

2019年5月8日

科创板医药生物系列之十：南微医学
医药生物
主要财务指标（单位：百万元）

	2016	2017	2018
营业收入	414	641	922
(+/-)		54.6%	43.9%
营业利润	-14	132	226
(+/-)		1016.8%	71.3%
归属母公司净利润	-36	101	193
(+/-)		377.6%	90.4%
EPS（元）	-0.10	0.28	1.93

科创板已受理企业名单中，医药生物占据 23 席。截止 5 月 8 日，科创板已受理企业达 102 家，其中医药生物公司占 23 席，分别为：科前生物、安瀚科技、微芯生物、特宝生物、贝斯达、赛诺医疗、海尔生物、申联生物、美迪西、南微医学、苑东生物、热景生物等。本系列我们接着介绍科创板中的医药生物企业——南微医学。南微医学的主营业务为事微创医疗器械研发、制造和销售。

● **微创医疗器械生产商。**公司成立于 2000 年，主要从事微创医疗器械研发、制造和销售。目前公司的主要产品包括内镜微创诊疗器械、肿瘤消融设备两大系列。内镜诊疗器械广泛应用于消化道和呼吸道疾病的临床诊断及治疗；肿瘤消融设备及耗材主要应用于肿瘤的热微波消融治疗。公司产品销售至全国 2900 多家医院，三甲医院覆盖率达 55% 以上；多项产品通过美国 FDA 批准和欧盟 CE 认证，产品出口至包括美国、德国、加拿大等 70 多个国家和地区。

● **国内医疗器械市场增长较快，消化内镜和肿瘤消融具有较大的市场需求。**中国已成为全球第二大医疗器械市场，2007 年至 2017 年间，我国医疗器械行业市场规模从 535 亿增长到了 4,450 亿元，年复合增长率为 23.59%。消化内镜诊疗器械的发展受益于我国庞大的人口基数以及占比较高的消化疾病患者。由于饮食习惯等问题，我国上消化道癌症发病率显著高于世界平均水平，有着巨大的消化内镜市场需求。近年来癌症患者增长势头迅猛，2017 年全球肿瘤消融设备及耗材相关行业市场规模为 9.34 亿美元，预计 2025 年市场规模将会达到 21.71 亿美元。肿瘤消融技术具有微创、有效、安全等优点，市场需求量很大。

● **营收增速较快，盈利能力稳步提升。**2016-2018 年公司营业收入增速较快，2018 年实现营业收入 92211 万元，复合增长率为 49.19%。利润也维持较快增长，2018 年实现归母净利润 19270 万元，扣非净利润 17520 万元。近三年公司销售毛利率稳定上升，2018 年销售毛利率为 63.77%；销售净利率为 22.06%，ROE 为 33.24%，公司盈利能力稳步提升。公司研发投入逐年增加，占营业收入比重在 5% 左右。

● **风险提示：**行业政策风险；市场竞争风险；技术风险。

分析师：杜永宏

执业证书编号：S1050517060001

电话：021-54967706

 邮箱：duyh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(8621) 64339000

 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

目录

1. 公司概况.....	3
2. 公司所处行业分析.....	3
3. 公司主营业务分析.....	5
4. 公司财务状况分析.....	7
5. 可比公司估值分析.....	9
6. 公司募投项目情况.....	10
7. 风险提示.....	11

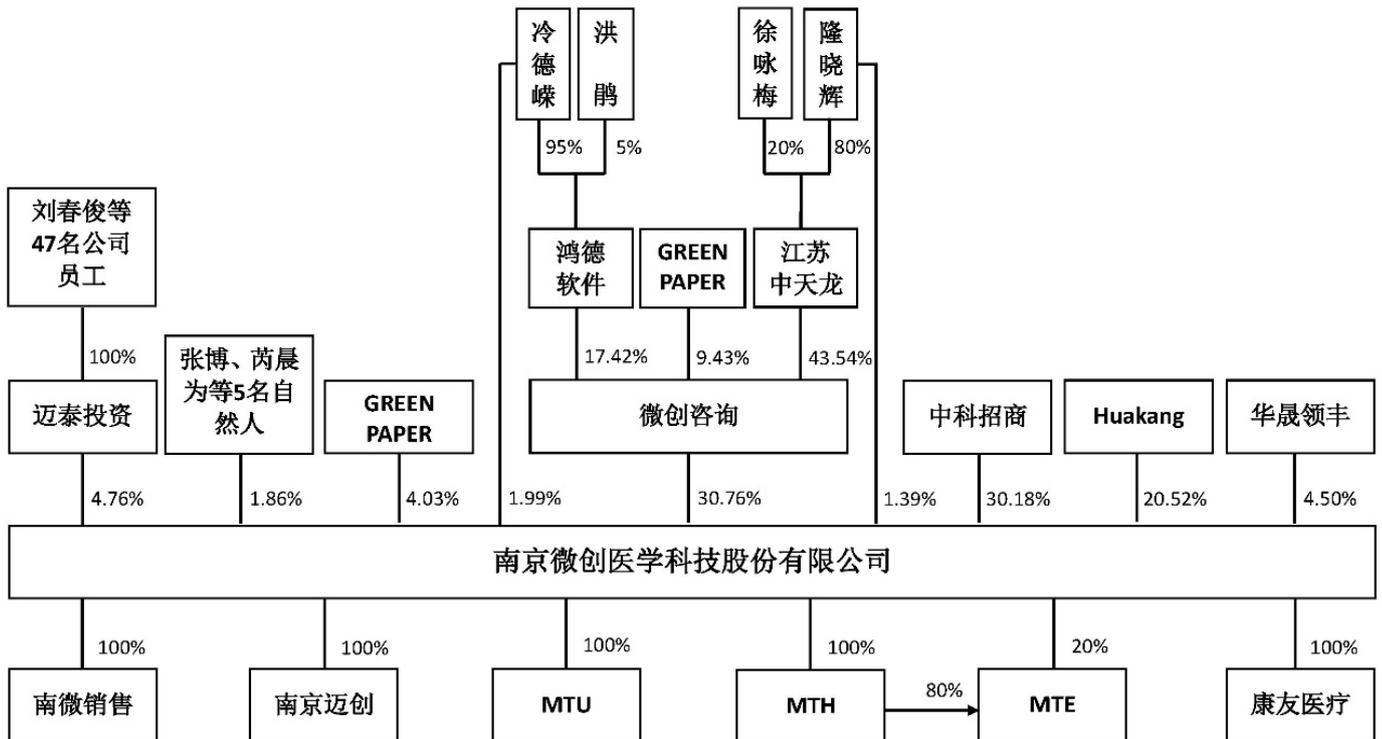
图表目录

图表 1: 公司股权结构.....	3
图表 2: 中国医疗器械行业市场规模（亿元）.....	4
图表 3: 全球肿瘤消融设备及耗材行业市场规模（单位：亿美元）.....	5
图表 4: 公司主营业务构成.....	6
图表 5: 2016-2018 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（单位：万元）.....	7
图表 6: 2016-2018 年公司盈利能力分析.....	7
图表 7: 2016-2018 年公司研发投入情况.....	8
图表 8: 2016-2018 年公司资产负债状况.....	8
图表 9: 可比公司主要产品.....	9
图表 10: 可比公司营收和毛利情况.....	10
图表 11: 可比公司估值分析.....	10
图表 12: 公司募集资金用途（单位：万元）.....	10

1. 公司概况

南微医学成立于 2000 年，主要从事微创医疗器械研发、制造和销售。公司经过近 20 年的创新发展，逐步完成由非血管支架单产品研发到三大技术平台，由国内市场为主到国内国际市场双轮驱动发展，已成为微创诊疗领域行业龙头公司。目前公司无控股股东和实际控制人。微创咨询、中科招商和 Huakang 持股 20%以上，为公司前三大股东。

图表 1：公司股权结构



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

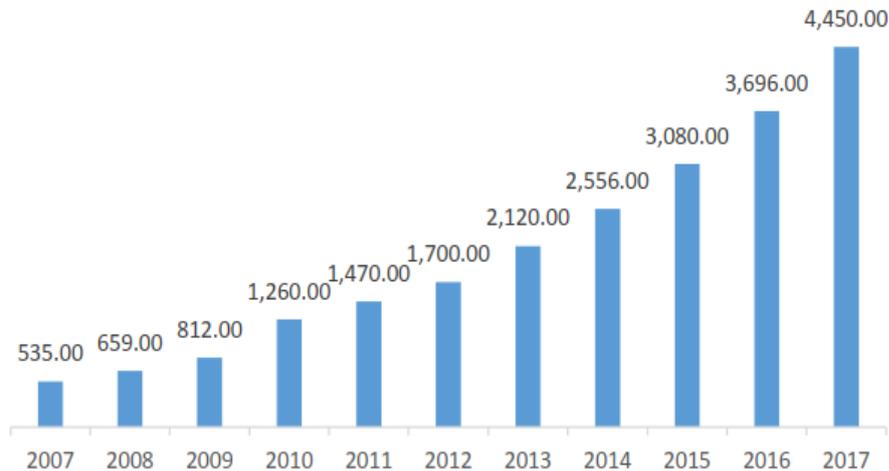
2. 公司所处行业分析

随着全球人口的增长、社会老龄化程度的提高、全球经济增长，近年来全球医疗器械行业呈现稳步增长态势。根据 EvaluateMedTech 统计，2017 年全球医疗器械销售规模为 4,050 亿美元，较 2016 年增长了约 4.65%。预计至 2024 年，全球医疗器械销售规模将会达到 5,945 亿美元，年复合增长率为 5.6%。

随着我国经济社会的快速发展，尤其是科学技术的进步，我国医疗器械行业迎来了黄金发展期，已成为全球第二大医疗器械市场。根据中国医药物资协会的统计，2007

年至 2017 年间，我国医疗器械行业市场规模从 535 亿增长到了 4,450 亿元，年复合增长率为 23.59%，远超全球市场的增长速度。

图表 2：中国医疗器械行业市场规模（亿元）



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

人口老龄化、医保改革和居民消费能力的提高等因素推动中国医药市场的稳定增长。医院数量增加扩大了下游市场容量，分级诊疗制度扩大了基层医院对于医疗器械的采购需求，中国医疗器械市场需求增长具备良好的内生动力。同时，近年来国家针对医疗器械行业推出了一系列利好政策，在企业创新和国产化两方面对国产医疗器械企业提供了有力的支持。我国医疗器械行业市场规模迅猛发展，医疗器械市场规模与药品市场规模的差距正逐年减小，并且进口替代趋势明显，催生出了一些优质的国产医疗器械制造商。

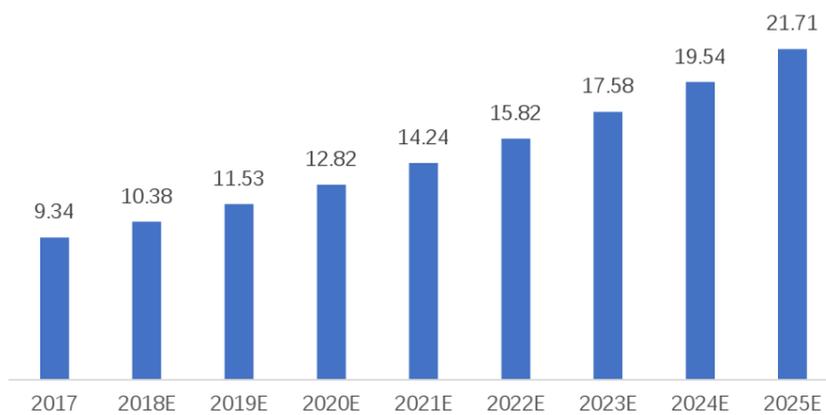
公司主要从事微创医疗器械研发、制造和销售，产品主要涉及内镜诊疗器械行业和肿瘤消融设备及耗材行业。根据波士顿科学的统计和预测数据，2017 年，全球内镜诊疗器械市场规模为 50 亿美元，根据其预测，2017 年至 2020 年，全球内镜诊疗器械市场规模的复合增长率将会达到 5%。

在我国，消化内镜诊疗器械的发展受益于我国庞大的人口基数以及占比较高的消化疾病患者。据国家卫计委的数据显示，2016 年，我国城市医院、县医院中因消化疾病住院的患者占住院总患者的比例为 9.81%和 10.64%，分别占住院病人疾病构成的第二和第三位。并且由于我国饮食习惯等问题，我国上消化道癌症发病率显著高于世界平均水平，新发胃癌病例占比超过了全球新发胃癌病例的 30%，新发食管癌病例占比更

是超过了全球新发食管癌病例的 50%。对于消化道癌症患者来说，尽早的发现和早期的治疗至关重要。消化内镜检查是目前公认对消化道癌症最有效的检查方法。作为消化道癌症高发的国家，我国有着巨大的消化内镜市场需求。

根据 CA CANCER J CLIN 杂志发表的 2018 年全球癌症数据显示，2018 年全球新增癌症患者 1807.90 万人，增长势头迅猛，肿瘤消融设备及耗材的市场需求量很大。根据 Grand View Research 的统计数据，2017 年全球肿瘤消融设备及耗材相关行业市场规模为 9.34 亿美元，预计 2025 年市场规模将会达到 21.71 亿美元，年复合增长率达到 11.12%。肿瘤消融技术具有微创、有效、安全等优点，近年来已成为我国发展最为迅速的肿瘤治疗手段之一。

图表 3：全球肿瘤消融设备及耗材行业市场规模（单位：亿美元）



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

3. 公司主营业务分析

公司主要产品包括内镜微创诊疗器械、肿瘤消融设备两大系列。内镜诊疗器械广泛应用于消化道和呼吸道疾病的临床诊断及治疗；肿瘤消融设备及耗材主要应用于肿瘤的热微波消融治疗。

经过长期技术创新和新产品开发，公司已经形成了六大类内镜诊疗产品，分别为活检类、止血及闭合类、EMR/ESD 类、扩张类、ERCP 类、EUS/EBUS 类等；肿瘤消融产品主要包括微波消融治疗仪和微波消融针等，由控股子公司康友医疗研发制造。

图表 4：公司主营业务构成

			营业收入（万元）	营收占比
自产产品	内镜诊疗器械	止血及闭合类	38,560	41.82%
		活检类	17,987	19.51%
		扩张类	12,106	13.13%
		EM R/ESD 类	6,356	6.89%
		ERCP类	5,250	5.69%
		EUS/EBUS类	899	0.97%
	肿瘤消融产品	微波消融针	6,862	7.44%
		肿瘤消融设备	227	0.25%
其他收入			2,824	3.06%
代理产品			553	0.60%
其他业务			587	0.64%

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

公司新研发的内镜式光学相干断层扫描系统（EOCT）主要与内镜配合使用，可用于早癌筛查和手术规划，有望发展成为“无创光学活检”的主要手段。该产品已获得美国 FDA 批准，在我国，该产品已进入国家药监局创新医疗器械审批绿色通道，正在首都医科大学附属北京友谊医院、中国人民解放军总医院（301 医院）、复旦大学附属中山医院等地开展临床试验。

国内市场方面，公司内镜诊疗技术产品系起到了较强的进口替代作用，有效降低了内镜诊疗费用，减轻了患者负担。公司产品销售至全国 2900 多家医院，其中三甲医院覆盖率达到 55% 以上。国外市场方面，公司在美国和德国设有子公司，多项产品通过美国 FDA 批准和欧盟 CE 认证，产品出口至包括美国、德国、加拿大、日本等发达国家在内的 70 多个国家和地区。

4. 公司财务状况分析

2016-2018 年间，公司营业收入维持较高增长，2018 年公司实现营业收入 92211 万元，复合增长率达 49.19%。归母净利润和扣非净利润也维持较高增长，2018 年实现归母净利润 19270 万元，扣非净利润 17520 万元。

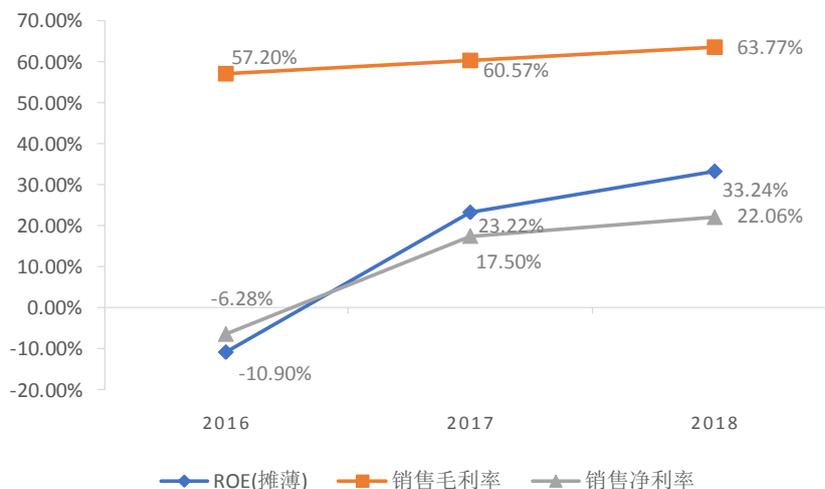
图表 5：2016-2018 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（单位：万元）



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

近三年，公司销售毛利率维持稳定上升，由 2016 年的 57.20% 上升至 2018 年的 63.77%。销售净利率和 ROE 水平也处于上升趋势，2018 年销售净利率为 22.06%，ROE 为 33.24%。总体来看，公司盈利能力稳步提升。

图表 6：2016-2018 年公司盈利能力分析



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

2016-2018 年间，公司的研发支出持续增加，2018 年达到 4912 万元，占营业收入的比重为 5.33%。2018 年，公司共研发成功 16 个新产品，在中国、欧盟、美国、加拿大共取得 18 张注册证及市场准入批准。

图表 7：2016-2018 年公司研发投入情况

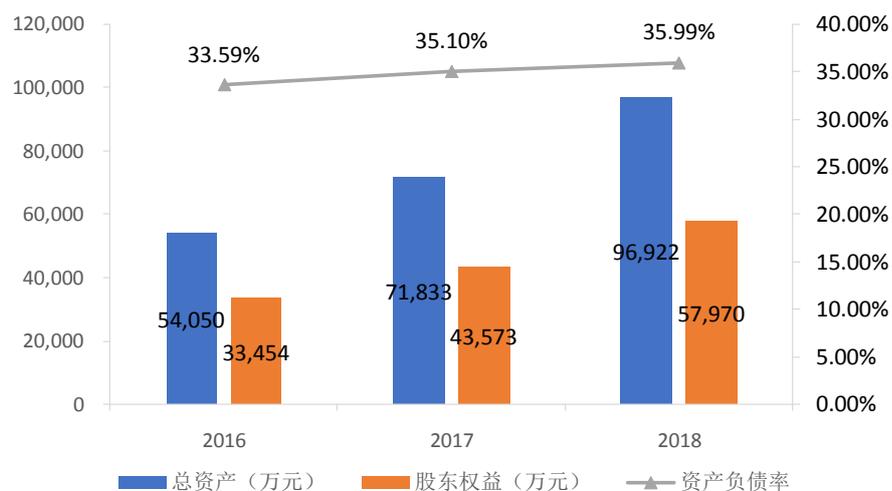
单位：万元

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度
	金额	增长率	金额	增长率	金额
研发支出合计	4,912.31	29.73%	3,786.50	112.75%	1,779.77
营业收入	92,210.93	43.93%	64,067.30	54.64%	41,430.97
研发支出占比	5.33%	-	5.91%	-	4.30%

资料来源：Wind、华鑫证券研发部

2016-2018 年公司总资产保持稳定增长态势，股东权益也同步增长。2018 年公司总资产达 9.69 亿元，股东权益达 7.80 亿元。资产负债率基本保持稳定，2018 年公司资产负债率为 35.99%。

图表 8：2016-2018 年公司资产负债状况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

5. 可比公司估值分析

根据公司所处行业及产品特点，以及同行业公司的主要产品结构、主要客户结构等因素，同行业中主要上市公司有乐普医疗、维力医疗、和佳股份、凯利泰等。与这四家上市公司相比，公司的营收规模处于中等水平，主营产品毛利率高于四家公司的平均水平。从估值上来看，可比公司的平均估值水平在 34 倍左右，处于相对合理水平。

图表 9：可比公司主要产品

公司名称	主要产品结构	主要客户结构	生产工艺
乐普医疗	主要产品包括支架系统、封堵器、药品等	主要通过终端销售和代理销售方式进行销售	支架制造方面的主要生产工艺包括：激光切割程序及工艺、电化学抛光工艺及技术、改善涂层粘附力的支架表面改性技术等
维力医疗	主要产品包括导尿类、麻醉系列、引流类、呼吸类、血透管路等	以经销为主	主要生产工艺包括：导管成型技术、球囊技术、导管尖端成型技术、表面涂层技术等
和佳股份	主要产品包括医用制氧设备及工程、肿瘤微创治疗设备等	以直销为主	主要生产工艺包括：电磁定位导航系统、加热系统控温算法技术等
凯利泰	主要产品包括椎体扩张球囊导管系统、脊柱及创伤产品、药物洗脱冠脉支架产品等	以经销为主	主要生产工艺包括球囊焊接工艺、球囊形成工艺、钛合金与高分子工程材料复合植入骨科产品制造技术平台等
南微医学	止血及闭合类、活检类、扩张类、ERCP 类、EMR/ESD 类等内镜诊疗器械，微波消融针等	主要客户包括经销商客户和贴牌客户，直销规模占比较小	主要生产工艺包括：软组织夹技术、记忆材料定型技术、精密管材挤出技术、全固态微波功率源技术等

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

图表 10: 可比公司营收和毛利情况

公司名称	主营业务收入 (单位: 万元)			主营业务毛利率		
	2018 年	2017 年	2016 年	2018 年	2017 年	2016 年
乐普医疗	631,848.02	451,296.96	344,482.81	72.89%	67.54%	60.89%
维力医疗	74,013.10	62,951.52	51,514.55	35.62%	34.42%	37.37%
和佳股份	116,655.53	108,287.39	89,526.79	50.21%	52.19%	52.63%
凯利泰	92,475.62	79,930.44	54,868.72	60.23%	62.56%	75.43%
平均值				54.74%	54.18%	56.58%
南微医学	91,623.43	63,883.34	41,090.89	64.01%	60.75%	57.51%

资料来源: 公司公告、华鑫证券研发部

图表 11: 可比公司估值分析

代码	公司简称	股价 (元/股)	总市值		EPS		PE		
			(亿元)	TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300003	乐普医疗	24.88	443	0.84	0.96	1.27	29.6	25.9	19.6
603309	维力医疗	18.39	37	0.39			46.6		
300273	和佳股份	5.52	44	0.13			43.1		
300326	凯利泰	10.10	73	0.67	0.43	0.56	15.0	23.6	18.2
	平均值						33.6		

资料来源: Wind、华鑫证券研发部 (数据日期为 2019 年 5 月 8 日)

6. 公司募投项目情况

公司本次拟向社会公众首次公开发行人民币普通股不超过 3334 万股, 不低于发行后股本总额的 25%, 扣除发行费用后的实际募集资金净额拟主要投资于以下项目。

图表 12: 公司募集资金用途 (单位: 万元)

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金
1	生产基地建设项目	65,592.00	65,592.00
2	国内外研发及实验中心建设项目	15,259.01	15,259.01
3	营销网络及信息化建设项目	8,583.00	8,583.00
	合计	89,434.01	89,434.01

资料来源: 公司公告、华鑫证券研发部

7. 风险提示

- 1) 行业政策风险;
- 2) 市场竞争风险;
- 3) 技术风险。

分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>