



微创外科手术领先者，手术机器人布局即将落地

投资要点

- 事件：**公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营收 10.1 亿元，同比+8.9%；实现归母净利润 5.8 亿元，同比+15.4%。其中 24H2 公司实现营收 5.5 亿元，同比+5.3%；实现归母净利润 3.0 亿元，同比+18.9%。董事会建议派付 2024 年末期股息每股股份人民币 24 分。
- 一次性产品和海外市场增长亮眼。**分产品看，公司主营业务包括一次性和重复性两类，一次性产品看，2024 年公司一次性产品收入 9.0 亿元 (+11.7%)，占总收入 89.1% (+2.2pp)。其中，一次性套管/结扎夹/一次性电凝钳产品分别实现营收 4.3/2.3/1.4 亿元，同比+9.1%/+3%/+14.2%，收入占总营收比重分别为 42.7%/23.3%/13.9%。一次性套管和一次性电凝钳增长较快，前者主要因集中带量采购省份需求增长，后者在微创手术中渗透率较低，仍存在较大市场空间。重复性产品看，2024 年重复性产品收入 1.1 亿元 (-9.3%)，主要因相关产品采购需求较弱。分市场看，公司国内市场收入占比超 90%，主要由经销+直销构成，直销主要用于集采类产品销售如一次性套管穿刺器。海外客户主要包括海外 ODM 客户和经销商，2024 年海外收入 1.0 亿元 (+15.1%)，占总收入 9.8% (+0.5pp)，公司出海拓展客户渠道取得战略性成果。
- 一次性产品高毛利，带动公司整体毛利率结构优化。**2024 年公司毛利率为 79.1%，多年稳定在 80%附近，主要因公司一次性产品普遍毛利率较高，新产品（如超声止血刀）上市时因未形成规模效应等原因，短期对毛利率有波动，但整体水平调整幅度较稳定。
- 手术机器人业务布局即将落地。**康基医疗控股子公司唯精医疗主要产品涵盖高端微创手术机器人、消化内镜机器人、穿刺机器人，是公司在手术机器人领域的长期投资布局。截至 2024 年末，公司用于唯精的投资账面值约 3.8 亿元，占公司资产总值 12.9%，公司持股占比 42%。2024 年 3 月，唯精医疗四臂手术机器人系统已完成多科室人体临床试验，已向 NMPA 提交注册申请，预计 25Q2 获批上市。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.51 元、0.59 元、0.66 元，对应 PE 分别为 15 倍、13 倍、11 倍。公司一次性产品和出海业务增长势头良好，盈利能力结构性改善，首次覆盖建议关注。
- 风险提示：**行业竞争加剧的风险，研发不及预期的风险，集采降价的风险。

指标/年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元人民币)	926.02	1008.61	1133.44	1271.02	1428.41
增长率	17.76%	8.92%	12.38%	12.14%	12.38%
归属母公司净利润(百万元人民币)	504.02	581.44	617.02	709.14	795.01
增长率	5.28%	15.36%	6.12%	14.93%	12.11%
每股收益 EPS	0.42	0.48	0.51	0.59	0.66
净资产收益率	13.81%	22.12%	19.01%	19.01%	16.74%
PE	17.72	15.57	14.67	12.77	11.39

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	5.01-8.44
3 个月平均成交量(百万)	3.33
流通股数(亿)	12.09
市值(亿)	89.33

相关研究

1 公司概况：微创外科手术领先者，手术机器人布局即将落地

公司深耕微创外科领域二十余载，产品管线丰富。公司成立于 2004 年，是一家深耕微创外科研产销及提供优质可靠微创外科手术解决方案的卓越提供商。公司已成为国内最大的微创外科手术器械及配套耗材平台，为全国 3500+ 家医院提供服务，业务范围累计覆盖全球 90 余个国家和地区。2020 年 6 月公司在港交所主板上市。公司外科产品管线丰富，拥有“设备+器械+耗材+手术机器人”的微创外科整体解决方案，包括手术耗材、一次性手术器械、重复性手术器械、超声刀等外科能量设备、内窥镜等外科影像设备、外科手术机器人等。

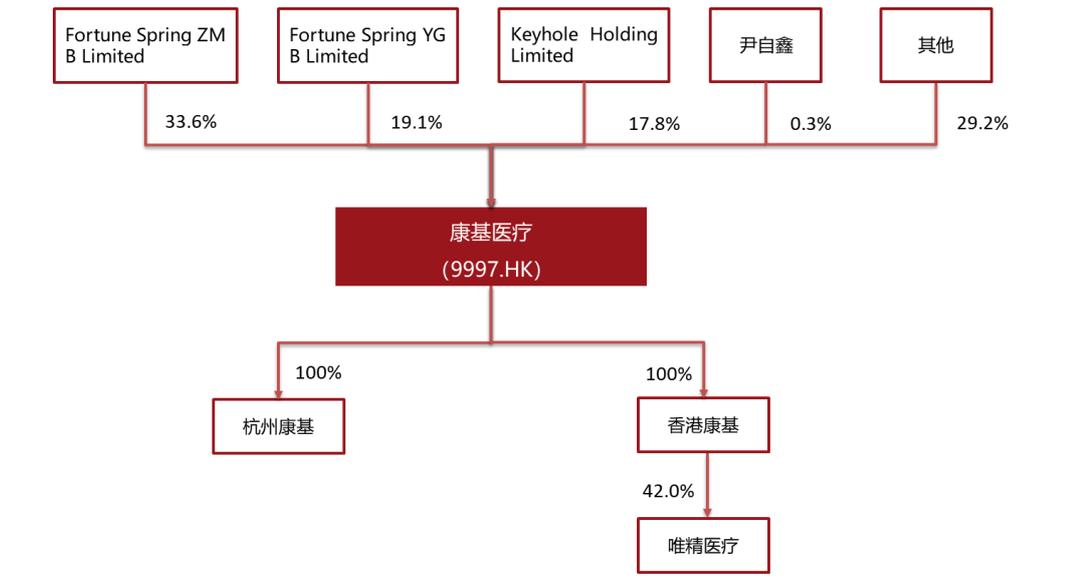
图 1：公司股权架构图



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构清晰，由创始人团队共同控股，合计持股 50%。Fortune Spring ZM B (ZM B) 于 2019 年 10 月在英国注册，由董事长钟鸣全资拥有，持有公司 33.6% 股份。Fortune Spring YG B Limited (YG B) 则由副总经理申屠银光全资拥有，持有公司 19.1% 股份，两位创始人合计持有公司 52.7% 的股份。

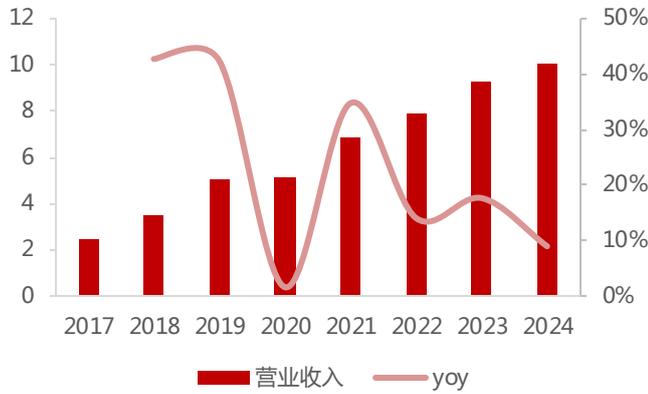
图 2：公司股权架构图(24H1)



数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

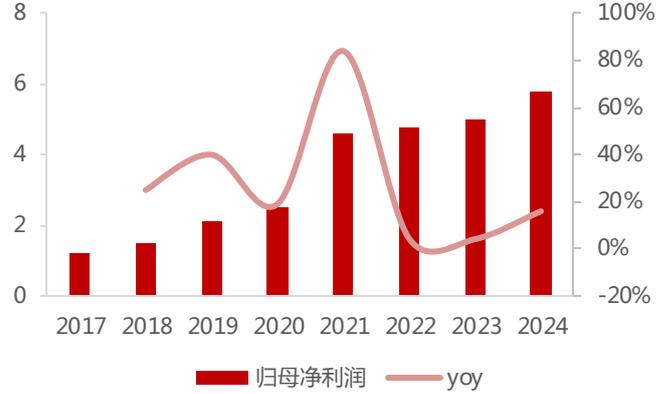
收入和利润双端持续增长。2017-2024 年公司业绩保持稳健增长，其中 2024 年公司实现营收 10.1 亿元 (+8.9%)，实现归母净利润 5.8 亿元 (+15.4%)，在进口替代和集中带量采购需求推动下，公司一次性产品增长趋势良好。

图 3：2017-2024 年营业收入及增速（亿元）



数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

图 4：2017-2024 年归母净利润及增速（亿元）



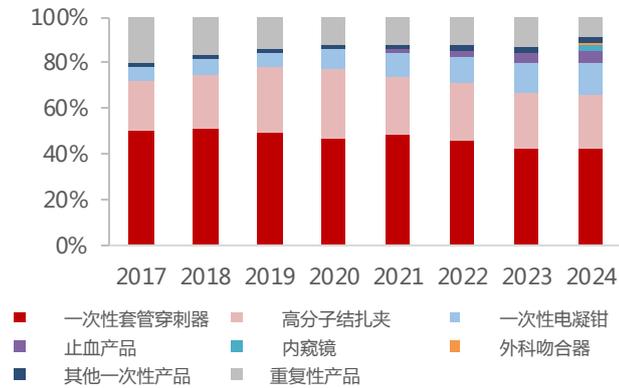
数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

一次性产品增长亮眼。分产品看，公司主营业务包括一次性和重复性两类，一次性为公司重磅产品和增长动力。一次性产品包括一次性套管穿刺器、结扎夹、一次性电凝钳、超声切割止血刀、吻合器及其他一次性产品。重复性产品则包括 4K 内窥镜摄像系统、重复性钳类等。

一次性产品看，2024 年公司一次性产品收入 9.0 亿元 (+11.7%)，占总收入 89.1% (+2.2pp)。其中，一次性套管/结扎夹/一次性电凝钳产品分别实现营收 4.3/2.3/1.4 亿元，同比 +9.1%/+3%/+14.2%，收入占总营收比重分别为 42.7%/23.3%/13.9%。一次性套管和一次性电凝钳增长较快，前者主要因集中带量采购省份需求增长，后者在微创手术中渗透率较低，仍存在较大市场空间。

重复性产品看，2024 年重复性产品收入 1.1 亿元 (-9.3%)，主要因相关产品采购需求较弱。

分市场看，国内占比超 90%，海外市场增长强劲。公司国内市场主要由经销+直销构成，直销主要用于集采类产品销售如一次性套管穿刺器。海外客户主要包括海外 ODM 客户和经销商，2024 年海外收入 1.0 亿元 (+15.1%)，占总收入 9.8% (+0.5pp)，公司出海拓展客户渠道取得战略性成果。

图 5：公司分产品营业收入占比


数据来源：wind，西南证券整理

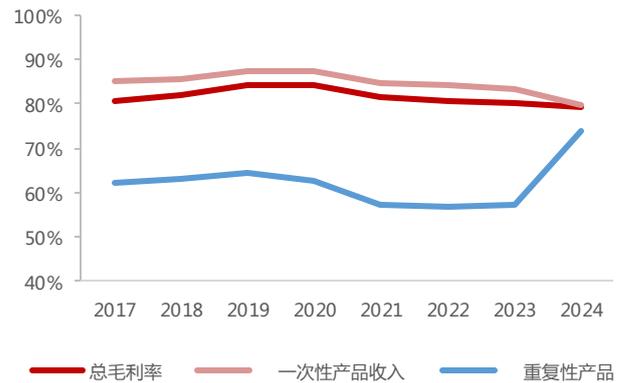
图 6：公司分地区营业收入 (亿元)


数据来源：wind，西南证券整理

一次性产品毛利率较高，带动毛利率结构优化。2024 年公司毛利率为 79.1%，多年稳定在 80% 附近，主要因公司一次性产品普遍毛利率较高，新产品（如超声止血刀）上市时因未形成规模效应等原因，短期对毛利率有波动，但整体水平调整幅度较稳定。

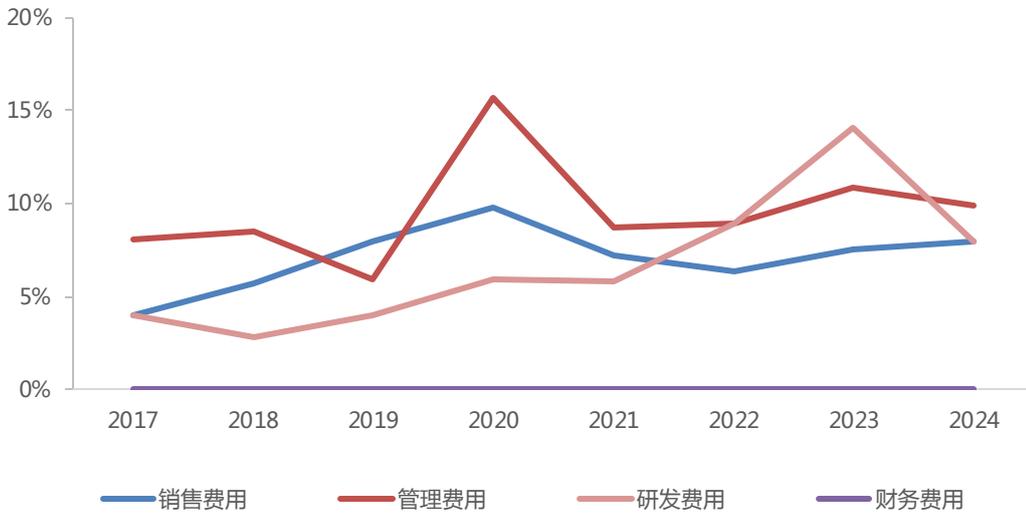
图 7：2017-2024 年公司毛利率及净利率


数据来源：wind，西南证券整理

图 8：2017-2024 年公司分产品毛利率


数据来源：wind，西南证券整理

销售力度加大，管理和研发费率得到有效控制。公司费用率总体得到有效控制，2024 年总费用率为 25.8%，同比 -6.6pp，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.9%/9.9%/7.9%/0%，同比 +0.4pp/-0.9pp/-6.1pp/0pp。公司着力扩大销售团队和渠道拓展，销售费用率有所上升。研发费用和管理费用得到有效控制主要因控股公司唯精医疗临床试验项目已结束，该项目产生的研发和管理费用下降。

图 9：2017-2024 年公司各项费用率


数据来源：wind, 西南证券整理

手术机器人业务布局即将落地。康基医疗控股子公司唯精医疗主要产品涵盖高端微创手术机器人、消化内镜机器人、穿刺机器人，是公司在手术机器人领域的长期投资布局。截至 2024 年末，公司用于唯精的投资账面值约 3.8 亿元，占公司资产总值 12.9%。2024 年 3 月，唯精医疗四臂手术机器人系统已完成多科室人体临床试验，已向 NMPA 提交注册申请，预计 25Q2 获批上市。

表 1：康基医疗布局手术机器人发展历程

时间	事件
2022.1	拟 3.63 亿元获取唯精医疗 35% 股权
2024.12	唯精完成股权融资后，公司持有 42% 股权

数据来源：公司年报，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：考虑到公司主营一次性产品已纳入集采，医疗机构采购需求年增速在 10~15%，假设 2025-2027 年公司一次性产品市场需求分别增长 13%、12%、13%。考虑到近年各省份集采价格陆续执行落地，公司产品出厂价下调，所以毛利率假设为 78%、78%和 79%。

假设 2：重复性产品市场格局较为稳定，假设 2025-2027 年公司重复性产品销量增速为 10%，毛利率稳定在 75%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
一次性产品	收入	9.2	10.4	11.7	13.1
	增速	14.7%	12.6%	12.3%	12.6%
	毛利率	79.6%	77.9%	78.3%	78.5%
重复性产品	收入	0.9	0.9	1.0	1.1
	增速	-29.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	73.7%	75.0%	75.0%	75.0%
合计	收入	10.1	11.3	12.7	14.3
	增速	8.9%	12.4%	12.1%	12.4%
	毛利率	79.1%	77.7%	78.0%	78.2%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 11/13/14 亿元，同比增长 12%/12%/12%。归母净利润分别为 6/7/8 亿元，同比增长 6%/15%/12%，EPS 分别为 0.51/0.59/0.66 元。

综合考虑业务范围，选取了手术耗材行业 2 家上市公司：安杰思和南微医学作为估值参考，这两家为内镜耗材龙头，均是为手术过程中的医疗设备提供高值耗材，且同样面临国内集采环境，布局出海路径，主营业务和战略布局均有相似性，2025 年可比公司平均 PE 为 17X。公司一次性产品和出海业务增长势头良好，盈利能力结构性改善，首次覆盖建议关注。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
688581.SH	安杰思	55.2	2.2	2.9	3.5	4.4	25	19	16	13
688029.SH	南微医学	125.3	4.9	5.5	7.1	8.7	26	23	18	14
平均值							25	21	17	14

数据来源：Wind, 西南证券整理 (考虑到大部分 A 股公司还未出 24 年报业绩，故 24 年也使用 wind 一致预测值)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	1008.61	1133.44	1271.02	1428.41	税后经营利润	437.32	449.85	535.41	616.67
销售成本	210.96	253.06	279.12	311.64	折旧与摊销	27.28	43.41	43.41	43.41
其他费用	15.15	22.67	25.42	28.57	财务费用	0.64	-1.64	-1.37	-3.03
销售费用	78.20	90.67	101.68	114.27	其他经营资金	94.86	-1237.05	-260.95	-298.53
管理费用	179.42	226.69	228.78	242.83	经营性现金净流量	560.10	-745.43	316.49	358.51
财务费用	0.64	-1.64	-1.37	-3.03	投资性现金净流量	1040.50	134.04	135.65	135.65
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金净流量	-1695.52	1.64	1.37	3.03
投资收益	-21.86	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	-94.92	-609.75	453.52	497.20
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
营业利润	502.39	541.99	637.39	734.13					
其他非经营损益	182.44	161.49	161.49	161.49					
税前利润	684.83	703.48	798.88	895.62	资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	113.56	119.59	127.82	143.30	货币资金	774.66	164.91	618.42	1115.62
税后利润	571.28	583.89	671.06	752.32	应收账款	271.95	276.66	310.25	348.66
归属于非控股股东利润	-10.16	-33.13	-38.08	-42.69	预付款项、按金及其他应收款项	100.41	57.55	64.54	72.53
归属于母公司股东利润	581.44	617.02	709.14	795.01	其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	712.75	745.24	840.91	935.99	存货	108.22	150.12	165.58	184.87
NOPLAT	389.47	448.49	534.25	614.12	其他流动资产	808.41	2044.99	2279.18	2547.08
					流动资产总计	2063.65	2694.23	3437.96	4268.76
					长期股权投资	377.80	377.80	377.80	377.80
主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E	固定资产	247.85	209.02	170.19	131.36
成长能力					在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
营收额增长率	8.92%	12.38%	12.14%	12.38%	无形资产	27.47	22.89	18.31	13.74
EBIT 增长率	15.98%	2.39%	13.63%	11.92%	长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA 增长率	14.23%	4.56%	12.84%	11.31%	其他非流动资产	201.53	201.53	201.53	201.53
税后利润增长率	26.31%	2.21%	14.93%	12.11%	非流动资产合计	854.65	811.24	767.83	724.42
盈利能力					资产总计	2918.29	3505.47	4205.79	4993.19
毛利率	79.08%	77.67%	78.04%	78.18%	应付账款	41.14	43.62	48.11	53.72
净利率	56.64%	51.51%	52.80%	52.67%	其他流动负债	219.46	220.28	245.05	274.52
ROE	22.12%	19.01%	17.93%	16.74%	流动负债合计	260.60	263.89	293.16	328.24
ROA	19.92%	17.60%	16.86%	15.92%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
ROIC	13.74%	24.38%	17.54%	18.74%	其他非流动负债	28.79	28.79	28.79	28.79
估值倍数					非流动负债合计	28.79	28.79	28.79	28.79
P/E	15.57	14.67	12.77	11.39	负债合计	289.40	292.68	321.95	357.03
P/S	8.98	7.99	7.12	6.34	股本	0.09	0.09	0.09	0.09
P/B	3.44	2.79	2.29	1.91	归属于母公司股东权益	2628.90	3245.91	3955.05	4750.06
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于非控股股东权益	0.00	-33.13	-71.21	-113.90
EV/EBIT	-1.15	-0.28	-0.85	-1.35	权益合计	2628.90	3212.78	3883.84	4636.16
EV/EBITDA	-1.11	-0.27	-0.81	-1.28	负债和权益合计	2918.29	3505.47	4205.79	4993.19
EV/NOPLAT	-2.03	-0.45	-1.27	-1.96					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	lijlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
北京	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
