

西山科技（688576）深度研究

# 手术动力装置国产龙头，迈进微创手术工具整体方案提供者

2024 年 05 月 14 日

## 【投资要点】

- ◆ 公司深耕于手术动力装置领域，是国内手术动力装置细分领域龙头企业。近年来，公司营收和净利保持快速增长，其中整机收入快速增长，耗材放量带动收入占比大幅提升，2019-2023 年耗材收入自 2619.21 万元增长至 22,314.03 万元，CAGR 为 70.84%。伴随收入增长产生的规模效应以及公司高毛利产品占比的提升，公司盈利能力稳步提升。
- ◆ 2021-2025 年手术动力装置整机、耗材及配件平均市场规模分别为 5.85、54.88、1.17 亿元。手术动力装置作为现代临床骨组织手术中重要的动力输出源，主要应用于神经外科、骨科、耳鼻喉科、乳腺外科等临床科室，并逐步朝着数字化、集成化、模块化、简易化、智能化发展。公司作为整机及耗材的生产厂商，处于手术动力装置产业链的中游。我国手术动力装置行业长期由外资品牌主导，外资品牌在高端市场具备领先地位。
- ◆ 耗材一次性化推动需求增长，进口替代持续进行中。耗材一次性具备低交叉感染风险、性能稳定等优势，有助于提升手术效率、减轻医护人员负担。自 2015 年开始，各省份持续推进一次性耗材纳入医疗收费目录，推动了耗材一次性化的进程，进一步推动手术动力装置市场需求的增长。根据众成数科统计，国产品牌中标数量及占比逐年上升，2021 年国产品牌占比已达 30.31%，进口替代趋势有所显现，存在较大替代空间。根据众成数科统计，传统外科中 2021 年西山科技以中标数量 123 件超越美敦力排名首位。
- ◆ 产品性能媲美行业领先水平，引领行业进口替代。公司在乳腺外科领域取得成功打破国外技术垄断，成为首家自主研发真空辅助微创乳房旋切活检装置的本土厂商，对实现进口替代意义重大。据众成数科统计，国产品牌于 2020 年实现乳房旋切与活检系统在院端中标量的零突破，且占比于 2021 年迅速提升至 20%，公司 2021 年中标量达 15 件。
- ◆ 公司持续加大研发投入，内窥镜及能量手术设备等新品成为增长的第二曲线。公司研发费用稳步增长，截至 2023H1，公司拥有三类医疗器械产品注册证 9 项、二类医疗器械产品注册证 52 项，是国内手术动力装置领域中持有注册证数量及种类最多的本土企业。同时，公司拓展内窥镜系统及能量手术设备等新领域，2023 年实现小幅放量增长，未来有望成为公司业务的新增长点，助力营收和利润的持续稳定增长。

东方财富证券  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（首次）

目标价：87.64 元

东方财富证券研究所

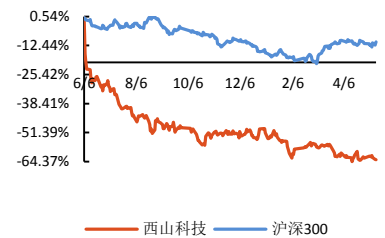
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：崔晓倩

电话：021-23586309

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	3695.79
流通市值（百万元）	893.85
52 周最高/最低（元）	201.00/67.55
52 周最高/最低（PE）	115.57/30.77
52 周最高/最低（PB）	24.94/1.67
52 周涨幅（%）	-63.53
52 周换手率（%）	1125.72

相关研究

## 【投资建议】

公司坚持“微创手术工具整体方案提供者”的战略定位，微创手术推行下整机入院顺利，一次性耗材逐渐纳入医保并逐步普及，带动耗材持续放量，进而带动毛利率水平的提升，内窥镜和能量手术设备等新品带来增长新曲线，我们预计公司2024/2025/2026年营业收入分别为4.87/6.29/8.15亿元，归母净利润分别为1.66/2.07/2.63亿元，EPS分别为3.13/3.9/4.97元，对应PE分别为22.96/18.41/14.46倍，给予“买入”评级。我们参考可比公司2024年的Choice一致盈利预测均值，给予公司2024年28倍PE，对应12个月目标价87.64元，给予“买入”评级。

### 盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	360.69	487.34	629.12	814.64
增长率(%)	37.52%	35.11%	29.09%	29.49%
EBITDA（百万元）	117.77	170.32	219.06	281.38
归属母公司净利润（百万元）	117.34	165.71	206.65	263.16
增长率(%)	55.73%	41.22%	24.71%	27.35%
EPS(元/股)	2.53	3.13	3.90	4.97
市盈率(P/E)	38.00	22.96	18.41	14.46
市净率(P/B)	2.36	1.67	1.57	1.44
EV/EBITDA	37.24	19.41	14.94	11.34

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 耗材一次性和市场渗透率提升不及预期的风险
- ◆ 产品注册及续期风险
- ◆ 研发进度不及预期风险
- ◆ 产品质量控制风险
- ◆ 行业政策变动风险

## 1、关键假设

我们预计公司2024-2026年收入分别为4.87、6.29、8.15亿元，营收增速分别为35.11%、29.09%、29.49%，毛利率分别为69.95%、70.26%、70.52%。

**1) 手术动力装置整机：**在政策扶持国产替代、骨科集采常态化、公司产品力增强的背景下，公司作为国产手术动力装置龙头，具备技术、价格、品牌及服务优势，随着2023年以价换量促销政策带动整机入院和销量提升，公司进一步占据市场份额并有助于带动未来年度的销售，我们预计公司整机业务2024-2026年收入增速分别为27.00%、19.27%、19.64%，预计整机单价在降价后维持稳定，毛利率水平稳定在56%左右。

**2) 手术动力装置耗材：**整机装机数量提升的长尾效应将带动耗材的快速放量，耗材销量有望快速增长。伴随耗材一次性的普及，以及越来越多的省份将一次性耗材纳入到医疗服务收费价格项目，有望促进耗材板块的快速增长。同时，公司的乳房病灶旋切式活检针推动乳腺外科领域耗材的国产替代，进一步促进耗材营收增长。我们预计公司耗材业务2024-2026年收入增速分别为34.98%、30.00%、30.00%，预计耗材单价保持稳定，毛利率水平维持在73%左右。

**3) 手术动力装置配件：**配件随整机装机量增长而增长，预计2024-2026年配件收入增速与整机收入增速相匹配，分别为27.00%、19.27%、19.64%，预计配件毛利率基本稳定在66%左右。

**4) 其他主营业务：**2023年能量手术设备和内窥镜系统产品销售实现小幅放量，合计实现4,890.95万元销售收入，同比增长891.97%，由于前期内窥镜和能量手术设备的基数较小，而内窥镜与能量手术设备市场均保持快速增长，预计2024-2026年其他主营业务将保持较高增速，增速分别为50.00%、40.00%、40.00%。

## 2、创新之处

我们认为市场对手术动力装置行业的增长潜力有所低估。手术动力装置在外科手术中的市场渗透率和国产化率有待提升，进入壁垒高且市场竞争格局较好，未来有较高的成长空间。西山科技作为手术动力装置国产龙头，凭借全面的产品体系和先发优势，在传统科室和乳腺外科的中标数量上已取得较大优势，市场地位稳固。在国产替代的大背景下，公司属国内首家自主研发并拿证的乳房旋切活检装置厂家，与进口产品相比具备比较优势，引领乳腺外科产品的进口替代。

我们认为市场对公司“内窥镜+手术动力装置+能量手术设备”整体解决方案的协同效应有所低估。一方面，公司具备较深的技术护城河，并凭借产品的安全性和稳定性在医院树立了较好的品牌形象，同时自上而下开展学术推广和品牌建设，得到医院的广泛认可；另一方面，内窥镜、能量手术设备作为新兴业务，与公司的手术动力装置业务可以实现销售渠道的复用，实现公司现有渠道资源的利用最大化，内窥镜、能量手术设备有望成为公司增长的第二曲线，而三者协同形成的整体解决方案也有助于强化公司现有优势。

## 3、潜在催化

**海外业务突破：**公司进一步加强CE、FDA等认证工作和目标国家的注册工作，加快海外渠道的建设，进一步开拓国际市场业务。

## 正文目录

1. 西山科技：国内手术动力装置领域的领军企业之一 .....	6
2. 手术动力装置行业：蓝海广阔，发展潜力巨大 .....	10
2.1 公司处于手术动力装置产业链中游 .....	10
2.2 手术动力装置主要应用于传统科室及乳腺外科 .....	11
2.2.1 神经外科耗材：市场规模随神经外科手术量增长而提升 .....	12
2.2.2 耳鼻喉科耗材：耳鼻喉科器械市场规模具备高复合增速 .....	13
2.2.3 骨科耗材：手术量和植入物市场扩大驱动需求稳步提升 .....	13
2.2.4 乳腺外科耗材：早期乳腺癌关注度上升带动乳房活检需求提升 .....	14
2.3 手术动力装置整机、耗材及配件的市场规模测算 .....	15
3. 一次性化增需求，国产替代正当时 .....	18
3.1 耗材一次性化推动需求增长 .....	18
3.2 进口替代持续进行中 .....	20
4. 产品力比肩进口，研发创新填增长新动力 .....	21
4.1 产品性能媲美行业领先水平，打破海外技术垄断 .....	21
4.2 注重研发创新，新品成为增长第二曲线 .....	23
4.2.1 持续加大研发投入，产学研医协同创新 .....	23
4.2.2 内窥镜：替代步伐提速明显，4K 摄像系统已取证 .....	25
4.2.3 能量手术设备：进口品牌主导，稀缺平台型企业 .....	27
5. 盈利预测 .....	28
6. 投资建议 .....	30
7. 风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1：公司发展历程 .....	6
图表 2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 20 日） .....	7
图表 3：公司管理层背景 .....	7
图表 4：2019-2024Q1 公司营业收入及增速 .....	8
图表 5：2019-2024Q1 年公司归母净利润及增速 .....	8
图表 6：2019-2023 年公司细分业务收入（百万元） .....	9
图表 7：2019-2023 年公司主营业务细分收入占比 .....	9
图表 8：2020-2024Q1 公司盈利能力 .....	9
图表 9：2019-2023 年公司细分业务毛利率情况 .....	9
图表 11：手术动力装置构成 .....	10
图表 12：手术动力装置产业链情况 .....	11
图表 13：公司产品主要应用科室、主要疾病出院人数、人均医药费情况 ..	12
图表 14：2012-2021 年神经外科主要疾病出院人数及同比变化情况（万人次） .....	12
图表 15：2017-2022 年中国神经外科高值医用耗材市场规模（亿元）及增速 .....	12
图表 16：2016-2021 年耳鼻喉科门急诊诊疗人数（万人次）及增速 .....	13
图表 17：2016-2020 年中国耳鼻喉科医疗器械市场规模（亿元）及增速 .....	13
图表 18：2016-2021E 年中国骨科手术量（万例）及增速 .....	14
图表 19：2016-2022 年中国骨科高值耗材市场规模（亿元）及增速 .....	14
图表 20：微创乳腺旋切手术流程 .....	14
图表 21：2022 年全球癌症标化发病率和死亡率 .....	14

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/725024034321011210>