

2019年7月3日

科创板询价报告之南微医学
医药生物
主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	922.11	1,204.7	1,519.3	1,868.9
(+/-)	43.9%	30.7%	26.1%	23.0%
营业利润	225.69	318.26	414.70	518.65
(+/-)	71.3%	41.0%	30.3%	25.1%
归属母公司净利润	192.70	283.10	369.72	463.07
(+/-)	90.4%	46.9%	30.6%	25.2%
EPS (元)	1.93	2.12	2.77	3.47

资料来源：Wind、华鑫证券研发部

建议询价区间：[68.36, 88.87]元/股

● **微创医疗器械领域的领先企业。**公司主要从事微创医疗器械研发、制造和销售，目前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，其中三甲医院覆盖率达到 55%以上，并出口至 70 多个国家和地区。2018 年公司研发费用支出达 4912 万元，占营业收入比重达 5.3%，公司新研发的内镜式光学相干断层扫描系统(EOCT)已处于审批阶段，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。（注：公司详细内容请参见我们于 2019 年 5 月 8 日发布的报告《科创板医药生物系列之十：南微医学》）。

● **公司主要财务指标及盈利预测。**公司 2018 年实现营业收入 9.22 亿元，同比增长 43.9%；实现归母净利润 1.93 亿元，同比增长 90.5%；2018 年公司毛利率为 63.8%，净利率为 22.1%，ROE 为 33.2%，资产负债率为 36.0%，总体经营状况良好。我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 12.05 亿元、15.19 亿元和 18.69 亿元；实现归母净利润分别为 2.83 亿元、3.70 亿元和 4.63 亿元。

● **公司估值及询价分析。**本篇报告重点讨论采用不同的方法体系对公司进行估值分析，并给出相应的合理询价区间。我们分别采用历史估值参考法、相对估值 PE 法和绝对估值 DCF 法，对公司估值进行了分析测算，并根据公司具体情况，分别给予三种估值方法不同的权重。综合分析来看，我们采用历史估值参考法预测公司估值为 90.1 亿元，采用 PE 法预测公司估值为 99.1 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 124.2 亿元。我们分

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>

别给予历史估值参考法 20%权重、PE 估值法 50%权重、DCF 估值法 30%权重，最终得出公司预测估值约为 104.8 亿元。我们假设公司本次发行新股数量为 3334 万股，公司发行后总股本为 13334 万股，根据公司预测市值，得出公司对应股价为 78.62 元/股，建议询价区间为[68.36, 88.87]元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

目录

1. 历史估值参考法分析	4
2. 相对估值 PE 法分析	4
3. 绝对估值 DCF 法分析	5
4. 估值及询价分析	6

图表目录

图表 1: 公司近年融资历程	4
图表 2: 公司历史估值溢价分析	4
图表 3: 近十年医疗器械行业估值水平（整体法/历史 TTM/剔除负值）	5
图表 4: PE 估值分析	5
图表 5: DCF 估值参数	6
图表 6: 公司估值测算与询价分析	6

1. 历史估值参考法分析

从历年融资情况来看，2016年9月，公司完成股权转让后投后估值达到12.87亿元，如果我们根据公司2017年的实际净利润数据来进行测算，对应的当时PE估值在13倍左右，而二级市场给予医疗器械行业公司的估值达40倍左右，远高于一级市场的估值水平，溢价率达200%。从公司成长性来看，公司2016年实现营业收入为4.14亿元，2018年达到9.22亿元，同比增长了123%，预计公司未来几年仍有望保持快速增长。综合分析来看，从公司的成长性角度，以及二级市场相对于一级市场的估值溢价，我们在公司2016年12.87亿元的投后估值基础上，给予600%的溢价率，则公司对应的当期估值约为90.1亿元。

图表 1：公司近年融资历程

时间	股本变动明细	投后估值
2015年7月	有限责任公司成立，注册资本为9000万元	
2016年6月	增资至10000万元	
2016年9月	股权转让	12.87亿元
2018年1月	公司完成MTE的收购，MTE成为公司的全资子公司	

资料来源：公司招股说明书、华鑫证券研发部

图表 2：公司历史估值溢价分析

	悲观预期			中性预期			乐观预期		
溢价率	400%	450%	500%	550%	600%	650%	700%	750%	800%
估值（亿元）	64.4	70.8	77.2	83.7	90.1	96.5	103.0	109.4	115.8

资料来源：华鑫证券研发部

2、相对估值 PE 法分析

公司属于医疗器械行业公司，我们选取申万医疗器械行业的PE估值水平作为参考，当前该细分子行业的PE估值在36倍左右。

图表 3：近十年医疗器械行业估值水平（整体法/历史 TTM/剔除负值）



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

关于南微医学未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：1) 公司内镜微创诊疗器械、肿瘤消融设备两大系列的现有产品有望继续保持快速增长势头；2) 公司产品价格体系相对稳定，产品降价幅度有限；3) 公司新研发的内镜式光学相干断层扫描系统（EOCT）有望成功获批上市；4) 公司期间费用控制良好。基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 28310 万元、36972 万元和 46307 万元。

综合分析来看，公司在微创技术领域有一定的技术优势，尚处于快速成长期，考虑到公司良好的基本面，我们预测公司 2019 年归母净利润 28310 万元，假设给予 35 倍的 PE 估值进行测算，得出公司对应的当期估值约为 99.1 亿元。

图表 4：PE 估值分析

	悲观预期			中性预期			乐观预期		
PE	15	20	25	30	35	40	45	50	55
市值（亿元）	42.5	56.6	70.8	84.9	99.1	113.2	127.4	141.5	155.7

资料来源：华鑫证券研发部

3、绝对估值 DCF 法分析

公司属于快速成长期的医疗器械公司，收入和利润都已形成一定的规模，我们对公司的产品线和研发管线进行了梳理，对公司的市场空间和未来收入利润进行了测算，预测了公司未来 10 年及更长一段时间的现金流情况。在 DCF 模型中，核心假设条件如下：假设公司 Beta 系数为 1.09，无风险利率为 3.30%，WACC 值为 8.63%，永续增长率

为 2%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 124.2 亿元。

图表 5：DCF 估值参数

假设	数值
无风险利率	3.30%
Beta（考虑杠杆）	1.09
WACC	8.63%
股权比例	95.98%
永续增长率	2%
市值（亿元）	124.2

资料来源：华鑫证券研发部

4、估值及询价分析

综合分析来看，我们采用历史估值参考法预测公司估值为 90.1 亿元，采用 PE 法预测公司估值为 99.1 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 124.2 亿元。考虑到公司收入和利润都已形成一定的规模，公司属于相对成熟型的成长性企业，我们以 PE 估值法为主，历史估值参考法和 DCF 估值法为辅，对公司进行估值测算，我们分别给予历史估值参考法 20%权重、PE 估值法 50%权重、DCF 估值法 30%权重，最终得出公司当前估值约为 104.8 亿元。

我们假设公司本次发行新股数量为 3334 万股，公司发行后总股本为 13334 万股；根据公司预测市值 104.8 亿元，得出公司对应股价为 78.62 元/股，建议询价区间为 [68.36, 88.87]元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 6：公司估值测算与询价分析

历史估值法估值（亿元）	90.1	20.00%
PE估值法估值（亿元）	99.1	50.00%
DCF估值法估值（亿元）	124.2	30.00%
最终预测估值（亿元）	104.8	
发行后总股本（万股）	13334	
每股股价（元/股）	78.62	
询价区间（元/股）	68.36	88.87

资料来源：华鑫证券研发部

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>