



2026年01月18日

公司深度研究

买入/首次

东星医疗(301290)

昨收盘: 28.15

东星医疗：微创外科平台型小巨人，多元布局促发展

■ 走势比较



报告摘要

微创外科平台型小巨人，业绩有望扬帆起航。公司主业聚焦吻合器产业链，并逐步拓展其他微创外科产品，打造微创外科手术医疗器械平台型企业。此外，公司拟以支付现金方式购买武汉医佳宝生物材料有限公司（已取得二类、三类医疗器械注册证 58 个，覆盖骨科植入、外科创护等）90%的股权，助力公司完善医疗器械平台，并有望实现协同发展。

公司股权集中、管理层专业，收入端集采影响出清，利润端减值影响消除、毛利率止跌维稳，未来业绩有望进入上升通道。此外，公司持续进行股东回报、股利支付率维持较高水平；在手类现金资产丰厚，为后续并购提供支持。

吻合器行业稳步增长，产业链整合叠加产品升级促成长。吻合器广泛应用于胸外科、胃肠外科、肝胆胰脾外科、泌尿外科等手术。2024 年，国内吻合器市场规模达到 98.2 亿元，其中电动腔镜吻合器市场中，强生份额超一半、国产化率低。目前集采覆盖超 20 个省份，我们认为集采引发价格调整已经触底，随着吻合器渗透率的提升以及腔镜吻合器使用占比的提高，行业将进入稳步增长阶段。

公司立足终端制造、拓展上游，集吻合器产业链一体化；同时，公司的电动腔镜吻合器快速放量，成为板块重要增长点；并重视海外拓展，海外规模前景广阔。

渠道协同助放量，外科新品拓展稳步推进。（1）公司拓展超声刀新品，超声刀集采节奏与吻合器类似，覆盖 20 余个省份，我们认为目前集采对报表端的影响出清，行业将随渗透率的提升以及产品升级而逐步进入稳健增长阶段。中国超声刀市场规模数十亿，集采下国产化率快速提升，为公司切入市场带来机会。（2）公司未来将围绕微创外科手术领域布局止血夹、手术缝线等产品，依托原有外科医生客户及品牌认可度进行拓展。此外，公司与上海交通大学校企联合进行重组胶原蛋白的研发，拟拓展合成生物业务，预计应用于严肃医疗领域（止血、疤痕修复），再添一增长点。

盈利预测：不考虑拟收购项目的影响，我们预计公司 2025-2027 年，营业收入分别为 3.79/4.45/5.12 亿元；归母净利润分别为 -0.37/0.94/1.21 亿元；EPS 分别为 -0.37/0.94/1.21 元；按照 2026 年 1 月 16 日收盘价，2026 年 PE 为 29x。首次覆盖，给予“买入”评级。

相关研究报告

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

研究助理：李啸岩

电话：0755-83688835

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

风险提示：产品拓展不及预期的风险；自研耗材放量不及预期的风险；外贸管制的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	435	379	445	512
营业收入增长率(%)	0.40%	-12.97%	17.41%	15.06%
归母净利 (百万元)	97	-37	94	121
净利润增长率(%)	0.21%	-138.41%	352.08%	28.74%
摊薄每股收益 (元)	0.97	-0.37	0.94	1.21
市盈率 (PE)	27.60	—	28.50	22.14

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 微创外科平台型小巨人，业绩有望扬帆起航.....	5
(一) 公司简介：多元赛道布局推动平台化，股权集中、管理层专业	5
(二) 财务情况：收入、利润有望快增长，类现金资产丰厚.....	7
二、 吻合器：行业稳步增长，产业链整合叠加产品升级促增长	11
(一) 集采影响出清，行业稳步增长.....	11
(二) 产业链整合一体化，公司产品升级带动业绩增长.....	16
三、 外科新品：渠道协同助放量，新品拓展稳步推进	18
(一) 超声刀：数十亿级市场，国产替代进行时.....	18
(二) 渠道协同助超声刀快速放量，其他外科新品储备充足.....	22
四、 盈利预测及估值	23
五、 风险提示	23

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司业务布局	6
图表 3: 公司股权穿透图与高管背景	7
图表 4: 2020-2025Q3 营业收入、归母净利润与同比增速	7
图表 5: 2020-2025H1 收入拆分, 按业务	8
图表 6: 2020-2025H1 收入拆分, 按地区	8
图表 7: 2020-3Q2025 毛利率、归母净利率	9
图表 8: 2020-3Q2025 四费率	9
图表 9: 2020-3Q2025 经营现金流净额/营业利润	9
图表 10: 2020-2025Q3 类现金情况	9
图表 11: 公司分红情况	10
图表 12: 公司回购情况	10
图表 13: 吻合器示意图	11
图表 14: 吻合器的分类	12
图表 15: 开放吻合器和腔镜吻合器的对比	13
图表 16: 手动腔镜吻合器和电动腔镜吻合器的对比	13
图表 17: 吻合器临床应用场景	13
图表 18: 全球吻合器市场规模, 按产品类型拆分	14
图表 19: 中国吻合器市场规模, 按产品类型拆分	14
图表 20: 中国电动腔镜吻合器市场份额拆分, 2024	15
图表 21: 中国手动腔镜吻合器市场份额拆分, 2024	15
图表 22: 公司电动腔镜吻合器产品	16
图表 23: 公司电动腔镜吻合器的收入情况	16
图表 24: 2024 年中国电动腔镜吻合器出口规模 (亿元)	17
图表 25: 超声刀结构示意图	18
图表 26: 超声刀临床应用场景	19
图表 27: 超声刀各组别市场份额	19
图表 28: 一次性超声刀市场规模 (按销量计)	20
图表 29: 国内超声刀头市场竞争格局变化	21
图表 30: 深圳集采国产产品中标占比情况	21

一、微创外科平台型小巨人，业绩有望扬帆起航

(一)公司简介：多元赛道布局推动平台化，股权集中、管理层专业

微创外科小巨人多元赛道布局，以平台型发展为核心。公司成立于 2001 年，以代理业务起家，代理医疗设备和耗材。2014 年后，公司逐步转型为医疗器械制造商。2015-2016 年，公司合资设立三丰东星（手术相关），涉足医疗设备制造，并收购三丰原创，完成医疗设备子公司布局。2017-2019 年，公司收购吻合器业务威克医疗及上游零部件厂商孜航精密，完成吻合器产业链闭环。2020 年，公司启动创业板申报工作。2023 年，公司上市后并购模具公司昶恒精密，整合产业链，并全资控股三丰东星，实现医疗设备的自主研发。2025 年，公司与上海交大合作布局合成生物领域；此外，公司拟以支付现金方式购买武汉医佳宝生物材料有限公司（已取得二类、三类医疗器械注册证 58 个，覆盖骨科植入、外科创护等）90%的股权，助力公司完善医疗器械平台，并有望实现协同发展，项目正在推进中。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，太平洋证券

外科器械研发生产（威克医疗）：威克医疗是一家集吻合器与微创外科产品的研发、生产、销售为一体的企业，产品远销 30 多个国家和地区。威克医疗作为吻合器行业领先品牌，在 2019 年以生产企业第一起草单位的身份参与并起草了《内窥镜手术器械腔镜切割吻合器及组件》国家行业标准，并于 2021 年作为第一起草单位起草了《一次性使用无菌肛肠套扎器》的国家行业标准。

外科器械零部件研发生产（孜航精密）：孜航精密主要从事外科手术吻合器零部件和组件的

研发设计、模具开发、生产、销售，系集团吻合器产业链上游制造企业。公司拥有 CNC 加工中心、纵切机床、车削中心、数控车床、全电动注塑机、高精密冲床、液压机、自动制钉机、自动激光焊接机、超声波焊接机、电脉冲等各类自动化生产设备 300 余台套，能够一站式完成医用吻合器零部件的机加、冲压、注塑、激光焊接、制钉及部件装配的生产，为吻合器医疗器械厂商提供零部件加工及技术支持服务。

外科设备研发生产（三丰东星、三丰原创）：三丰东星产品于 2018 年正式投入市场销售，截至目前，已获得电动液压手术台、手术无影灯、电动产床等多张医疗器械注册证。三丰原创是从事手术室、ICU 产品的专业制造商，是中国具有规模的手术室悬臂、ICU 吊桥医用气体终端等医疗设备的生产制造企业之一。

图表2：公司业务布局

资料来源：公司官网，太平洋证券

股权集中、管理层专业。截至 2025 上半年末，实控人万世平及其一致行动人合计持有 3,120 万股，持股比例 31.15%；第二大股东江世华先生持股比例 5.06%；前十大股东合计持股占比 50.58%。实控人及其一致行动人持股集中，话语权强。高管均深耕公司多年，熟知公司发展脉络且拥有丰

富的管理运营经验。

图表3：公司股权穿透图与高管背景

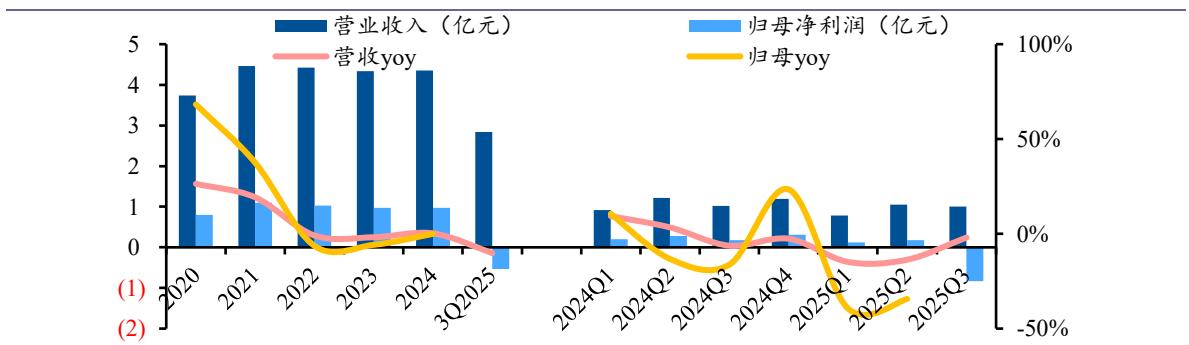


资料来源：Wind, 太平洋证券

(二)财务情况：收入、利润有望快增长，类现金资产丰厚

从营业收入来看，2020年以前，公司完成了对吻合器业务及上游厂商孜航精密的收购与整合，实现吻合器产业链闭环，收入规模整体再上一台阶。2021年以后，吻合器集采推进，大规模集采陆续开始，公司借此实现吻合器的以价换量，收入维稳。2026年，在产品升级（电动/半电动吻合器、超声刀等）、成本控制、孜航精密拓展新客户的助力下，公司有望实现快速增长。利润端，2025年第三季度利润下降系计提商誉减值影响，后续有望随着收入增长而实现快速增长。

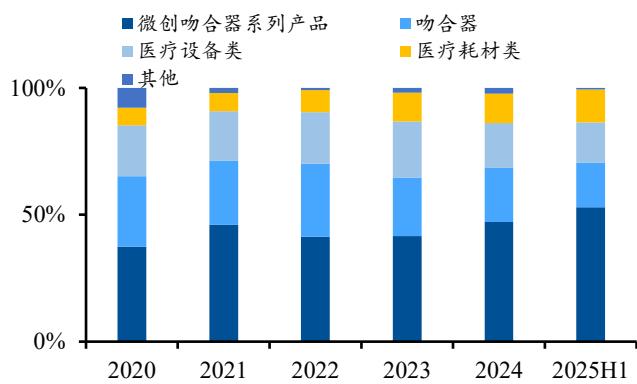
图表4：2020-2025Q3 营业收入、归母净利润与同比增速



资料来源：Wind, 太平洋证券整理

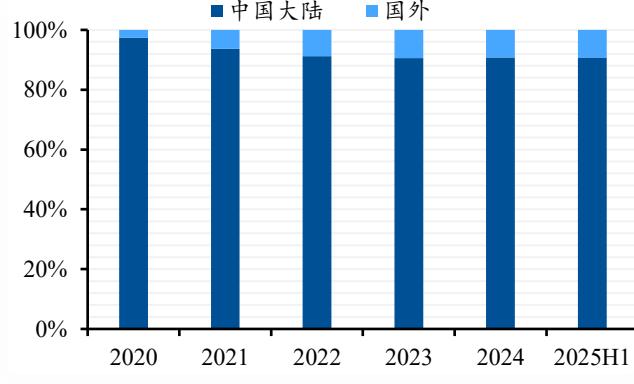
从营收结构来看，业务上，公司主营业务包括吻合器、吻合器零部件、医疗设备、其他医疗耗材等，其中吻合器及零部件贡献主要收入。地区上，公司主要收入来源于国内市场，国内收入占比达90%；外销占比逐步提升，占比接近10%，主要销往欧洲、南美洲、中东地区、非洲等国际市场。

图表5：2020-2025H1 收入拆分，按业务



资料来源：Wind，太平洋证券（注：“吻合器”对应吻合器零部件业务）

图表6：2020-2025H1 收入拆分，按地区

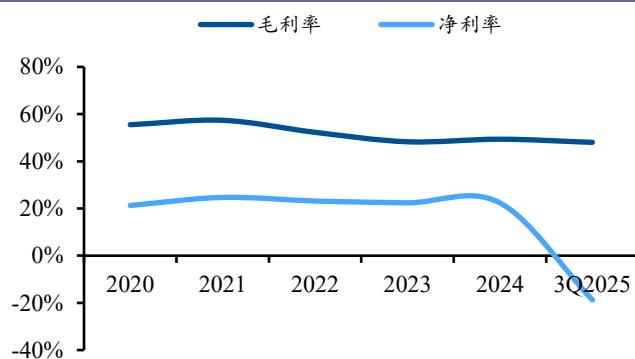


资料来源：Wind，太平洋证券

从盈利能力来看，毛利方面，受集采的影响，公司毛利率自2021年起呈下降趋势，近两年随着吻合器集采范围的扩大，叠加公司自动化生产等降本增效措施的加持下，公司毛利率止跌维稳。综合2025年前三季度来看，公司毛利率虽略有下降，但公司单季度毛利率环比改善、主要受产品销售结构变化影响。

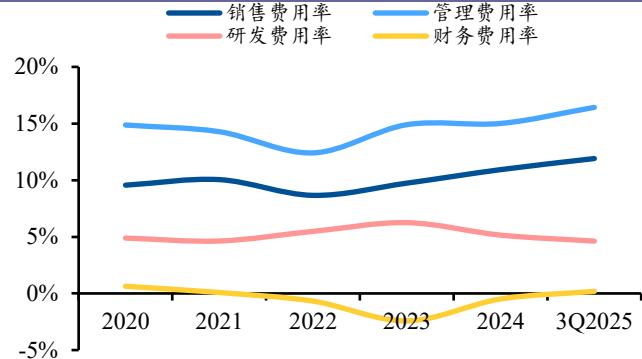
费用方面，随着公司国内外推广力度加大，公司销售、管理费用率呈上升趋势。财务费用率的波动主要系存款利息的波动的影响。

图表7：2020-3Q2025 毛利率、归母净利率



资料来源：Wind, 太平洋证券

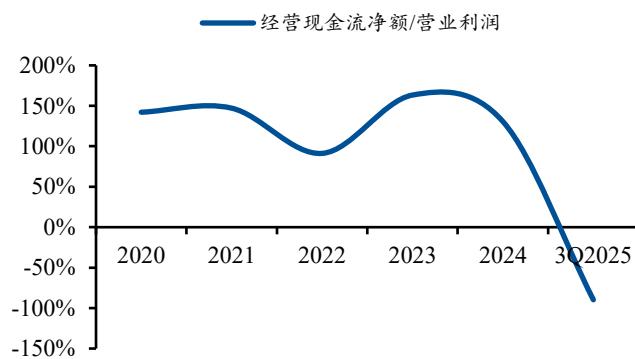
图表8：2020-3Q2025 四费率



资料来源：Wind, 太平洋证券

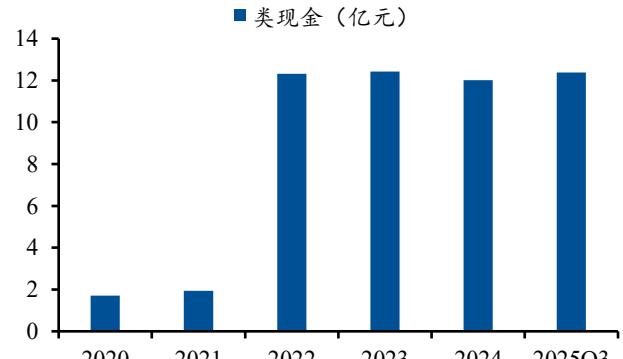
运营质量高，类现金资产丰厚。公司运营质量较高，经营性现金流净额/营业利润常年保持在较高比例，2025年主要受到商誉计提减值的影响。从在手类现金（现金及交易性金融资产）来看，公司上市后类现金规模达12亿元，并维持在这一水平。

图表9：2020-3Q2025 经营现金流净额/营业利润



资料来源：Wind, 太平洋证券

图表10：2020-2025Q3 类现金情况



资料来源：Wind, 太平洋证券

股利支付率维持较高水平。公司上市后，保持每年的分红节奏，股利支付率约50-60%，上市后累计现金分红总额达到1.68亿元，派息融资比为15.27%。此外，2024年公司通过集合竞价的方式回购了股份149万股，占总股本1.49%；回购金额达2,998万元，用于实施股权激励或者员工持股计划。

图表11：公司分红情况

	现金分红总额 (亿元)	股利支付率
2022	0.50	49%
2023	0.59	61%
2024	0.59	61%
累计分红	1.68	
派息融资比	15.27%	

资料来源：Wind，太平洋证券

图表12：公司回购情况

最新回购日	2024/6/24
回购方式	集合竞价交易
回购目的	股权激励或员工持股计划
回购实施	
已回购数量(股)	1,492,651
占总股本比例(%)	1.49%
已回购金额(元)	29,982,395
回购均价(元/股)	20.09

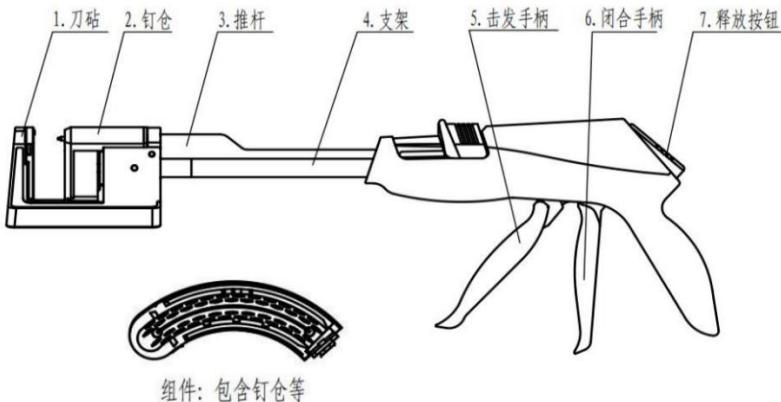
资料来源：Wind，太平洋证券

二、吻合器：行业稳步增长，产业链整合叠加产品升级促增长

(一) 集采影响出清，行业稳步增长

医用吻合器是一种基于机械传动原理的外科手术器械，主要用于组织的快速闭合与切割，类似于订书机的原理。其核心组件包括钉仓、钉砧和切割刀片，通过手柄触发，将钛钉挤压成“B”形，实现组织的无张力吻合，同时刀片同步切除多余组织。现代吻合器采用高精度传感器，实时监测组织压缩度，确保钉合强度与安全性，尤其适用于腔镜等微创手术，显著提升手术效率并降低术后并发症风险。

图表13：吻合器示意图



资料来源：中国医疗器械行业协会，太平洋证券整理（以弧线型切割吻合器为例）

吻合器可分为开放吻合器和腔镜吻合器两大类，广泛应用于各个科室中。传统的开放手术具有手术创伤大、出血量大、患者恢复缓慢等特点，而微创外科手术通过腔镜吻合器、内窥镜等手术器械的辅助，可在最大化减轻患者损伤的情况下实现疾病的治疗，提高手术安全性与效率。随着微创外科手术的发展，腔镜吻合器有望逐步替代开放吻合器。

图表14：吻合器的分类

大类	细分类别	适用范围
开放吻合器	直线型吻合器	可对组织进行线性缝合，主要应用于腹部外科、胸外科和儿科手术
	管型消化道吻合器	主要应用于食管、胃肠道消化道末端吻合、肛肠痔切除术等食道和胃肠外科手术
	直线型切割吻合器	可进行组织器官的切除与吻合，主要应用于胃肠外科、妇科、胸外科和儿科手术
	肛肠吻合器	主要用于黏膜及黏膜下层组织的吻合和直肠全层的吻合
	荷包钳吻合器	拥有荷包缝合线，通常与管型消化道吻合器配合使用，应用于食道和胃肠外科手术
	弧形切割吻合器	主要用于术野显露困难的消化道重建及脏器切除手术中吻合口创建及残端或切口的闭合
	皮肤吻合器	用于缝合较长的皮肤切口，可用于普通外科、骨科、妇产科、烧伤、急诊、胸外科、神经外科等多类手术
腔镜吻合器	手动腔镜吻合器	可对组织进行切除及缝合，广泛应用于肿瘤外科、胸外科、胃肠外科、肝胆脾胰外科、普通外科、妇科等多个科室的手术中
	电动腔镜吻合器	

资料来源：风和医疗招股书，太平洋证券整理

电动腔镜吻合器是未来吻合器发展的重要方向。近年来，中国微创外科手术数量逐步增加，医生对吻合操作的稳定性、便捷性、临床预后等需求逐步提高，电动腔镜吻合器应运而生。在手动腔镜吻合器机械结构的基础上，电动腔镜吻合器增加电机与相关电控装置以实现更多先进功能，如电动击发、智能压榨、智能提示等，同时实现了操作的自动化、标准化，降低了人为操作的差异和经验影响，使手术更加安全高效。因此，电动腔镜吻合器是目前吻合器产品中技术水平最高的细分品类及未来吻合器发展的重要方向。

图表15：开放吻合器和腔镜吻合器的对比

开放吻合器		腔镜吻合器
手术类型	开放手术	开放手术 腔镜手术
特点对比	手术创伤大 出血量大 患者恢复缓慢	手术创伤较小 出血量小且全身应 激反应轻，对免疫系 统影响较小 患者恢复快
优势分析	操作简单	切割吻合质量高

资料来源：风和医疗招股书，太平洋证券

图表16：手动腔镜吻合器和电动腔镜吻合器的对比

手动腔镜吻合器		电动腔镜吻合器
操作难度	手动操作，学习成本高	操作简单快速，学习成本低
组织缝合情况	手动操作的不一致性导致缝合过 程不能做到连续平 稳易造成缝合处拉伸或裂开	切割缝合组织过程连续稳 定，动力均匀平稳 组织的缝合边缘连续、光 滑速度更快，副作用更少
预后	伤口恢复缓慢	减少出血、感染等术后并 发症的发生率降低医疗事 故风险
技术壁垒	低于电动腔镜吻 合器	高

资料来源：风和医疗招股书，太平洋证券

吻合器广泛应用于各大外科手术场景。吻合器经过了几代的经验积累和发展，在外科手术的使用越来越普遍，越来越多的开放手术已被微创手术取而代之，目前被广泛应用于胸外科、胃肠外科、肝胆胰脾外科、泌尿外科等手术中，涉及场景丰富。

图表17：吻合器临床应用场景

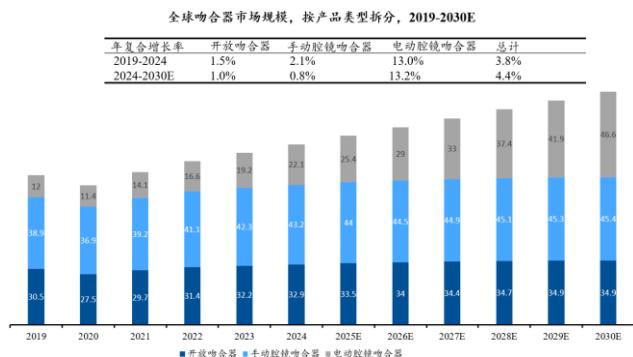
手术领域	亚专科	手术部位	常见对应术式	手术类型	可使用的吻合器类型		
					开放吻合器	手动腔镜吻合器	电动腔镜吻合器
普通外科	胃肠外科	胃	近端胃切除及食管胃吻合术、胃大部切除及胃十二指肠吻合术、胃大部切除及胃空肠吻合术等	开放手术	√	√	√
			全胃切除及食管空肠吻合术、幽门成形术、胃肠转位术等	开放手术	√	√	√
		小肠	小肠部分切除及小肠侧侧吻合术等	开放手术	√	√	√
			小肠连口还纳术等	微创手术	×	√	√
	减重及代谢外科	胃	袖状胃切除术、胃旁路手术等	开放手术	√	√	√
			右半结肠切除及回结肠侧侧吻合术、横结肠切除及结肠侧侧吻合术等	微创手术	×	√	√
		结肠	右半结肠切除及回结肠侧侧吻合术、乙状结肠切除及结肠直肠端端吻合术等	开放手术	√	√	√
胸外科	结直肠外科	直肠	直肠癌根治术等	微创手术	√	√	√
			直肠癌根治术等	开放手术	√	√	√
		结肠	右半结肠切除及回结肠侧侧吻合术、乙状结肠切除及结肠直肠端端吻合术等	开放手术	√	√	√
	肝胆胰外科	肝胆	胆囊癌根治术、肝部分切除术、肝叶切除术、肝段切除术、半肝切除术等	开放手术	√	√	√
			肝十二指肠切除术、胰体尾切除术等	微创手术	×	√	√
		胰腺	胰十二指肠切除术、胰体尾切除术等	开放手术	√	√	√
	肿瘤外科	脾脏	脾切除术等	开放手术	√	√	√
			脾切除术等	微创手术	×	√	√
		肝脏	肝上袖状环形切除术等	开放手术	√	×	×
泌尿外科	食管外科	食管	食管癌根治术等	开放手术	√	√	√
			食管癌根治术等	微创手术	×	√	√
	肺外科	肺	肺楔形切、肺叶切、肺段切等	开放手术	√	√	√
			全肺切等	微创手术	×	√	√
		肾脏	肾切除术等	开放手术	√	√	√
	泌尿微创外科	肾脏	肾切除术等	微创手术	×	√	√

资料来源：风和医疗招股书，太平洋证券整理

全球 2024 年吻合器市场规模达到 98.2 亿美元，2019 年至 2024 年复合增长率为 3.8%，其中电动腔镜吻合器市场规模达到 22.1 亿美元，占总体的 22.5%，电动腔镜吻合器市场 2019 年至 2024 年复合增长率为 13.0%；预计到 2030 年，全球吻合器市场规模增长至 126.9 亿美元，2024 年至 2030 年复合增长率为 4.4%，其中电动腔镜吻合器的市场规模预计增长至 46.6 亿美元，占总体的 36.7%，电动腔镜吻合器市场 2024 年至 2030 年复合增长率为 13.2%。

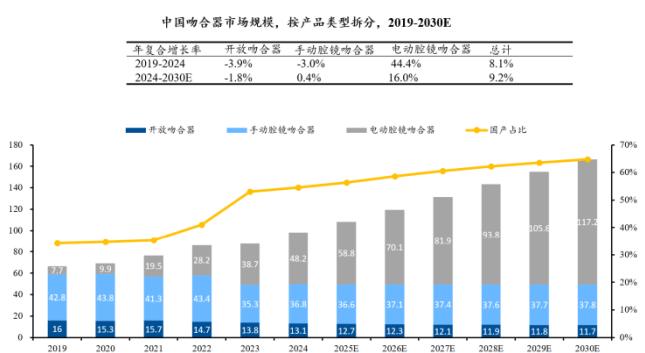
国内 2024 年吻合器市场规模达到 98.2 亿元，2019 年至 2024 年复合增长率为 8.1%，其中电动腔镜吻合器市场规模达到 48.2 亿元，占总体的 49.1%，电动腔镜吻合器市场 2019 年至 2024 年复合增长率为 44.4%；预计到 2030 年，中国吻合器市场规模进一步增长至 166.7 亿元，2024 年至 2030 年复合增长率为 9.2%，其中电动腔镜吻合器市场规模预计进一步增长至 117.2 亿元，占总体的 70.3%，电动腔镜吻合器市场 2024 年至 2030 年复合增长率为 16.0%。

图表18：全球吻合器市场规模，按产品类型拆分



资料来源：风和医疗招股书，太平洋证券

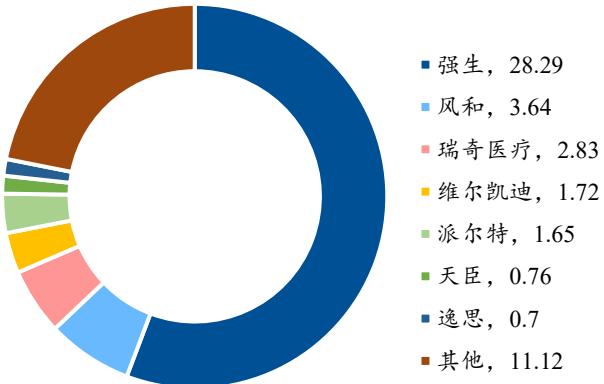
图表19：中国吻合器市场规模，按产品类型拆分



资料来源：风和医疗招股书，太平洋证券

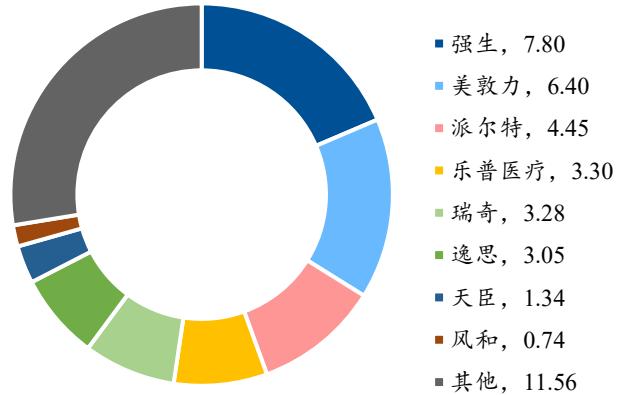
根据弗若斯特沙利文出具的《微创外科手术器械市场研究报告》，2024 年度，在中国电动腔镜吻合器市场中，强生的市场份额超一半，国产化率较低；在手动腔镜吻合器市场中，强生及美敦力的市场份额共计 34%，国产化率相较电动吻合器高。公司 2024 年吻合器收入 2.05 亿元，其中，电动腔镜吻合器产品实现销售额 0.53 亿元，同比增长 131.92%。我们预计公司占国内电动腔镜吻合器市场的 1.10%，市场份额有望快速提升。

图表20：中国电动腔镜吻合器市场份额拆分，2024



资料来源：风和医疗招股书，太平洋证券（注：单位、亿元；公司未披露吻合器业务拆分，因此第三方份额拆分图未含东星医疗）

图表21：中国手动腔镜吻合器市场份额拆分，2024



资料来源：风和医疗招股书，太平洋证券（注：单位、亿元；公司未披露吻合器业务拆分，因此第三方份额拆分图未含东星医疗）

集采覆盖超过 20 个省份，价格调整进入尾声：

2021 年重庆等 8 省联盟开展腔镜吻合器及组件集采：最终平均降幅 79.2%，最高降幅达 97.9%。

2021 年京津冀“3+N”联盟集采：由河北省医保局牵头，覆盖 18 个省（京、津、冀、黑、吉、辽、赣、鄂、桂、鲁、陕、渝、内蒙古、甘、宁、青、藏、贵），与联盟地区的历史采购价相比，管型/端端吻合器平均价格从 2530 元/个降至 320.72 元/个，平均降幅 86.89%，最高降幅 94.41%；痔吻合器平均价格从 2333.98 元/个降至 267.26 元/个，平均降幅 88.09%，最高降幅 94.88%。

2022 年江苏省医保局开展第七轮耗材带量采购：腔镜吻合器平均降幅 79%，最高降幅 91%，仍按一次手术“1 枪 5 钉”测算，吻合器费用将降至 3500 元左右。

2022 年福建省牵头 15 省联盟集采：覆盖福建、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、浙江、湖北、广东、贵州、西藏、陕西、甘肃、宁夏，涵盖手动和电动腔镜吻合器，首次将电生理器械纳入集采类。中选产品平均降幅 55.52%，降幅温和。

2023 年京津冀“3+n”联盟接续采购：降幅维持，管型吻合器平均降幅 86.89%，痔吻合器平均降幅 88.09%。

我们认为目前集采引发价格调整已经触底，风险出清，随着吻合器使用渗透率的提升以及腔镜吻合器使用占比的提高，行业将进入稳步增长阶段。

(二) 产业链整合一体化，公司产品升级带动业绩增长

立足终端制造、拓展上游，集吻合器产业链一体化。公司拓展吻合器业务后，接续并入上游零部件厂商孜航精密实现产业链一体化，其作为国内规模较大的吻合器零件和组件供应商，具备行业领先的工业设计、精密加工和现代化检测手段，拥有全系列吻合器产品零配件研发和制造能力，累计服务客户覆盖国内百余家吻合器厂商，为吻合器厂商提供产品设计、模具加工、零配件生产等综合服务，在集采的背景下，持续降本增效。

电动腔镜吻合器快速增长，成为板块重要增长点。近年来，公司重点聚焦腔镜吻合器产品的智能化与电动化，自主研发生产了一次性腔镜用直线型电动切割吻合器、一次性全电动腔镜切割吻合器等电动吻合器产品，并在2024年获得了电动腔镜吻合器的III类医疗器械注册证。与传统的手动腔镜吻合器相比，电动腔镜吻合器操作简单，击发省力省时，止血效果好，事故发生率低，切割缝合连续平稳。

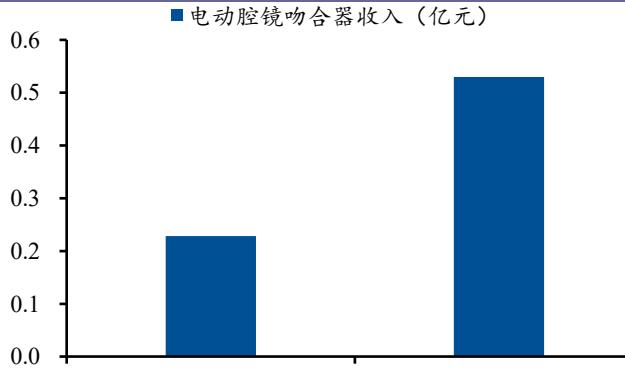
公司积极应对带量采购政策大范围执行后的市场变化，优化产品结构。2024年内，公司电动腔镜吻合器产品销售收入同比增长131.92%，占吻合器产品营业收入的25.79%，成为吻合器业务板块新的重要业绩增长点。

图表22：公司电动腔镜吻合器产品



资料来源：公司官网，太平洋证券

图表23：公司电动腔镜吻合器的收入情况



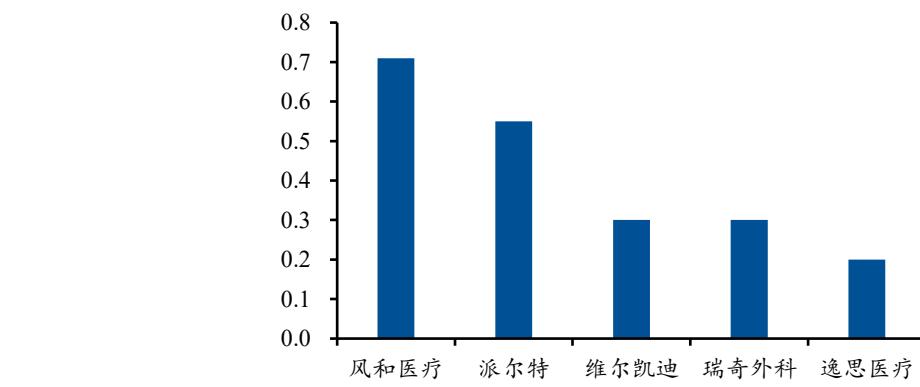
资料来源：公司公告，太平洋证券

公司正加大海外产品注册、推广进度，业绩有望逐步释放。公司重视海外拓展、加强海外宣传，先后派团参加“第49届阿拉伯国际医疗器械展”、“一带一路胸外科高峰论坛”、“澳洲 IFSO 国际大会”等国际活动，并在巴西和长沙举办了两场中巴合作交流外科论坛，将最新的新质医疗

产品带给世界人民；同时积极远赴全球各地考察海外市场，协同湘雅医院赴巴西考察，对接当地知名医院及经销商。

公司正加大电动吻合器等新产品的海外注册与推广投入，推动产品协同出海，加速释放订单，海外业绩有望快速增长。

图表24：2024年中国电动腔镜吻合器出口规模（亿元）



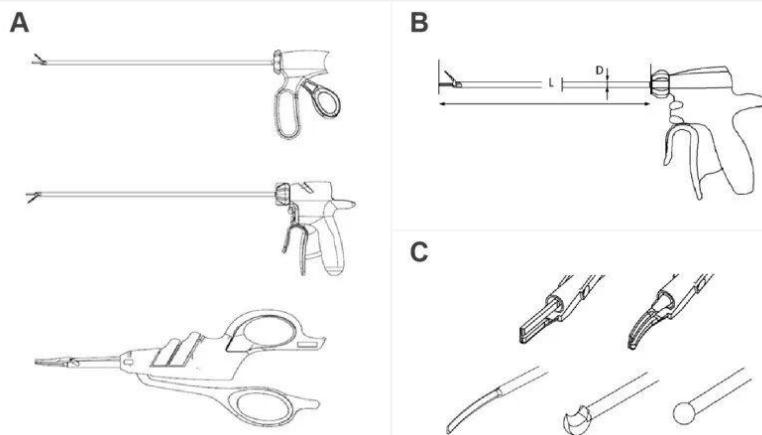
资料来源：风和医疗招股书，太平洋证券整理

三、外科新品：渠道协同助放量，新品拓展稳步推进

(一)超声刀：数十亿级市场，国产替代正在进行时

超声电源将交流电信号转化为超声频电信号作为能量输出，超声振动单元内的超声换能器将超声频电信号转化为超声频机械振动，再通过超声变幅杆进行放大，从而在刀头输出具有一定振幅的超声频机械振动。超声刀头末端以一定频率振动，与超声刀头接触的组织细胞内液体汽化，使得蛋白质氢键断裂，细胞崩解重新融合，组织凝固后被切开；在切割血管时，超声刀头与组织蛋白接触，通过机械振动产生热量，导致组织内胶原蛋白结构被破坏，造成蛋白凝固，进而封闭血管，达到止血目的。

图表25：超声刀结构示意图

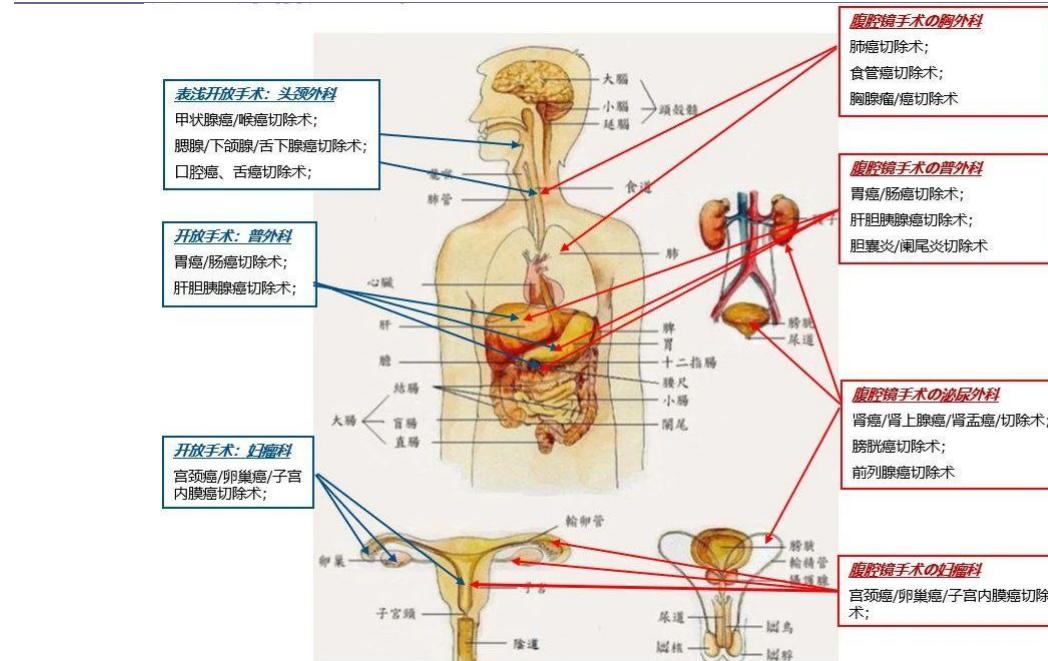


资料来源：中国医疗器械行业协会，太平洋证券整理

从临床使用角度，超声刀用于需要控制出血及期望热损伤最小时的软组织切割，多用于闭合血管直径为3mm及以下血管，也有用于闭合直径为5mm及以下血管的。对于闭合直径5mm及以上血管，通常会选择高性能超声刀、大血管闭合器、结扎夹或结扎缝合的方法进行。

超声刀应用范围很广，开放手术、腔镜手术均可使用；在科室方面，适用于普外科、妇科、泌尿外科、胸外科、头颈外科等科室的多种术式。

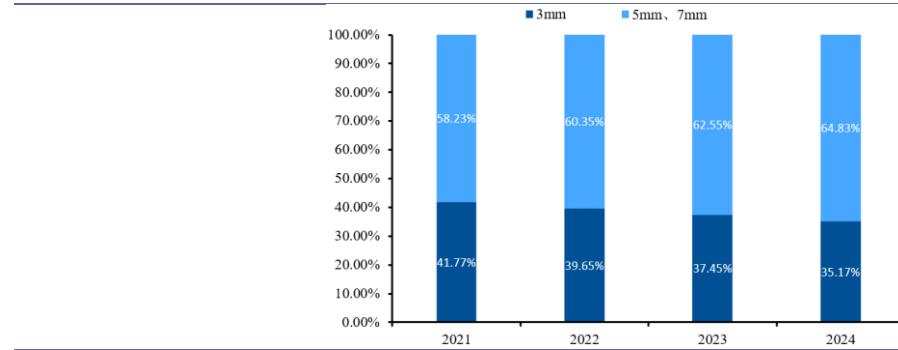
图表26：超声刀临床应用场景



资料来源：《超声手术刀的研制现状与应用》，太平洋证券整理

我国 3mm 小口径血管封闭的超声刀头份额逐年下降，5mm 以上的份额增长迅速。超声刀头按照可封闭血管直径大小可分为不同的组别，分别为 3mm、5mm 和 7mm。目前大多数国产品牌已覆盖 3mm、5mm 封闭能力的标准型刀头，具备集采入围的资质，然而市场上能够满足“大血管”（≤7mm）的封闭刀头的企业较少，技术迭代速度相对缓慢。从整体趋势来看，我国 3mm 小口径血管封闭的超声刀头市场份额逐年下降，5mm 以上的市场份额增长迅速，随着临床对产品适用范围的要求不断提高，7mm 血管封闭的超声刀市场有望迅速提升。

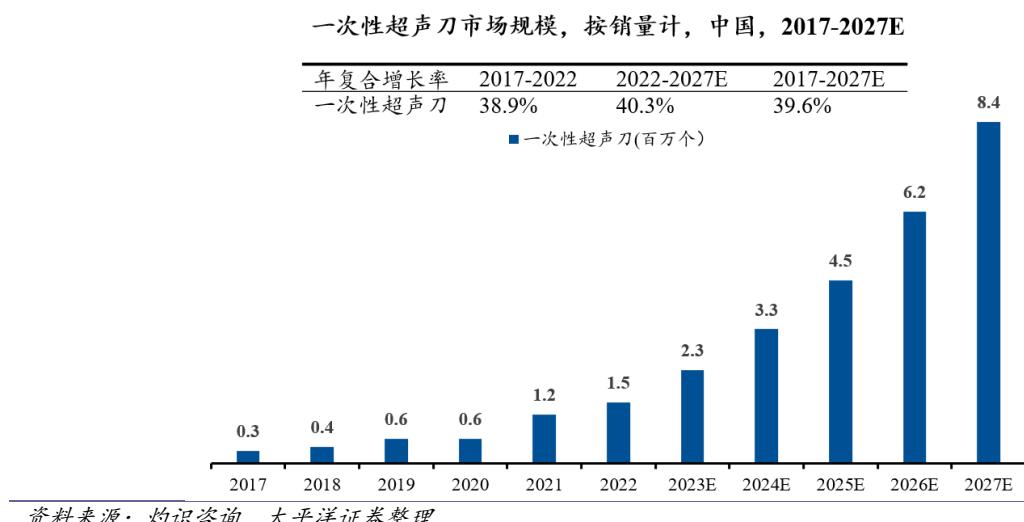
图表27：超声刀各组别市场份额



资料来源：《超声刀白皮书》，太平洋证券整理

中国超声刀市场的销售额和销量增长迅速。根据灼识咨询测算，2022年全国一次性超声刀使用量为150万把，预计到2027年达到840万把。假设集采后每把超声刀平均出厂价1000元，2022年市场规模约15亿（按出厂价）。由于超声刀过往存在使用不规范，存在重复使用的情况，导致销售量比真实需求偏低。随着全面集采带量，超声刀价格大幅降低，超声刀在三甲和其他医院的渗透率有望被推动提升。

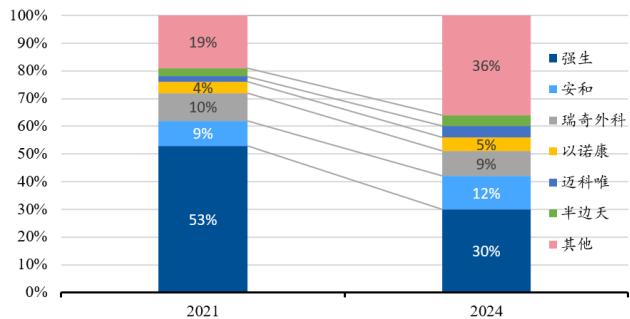
图表28：一次性超声刀市场规模（按销量计）



资料来源：灼识咨询，太平洋证券整理

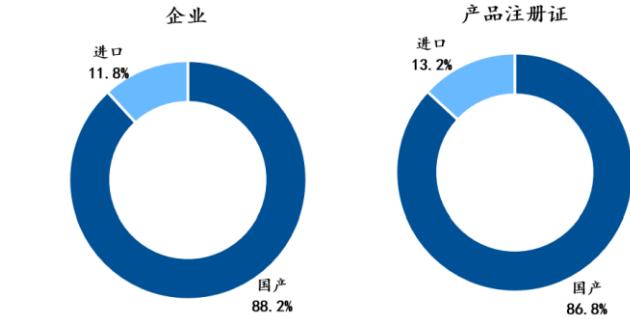
外资份额下降，国产迎来机会。2020年之前，强生、美敦力、奥林巴斯三家企业在中国超声软组织刀市场的占有率接近90%，此后国产品牌快速追赶。据医装数胜统计，我国超声刀头的市场份额CR4由2021年74.8%下降至2024年57.2%，2024年我国超声刀头市场份额前六的品牌分别是强生、安和、瑞奇外科、以诺康、迈柯唯和半边天。

图表29：国内超声刀头市场竞争格局变化



资料来源：医械数胜，太平洋证券

图表30：深圳集采国产产品中标占比情况



资料来源：医械数胜，太平洋证券

超声刀集采节奏与吻合器类似，覆盖 20 余个省份：

2020 年 7 月，福建对超声刀进行带量采购，平均降幅为 40.77%，拟中选企业包括强生、奥林巴斯、天津瑞奇、北京速迈以及武汉半边天等企业。

2021 年 11 月，广东省牵头 16 省超声刀头带量采购联盟，由深圳公共资源交易中心首次操作实施。3mm 的超声刀从 7730 元降到 545 元，降幅达 93%；7mm、5mm 的超声刀均价从 5734 降到 1800 元，降幅达 68.6%，产品中选率高达 77.14%，覆盖全部市场主流产品，极大提高超声刀产品的普及性和占有率。从超声刀协议采购量看，国产超声刀头采购量已占总采购量 62%，中低端超声刀头基本实现国产替代。

2022 年，河北、安徽、江苏等多地开展了超声刀头集采。其中，根据安徽医保局公告，3mm 超声刀为 450 元，高端 7mm、5mm 超声刀限价分别降到 2350 元和 1360 元；江苏平均降幅 49%；根据河北医保局公告，3mm 超声刀最高从 7730 元降到 545 元，7mm、5mm 超声刀均价从 5734 降到 1800 元。

2023 年京津冀“3+N”联盟开展了超声刀头类医用耗材带量联动采购有关工作，北京、天津、辽宁、吉林、黑龙江、河南、湖南、海南、西藏、陕西、甘肃等超 10 个省份地区参与。续采工作于 2025 年展开。

2024 年，川渝超声刀头耗材带量联动采购也开始启动，中选产品均价 1232 元，平均降幅 74%。

我们认为目前集采对报表端的影响出清，行业将随渗透率的提升以及产品升级而逐步进入稳健增长阶段。

(二) 渠道协同助超声刀快速放量，其他外科新品储备充足

超声刀新品上市，与吻合器渠道协同助快速放量。2025年11月4日，公司超声软组织手术设备获得NMPA批准上市，在手术中用于软组织的切割止血，可闭合直径不超过5mm的血管，采用实时压力反馈技术，在血管闭合精度与热损伤控制实现突破。该产品与吻合器应用科室存在重叠，销售渠道有所协同，期待推广后可快速放量。

外科新品储备充足，品类拓展稳步推进。(1)公司未来新品将围绕微创外科手术领域布局止血夹、手术缝线等产品。其中，止血领域：拓展超声刀、止血夹等产品，依托原有外科医生客户及品牌认可度，利用每年数十亿规模的超声刀、止血夹市场实现增长；缝合场景：布局可吸收、非可吸收及倒刺性缝线，依托现有外科医生客户群体拓展，缝线市场规模与吻合器、超声刀相当。

(2)此外，2025年6月，东星医疗控股子公司东星生物与上海交通大学达成委托协议，总金额600万，校企联合进行重组胶原蛋白的研发，拟拓展合成生物业务板块，预计应用于严肃医疗领域（止血、疤痕修复），我们预计2026年下半年量产原料，再添一增长点。

四、盈利预测及估值

不考虑拟收购项目的影响，我们预计公司 2025-2027 年，营业收入分别为 3.79/4.45/5.12 亿元；归母净利润分别为 -0.37/0.94/1.21 亿元；EPS 分别为 -0.37/0.94/1.21 元；按照 2026 年 1 月 16 日收盘价，2026 年 PE 为 29x。首次覆盖，给予“买入”评级。

五、风险提示

- (1) **产品拓展不及预期的风险：**公司处于产品拓展阶段，存在产品研发进度不及预期的风险，且如通过并购方式拓展新品，存在并购落地进度不及预期的风险。
- (2) **自研耗材放量不及预期的风险：**公司自研耗材上市较晚，目前各类耗材集采已较为普遍，后续存在耗材放量不及预期的风险。
- (3) **外贸管制的风险：**近年来，公司加大出海进程，但海外贸易斗争兴起，存在外贸管制影响海外业绩的风险。

资产负债表 (百万)						利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	569	295	149	172	215	营业收入	434	435	379	445	512
应收和预付款项	105	103	90	102	112	营业成本	224	220	197	223	252
存货	103	111	83	85	85	营业税金及附加	4	5	5	5	6
其他流动资产	680	913	1,193	1,210	1,228	销售费用	42	48	45	49	56
流动资产合计	1,457	1,424	1,515	1,569	1,640	管理费用	65	65	62	61	61
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	-10	-2	-2	0	-1
投资性房地产	56	65	63	61	59	资产减值损失	-1	-0	-105	-3	-5
固定资产	192	188	191	196	200	投资收益	6	37	19	19	22
在建工程	37	168	168	163	155	公允价值变动	14	-7	1	1	1
无形资产开发支出	113	86	74	60	46	营业利润	117	116	-28	111	142
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	0	-1	0	0	0
其他非流动资产	1,996	1,975	1,971	2,025	2,096	利润总额	117	115	-28	111	142
资产总计	2,394	2,482	2,467	2,505	2,556	所得税	17	18	6	14	19
短期借款	2	33	93	73	53	净利润	100	97	-34	96	124
应付和预收款项	78	132	105	117	131	少数股东损益	3	-1	3	2	2
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	97	97	-37	94	121
其他负债	67	64	56	62	69						
负债合计	147	229	253	252	252						
股本	100	100	100	100	100	预测指标					
资本公积	1,695	1,696	1,694	1,694	1,694	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
留存收益	443	481	439	477	526	毛利率	48.28%	49.37%	48.02%	49.89%	50.78%
归母公司股东权益	2,239	2,247	2,203	2,241	2,290	销售净利率	22.42%	22.37%	-9.87%	21.20%	23.72%
少数股东权益	7	7	10	12	15	销售收入增长率	-1.89%	0.40%	-12.97%	17.41%	15.06%
股东权益合计	2,246	2,254	2,214	2,253	2,304	EBIT 增长率	-22.91%	-3.62%	-136.6%	460.62%	27.80%
负债和股东权益	2,394	2,482	2,467	2,505	2,556	净利润增长率	-5.15%	0.21%	-138.4%	352.08%	28.74%
现金流量表 (百万)						ROE	4.34%	4.34%	-1.70%	4.21%	5.30%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROA	4.06%	3.92%	-1.52%	3.77%	4.75%
经营性现金流	163	126	102	130	162	ROIC	3.31%	3.09%	-1.60%	4.15%	5.23%
投资性现金流	-640	-503	-298	-27	-24	EPS(X)	0.97	0.97	-0.37	0.94	1.21
融资性现金流	-69	-71	51	-79	-95	PE(X)	27.65	27.60	—	28.50	22.14
现金增加额	-546	-447	-146	23	43	PB(X)	1.20	1.20	1.22	1.20	1.17
						PS(X)	6.50	6.48	7.44	6.34	5.51
						EV/EBITDA(X)	17.27	16.30	205.69	17.21	13.83

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。