

2019年07月07日

# 南微医学 (688029.SH)

## 新股覆盖研究

### 微创医疗器械排头兵

#### 主要看点

- 微创医疗器械龙头企业：**公司目前形成内镜诊疗、肿瘤消融、光学相干断层扫描成像（OCT）三大技术平台。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产品包括微波消融治疗仪和微波消融针等，主要被应用于肿瘤的热微波消融治疗。OCT 光学相干断层成像系统是一项新兴的光学成像技术系统，可用作快速病理判断和早癌及癌前病变筛查。公司业绩快速增长，2016 年到 2018 年营收复合增长率为 49.2%，其中 2018 年实现营收 9.22 亿元，同比增长 43.4%；实现归母净利润 1.93 亿元，同比增长 90.5%。
- 内镜行业仍将保持快速增长，肿瘤消融和 EOCT 市场需求广阔：**我国消化系统疾病高发，随着人们对于内镜检查的越发重视，加之我国人口老龄化的加剧，居民消费能力及医保普及率的提高，我国内镜诊疗市场有着广阔的发展空间。根据公司招股说明书测算，保守估计 2018 年我国内镜诊疗器械市场规模约为 34.34 亿元，预计至 2022 年市场规模将会至少达到 48.92 亿元。肿瘤消融具有微创、操作简便，疗效确切、相对安全，可以反复应用等优点，目前已成为实体肿瘤（尤其是肝脏）的有效治疗手段之一。2018 年中国肿瘤消融市场空间约为 8.4 亿元人民币，预计 2020 年，我国肿瘤消融市场将会达到 11.2 亿元。EOCT 产品主要为内镜下 ESD 治疗指征提供影像学依据、高级别上皮内瘤变及食管早癌的筛查，其具有广阔的市场需求。
- 募投项目提升研发生产能力：**公司拟发行不超过 3334 万股，不低于发行后总股本的 25%，拟募资 8.94 亿元。公司此次募集资金投资项目将投向生产基地建设、国内外研发及实验中心建设以及营销网络及信息化建设三个方向。生产基地建设项目拟新建生产基地用以扩大内镜诊疗器械的生产能力，并进一步提高产品质量和生产效率。国内外研发及试验中心建设项目拟建设国内研发及实验中心和美国研发中心，以提高公司在内镜诊疗器械领域的研发能力。营销网络及信息化建设项目拟在国内外建立七个营销网点，并购置软件及设备在南京建设营销一体化机房用以提高公司在内镜诊疗器械领域的销售能力，促进生产基地建设项目新增内镜诊疗器械产能的消化。
- 投资建议：**根据 A 股可比上市公司，综合考虑 PE 估值、PS 估值以及开立医疗收购威尔逊光电估值情况，我们预计公司的整体估值水平为 69.2 亿元~81.1 亿元，以现有总股份数结合拟发行股份数量的合计值计算（假设不采用超额配售选择权），公司的合理发行区间为每股 51.89 元-60.81 元。
- 风险提示：**无实际控制人风险；境外经营风险；医疗器械行业政策变化风险；新产品市场需求未达到预期风险

#### 公司近 3 年收入和利润情况

股价( ) 51.89 元-60.81 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	100.00
流通股本 (百万股)	
12 个月价格区间	/元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
-----	----	----	-----

#### 分析师

王冯  
 SAC 执业证书编号: S0910516120001  
 wangfeng@huajinsec.cn  
 021-20377089

#### 报告联系人

王睿  
 wangrui@huajinsec.cn  
 021-20377036

#### 相关报告

会计年度	2016A	2017A	2018A
主营收入(百万元)	414.3	640.7	922.1
同比增长(%)	58.9%	54.6%	43.9%
营业利润(百万元)	-14.4	131.7	225.7
同比增长(%)	-136.7%	-1014.6%	71.4%
净利润(百万元)	-36.5	101.2	192.7
同比增长(%)	-216.6%	-377.3%	90.4%
每股收益(元)	-0.38	1.01	1.93

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 内容目录

一、公司概况.....	4
-------------	---

(一) 历史沿革 .....	4
(二) 业务介绍 .....	4
(三) 股权结构 .....	8
(四) 财务分析 .....	9
<b>二、行业分析 .....</b>	<b>10</b>
(一) 内镜：规模仍将保持快速增长 .....	10
1、我国消化系统疾病高发，市场需求广阔 .....	10
2、内镜检查开展率仍有提升空间 .....	11
3、我国消化内镜诊疗市场规模仍将保持快速增长 .....	11
(二) 肿瘤消融：部分肿瘤的主流治疗方法之一 .....	12
(三) EOCT：市场需求广阔 .....	13
<b>三、募投项目 .....</b>	<b>13</b>
<b>四、估值分析 .....</b>	<b>14</b>
<b>五、风险提示 .....</b>	<b>15</b>

## 图表目录

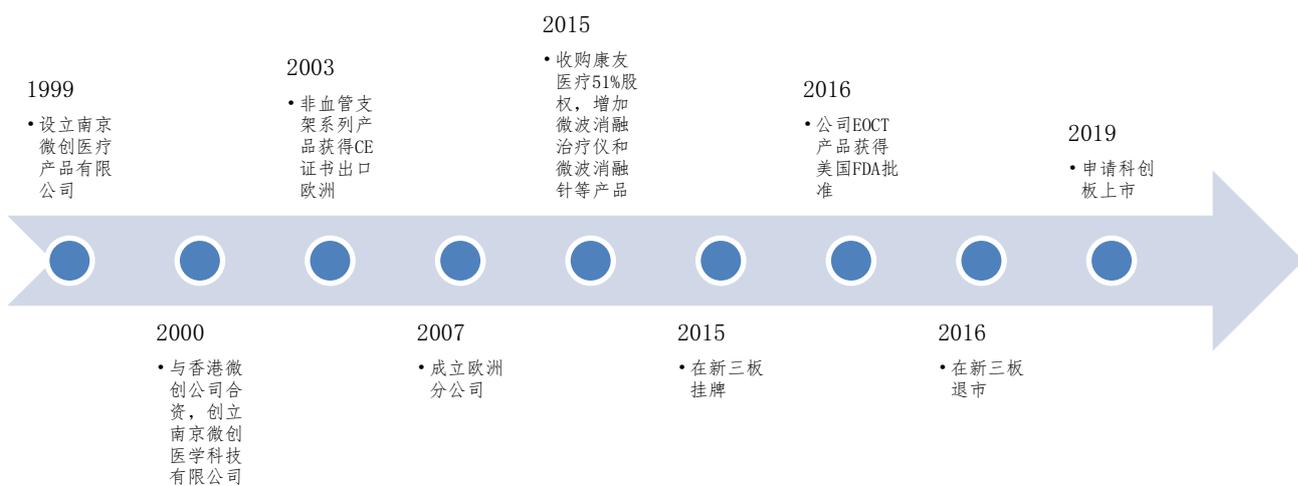
图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：EOCT 设备及操作 .....	7
图 4：公司各产品的收入占比 .....	8
图 5：公司各产品的毛利占比 .....	8
图 1：公司股权结构图 .....	8
图 2：公司总营收及其增长率 .....	9
图 3：公司归母净利润及其增长率 .....	9
图 6：公司收入境内境外占比 .....	9
图 7：公司收入销售模式占比 .....	9
图 6：公司毛利率和净利润的情况 .....	10
图 7：公司分产品毛利率情况 .....	10
图 8：公司期间费用率情况 .....	10
图 13：我国医院胆石病、胆囊炎及胰腺炎的出院患者人数（人） .....	11
图 13：全球内镜诊疗器械市场规模(亿美元) .....	12
图 16：2018 年我国内镜诊疗器械细分品类市场规模测算 .....	12
图 17：我国内镜诊疗器械市场规模预测（亿元） .....	12
图 18：全球肿瘤消融设备及耗材行业市场规模(亿美元) .....	13
表 1：公司内镜诊疗器械 .....	4
表 2：公司微波消融产品 .....	5
表 3：公司肿瘤消融产品与竞争对手产品对比 .....	6
表 3：公司产品与竞争对手产品在产品性能方面比较 .....	7
表 1：公司募投项目明细 .....	14
表 6：可比公司估值 .....	14

## 一、公司概况

### （一）历史沿革

南微医学成立于2000年5月，于2015年8月挂牌新三板，2016年6月终止挂牌在新三板退市。公司2017年5月提交科创板上市申请，2019年4月3日上交所受理公司科创板上市申请，拟发行不超过3334万股，拟募资8.94亿元。

图1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

### （二）业务介绍

公司目前形成内镜诊疗、肿瘤消融、光学相干断层扫描成像（OCT）三大技术平台。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产品包括微波消融治疗仪和微波消融针等，主要被应用于肿瘤的热微波消融治疗。OCT光学相干断层成像系统是一项新兴的光学成像技术系统，可用作快速病理判断和早癌及癌前病变筛查。

#### 1、内镜诊疗器械

公司已经形成了六大类内镜诊疗产品，包括：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。

表1：公司内镜诊疗器械

类别	产品	用途
活检类	活检钳	用于钳取消化道、呼吸道活体组织样本。
	细胞刷	供临床刷取细胞样品用。
	靛胭脂粘膜染色剂	用于消化道粘膜染色。
止血和闭合	可旋转重复开闭软组织夹	适用于临床在内窥镜引导下夹合消化道内软组织。
	套扎器	与内窥镜配套，用于食道静脉曲张的血管结扎。

EMR/ESD 类	圈套器	与内窥镜和高频发生器配合使用，适用于切除消化道粘膜层单发或多发性息肉。
	一次性内窥镜用注射针	与内窥镜配合使用，用于消化道粘膜下注射。
	高频电刀	与内窥镜和高频电刀配合使用，利用高频电流切开消化道内组织。
扩张类	扩张球囊	供消化道、气管狭窄扩张或辅助扩张治疗用。
	三级扩张球囊	适用于临床内窥镜下对消化道、气道狭窄的扩张。球囊在三种压力下达到三种直径。
	食道支架	用于食道、贲门和吻合口的扩张治疗及食道瘘的堵塞治疗。
	肠道支架/TTS 肠道支架	用于因恶性病变造成的肠道狭窄或梗阻的扩张治疗。
	胆道支架/TTS 胆道支架	用于因病变造成的胆道狭窄或梗阻的扩张治疗。
	可携带 125I 放射粒子支架	与放射粒子配合使用。用于对失去手术机会又不愿意接受外放疗的中晚期癌症患者，可将放射粒子（125I）固定在支架外表面，与支架一同植入到人体病变部位，从而达到既保持管腔通畅又可以对肿瘤进行治疗的目的。
ERCPC 类	气管支架	用于治疗因恶性病变造成的气管狭窄。
	斑马导丝	在内窥镜或 X 射线的监视下，进入人体自然的非血管腔道，起引导其他器械的作用。
	切开刀	产品适用于胰胆管系统插管及括约肌切开术。
	取石球囊	用于胆管内取石，包括泥沙样结石、机械碎石后残留在胆管中的残余结石以及内引流管置换时取出胆系统内的残留的混浊物。
	取石网篮	适用于取出胆管内的胆石或上下消化道中的异物。
	塑料支架	适用于临床在内窥镜引导下置入胆道引流用。
	鼻胆引流管	经口鼻进入胆管，主要用于体外胆汁引流。
EUS/EBUS 类	FNA 穿刺活检针 1	与超声内窥镜配套使用，用于对病变组织（胃肠道黏膜下损伤和壁外损伤）进行超声引导下细针穿刺活检和组织取样。
	FNB 穿刺活检针 2	与超声内窥镜配套使用，用于对病变组织（胃肠道黏膜下损伤和壁外损伤）进行超声引导下细针穿刺活检和组织取样。

资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

## 2、肿瘤消融设备

肿瘤微波消融是微创治疗领域的另一项前沿技术，是直接将能量作用于肿瘤病灶以根除或实质性毁损肿瘤的局部疗法，具有简便、微创、精确等优点，已得到了广泛临床应用。当前，微波消融已成为肝癌治疗的主流方法之一，随着技术的不断成熟，应用范围也将越来越广。公司 2015 年收购康友医疗，扩展肿瘤消融产品线，公司目前的肿瘤微波消融产品主要包括微波消融仪和微波消融针。

表 2：公司微波消融产品

类别	产品	用途
微波消融	微波消融针	适用于治疗肝肿瘤。
	微波消融针	与微波消融仪配套使用，用于消融治疗。消融针在影像（B 超、CT、MRI 等）引导下，精确定位穿刺到治疗的肿瘤部位。微波消融治疗仪产生的微波能量，通过消融针辐射到治疗组织部位，微波振荡产生高温直接使肿瘤细胞蛋白质凝固，造成肿瘤细胞临床整体坏死。

资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

公司子公司康友医疗是我国领先的肿瘤消融设备及耗材制造商之一，微波消融治疗设备被江苏省经信委认定为江苏省首台（套）重大装备产品，微波消融针江苏省科技厅认定为高新技术产品，产品整体技术水平居行业前列，市场整体竞争力较强，覆盖了全国 525 家医院。公司肿瘤消融设备及耗材已经得到了中国民解放军总医院（301 医院）、中国人民解放军第二军医大学第三附属医院（东方肝胆外科医院，东方肝胆外科研究所）、广东省人民医院、空军军医大学（第四军医大学）西京医院、中国医学科学院肿瘤医院、南方医科大学南方医院等国内知名肿瘤医院的认可。

表 3：公司肿瘤消融产品与竞争对手产品对比

可比公司	康友医疗	南京维京九洲医疗器械研发中心	南京亿高微波系统工程有 限公司	南京长城医疗设备有限 公司
	消融治疗仪：2450MHz、 915MHz（工作频率）	消融治疗仪：2450MHz （工作频率）	治疗仪：2450MHz（工作 频率）	治疗仪：2450MHz（工 作频率）
型号	微波消融针：外径 （14G-18G）*长度 （70mm-300mm）	微波消融针：外径 （14G-18G）*长度 （100mm-250mm）	微波消融针：外径 （15G-17G）*长度 （100mm-250mm）	微波消融针：外径 （15G-17G）*长度 （140mm-200mm）
	同机双源双频； 输出功率范围：0~ 100W	单源单频； 输出功率范围：5~ 100W	同机双源单频； 输出功率范围： 0~150W	同机双源单频； 输出功率范围： 0~120W
参数（微波消融仪）	工作方式：连续或间 歇。间歇比值为 3。 在间歇工作状态功率 输出 3S，停止 2S； 工作时间可在 1~30 分钟内 任意设定； 具有杆温测量功能， 范围：10.0℃~45.0℃	工作方式：连续 工作时间可在 1~31 分钟内 任意设定； 无杆温测量功能	工作方式：连续 工作时间可在 1~32 分钟内 任意设定； 具有杆温测量功 能，范围： 10.0℃~45.0℃	工作方式：连续 工作时间可在 1~33 分钟内 任意设定； 具有杆温测量功 能，范围： 10.0℃~45.0℃
	可测量肿瘤边缘组织 温度，范围为 35℃~99.9℃；	无此功能	无此功能	无此功能

资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

### 3、EOCT 系统

光学相干断层扫描技术（Optical Coherence tomography, OCT）是近十年迅速发展起来的一种成像技术，它利用弱相干光干涉仪的基本原理，检测生物组织不同深度层面对入射弱相干光的背向反射或几次散射信号，通过扫描，可得到生物组织二维或三维结构图像。

EOCT 技术是将 OCT 技术微型化，。内镜光学相干断层扫描技术（Endoscopic Optical Coherence Tomography，简称 EOCT）是将 OCT 技术微型化，与内镜配合，实现在体检测，继承 OCT 的技术优势。公司 EOCT 内窥式光学相干断层成像系统由设备及探头两部分组成。医生将一根高速旋转的光纤及成像探头通过内窥镜工作管道插入人体腔道，对腔道横截面进行逐层扫描。其成像范围介于内镜和超声之间，成像深度达黏膜下 5 毫米，可观察到内镜直视观察

不到的黏膜间病变；成像清晰度 100 微米，接近病理级，远远高于超声影像，可用作快速病理判断和早癌及癌前病变筛查，是一种全新的人体腔道“无创光学活检”手段。

图 2: EOCT 设备及操作



资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

公司的 EOCT 产品采用 1300 纳米近红外光扫频光源的光学相干断层成像技术，主要分成球囊探头和非球囊探头两种型号。其中球囊探头有长度为 30, 55, 80 毫米，直径 16, 18, 20 毫米共 9 种规格。产品针对亚洲地区的疾病特征，主要用于食管高级别上皮内瘤变及鳞上皮细胞癌的检查。

公司 EOCT 系统已获得美国 FDA 批准，并在美国梅奥诊所、斯坦福大学医院等地开展临床试验与合作研究；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。

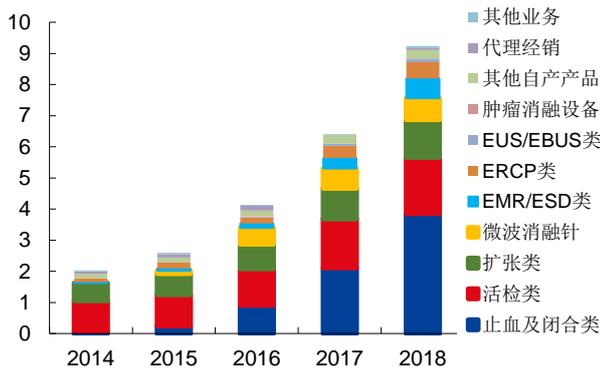
表 4: 公司产品与竞争对手产品在产品性能方面比较

项目	南微医学 EOCT	Ninepoint NvisionVLE
成像技术	采用 1300 纳米近红外光扫频光源的光学相干断层成像技术	采用 1300 纳米近红外光扫频光源的光学相干断层成像技术
成像扫描速度	A-scan 每秒 10 万线（24.4 帧/每秒）	A-scan 每秒 5 万线（12.2 帧/每秒）
球囊扩张方式	支持智能球囊导管压力扩张控制系统	每个耗材配套一个手动充气泵
耗材规格	分成球囊探头和非球囊探头两种型号。其中球囊探头有长度为 30, 55, 80 毫米，直径 16, 18, 20 毫米共 9 种规格。	只有球囊探头一种型号。有长度 14, 17, 20 毫米，直径 80 毫米共 3 种规格。
临床应用	针对亚洲地区的疾病特征，主要用于食管高级别上皮内瘤变及鳞状上皮细胞癌的检查	针对欧美地区的疾病特征，主要用于巴雷特食管，食管高级别异性增生及食管腺体癌

资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

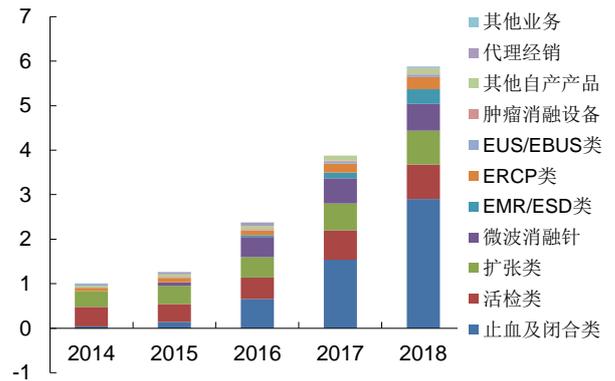
止血及闭合类产品占比最高。公司自产产品中止血及闭合类、活检类、扩张类、微波消融针、ERCP 类及 EMR/ESD 类产品收入占比较高，合计占公司主营业务收入的比例 90%以上，为公司的主要产品。其中止血及闭合类产品由于标准款和高性能款软组织夹量价齐升，2018 年收入增长 82.2%；EMR/ESD 等受益于消化道内镜下黏膜切除、剥离诊疗技术的快速推广普及，2018 年收入增长 93.91%。

图 3: 公司各产品的收入占比



资料来源: 公司招股说明书(注册稿), 华金证券研究所

图 4: 公司各产品的毛利占比

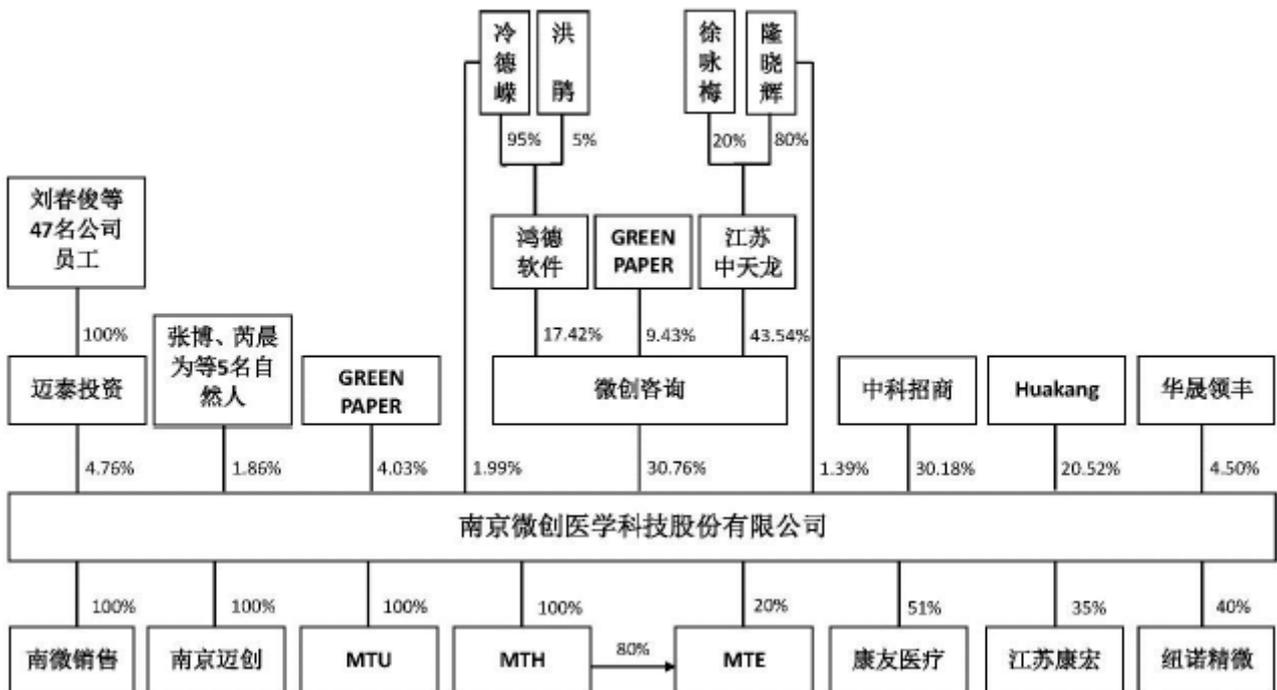


资料来源: 公司招股说明书(注册稿), 华金证券研究所

### (三) 股权结构

公司目前没有实际控制人。公司前三大股东为微创咨询(持股 30.76%), 中科招商(持股 30.18%)和 Huakang(持股 20.52%), 持股比例较接近, 因此公司没有实际控制人和控股股东。公司董事长为隆晓辉, 公司创始人冷德嵘担任公司总经理。李长青目前分管公司的研发及业务拓展, 曾主导多项新产品研发、上市、临床合作项目。

图 5: 公司股权结构图

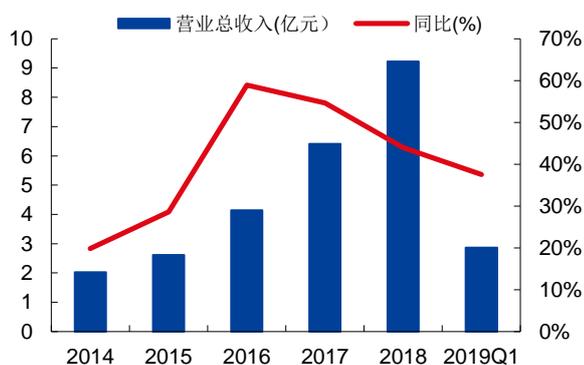


资料来源: 公司招股说明书(注册稿), 华金证券研究所

## （四）财务分析

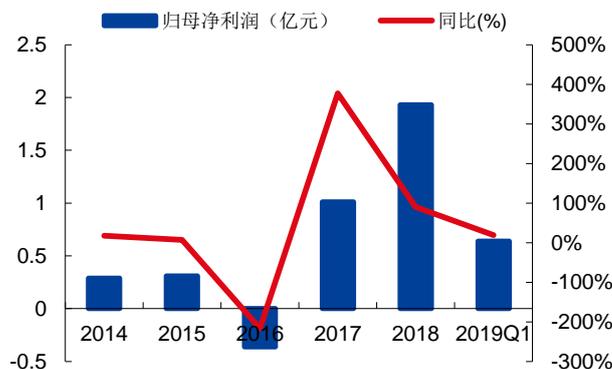
公司营收增长迅速，2016 年到 2018 年复合增长率为 49.2%，其中 2018 年实现营收 9.22 亿元，同比增长 43.4%。公司 2016 年由于进行股权激励，一次性计提股权激励费用 9750 万元，导致 2016 年净利润下滑严重。公司 2018 年实现归母净利润 1.93 亿元，同比增长 90.5%。

图 6：公司总营收及其增长率



资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

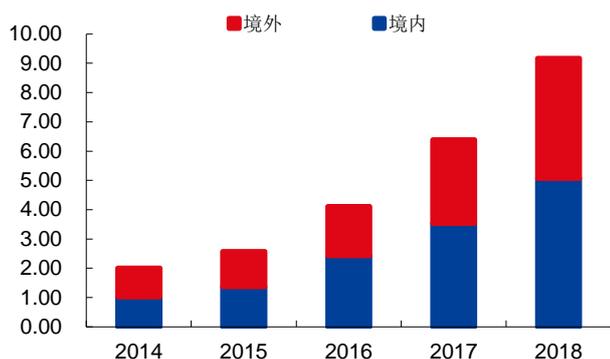
图 7：公司归母净利润及其增长率



资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

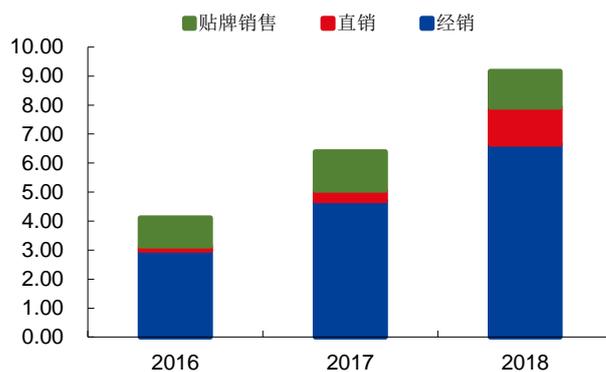
分地区来看，公司国内销售比重略高于国外销售，2018 年国内销售占比 55.3%，国外销售占比 44.8%。公司国内销售以经销模式为主，公司将中国大陆地区划分为 11 个大区，各大区配置部分销售人员专职负责辖区内的产品及技术推广、渠道开发、经销商管理、终端客户维护等工作。公司在美国由 MTU 负责销售业务，销售模式以直销为主。公司欧洲地区销售业务由子公司 MTE 管理，在德国以直销为主，在除德国的其他欧洲地区以经销为主。

图 8：公司收入境内境外占比



资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

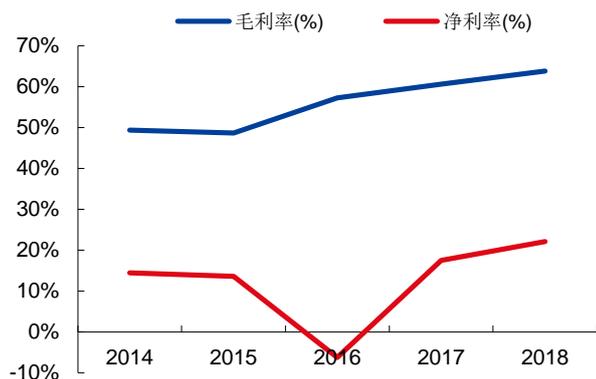
图 9：公司收入销售模式占比



资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

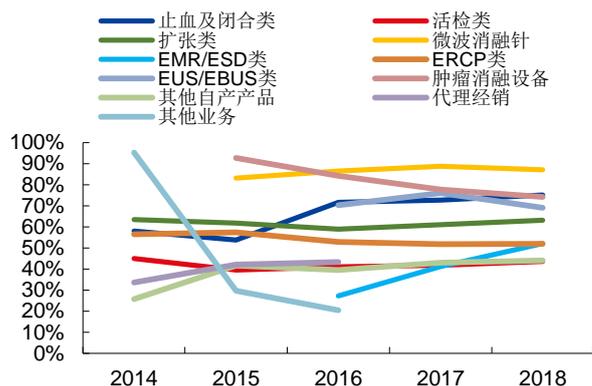
毛利率水平稳步提升。公司 2018 年毛利率由 2017 年的 60.57% 上升至 63.77%，同比增加 3.2pct，主要因为毛利率较高的止血及闭合类产品快速增长，在营收中占比不断提高；此外止血及闭合产品自身也在进行迭代，毛利较高的产品替代毛利较低产品，导致止血及闭合产品毛利率不断提高。

图 10: 公司毛利率和净利润的情况



资料来源: 公司招股说明书(注册稿), 华金证券研究所

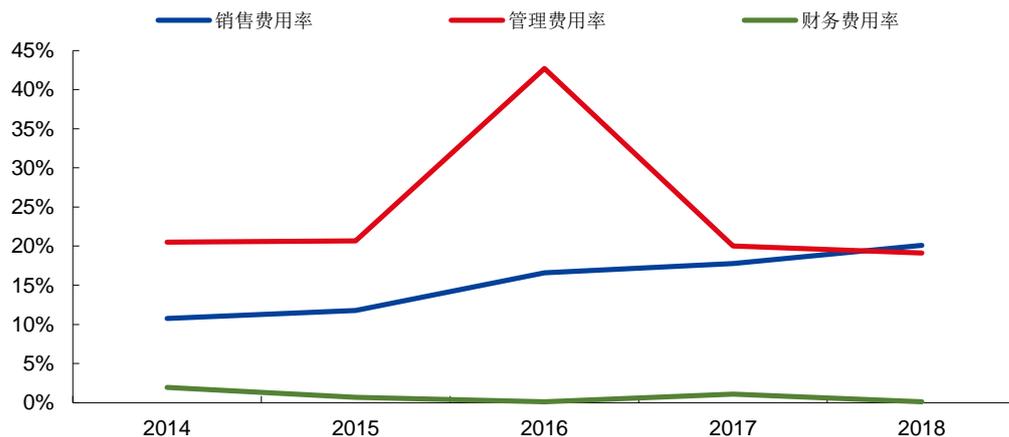
图 11: 公司分产品毛利率情况



资料来源: 公司招股说明书(注册稿), 华金证券研究所

销售费用率稳中有升, 管理费用率波动较大。公司销售费用率稳中有升, 2018 年销售费用率为 20.08%, 同比上升 2.31pct, 主要系工薪项目、市场推广费、销售佣金及差旅费逐年增长所致。公司 2016 年管理费用率大幅提升主要由于一次性确认股权激励费用 9570 万元所致, 剔除该影响后公司管理费用率保持稳定。

图 12: 公司期间费用率情况



资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

## 二、行业分析

### (一) 内镜: 规模仍将保持快速增长

内镜诊疗技术是将内镜插入人体自然腔道, 并通过内镜工作管道插入器械进行检查和治疗的一项全新的临床技术, 广泛应用于消化道和呼吸道疾病的临床诊断及治疗, 公司主要生产配合内镜使用的检查及微创手术器械。

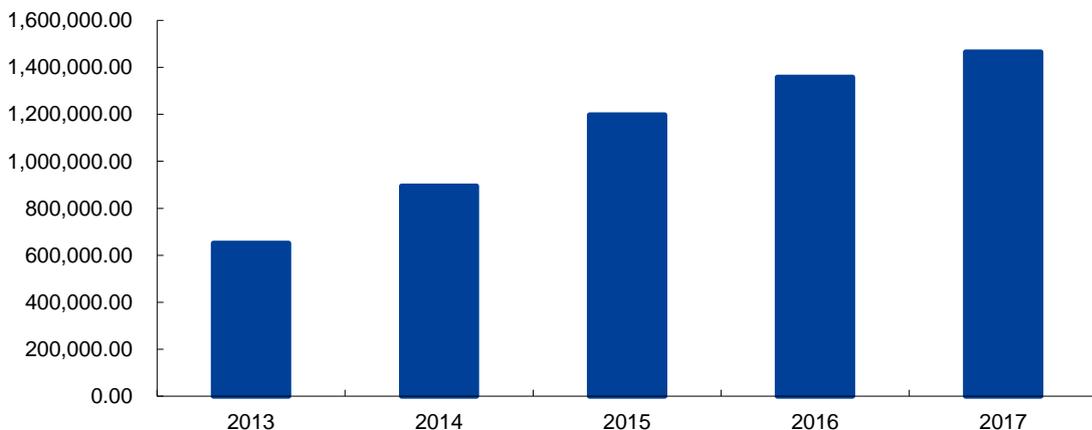
#### 1、我国消化系统疾病高发, 市场需求广阔

我国消化系统疾病高发，市场需求广阔。我国消化内镜诊疗器械市场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。由于我国特有的饮食习惯，我国消化道癌的发病形势较为严峻，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%，根据中华医学会 2018 年公布的数据，我国新发胃癌、食管癌和结直肠癌的病例占我国全部新发恶性肿瘤病例的 13.06%、9.30%和 8.89%，发病率排在第二、第三位和第五位。

作为消化道癌症高发的国家，我国有着巨大的消化内镜治疗需求。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。对于内镜检查出的消化道早期癌症，以 ESD/EMR 手术为代表的内镜下治疗手术与传统手术疗效相当，还具有创伤小、并发症少，费用低及无需长期住院等特点，可以有效降低患者的生理和经济负担，并为国家节约大量的医疗资源。

我国胆胰管疾病患者就医数量的持续快速增长，推动了胆胰管疾病领域内镜诊疗技术如 ERCP、EUS 引导下的胆胰管疾病治疗等内镜技术等的需求量不断增加。在胆胰管疾病方面，根据国家卫计委的统计数据，2017 年我国医院胆石病、胆囊炎及胰腺炎的出院患者人数为 146.50 万人，较 2013 年增长了 81.37 万人。以内镜下逆行 ERCP 为代表的内镜技术为这些胆胰疾病的微创治疗奠定了基础，同时，随着 EUS 技术的发展与普及，在 EUS 引导下的胆管和胰腺囊肿引流已发展成为 ERCP 的重要补充手段，并广泛应用于临床中。

图 13: 我国医院胆石病、胆囊炎及胰腺炎的出院患者人数 (人)



资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

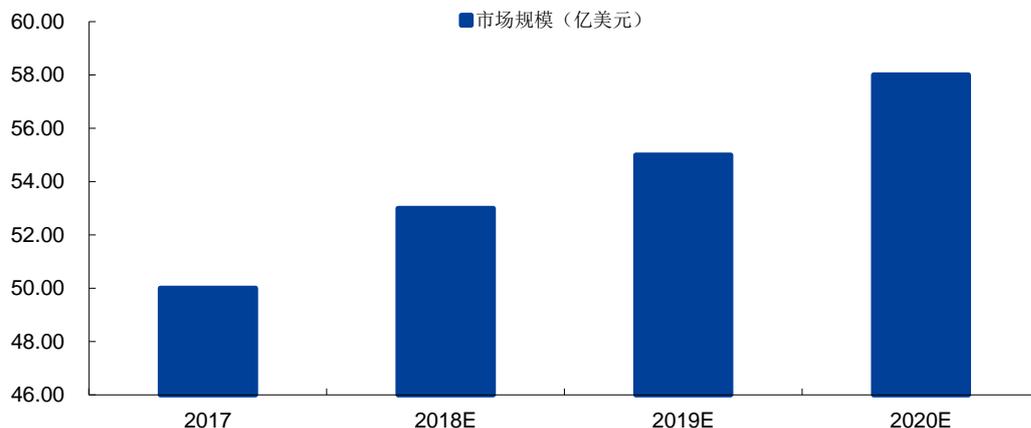
## 2、内镜检查开展率仍有提升空间

2012 年我国 10 万人胃镜检查开展率为 1663.51 例，而美国在 2009 年就已达到 2234.82 例；2012 年中国每 10 万人肠镜检查开展率为 435.98 例，而美国 2009 年的数据为 3724.70 例，差距十分巨大。在 ERCP 方面，2012 年我国每 10 万人 ERCP 开展率仅为 14.62 例，开展率最高的奥地利在 2006 年就已达到 181.40 例，2009 年美国开展率为 74.82 例，ERCP 普及率较低。随着人们对于内镜检查的越发重视，加之我国人口老龄化的加剧，居民消费能力及医保普及率的提高，我国内镜诊疗市场有着广阔的发展空间。

## 3、我国消化内镜诊疗市场规模仍将保持快速增长

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**，预计未来三年复合增长率为 **5%**，2020 年市场规模有望达到接近 **60 亿美元**。在消化内镜诊疗领域，2018 年全球应用于胆胰管疾病、消化道癌症、消化道出血领域的内镜器械市场规模分别为 **14 亿美元**、**14 亿美元**及 **6 亿美元**，预计到 2021 年，将会分别达到 **17 亿美元**、**18 亿美元**及 **6.75 亿美元**。

图 14: 全球内镜诊疗器械市场规模(亿美元)



资料来源: 公司招股说明书(注册稿), 华金证券研究所

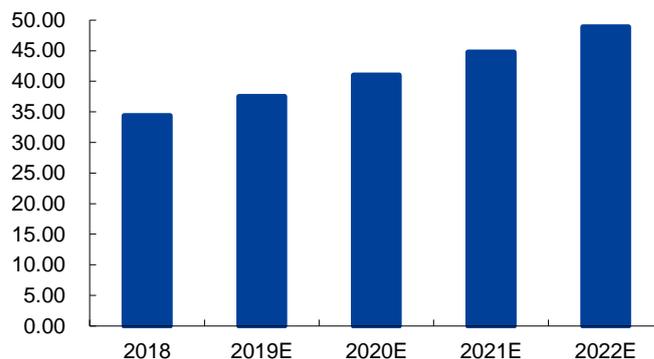
预计我国 2022 年市场规模将达到 **48.92 亿**。根据公司招股说明书测算，保守估计 2018 年我国内镜诊疗器械市场规模约为 **34.34 亿元**，其中活检钳 **5.28 亿元**，圈套器 **4.53 亿元**，注射针 **4.54 亿元**，软组织夹 **5.02 亿元**，超声穿刺活检针 **0.4024 亿元**，ERCP**11.25 亿元**，非血管支架 **3.3 亿元**。根据 FROST&SULLIVAN 的预测数据，2018 年至 2022 年我国内窥镜市场复合增长率为 **9.25%**，与内窥镜配套使用的内镜诊疗器械的市场增速应高于 **9.25%**。以 2018 年我国内镜诊疗器械市场规模 **34.34 亿元**为基数进行测算，预计至 2022 年，我国消化内镜诊疗器械市场规模将会至少达到 **48.92 亿元**。

图 15: 2018 年我国内镜诊疗器械细分品类市场规模测算

产品	数量(万件/万套)	单价(元)	市场规模(万元)
活检钳	2,699.10	19.55	52,767.41
圈套器	768.55	58.93	45,290.65
注射针	768.55	59.04	45,375.19
软组织夹	768.55	65.33	50,209.37
超声穿刺活检针	7.09	567.59	4,024.23
ERCP	37.5	2,999.00	112,462.50
非血管支架	-	-	330000
合计			310,129.35

资料来源: 公司招股说明书(注册稿), 华金证券研究所

图 16: 我国内镜诊疗器械市场规模预测(亿元)



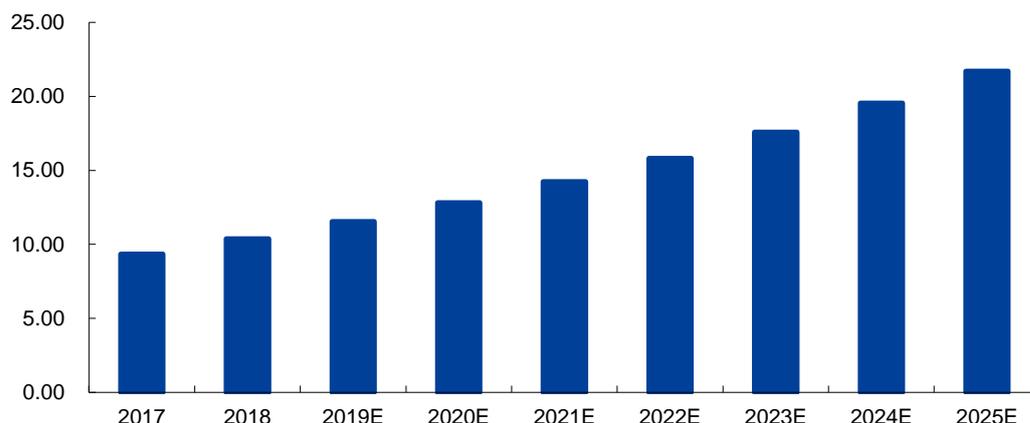
资料来源: 公司招股说明书(注册稿), 华金证券研究所

## (二) 肿瘤消融: 部分肿瘤的主流治疗方法之一

肿瘤消融治疗是指在超声/CT/MRI 等影像引导下将射频电极、微波消融针或者冷冻探针，穿刺到肿瘤部位，利用射频和微波产生的局部高温或焦耳汤姆逊效应产生的局部超低温原位灭活肿瘤。上述技术具有微创、操作简便，疗效确切、相对安全，可以反复应用等优点，目前已成为实体肿瘤（尤其是肝脏）的有效治疗手段之一。

根据 CACANCER 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%

图 17：全球肿瘤消融设备及耗材行业市场规模(亿美元)



资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

我国热消融是肿瘤消融的主流方法。适应症包括因心、肺、肝功能等原因不能实施手术的原发性肿瘤，尤其是肝脏实质性肿瘤；转移性癌灶、术后复发性癌症灶和多发性癌灶。根据招股书披露数据，2017 年中国热消融产品销售额约合 7 亿元人民币，年复合增长率约 20%，2018 年中国肿瘤消融市场空间约为 8.4 亿元人民币，预计 2020 年，我国肿瘤消融市场将会达到 11.2 亿元。

### （三）EOCT：市场需求广阔

EOCT 产品主要为内镜下 ESD 治疗指征提供影像学依据、高级别上皮内瘤变及食管早癌的筛查，其具有广阔的市场需求。近 10 多年来，我国恶性肿瘤发病率每年保持约 3.9% 的增幅。其中发病率前十的消化道疾病分别占第 2，第 4，第 6 及第 10 位，其中食管癌发病率为 6.26%（或 24.6 万例），占第 6 位。以食道癌为例，早期食道癌的五年存活率可以达到 95%，而进入二期后就降到了 35%，扩散后的食管癌不足 10%。EOCT 产品可为内镜下 ESD 治疗指征提供影像学依据、进行高级别上皮内瘤变及食管早癌的筛查。

## 三、募投项目

公司此次募集资金投资项目将投向生产基地建设、国内外研发及实验中心建设以及营销网络及信息化建设三个方向。

1) 生产基地建设项目拟新建生产基地用以扩大内镜诊疗器械的生产能力，并进一步提高产品质量和生产效率。

2) 国内外研发及试验中心建设项目拟建设国内研发及实验中心和美国研发中心，以提高公司在内镜诊疗器械领域的研发能力，国内研发中心将以研究 ERCP、ESD、EUS 等产品工艺、稳定性、可靠性、先进性等问题为主要研究方向，美国研发中心将聚焦世界最前沿的医学及医疗器械技术，除此之外，还将进行大肠癌早期诊断、巴雷特食管早期诊断、胃反流的治疗、营养供给类产品、止血粉剂类产品等的研究。

3) 营销网络及信息化建设项目拟在国内外建立七个营销网点，并购置软件及设备在南京建设营销一体化机房用以提高公司在内镜诊疗器械领域的销售能力，促进生产基地建设项目新增内镜诊疗器械产能的消化。

表 5: 公司募投项目明细

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

资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

## 四、估值分析

公司目前形成内镜诊疗、肿瘤消融、光学相干断层扫描成像（OCT）三大技术平台。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，产品临床优势显著，是目前业绩增长的主要驱动力。肿瘤消融设备及耗材产品包括微波消融治疗仪和微波消融针等，主要被应用于肿瘤的热微波消融治疗，目前肿瘤消融业务出于稳健发展状态。OCT 光学相干断层成像系统是一项新兴的光学成像技术系统，，可用作快速病理判断和早癌及癌前病变筛查。公司是第二个被美国 FDA 获批 EOCT 产品的厂家，目前正在美国进行临床推广与研究；在我国该产品已进入国家创新医疗器械审批绿色通道，公司正在 301 医院等 5 家医院开展临床试验，未来 EOCT 有望成为公司核心产品之一，为公司贡献新的业绩增长点。

我们选取在主营业务、主要产品构成方面与公司较为接近的四家公司作为可比公司。可比公司 PE（2018）波动范围在 31-58 之间，平均 PE 约 39.63 左右，PS（2018）波动范围在 3-11 之间，平均 PS 约 6.27 左右。

表 6: 可比公司估值

代码	公司名称	市值（亿）	PE（2018）	PE（TTM）	PS（2018）	PS（TTM）
300633.SZ	开立医疗	117.20	57.99	48.08	11.14	9.56
300326.SZ	凯利泰	67.03	31.35	13.78	7.62	6.79

代码	公司名称	市值 (亿)	PE (2018)	PE (TTM)	PS (2018)	PS (TTM)
603309.SH	维力医疗	34.90	29.74	44.22	3.05	4.31
300273.SZ	和佳股份	41.95	39.42	41.21	3.29	3.35
	平均	65.27	39.63	36.82	6.27	6.00

资料来源: wind, 华金证券研究所

基于 **PE** 估值方法: 公司 2018 年归母净利润为 1.93 亿元, 结合可比公司 PE (2018) 区间, 我们给予公司 PE (2018) 区间为 40~45x, 对应公司 IPO 发行后合理市值区间为 77.2~86.9 亿元。

基于 **PS** 估值方法: 公司 2018 年营业收入为 9.22 亿元, 结合可比公司 PS (2018) 区间, 我们给予公司 PS (2018) 区间为 7.4~8.8x, 对应公司 IPO 发行后合理市值区间为 69.2~81.13 亿元。

此外, 开立医疗在 2018 年 10 月收购主营内窥镜治疗器具的研发、生产和销售的威尔逊光电 100% 股权, 该公司 2017 年营收为 6584 万元, 净利润 1692 万元, 收购价格对应 2017 年 PE 估值为 22x, PS 估值为 5.6x。

综合考虑 PE 估值、PS 估值以及开立医疗收购威尔逊光电估值情况, 我们预计公司的整体估值水平为 69.2 亿元~81.1 亿元, 以现有总股份数结合拟发行股份数量的合计值计算 (假设不采用超额配售选择权), 公司的合理发行区间为每股 51.89 元-60.81 元。

## 五、风险提示

无实际控制人风险

境外经营风险

医疗器械行业政策变化风险

新产品市场需求未达到预期风险

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com