

证券研究报告 医药科创板公司篇之——南微医学

内镜诊疗器械领军者，EOCT填补 国内空白空间大

证券分析师：杜佐远 执业资格证书编码：S1190517110001

证券分析师：蔡明子 执业资格证书编码：S1190518050001

2019年7月20日



核心要点：细分领域领先，创新驱动力强

- **南微医学**是国内聚焦于微创医疗器械及微创诊疗技术的创新驱动型公司，经过20年的积累，公司逐步由非血管支架单品研发到建立内镜诊疗、肿瘤消融、光学相干断层扫描成像(OCT)三大技术平台，发展成为微创诊疗领域具备较高科研创新实力、核心产品(EOCT等)竞争优势且业绩高速增长(16-18年收入CAGR49%)的龙头公司。
- **研发及产品优势明显**：公司注重研发，聚焦世界前沿技术，新产品研发速度快，成功率高，单位研发成本低；2018年，公司共研发成功16个新产品，取得18张注册证及市场准入批准。核心技术人员研发经验丰富，手握多项专利，引领行业革新。产品方面，内镜诊疗器械产品类型齐全、部分产品性能达到国际水平；微创肿瘤消融产品适应范围及获批时间行业领先；EOCT已获美国FDA批准，国内预计2020-2021年上市，属国内首创，清晰度可达病理级，形成核心竞争力。
- **市场空间大**：国内内镜诊疗+肿瘤消融18-22年市场CAGR25%，国外复合增速不到10%，成长速度快、空间大；EOCT将主要应用于食管癌早筛，鉴于食管癌早期五年存活率显著高于后期（95%vs10%），国内无竞品，EOCT将大幅提升公司成长空间。
- **盈利预测**：按国内、国外拆分，预计公司19-21年收入12.4、16.5、21.9亿元，对应增速分别34%、33%、33%；按照21%的净利率，则对应归母分别为2.6、3.5、4.6亿元。公司在细分内镜诊疗器械和肿瘤消融器械领域处于领先水平，行业成长空间大，参考同类企业和公司业绩中长期所能达到的净利润级别，我们判断上科创板后，公司市值在100亿元以上，中期来看，若EOCT成功上市，公司市值将在几百亿元级别，建议重点关注。
- **风险提示**：新产品上市进度不及预期，器械两票制政策推行对分销的负面影响。

目录

一、公司概况（基本情况、股权结构、高管及核心团队）

二、产品拆分、产品分析、细分领域竞争格局

三、市场空间分析与测算

四、核心财务指标一览

五、估值模型、盈利预测、风险提示

1.1基本情况：三大产品体系，聚焦内镜诊疗器械

公司定位：聚焦于微创医疗器械及微创诊疗技术的创新驱动型公司。

主要产品：已有内镜下微创诊疗器械、肿瘤消融设备两大系列，新研发内镜室光学相干断层扫描系统（EOCT）获美国FDA批准（全球第二家），国内已进入创新医疗器械审批绿色通道。

销售范围：国内2900多家医院，三甲覆盖率超55%。国外出口至美国、德国、加拿大、澳大利亚等79多个国家和地区，美国德国设子公司。18年境外销售收入占比45%。

产品竞争力：根据FDA比较结果，公司活检钳、软组织夹、扩张球囊等产品用途和性能达到已在美国上市的国际知名公司同类产品实质等同水平。

公司信息：成立时间2000年，办公地南京。

财务数据：2018年收入9.22亿，归母净利润1.93亿。

IPO信息：上市日期19年7月22日；发行不超过3334万股，发行价52.45元/股；发行市盈率40倍；行业市盈率32倍。

内镜诊疗
产品系

肿瘤消融
产品系

OCT技术
产品系

新产品
新领域

医学创新成果转化平台

医工合作 设计研发 法规注册 生产制造 质量管理 市场营销 品牌运营

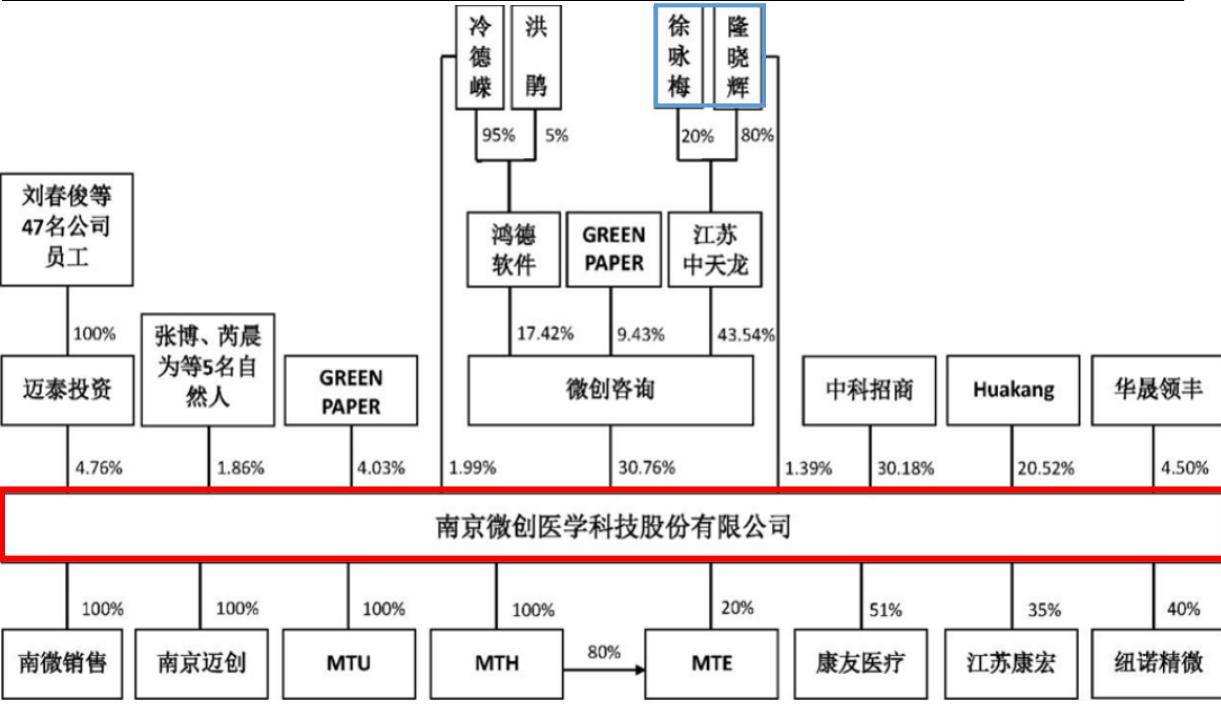
图：公司IPO募投项目

项目	投资总额	拟投入募集资金	内容	意义	投资回收期	内部收益率(FIRR)
生产基地建设项目	65,592	65,592	引进自动化生产线和先进设备	提升生产效率和质量，提升产能，建成后预计新增年销售收入13.2亿，净利润2.2亿。	6.59年（税后，含2年建设期）	23.02%（税后）
国内外研发及试验中心建设项目	15,259.01	15,259.01	建国内研发及实验中心，以ERCP、ESD、EUS等产品工艺、稳定性、可靠性、先进性等问题为主要方向。建美国研发中心，聚焦世界前沿及大肠癌、巴雷特食管早期诊断，胃反流治疗，营养供给类产品，止血粉剂类产品研究。	培养内镜诊疗器械领域的技术研究带头人及团队，提升公司研发能力和核心技术水平，在国内外更具竞争力	-	-
营销网络及信息化建设项目	8,583	8,583	拟在国内外建7个营销网点，并在南京建设营销一体化机房	优化营销网络，强化公司与经销商、医疗机构的联系，保障产能投放；提升国家市场推广能力，扩大销售规模	-	-
合计	89,434.01	89,434.01	-	-	-	-

资料来源：南微医学招股书，太平洋证券研究院

1.2 股权结构：由股权投资机构+ 员工持股构成

图：南微医学股权结构



股东分析：

公司不存在控股股东。主要股东微创咨询、中科招商、Huakang 合计持股81.47%，锁3年。

微创咨询、中科招商、Huakang、华晟领丰、GREEN PAPER：股权投资机构。

微创咨询的法人代表隆晓辉同时也是南微医学董事长。徐咏梅为隆之配偶。

迈泰投资为员工持股平台。首席科学家国内市场总监、支架产品部经理、转化医学部资深工程师、康友医疗总经理（隆晓辉之子）均在其中。

其他自然人股东：冷德嵘为公司总经理（洪娟为冷之配偶），张博为营销副总，芮晨为财务总监，盘雅娟为董秘，徐星岗为质量法规副总，张天兵为子公司副总。

子公司	持股比例	成立日期	主营业务	2018营收 (万元)	2018净利润 (万元)	净利率
康友医疗	51%	1994	肿瘤消融设备及耗材的研发、生产、销售	7,453.23	2182.57	29%
MTH	100%	2015	股权投资，持有MTE80%股权	-	81.32	-
MTU	100%	2015	公司产品在美国的仓储物流及销售	12,623.61	-682.93	-5%
MTE	100%	2007	公司产品在德国的仓储物流及销售	13,501.73	1547.72	11%
江苏康宏	35%	2014	消化、放射医疗领域微创手术及检查手术器械配件研产销	4,807.49	980.50	20%
纽诺精微	40%	2016	研发神经外科微创器械，产品尚在临床试验，与公司协同性强	-	-121.28	-

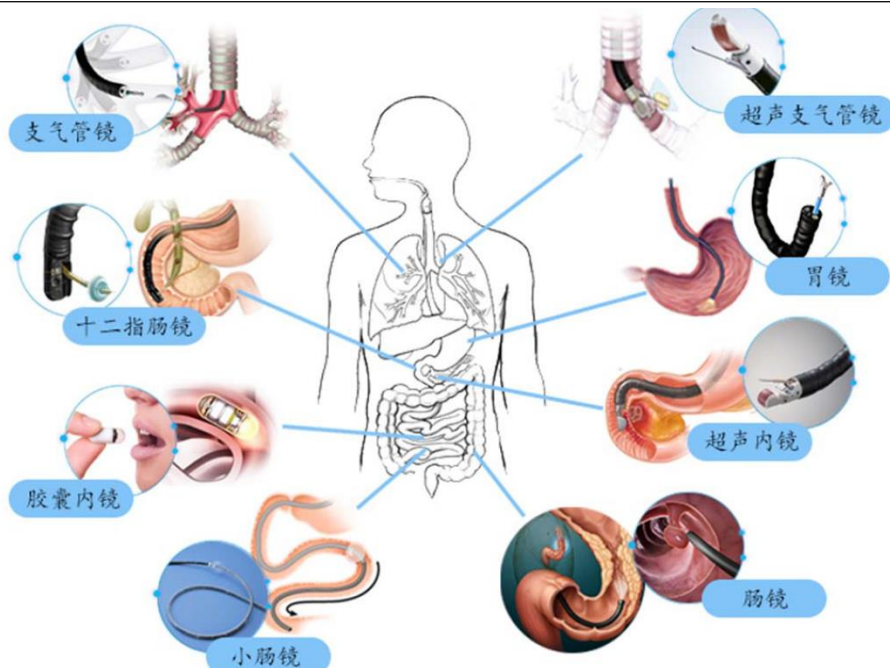
1.3 高管及核心技术人员：产业、研发经验丰富，拥有多项专利

图：公司高管及核心技术人员基本情况

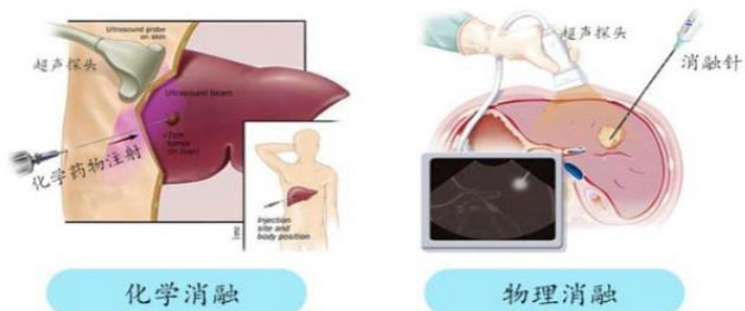
人员	职务	简历	持股比例
隆晓辉	董事长	1959年出生。历任江苏中天投资发展有限公司董事长、总经理，江苏中天龙董事长、总裁，产业经验丰富。	11.9%
冷德嵘	总经理， 董事	1963年出生。1999年联合创办南京微创医疗产品有限公司，2000年5月-2015年7月，历任南微有限董事、副总经理、总经理。2015年7月至今，任公司总经理，也是核心技术人员之一。作为发明人先后获得发明专利11项，美国专利1项，日本专利1项，欧洲专利1项，中国实用型专利20项，曾主持省部级科技项目5项，获得国家科技进步二等奖1项。2013年，获国务院颁发的政府特殊津贴。	7.08%
李常青	研发及业务 拓展副总经理， 董事	1971年出生，美国国籍，1995年获得清华大学化学工程与工艺学士学位，1998年获得美国阿克隆大学化学工程硕士学位。1998年12月至2001年2月，任Sigma-Aldrich Co., Ltd. 化学工程师；2001年2月至2008年5月，任Boston Scientific Corporation高级研发工程师、过程工艺部经理；2008年5月至2013年5月，任Interplex Industries, Inc. 技术总监以及其下属子公司Anrei Medical(Hangzhou) Co., Ltd. 副总经理。2013年5月至2015年4月，担任微创技术顾问。2015年4月至今，担任MTU总经理。2015年7月起，任本公司董事、研发及业务拓展副总经理，核心技术人员之一。作为发明人先后获得美国发明专利5项，曾主导多项新产品研发、上市、临床合作项目。	0
奚杰峰	首席科学家	1982年出生，2005年获清华大学光学工程硕士学位，2014年获约翰霍普金斯大学医学工程博士学位，2014年7月至今任公司首席科学家，核心技术人员之一。作为发明人先后获得发明专利3项。曾先后主持多个省市级科技项目，2016年获得美国西贝尔学者，2016年入选南京市“高端人才团队引进计划”，2018年获得上海市科技进步二等奖。	0.15%
李宁	质量法规 总监	1982年出生，中级质量工程师，历任南京万福金安有限公司研发工程师、质量工程师、研发主管；南微有限质量工程师、质量经理、运营部经理、采购经理、质量总监、法规经理。2012年至今任公司质量法规总监，参与和主导公司测试中心、全球注册和临床工作，先后参与制定了多项行业标准和指导原则，核心技术人员之一。	0.35%
韦建宇	转化医学 部资深工 程师	1975年出生，中级工程师，多年机械企业工程师、首席工程师经验，2013年12月加入公司任转化医学部资深工程师，核心技术人员之一。作为发明人获得17项专利，2017年获得华夏医学科技奖、中华医学科技奖、辽宁省科学进步一等奖。2018年，获得国家科学进步二等奖。	0.05%
潘长网	支架产品 部质量法 规经理	1979年出生，医药工程中级职称，2005年获南京大学高分子化学与物理硕士学位，2005年7月加入南微有限，历任工程师、技术部副经理、运营部技术主任、江苏省微纳生物医疗器械设计与制造重点实验室及江苏省非血管腔道内支架工程技术研究中心主任工程师。2017年1月至今任公司支架产品部质量法规经理，核心技术人员之一。公司非血管腔道系列支架研发工作，作为发明人先后获得8项专利。	0.08%

2.1 产品分析：内镜诊疗、肿瘤消融、EOCT（在研）

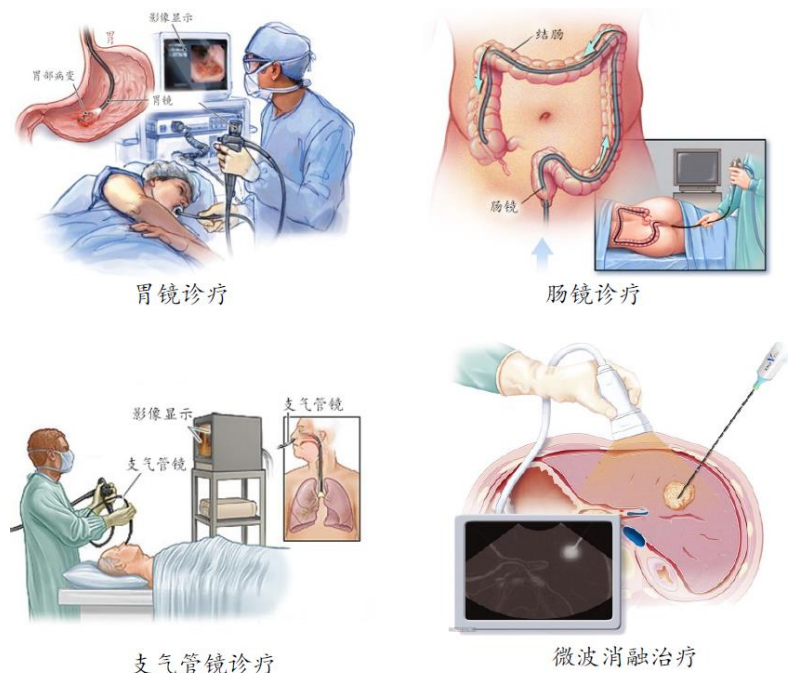
图：肿瘤消融技术可分为化学消融和物理消融两大类



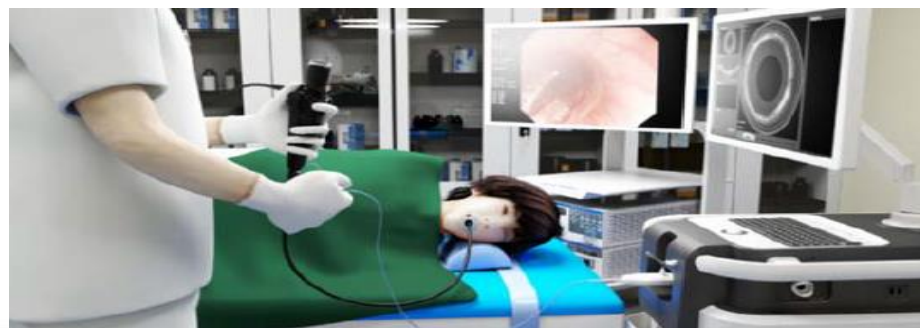
图：肿瘤消融技术可分为化学消融和物理消融两大类



图：公司内镜诊疗器械应用领域及场景



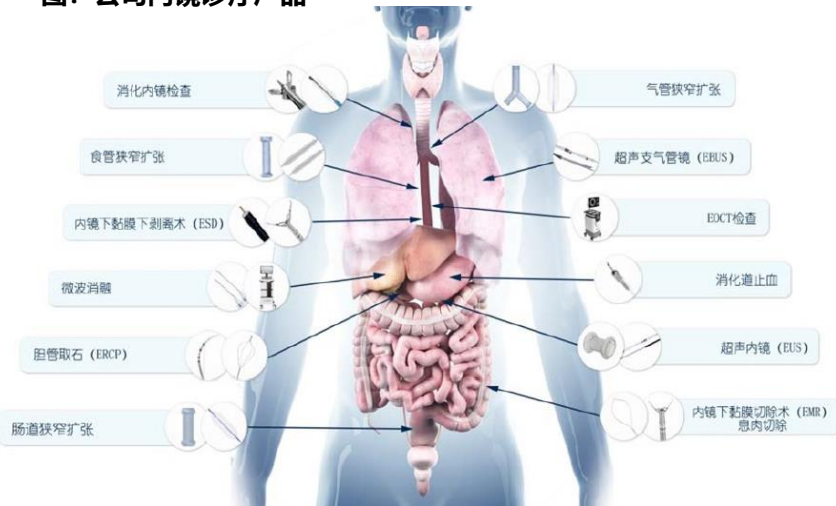
图：EOCT应用场景



2.2 产品分析：EOCT形成公司核心竞争力

➤ **内镜诊疗器械：**广泛应用于消化道及呼吸道疾病的临床诊断及治疗。公司拥有包括活检类、止血和闭合、EMR/ESD类、扩张类、ERCP类、EUS/EBUS等6大类20余种产品。

图：公司内镜诊疗产品



图：公司肿瘤消融设备及耗材

肿瘤消融设备及耗材	微波消融	微波消融仪	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。	

➤ **肿瘤消融器械：**主要应用于肿瘤的微热波消融治疗，成为肝癌治疗主流方法之一，有专家共识。公司主要产品包括微波消融治疗仪和微波消融针，由控股子公司康友医疗研发生产。

➤ **EOCT产品：**国内首创，使公司有别于其他竞争对手，清晰度可达病理级，形成早筛-确诊-治疗-评价-晚期姑息治疗的完整解决方案，形成核心竞争力！

项目	常见术式
 内窥式光学相干断层成像检查术	 EOCT检查术

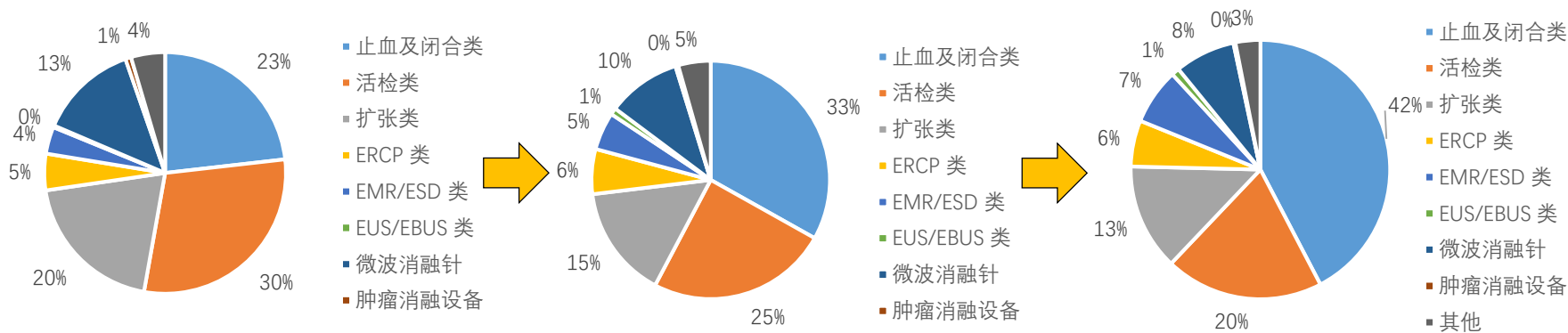
图：EOCT内窥式光学相干断层成像常见术式

2.3 产品分析：内镜诊疗、肿瘤消融、EOCT（在研）

表：内镜诊疗及肿瘤消融产品销售拆分

产品名称	2016		2017		2018	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
1、自产产品	39525	96.2%	63883	100.0%	91071	99.4%
止血及闭合类	9168	22.3%	21163	33.1%	38560	42.1%
活检类	11701	28.5%	15714	24.6%	17987	19.6%
扩张类	7859	19.1%	9804	15.4%	12106	13.2%
ERCP 类	1932	4.7%	3895	6.1%	5250	5.7%
EMR/ESD 类	1431	3.5%	3278	5.1%	6356	6.9%
EUS/EBUS 类	95	0.2%	582	0.9%	899	1.0%
微波消融针	5230	12.7%	6384	10.0%	6862	7.5%
肿瘤消融设备	303	0.7%	248	0.4%	227	0.3%
其他	1806	4.4%	2815	4.4%	2824	3.1%
2、代理经销	1566	3.8%			553	0.6%
合计	41091	100.0%	63883	100.0%	91623	100.0%

图：2016-2018自产产品占比结构变化（剔除代理，将自有产品看做100%）



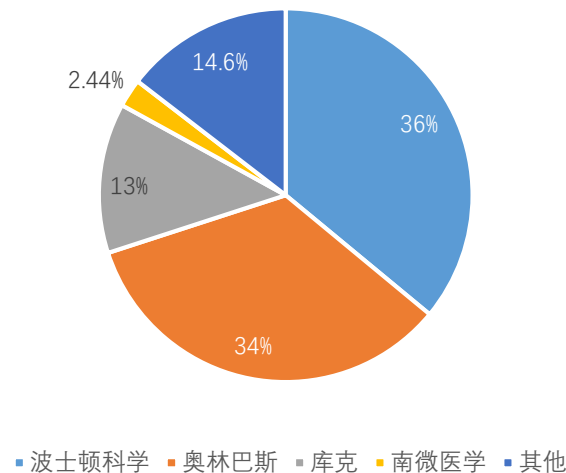
资料来源：南微医学招股书，太平洋证券研究院

2.4内镜诊疗产品竞争格局：全球进口主导，南微具备进口替代能力

表：内镜诊疗产品主要竞争对手（P182）

图：全球内镜诊疗市场份额（总市场约52.5亿美元）

名称	简介	主要产品
波士顿科学	创立于1979年，总部位于美国，全球微创介入治疗领域的领导者	进入中国产品包括覆膜胆道金属支架（2013）、经肝胆道支架系统（2013）、心脏消融系统（2013）、内镜超声活检针及配件（2014）等，产品较多。
库克	为医院13个科室提供产品服务，产品销往全球135个国家	进入中国产品包括球囊扩张导管（2015）、开孔型腹主动脉瘤血管内支架系统（2016）、内镜弯针持针器（2013）等，产品较多。
奥林巴斯	成立于1919年，总部位于日本	进入中国产品包括电子结肠内窥镜/大腸ビデオスコープ（2017）、电子十二指肠镜（2013）、电子胸腹腔镜（2013）等，产品较多。
常州市久虹医疗器械有限公司	成立于2003年，注册资本200万元	内镜下诊断和治疗微创器械的研发、生产和销售，主要产品包括活检钳、细胞刷、扩张球囊、斑马导丝、取石网篮、取石球囊、圈套器等
安瑞医疗器械（杭州）有限公司	成立于2006年，注册资本1449.83万元	消化内镜领域手术器械的研发、生产及销售，主要产品包括活检钳、球囊扩张器、高频电切刀、取石网篮、鼻胆引流管、肠道支架、胆道支架、食道支架、气道支架、止血夹、热活检钳、电圈套器等



产品所有者	南微医学	波士顿科学	库克	奥林巴斯	南微医学	波士顿科学	库克	奥林巴斯
型号	2.6 * (1550/1650、1800/1950/2300/2350/2700)	2.6* (1550/2350)	2.4*2300	2.6*(1650/1950、2300/2700)	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度精确旋转
最大插入直径*工作长度(mm)								
参数	凸轮结构	弹性悬臂梁结构	连杆结构	弹性悬臂梁结构	残留体内长度10mm	残留体内长度16mm	残留体内长度15mm	残留体内长度10mm
	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				

公司是国内最早研制一次性使用活检钳的专业生产企业，产品技术水平已达国外同类产品标准。以上表可重复开闭软组组织夹/止血夹为例，南微医学的产品在重复开闭次数、灵活性、残留体内长度等方面并不落后于进口产品。

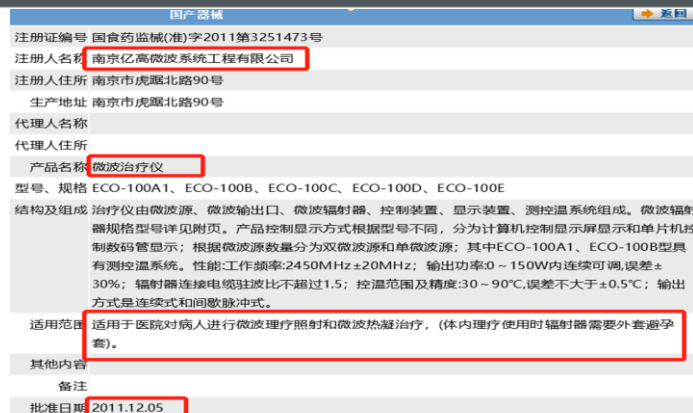
2.5 肿瘤消融产品竞争格局：南微国内获批时间及适应范围领先

图：肿瘤消融产品国内主要对手

名称	简介	主要产品
南京长城信息系统有限公司	成立于1995年，注册资本1,000万元	产品主要包括微波治疗仪（2014，可用于肝肿瘤）、微波热凝消融针（2010）等。
南京亿高微波系统工程公司	成立于2000年，注册资本5,000万元	产品涵盖微波、高频、激光三大领域，微波领域主要产品包括冷循环肿瘤微波消融系统、微波治疗仪（2011）、一次性微波消融针（2013）、ECO-100系列冷循环微波刀（2010）等。



长城信息，2014年获得了适用于直径≤3CM的原发性肝癌，09年获批的微波治疗仪则不涵盖。



南京亿高，2011年获批。适应范围中无治疗肿瘤。



南微医学，2010年获批。适用于肝内单个肿瘤灶瘤<5CM。

➤ 南微肿瘤消融产品适应范围及获批时间行业领先：长城信息和南京亿高的肿瘤消融设备和耗材上市时间在2010-2014年间，其中长城信息有一款2009年获批的微波消融针，但适用范围中未注明可用于实体肿瘤，14年的批文中注明可适用于肝肿瘤；南京亿高的微波治疗仪未注明可用于实体肿瘤。南微的微波消融治疗仪首次获批时间在2010年，明确注明适用于肝肿瘤；微波消融针获批于2009年。

➤ 公司微波消融针和肿瘤消融设备凭借较高产品附加值和技术优势，议价能力强，18年毛利率高达87%。

2.6 EOCT产品竞争格局：海外一家、国内空白，南微国内有望2020-2021年上市

图：公司EOCT产品竞争优势

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

- 竞争对手：美国Ninepoint Medical的NvisionVLE.
- 国内应用领域：检查食管高级别上皮内瘤变及鳞状上皮细胞癌，配套开发了丰富的成像导管规格型号，适用于各种病人的检查。
- 技术壁垒高：通过自主研发取得了一系列产品化的专利授权及软件著作权，7项专利均为原始取得，期限10-20年，2项EOCT产品相关软件著作权。核心部件自主研发+自制，降低产品成本。

图：公司EOCT产品优势

- 获美国FDA批准，在梅奥诊所、斯坦福大学开展临床试验，国内进入创新医疗器械审评绿色通道，开展临床试验。
- 适应症：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。
- 公司EOCT产品比现在临床应用的超声内镜分辨率至少高10-15倍。
- 产品已达到美国同类产品相同性能水平，国内预计2020年底-2021年初上市。
- 扫描速度达到了美国Ninepoint的一倍，大大降低由于食道蠕动造成的图像失真。
- 无需人工操作，减少手术操作时间，降低医护人员负担。
- EOCT产品上市后可借助原有消化内镜微创介入领域形成的广泛、稳定销售渠道迅速推广。

3.1 市场空间：国内18-22年市场CAGR25%，成长空间大

1、内镜诊疗器械市场概况：

(1) 全球内镜诊疗器械市场：2017年市场规模约50亿美元，2017-2020年CAGR预计5%。在消化内镜诊疗领域，2018年全球应用于肝胆管疾病、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、14、6亿美元，合计34亿美元，预计到2021年将分别达到17、18、6.75亿美元，合计41.75亿美元，CAGR7%。

表：内镜诊疗器械市场规模及占比

产品	市场规模	公司产品市场规模占比
全球消化道止血产品	6亿美元	9.59%
全球消化道癌症器械产品	14亿美元	1.97%
全球胆胰器械产品	14亿美元	0.56%

资料来源：南微医学招股书，太平洋证券研究院

(2) 国内内镜诊疗器械市场：2007-2017年，以国内消化内镜耗材CAGR19.03%，测算出18年活检钳需求量2699.10万件/年，圈套器、注射针、软组织夹均为768.55万件/年，超声穿刺活检针7.09万件/年；2011-2017年，以ERCP手术器械需求量CAGR11.46%，测算出2018年ERCP需求量37.50万套/年。

表：内镜诊疗器械市场规模测算

产品	数量：（万件/万套）	单价（元）	市场规模（万元）
活检钳	2699.10	19.55	52767.41
圈套器	768.55	58.93	45290.65
注射针	768.55	59.04	45375.19
软组织夹	768.55	65.33	50209.37
超声穿刺活检针	7.09	567.59	4024.23
ERCP	37.50	2999.00	112462.50
合计			310129.35

资料来源：南微医学招股书，太平洋证券研究院

2013年我国非血管支架市场规模占全球的11%，约为3.33亿元，假定2013-2018年我国非血管支架市场规模未发生增长，2018年我国非血管支架市场规模为3.33亿。综上，**2018年我国内镜诊疗领域市场规模约为34.34亿元。**

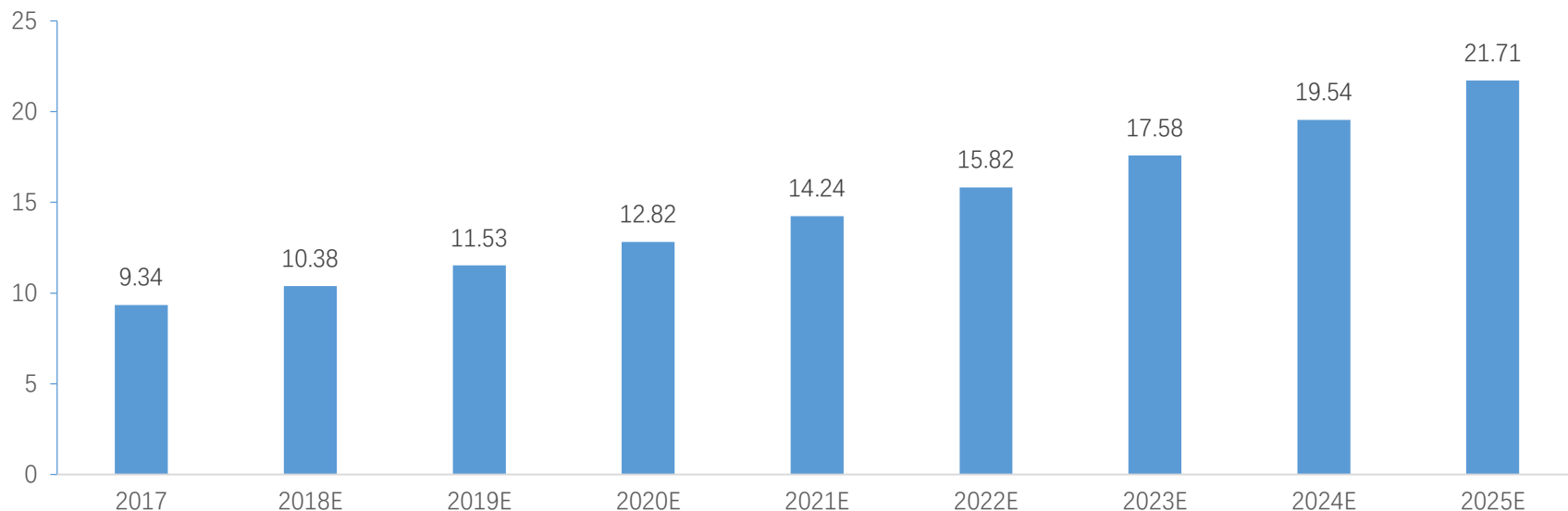
3.1 市场空间：国内18-22年市场CAGR25%，成长空间大

2、肿瘤消融设备及耗材行业市场概况：

(1) 全球：2017年市场规模约9.34亿美元，预计2025年市场规模将会达到21.71亿美元，CAGR达到11.12%。

(2) 国内：2017年中国热消融产品销售额约7亿人民币，CAGR20%，推算出2018年中国肿瘤消融市场空间约为8.4亿人民币，预计2020年，市场规模达到11.2亿元。

图：全球肿瘤消融设备及耗材行业市场规模



资料来源：南微医学招股书，太平洋证券研究院

3、EOCT市场概况：

2019年1月，全国癌症统计数据显示，食管癌发病率为6.26%（或24.6万例），占第六位。早期食道癌五年存活率可以达到95%，二期后降到35%，扩散后不足10%，因此食道癌的早期筛查和早期治疗十分必要，公司EOCT产品空间巨大。

3.1 市场空间：国内18-22年市场CAGR25%，成长空间大

4、汇总国内市场概况：

表：国内市场规模及CAGR汇总

市场细分	CAGR	市场规模
内镜诊疗器械市场	9.25%	以2018年市场规模34.34亿元为基础测算，预计2022年，市场规模至少达到49亿元。
肿瘤消融设备及耗材行业市场	20%	以2018年市场规模8.4亿元为基础测算，预计2020年，市场规模至少达到17.4亿元。
合计		2018年市场规模为42.74亿元，预计2022年后至少达到66.4亿元，CAGR25%。

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
国内市场规模	38.28	42.74	47.72	53.27	59.48	66.4
yoy		11.64%	11.64%	11.64%	11.64%	11.64%
南微国内收入（亿）	3.5	5.1	6.7	8.5	10.7	13.3
市占率	9.2%	11.9%	14.0%	16.0%	18.0%	20.0%
收入yoy		43.6%	31.9%	27.6%	25.6%	24.0%

注：1) 国内市场规模，在18年及22年基础上，推算出17-22年完整数据。2) 根据南微17-18年国内收入及市占率，推算出18-22年市占率及收入值。

2017-2020年全球市场CAGR6.01%，虽然国内市场规模较全球小，但2018-2022年国内市场规模的年增长率远高于全球。

4.1 财务指标分析

表：公司主要财务指标（单位：万元）

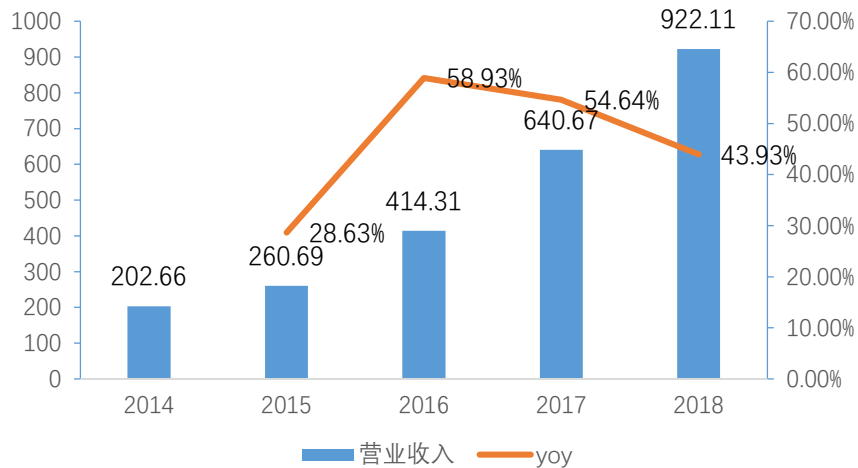
	2016年	2017年	2018年
营业收入	41431	64067	92211
其中：1) 内镜诊疗器械	32186	54436	81158
2) 肿瘤消融设备及耗材	5533	6633	7089
3) 其他	3372	2815	3377
营业毛利率	57.20%	60.57%	63.77%
主营业务毛利率	57.51%	60.75%	64.01%
销售费用率	16.60%	17.77%	20.08%
管理费用率	38.41%	14.09%	13.80%
研发费用率	4.30%	5.91%	5.33%
财务费用率	0.09%	1.07%	0.11%
营业利润	-1436.87	13173.66	22568.53
归母净利润	-3645.41	10118.20	19269.90
扣非净利润	5601.79	10116.55	17520.00
经营活动产生的现金流量净额	7997.78	14047.63	19232.49
资产负债率（母公司）	33.23%	31.45%	32.55%
净资产收益率	-12.41%	26.27%	36.17%
前五大客户销售收入占比	31.14%	30.80%	17.83%
向第一大客户销售收入占比	9.10%	10.31%	4.78%

资料来源：南微医学招股书，太平洋证券研究院
2016年净利润为负，主要是股权激励费用一次性确认9570万元导致。

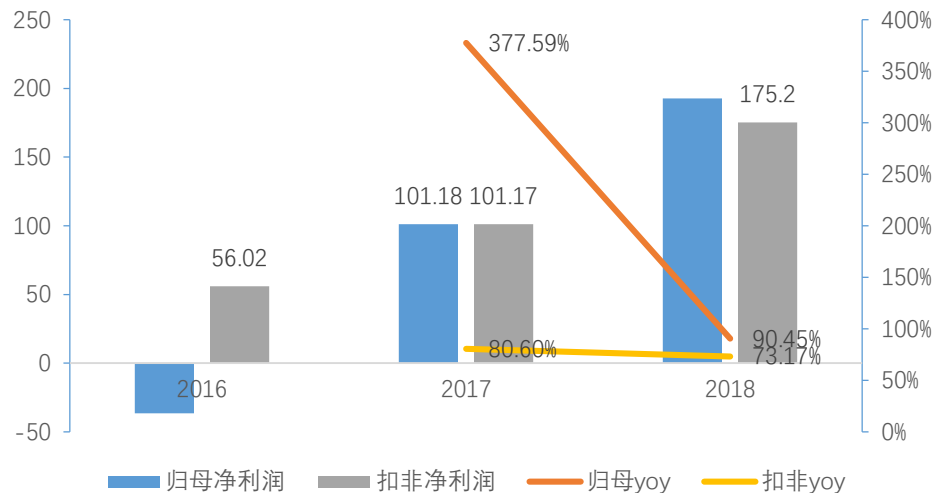
- 公司成长性好,主营业务收入增长率高于行业水平：1) 收购康有医疗后，公司增加了微波消融治疗仪和微波消融针等产品，产品线得到丰富 2) 公司活检钳、软组织夹等产品的用途和性能与知名国际医疗器械公司同类产品水平等同，功能优势明显；3) 活检钳、软组织夹等产品销售价格低于国外知名厂商，性价比较高。
- 随着产品投放市场，收入快速增加，销售费用率均呈现正常提升，盈利能力快速提升。管理费用率16年因股权激励，股份支付金额一次性计入当期管理费用，17-18年管理费用率稳中有降。
- 公司客户集中率较低：16-18年前五大客户销售收入占比仅为31.14%、30.80%、17.83%，逐年降低。
- 公司重视研发投入：16-18年研发费用占营业收入比例分别为4.30%、5.91%、5.33%；公司逐步形成内镜诊疗、肿瘤消融、OCT技术三大产品系，并依靠公司的医学创新成果转化平台，培育形成新的产品系；新产品研发速度快，成功率高，单位研发成本低，2018年，公司共研发成功16个新产品，取得18张注册证及市场准入批准。

4.2核心财务数据一览

图：南微医学收入及增长率（单位：百万元）



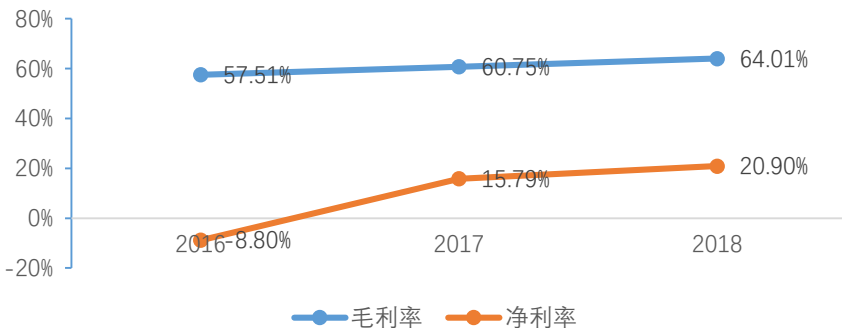
图：南微医学归母净利润、扣非净利润及增长率（单位：百万元）



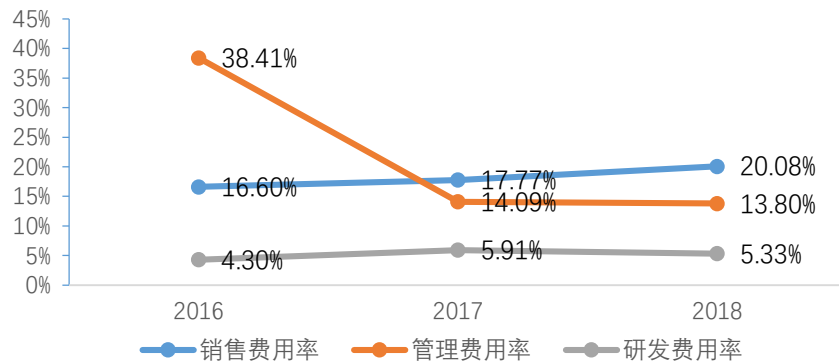
资料来源：南微医学招股书，太平洋证券研究院

资料来源：南微医学招股书，太平洋证券研究院

图：南微医学毛利率、净利率



图：南微医学销售、管理、研发费用率



资料来源：南微医学招股书，太平洋证券研究院

资料来源：南微医学招股书，太平洋证券研究院

5.盈利预测及风险提示

➤ 盈利预测:

国内: 根据国内市场规模及公司市占率数据, 预测19-21年南微国内收入有望达到6.7、8.5、10.7亿元。

国外: 由于国外市场规模超50亿美元, 而公司目前境外收入不足1亿美元, 因此按自身增速预测。参考18年境外收入增速43%, 假设未来三年增速40%, 预测19-21年公司境外收入有望达到5.7、8、11.2亿元。

合计: 预计公司19-21年收入12.4、16.5、21.9亿元, 对应增速分别34%、33%、33%; 按照21%的净利率, 则对应归母分别为2.6、3.5、4.6亿元。

公司在细分内镜诊疗器械和肿瘤消融器械领域处于领先水平, 行业成长空间大, 参考同类企业和公司业绩中长期所能达到的净利润级别, 我们判断上科创板后, 公司市值在100亿元以上, 中期来看, 若EOCT成功上市, 公司市值将在几百亿元级别, 建议重点关注。

表: 南微医学与同业公司对比

	开立医疗	迈瑞医疗	万东医疗	正海生物	南微医学
业务	超声, 内窥镜	生命信息支持、体外诊断和医学影像	医学影像设备	生物再生材料	内镜诊疗、肿瘤消融、EOCT
18年营业收入 (亿元)	12.31	137.53	9.55	2.67	9.22
19年预期营业收入 (亿元)	15.56	167.21	11.62	2.71	12.4
16-18年收入复合增速	30.85%	23.40%	12.01%	19.60%	49%
净利润 (亿元)	2.52	37.19	1.49	0.86	2.6
毛利率	68.32%	67.03%	43.60%	93.67%	64.01%
净利率	20.47%	27.04%	15.63%	39.81%	22.02%
市值 (亿元)	120.08	1585.26	73.66	46.66	——
PE(ttm)	47.62	42.62	54.81	54.37	40
PS	7.39	9.51	5.67	17.22	——

资料来源: 各公司公告, wind, 南微医学招股书, 太平洋证券研究院 备注: 1) 19年收入采用wind一致预期; 2) PS采用19年收入计算; 3) 假设南微医学19年收入增长34%;

太平洋医药团队介绍

杜佐远：太平洋研究院院长助理，医药行业首席分析师，9年以上医药卖方、买方研究和投资经验。浙江大学制药工程学士，上海财经大学金融学硕士。曾任职国信证券医药分析师4-5年、诺安基金医药研究&投资3年，2017年10月加入太平洋证券。前瞻、深入、靠谱，善于底部挖掘成长大牛股和拐点型公司&细分板块投资机会，伴随公司中长期成长。

蔡明子：太平洋医药行业分析师，3年医药行业研究经验。澳门科技大学金融硕士，曾任职民生证券医药分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务、零售药店、商业批发等板块，深入产业链调研，研究深入扎实。

苑建：太平洋医药行业分析师，2年医药行业研究经验。香港理工大学药学博士，曾任职渤海证券医药分析师，2017年11月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、新型疫苗、血制品等板块，研究深入扎实。

王斌：太平洋医药行业分析师，3年医药行业研究经验。北京大学药物化学专业博士。曾任职渤海证券医药行业分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、仿制药、政策等板块，研究深入扎实。

云天洋：太平洋医药行业助理分析师，英国拉夫堡大学金融硕士，2018年6月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务等板块，具备较为丰富的医疗产业资源，同时协同组内成员开展工作。

投资评级说明

投资评级说明

■ 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

■ 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售 总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售 副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华南销售 总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

重要声明



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。