

2019年07月15日

南微医学 (688029.SH)

公司新股分析

证券研究报告

行业景气度高，技术优势打造国产微创诊疗龙头

定价区间：**48.25 - 58.74**
元

■**南微医学：业绩快速增长的国产内镜诊疗耗材龙头。**公司经过长期技术创新和新产品开发，围绕主要消化科及呼吸科微创术式建立了较为全面的产品线，包括：活检类、止血及闭合类、EMR/ESD类、扩张类、ERCP类、EUS/EBUS类等。业绩近年来实现高速增长，2018年营业收入9.22亿元，同比增长44%，已连续第3年保持40%以上的同比增长；归母净利润实现1.92亿元，同比增长90%；扣非归母净利润实现1.75亿元，同比增长73%。

发行数据

总股本(万股)	13,334
发行数量(万股)	3,334
网下发行(万股)	1,938
网上发行(万股)	1,282
保荐机构	南京证券股份有限公司
发行日期	2019/7/11
发行方式	网上发行,网下配售,战略投资者配售

■**癌症“早诊早治”趋势与未来我国内镜诊疗人数的增长将打开微创诊疗行业的成长空间。**微创治疗具有创伤小、预后恢复快，肿瘤残留和复发率少等特点，有效地避免了传统外科手术对患者造成的额外伤害。我国消化科癌症高发、患者五年生存率低，主要与我国内镜诊疗开展率低有关。相反，日本早期胃癌、食管癌5年内生存率可达90%，3年内复发率可控制在5%以下，均得益于内镜诊疗在人群中的普及。同时，我国内镜设施和医生配置地区差异较大，整体配置水平仍然较低。国家政策对内镜检查普及的重视、分级诊疗的不断推进和内镜开展率的提升将有望释放巨大的增量市场。

股东信息

南京新微创企业管理咨询有限公司	30.76%
深圳市中科招商创业投资有限公司	30.18%
Huakang Limited	20.52%
南京迈泰投资合伙企业(有限合伙)	4.76%
深圳华晟领丰股权投资合伙企业(有限合伙)	4.50%
Green Paper Investment Limited	4.03%
冷德嵘	1.99%
隆晓辉	1.39%
张博	.60%
潘雅娟	.46%

■**公司竞争优势：产品线全面，技术与渠道同时发力。**公司产品线阶梯性属性显著，止血闭合类与EMR/ESD类产品快速放量驱动业绩，活检和扩张等存量产品保持稳定增长。在各细分领域，公司掌握有世界级核心技术，荣获有国家科技进步奖二等奖、上海市科技进步二等奖等一系列表彰。渠道方面，公司已在欧洲、美国、日本等70多个国家或地区建立了营销网络，公司产品覆盖了国内2,900多家医院，其中三甲医院覆盖率达到55%以上，较为完善的营销网络促进了公司业务规模的持续增长。

马帅

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

相关报告

■**投资建议：**我们预计公司2019年-2021年的收入增速分别为37.1%、31.0%、25.1%，净利润增速分别为45.2%、31.2%、23.6%，对应EPS分别为2.1、2.75和3.4元。采用相对估值法，可比公司有乐普医疗和凯利泰，对应19年PE为26、23倍。考虑公司所在行业的景气度和公司的技术先进性所赋予其的发展潜力，我们给予2019年23-28倍PE区间，对应市值为64.3-78.3亿元，对应6个月合理股价区间是48.25-58.74元/股。

■**风险提示：**新产品研发不及预期；中美贸易摩擦的不确定性影响公司海外业绩可能性；医用耗材器械集中采购趋势带来的降价影响；细分

领域市场竞争加剧；专利诉讼事件风险；新产品推广不及预期。

摘要(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	640.7	922.1	1,264.0	1,655.5	2,070.4
净利润	101.2	192.7	279.7	367.0	453.5
每股收益(元)	0.76	1.45	2.10	2.75	3.40
每股净资产(元)	3.27	4.35	6.69	9.44	12.84

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	60.6%	63.8%	65.0%	66.3%	67.2%
净利润率	15.8%	20.9%	22.1%	22.2%	21.9%
净资产收益率	23.2%	33.2%	25.4%	25.0%	23.6%
ROIC	40.9%	65.1%	85.4%	93.4%	98.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 南微医学：业绩快速增长的国产内镜诊疗耗材龙头	5
1.1. 我国内镜诊疗微创领军企业.....	5
1.2. 产品体系：围绕内镜诊疗与肿瘤消融已建立了完善的产品线.....	5
1.3. 公司股权结构：目前无实际控制人，三大股东持股均衡.....	7
1.4. 公司业绩：整体业绩持续快速增长，产品线增长强劲.....	7
1.5. 技术研发：公司研发投入力度高，EOCT 新技术平台有望成为新增长点.....	9
2. 微创行业：技术提高早期肿瘤发现率和生存率，蓝海市场方兴未艾	10
2.1. 内镜技术经历三阶段发展，细分治疗手段日渐丰富.....	10
2.2. 微创技术的优越性：能够提高早期肿瘤的发现率和患者的生存率.....	11
2.3. 我国消化科癌症高发、生存率低，与早期诊疗率低有直接关系.....	13
2.4. 我国内镜设备和医生配置率仍较低，基层放量空间巨大.....	15
2.5. 诊疗人次放量打开微创医学市场规模的成长空间.....	17
3. 公司优势：产品线全面，技术与渠道同时发力	19
3.1. 产品与技术优势：产品围绕消化与呼吸科主要术式全面布局，拥有多项国际级技术.....	19
3.2. 渠道开发优势：终端医院覆盖率高，海外海内渠道网络不断完善.....	24
4. 投资建议：合理市值区间应为 64.3-78.3 亿元	26
5. 风险提示	27

图表目录

图 1：南微医学发展历程.....	5
图 2：公司股权结构.....	7
图 3：公司营收增长情况（百万元）.....	8
图 4：公司净利润增长情况（百万元）.....	8
图 5：公司费用率变化情况.....	9
图 6：公司毛利率与净利率变化情况.....	9
图 7：公司各产品线毛利率增长情况.....	9
图 8：公司研发支出情况（百万元）.....	10
图 9：EOCT 技术图示.....	10
图 10：EOCT 工作场景.....	10
图 11：内镜诊疗技术人体分布.....	11
图 12：EMR/ESD 微创技术实施步骤.....	12
图 13：中日不同癌种五年生存率对比.....	13
图 14：消化科主要癌症各国早期检出率对比.....	14
图 15：各国主要内镜项目开展率对比（每 10 万人）.....	14
图 16：我国各地区胃镜例数、胃镜下治疗例数及胃镜下治疗率（万；%）.....	15
图 17：我国各地区结肠镜例数、结肠镜下治疗例数及结肠镜下治疗率（万；%）.....	15
图 18：我国各地区拥有内镜诊疗设备的医院占当地医院总数的比例.....	16
图 19：我国各地区每百万人口拥有的内镜医生数量（内镜医生数/百万常驻人口）.....	16
图 20：我国各地区内镜医生数量（人）.....	17
图 21：各国内镜诊疗市场吸引力象限图.....	18
图 22：我国内镜诊疗市场规模（亿元）.....	18
图 23：中国部分内镜诊疗品种市场规模预计（百万美元）.....	18
图 24：全球部分内镜诊疗品种市场规模预计（百万美元）.....	18

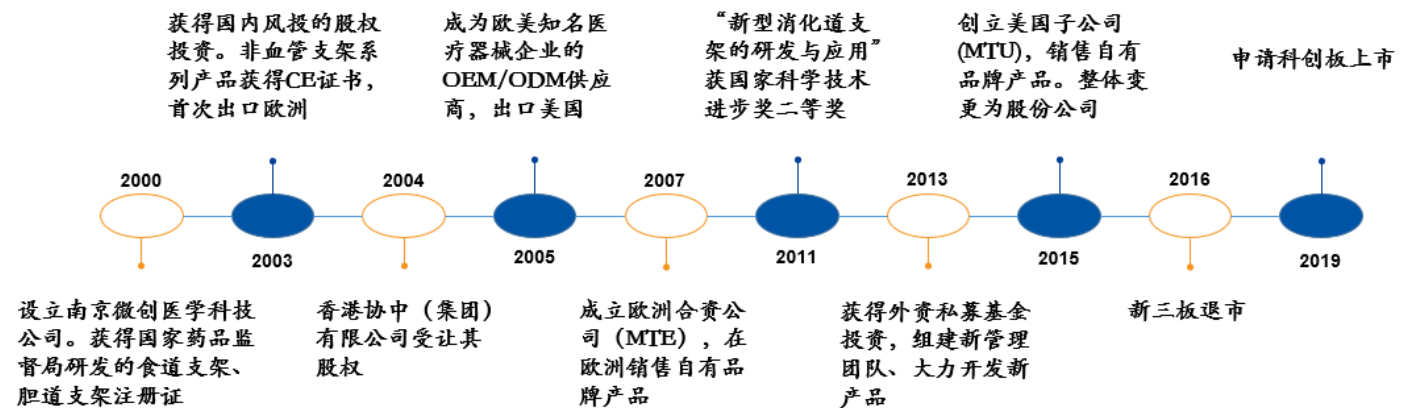
图 25: 全球肿瘤微波消融市场规模 (百万美元)	19
图 26: 中国肿瘤消融市场规模 (百万美元)	19
图 27: 公司止血及闭合类细分产品增长情况 (百万元)	20
图 28: 公司活检类细分产品增长情况 (百万元)	21
图 29: 公司扩张类细分产品增长情况 (百万元)	22
图 30: 公司 EMR/ESD 类细分产品增长情况 (百万元)	23
图 31: 公司 ERCP 类细分产品增长情况 (百万元)	24
图 32: 公司不同销售方式销售金额增长情况 (万元)	25
图 33: 公司不同销售方式占比变化 (%)	25
图 34: 公司国内终端医院覆盖情况 (家数)	25
图 35: 公司国内终端医院销售情况.....	25
图 36: 公司国内各类型终端医院覆盖比例.....	26
图 37: 公司国内各类型终端医院销售占比.....	26
表 1: 公司募投项目情况.....	5
表 2: 公司内镜诊疗产品线图例.....	6
表 3: 公司肿瘤消融产品线图例.....	7
表 4: 公司不同业务线增长情况 (百万元; %)	8
表 5: EDS 治疗食管癌及癌前病变的大样本 (n>100)研究结果.....	12
表 6: Uedo 与 Oda 关于 ESD 研究结果	13
表 7: 2012 年我国三大内镜开展情况	17
表 8: 2019 年我国三大内镜开展情况预计	17
表 9: 部分内镜诊疗产品市场规模测算.....	18
表 10: 止血及闭合类产品细节及技术优越性.....	20
表 11: 公司软组织夹性能参数与外资厂商的对比.....	20
表 12: 活检类产品细节及技术优越性.....	21
表 13: 扩张类产品细节及技术优越性.....	22
表 14: EMR/ESD 类产品细节及技术优越性	23
表 15: ERCP 类产品细节及技术优越性	23
表 16: 不同公司微波消融产品细节参数对比.....	24
表 17: 公司不同区域销售金额增长情况 (百万元)	26

1. 南微医学：业绩快速增长的国产内镜诊疗耗材龙头

1.1. 我国内镜诊疗微创领军企业

南京微创医学科技股份有限公司创立于 2000 年。公司主要从事微创医疗器械研发、制造和销售。经过近 20 年的创新发展，公司逐步由非血管支架单一产品到三大技术平台，由国内市场为主到国内国际市场双轮驱动，已成为微创诊疗领域内具有较高科研创新实力和核心产品竞争优势，业绩高速增长的行业龙头公司。公司于 2015 年 8 月 25 日在新三板挂牌，2016 年 6 月 14 日终止在新三板退市，公司于 2017 年 5 月在上交所提交主板 IPO 申请。在 2019 年 4 月 3 日，公司科创板上市申请已被受理，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。

图 1：南微医学发展历程



资料来源：公司官网、招股书、安信证券研究中心

根据公司招股书，公司拟发行新股数量不超过 3,334 万股不低于发行后总股本的 25%，本次发行股份全部为公开发行的新股，不涉及公司股东公开发售股份。本次计划募集资金 8.9434 亿元，主要用于生产基地建设项目，国内外研发及实验建设中心，营销网络及信息化建设项目。

表 1：公司募投项目情况

本次拟定募投项目	投资总额（万元）	拟用本次募集资金投入金额（万元）	占比
生产基地建设项目	65,592	65,592	73%
国内外研发及实验中心建设项目	15,259.01	15,259.01	17%
营销网络及信息化建设项目	8,583	8,583	10%
合计	89,434.01	89,434.01	100%


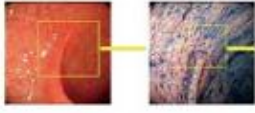















资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

1.2. 产品体系：围绕内镜诊疗与肿瘤消融已建立了完善的产品线

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，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。公司内镜治疗器械主

要应用于消化道和呼吸道疾病的临床诊断与治疗；肿瘤消融设备主要应用于肿瘤的热微波消融治疗。公司还计划推出光学相干断层扫描成像技术，这是近年来发展较快的一种新型层析成像技术，已经尝试在眼科、牙科和皮肤科的临床诊断中应用，未来将在生物组织活检检测和成像方面拥有广泛的应用。

表 2：公司内镜诊疗产品线图例

项目	常见术式	涉及产品
 胃肠镜检查术	 黏膜染色  活检  细胞刷检	活检类产品，如活检钳、细胞刷
 息肉电切除术	 黏膜下注射  微小息肉切除  息肉切除  金属夹创面缝合	EMR/ESD 类产品，如圈套器、注射针
 扩张术	 球囊扩张	扩张类产品，如扩张球囊
 支架置入术	 食道支架置入术  肠道支架置入术  胆道支架置入术  气管支架置入术	扩张类产品，如支架
 消化道出血治疗	 硬化剂注射止血  血管夹夹闭止血	止血及闭合类产品，如软组织夹
 胆管取石、扩张、引流 (ERCP)	 乳头括约肌切开  乳头括约肌扩张  胆管取石  胆管引流术  胆管内引流术  金属胆道支架引流	ERCP 类产品，如斑马导丝、取石球囊、取石网篮
 超声内镜 (EUS)	 超声穿刺活检术  超声穿刺抽吸术  胰腺囊肿引流术  胃-空肠吻合术	EUS/EBUS 类产品

资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

表 3：公司肿瘤消融产品线图例

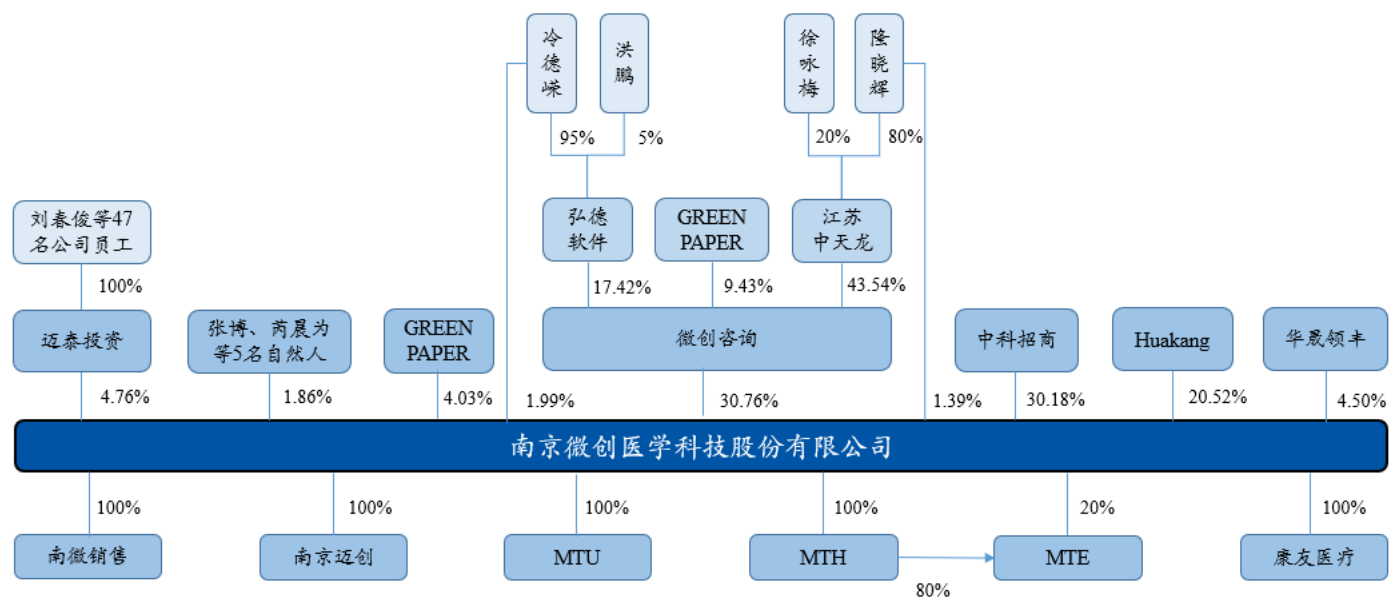
项目	常见术式	产品
 肿瘤消融术 经皮穿刺或经自然腔道到达肿瘤部位进行消融	 微波消融术  射频消融术  冷冻消融术	微波消融针、肿瘤消融设备

资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

1.3. 公司股权结构：目前无实际控制人，三大股东持股均衡

目前公司不存在通过投资关系、协议或者其他安排能够实际支配公司行为的实际控制人。公司前三大股东微创咨询、中科招商和 Huakang 持股比例较为均衡，分别为 30.76%、30.18% 和 20.52%。公司股东微创咨询、中科招商、Huakang、华晟领丰、隆晓辉、冷德嵘已承诺所持公司股份自上市之日起锁定 36 个月，占发行前公司股份总数的 89.35%。

图 2：公司股权结构

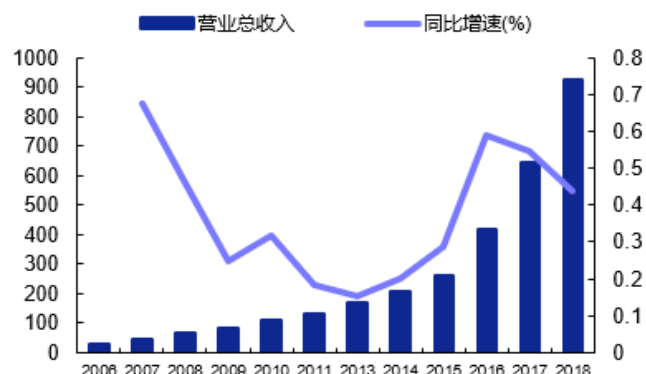


资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

1.4. 公司业绩：整体业绩持续快速增长，产品线增长强劲

公司近年来业绩实现高速增长。收入端：近年来增长显著提速，2018 年公司实现营业收入 9.22 亿元，同比增长 44%，已连续第 3 年保持 40% 以上的同比增速。利润端：2016 年因公司进行股权激励，按照会计准则计算的股份支付金额为 9,570.00 万元，一次性计入 2016 年管理费用，因此 2016 年利润总额为负数。2017 年以来，利润端增速回归正常水平，2018 年公司实现归母净利润 1.92 亿元，同比增长 90%，扣非归母净利润 1.75 亿元，同比增长 73%。

图 3：公司营收增长情况（百万元）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：公司净利润增长情况（百万元）



资料来源：Wind、安信证券研究中心

产品线阶梯性属性显著，止血闭合类与 EMR/ESD 类等新晋产品快速放量驱动业绩，活检和扩张等存量产品保持稳定增长。根据招股书数据显示，2018 年，止血及闭合类产品实现收入 3.85 亿元，同比增长 82%，EMR/ESD 类产品实现收入 6356 万元，同比增长 94%，止血及闭合类产品增长尤为强劲。此外，EUS、ERCP、肿瘤消融设备及耗材等产品线体量尚小，仍处于市场导入阶段，未来放量空间巨大。

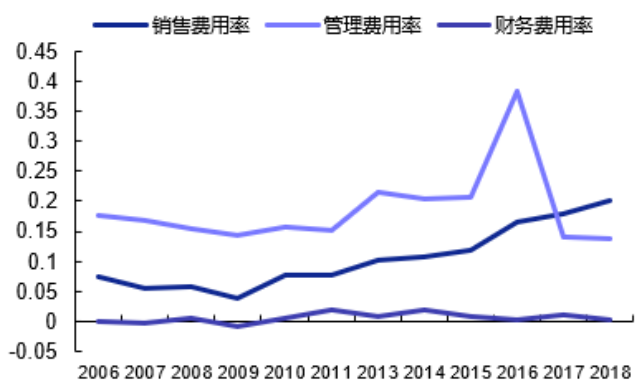
表 4：公司不同业务线增长情况（百万元；%）

业务线	2014	2015	2016	2017	2018
止血及闭合	7.61	25.17	91.68	211.63	385.60
YOY		231%	264%	131%	82%
活检类	98.01	100.96	117.01	157.14	179.87
YOY		3%	16%	34%	14%
扩张类	57.27	66.79	78.59	98.04	121.06
YOY		17%	18%	25%	23%
ERCP 类	12.40	17.61	19.32	38.95	52.50
YOY		42%	10%	102%	35%
EMR/ESD 类	2.61	8.35	14.31	32.78	63.56
YOY		219%	71%	129%	94%
微波消融针		9.28	52.30	63.84	68.62
YOY			463%	22%	7%
EUS/EBUS 类			0.95	5.82	8.99
YOY				510%	54%
肿瘤消融设备		2.33	3.03	2.48	2.27
YOY			30%	-18%	-8%
代理产品	7.85	11.17	15.66	0.00	5.53
YOY		42%	40%	-100%	
其他	14.20	15.00	21.46	29.99	34.12
YOY		6%	43%	40%	14%

资料来源：Wind、公司招股书、安信证券研究中心

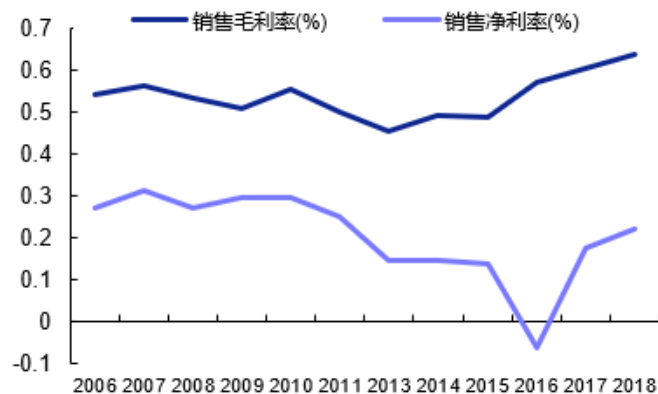
公司毛利率呈现提升趋势。根据招股书数据显示，公司主营业务毛利的增长源于主要产品止血及闭合类、活检类、扩张类、ERCP 类、EMR/ESD 类及微波消融针产品毛利的增长。受益于下游医疗服务市场不断增长，医学诊疗技术不断发展和普及，公司主营业务毛利不断提升，净利率于 2016 年受到股份支付计提冲击，2017 年即回归至正常水平。

图 5：公司费用率变化情况



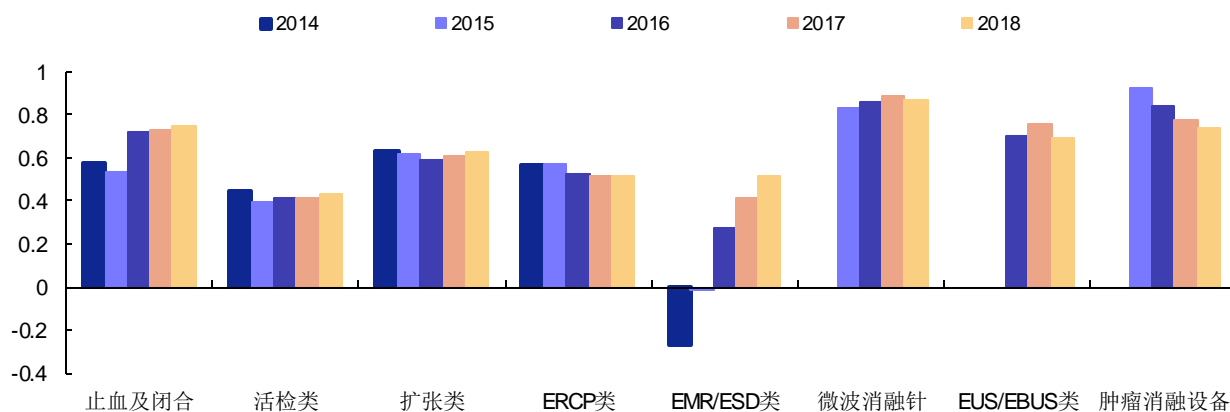
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 6：公司毛利率与净利率变化情况



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 7：公司各产品线毛利率增长情况

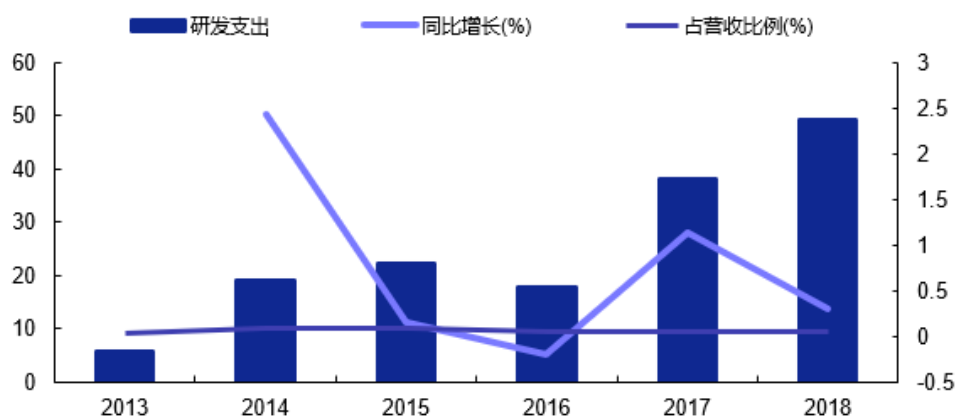


资料来源：Wind、安信证券研究中心

1.5. 技术研发：公司研发投入力度高，EOCT 新技术平台有望成为新增长点

公司研发投入力度高。根据公司招股书，2016-2018 年间，公司的研发支出持续增加，2017 年，公司研发支出达到 3786 万元，同比增长 112.7%；2018 年达到 4912 万元，同比增长 29.7%，占营业收入的比重为 5.33%。研发投入的增长有利于公司产品迭代和技术创新，为长期良性发展奠定了基础。

图 8：公司研发支出情况（百万元）

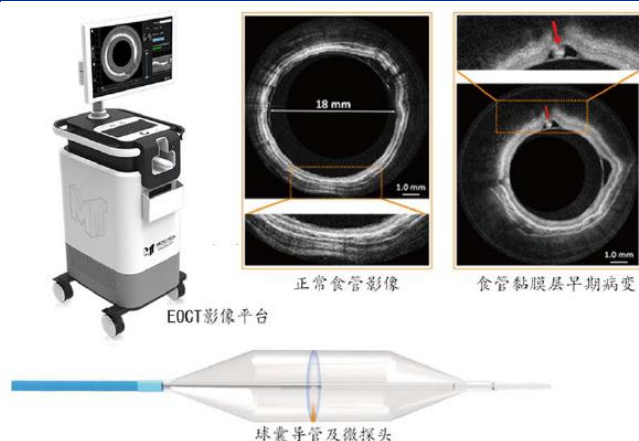


资料来源：Wind、安信证券研究中心

公司重磅 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。

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 9：EOCT 技术图示



资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

图 10：EOCT 工作场景



资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

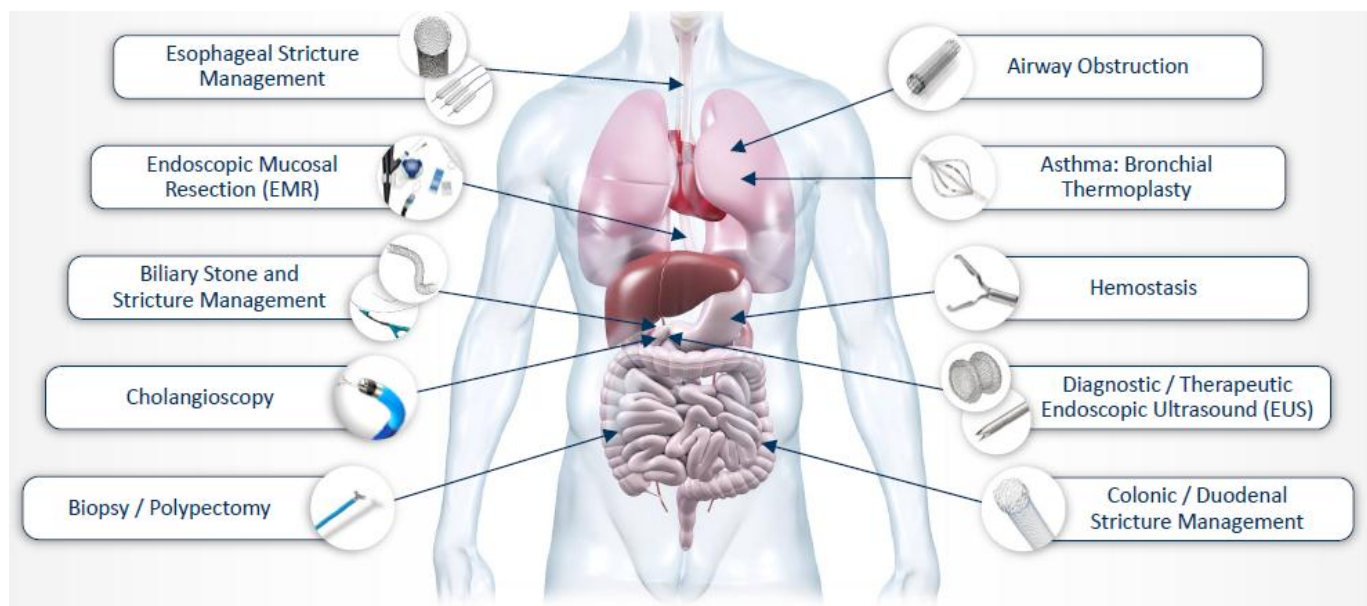
2. 微创行业：技术提高早期肿瘤发现率和生存率，蓝海市场方兴未艾

2.1. 内镜技术经历三阶段发展，细分治疗手段日渐丰富

历史上，内镜治疗总经历三个阶段的发展。第一阶段，1795-1932 年，硬管式内窥镜时期；第二阶段，1932-1980 年，这一阶段是纤维结肠镜时期，代表人物是美国医生 Hirschowitz，

他首先研制使用了光学纤维胃镜；第三阶段，即 20 世纪 80 年代至今，这一时期超声和电子镜的逐渐发展并成为主要诊断和治疗手段，内镜技术得到广泛的应用。消化道早癌的内镜诊疗主要以内镜下黏膜切除术(EMR) 和内镜下黏膜下剥离术(ESD) 为代表，一系列前沿治疗技术不断涌现，如 ERCP、EUS、EOCT 等，治疗手段仍然在不断丰富。近年来，我国内镜诊疗也有了长足进步，放大内镜、染色内镜等技术开始广泛应用，早期恶性肿瘤检出率出现上升。电刀、圈套器等手术辅助器械的使用不断普及，为早期切除手术提供了条件。例如胃镜检查，能很清楚地看出上消化道的疾病，如食道炎、胃炎、食道溃疡、胃息肉、食道癌或胃癌等，能够明确胃炎、胃溃疡的病灶位置，以及病变程度，诊断效果十分可靠。

图 11：内镜诊疗技术人体分布

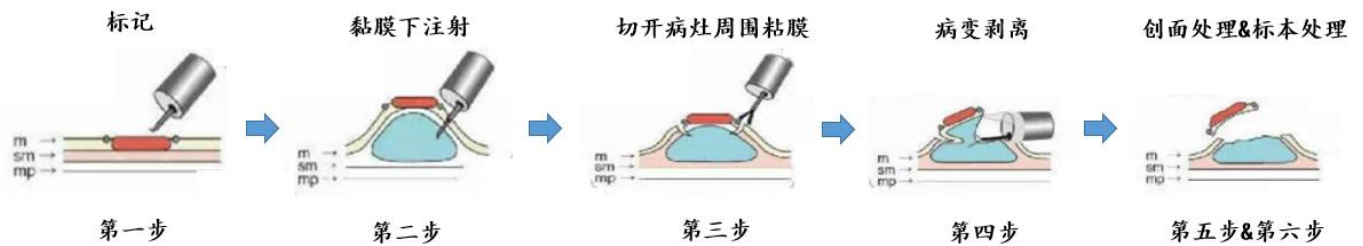


资料来源：波士顿科学、安信证券研究中心

2.2. 微创技术的优越性：能够提高早期肿瘤的发现率和患者的生存率

微创治疗具有创伤小、预后恢复快，肿瘤残留和复发率低等特点，有效地避免了传统外科手术对患者造成的额外伤害。随着内镜器械和诊治技术的不断成熟，消化道肿瘤的早期检出率有了显著提高，而内镜技术也由最初的检查方式逐渐演变成为一种重要治疗手段，内镜技术的不断发展，使得医生可以通过内镜对初期肿瘤患者的病灶进行根治性切除治疗，不仅极大提高了患者的预后效果，同时也使术后并发症的发生率出现大幅下降。以 EMR/ESD 手术为例，目前治疗早期消化道肿瘤主要是 EMR 和 ESD 两种治疗方案，其凭借临床操作简便、术中创伤小、术后并发症少等特点，已广泛应用于临床治疗中。操作步骤遵循：标记→黏膜下注射→切开病灶周围黏膜→病变剥离→创面处理→标本处理。

图 12: EMR/ESD 微创技术实施步骤



资料来源: CNKI、安信证券研究中心

微创手术诊断治疗早期肿瘤效果显著。以食管早癌为例，根据 CNKI 数据，大样本研究报道 ESD 治疗食管早期鳞癌可达到近乎 100% 的整块切除率和 80% 以上的根治率。一项来自日本的多中心回顾性研究比较了 ESD 和 EMR 治疗食管早期鳞癌的有效性，发现 ESD 的整块切除率更高（分别为 100% 和 53.3%， $P < 0.05$ ）、局部复发率更低（分别为 0.9% 和 9.8%， $P < 0.05$ ）。美国梅奥医学中心的研究者比较了 742 例食管早癌患者接受内镜治疗或手术切除后的长期生存质量，发现两组的平均无癌生存时间没有明显差异（分别为 56 和 59 个月， $P = 0.41$ ）。

表 5: EDS 治疗食管癌及癌前病变的大样本 (n>100) 研究结果

作者	病例数	研究对象	整块切除率 (%)	治愈性切除率 (%)	穿孔率 (%)	出血率 (%)	术后狭窄率 (%)
Ismoto	291	食管早期鳞癌，腺癌和癌前病变	99.7	92.1	0	0.7	6.9
Takahashi	116	食管早期鳞癌	100	99.1	2.6		17.2
Ono	107	食管鳞癌	100	88	6.9	0	18
Oyama	102	浅表性食管鳞癌	93		6		6.8

资料来源: CNKI、安信证券研究中心

此外，2005 年 Uedo 等发表了一项研究，比较了传统手术和内镜治疗对于分化较好的早期黏膜内小胃癌 (<20mm) 的远期疗效。结果发现 5 年及 10 年生存率均为 99%。该研究发表后，EMR 在日本成为分化较好的黏膜内小胃癌常规治疗的一部分。Oda 等报道术后 3 年疾病特异性生存率为 100%，总体无复发生存率 94.4%。目前已证实 ESD 在一般状况较差的高龄胃癌患者当中安全可行。既往 EMR 术后复发病变也可考虑行 ESD 治疗。

表 6: Uedo 与 Oda 关于 ESD 研究结果

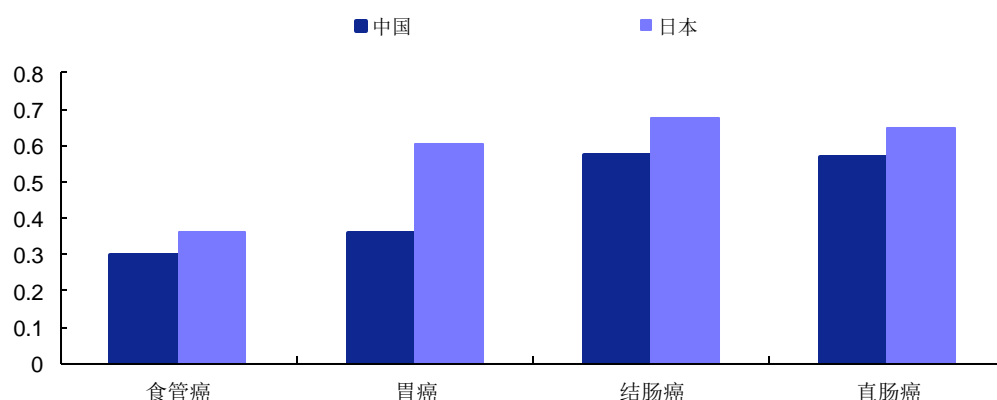
预后	实验设计	参考文献
对于直径小于 2cm 分化良好,局限于黏膜层的早期胃癌,推荐内镜治疗。内镜下黏膜切除后 5 年及 10 年无病生存率可达 99%。	回顾性分析 131 例分化良好,直径较小的早期胃癌经内镜下黏膜整块切除治疗后,随访时间 18 年。	Uedo 等
内镜治疗(包括 EMR 及 ESD) 3 年无瘤生存率和总生存率分别为 94.4%及 99.2%。ESD 具有更好的整块切除率,从而降低局部复发。	多中心回顾性研究,入组早期胃癌患者 655 例符合如下入选标准: a 高分化成中分化腺癌。B 病变局限于黏膜或浸润黏膜层<500 μ m (sml) c 合并溃疡的病变直径 \leq 30mm。	Oda 等

资料来源: CNKI、安信证券研究中心

2.3. 我国消化科癌症高发、生存率低,与早期诊疗率低有直接关系

我国癌症高发和内镜诊疗率低的现状同时存在。根据 CNKI 数据,全世界每 100 万胃癌患者,有 47 万是中国人;每 100 万食管癌患者,50 万人是中国人。但是,消化系统疾病的内镜筛查工作并不是得到大规模的普及。但是,目前我国大众的保健意识、预防意识、体检意识都非常薄弱,例如食管癌,很多病人不能咽食时才去检查,胃癌患者只有胃出血,身体迅速消瘦才去检查。而多数食管癌、胃癌和结、直肠癌均有逐渐演变过程(例如肠癌:李兆申教授指出,肠癌一般需要 15~20 年时间发展,如果能在早期发现,用肠镜实施切除之后,治愈率可达到 90%以上),且早期患者自身并不容易发现,因此,对这些疾病进行早期内镜筛查和内镜监测显得非常必要。在这一点上,欧美和日本的经验值得我们借鉴。以结、直肠癌为例,欧美和日本这些国家这一类的疾病是非常常见的,因此欧美各国为提高对其的早期诊疗率,相继采用了乙状结肠镜、粪隐血试验和全结肠镜等筛查手段。根据 CNKI 数据,在日本,早期胃癌、食管癌 5 年内生存率可达 90%,3 年内复发率可控制在 5%以下,均得益于内镜诊疗在人群中的普及。

图 13: 中日不同癌种五年生存率对比

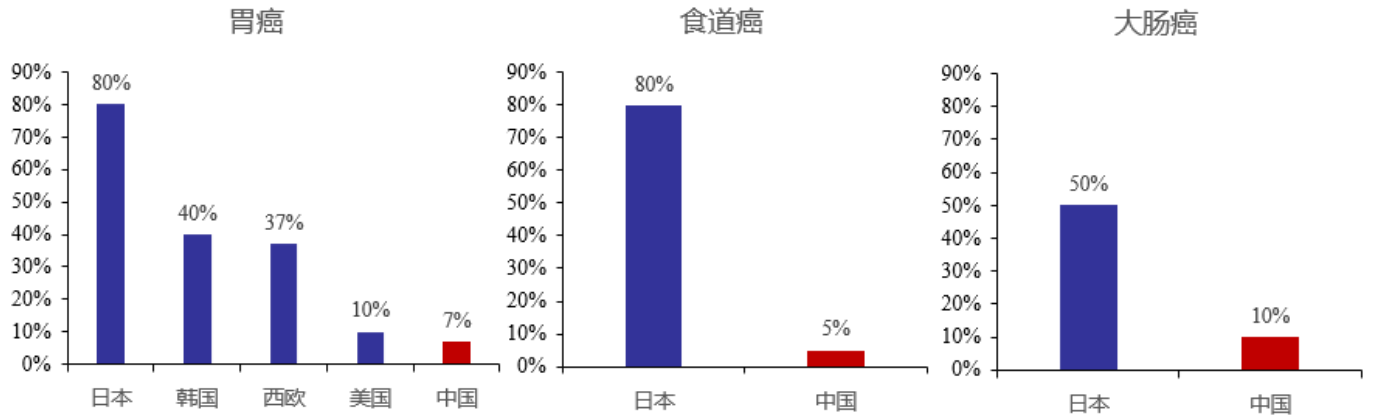


资料来源: CNKI、Wind、安信证券研究中心

我国五年癌症生存率低与早期检出率低有直接关系,而早期检出率低又与人群内镜检查开展率低有直接关系。我国主要消化科癌症的早期检出率显著低于其他发达国家,CNKI 数据显示,我国胃癌和食管癌患者被初次诊断时,有 80%~90%已经是中晚期,这种阶段的癌症患者,无论是手术还是放化疗,死亡率都很高。由于在影像学、肿瘤标记物等众多癌症检测手

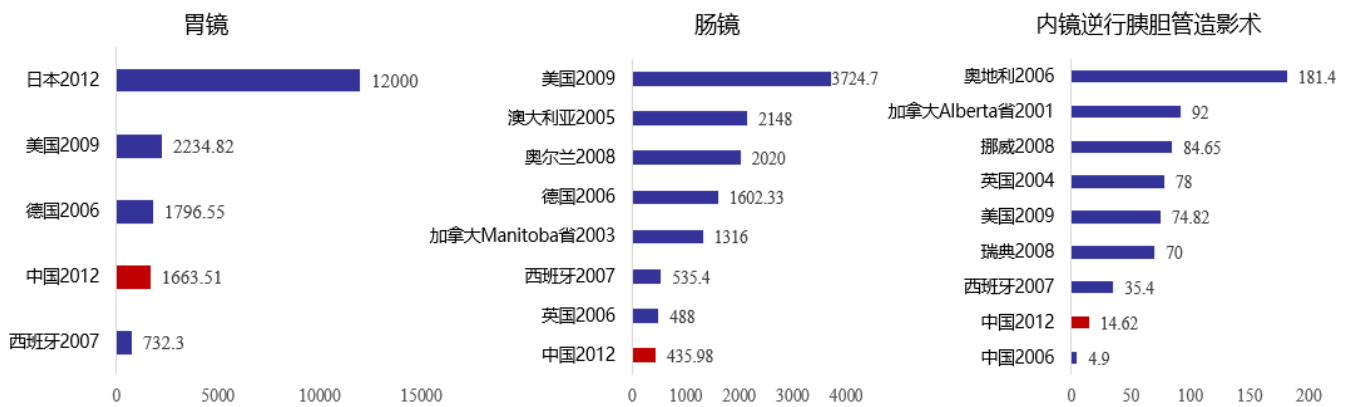
段中，唯有内镜+活检能够对早期癌症起到较为精确的识别，因此人群的早期癌症检出率也就与内镜开展率息息相关。同样根据 CNKI 数据显示，我国内镜开展率亦较发达国家存在较大差距，证实了内镜开展率不高是导致我国癌症早期检出率低的主要原因。

图 14：消化科主要癌症各国早期检出率对比



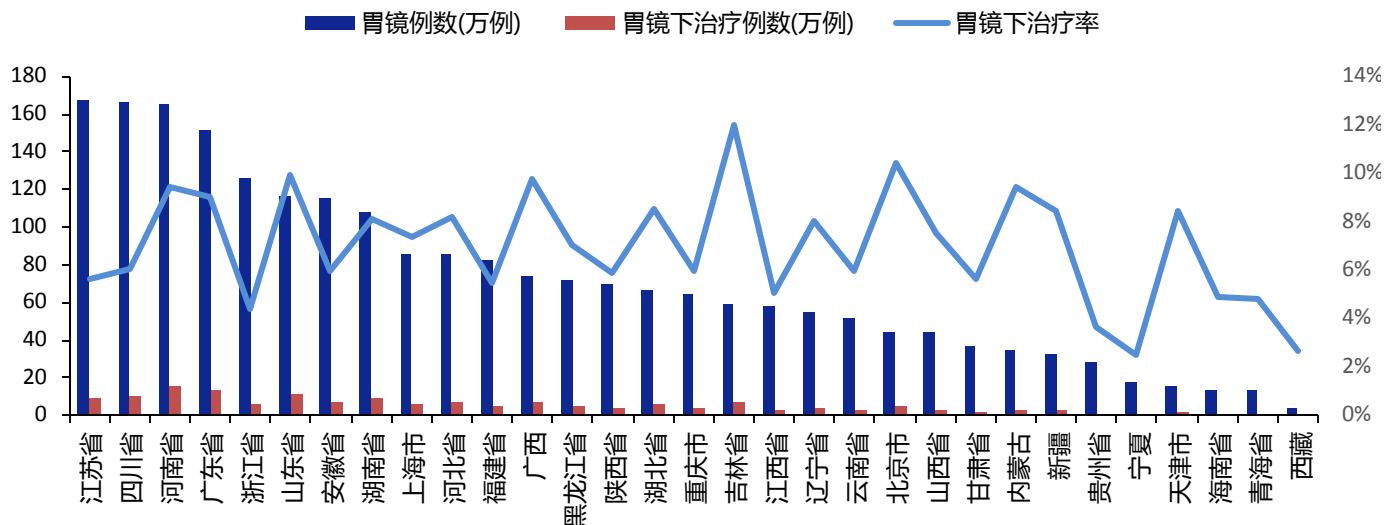
资料来源：CNKI、安信证券研究中心

图 15：各国主要内镜项目开展率对比（每 10 万人）



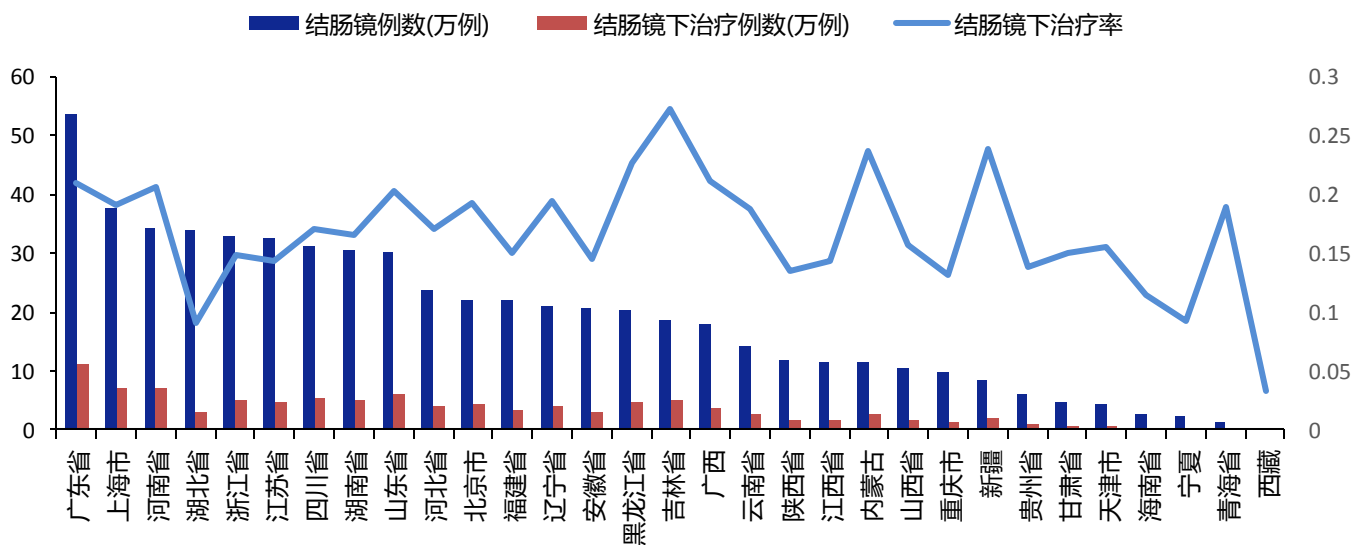
资料来源：CNKI、《中国卫生质量管理》、安信证券研究中心

图 16：我国各地区胃镜例数、胃镜下治疗例数及胃镜下治疗率（万；%）



资料来源：CNKI、中华消化内镜杂志 2015 年 8 月第 32 卷、安信证券研究中心

图 17：我国各地区结肠镜例数、结肠镜下治疗例数及结肠镜下治疗率（万；%）

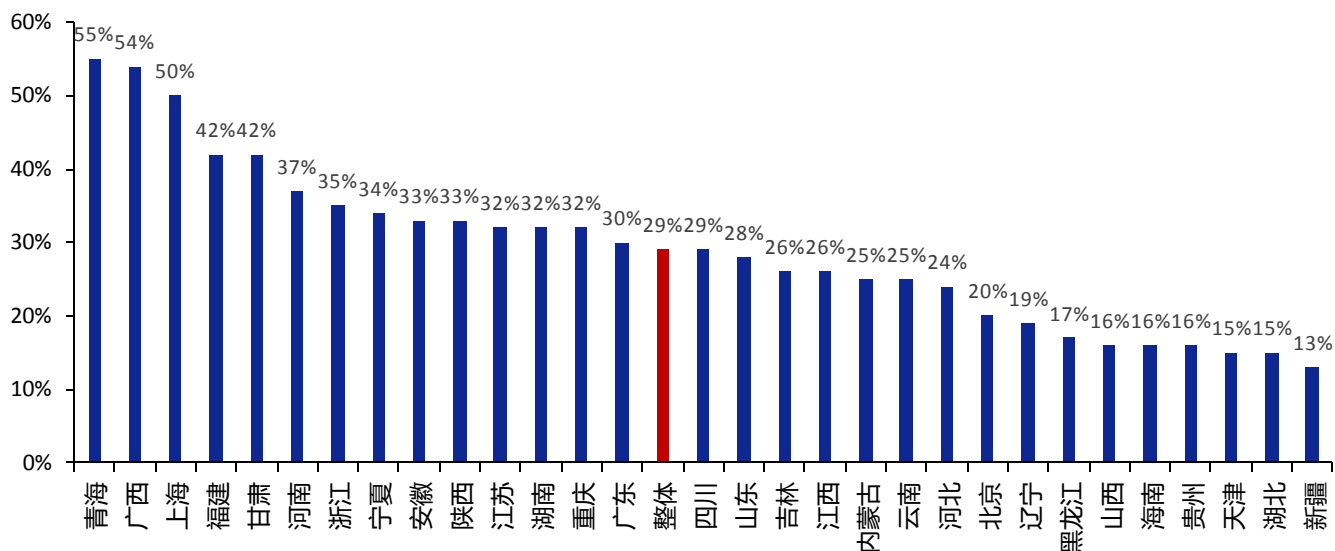


资料来源：CNKI、中华消化内镜杂志 2015 年 8 月第 32 卷、安信证券研究中心

2.4. 我国内镜设备和医生配置率仍较低，基层放量空间巨大

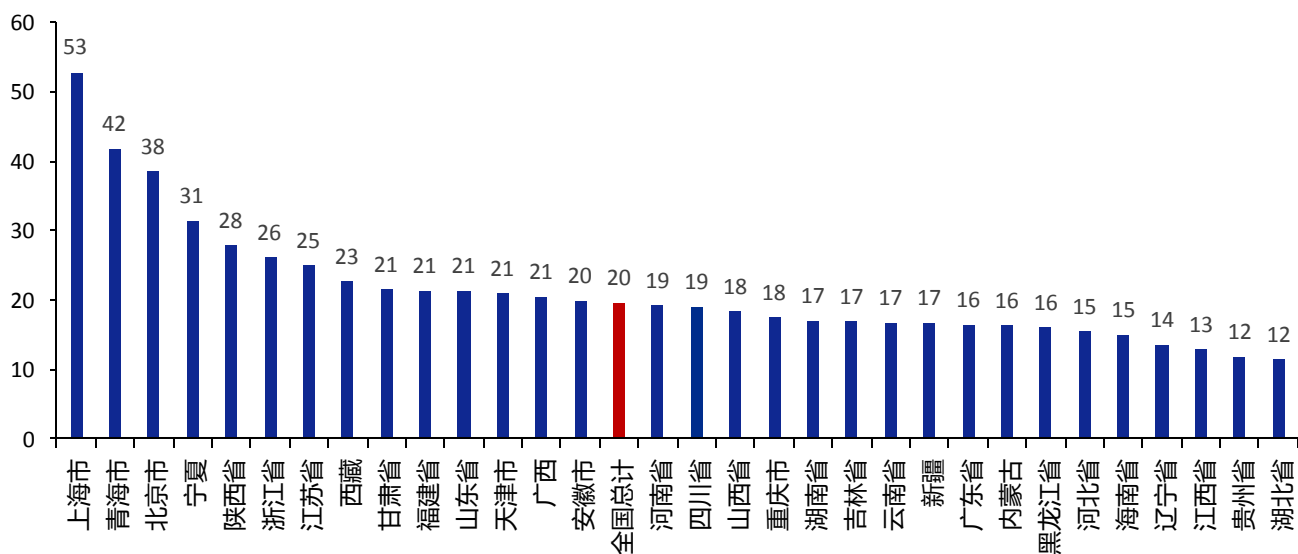
我国内镜设施和医生配置地区差异较大，整体配置水平仍然较低。据 CNKI 数据，我国所有省/直辖市中，仅青海、广西和上海三个地区，拥有内镜诊疗设备的医院数量占比超过了 50%。全国平均每百万人口拥有的内镜医生数量仅 20 人，且地区差异较大，发达地区每百万人拥有的内镜医生数量显著高于次发达地区。随着国家政策对内镜检查普及的重视，和分级诊疗的不断推进，我国基层医疗机构的设施以及医生配置有望不断完善，释放巨大的增量市场。

图 18：我国各地区拥有内镜诊疗设备的医院占当地医院总数的比例



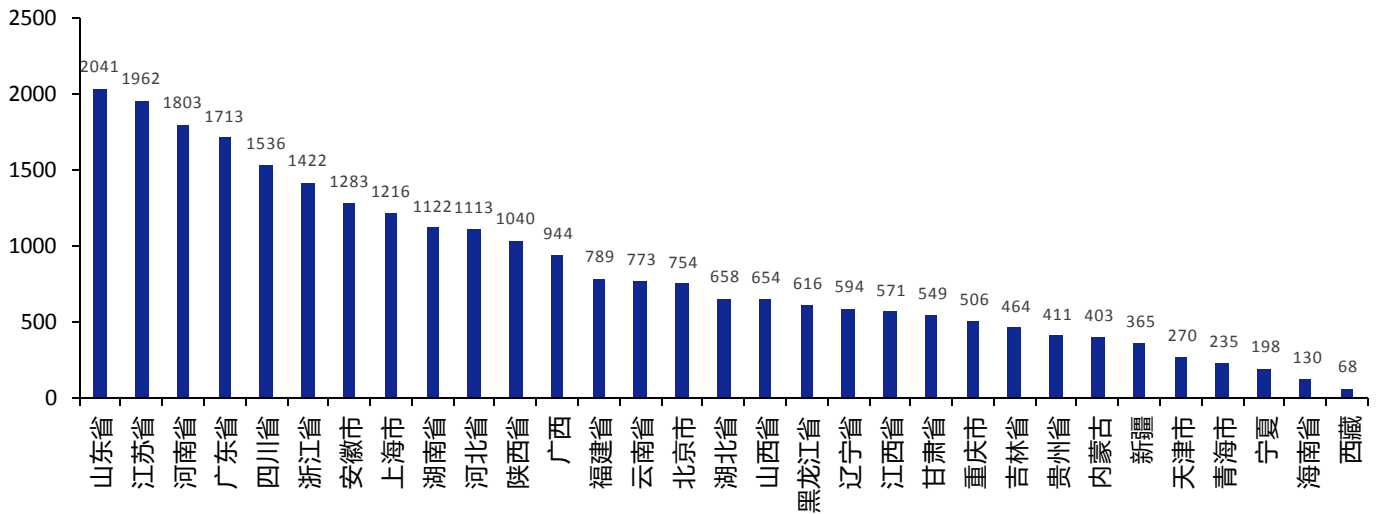
资料来源：CNKI、《中国卫生质量管理》、安信证券研究中心

图 19：我国各地区每百万人口拥有的内镜医生数量（内镜医生数/百万常驻人口）



资料来源：CNKI、中华消化内镜杂志 2015 年 8 月第 32 卷、安信证券研究中心

图 20: 我国各地区内镜医生数量 (人)



资料来源: CNKI、中华消化内镜杂志 2015 年 8 月第 32 卷、安信证券研究中心

2.5. 诊疗人次放量打开微创医学市场规模的成长空间

根据我国内镜诊疗领域权威李兆申教授发言, 国家在一系列政策中提出要加强癌症的早诊早治, 提高癌症五年生存率。李兆申教授指出: 以胃肠镜为例, 我国 14 亿人口, 按照每年 10% 的百姓需要做胃肠镜检查, 也有 1 亿人以上, 但是医院的设备、专业医生的数量是远远不够的, 只有培养更多的胃镜医生, 鼓励医生定期下到基层去, 让内镜检查在人民群众的意识里更加平常化, 多加筛查, 才能够真正发挥内镜科学的作用。

根据 CNKI 提供的 2012 年内镜诊疗数据, 及卫生统计年鉴披露的近年来我国相关疾病医院出院人次增长情况, 我们估测了部分内镜诊疗项目的 2019 年开展情况, 并测算所对应产品的市场规模。我们发现目前主要品种的市场规模相比于目标市场规模, 渗透率均仅在 30% 左右。

表 7: 2012 年我国三大内镜开展情况

	2012 年内镜开展例数 (万)	2012 年内镜下治疗例数 (万例)	开展率 (每十万人)	治疗率 (%)
胃镜	2225.41	163.02	1711.85	7%
肠镜	583.24	103.56	448.65	18%
ERCP	-	19.56	-	100%

资料来源: 公司招股书、安信证券研究中心

表 8: 2019 年我国三大内镜开展情况预计

	2019 年内镜例数 (万例)	2019 年内镜治疗例数 (万例)	活检率 (%)	目标开展率 (每十万人)	目标开展例数 (万例)	目标治疗例数 (万例)
胃镜	4336.69	317.68	30%	10000	13000	952.30
肠镜	1136.57	201.81	30%	4000	5200	923.31
ERCP		42				140

资料来源: 公司招股书、安信证券研究中心

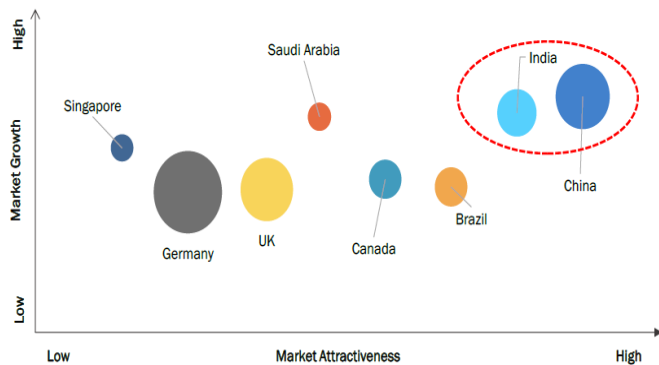
表 9：部分内镜诊疗产品市场规模测算

	2019 市场规模测算			存量市场天花板		
	需求量 (万例)	价格 (元)	市场规模 (万元)	需求量 (万例)	市场规模 (万元)	当前渗透率
活检钳	1642.0	19.6	32100.7	5460.0	106743.0	30.1%
圈套器	519.5	58.9	30613.5	1875.6	110529.8	27.7%
注射针	519.5	59.0	30670.6	1875.6	110736.1	27.7%
软组织夹	519.5	65.3	33938.2	1875.6	122533.7	27.7%
ERCP	41.8	2999.0	125365.7	140.0	419860.0	29.9%
总计			252688.7		870402.7	29.0%

资料来源：安信证券研究中心

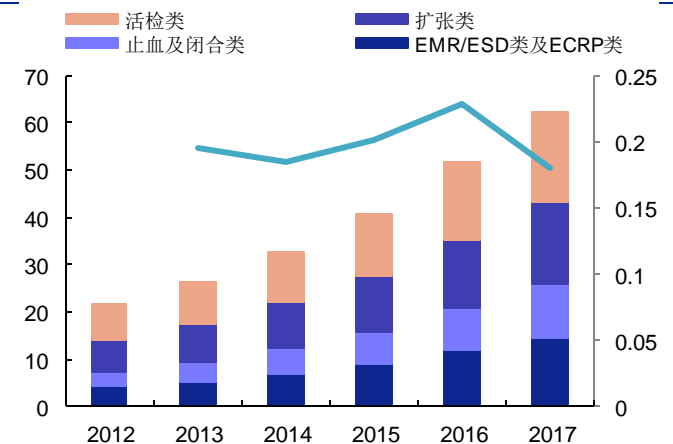
根据 Primary Secondary Research & AMR Analysis，我国内镜诊疗行业的市场增长率和市场吸引力均位列第一梯队。相比较已经发展较为成熟的内镜诊疗世界市场，我国市场仍处于发展前期，无论是行业近年来的增长率抑或是未来的增长率预期，均高于世界整体水平。根据智研咨询报告，我国 2017 年 EMR/ESD/ERCP 类、止血闭合类、扩张类和活检类市场规模分别为 14.7 亿元、11.4 亿元、17.3 亿元和 19 亿元。

图 21：各国内镜诊疗市场吸引力象限图



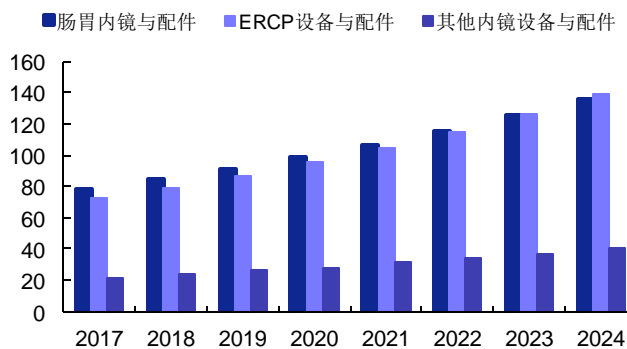
资料来源：Primary Secondary Research & AMR Analysis、安信证券研究中心

图 22：我国内镜诊疗市场规模（亿元）



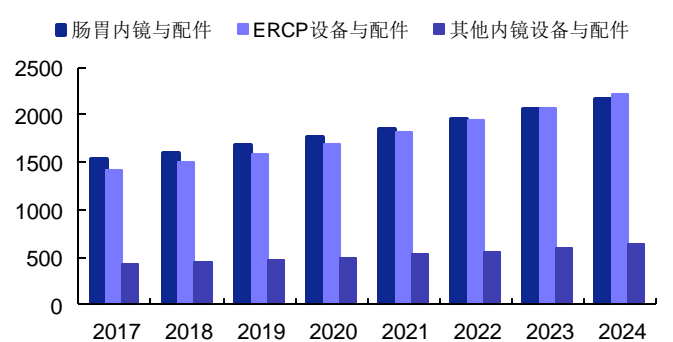
资料来源：智研咨询、安信证券研究中心

图 23：中国部分内镜诊疗品种市场规模预计（百万美元）



资料来源：Primary Secondary Research & AMR Analysis、安信证券研究中心；注：该处产品涵盖口径小于智研咨询，故市场规模存在差异

图 24：全球部分内镜诊疗品种市场规模预计（百万美元）

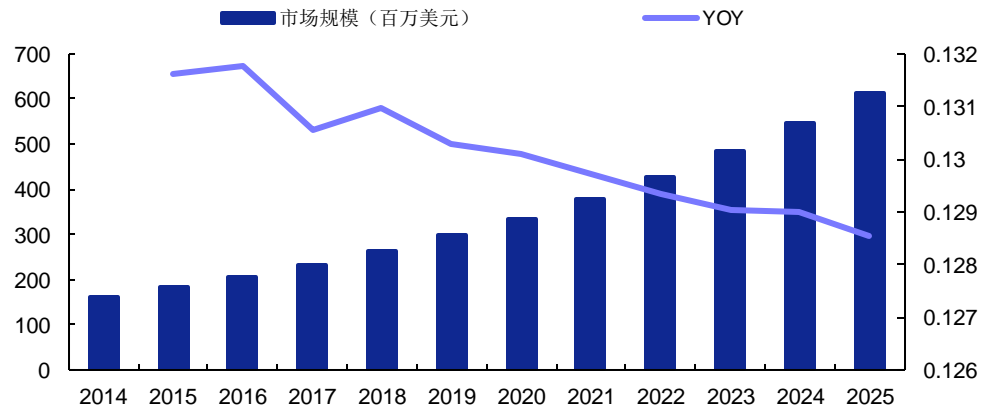


资料来源：Primary Secondary Research & AMR Analysis、安信证券研究中心

相比内镜诊疗，我国肿瘤消融细分领域处于更早的初级阶段。据 Grand View Research 数据，

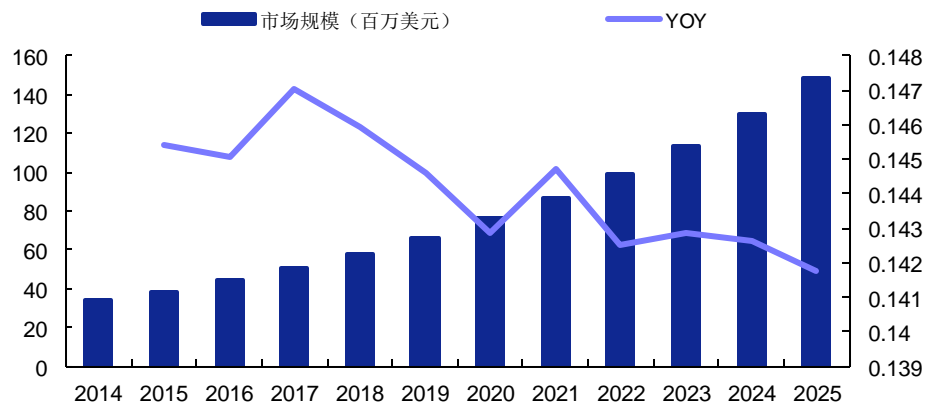
2018年全球肿瘤微波消融市场规模达到2.62亿美元,预计2025年将会增长至6.15亿美元,2018-2025年复合增长率达到13%。2018年我国肿瘤消融市场规模达到5810万美元,预计2025年将会增长至1.48亿美元,2018-2025年复合增长率达到14.3%。

图 25: 全球肿瘤微波消融市场规模 (百万美元)



资料来源: Grand View Research、安信证券研究中心

图 26: 中国肿瘤消融市场规模 (百万美元)



资料来源: Grand View Research、安信证券研究中心

3. 公司优势：产品线全面，技术与渠道同时发力

3.1. 产品与技术优势：产品围绕消化与呼吸科主要术式全面布局，拥有多项国际级技术

止血及闭合领域，拳头产品软组织夹性能卓越，放量迅速。公司特色产品软组织夹为原创产品，它通过精确的旋转控制技术、凸轮滑槽闭合等五项国内外授权发明专利，实现了世界上首创的可通过十二指肠侧视内镜并精确旋转、无限次开闭、残留段最短，被广泛应用于医源性创面的闭合，成为公司近年来业绩快速增长的主要驱动力。

公司软组织夹“因地制宜”地根据医生实际需求设计产品，迅速占领市场。采取和波士顿相比，南微软组织夹产品开发更晚。但波士顿开发软组织夹时用于小动脉止血，而当下流行利用软组织夹闭合医源性创面，南微根据医生的需求量身定做了一款性能好价格低廉的产品，

很快便抢占了市场。截至 2018 年,公司标准款软组织夹实现营收 1.52 亿元,同比增长 56.8%;高性能款软组织夹实现营收 2.16 亿元,同比增长 107.7%

表 10: 止血及闭合类产品细节及技术优越性

核心技术名称	技术先进性	获奖情况
精确旋转控制技术	利用独有的内芯旋转技术,近端刚性大扭矩传递,远端柔顺性过弯同时兼备扭矩传递功能,从而实现夹子在人体病灶旋转方向 360° 可控,而竞品是依靠外管旋转,旋转阻力大,不精确,只能实现 90° 可控。	1、高等学校科学研究优秀成果奖技术发明一等奖 2、上海市科技进步二等奖
不限次重复开闭技术	每个夹头与夹座形成两个销槽副 (pin-in-slot joint),从而构成一个单自由度平面机构。当夹头尾部的运动销的位置确定时,夹头的角度也相应确定。两个夹头的运动销用同一根轴固定,因此夹头的运动是不限次数重复开闭的,而竞品只能开闭 5 次左右。	
凸轮滑槽闭合技术	利用凸轮滑槽尾部的自锁结构,锁止后,永久闭合。同时,滞留人体的夹子组件长度较竞争对手同类产品短(相同张开尺寸,竞品 16.8mm 残留,我产品为 9.8mm 残留),避免出现刺激性的迟发性穿孔。	
连发技术	与传统单发夹子相比较,连发夹子可一次连续释放多枚夹子,适用于紧急止血。	

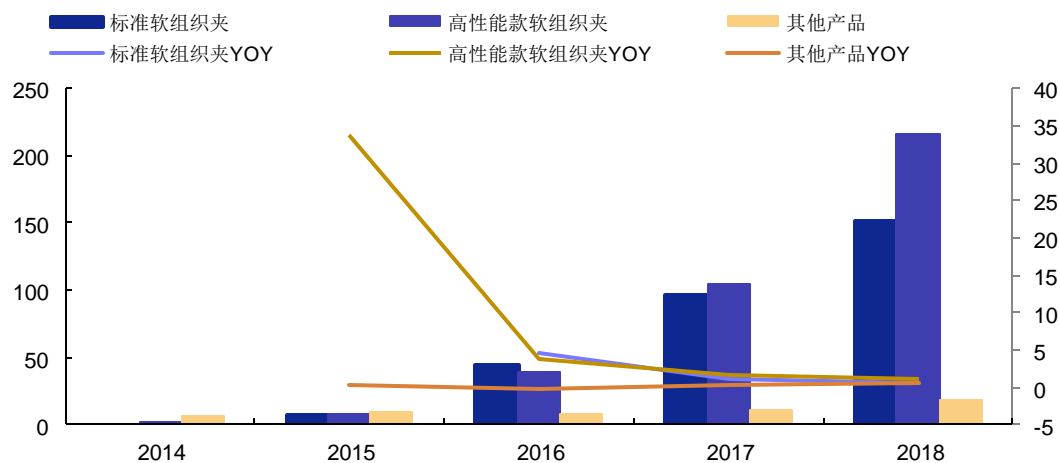
资料来源:公司招股书、安信证券研究中心

表 11: 公司软组织夹性能参数与外资厂商的对比

产品所有者	南微医学	波士顿科学	库克	奥林巴斯
型号最大插入直径*工作长度 (mm)	2.6* (1550/1650/1800/1950/2300/2350/2700)	2.6* (1550/2350)	2.4*2300	2.6* (1650/1950/2300/2700)
结构	凸轮结构	弹性悬臂梁结构	连杆结构	弹性悬臂梁结构
开闭类型	无限次重复开闭	5 次重复开闭	无限次重复开闭	不可重复开闭
旋转类型	可在弯曲状态下实现 360 度精确旋转	360 度旋转	360 度旋转	可在弯曲状态下实现 360 度精确
体内残留	残留体内长度 10 毫米	残留体内 16 毫米	残留体内长度 15 毫米	残留体内长度 10 毫米

资料来源:公司招股书、安信证券研究中心

图 27: 公司止血及闭合类细分产品增长情况 (百万元)



资料来源:公司招股书、安信证券研究中心

活检类产品核心技术行业领先。公司核心技术,弹簧管自动绕制技术提高效率,降低成本,提高产品品质。钳头成型工艺减少拉拽导致的组织出血风险,钳头杯口容积大,增加取样量,

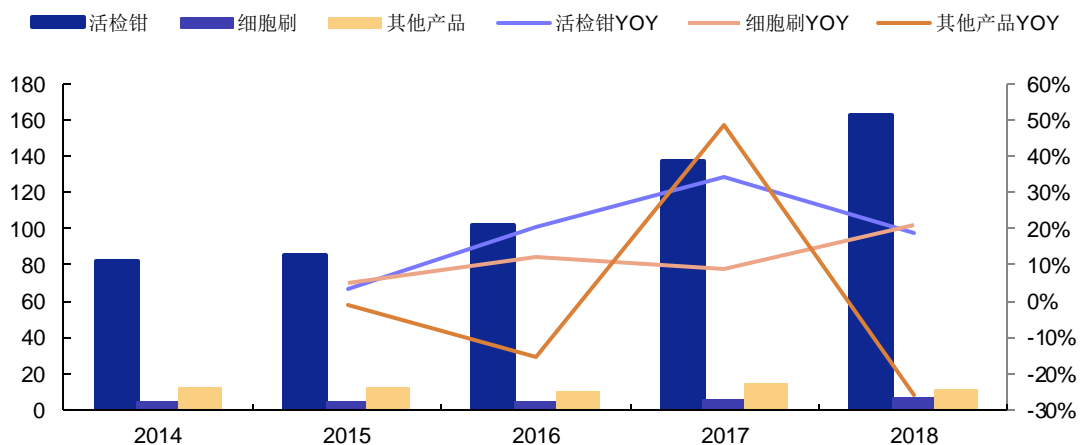
提高阳性率。一次性活检钳全自动制造术，实现自动化装配，提高了生产效率，性能更为稳定。公司历经多年投入大量资金和研发力量，活检钳产品技术水平已经达到国外同类产品标准。由于全自动制造技术，成本低，产品面世后迅速抢占市场。截止 2018 年，公司活检钳实现营收 1.63 亿元，同比增长 18.6%，细胞刷实现营收 617 万元，同比增长 20.9%。

表 12: 活检类产品细节及技术优越性

核心技术名称	技术先进性	公司技术水平
弹簧管全自动绕制技术	弹簧管是多种内镜下器械特别是活检钳、组织夹的重要部件。通过全自动加工，可大大提高效率、降低成本、提高产品质量。	公司是国内最早研制一次性使用活检钳的专业生产企业,历经多年投入大量资金和研发力量,公司活检钳产品技术水平已达到国外同类产品标准。
钳头成型工艺	针对临床需求进行分析,采用冲压成型工艺,钳头尺寸一致性高,装配时吻合度更高,钳头刃口锋利,切割均匀,减少拉拽组织导致的出血风险;钳头杯口容积大,增加取样量,提高阳性率。	
一次性活检钳全自动制造技术	实现自动化装配,提高了生产效率,性能更为稳定。	

资料来源: 公司招股书、安信证券研究中心

图 28: 公司活检类细分产品增长情况 (百万元)



资料来源: 公司招股书、安信证券研究中心

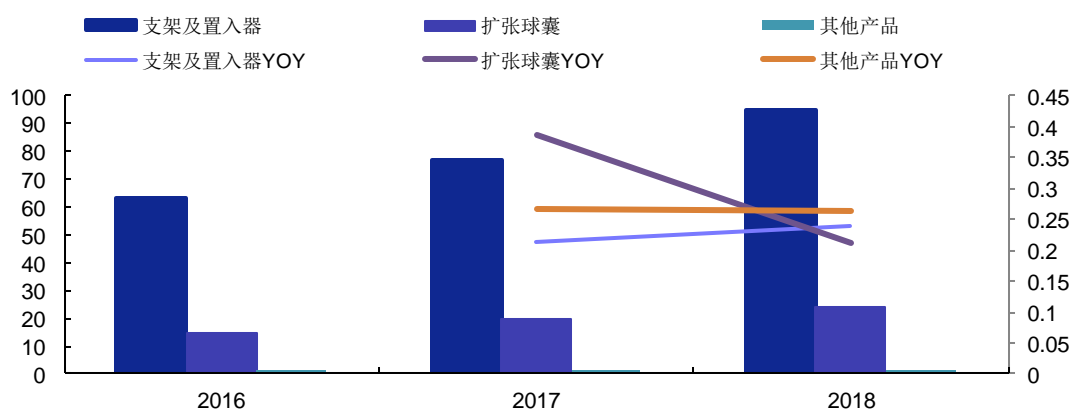
扩张类产品技术卓越，屡次获奖。核心技术包括：可降低并发症的系列支架结构设计技术获得国家科技进步奖二等奖，可携带 125I 放射粒子支架技术专利设计及制造技术的研究结果发表在《柳叶刀-肿瘤学》，硅胶膜面处理技术，置入器复合材料管材制作，机织支架专利设计及自动化制造工艺，TTS 气管支架设计及制造工艺，Y 形气管支架设计及制造，非血管支架性能测试平台技术。公司依靠以上技术获得过高等学校科学研究优秀成果奖技术发明一等奖，教育部科学技术进步二等奖，江苏医药科技奖三等奖上海科技进步二等奖。截止 2018 年，支架及置入器实现营收 9511 万元，同比增长 24%，扩张球囊实现营收 2425 万元，同比增长 21.3%。

表 13: 扩张类产品细节及技术优越性

核心技术名称	技术先进性	获奖情况
可降低并发症的系列支架结构设计技术	目前公司的非血管腔道内支架采用杯口球头、双球头、双蘑菇、分段、可回收等专利结构 18, 可降低并发症, 品种齐全, 获得国家科技进步奖二等奖。	1、国家科技进步奖二等奖 2、高等学校科学研究优秀成果奖技术发明一等奖 3、教育部科学技术进步奖二等奖 4、上海市技术发明奖二等奖 5、江苏医药科技奖三等奖 6、上海市科技进步二等奖
可携带 125I 放射粒子支架技术专利设计及制造技术	可携带放射粒子食道支架是目前唯一获得注册证的产品。在扩张狭窄管腔的同时, 对消化道肿瘤进行近距离组织间放疗, 变姑息治疗为积极治疗, 延长病人生存期。多中心研究结果发表在《柳叶刀·肿瘤学》。	
硅胶膜表面处理技术	采用表面改性技术对硅胶膜表面进行处理, 解决硅胶膜压缩后粘连问题。目前已在欧洲上市。	
置入器复合材料管材制作	通过工艺开发, 已具备复合管材的设计及加工能力, 产品较普通管材柔顺性更佳, 强度更好。	
机织支架专利设计及自动化制造工艺	通过自主开发的自动化制造设备, 具备机织支架的设计及加工能力, 机织支架贴壁性更好。	
TTS (through the scope) 气管支架设计及制造工艺	通过对置入器结构设计、支架结构设计及编织方法调整, 开发了一款可过活检孔道的 TTS 气管支架, 为国内首创的获得注册证产品。	
Y 形气管支架设计及制造	研发成功 Y 型气管支架, 并完成世界首例临床应用 (2006 年, 德国), 大大丰富了气管支架, 拓宽了气管支架的应用范围, 为临床治疗不同部位和类型的气管狭窄提供了更多的治疗手段和选择。	
非血管支架性能测试平台技术	由于非血管支架相关的性能和测试平台无统一标准, 本公司的数字化辅助平台为自主联合研发的软件, 无其它类似产品。	

资料来源: 公司招股书、安信证券研究中心

图 29: 公司扩张类细分产品增长情况 (百万元)



资料来源: 公司招股书、安信证券研究中心

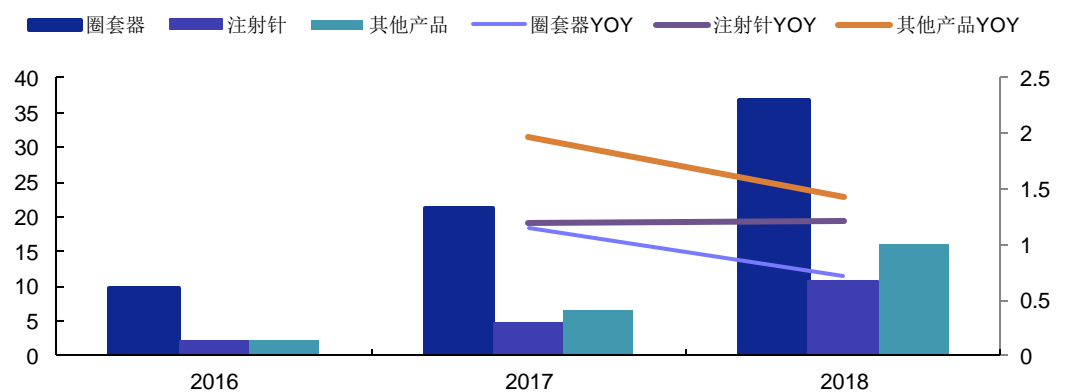
EMR/ESD 类产品临床适应性好, 整体尚处于起步阶段, 放量可期。其核心技术有可旋转设计技术, 有效的防治线缆缠绕, 减少了非预期的干扰, 确保手术顺利进行。刀丝涂层技术, 减少手术中的主旨碳化和刀头结痂现象, 提高手术效率。顺应性的鞘管设计及制造技术, 即使在苛刻的情况下也能够顺畅地进出内镜, 进行出刀和收刀的操作。公司的以上技术都减少的医疗工作者在手术过程所遇到的麻烦。截止 2018 年圈套器实现营收 3675 万元, 同比增长 72.2%。注射针实现营收 1072 万元, 同比增长高达 121.8%。

表 14: EMR/ESD 类产品细节及技术优越性

核心技术名称	技术先进性
可旋转设计技术	结合临床上息肉的形态特种，采用了多种套圈形状可供临床选择，独特的防缠绕设计，在实现可旋转的性能下，有效防止线缆的缠绕，减少了非预期的干扰，确保手术顺利进行。
刀丝涂层技术	减少术中的组织碳化和刀头结痂现象，提高手术效率。
顺应性的鞘管设计及制造技术	采用先进的镭射雕刻和高分子覆膜工艺，赋予了产品超柔顺的性能，即使在极限且苛刻的情况下，产品也能够顺畅的进出内镜，进行出刀和收刀的操作。

资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

图 30: 公司 EMR/ESD 类细分产品增长情况 (百万元)



资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

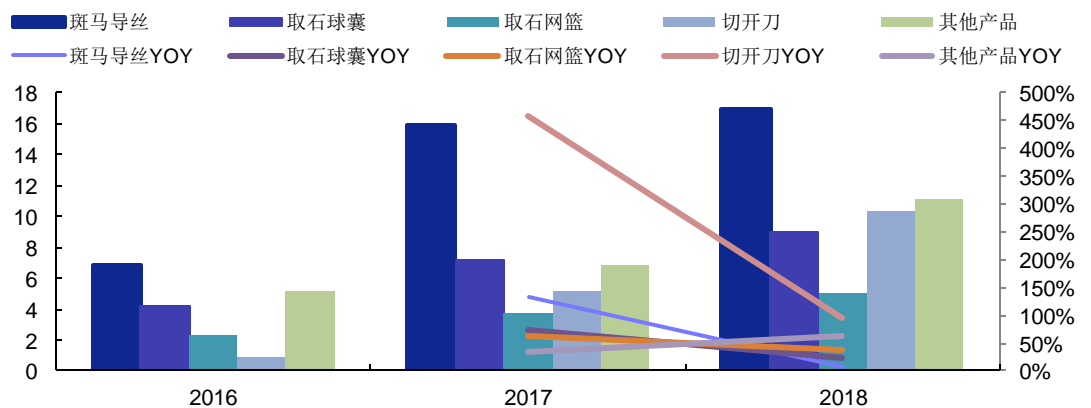
ERCP 类产品能够提高手术流畅性，目前尚处于导入期。公司 ERCP 类技术有一体化的导丝锁结构设计，采用弹性按压结构，使用方便，满足临床需求。更大流量的结构设计技术，通过优化的结构设计，在外径等同的前提下，使注液腔/引流腔尺寸更大，更便于造影剂的快速充盈或引流。截止 2018 年斑马导丝实现营收 1697 万元，同比增长 6.4%，取石球囊实现营收 904 万元，同比增长 25%。

表 15: ERCP 类产品细节及技术优越性

核心技术名称	技术先进性
一体化的导丝锁结构设计	通过设计合理的曲折形状，使导丝可以按照设定好的曲折路线缠绕在导丝锁上，即可实现一定的锁紧力，锁定结构与密封帽一体化设计，采用弹性按压结构，使用更为方便，满足临床需求。
更大流量的结构设计技术	针对取石网篮及鼻胆管产品，通过优化的结构设计，在外径等同的前提下，使注液腔/引流腔尺寸更大，更便于造影剂的快速充盈或引流。
导丝加工及涂层技术	通过自行开发，完成了导丝磨削技术及清水涂层技术的开发，导丝推送性能优良，清水涂层使导丝可顺利通过人体管腔。远端通过加固设计，减少了软头脱落到人体内的风险。
旋转技术	切开刀产品的刀头可以根据临床需要进行旋转，更加便于乳头括约肌的切开。

资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

图 31: 公司 ERCP 类细分产品增长情况 (百万元)



资料来源: 公司招股书、安信证券研究中心

微波消融产品功能齐全, 行业领先。公司微波消融产品, 同机双源双频, 输出功率达 1-100W, 连续或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, 可测量肿瘤边缘组织温度, 范围为 35 度-99.9 度, 有天线检测有监控和病理监管软件, 类型丰富, 可满足不同用户操作手法。截止 2018 年微波消融针实现营收 6862 万元, 同比增长 7.5%。

表 16: 不同公司微波消融产品细节参数对比

可比公司	康友医疗	南京维京九州医疗器械研发中心	南京亿高微博系统工程有限公司	南京长城医疗设备有限公司
型号	消融治疗仪: 2450MHz, 915MHz (工作频率) 微波消融针: 外径 (14G-180G) *长度 (70mm-300mm)	微波消融针: 外径 (14G-18G) *长度 (100mm-250mm)	消融治疗仪: 2450MHz (工作频率) 微波消融针: 外径 (15G-17G) *长度 (100mm-250mm)	微波消融针: 外径 (15G-17G) *长度 (100mm-250mm)
微波消融仪重要参数	同机双源双频 输出功率范围: 0-100W 工作方式: 连续或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; 温度范围: 10 度-45 度, 可测量肿瘤边缘组织温度, 范围为 35 度-99.9 度 软件: 有天线检测有监控和病理监管软件 类型: 包含圆锥形, 三棱型, 斜楞型多种形状供临床选择, 两手柄可满足不同用户操作手法	单源单频; 输出功率范围: 5-100W, 无杆温测量, 一种圆锥形枕头; 一种手柄形式	同机双源双频; 输出功率范围: 0-150W 工作方式: 连续工作时间可在 0-30 分钟任意设定具有杆温测量功能; 温度范围: 10 度-45 度 类型: 包含圆锥形, 三棱形两种针头供临床选择, 两种手柄满足不同客户操作手法。	同机双源双频; 输出功率范围: 0-120W, 温度范围: 具有杆温测量功能, 范围 10 度-45 度 类型: 一种圆锥形针头; 两种手柄满足不同客户操作手法
市占率	23%	5%	38%	15%

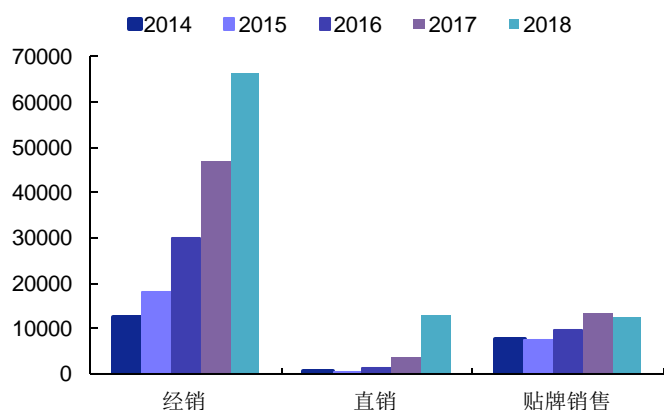
资料来源: 公司招股书、安信证券研究中心

3.2. 渠道开发优势: 终端医院覆盖率高, 海外海内渠道网络不断完善

公司根据不同国家和地区的市场情况和自身的能力采取不同的销售模式。在国内市场, 公司若采用直销模式, 则需要庞大的营销队伍和销售费用支出。公司所在创新技术领域, 研发是公司的核心动力, 通过经销模式, 公司可以集中资源和力量进行研发创新, 保证公司产品的竞争力。公司可以充分利用经销商的区位优势与渠道资源, 缩短终端医院的开发周期, 提高对终端医院的响应速度, 提升服务能力。同时, 由于终端医院的回款周期较长, 公司可以通

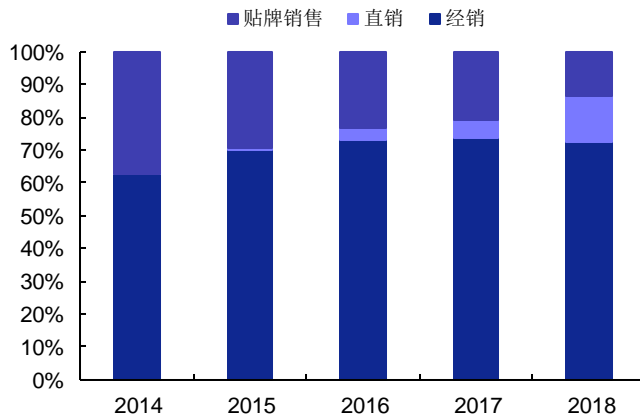
过经销模式加快资金回流，降低资金占用成本。在美国市场，公司于 2015 年在美国设立了全资子公司 MTU，作为美国市场的新进入者，为了贴近临床、更好地为客户服务，迅速提升美国市场份额，MTU 建立了营销团队，将产品直接销往医疗机构。在欧洲市场及世界其他市场，由于市场较为分散，国家众多且具有不同的语言、文化和习俗，公司利用经销商的区位优势，将产品销售至终端客户。2018 年，公司将欧洲地区经销商 MTE 收购为全资子公司后，欧洲地区销售业务由 MTE 进行管理，公司在欧洲的销售模式变为德国地区以直销为主，除德国的其他欧洲地区仍以经销为主。

图 32：公司不同销售方式销售金额增长情况（万元）



资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

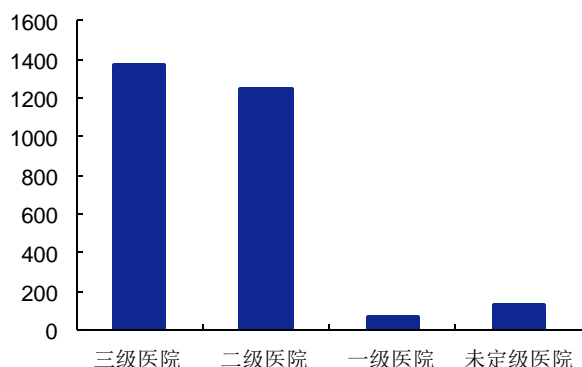
图 33：公司不同销售方式占比变化（%）



资料来源：公司招股书、安信证券研究中心

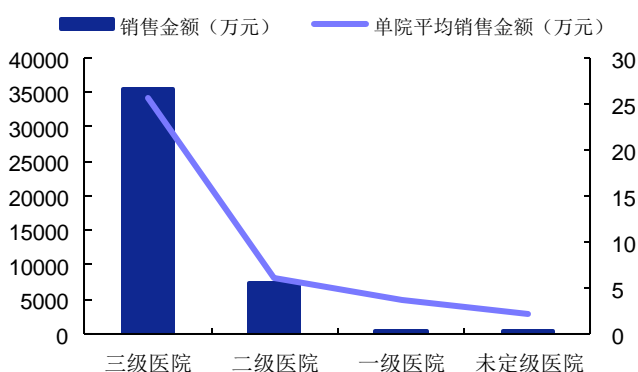
公司已初步建立覆盖国内外的营销网络，为公司实现全球化发展奠定良好的基础。海外市场方面，公司已在多个国家或地区建立了营销网络，产品已销售至欧洲、美国、日本等 70 多个国家和地区，公司子公司 MTU 成为了美国最大的医疗器械集中采购组织之一的 HPG（HealthTrust Purchasing Group）的合格供应商。国内市场方面，公司已建立起覆盖全国的销售网络，与多家国内大型经销商建立了稳定的合作关系，相关产品覆盖了全国 2,900 多家医院，其中三甲医院覆盖率达到了 55% 以上。较为完善的营销网络促进了公司业务规模的持续增长。

图 34：公司国内终端医院覆盖情况（家数）



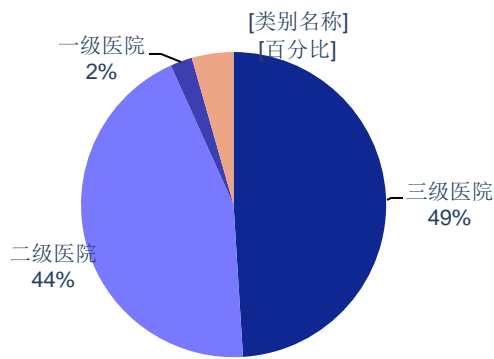
资料来源：南微医学推介材料、安信证券研究中心

图 35：公司国内终端医院销售情况



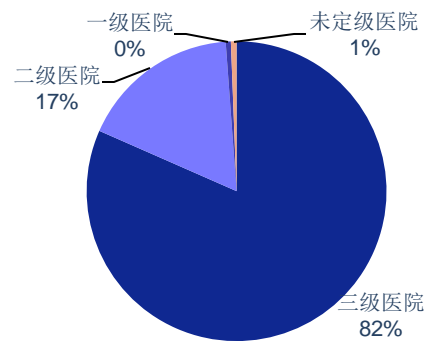
资料来源：南微医学推介材料、安信证券研究中心

图 36: 公司国内各类型终端医院覆盖比例



资料来源: 南微医学推介材料、安信证券研究中心

图 37: 公司国内各类型终端医院销售占比



资料来源: 南微医学推介材料、安信证券研究中心

表 17: 公司不同区域销售金额增长情况 (百万元)

区域		2014	2015	2016	2017	2018
国内	东北区域	827.44	1,104.67	1,907.36	3,184.03	4,911.79
	YOY		33.5%	72.7%	66.9%	54.3%
	华北区域	1,525.42	1,659.03	2,746.52	4,587.59	6,239.85
	YOY		8.8%	65.5%	67.0%	36.0%
	华东区域	5,219.22	7,279.51	10,055.82	16,693.23	23,563.62
	YOY		39.5%	38.1%	66.0%	41.2%
	华南区域	1,009.54	1,528.82	4,164.16	3,825.08	5,468.00
	YOY		51.4%	172.4%	-8.1%	43.0%
	华中区域	488.7	800.99	2,951.71	2,591.12	3,671.08
	YOY		63.9%	268.5%	-12.2%	41.7%
	西北区域	890.52	1,012.52	1,041.35	1,660.81	2,741.17
	YOY		13.7%	2.8%	59.5%	65.1%
	西南区域	190	292.38	1,396.99	2,738.59	4,069.29
	YOY		53.9%	377.8%	96.0%	48.6%
	总计	10,150.84	13,677.92	24,263.91	35,280.45	50,664.80
YOY		34.7%	77.4%	45.4%	43.6%	
国外	欧洲	6,527.74	7,248.55	9,559.85	13,991.86	19,580.14
	YOY		11.0%	31.9%	46.4%	39.9%
	美洲	2,117.38	2,175.28	4,209.55	9,875.72	15,047.66
	YOY		2.7%	93.5%	134.6%	52.4%
	其他区域	1,199.96	2,564.49	3,057.59	4,735.29	6,330.82
	YOY		113.7%	19.2%	54.9%	33.7%
	总计	9,845.08	11,988.32	16,826.99	28,602.87	40,958.62
YOY		21.8%	40.4%	70.0%	43.2%	

资料来源: 公司招股书、安信证券研究中心

4. 投资建议: 合理市值区间应为 64.3-78.3 亿元

我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 37.1%、31.0%、25.1%，净利润增速分别

为 45.2%、31.2%、23.6%，对应 EPS 分别为 2.1、2.75 和 3.4 元。采用相对估值法，可比公司有乐普医疗和凯利泰，对应 19 年 PE 为 26、23 倍。考虑公司所在行业的景气度和公司的技术先进性所赋予其的发展潜力，我们给予 2019 年 23-28 倍 PE 区间，对应市值为 64.3-78.3 亿元，对应 6 个月合理股价区间是 48.25-58.74 元/股。

5. 风险提示

1. 新产品研发不及预期；
2. 中美贸易摩擦的不确定性影响公司海外业绩可能性；
3. 医用耗材器械集中采购趋势带来的降价影响；
4. 细分领域市场竞争加剧；
5. 专利诉讼事件风险；
6. 新产品推广不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	640.7	922.1	1,264.0	1,655.5	2,070.4	成长性					
减:营业成本	252.6	334.0	441.9	558.4	679.5	营业收入增长率	54.6%	43.9%	37.1%	31.0%	25.1%
营业税费	8.2	14.6	15.8	22.1	28.2	营业利润增长率	-1016.8	71.3%	52.2%	26.9%	24.6%
销售费用	113.9	185.2	290.7	413.9	538.3	净利润增长率	-377.6%	90.4%	45.2%	31.2%	23.6%
管理费用	90.3	127.2	177.0	231.8	289.9	EBITDA 增长率	1402.6%	54.4%	23.4%	25.7%	23.8%
财务费用	6.9	1.1	1.0	0.8	0.4	EBIT 增长率	4698.1%	56.5%	24.7%	26.9%	24.6%
资产减值损失	8.1	7.0	6.8	7.3	7.1	NOPLAT 增长率	-437.7%	66.6%	49.9%	26.9%	24.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	4.6%	14.2%	16.1%	17.9%	12.9%
投资和汇兑收益	8.5	21.4	11.6	13.8	15.6	净资产增长率	29.9%	33.1%	53.2%	39.8%	35.5%
营业利润	131.7	225.7	343.4	435.9	543.1	利润率					
加:营业外净收支	-0.3	8.4	4.0	4.0	5.5	毛利率	60.6%	63.8%	65.0%	66.3%	67.2%
利润总额	131.5	234.1	347.4	439.9	548.6	营业利润率	20.6%	24.5%	27.2%	26.3%	26.2%
减:所得税	19.3	30.7	48.6	61.6	76.8	净利润率	15.8%	20.9%	22.1%	22.2%	21.9%
净利润	101.2	192.7	279.7	367.0	453.5	EBITDA/营业收入	29.4%	31.6%	28.4%	27.3%	27.0%
						EBIT/营业收入	27.5%	29.9%	27.2%	26.3%	26.2%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	62	51	36	24	17
货币资金	173.2	340.6	505.8	845.2	1,238.6	流动营业资本周转天数	50	27	26	37	44
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	195	197	219	247	282
应收账款	98.9	139.7	197.4	253.3	321.8	应收账款周转天数	48	47	48	49	50
应收票据	-	1.3	0.4	1.9	1.2	存货周转天数	57	47	47	47	48
预付账款	4.6	6.2	11.0	13.8	16.4	总资产周转天数	354	329	323	324	340
存货	108.1	132.9	198.5	235.8	311.6	投资资本周转天数	166	127	106	95	88
其他流动资产	1.8	0.0	3.0	4.0	5.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	23.2%	33.2%	31.4%	29.2%	26.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	15.6%	21.0%	23.0%	22.4%	21.2%
长期股权投资	22.3	21.1	51.1	81.1	131.1	ROIC	40.9%	65.1%	85.4%	93.4%	98.7%
投资性房地产	-	-	50.0	20.0	40.0	费用率					
固定资产	128.8	131.7	117.7	103.8	89.8	销售费用率	17.8%	20.1%	23.0%	25.0%	26.0%
在建工程	20.5	39.1	39.1	39.1	39.1	管理费用率	14.1%	13.8%	14.0%	14.0%	14.0%
无形资产	10.0	15.1	13.3	11.5	9.7	财务费用率	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	150.0	141.6	109.4	76.3	23.2	三费/营业收入	32.9%	34.0%	37.0%	39.0%	40.0%
资产总额	718.3	969.2	1,296.8	1,685.8	2,227.6	偿债能力					
短期债务	30.0	40.0	-	-	-	资产负债率	35.1%	36.0%	26.7%	21.2%	19.2%
应付账款	75.3	95.4	149.0	151.6	214.5	负债权益比	54.1%	56.2%	36.5%	26.9%	23.8%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.25	2.02	2.87	4.11	4.75
其他流动负债	66.5	171.6	170.6	177.8	184.3	速动比率	1.62	1.59	2.25	3.39	3.97
长期借款	56.1	15.0	-	-	-	利息保障倍数	25.65	260.61			
其他非流动负债	24.3	26.8	27.0	28.0	29.0	分红指标					
负债总额	252.1	348.9	346.6	357.4	427.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	30.5	40.7	58.8	69.9	87.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	100.0	100.0	133.3	133.3	133.3	股息收益率					
留存收益	335.7	478.4	758.1	1,125.1	1,578.6						
股东权益	466.2	620.4	950.2	1,328.3	1,799.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.76	1.45	2.10	2.75	3.40
净利润	112.1	203.4	279.7	367.0	453.5	BVPS(元)	3.27	4.35	6.69	9.44	12.84
加:折旧和摊销	15.2	19.2	15.7	15.7	15.7	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产减值准备	8.1	7.0	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-	-	-	-	-
财务费用	6.6	-1.3	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
投资损失	-8.5	-21.4	-11.6	-13.8	-15.6	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
少数股东损益	11.0	10.7	19.1	11.3	18.3	CAGR(%)	50.0%	32.4%	-325.6%	50.0%	32.4%
营运资金的变动	-17.4	71.6	-69.1	-84.5	-73.7	PEG	-	-	-	-	-
经营活动产生现金流量	140.5	192.3	233.8	295.8	398.2	ROIC/WACC	9.3	14.8	19.4	21.2	22.4
投资活动产生现金流量	-100.2	-26.3	-38.4	43.8	-4.4	REP	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	-13.9	-4.7	-30.2	-0.2	-0.4						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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

马帅声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
杨萍			
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034