



南微医学(688029.SH)

【联讯医药科创板公司深度报告系列一】南微医学：深耕内镜诊疗器械细分领域，进击肿瘤消融与 EOCT 多平台

2019年07月17日

投资要点

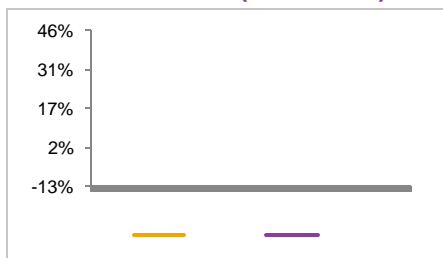
暂不评级(不评级)

当前价：元
目标价：82.8元

分析师：李志新

执业编号：S0300518010002
电话：010-66235703
邮箱：lizhixin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	922.1	1216.4	1573.4	2011.1
(+/-)	43.92%	31.92%	29.35%	27.82%
归母净利润	192.7	275.6	362.3	472.6
(+/-)	90.60%	43.02%	31.46%	30.45%
EPS(元)	1.45	2.07	2.72	3.55
P/E	36.3	25.4	19.3	14.8

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

◇ 内镜诊疗细分领域领军人，同心多元布局三大技术平台

公司自成立以来一直深耕内镜诊疗器械领域，逐渐形成六大产品系列、多种规格型号的内镜诊疗产品线；通过外延并购+内生创新，进击肿瘤消融领域和 EOCT 技术平台，围绕微创领域形成内镜诊疗、肿瘤消融和 EOCT 三大技术平台。公司正处于快速增长期，2016-2018 年，公司主营产品销售快速放量，营业总收入从 2016 年 4.1 亿元增长到 2018 年 9.2 亿元左右，年复合增速接近 50%。

◇ 我国内镜诊疗市场空间广阔，支撑公司成长土壤肥沃

我国消化系统疾病高发，胃癌、食管癌、结直肠癌等消化系统癌症排各类癌症发生率前列，胆石病、胆囊炎及胰腺炎的患病率呈上升态势，推高内镜诊疗作为消化系统疾病早筛和诊疗有效手段的基础需求；我国内镜诊疗开展率显著低于欧美发达国家，内镜诊疗市场空间广阔，支撑公司成长土壤肥沃。公司内镜诊疗器械产品线贡献公司近年来主要营收，销售额占比 88.6%，也是近年来主要增长源动力；2016-2018 年，内镜诊疗器械产品线营业收入从 3.21 亿元增长到 8.11 亿元，年平均或复合增速均达 60%左右，止血及闭合类、活检类和扩张类三大产品线销售占比约 84.5%。

◇ 肿瘤消融和 EOCT 有望成为公司新增长点

公司微波肿瘤消融产品主要用于肝癌治疗，我国是肝癌高发国，肝癌在 2014 年我国癌症发生率排名中列第四位，死亡率排名中列第二位，肿瘤消融为不能实施手术的原发性肿瘤，尤其是肝脏实质性肿瘤，或由于年龄/身体原因不宜开腹手术治疗的提供治疗可选项。公司肿瘤消融产品在国内热消融市场占有率接近 10%。ECOT 是公司战略性布局具有前沿技术水准的创新产品，开创一种全新“无创光学活检”技术，2016 年底获得美国 FDA 批准，是全球第二家获得美国 FDA 批准的产品，在国内已进入国家药监局创新医疗器械审批绿色通道，未来有望成为公司业绩重要的增长点。

◇ 盈利预测与估值

暂不考虑 EOCT 产品后续上市销售营收和利润贡献，我们预测 2019-2021 年，公司营收总额分别为 12.16/15.73/20.11 亿元，分别同比增 31.9%/29.4%/27.8%；归母净利润分别为 2.75/3.62/4.72 亿元，分别同比增 43.0%/31.5%/30.4%；已发行后总股本 1.33 亿股为参考股本，2019-2021 年，公司全面摊薄每股收益（EPS）分别为 2.07/2.72/3.55 元。

公司属于医疗器械细分行业，当前医疗器械（SW）行业整体 PE（TTM）42.6 倍（截止 7 月 17 日），公司产品大部分属于耗材型器械，我们选取 A 股可比公司大博医疗、健帆生物和凯利泰作为参考。综合行业整体和可比公



司估值情况，考虑到公司未来三年归母净利润年复合增速 30%以上，给予 2019 年 40 倍 PE 估值，目标价 82.8 元。

◇ 风险提示

行业竞争加剧风险、EOCT 等新产品研发进度不及预期，产品降价风险。



目 录

投资案件	5
盈利预测与估值	5
关键假设点	5
公司亮点	5
股价表现催化剂	5
核心风险提示	5
一、深耕内镜诊疗器械细分领域，同心多元布局微创三大技术平台	6
（一）公司历史沿革及股权结构	6
（二）围绕以内镜为代表微创诊疗领域，同心多元产品线	6
（三）主营产品销售快速放量，销售模式经销为主、直销为辅	7
二、公司内镜诊疗系列产品市占率领先，行业市场规模提升空间大	8
（一）核心产品内镜诊疗系列产品线丰富，多项为世界或国内首创	8
（二）公司内镜诊疗器械销售快速放量，止血及闭合类贡献主力营收	9
（三）消化内镜诊疗器械市场容量超 30 亿元，公司内镜诊疗系列产品市占率领先	9
（四）我国消化内镜诊疗市场提升空间仍较大：消化系统疾病高发，内镜查检率低	10
三、肿瘤消融产品线和 EOCT：未来收入及利润新增长点	13
（一）肿瘤消融产品线：业务平稳增长，耗材型经营模式	13
（二）EOCT：具有前沿技术水准的创新产品	14
四、盈利预测及估值	15
（一）盈利预测	15
（二）估值	16
五、风险提示	17

图表目录

图表 1： 发行前公司股权结构及组织架构	6
图表 2： 公司主营产品线同心多元化	7
图表 3： 2016-2018 年各主要产品销售额及增速	8
图表 4： 2016-2018 年公司销售区域分布及增速	8
图表 5： 2018 年内镜诊疗器械产品线营收结构	9
图表 6： 2016-2018 年内镜诊疗前三大产品营收及增速	9
图表 7： 主要消化内镜诊疗器械市场规模测算及公司产品市占率估算	10
图表 8： 2014 年我国癌症发生率和死亡率前十癌症排名	11
图表 9： 2013-2017 年我国医院胆石病、胆囊炎及胰腺炎患者出院人数及患病率推算	12
图表 10： 我国与部分发达国家胃镜开展率对比	12
图表 11： 我国与部分发达国家肠镜开展率对比	12
图表 12： 我国与部分发达国家 ERCP 开展率对比（1/10 万）	13
图表 13： 肿瘤消融产品销售结构及增速	14



图表 14: 具有前沿技术水准的创新产品 EOCT 影像平台模式图.....	15
图表 15: 关键财务数据假设和营收拆分.....	15
图表 16: 可比公司估值情况一览	16
附录: 公司财务预测表 (百万元)	18



投资案件

盈利预测与估值

暂不考虑 EOCT 产品后续上市销售营收和利润贡献，我们预测 2019-2021 年，公司营收总额分别为 12.16/15.73/20.11 亿元，分别同比增 31.9%/29.4%/27.8%；归母净利润分别为 2.75/3.62/4.72 亿元，分别同比增 43.0%/31.5%/30.4%；已发行后总股本 1.33 亿股为参考股本，2019-2021 年，公司全面摊薄每股收益（EPS）分别为 2.07/2.72/3.55 元。

公司属于医疗器械细分子行业，当前医疗器械（SW）行业整体 PE（TTM）42.6 倍（截止 7 月 17 日），公司产品大部分属于耗材型器械，我们选取 A 股可比公司大博医疗、健帆生物和凯利泰作为参考。综合行业整体和可比公司估值情况，考虑到公司未来三年归母净利润年复合增速 30%以上，给予 2019 年 40 倍 PE 估值，目标价 82.8 元。

关键假设点

- 1、假设产品单价保持基本稳定。
- 2、各细分产品线销售增速及毛利率假设如图表 14 一览。

公司亮点

- 1、公司是内镜诊疗器械领域龙头企业，内镜诊疗系列产品线丰富，多项为世界或国内首创；止血和闭合夹、活检钳等细分品种市占率领先，在研 EOCT 产品是全球第二家获得 FDA 批准的产品，国内尚无同类产品销售。
- 2、我国消化系统疾病高发，内镜开展率显著低于欧美发达国家，消化内镜诊疗行业发展空间广阔。
- 3、公司产品大部分为耗材型器械，具有品类多、非标和可升级换代特点，受医保控费等政策影响较小。

股价表现催化剂

- 1、公司 EOCT 产品国内获批上市进度超预期；
- 2、和谐夹（SureClip）和升级产品 Sentinel 止血夹销售超预期。

核心风险提示

行业竞争加剧风险、EOCT 等新产品研发进度不及预期，产品降价风险。



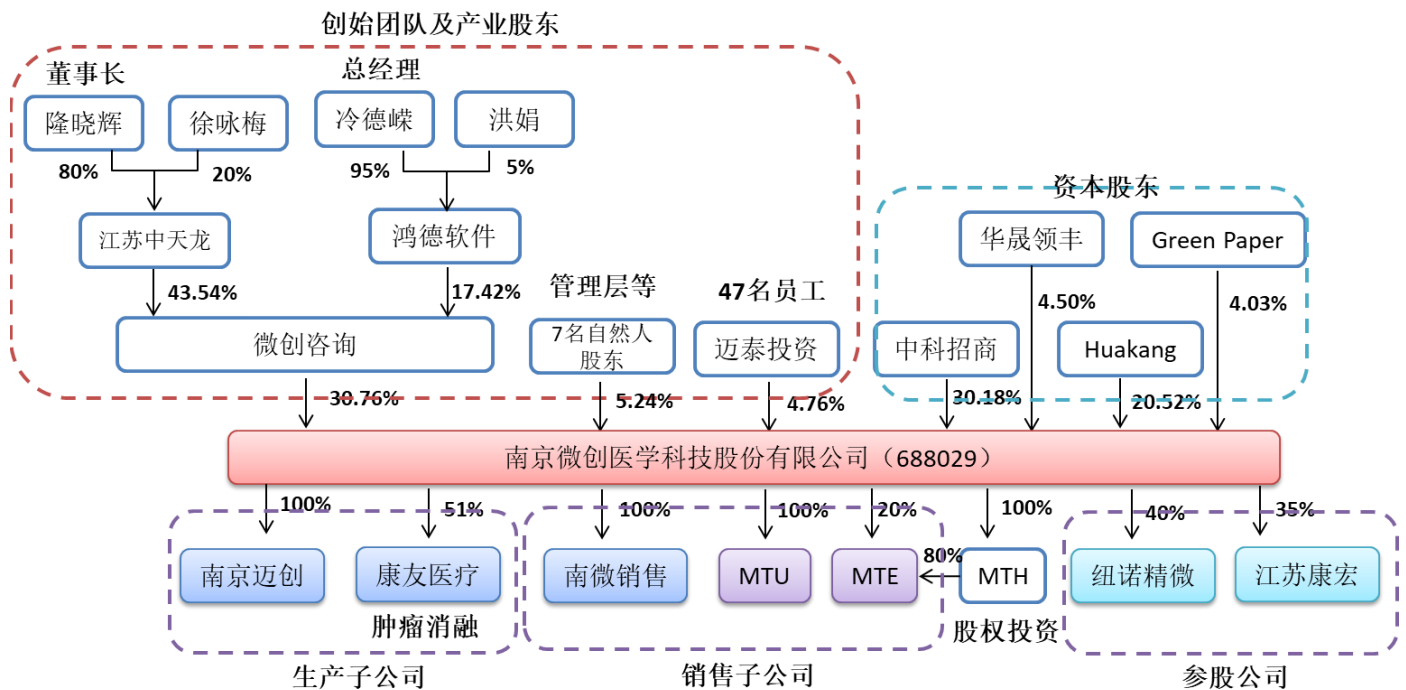
一、深耕内镜诊疗器械细分领域，同心多元布局微创三大技术平台

（一）公司历史沿革及股权结构

南微医学全称“南京微创医学科技股份有限公司”，2000年5月，公司设立于南京高新开发区，2015年7月完成股份制改造；公司自成立以来，一直深耕内镜诊疗器械领域，逐渐形成六大产品系列、多种规格型号的内镜诊疗产品线；2015年收购康友医疗51%股权，进入肿瘤消融领域，2018年收购MTE（南微医学参股欧洲销售公司）80%股权，完成全资控股，对公司海外主要销售大区（美国和欧洲销售大区）销售公司全资控股。

公司股权结构均衡，以管理层和核心员工为最终穿透股东的产业股东和资本股东股权持股比例接近。产业股东包括南京新微创业企业管理咨询和南京迈泰投资（员工持股平台），分别持有发行前总股本30.76%和4.76%，另外7名自然人股东也大多为公司管理层，合计持有5.24%股份；资本股东包括中科招商、Huakang、华晟领丰和Green Paper，分别直接持股30.18%、20.52%和4.03%；南京新微创业企业管理咨询为公司第一大股东，公司没有实际控制人。

图表1： 发行前公司股权结构及组织架构



资料来源：公司资料，联讯证券研究院

（二）围绕以内镜为代表微创诊疗领域，同心多元产品线

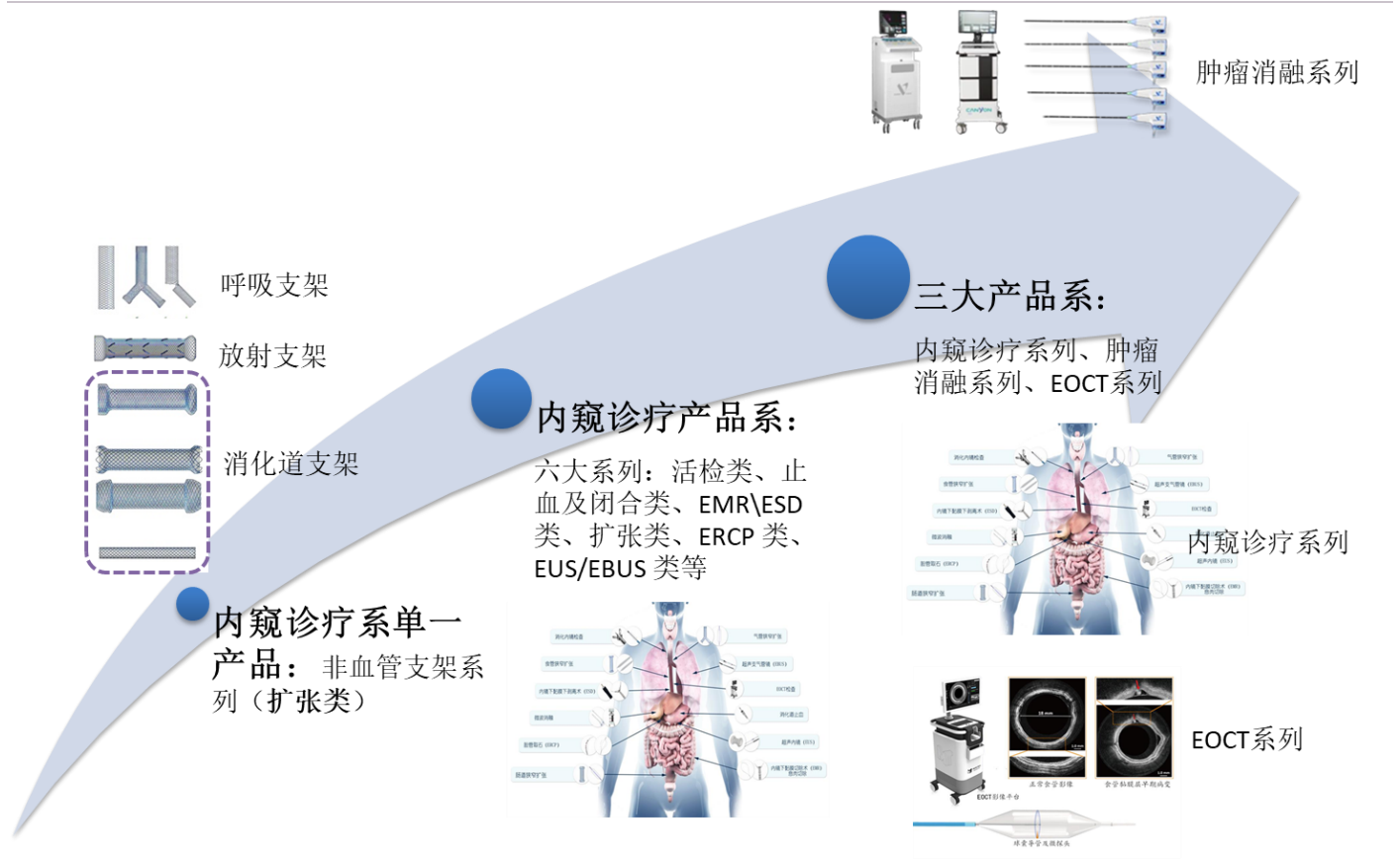
公司自成立以来，一直深耕内镜诊疗器械领域，最初仅有单产品仅有非血管支架系列，经过近20年的创新发展，公司逐步由非血管支架单产品到形成内镜诊疗、肿瘤消融和OCT技术三大产品系研发平台；围绕以内镜为代表微创诊疗领域，同心多元产品线。

当前，公司在售主要产品包括内镜下微创诊疗器械和肿瘤消融设备两大主营产品系列。核心产品内镜诊疗系已经形成六大产品系列、多种规格型号的产品线；肿瘤消融设



备由旗下控股 51% 的子公司康友医疗研发销售；OCT 技术产品系代表产品为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，国外已获得美国 FDA 批准临床研究，是全球第二家获得 FDA 批准的产品，我国已进入国家药监局创新医疗器械审批绿色通道，是公司未来业务发展重要增长点。

图表2： 公司主营产品线同心多元化



资料来源：公司资料，联讯证券研究院

（三）主营产品销售快速放量，销售模式经销为主、直销为辅

2016-2018 年，公司主营产品销售快速放量，营业总收入从 2016 年 4.1 亿元增长到 2018 年 9.2 亿元左右，年复合增速接近 50%；核心产品内窥诊疗系列贡献公司 2018 年营业总收入 88.6% 比例，也是近年来主要增长源动力，2017 年销售增速为 69.1%，2018 年为 49.1%。肿瘤消融产品销售基本保持稳定，2018 年肿瘤消融设备和微波消融针合计销售 7088.9 万元，同比增长 6.9%，其中一次性耗材微波消融针是该产品线销售主力，2018 年销售 6861.5 万元。公司归母净利润由亏转盈，2018 年扣非后归母净利润 1.8 亿元，扣非后销售净利润率 19.56%，公司主营业务正处于快速放量阶段。

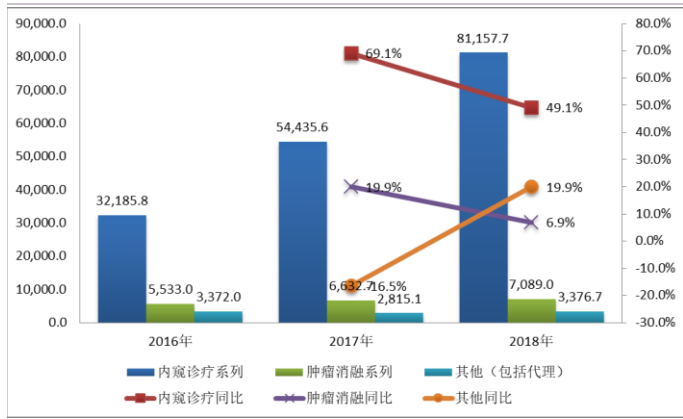
销售地区分布上，境内和境外（主要是欧洲和美国）销售收入双双保持快速增长，境内和欧洲地区都保持 40%-50% 增速，美洲地区销售收入增速更快，2017 年销售增速 134.6%，2018 年仍然保持 52.4% 的销售增速。近三年公司营收国内外销售占比较均衡，国内销售占比 55% 左右，海外销售占比在 45% 左右，海外地区销售以欧洲和美洲（主要是美国）为主。

销售模式上，公司采用经销、经销直销相辅和直销多种不同策略，针对不同销售地



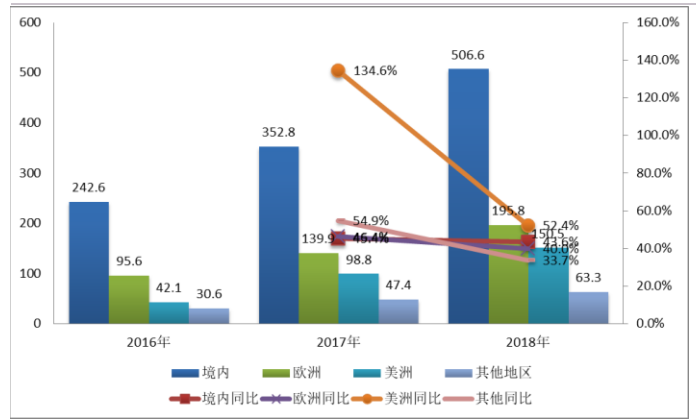
域因地制宜选择具体销售模式。在国内，产品以经销为主、直销为辅，在美国以直销为主，在欧洲则直销和经销共存，在其他国家和地区以经销为主。整体营收占比上，经销模式占总营收比例较高，2016-2018年，通过经销渠道销售包括自有品牌和代理品牌实现收入占公司主营业务收入比重分别为73.09%、73.56%和72.65%，截至2018年底，公司共有国内外经销商416家。

图表3：2016-2018年各主要产品销售额及增速



资料来源：公司资料，联讯证券研究院

图表4：2016-2018年公司销售区域分布及增速



资料来源：公司资料，联讯证券研究院

二、公司内镜诊疗系列产品市占率领先，行业市场规模提升空间大

(一) 核心产品内镜诊疗系列产品线丰富，多项为世界或国内首创

内镜一般指的是经自然腔道进入人体进行检查和治疗的软式内窥镜，内镜诊疗器械不是内镜的零配件（耗材），是配合内镜使用的专用医疗器械。公司专注于重大疾病和国家重大需求，通过自主研发和医工合作，逐步形成了六大类内镜诊疗核心技术和产品，结合正在研创新研发的EOCT内窥式光学相干断层成像系统，产品应用基本覆盖内镜下微创查、诊、疗医疗全流程。

内镜诊疗查产品线包括活检钳、细胞刷等活检类和EUS/BUS类用的穿刺活检针，另外，已获得美国FDA批准EOCT主要与内镜配合使用，可用于消化道（食道等）早癌筛查和手术规划，有望发展成为“无创光学活检”；诊、疗产品包括治疗器械（EMR/ESD类和ERCP类）和植入器械（止血和闭合类和扩张类）。多项内镜诊疗器械创新产品为国内或世界首创，其中可携带放疗粒子食道支架通过近距离组织间放疗延长了患者的产生存期，为世界首创；超声内镜引导下的吻合支架和电植入系统在超声内镜引导下治疗胰腺假性囊肿，使重症胰腺炎后胰周积液死亡率从60%下降到5%以下，为中国首创，这两项医工合作成果先后获得了国家科技进步奖二等奖。

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。目前，公司产品销售至全国2,900多家医院，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，与国际一流医疗器械厂商展开竞争。

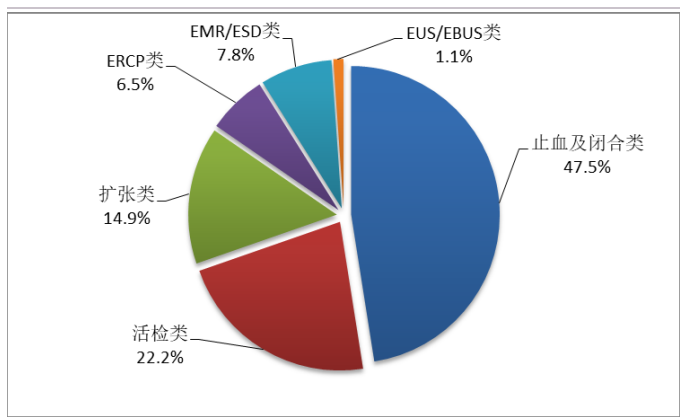


（二）公司内镜诊疗器械销售快速放量，止血及闭合类贡献主力营收

公司内镜诊疗器械产品线贡献公司近年来主要营收，销售额占比 88.6%，产品线主要包括止血及闭合类、活检类、扩张类、ERCP 类、EMR/ESD 类和 EUS/EBUS 类等六大系列。2016-2018 年，内镜诊疗器械产品线营业收入从 3.21 亿元增长到 8.11 亿元，年平均或复合增速均达 60%左右。

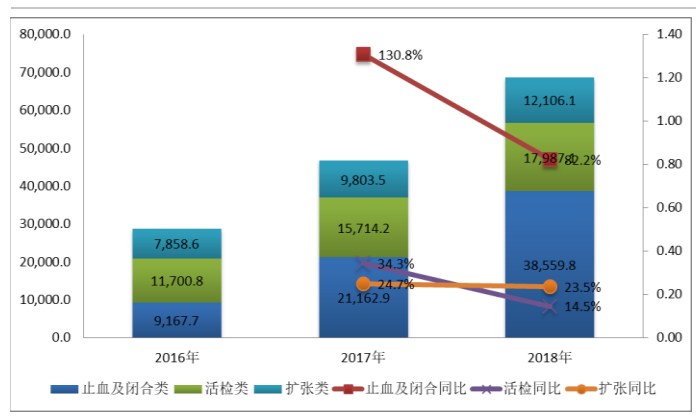
细分产品方面，止血及闭合类 2018 年营收 3.85 亿元，占内镜诊疗器械产品线营收 47.5%，为第一大销售类别，活检类销售额 1.79 亿，扩张类 1.21 亿元，占内镜诊疗产品线营收比例分别为 22.1%和 14.9%左右，合计前三大产品线销售占比约 84.5%。近年来，止血及闭合类产品营收超高速增长，2017 年跃升为第一大品类，2017 年销售增速为 130.8%，2018 年为 82.2%，成为公司内镜诊疗器械产品线增长主要来源。ERCP 类、EMR/ESD 类和 EUS/EBUS 类由于销售额基数较低，2016-2018 年也取得较大销售增长。

图表5： 2018 年内镜诊疗器械产品线营收结构



资料来源：公司资料，联讯证券研究院

图表6： 2016-2018 年内镜诊疗前三大产品营收及增速



资料来源：公司资料，联讯证券研究院

（三）消化内镜诊疗器械市场容量超 30 亿元，公司内镜诊疗系列产品市占率领先

根据《中国消化内镜技术发展现状》中王洛伟等人所做的内镜施行统计调查，2012 年，我国共开展常规胃镜及治疗 2,225.41 万例/年，其中治疗例数 163.02 万例/年；常规结肠镜及治疗 583.24 万例/年，其中治疗例数 103.56 万例/年；常规 EUS 诊疗 19.64 万例/年。假设开展胃镜及结肠镜的患者（合计 2808.65 万例）中有 1/3 需要进行活检，则当年需要 936.22 万件活检钳；假设开展的胃肠镜手术均为最简单的息肉切除术，且每次手术仅消耗一个止血和闭合用软组织夹，则当年需要 266.58 万件注射针和 266.58 万件圈套器用来切除息肉，同时消耗 266.58 万件软组织夹创面止血和闭合。若开展 EUS 诊疗的患者中有 1/8 需要进行超声穿刺活检，则当年需要 2.46 万件超声穿刺活检针。

据 FROST&SULLIVAN 的研究报告，2007 年至 2017 年间，中国消化内镜耗材的年复合增长率为 19.30%，若以 19.30%的年复合增长率进行测算（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年复合增长率为 23.59%），2018 年，我国常规胃肠镜及治疗活检钳需求量为 2699.1 万件，圈套器、注射针和软组织夹的需求量均为 768.55 万件/年，常规 EUS 诊疗超声穿刺活检针需求量为 7.09 万件/年。

在 ERCP（经内镜逆行性胰胆管造影术）方面，根据《中国消化内镜技术发展现状》中王洛伟等人所做的调查，2012 年，我国共有 1156 家医院 3328 名 ERCP 医师可开展 ERCP 操作，共开展 ERCP 数量 19.56 万例，共需要 19.56 万套 ERCP 器械，ERCP 作



为胆胰系统最重要的内镜手术之一，是目前公认的诊断胰胆管疾病的金标准，其主要用于治疗胆总管结石、胰腺炎等胆胰疾病，根据国家卫计委统计数据，2011年至2017年，我国医院胆石病、胆囊炎及胰腺炎的出院患者人数从76.39万人增长到146.50万人，年复合增长率为11.46%。胆胰疾病患者的增加带动了ERCP手术器械需求量的增加，不考虑渗透率提升，以年复合增长率11.46%进行测算，至2018年，ERCP器械的需求量为37.50万套/年。

公司的非血管支架产品也是消化内镜诊疗器械中重要的组成部分，根据MediPoint发布的非血管支架市场数据，2013年我国非血管支架市场规模占全球非血管支架市场规模的11%，约为3.33亿元，假设不考虑增速，2018年我国非血管支架市场规模为3.33亿元。

参照公司上述内镜诊疗器械在2018年平均销售单价，可以测算出上述内镜诊疗器械市场规模总计约34.34亿元，同时，根据测算数据和公司销售数据对比，公司活检钳、止血闭合软组织夹和非血管支架产品在各自细分领域市占率较高。

图表7：主要消化内镜诊疗器械市场规模测算及公司产品市占率估算

产品大类	产品种类	数量（万件/万套）	平均销售单价（元）	测算市场规模（万元）	公司对应细分产品2018年销售额（万元）	测算公司市占率
活检类	活检钳	2699.10	19.55	52767.41	16,285.30	30.9%
EMR/ESD类	圈套器	768.55	58.93	45290.65	3,675.80	8.1%
	注射针	768.55	59.04	45375.19	1,071.80	2.4%
止血和闭合	软组织夹	768.55	65.33	50209.37	36,735.00	73.2%
EUS/EBUS类	超声穿刺活检针	7.09	567.59	4024.21	19.81	0.5%
ERCP类	ERCP套装	37.50	2999.00	112462.50	5,249.70	4.7%
扩张类	非血管支架	-	-	33000.00	6,972.10	21.1%

资料来源：公司IPO招股书，Wind，联讯证券研究院

（四）我国消化内镜诊疗市场提升空间仍较大：消化系统疾病高发，内镜查检率低

由于我国庞大的人口基数，以及消化疾病患病率较高，结合目前内镜查检率较低现状，我国消化内镜诊疗领域市场提升空间较大，市场需求广阔。

1、我国消化系统疾病高发推高基础需求。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三和第二位。

在消化道癌症发病率上，我国消化道癌的发病形式较为严峻。根据中国癌症预防与控制办公室、国家癌症中心等机构联合发表的《中国癌症发病与死亡情况2014》（《中国癌症研究》2018年第3期）统计数据，2014年我国癌症发生率排名前十的癌症，消化系统癌症占据5席，分别为胃癌、结直肠癌、肝癌、食道癌和胰腺癌，发病率排在第二、三、四、六和十位。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。



图表8： 2014 年我国癌症发生率和死亡率前十癌症排名

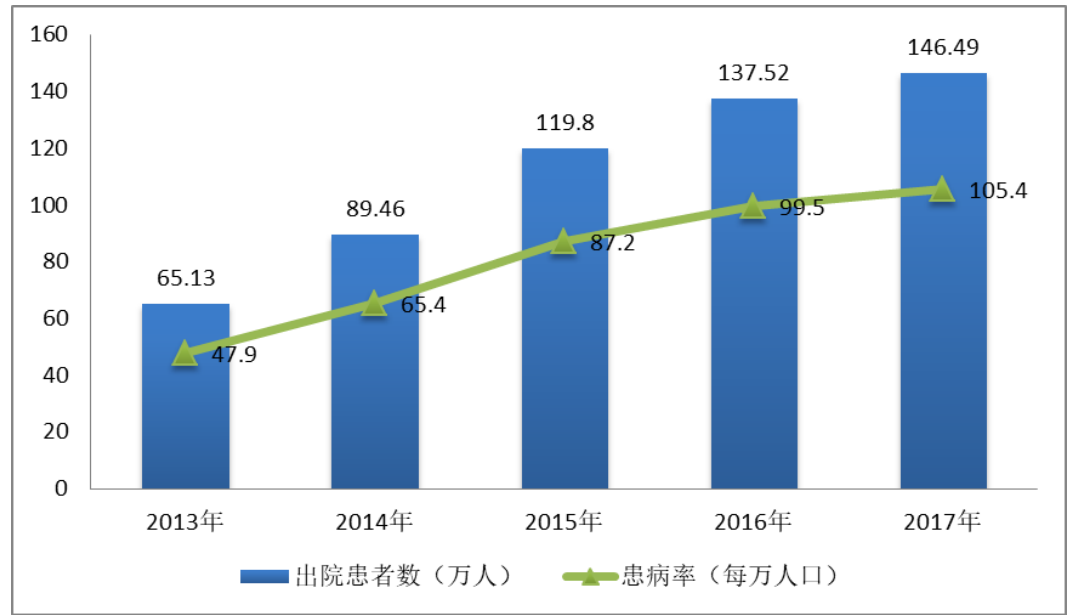
	按发生率排名		按死亡率排名	
	名称（占比/%）	病例数（万人）	名称（占比/%）	死亡数（万人）
No.1	肺癌（20.65）	78.2	肺癌（27.26）	62.6
No.2	胃癌（10.78）	41.0	肝癌（13.89）	31.9
No.3	结直肠癌（9.73）	37.0	胃癌（12.80）	29.4
No.4	肝癌（9.60）	36.5	食道癌（8.41）	19.3
No.5	乳腺癌（7.33）	27.9	结直肠癌（7.84）	18.0
No.6	食道癌（6.78）	25.8	胰腺癌（3.54）	8.1
No.7	甲状腺癌（4.47）	17.0	乳腺癌（2.87）	6.6
No.8	宫颈癌（2.68）	10.2	脑神经瘤（2.44）	5.6
No.9	脑神经瘤（2.66）	10.1	白血病（2.26）	5.2
No.10	胰腺癌（2.42）	9.2	淋巴瘤（2.05）	4.7

资料来源：《中国癌症研究》，动脉网，联讯证券研究院

在胆胰管疾病方面，近年来我国胆石病、胆囊炎及胰腺炎的患病率也呈上升态势，推高作为诊断胰胆管疾病的金标准的 ERCP 总体需求。根据国家卫计委的统计数据，2013 年-2017 年，我国胆石病、胆囊炎及胰腺炎出院患者人数持续走高，从 2013 年的 65.13 万人，上升到 2017 年 146.49 万人，仅从就诊患者数估算，反推我国上述疾病患病率从 2013 年 47.9/10000 人上升到 2017 年 105.4/10000 人，我国胆胰管疾病患者的就医数量持续快速增长，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。



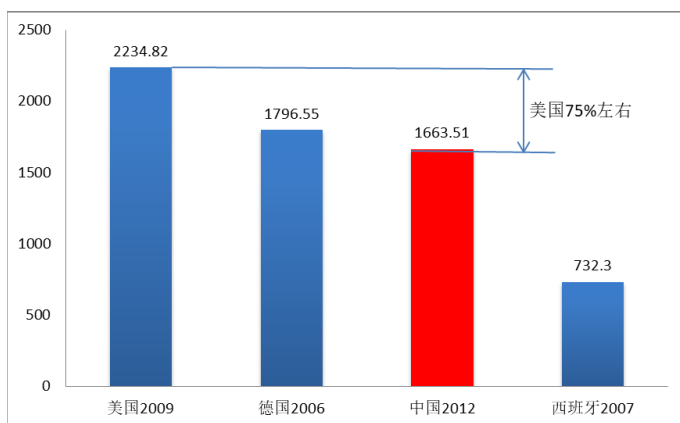
图表9： 2013-2017 年我国医院胆石病、胆囊炎及胰腺炎患者出院人数及患病率推算



资料来源：国家卫计委，Wind，联讯证券研究院

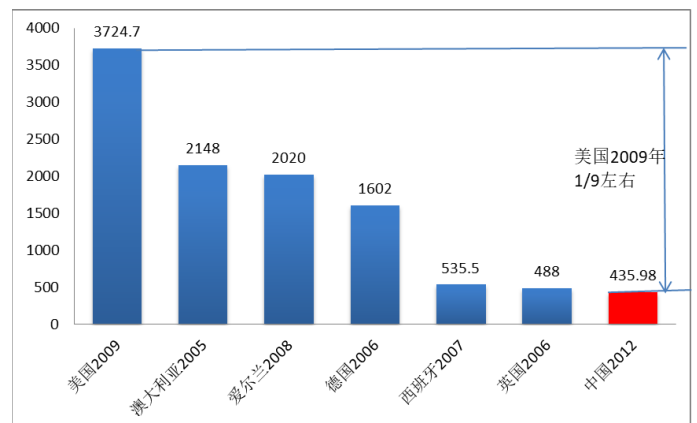
2、内镜检查开展率显著低于欧美发达国家。据《中国消化内镜技术发展现状》统计数据，2012 年我国 10 万人胃镜和肠镜检查开展率分别为 1,663.51 例和 435.98 例，而美国在 2009 年就已达到 2,234.82 例和 3,724.70 例，胃镜由于在我国医院普及率较高，与国外发达国家差距稍小，但肠镜检查开展率仅有美国的 1/9 左右。

图表10： 我国与部分发达国家胃镜开展率对比



资料来源：《中国消化内镜技术发展现状》，联讯证券研究院

图表11： 我国与部分发达国家肠镜开展率对比

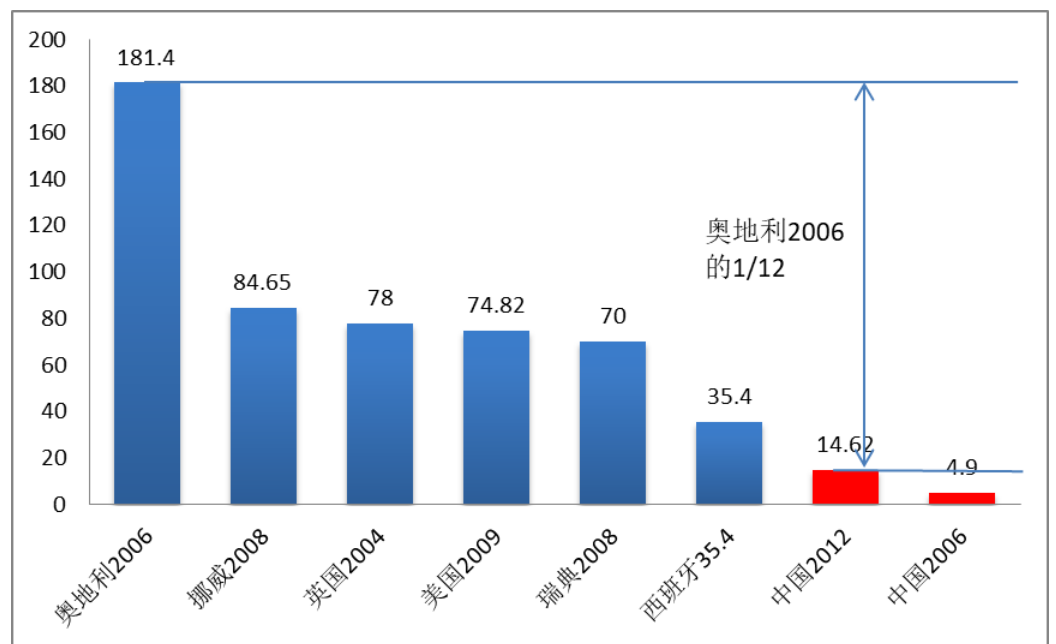


资料来源：《中国消化内镜技术发展现状》，联讯证券研究院

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，我国 2012 年 ERCP 普及率也仅有奥地利 2006 年的 1/12，美国 2009 年的 1/5 左右，ERCP 普及率较低一部分是由于 ERCP 技术门槛较高，我国 ERCP 医师资源不足（2012 年，我国共有 1156 家医院 3328 名 ERCP 医师），医院普及率没有普通胃肠镜高。随着人们对于内镜检查的越发重视，医疗机构加强对相关内镜医师队伍培养，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。



图表12： 我国与部分发达国家 ERCP 开展率对比（1/10 万）



资料来源：国家卫计委，Wind，联讯证券研究院

三、肿瘤消融产品线及 EOCT：未来收入及利润新增长点

肿瘤消融业务是公司通过外部收购新增的业务线条，2015 年收购康友医疗 51% 股份，进入肿瘤消融治疗领域。EOCT 与公司消化内镜诊疗器械经营和渠道营销具有重合性，是全球第二家获得美国 FDA 批准的产品，目前正在美国梅奥诊所、斯坦福大学医院医疗中心等机构开展临床研究，是公司未来业务发展的重要增长点。

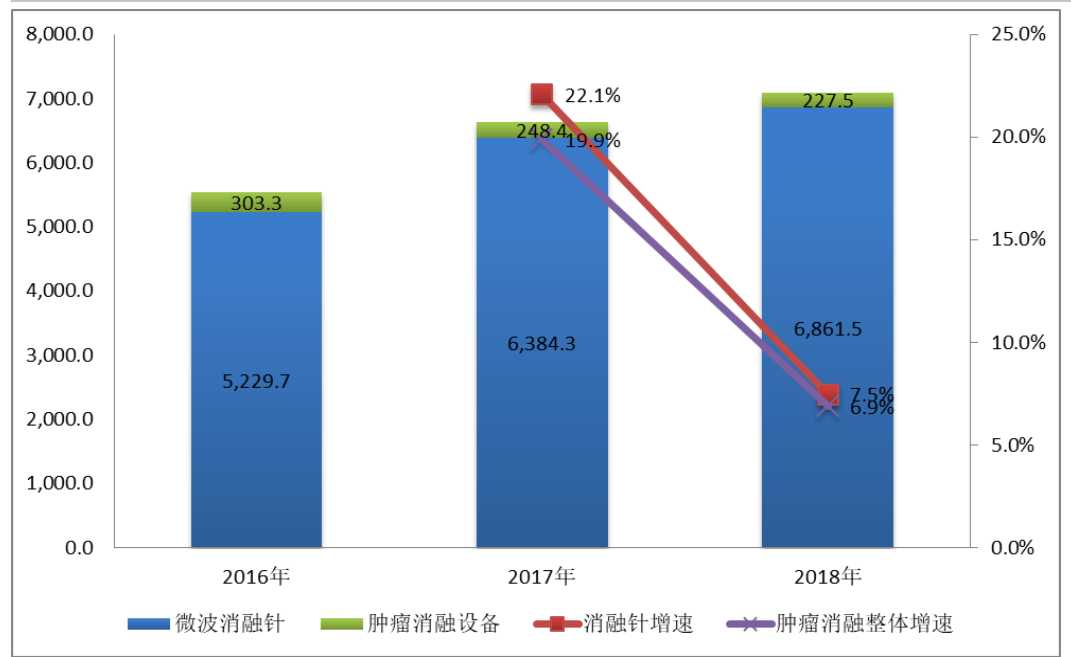
（一）肿瘤消融产品线：业务平稳增长，耗材型经营模式

肿瘤消融技术是在影像设备，如超声、CT、MRI 等影像引导下，对肿瘤直接应用化学药物或物理灭活，是一种精准、微创的诊疗技术。目前最常用的肿瘤消融方式为化学消融和物理消融。物理消融主要包括微波消融、射频消融、冷冻消融等。公司肿瘤消融产品线属于微波消融，基本原理是通过微波消融针经皮穿刺到达肿瘤部位，进行消融加热使得肿瘤组织凝固坏死，产品线包括微波消融治疗仪和配套使用的微波消融针。2011 年，CSCO 和中华医学会肝病学分会肝癌学组等共同发起制定了《肝癌局部消融治疗规范专家共识》，根据有关文献研究统计，对于小肝癌，微波消融与开腹手术治疗的 1 年、3 年生存率对比并无显著差异，但具有创伤小、费用低、住院时间短等优势，目前在肝癌治疗领域已成为主流的医疗方法之一。

业务平稳增长，销售结构以消融针耗材为主。2016-2018 年，公司肿瘤消融产品线营收平稳增长，营业收入从 2016 年 5533 万元增长到 2018 年 7089 万元，年复合增速 13.2%；2018 年，肿瘤消融产品线占公司整体营收比例约为 7.8%，产品线销售结构以消融针耗材为主，无菌一次性微波消融针销售占比 95% 以上，微波消融治疗仪不到 5%，随着存量消融治疗仪增加，公司微波消融针耗材使用量也将稳步增长。



图表 13: 肿瘤消融产品销售结构及增速



资料来源: 国家卫计委, Wind, 联讯证券研究院

根据中科国际信息咨询中心发布的《2018-2022 年中国微波射频肿瘤消融系统市场调研与发展前景预测专题报告》，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%。由此推算，2018 年中国肿瘤消融市场空间约为 8.4 亿元人民币，公司肿瘤消融产品在国内热消融市场占有率接近 10%。

我国是肝癌高发国，肝癌在 2014 年我国癌症发生率排名中列第四位，死亡率排名中列第二位，肿瘤消融为不能实施手术的原发性肿瘤，尤其是肝脏实质性肿瘤，或由于年龄/身体原因不宜开腹手术治疗的 患者提供治疗可选项。

(二) EOCT: 具有前沿技术水准的创新产品

EOCT 为公司新研发的内镜式光学相干断层扫描系统 (EOCT)，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。主要与内镜配合使用，可用于早癌筛查和手术规划，尤其是在食管高级别上皮内瘤变及食管早癌的筛查方面。

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，核心部件为光学微探头和成像导管，通过自主研发拥有了关键部件自制能力。目前，国内尚无相同或类似的产品，公司在 EOCT 领域通过专利保护获得先发技术壁垒优势，在美国与同类产品比较，具有成像扫描速度快、球囊扩张方式智能化、配套耗材规格丰富的优势，该产品预计 2020 年底或 2021 年初可在国内上市。



图表14: 具有前沿技术水准的创新产品 EOCT 影像平台模式图



资料来源: 公司 IPO 招股书, 联讯证券研究院

四、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

暂不考虑 EOCT 产品上市销售营收和利润贡献, 我们预测 2019-2021 年, 公司营收总额分别为 12.16/15.73/20.11 亿元, 分别同比增 31.9%/29.4%/27.8%; 归母净利润分别为 2.75/3.62/4.72 亿元, 分别同比增 43.0%/31.5%/30.4%; 已发行后总股本 1.33 亿股为参考股本, 2019-2021 年, 公司全面摊薄每股收益 (EPS) 分别为 2.07/2.72/3.55 元。

关键财务数据假设和营收拆分如下表所列。

图表15: 关键财务数据假设和营收拆分

产品大类	产品名称	2016年	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E
	1、自产产品	39,524.7	63,883.3	91,070.9	121088.2	156790.9	200557.2
	止血及闭合类	9,167.7	21,162.9	38,559.8	55,911.7	75,480.8	98,125.1
	止血及闭合同比		130.8%	82.2%	45%	35%	30%
	毛利率	71.61%	72.73%	75.10%	75.00%	75.00%	75.00%
	活检类	11,700.8	15,714.2	17,987.1	21,584.5	25,901.4	31,081.7
	活检同比		34.3%	14.5%	20%	20%	20%
	毛利率	41.00%	41.76%	43.52%	44.00%	44.00%	44.00%
	扩张类	7,858.6	9,803.5	12,106.1	14527.3	17432.8	20919.3
	扩张同比		24.7%	23.5%	20%	20%	20%



内镜诊疗类	毛利率	58.86%	61.07%	63.18%	62.00%	62.00%	62.00%	
	ERCP类	1,932.2	3,895.2	5,249.7	7,087.1	9,213.2	11,977.2	
	ERCP 同比		101.6%	34.8%	35%	30%	30%	
	毛利率	52.79%	51.74%	51.85%	52.00%	52.00%	52.00%	
	EMR/ESD类	1,431.0	3,277.9	6,356.3	9,534.5	14,301.7	21,452.5	
	EMR/ESD 同比		129.1%	93.9%	50%	50%	50%	
	毛利率	27.25%	41.12%	52.02%	52.00%	52.00%	52.00%	
	EUS/EBUS类	95.5	581.8	898.7	1348.1	2022.2	3033.2	
	EUS/EBUS 同比		509.5%	54.5%	50%	50%	50%	
	毛利率	70.32%	76.07%	68.99%	70.00%	70.00%	70.00%	
	微波消融类	微波消融针	5,229.7	6,384.3	6,861.5	7,890.7	9,074.3	10,435.5
		消融针同比		22.1%	7.5%	15%	15%	15%
	毛利率	86.41%	88.66%	87.10%	86.00%	86.00%	86.00%	
	肿瘤消融设备	303.3	248.4	227.5	238.8	250.8	263.3	
	设备同比		-18.1%	-8.4%	5%	5%	5%	
	毛利率	84.22%	77.66%	74.14%	70.00%	70.00%	70.00%	
其他类	其他	1,805.9	2,815.1	2,824.2	2,965.4	3,113.7	3,269.3	
	其他同比		55.9%	0.3%	5%	5%	5%	
	毛利率	39.57%	42.99%	44.01%	44.00%	44.00%	44.00%	
代理类	2、代理经销	1,566.2	-	552.5	552.5	552.5	552.5	
	代理同比		-	-	0%	0%	0%	
	毛利率	43.25%	-	31.14%	30.00%	30.00%	30.00%	
	营业总收入	41,431.0	64,067.3	92,210.9	121,640.7	157,343.4	201,109.8	
	总营收同比		54.6%	43.9%	31.9%	29.4%	27.8%	
	综合毛利率	57.20%	60.57%	63.77%	64.49%	64.81%	64.89%	

资料来源: Wind, 联讯证券研究院

(二) 估值

公司属于医疗器械细分子行业,当前医疗器械(SW)行业整体PE(TTM)42.6倍(截止7月17日),公司产品大部分属于耗材型器械,我们选取A股可比公司大博医疗、健帆生物和凯利泰作为参考。

图表16: 可比公司估值情况一览

股票代码	公司简称	总市值(亿元)	现价(元)	Wind一致预测每股EPS(元)	PE
------	------	---------	-------	------------------	----



				2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年
002901	大博医疗	150.2	37.38	1.16	1.46	1.83	32.2	25.7	20.4
300529	健帆生物	263.0	62.80	1.29	1.70	2.21	48.5	36.9	28.4
300326	凯利泰	72.1	9.98	0.43	0.55	0.70	23.0	18.2	14.2
	均值						34.6	26.9	21.0

资料来源: Wind, 联讯证券研究院

综合行业整体和可比公司估值情况,考虑到公司未来三年归母净利润年复合增速 30% 以上,给予 2019 年 40 倍 PE 估值,目标价 82.8 元。

五、风险提示

行业竞争加剧风险、EOCT 等新产品研发进度不及预期,产品降价风险。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	620.6	2362.4	2401.6	2557.9	经营活动现金流	192.3	247.8	331.0	437.2
现金	340.6	1970.7	1922.2	1952.3	净利润	203.4	287.6	375.7	487.7
应收账款及票据	134.0	182.5	236.0	301.7	折旧摊销	14.1	16.5	14.4	25.1
其它应收款	7.0	5.0	5.0	5.0	财务费用	-1.3	-9.0	-5.0	-5.0
存货	132.9	176.4	228.1	291.6	投资损失	7.0	7.0	7.0	7.0
预付账款	6.2	7.0	7.0	7.0	营运资金变动	-48.1	-69.3	-76.1	-92.6
其他	0.0	20.9	3.2	0.3	其它	17.2	15.0	15.0	15.0
非流动资产	348.6	382.1	678.8	931.5	投资活动现金流	-26.3	-97.7	-296.8	-298.4
在建工程	39.1	139.1	339.1	539.1	资本支出	-48.7	-100.0	-300.0	-300.0
固定资产	131.7	115.2	200.8	275.7	投资支出	7.5	0.0	0.0	0.0
无形资产	15.1	14.7	14.4	14.0	其他	14.9	2.3	3.2	1.6
其他	162.7	113.0	124.5	102.7	筹资活动现金流	-4.7	1480.0	-82.7	-108.7
资产总计	969.2	2744.4	3080.4	3489.4	吸收投资	0.0	1592.8	0.0	0.0
流动负债	307.0	273.9	316.0	344.7	短、长期借款	-31.1	-55.0	0.0	0.0
短期借款	40.0	0.0	0.0	0.0	其他	26.4	-57.8	-82.7	-108.7
应付账款	81.0	103.7	132.9	169.4	现金净增加额	161.3	1630.1	-48.5	30.1
其他	226.0	170.2	183.1	175.3					
非流动负债	41.8	27.6	28.4	29.7	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
长期借款	15.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	26.8	27.6	28.4	29.7	营业收入	43.92%	31.92%	29.35%	27.82%
负债合计	348.8	301.5	344.4	374.4	营业利润	71.32%	44.86%	30.99%	30.04%
少数股东权益	40.7	52.7	66.1	81.1	归属母公司净利润	90.45%	43.02%	31.46%	30.45%
归属母公司股东权益	579.7	2390.3	2669.9	3033.8	获利能力				
负债和股东权益	969.2	2744.4	3080.4	3489.4	毛利率	63.78%	64.49%	64.81%	64.89%
					净利率	22.06%	23.64%	23.88%	24.25%
利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE	33.24%	11.50%	13.54%	15.54%
营业收入	922.1	1216.4	1573.4	2011.1	ROIC	33.80%	12.30%	14.38%	16.65%
营业成本	334.0	431.9	553.7	706.0	偿债能力				
营业税金及附加	14.6	19.5	25.2	32.2	资产负债率	35.99%	10.98%	11.18%	10.73%
营业费用	185.2	231.1	299.0	382.1	净负债比率	56.22%	12.34%	12.59%	12.02%
管理费用	176.3	219.0	275.4	341.9	流动比率	2.02	8.63	7.60	7.42
财务费用	1.1	-9.0	-5.0	-5.0	速动比率	1.59	7.98	6.88	6.57
资产减值损失	7.0	7.0	7.0	7.0	营运能力				
公允价值变动收益	0.4	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	1.09	0.66	0.54	0.61
投资净收益	21.4	10.0	10.0	10.0	应收账款周转率	8.07	7.69	7.52	7.48
营业利润	225.7	327.0	428.3	556.9	应付账款周转率	2.77	2.79	2.74	2.72
营业外收入	8.9	5.0	5.0	5.0	每股指标(元)				
营业外支出	0.5	1.4	1.4	1.4	每股收益	1.45	2.07	2.72	3.55
利润总额	234.1	330.6	431.9	560.5	每股经营现金	4.36	17.97	20.07	22.81
所得税	30.7	43.0	56.1	72.9	每股净资产	1.45	1.86	2.49	3.29
净利润	203.4	287.6	375.7	487.7	估值比率				
少数股东损益	10.7	12.0	13.4	15.0	P/E	36.3	25.4	19.3	14.8
归属母公司净利润	192.7	275.6	362.3	472.6	P/B	12.0	2.9	2.6	2.3
EBITDA	224.4	338.0	441.3	580.6	EV/EBITDA	31.3	20.6	15.8	12.0
EPS（元）	1.45	2.07	2.72	3.55					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院 备注：部分数据以 IPO 发行价 52.45 为参考价



分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015年11月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com