

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

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 海外销售总收入达 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。

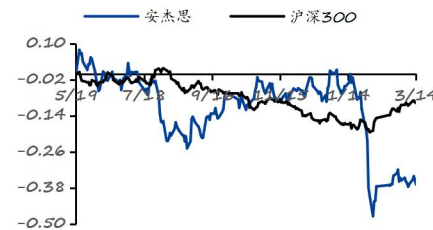
买入（首次评级）

当前价格：78.00 元
目标价格：124.24 元

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) 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

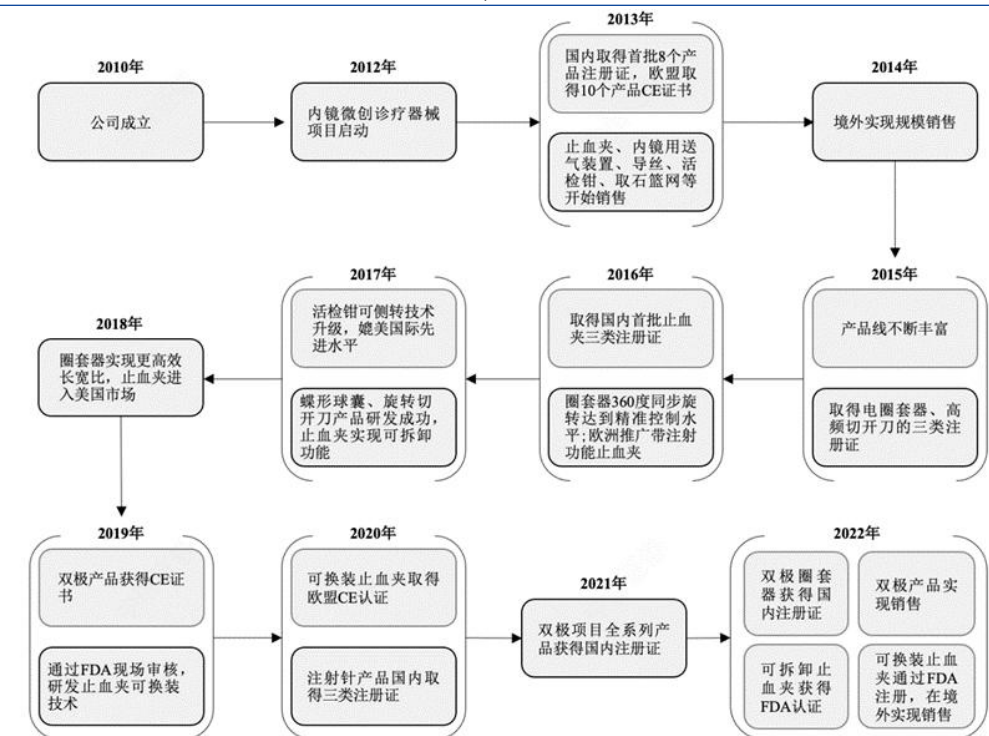
图表 1: 公司率先在境外实现规模销售, 并逐步发展为国内龙头企业	5
图表 2: 公司产品涵盖内镜微创诊疗器械及仪器类产品	5
图表 3: 公司实控人稳定, 下设 5 家全资控股子公司/孙公司	6
图表 4: 公司股权激励目标彰显高增长潜力	6
图表 5: 公司部分耗材在全球市场占比情况	7
图表 6: 南微医学部分耗材在全球市场占比情况	7
图表 7: 2018 年国内消化内镜器械市场格局	7
图表 8: 公司部分耗材在国内市场占比情况	7
图表 9: 2019-2030 年我国消化内镜诊疗器械行业细分市场规模情况 (亿元) ..	8
图表 10: 2021 年我国诊断性胃肠镜下癌检出率 (%)	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

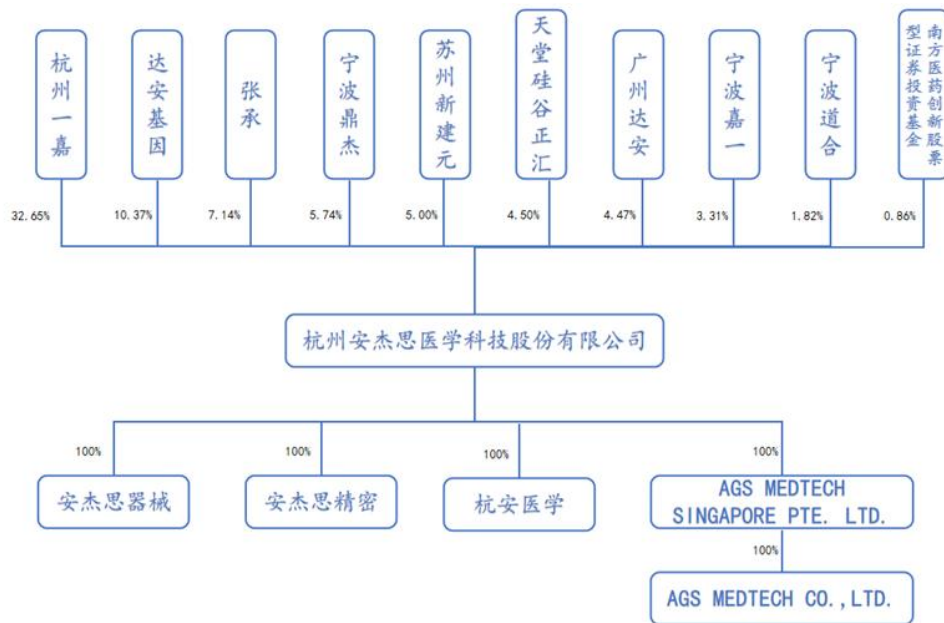
类别	产品
止血闭合类	止血夹
EMR/ESD 类	圈套器、喷洒管、硬化针/注射针、双极黏膜切开刀（双极高频切开刀）等
活检类	活检钳、抓钳
ERCP 类	取石网篮、球囊取石导管、导丝、胆道引流管、高频切开刀
诊疗仪器类	内镜用二氧化碳送气装置、内镜用送水装置、高频电发生器（高频手术设备）

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

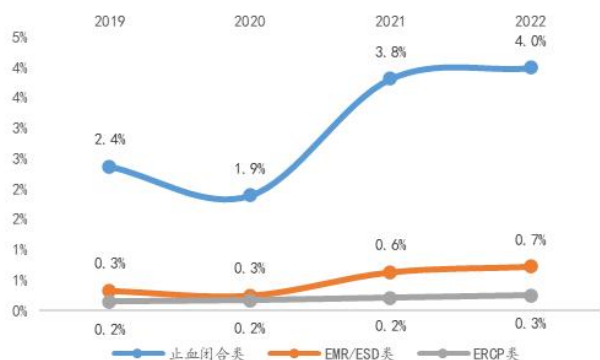
数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

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

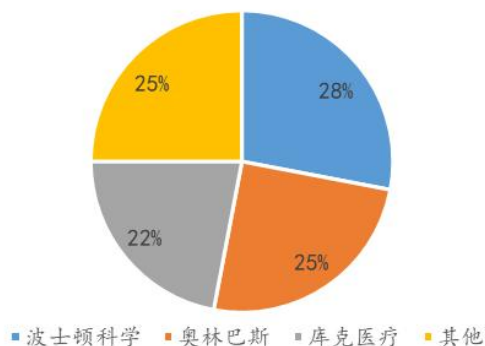


数据来源：招股说明书，华福证券研究所

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分别为 25%、25%和 22%。

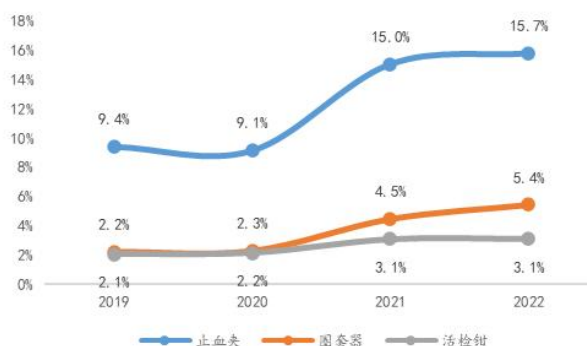
以止血夹、注射针为代表的部分内镜耗材品类，国内企业已基本实现国产替代。以南微医学、唯德康、安杰思等为代表的国内品牌凭借产品种类齐全及政策支持，在内镜诊疗器械领域呈现良好上升势头，国产占有率持续提升。公司止血夹产品 2022 年国内市场销售占比已提升至 15.7%。

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/

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/007000065021006053>