，扩大了手术的适用人群，进一步保障手术安全。目前全球EMR/ESD的早癌治疗手术普遍采用单极高频电原理，而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，缩短人体导电距离，将纵向贯穿消化道壁电流方向改为横向沿消化道黏膜方向，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的干扰，开创了EMR/ESD早癌治疗的新阶段。2023年上半年，公司持续开发**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。截至2023年6月30日，公司双极回路技术已取得5项国内发明专利，另有12项发明专利正在申请中。

图27：双极回路技术特点鲜明



资料来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

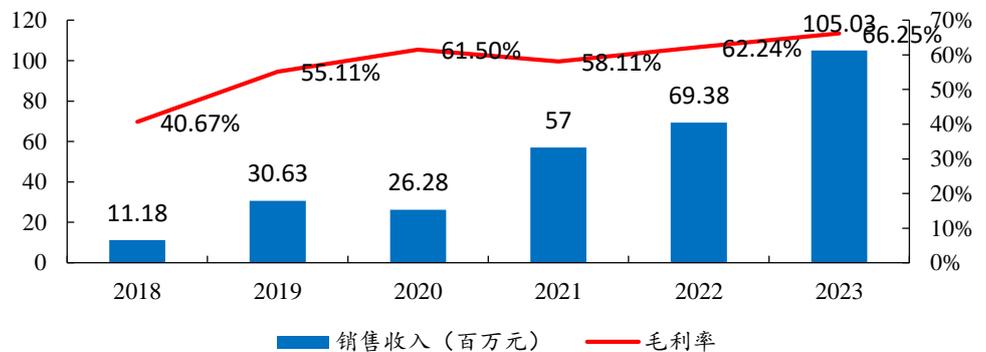
表7：公司 EMR/ESD 类黏膜切开刀应用独创的双极回路技术

产品参数	安杰思	南微医学	奥林巴斯	爱尔博	宾得	安瑞医疗
直径 (mm)	2.7	2.7	2.7	2.3	2.5 / 2.6 / 2.7	2.4
长度 (mm)	1650 / 1950 / 2350	1650 / 1950 / 2350	1650 / 1950 / 2350	1900	1800 / 2200	1800 / 2300
高频电原理	双极原理	单极原理	单极原理	单极原理	单极原理	单极原理
性能	电极细且有抗黏连处理，切割和电凝效果匹配合理，切割同时止血；防导线缠绕手柄	电极细且具有低阻抗涂层，切割性能好、鞘管纤细顺应性高；防导线缠绕手柄	具有电切和注液冲洗功能；球头结构可勾拉组织，提高切割的灵	电刀、水刀一体式设计，不需进行器械交换	单侧切割电极，具有切割方向性，可旋转	I形和O形一体，不带注水功能

资料来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

EMR/ESD 类产品的收入占比仅次于止血闭合类产品，是公司的第二大明星产品。2019-2023 年，EMR/ESD 类产品销售收入增长明显，由 2018 年 1118 万元增长至 2023 年 1.05 亿元，CAGR 高达 56.52%。同期，其毛利率也由 2018 年 40.67% 增长至 2023 年 66.25%。

图28：2018-2023 年 EMR/ESD 类产品销售收入增长明显，毛利率呈现上涨趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

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。应用双极回路技术的双极产品（双极黏膜切开刀、双极圈套器、高频电发生器）在 2022 年实现收入 59.06 万元，仅占当年营收的 0.16%，有较大的提升空间。2023 年上半年，全国双极试用医院百余家，完成了两百多台上的手术。通过双极推广和试用，公司双极系列产品凭借过硬的产品质量和优良的临床使用效果得到了广大临床医生的认可，未来有望成为下一业绩增长点。

(3) 活检类产品：公司的啮合活检技术应用于活检钳的钳头组装环节，能实现多角度的啮合，使得困难部位和正常部位的活组织取样都变得快捷、安全、有效。

(4) ERCP 类产品：公司的安全防嵌顿技术应用于取石网篮的网篮丝组装环节，当临床手术中遇到大或硬结石发生嵌顿时，其中一根网篮丝因受力超限可自动松脱，从而将嵌顿的结石释放，降低手术风险；公司的碟形球囊成型技术应用于球囊取石导管的球囊管束缚环节，提高了泥沙状结石的一次取净率；公司的可控成型技术应用于导丝的固化头部管环节，在临床手术中减少穿孔风险的同时，提高导丝通过皱襞的能力。

(5) 诊疗仪器类产品：公司的温控和量控技术应用于内镜用二氧化碳送气装置的底板部件组装环节，能够避免因气体温度过低、输气速度过快或压力过高而增加手术风险。

核心技术为产品加成，持续不断为公司带来收益。2020-2022 年，公司核心技

术产品实现收入分别为 1.62 亿元、2.93 亿元和 3.51 亿元，占当期主营业务收入的比
比例分别为 94.31%、95.88%和 95.11%。主营业务收入主要来源于核心技术。

表8：公司核心技术及对应产品收入情况

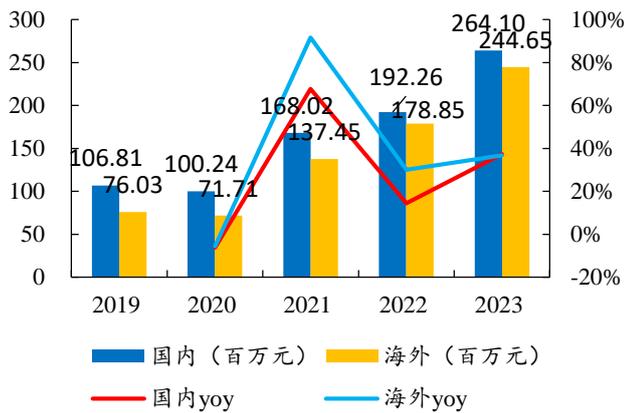
类别	核心技术	应用产品	2022 年		2021 年		2020 年	
			金额 (百万元)	占比	金额 (百万元)	占比	金额 (百万元)	占比
止血闭 合类	预夹及可拆卸技术	止血夹	202.36	54.85%	172.26	56.46%	88.00	51.30%
	可换装技术	止血夹	0.09	0.02%	-	-	-	-
活检类	啮合活检技术	活检钳	45.48	12.33%	34.70	11.37%	25.44	14.83%
	可控成型技术	导丝	7.87	2.13%	5.52	1.81%	4.74	2.76%
ERCP 类	可旋转操控技术	高频切开刀	10.57	2.87%	7.65	2.51%	6.22	3.63%
	蝶形球囊成型技术	球囊取石导管	7.45	2.02%	5.81	1.90%	4.52	2.64%
	安全防嵌顿技术	取石网篮	2.75	0.75%	2.46	0.81%	2.50	1.46%
EMR/ES D 类	双极回路技术	黏膜切开刀、双极圈套器、高频电发生器	0.59	0.16%	-	-	-	-
	圈套成型技术	圈套器	56.04	15.19%	47.43	15.55%	19.06	11.11%
诊疗仪 器类	温控和量控技术	内镜用二氧化碳送气装置、内镜用送水装置	17.68	4.79%	16.71	5.48%	11.30	6.59%
		合计	350.8852	95.11%	350.89	95.11%	292.54	95.88%
主营业务收入			368.9157	100.00%	368.92	100.00%	305.10	100.00%

数据来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

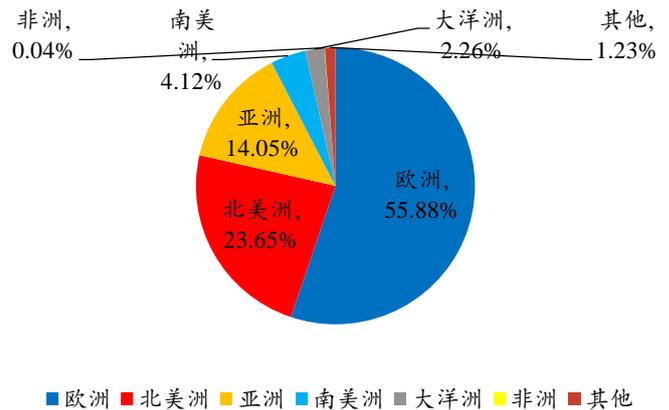
2.3.2、国内提高三甲医院覆盖率，海外客户资源较稳定，推动自有品牌销售

公司凭借过硬的产品质量和优良的临床使用效果，在内镜微创诊疗器械行业已形成较高的市场知名度，是国家级专精特新“小巨人”企业。**国内市场方面**，近年来国产品牌对进口品牌的替代取得了积极效果，打破了早期由国际品牌垄断的局面。公司是国产内镜微创诊疗器械的头部企业之一，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。**公司临床客户级别持续提升，截至 2023 年 12 月 30 日，实现终端医院覆盖 2300 家，三甲医院占比达到 44%。****海外市场方面**，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。2023 年公司新增海外注册证书 44 张；销售人员参加多次海外大型学术展会和客户拜访，积极开拓新市场和引入新客户，海外新客户数量 34 家。

目前国内外业务齐头并进，高速增长。公司销售模式包括经销、贴牌及直销三种类型，国内销售以买断式经销为主，海外销售以贴牌为主。公司在海外率先实现规模销售，2019 年国内外营收比近似为 4:6；而后进军国内市场，通过营销网络的不断建设和优化，2019-2023 年国内营业收入高速增长，由 2019 年 1.06 亿元到 2023 年 2.64 亿元，CAGR 为 25.4%。同期，海外营收从 2019 年 0.76 亿元到 2023 年 2.45 亿元，CAGR 为 33.93%。目前，公司国内外业务旗鼓相当，2023 年国内外营收分别占总营业收入的 52%、48%。公司海外销售主要集中在欧洲和北美洲，2022 年欧洲和北美洲销售收入分别占海外销售收入的 55.88%和 23.65%。公司在海外的贴牌销售均为 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，除客户商标外的知识产权属于公司，有利于海外自有品牌的建立。

图29：国内外业务齐头并进，高速增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2022年公司海外销售主要集中在欧洲和北美洲


数据来源：Wind、开源证券研究所

安杰思凭借较高的市场知名度、过硬的产品质量和优良的临床使用效果，积累了一批稳定的重要客户。公司重要客户基本保持稳定，主要为海外知名医疗器械企业和国内具有一定实力的医疗器械流通企业。其中 Diversatek Healthcare, Inc、STERIS 集团企业、国药集团企业与公司保持紧密合作关系，2020-2022 年持续进入前五大。2022 年，安杰思前五大客户销售产品均为公司主营产品止血闭合类、活检类、EMR/ESD 类以及 ERCP 类，合计销售额 1.23 亿元，前五大客户销售额占比 33%。

表9：安杰思 2022 年前 5 大客户占比超 3 成

序号	客户名称	收入金额 (百万元)	营业收入占比
1	STERIS 集团	52.98	14%
2	Creo Medical	26.03	7%
3	Diversatek Healthcare, Inc	24.25	7%
4	Meditalia S.A.S	11.14	3%
5	国药集团	9.01	2%
	合计	123.4071	33%

数据来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

公司在巩固海外原有客户合作的基础上推动自有品牌销售。公司在巩固欧洲市场和发力北美市场客户开发的基础上大力拓展南美及亚太市场，同时拟在欧洲建立子公司，积极推动公司自有品牌的销售。2023H1，公司海外自有品牌销售额同比增幅为 91.87%，占海外销售额比例为 20%。海外自有品牌主要销售在北美和欧洲，自有品牌毛利率与 ODM 类相近，2023 年海外整体毛利率达 71%。未来随着自有品牌销售规模扩大，公司海外业绩有望持续增加。

3、“生产+营销+研发”拉动公司未来发展，增长潜力较大

3.1、坚持研发创新，人才引进

3.1.1、公司大力进行产品研发，重视人才引进

公司研发费用率稳定，研发团队规模占比高。公司重视研发费用的持续投入，研发费用从 2019 年的 0.15 亿元增长至 2023 年的 0.41 亿元，研发费用率基本稳定在 9% 左右。作为高新技术企业和国家级专精特新“小巨人”企业，公司拥有一支高水平的研发团队，公司研发人员从 2019 年 56 人增长到 2023 年 105 人，2023 年研发人员占公司员工总数的 17.74%。

图31：安杰思研发费用率稳定在9%左右

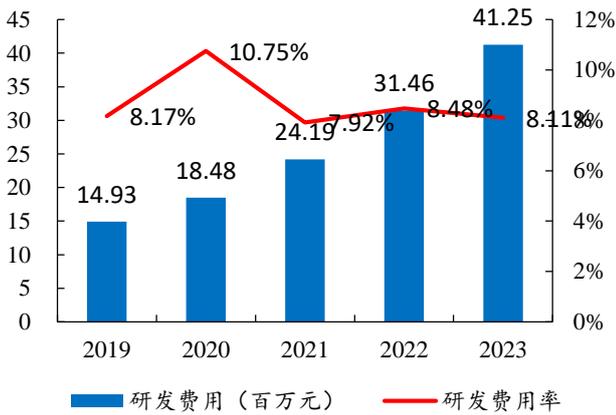
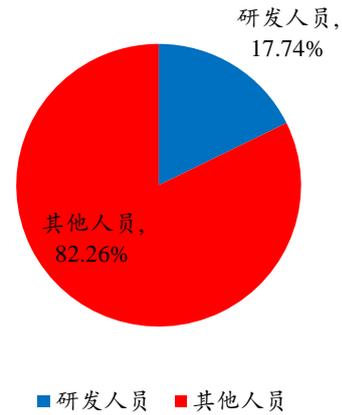


图32：2023年研发人员占比达18%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

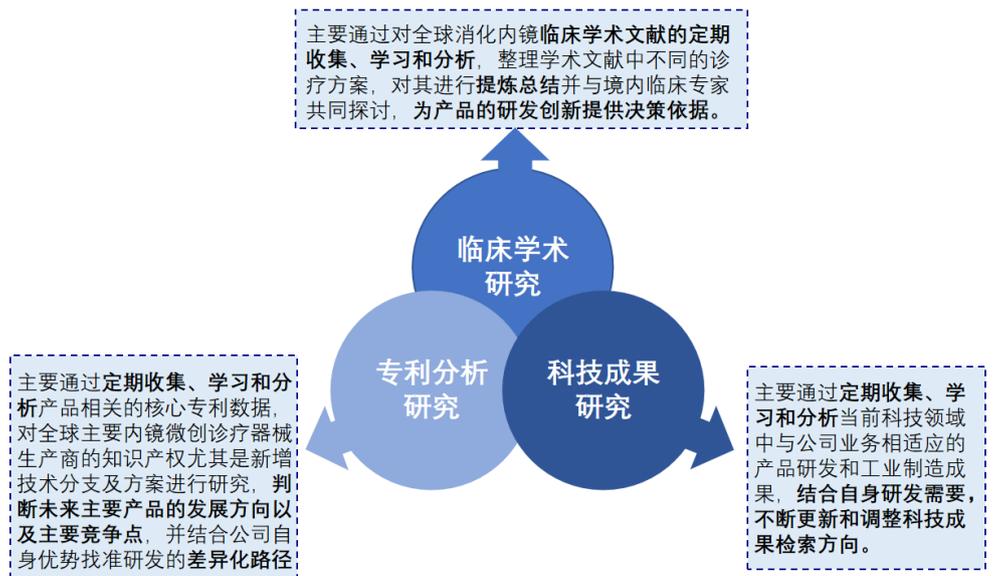
公司一直重视人才队伍的建设。公司将继续聚焦关键骨干岗位人才的薪酬满意度，加强企业文化建设。随着业务的发展壮大，公司将大力吸引外部人才，尤其是技术人才的加入，改善人员知识结构、增强团队综合实力。同时，通过专业的培训帮助内部核心岗位人员持续提升业务和专业能力，建立知识、年龄结构合理的人才梯队，为公司长期发展做好充分的准备。

3.1.2、创新理念先进，研发体系高效，研发成果明显

公司一直坚持研发创新，创造并完善了先进的“三棵树”技术创新理念，形成了高效的研发体系，取得明显的研发成果。

公司在内镜微创诊疗器械领域深耕多年，结合过往的技术创新经验和对行业技术发展趋势的理解，创造并完善了以临床学术研究、专利分析研究和科技成果研究为核心的“三棵树”的技术理念。

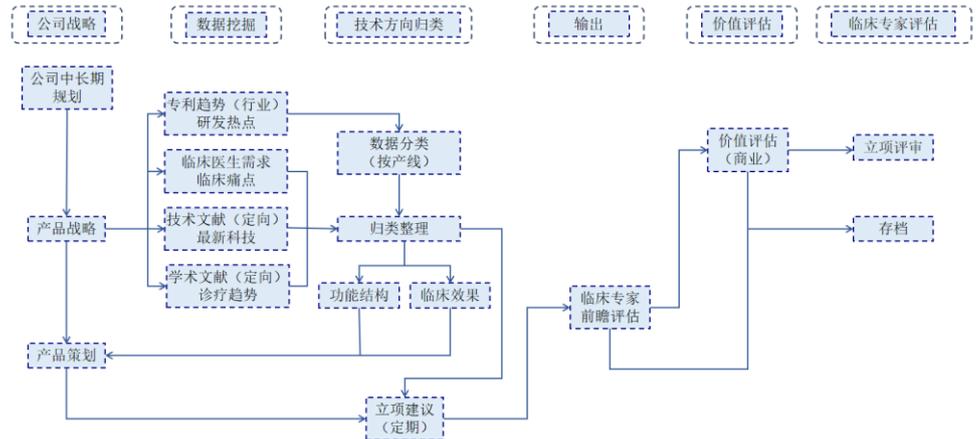
图33：“三棵树”技术创新理念较为前卫



资料来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

公司在创业初期即确立技术创新的差异化发展路线，并逐步形成“以临床需求为导向、以产品创新及工艺优化为路径、以行业信息为支持”的研发体系。公司产

品始终围绕消化道疾病的临床诊断和治疗，将临床手术操作的技术难点转化为产品需求；紧跟学术技术前沿，在内部快速形成创新的结构及功能方案，并组织专家团队进行前瞻性评估，经过初步评估后，通过临床合作对小批量样品进行安全性和有效性检验，并不断改进结构和功能的设计；通过考察学习、展会交流等形式不断探索新的工艺流程、先进设备和作业方式，持续优化产品线，保持生产制造优势；高度关注各类行业信息，并据此及时调整研发策略。

图34：安杰思研发业务流程较完善


资料来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

2023年公司新增申请40项发明专利，新增申请12项实用新型专利，新增申请7项外观设计专利；公司已累计获授权50项发明专利、37项实用新型专利、2项外观设计专利。2023年公司累计获得注册证46张，其中境内新增注册证2张，境外新增注册证44张。公司建立了高效的研发体系，持续的新产品研发、新产品注册证的获取，为公司后续发展提供了储备力量。

多系列产品在研，研发储备充足。公司秉持“创造、坚持、分享”的核心价值观，深耕内窥镜领域，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。公司未来将在单光纤成像技术、辅助治疗机器人和软性内镜诊疗领域逐步形成新的核心技术。

表10：多系列产品在研，研发储备充足

产品类别	项目名称	项目进展	预期目标
诊疗仪器类	高频手术设备（单双极电刀）	送检阶段	使设备兼容单极和双极器械使用功能
	送水装置	设计开发	提供临床手术中的冲洗效果
	光纤成像系统	设计开发	光纤成像治疗方式的应用系统
	氩气控制器	设计开发	高频手术设备的非接触治疗模块
EMR/ESD类	电圈套器（FEP）	设计开发	取得注册证，实现销售
	内镜用注射针	设计开发	取得注册证，实现销售
	内窥镜用钳	设计开发	根据客户定制
	一次性使用热活检钳	设计开发	实现对息肉的快速取样和热损毁
	血管夹-连发型	设计开发	实现至少两连发的架子，提高手术效率
	止血夹-短尾型	设计开发	研发一款滞留人体部分更短并兼容磁共振成像检查的止血夹
GI类	一次性使用内镜下牵拉夹	注册阶段	通过牵引使组织暴露在内镜视野下
	止血夹-欧美型	注册阶段	提高欧美区域的临床使用满意度
	高频切开刀（导向型）	注册阶段	在选择性插管时，辅助医生提高手术成功率
	一次性球囊导管	注册阶段	消化道狭窄扩张，尤其是胆道扩张
	一次性使用高频切开刀（单板）	设计开发	配合高频手术设备（单双极电刀），丰富器械种类
自制材料类	旋转型活取样钳	注册阶段	
介入医疗器材用精密高分子聚四氟乙烯导管	设计开发	自主开发医用PTFE管生产线	

产品类别	项目名称	项目进展	预期目标
	内镜附件扭矩丝成型装置	设计开发	自主开发扭矩丝生产线
	精密医用塑料导管	设计开发	自主开发医用 PP 管和 PE 管生产线
	内镜附件扁丝弹簧软管及配套成型装置	设计开发	自主开发扁丝弹簧软管生产线
	内镜附件涂层丝的研究开发	设计开发	自主开发涂层丝的工艺和生产线
	内镜附件用可变径型精密软管的研究开发	设计开发	自主开发可变径型精密软管及其生产线

资料来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

3.2、坚持技术创新差异化发展，发展潜力有望充分释放

公司技术成果转化的能力不断增强，核心技术对应产品陆续实现销售，有望进一步增加市场份额。公司所独有的双极回路技术在高频手术治疗的电切功能上具有显著优势；可拆卸技术实现止血夹在临床治疗过程中的无损伤拆除；可换装技术使止血夹的使用成本持续下降，同时保持产品的预夹和旋转功能；碟形球囊成型技术提高胆管取石的一次取净率。公司使用双极回路技术、啮合活检技术等技术的产品已经实现收入，处于批量生产阶段，未来随着核心技术不断完善，公司扩大销售生产规模，产能增加，这类核心技术的产品的收入有望进一步增加，占据更大的市场份额。夹子辅助组织牵引技术、可换装技术、连发技术、单光纤扫描探头技术等只实现少量或者还未实现销售收入，未来这类核心技术对应产品陆续实现销售，公司的发展潜力将充分释放，市场份额有望进一步增加。

表11：公司核心技术突出

核心技术	技术先进性	是否独有	与同行比较	专利情况
双极回路技术	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，同时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。人体导电组织减少，不会向深层次组织传导电流，大幅降低单极回路技术造成的组织损伤或穿孔风险，而且减少了用于负极板的费用。此外，双极切开刀对手术中连接和内置于患者体内的其他电子装置很少产生干扰，扩大了手术的适用人群	是	公司开发了内镜高频设备的双极智能电切模式，开创性地取消传统单极系统中负极板的使用，较同行业其他技术在高频手术治疗的电切功能上具有显著优势	已授权
可拆卸技术	通过特殊设计的内外连接结构，可实现对组织的多次预夹持，避免手术中因夹持位置不当而延误手术时间；同时反向利用锁定保持原理，通过破坏其保持结构使闭合的夹片张开，即使出现误夹的情况，也可以保障无损伤拆除	是	公司利用可拆卸技术实现止血夹在临床治疗过程中的无损伤拆除	已授权
夹子辅助组织牵引技术	牵引夹上设置有可被拉长并保持张力的弹性元件，止血夹与牵引夹弹性元件的远端连接，通过弹性元件不断拉动病灶区域的组织使其暴露在内镜视野下用于诊断和治疗，增加手术的安全性和有效性	否	行业内存在类似技术，实现方式和临床效果各有优劣，公司技术处于主流水平	申请中
可换装技术	采用合理的内外连接结构，使一个止血夹释放器可配合多个夹头，实现了释放器的重复使用；每个夹子兼具预夹持或可拆卸功能，在保障产品性能的前提下，降低了手术的费用	是	公司利用可换装技术使止血夹的使用成本持续下降，同时保持产品的预夹和旋转功能	已授权
连发技术	充分利用止血夹释放器的空间，在其内部布置多个夹子，当第一个夹子释放后可立即使第二个夹子快速连接到位，缩短释放夹子的时间间隔；每个夹子兼具预夹持或可拆卸功能，在保障产品性能的前提下，提高手术效率、降低手术费用	否	行业内存在通过其他方式实现连发的技术，部分厂商的连发夹子已获得 FDA 注册证；公司的连发技术预夹和旋转功能的情况下可对消化道急性出血进行快速治疗	已授权
啮合活检技术	通过特殊设计的钳子杯及其驱动结构，可提供更为锋利的切割效果，能够实现多角度的啮合，使得困难部位和正常部位的活组织取样都变得快捷、安全、有效	否	行业内存在类似技术，实现方式和临床效果各有优劣，公司技术处于主流水平	已授权
可控成型技术	利用成型材料和成型模具，让导丝的尖端成圆球状，在临床手术中减少穿孔风险的同时，提高导丝通过皱襞的能力	否	行业内存在类似技术，实现方式和临床效果各有优劣，公司技术处于主流水平	已授权
可旋转操控技术	通过手柄部的旋转结构带动扭矩丝，将扭矩传递到弯曲的切开刀头部并使其绕轴线偏转，从而改变导丝出口方向，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	否	行业内存在类似技术，实现方式和临床效果各有优劣，公司技术处于主流水平	已授权
碟形球囊成型技	创新性地将球囊的长宽比进行了调整，球囊在弯曲腔道内的通过	是	公司利用碟形球囊成型技术提高	已授权

核心技术	技术先进性	是否独有	与同行比较	专利情况
术	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，提高了泥沙状结石的取净率		胆管取石的一次取净率	
安全防嵌顿技术	采用特殊的网篮头丝固定设计，当临床手术中遇到大或硬结石发生嵌顿时，其中一根网篮丝因受力超限可自动松脱，从而将嵌顿的结石释放，降低手术风险	否	行业内存在类似技术，实现方式和临床效果各有优劣，公司技术处于主流水平	已授权
圈套成型技术	通过结构设计改进实现圈套伸出时的开幅更大、离视野更近，提高手术操作的效率和成功率	否	行业内存在类似技术，实现方式和临床效果各有优劣，公司技术处于主流水平	申请中
温控和量控技术	通过在电路板上集成加热控制和两级降压控制模块，将低温二氧化碳气体进行加热，并对流量和压力进行调节后再向人体输送，避免因气体温度过低、输气速度过快或压力过高而增加手术风险	否	公司是第一家应用该项技的企业，目前行业内存在类似技术，实现方式和临床效果各有优劣，公司技术处于主流水平	已授权
高频设备输出控制技术	更加合理的硬件设计，满足消化道手术过程中对高频电发生器电压、流量及输出功率的快速响应要求，在智能电切Q模式、智能电切I模式下完成双极输出的开发，形成双极治疗系统的核心设备	否	行业内存在类似技术，实现方式和临床效果各有优劣，公司技术处于主流水平	申请中
单光纤扫描探头技术	通过扫描控制方式实现单光纤的大幅面高清成像；通过多光谱激发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	否	行业内存在类似技术，公司技术可在更小尺寸下达到更高的图像分辨率，获取更全面的生物组织信息，处于先进水平	申请中

资料来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

3.3、募集资金用到实处，助力“生产+营销+研发”战略

安杰思募集资金投资于年产 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以及补充流动资金。公司首次公开发行人民币普通股（A 股）股票 1447 万股，募集资金总额约为人民币 18.20 亿元。此次募集资金投资项目的建设对扩大生产能力、完善营销布局、提升研发效益有着极强的推动作用。一方面通过“生产+营销”大幅度增加现有产品的市场占有率，提高品牌知名度；另一方面通过“研发+生产”大力推动内镜微创诊疗器械及治疗设备的技术与应用创新，不断提升公司价值，实现投资者利益最大化。

表12：募投项目打开公司天花板

序号	项目名称	拟投入募集资金金额（百万元）
1	年产 1000 万件医用内窥镜设备及器械项目	292.61
2	营销服务网络升级建设项目	112.11
3	微创医疗器械研发中心项目	165.98
4	补充流动资金	200.00
	合计	770.70

数据来源：安杰思招股说明书、开源证券研究所

年产 1000 万件医用内窥镜设备及器械项目：项目将引进国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。在实现规模效应的同时进一步提升生产效率和产品质量，充分利用公司自主研发形成的核心技术加快产品迭代升级。同时利用新增的产能完善产品布局，为市场销售提供充足后劲，增强整体盈利能力及市场竞争力。

营销服务网络升级建设项目：在现有销售体系的基础上合理化布局，进一步夯实和拓展本公司营销网络体系。国内市场上，公司将在 12 个大城市建立区域性的销售和营销网点服务中心，分别覆盖华北、华中、华东、华西、华南区市场，共同形成一个覆盖全国的销售和技术服务体系；海外市场上，公司继续巩固与原有客户的合作并协助其开拓新的市场和引入新的产品。并且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。公司还对营销服务网

络采用更细致的管理手段，实现全方位升级，以便于扩大营销服务网络，提高市场敏锐度，同时建设全面营销体系，提高营销能力，同时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：项目拟新建研发中心，将改善研发工作环境、引进高端研发人才、配置先进研发设备，进行新产品、新工艺的研究开发，进一步提升公司自主研发能力和技术创新能力。

补充流动资金：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，公司拟将此次募集资金中的 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。

4、盈利预测与投资建议

4.1、收入模型关键假设

(1) GI 类：考虑公司可换装止血夹已获国内三类注册证并在欧洲实现批量销售，后续国内也将逐步形成规模化销售，同时公司使用吻合活检技术的产品处于批量生产阶段，未来收入有望进一步增加，假设 2024-2026 年 GI 类业务收入分别同比增长 25%、25%、25%，即 2024-2026 年实现营收 4.20 亿元、5.24 亿元、6.56 亿元。

(2) EMR/ESD 类：考虑公司独有的双极回路技术在市场竞争中具有优势，双极系列产品凭借过硬的产品质量和优良的临床使用效果得到临床认可，假设 2024-2026 年 EMR/ESD 类业务收入分别同比增长 25%、25%、25%，即 2024-2026 年实现营收 1.31 亿元、1.64 亿元、2.05 亿元。

(3) ERCP 类：考虑到 ERCP 手术渗透率和产品国产化率提升空间大，公司产品有望进一步放量，假设 2024-2026 年 ERCP 类业务收入分别同比增长 25%、25%、25%，即 2024-2026 年实现营收 0.47 亿元、0.59 亿元、0.74 亿元。

(5) 诊疗仪器类：考虑到消化道检查的恢复促进医院内镜相关设备采购需求释放，公司诊疗仪器类产品保持稳健增长，假设 2024-2026 年诊疗仪器类业务收入分别同比增长 25%、25%、25%，即 2024-2026 年实现营收 0.34 亿元、0.43 亿元、0.54 亿元。

表13：安杰思分业务收入预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	371.11	508.75	635.91	794.89	993.61
YOY	21%	37%	25%	25%	25%
毛利	252.786	360.54	450.95	563.68	704.60
毛利率	68.12%	70.87%	70.91%	70.91%	70.91%
(一) GI 类(止血闭合+活检)					
营业收入	250.39	335.6	419.5	524.4	655.5
YOY	20%	34%	25%	25%	25%
毛利	174.98	248.39	310.45	388.06	485.08
毛利率	69.9%	74.0%	74.0%	74.0%	74.0%
(二) EMR/ESD 类					
营业收入	69.38	105.0	131.3	164.1	205.1
YOY	22%	51%	25%	25%	25%
毛利	43.18	69.58	87.04	108.80	136.00
毛利率	62.2%	66.3%	66.3%	66.3%	66.3%
(三) ERCP 类					

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	29.33	37.9	47.4	59.2	74.0
YOY	33%	29%	25%	25%	25%
毛利	19.50	23.31	29.37	36.72	45.89
毛利率	66.5%	61.5%	62.0%	62.0%	62.0%
(五) 诊疗仪器类					
营业收入	19.81	27.5	34.4	43.0	53.8
YOY	12%	39%	25%	25%	25%
毛利	13.66	18.43	23.05	28.82	36.02
毛利率	68.9%	67.0%	67.0%	67.0%	67.0%

数据来源：安杰思公司公告、开源证券研究所

4.2、盈利预测和估值

安杰思为国内内镜微创诊疗器械领军企业，具有较高市场知名度。国内持续提高三甲等高等级医院覆盖面，海外在巩固深化原有客户合作的基础上推出自有品牌产品并快速放量。同时公司不断优化产品结构、工艺生产流程和供应链管理，相继推出可换装止血夹和双极电刀等优势产品，内镜诊疗领域市占率有望加速突破。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.71/3.38/4.23 亿元，EPS 分别为 3.35/4.18/5.23 元，当前股价对应 P/E 分别为 15.2/12.2/9.7 倍。安杰思与可比公司开立医疗、澳华内镜、南微医学都是国内内镜下诊疗耗材领域深耕厂商，安杰思与可比公司相比估值较低，且公司仍处成长期，国内外市场拓围潜力较大，首次覆盖，给予“买入”评级。

表14：安杰思可比公司估值情况（截至 2024 年 7 月 22 日）

证券代码	公司	收盘价 (元)	每股收益 EPS (元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300633.SZ	开立医疗	37.74	1.06	1.35	1.70	2.06	35.6	28.0	22.2	18.3
688029.SH	南微医学	64.88	2.59	3.24	4.03	5.05	25.1	20.0	16.1	12.8
688212.SH	澳华内镜	48.33	0.43	0.93	1.32	2.12	112.4	52.0	36.6	22.8
可比公司平均值							57.7	33.3	25.0	18.0
688581.SH	安杰思	50.89	1.45	3.35	4.18	5.23	35.2	15.2	12.2	9.7

数据来源：Wind，开源证券研究所 注：开立医疗、澳华内镜盈利预测来自开源证券研究所，南微医学盈利预测来自 Wind 一致预期

5、风险提示

新产品放量不及预期：公司新产品从注册上市到形成规模销量往往取决于采购政策、产品创新性、技术颠覆等要素，可能相关要素扰动影响新产品放量。

贸易摩擦及汇率波动：公司有海外业务，汇率变动和贸易摩擦会直接影响海外收入确认。

集采带量采购风险：目前国内部分区域在进行止血夹、圈套器等产品的带量采购，可能会压低公司产品出厂价。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	332	2146	2630	3299	4071
现金	213	1955	2443	3054	3818
应收票据及应收账款	18	59	37	82	67
其他应收款	2	1	3	2	4
预付账款	3	2	5	4	7
存货	39	47	60	73	93
其他流动资产	57	83	83	83	83
非流动资产	141	185	210	243	282
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	43	91	121	152	186
无形资产	20	19	22	25	25
其他非流动资产	78	75	68	66	71
资产总计	473	2331	2841	3542	4353
流动负债	91	121	420	829	1272
短期借款	0	0	296	675	1106
应付票据及应付账款	40	62	66	94	105
其他流动负债	51	59	59	60	61
非流动负债	1	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	2	2	2	2
负债合计	92	123	423	831	1274
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	43	58	81	81	81
资本公积	77	1715	1715	1715	1715
留存收益	262	435	664	937	1259
归属母公司股东权益	382	2208	2418	2712	3079
负债和股东权益	473	2331	2841	3542	4353

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	156	221	254	280	388
净利润	145	217	271	338	423
折旧摊销	6	7	9	12	14
财务费用	-13	-28	-35	-42	-53
投资损失	7	-2	0	0	0
营运资金变动	6	-7	9	-28	4
其他经营现金流	5	34	0	0	0
投资活动现金流	-119	-77	-35	-45	-52
资本支出	60	52	35	45	52
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-58	-25	0	0	0
筹资活动现金流	-39	1598	-26	-3	-3
短期借款	0	0	296	379	431
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	14	23	0	0
资本公积增加	0	1639	0	0	0
其他筹资现金流	-39	-56	-346	-381	-434
现金净增加额	9	1743	192	232	332

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	371	509	636	795	994
营业成本	118	148	185	231	289
营业税金及附加	4	4	6	7	9
营业费用	34	50	64	79	99
管理费用	32	46	57	72	89
研发费用	31	41	64	79	99
财务费用	-13	-28	-35	-42	-53
资产减值损失	-1	-2	-1	-1	-1
其他收益	9	8	20	24	29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-7	2	0	0	0
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	164	252	315	391	488
营业外收入	2	0	0	2	4
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	166	252	315	393	492
所得税	21	34	44	55	69
净利润	145	217	271	338	423
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	145	217	271	338	423
EBITDA	165	200	267	352	457
EPS(元)	1.79	2.69	3.35	4.18	5.23

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	21.5	37.1	25.0	25.0	25.0
营业利润(%)	36.5	53.9	24.8	24.3	24.8
归属于母公司净利润(%)	38.3	49.9	24.6	24.9	25.2
获利能力					
毛利率(%)	68.1	70.9	70.9	70.9	70.9
净利率(%)	39.1	42.7	42.6	42.5	42.6
ROE(%)	38.0	9.8	11.3	12.6	13.9
ROIC(%)	36.4	7.5	8.2	8.7	9.2
偿债能力					
资产负债率(%)	19.4	5.3	14.9	23.5	29.3
净负债比率(%)	-55.6	-88.4	-89.6	-88.4	-88.7
流动比率	3.6	17.8	6.3	4.0	3.2
速动比率	3.2	17.4	6.1	3.9	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.4	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	24.8	13.4	13.4	13.4	13.4
应付账款周转率	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.79	2.69	3.35	4.18	5.23
每股经营现金流(最新摊薄)	1.93	2.74	3.14	3.46	4.80
每股净资产(最新摊薄)	4.72	27.31	29.62	33.25	37.79
估值比率					
P/E	28.4	18.9	15.2	12.2	9.7
P/B	10.8	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	23.3	10.5	7.1	4.7	2.9

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.c