

日期: 2019年12月20日

行业: 专用设备制造业



微创领域龙头 未来成长可期

分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

研究助理: 黄施齐

Tel: 021-53686139

E-mail: huangshiqi@shzq.com

执业证书编号: S0870119030007

IPO 发行价 52.45 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股) 33.34

发行后总股本 (百万股) 100.00

发行方式 战略配售

网下询价

上网定价

保荐机构 民生证券、中信证券

主要股东 (2019Q3)

南京新微创企业管理咨询有限公司 23.07%

深圳市中科招商创业投资有限公司 22.63%

Huakang Limited 15.39%

收入结构 (2018Y)

自产产品 98.76%

代理经销 0.60%

其他业务 0.64%

投资摘要

立足全球的微创诊疗领域龙头企业

公司是一家从事微创医疗器械研发、制造和销售的企业, 经过近20年的创新发展, 目前已成为微创诊疗领域具备较强科研实力的龙头公司。在多年的医工合作研发模式下, 公司形成了具有自身技术特点和差异化优势、多系列的内镜诊疗器械和肿瘤消融设备及耗材, 良好契合了临床科室的诊疗需求, 使得公司的业务收入快速增长。未来在国内和国际市场的双轮驱动下, 公司业绩将有望持续高速增长。

成功构建三大技术平台, 持续丰富研发储备

公司目前已成功构建微创诊疗+肿瘤消融+EOCT三大技术平台, 聚焦早癌领域, 实施产品差异化战略, 部分产品与同行业相比具备便于操作、安全性更高等竞争优势, 同时, 公司产品在境内外的销售价格要远低于国外知名厂商, 具备价格优势。此外, 为保持公司的市场竞争力, 公司近年持续对内镜领域进行研发投入, 储备了一批行业领先的在研项目, 从计划完成时间来看, 公司在未来的3年内每年都将保持多款新产品的推出频率, 保障公司业绩快速增长。

产能提升将助力公司突破业绩天花板

公司作为国内主要的内镜诊疗器械生产商之一, 近年销售收入逐年快速增长, 主要产品的产销率及产能利用率一直维持在较高水平, 部分产品产能利用率已达到饱和。在内镜诊疗器械市场规模仍保持快速增长的背景下, 公司现有生产能力不足以满足市场的需求, 限制了公司的进一步发展。因此, 伴随公司本次募集资金投资项目的逐步落地, 公司产能将得到进一步提升, 推动业绩突破天花板。

风险提示

技术研发失败风险; 市场竞争风险; 行业政策变化风险; 汇率风险

盈利预测

我们预计2019~2021年实现收入12.55亿元、16.71亿元、21.94亿元, 分别增长36.13%、33.11%、31.30%, 归母净利润分别为272.14万元、362.41万元、476.86万元, 同比增长41.23%、33.17%、31.58%, 相应的稀释后每股收益为2.04元、2.72元和3.58元。

数据预测与估值:

至12月31日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	922.11	1,255.23	1,670.86	2,193.87
年增长率	43.93%	36.13%	33.11%	31.30%
归属于母公司的净利润	192.70	272.14	362.41	476.86
年增长率	90.45%	41.23%	33.17%	31.58%
每股收益 (元)	1.45	2.04	2.72	3.58
PER (X)	112.73	79.82	59.94	45.55

注: 有关指标按当年股本摊薄

目 录

一、立足全球的微创诊疗领域龙头企业.....	5
1.1 二十年创新发展，产品线日益丰富.....	5
1.2 公司股权结构概况.....	6
1.3 产品管线日益丰富，驱动业绩快速增长.....	7
二、成功构建三大技术平台，持续丰富研发储备.....	9
2.1 内镜诊疗：产品管线丰富，实现多项创新.....	9
2.1.1 瞄准癌症早期诊疗，具有较大市场空间.....	11
2.1.2 性能和价格优势驱动公司市占率提升.....	12
2.1.3 在研项目储备丰富，3年内将呈梯队上市.....	13
2.2 肿瘤消融：前沿治疗技术，市场潜力较大.....	15
2.2.1 需求持续提升，市场空间广阔.....	16
2.2.2 技术全国领先，贴合临床需求.....	16
2.3 EOCT：处于全球第一梯队，未来的业绩新增量.....	17
2.3.1 具备较强技术优势，完善公司系统化的核心竞争力.....	19
三、产能提升将助力公司突破业绩天花板.....	19
3.1 产品结构变化驱动毛利率整体提升.....	19
3.2 产能利用率达到饱和，公司产品供不应求.....	22
3.3 募投项目扩大产能储备，进一步推进业绩成长.....	22
四、财务状况和盈利预测.....	23
4.1 盈利预测及主要假设.....	23
五、风险因素.....	23
5.1 技术研发失败风险.....	23
5.2 市场竞争风险.....	24
5.3 行业政策变化风险.....	24
5.4 汇率风险.....	24
六、估值分析.....	24
6.1 同行业可比公司 PE 估值比较分析.....	24
6.2 其他相对估值法比较分析.....	25
七、附表.....	25

图

图 1 公司发展历史.....	5
图 2 公司主要产品.....	6
图 3 公司股权结构.....	6
图 4 公司营收情况及其增速（亿元）.....	7
图 5 公司归母净利润情况及其增速（亿元）.....	7
图 6 公司产品主营业务构成（亿元）.....	8
图 7 公司地区营收构成（亿元）.....	8
图 8 海外地区销售类型构成变化较大.....	8
图 9 “1+3+N”的创新体系.....	9
图 10 内镜诊疗分类.....	9
图 11 2018 年胃肠镜及 EUS 诊疗器械需求量测算.....	11
图 12 胃肠镜开展率对比.....	12
图 13 ERCP 开展率对比.....	12
图 14 全球肿瘤设备及耗材行业市场规模（亿美元）.....	16
图 15 EOCT 组成部分.....	18
图 16 EOCT 操作示意图.....	18
图 17 公司毛利及毛利率变化情况（亿元）.....	20
图 18 公司止血及闭合类产品的毛利率和收入占比情况.....	20
图 19 公司销售费用及其费用率（亿元）.....	20
图 20 公司管理费用及其费用率（亿元）.....	20
图 21 公司研发费用（亿元）.....	21
图 22 与同行业可比上市公司研发费用率对比情况.....	21
图 23 公司产能利用率基本处于饱和状态（万件）.....	22

表

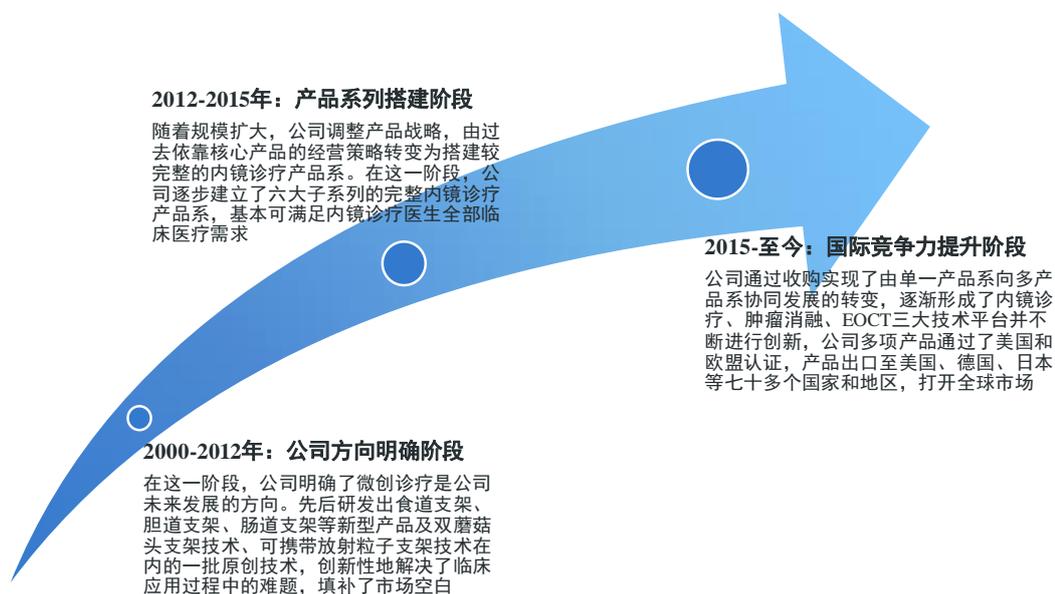
表 1 公司内镜诊疗产品线.....	10
表 2 内镜诊疗器械市场规模.....	11
表 3 部分内镜诊疗产品与竞争对手产品对比情况.....	13
表 4 公司内镜诊疗领域的储备项目情况.....	14
表 5 常见消融技术种类.....	15
表 6 公司肿瘤消融产品与竞争对手产品对比情况.....	17
表 7 现有食管癌检测诊断方法.....	18
表 8 公司 EOCT 系统与 Ninepoint Medical 公司的 NvisionVLE 产品技术表现差异.....	19
表 9 公司与同行其他公司运营指标比较.....	21
表 10 公司募集资金设备投向.....	22
表 11 同行业上市公司 PE 比较.....	24
表 12 同行业上市公司 PE 比较.....	25

一、立足全球的微创诊疗领域龙头企业

1.1 二十年创新发展，产品线日益丰富

公司是一家主要从事微创医疗器械研发、制造和销售的企业。经过近 20 年的创新发展，公司目前已逐步形成三大技术平台，成为微创诊疗领域具备较强科研实力的龙头公司，产品拥有较强竞争优势。未来在国内和国际市场的双轮驱动下，公司业绩将有望持续高速增长。

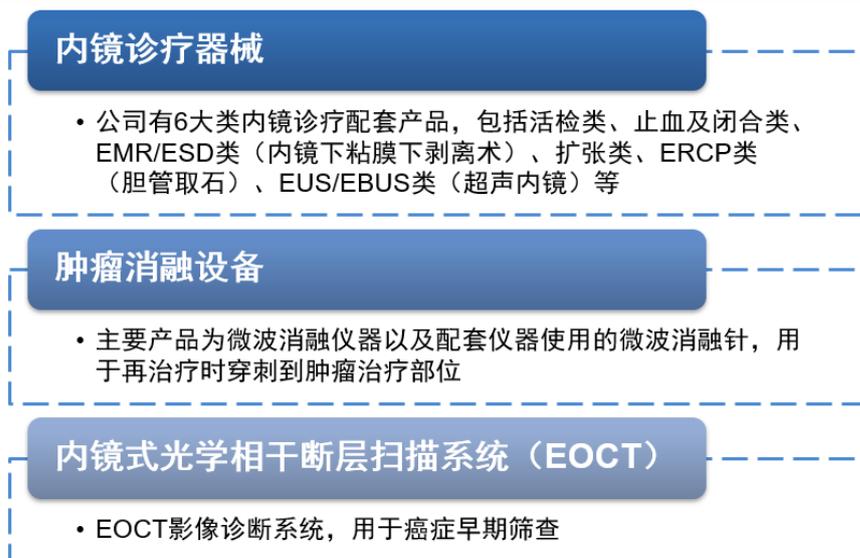
图 1 公司发展历史



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

公司的产品主要分为内镜下微创诊疗器械、肿瘤消融设备两大主营产品系列。其中内镜诊疗器械主要应用于消化道和呼吸道疾病的临床诊断及治疗，肿瘤消融设备主要用于肿瘤的热微波消融治疗。此外，公司新研发的内镜式光学相干断层扫描系统（EOCT）也已获得美国 FDA 批准，并在我国进入审批绿色通道。

图 2 公司主要产品



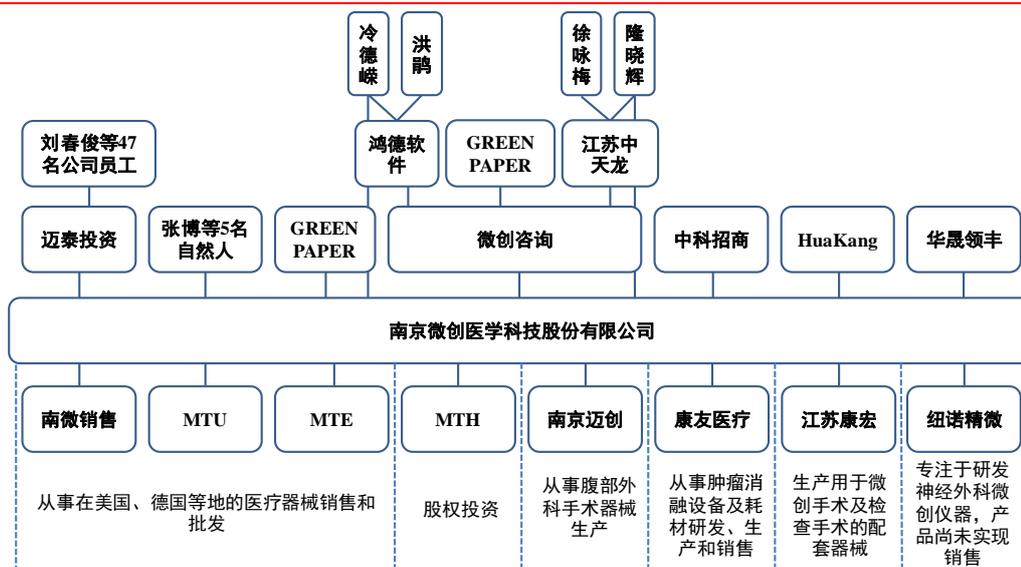
数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

1.2 公司股权结构概况

截至目前，公司无控股股东和实际控制人，前十大股东合计占公司股份总数的 74.89%，其中微创咨询、中科招商和 Huakang Limited 为公司前三大股东，合计持有约 61.09%的股份。

人才激励方面，为进一步稳定主要员工，公司于 2016 年发布了股权激励计划。公司此次的股权激励对象为董事、监事、高级管理人员和技术骨干，共包括了 55 名激励对象，合计 1,000 万股，旨在推动公司和人才共同成长。

图 3 公司股权结构

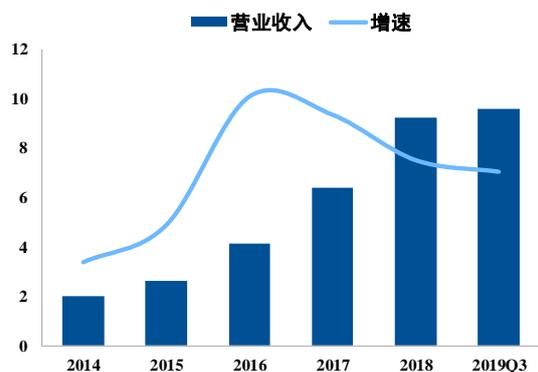


数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

1.3 产品管线日益丰富，驱动业绩快速增长

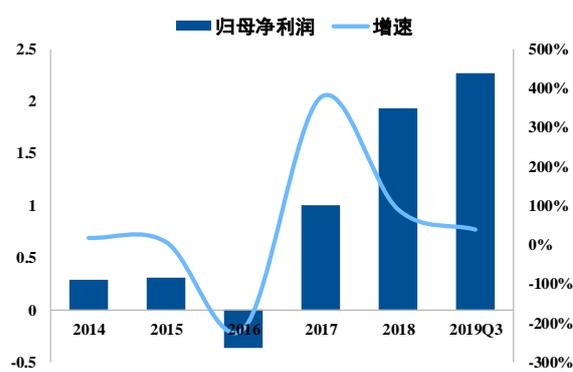
在多年的医工合作研发模式下，公司形成了具有自身技术特点和差异化优势、多系列的内镜诊疗器械和肿瘤消融设备及耗材，良好契合了临床科室的诊疗需求，使得公司的业务收入实现快速增长。2016-2018年，公司年均复合增速达到49.19%，增长速度远高于行业平均水平。为保持增长，公司战略性布局了具有前沿技术水准的EOCT系统，成为全球第二家获得美国FDA批准的产品，也将是未来公司的主要增长点。2016年公司归母净利润下降较多的主要为公司当年进行了股权激励导致。若除去该因素，2016年归母净利润同比增长93.55%。

图4 公司营收情况及其增速（亿元）



数据来源：Wind 上海证券研究所

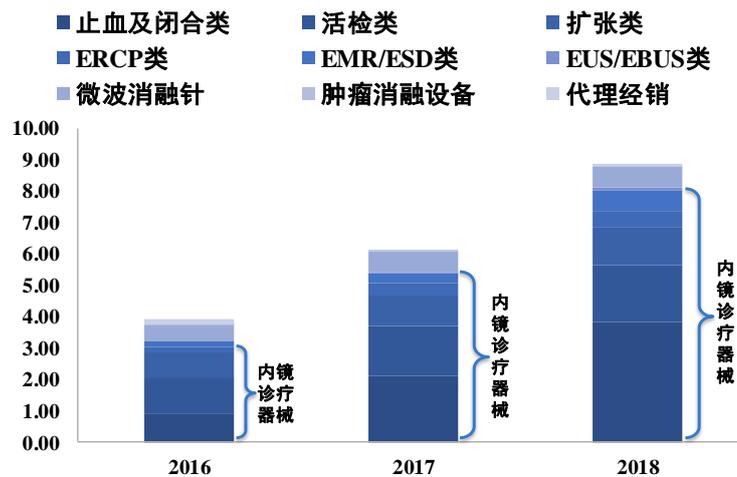
图5 公司归母净利润情况及其增速（亿元）



数据来源：Wind 上海证券研究所

从不同业务板块来看，2016年公司的主要收入来源为活检类和扩张类产品，其合计收入占总收入比重为47.6%，伴随止血及闭合类、EMR/ESD和ERCPC类收入的快速增长，该比重逐步下降。其中，止血及闭合类产品目前已成为公司的主要业务板块，收入占比由2016年的22.3%快速提升至2018年的42.1%。我们预计，止血及闭合类、EMR/ESD和ERCPC类产品短期内仍将保持较快增速，是公司未来几年业绩的主要成长动力。此外，为保持快速增长，公司战略性布局了具有前沿技术水平的EOCT系统，是全国第二家获得美国FDA批准的产品，目前处于临床研究和申报阶段，有望成为是公司未来长期的重要增长点。

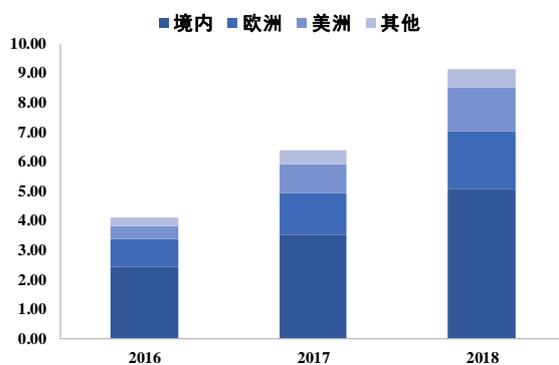
图 6 公司产品主营业务构成 (亿元)



数据来源: 公司招股说明书 上海证券研究所

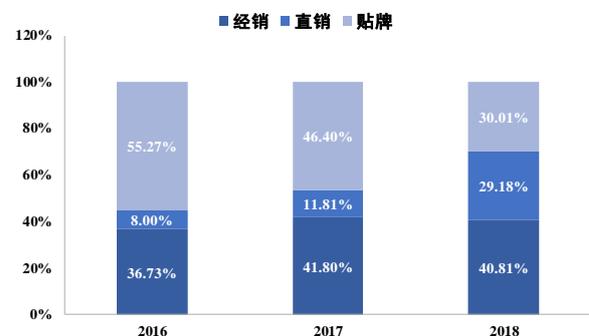
从收入分布地区来看, 公司的销售网络遍布全球, 以建立子公司的形式拓展海外市场, 其中欧洲地区目前是公司主要的海外收入来源。伴随公司对美国地区业务的大力拓展, 2017 年, 公司在美洲地区的销售占比快速提升, 从 10.24% 提高至 15.46%。从销售类型来看, 公司初期的海外市场主要以贴牌业务为主, 通过该模式, 公司顺利开拓国际市场, 成功与多家国际大型医疗器械生产企业建立了良好的合作关系, 培养客户粘性, 并将业务合作关系延续至今, 随后逐步导入自主品牌。近年伴随自主品牌的快速发展, 公司贴牌销售比例大幅下降, 由 2016 年的 55.3% 快速下降至 2018 年的 30.0%, 同时, 公司直销占比呈现快速增长态势, 体现其自主品牌产品的竞争力在海外市场稳步提升。

图 7 公司地区营收构成 (亿元)



数据来源: 公司招股说明书 上海证券研究所

图 8 海外地区销售类型构成变化较大

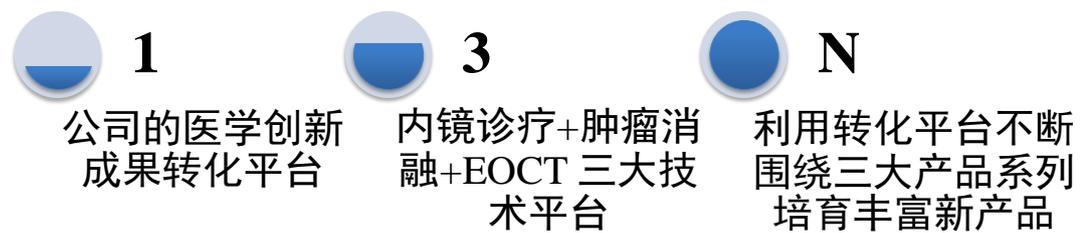


数据来源: 公司招股说明书 上海证券研究所

二、成功构建三大技术平台，持续丰富研发储备

历经 20 年的创新发展，公司目前已成功构建微创诊疗+肿瘤消融+EOCT 三大技术平台，聚焦早癌领域，实施产品差异化战略，坚持医工结合的创新研发模式和依托“1+3+N”的创新体系，不断围绕三大技术平台向市场推出高性价比产品，不断扩大境内外市场规模，实现收入的持续快速增长。

图 9 “1+3+N” 的创新体系



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2.1 内镜诊疗：产品管线丰富，实现多项创新

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临床技术，是配合内镜使用的专用医疗器械。运用内镜诊疗技术，医生可在内镜影像引导下进行组织活检、息肉切除、肿瘤剥离、狭窄扩张、止血、静脉曲张套扎、胆汁引流、胆道取石、胰腺假性囊肿引流、胃-空肠吻合、组织消融等检查和治疗。

图 10 内镜诊疗分类

项目	常见术式	其他术式
胃肠镜检查术	内镜检查、活检、内镜刷检	静脉曲张套扎术
息肉电切除术	内镜下切除、内镜息肉切除术、息肉电切、内镜黏膜下剥离术	内镜黏膜下剥离术 (ESD)
扩张术	食管扩张	胆管取石、扩张、引流 (ERCP)
支架置入术	食管支架置入术、十二指肠支架置入术、胆管支架置入术、气管支架置入术	超声内镜 (EUS)
消化道出血治疗	内镜注射止血、血管介入止血	经人体自然腔道内镜下手术 (NOTES)

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

经过长期技术创新和新产品开发，公司已经形成了用于配套两种内镜的六大类内镜诊疗器械产品，包括活检类、止血及闭合类、EMR/ESD 类、扩张类、ERCP 类、EUS/EBUS 类等，产品线较为丰富，基本能够满足医生临床治疗所需。

表 1 公司内镜诊疗产品线

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	供临床刷去细胞样品用
	靛胭脂沾膜染色剂	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
	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
EMR/ESD 类	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
	扩张球囊	供消化道、器官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。球囊在三种压力下可达到三种直径
扩张类	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瘘治疗
	肠道支架/TTS 肠道支架	用于由于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 ¹²⁵ I 放射粒子支架	与放射离子配合使用，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，可将放射粒子固定在支架外表面，与支架一同植入到病变部位，从而达到即保持管腔通畅又可以对肿瘤进行治疗的目的
	气管支架	用于治疗因恶性病变造成的气管狭窄
ERCP 类	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	适用于胰胆管系统的插管或括约肌切开手术
	取石球囊	用于胆道内取石，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	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	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

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

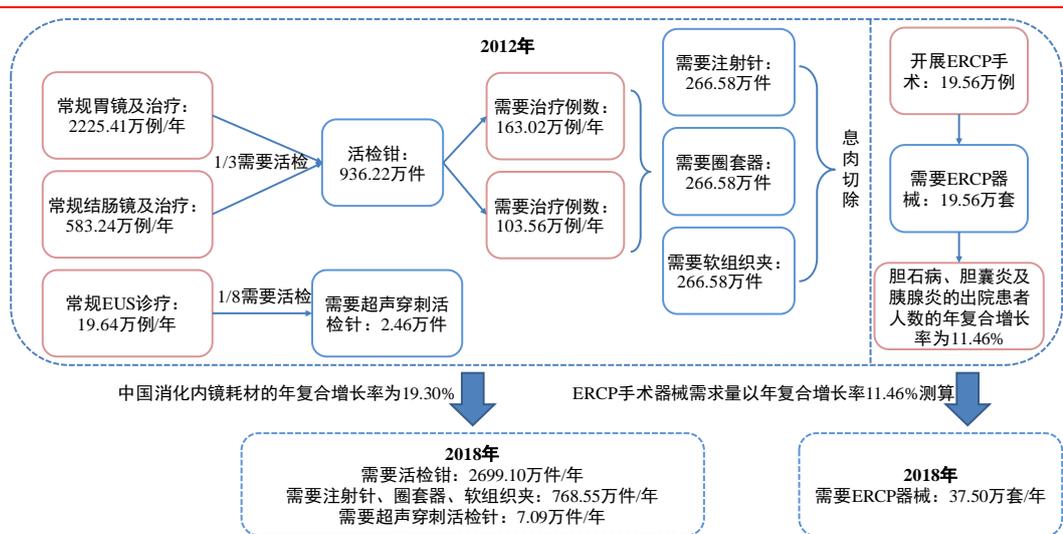
公司通过自主研发和医工合作，在该领域实现多项创新：可携

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。公司通过技术创新打破软组织夹、ESD 电刀、ERCP 系列中进口产品的垄断地位，实现进口替代。

2.1.1 瞄准癌症早期诊疗，具有较大市场空间

在我国，内镜诊疗器械市场的发展主要受益于我国庞大的人口以及较高发病率。根据中华医学会 2018 年公布的数据，我国胃癌、食管癌和结直肠癌新增病例占全部癌症新发病例数的 13.06%、9.30% 和 8.89%，显著高于世界平均水平。对于消化道癌症患者来说，早期诊疗至关重要。由于目前消化内镜检查是对消化道癌症最有效的检查方法，因此，作为消化道癌症高发国家，我国有着巨大的治疗需求，推动消化内镜诊疗器械市场发展。根据过往行业公开数据测算，2018 年我国胃肠镜及 EUS 诊疗器械需求量可以测算得出。

图 11 2018 年胃肠镜及 EUS 诊疗器械需求量测算



数据来源: 公司招股说明书《中国消化内镜技术发展现状》Frost & Sullivan 上海证券研究所

基于以上测算的需求量乘以公司上述内镜诊疗器械在 2018 年的平均售价进行计算，从而推出上述内镜器械的市场规模在 2018 年达到 31.01 亿元。

表 2 内镜诊疗器械市场规模

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

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

*上述单价均为公司 2018 年境内外的平均售价

根据 Frost & Sullivan 预测数据，2018-2022 年，我国内窥镜市场复合增长率达到 9.25%，而与内窥镜配套使用的内镜诊疗器械市场增速应高于 9.25%，因此，预计到 2022 年，我国消化内镜器械市场规模至少达到 48.92 亿元，具有较大市场空间。此外，与发达国家相比，目前我国的内镜检查开展率处于较低水平，未来伴随人们对于早期检查的逐步重视，将进一步推动我国内镜诊疗市场发展。

图 12 胃肠镜开展率对比

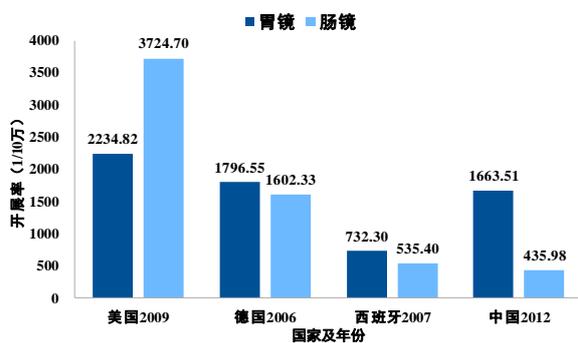
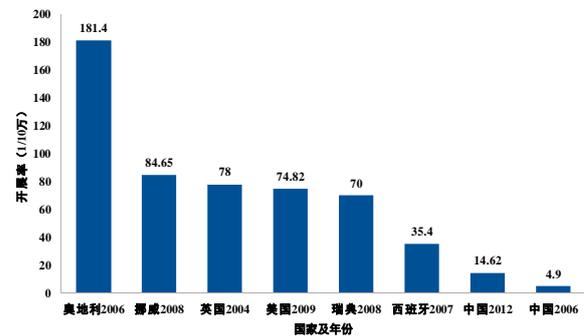


图 13 ERCP 开展率对比



数据来源：公司招股说明书 《中国消化内镜技术发展现状》 上海证券研究所

数据来源：公司招股说明书 《中国消化内镜技术发展现状》 上海证券研究所

2.1.2 性能和价格优势驱动公司市占率提升

公司自成立以来一直深耕内镜诊疗器械领域，开发的支架、活检钳、软组织夹等产品产销规模居国内同类企业前列，相关产品覆盖了全国 2900 多家医院，其中三甲医院超过 780 家，三甲医院覆盖率达到了 55% 以上，得到了国内医疗机构的充分肯定，市场覆盖率高。此外，公司也致力于为全球医疗机构提供优质的内镜诊疗器械解决方案，截至目前，公司产品远销包括美国、德国、日本等发达国家在内的七十多个国家和地区。在美国，公司产品覆盖了 1126 家医疗机构。在国内，公司的主要竞争对手为久虹医疗器械和

安瑞医疗器械，全球范围内，公司内镜诊疗产品的主要竞争对手包括波士顿科学、库克和奥林巴斯等。

表 3 部分内镜诊疗产品与竞争对手产品对比情况

产品所有者	南微医学	波士顿科学	库克
可重复开闭软组织夹/止血夹(SureClip)			
	无限次重复开闭	5 次重复开闭	无限次重复开闭
参数	可在弯曲状态下实现 360 度精确旋转	360 度旋转	360 度旋转
	残留体内长度 10mm	残留体内长度 16mm	残留体内长度 15mm
公司优势	无限次重复开闭方便医生在操作时对夹子的角度进行调整；残留长度与竞争对手相比较短		
非血管支架			
	可携带放疗粒子食道支架：扩张食道狭窄的同时，通过放射粒子进行长时间组织间放疗,延长晚期食道癌病人生存期	无此产品	无此产品
参数	气管：可经由支气管镜钳道释放，手术风险小	气管：亲水内表面清除分泌物，C 形不锈钢结构模拟气道软骨	无此产品
	Y 形气管支架：三岔整体设计，用于治疗气管隆凸部位瘻口	无此产品	无此产品
公司优势	肠道：端部双蘑菇头抗蠕动，防移位设计	肠道：喇叭口设计，便于改善狭窄，并防止移位	无此产品
	可携带放疗粒子食道支架、Y 形气管支架均为公司特色产品		
ERCP 类			
	强显影效果	无此产品	无此产品
参数	切开刀：刀头方向可调整。适配长导丝。	切开刀：刀头方向不可调整；可采用短导丝实现快速交换结构	切开刀：刀头方向不可调整；可采用短导丝实现快速交换结构
公司优势	具备强显影效果，可调整刀头方便操作		
整体市占率	2.44%	36%	13%

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

从产品性能来看，公司部分产品与竞争对手相比具备一定的竞争优势，其中多款产品为公司创新，能够更好的提高医生的操作便捷性，满足临床需求。此外，公司产品在境内外的销售价格要远低于国外知名厂商，一方面在国内实现了进口替代，另一方面迎合了美国、日本、德国等国家基于降低医疗成本、减轻医保压力的考虑，偏爱高性价比产品的偏好。因此，未来伴随公司的产品和技术持续升级更新，其市场竞争力将不断增强，有望推动公司的全球市场份额快速提升，驱动公司业绩持续增长。

2.1.3 在研项目储备丰富，3 年内将呈梯队上市

为保持公司的市场竞争力，满足市场需求，公司近年持续对内镜领域进行研发投入，储备了一批行业领先的在研项目，为公司持

续创新并突破关键核心技术提供了基础和潜力。从计划完成时间来看，公司在未来的3年内每年都将保持多款新产品的推出频率，保障公司业绩快速增长。

表4 公司内镜诊疗领域的储备项目情况

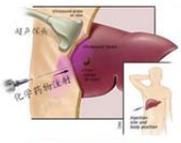
产品/工艺	在研项目名称	计划完成时间	与行业技术水平的比较
扩张类	可过活检孔道气管支架	2019年	释放精准，手术风险低。同时医患还可避免受射线伤害，减少手术中医务人员和医疗器械，使手术费用大幅降低
	支架及置入器升级	2020年	第二代置入器，结构更为轻便，产品规格较竞争对手更全
	分段式食道支架	2019年	分段式食道支架顺应性佳，适用于上消化道各部位，两端回收环线便于支架位置调整及取出。同时，分段式食道支架为软线连接，相比市面上的镍钛丝连接产品更柔顺，端口内收，减少刺激穿孔
	金属网管	2020年	能达到当前竞品所使用同等材料性能
粘膜剥离术 (ESD)	大夹子（环形）	2023年	在同等可容纳组织容量的前提下，尺寸最小，对组织不会造成过多刺激；独特的手柄操作释放方法，简化医生临床操作
	一次性双极高频电切开刀	2021年	双极的设置使电流仅在两极间流过，引起组织损伤范围小，更安全；双通道注液能获得清晰的手术视野，操作更安全；一把刀可以完成ESD下手术的所有步骤，产品技术达到国内先进水平
	粘膜下注射液	2020年	该项目通过综合研发，突破了隆起技术的难点，产品在辅助ESD/EMR手术中，隆起效果显著且持久，安全性高，使用便捷
	快速交换取石网篮	2020年（国内） 已于2019年取得欧盟注册证	使用双腔头端技术，既可以实现导丝的引导，也可以减小产品整体外径，不影响产品的插入性能；胆道内网篮可以套取住一些尺寸较大的结石，提高对一些严重胆管结石的取石效率
胆系 (ERCP)	快速交换切开刀	2020年（国内市场）	更安全；使用C形槽技术，使得导丝可以从产品侧壁分离出来，实现导丝交换的距离缩短，从而实现产品的快速交换
	快速交换取石球囊	2020年（国内市场）	球囊在胆道内打开时，由于其良好的弹性，可以贴合在胆道壁，对胆道做彻底的清扫；使用C形槽技术，使得导丝可以从产品侧壁分离出来，实现导丝交换的距离缩短，从而实现快速交换
	快速交换塑料支架	2021年（国内市场）	多段焊接后的导管，可以形成局部单腔和局部双腔结构，从而实现快速交换的导管结构；可以根据人体胆道的不同部位的结构、不同放置的需求，设计不同的形状
	胰腺引流装置	2021年	当前国内无此类产品
超声内镜 (EUS/EBUS)	热穿刺支架吻合系统	2022年	采用一步法进行穿刺引流，解决了目前EUS引导下胰腺囊肿引流所产生的引流管很容易移位、需频繁的更换手术器械等问题
	一次性内窥镜超声吸引活检针	2020年	与传统产品相比，引入过弯技术、可视化性技术、穿刺和取样技术，性能和效率更高；降低对病人脏器的损伤，降低EUS-FNA并发症的发生率
	一次性支气管超声吸引活检针	2021年	与传统产品相比，引入过弯技术、可视化性技术、穿刺和取样技术，性能和效率更高；覆盖更多临床需求，达到领先水平
	超声水囊	已完成	水囊卷边结构可以嵌在内镜探头的凹槽中，加强了囊体整体的封堵性能，乳胶材料明显提高囊体本身的膨胀性能，减小注水时对封堵部位的压力，从而提高了水囊整体的密封性

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2.2 肿瘤消融：前沿治疗技术，市场潜力较大

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。2011年，CSCO和中华医学会肝病学会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。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。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，主要分为物理消融和化学消融。

表 5 常见消融技术种类

种类	具体原理
 <p>物理消融</p>	<p>包括微波消融、射频消融、冷冻消融等。微波消融是一种热消融手段，通过加热使得肿瘤组织凝固坏死</p>
 <p>化学消融</p>	<p>在影像的引导下，向肿瘤内注射化学药物，从而灭活肿瘤病灶，而使肿瘤消融</p>

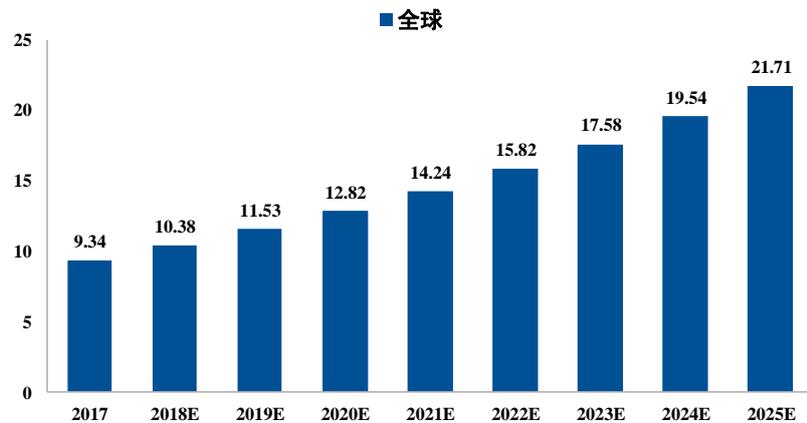
数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

公司的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。此外，目前公司的在研梯队中有一项肿瘤消融项目，称为II型立式消融仪项目，主要用于肝等实体脏器肿瘤消融治疗。本项目的研发是在传统设备功能的基础上，通过整体优化，扬长避短，提升使用性，增强可靠性。和目前市场上的产品对比，在使用性及可靠性方面有着很大的提升，并且新增了组织温控单元，在微波消融治疗过程中仪器通过温控单元监控病变部位温度，当肿瘤组织边界温度达到设定值，大于肿瘤组织范围5mm处温度超过60°C时，仪器热场温度监测调控系统发出指令，停止仪器功率输出，提高治疗过程中的安全性。未来伴随新产品上市，公司业绩将有望进一步提升。

2.2.1 需求持续提升，市场空间广阔

根据 CA CNCER J CLIN 杂志发表的数据显示，2018 年全球新增癌症患者 1807.90 万人，患者人数的迅速增加导致治疗市场的需求快速提升。肿瘤消融作为肿瘤微创治疗领域的前沿技术之一，其市场规模近年也得到迅速发展。根据 Grand View Research 统计，2017 年全球肿瘤消融设备耗材相关行业市场规模为 9.34 亿美元，预计 2025 年将会达到 21.71 亿美元，年复合增长率约为 11.12%。

图 14 全球肿瘤设备及耗材行业市场规模（亿美元）



数据来源：公司招股说明书 Grand View Research 中科国际 上海证券研究所

我国消融技术起步较晚，目前市场规模相比国外较小，但近年伴随我国肿瘤消融设备及耗材市场发展迅速，已成为全球肿瘤消融设备及耗材市场的重要组成部分。在我国，热消融是肿瘤消融的主流方法，其适应症包括因心、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、术后复发性癌灶和多发性癌灶等。根据中科国际的数据显示，2017 年中国热消融产品的销售额约为 7 亿元，年复合增速达到 20%，因此推算出 2018 年中国消融市场约达到 8.4 亿元，预计 2020 年，我国肿瘤消融市场将会达到 11.2 亿元

2.2.2 技术全国领先，贴合临床需求

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，其核心产品微波消融治疗仪及微波消融针均已获得三类医疗器械注册证书，其中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，微波消融针被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，覆盖了全国 525 家医院，市场整体竞争力较强。目前，公司在肿瘤消融设备及耗材领

域的主要竞争对手为南京长城信息系统和亿高微波系统工程。与市场中同类产品相比，公司子公司康友医疗研发的肿瘤消融产品具备多项创新功能，使医生操作更为便捷，拥有较强竞争实力。

表 6 公司肿瘤消融产品与竞争对手产品对比情况

可比公司	康友医疗	南京维京九洲医疗器械	南京亿高微波系统工程	南京长城医疗设备
型号	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）
参数（微波消融仪）	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
	工作方式：连续或间歇	工作方式：连续	工作方式：连续	工作方式：连续
	工作时间可在 1~30 分钟内任意设定；	工作时间可在 0~30 分钟任意设定；	工作时间可在 0~30 分钟任意设定；	工作时间可在 0~30 分钟任意设定；
	具有杆温测量功能，范围：10.0°C~45.0°C	无此功能	具有杆温测量功能，范围：10.0°C~45.0°C	具有杆温测量功能，范围：10.0°C~45.0°C
	可测量肿瘤边缘组织温度，范围为 35°C~99.9°C；	无此功能	无此功能	无此功能
参数（微波消融针）	有天线检测	无此功能	无此功能	无此功能
	有监控和病例管理软件	无此功能	无此功能	无此功能
	包含圆锥形、三棱型、斜楞型多种形状供临床选择；两种手柄可满足不同客户操作手法；具有杆温监测功能。	一种圆锥型针头；一种手柄形式；无杆温监测功能。	包含圆锥形、三棱型两种针头供临床选择；两种手柄满足不同客户操作手法；具有杆温监测功能。	一种圆锥型针头；两种手柄满足不同客户操作手法；具有杆温监测功能。
市场占有率	23%	5%	38%	15%

数据来源：公司招股说明书 中科国际信息咨询中心 上海证券研究所

*该市场占有率为第三方数据，公司目前的销售额高于竞争对手

2.3 EOCT：处于全球第一梯队，未来的业绩新增量

我国食道癌早筛市场具有广阔的市场需求。根据 2018 年国家癌症中心发布的全国癌症统计数据显示，2014 年全国恶性肿瘤估计新发病例数 380.4 万例，其中食管癌发病率为 6.78%，而我国食道癌新增与死亡病例均占全球食管癌病例的一半以上，患者人数众多。食道癌死亡率高的主要原因在于其难以被早期检测和诊断。现有的医疗成像手段可以很好的解决器官组织级别（如 CT、MRI、超声）或是细胞级别（如光学显微镜）的问题，但对于介于组织与细胞级别之间的组织内部问题却没有很好的解决方法，而这是往往是癌前病变和早期癌症诊断的关键。

表 7 现有食管癌检测诊断方法

方法	缺点
消化内镜诊察法(包括食管钡餐 X 射线诊疗法, 胃镜或食管镜等)	对中晚期食管癌确诊率较高, 但对食管黏膜下层的早期细微癌变几乎没有诊察效果
细胞学检查与组织学检查法	由于其抽样率一般不超过整个可疑病变区域的 5% 从而导致漏检率较高, 同时离体细胞或组织退变等受人为因素的影响较大, 造成病变分型困难
超声内镜	穿透深度可达数十毫米, 但分辨率低于 100 微米, 很难发现低于该分辨率数量级的早期病变

数据来源: 公司招股说明书 上海证券研究所

EOCT 内窥式光学相干断层成像系统是近年发展较为迅速的一种新成像技术, 由设备及探头两部分组成, 与传统方法相比能够更为精确的进行早期筛查, 是一种全新的人体腔道“无创光学活检”手段。EOCT 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, 能够为内镜下 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。

图 15 EOCT 组成部分



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 16 EOCT 操作示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

公司研发的 EOCT 产品已经获得美国 FDA 批准, 同时在我国也已进入国家药监局创新医疗器械审批绿色通道, 预计将于 2020 年底或 2021 年初在国内上市, 能够更为有效的帮助临床更早发现病变, 主要表现在以下几点: 1) EOCT 产品比现在临床应用的超声内镜分辨率至少高 10 至 15 倍; 2) 公司研发的 EOCT 横向分辨率比现在的传统内窥镜探头至少高 1 倍; 3) 高速三维扫描特性可以对消化道局部可疑病变区域提供全覆盖扫描, 降低现有技术所带来的漏检率高的问题。

2.3.1 具备较强技术优势，完善公司系统化的核心竞争力

公司的 EOCT 产品是国内首创，目前在国内没有相同或类似的产品。全球范围内，目前仅有两款 EOCT 技术获得了美国 FDA 批准，另一家为 Ninepoint Medical 公司的 NvisionVLE 产品。与 NvisionVLE 相比，公司的 EOCT 产品的扫描速度快了一倍，并且能够大幅降低由于食道蠕动造成的图像失真。此外，公司自主研发的球囊导管扩张压力智能控制系统，能够实现球囊自动扩张及回缩，无需人工操作，减少了手术操作的时间，降低医护人员的负担。

表 8 公司 EOCT 系统与 Ninepoint Medical 公司的 NvisionVLE 产品技术表现差异

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

数据来源: 公司招股说明书 上海证券研究所

EOCT 技术产品的开发, 弥补了公司在消化内镜介入微创诊断领域的空白, 和公司现有技术产品结合, 使公司有别于其它竞争对手, 能够提供消化内镜介入细分领域包括早期疾病筛查发现 (EOCT 系列产品)、发现后确诊 (EOCT 及活检系列产品)、确诊后治疗 (ESD 电刀及止血系列产品)、治疗后评价 (EOCT 系列产品) 以及晚期姑息治疗 (支架及其它扩张系列产品) 在内的系统化的完整解决方案, 使公司摆脱单一产品的市场竞争, 形成公司产品系统化的核心技术竞争力。随着公司 EOCT 技术的持续开发和更多临床应用领域的推广, 也使得公司配套器械产品有了更广阔的开发和市场增长空间。

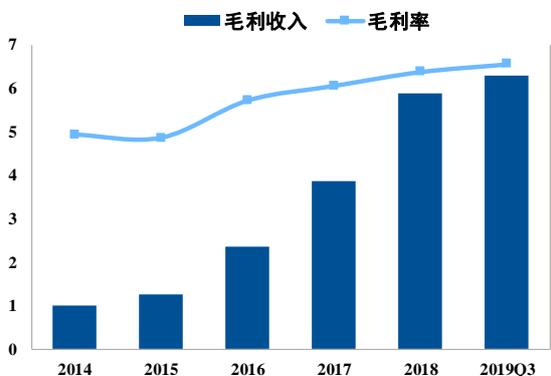
三、产能提升将助力公司突破业绩天花板

3.1 产品结构变化驱动毛利率整体提升

2016-2018 年, 公司毛利率分别为 57.51%、60.75% 和 64.01%, 呈现逐年上升的趋势, 主要是因为毛利率较高且较为稳定的止血及

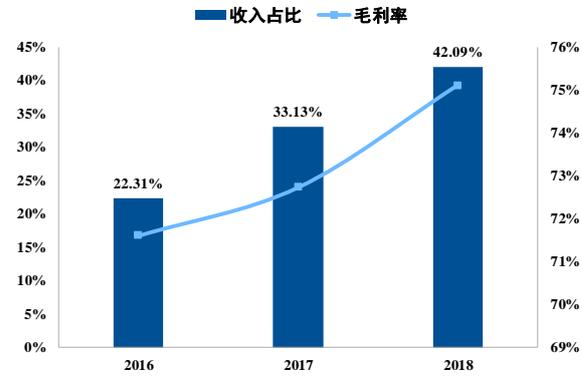
闭合类产品的销售占比逐年提升所致，其增长主要源于标准款和高性能款软组织夹销量的增加和其他产品价格的提升。

图 17 公司毛利及毛利率变化情况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 18 公司止血及闭合类产品的毛利率和收入占比情况



数据来源: 公司招股说明书 上海证券研究所

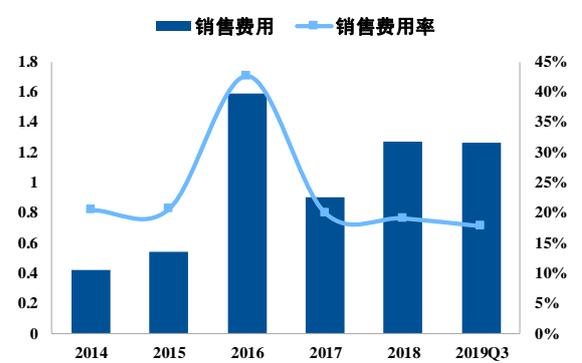
从费用方面看, 2016-2019Q1, 公司期间费用率呈现下降趋势, 费用控制较为良好, 其中销售费用率下降较为显著, 管理费用率基本维持稳定。2016 年管理费用占比较高主要系公司 2016 年对员工实施股权激励, 确认股份支付金额 9570.00 万元并一次性计入 2016 年管理费用所致。公司销售费用逐年增长, 年复合增长率为 64.09%, 主要是工薪项目、市场推广费、销售佣金及差旅费逐年增长所致。公司管理费用率高于同行业可比公司平均值, 主要系公司处于快速成长期, 规模效应不明显, 为提升经营管理水平、加大专业化团队建设力度, 管理人员规模不断增加, 为吸引优秀人才平均薪酬较高, 使得工资薪酬占营业收入比例较高。

图 19 公司销售费用及其费用率 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 20 公司管理费用及其费用率 (亿元)

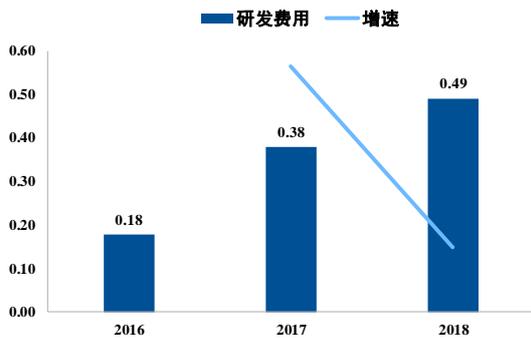


数据来源: Wind 上海证券研究所

从研发投入力度来看, 公司为增强市场竞争力及树立技术壁垒,

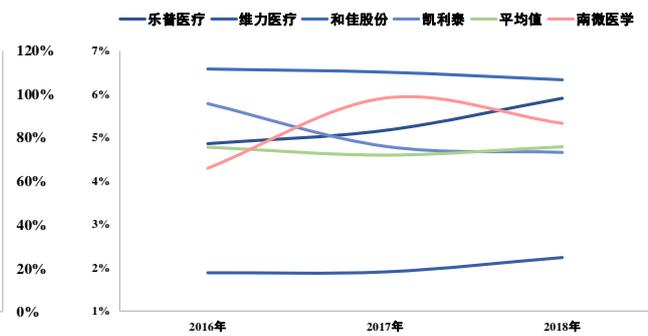
2016-2018 年对于研发投入持续加大，占营业收入的比例分别达到 4.30%、5.91%和 5.33%。与同行业类似上市公司相比，公司研发投入占营收比例近年提升较快，目前已高于行业可比公司的平均值。持续加大的研发投入推动公司在研产品线的日益丰富，为公司未来的业绩表现带来新增量。

图 21 公司研发费用 (亿元)



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

图 22 与同行业可比上市公司研发费用率对比情况



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2016-2019Q3 公司应收账款周转率分别为 6.49、7.83、7.57、5.34，收款周期较短且基本较同期保持稳定，高于同行业上市公司平均值，主要是因为公司销售政策相对严格，应收账款回收情况较好所致。2016-2018 年公司存货公司的存货周转率较为稳定，低于同行业上市公司平均值，与乐普医疗较为接近，主要是行业内各公司的产品种类差异较大，制造周期各有不同，使得存货周转率不同。

表 9 公司与同行其他公司运营指标比较

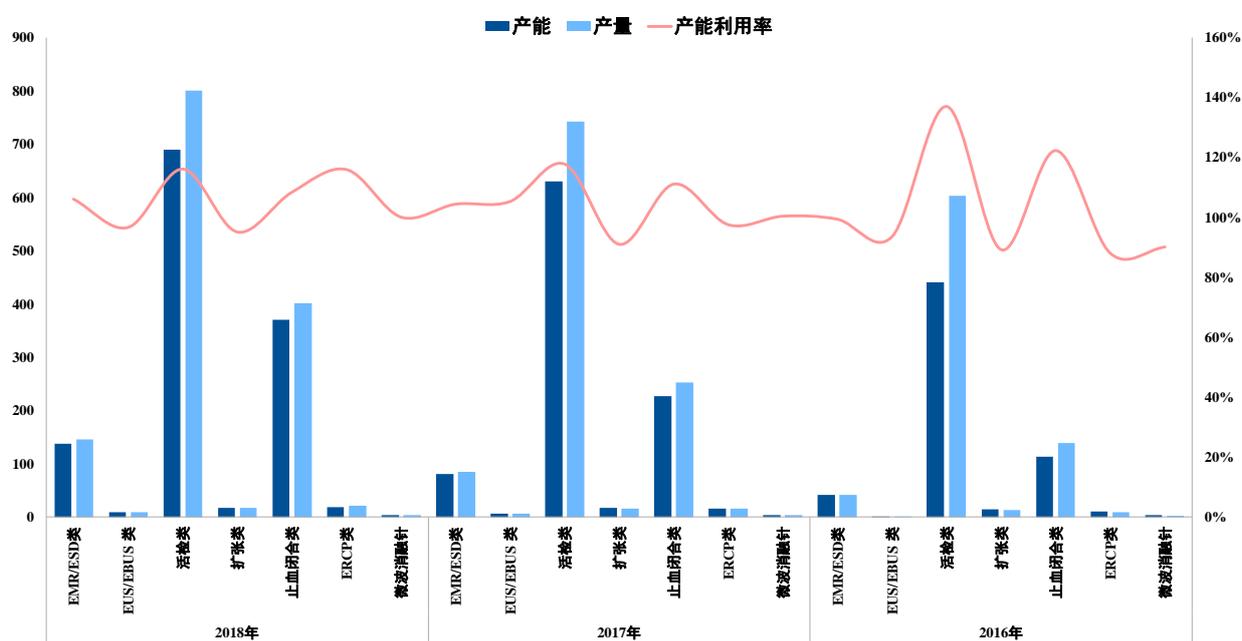
公司	2019Q3		2018		2017		2016	
	应收账款周转	存货周转	应收账款周转	存货周转	应收账款周转	存货周转	应收账款周转	存货周转
乐普医疗	2.76	1.85	3.53	2.33	3.18	2.33	2.89	2.48
维力医疗	7.68	3.74	8.98	5.46	8.73	5.54	7.03	4.81
和佳股份	0.75	4.47	1.20	6.78	1.34	5.44	1.42	4.61
凯利泰	1.92	1.64	2.29	2.59	2.10	3.01	1.82	1.79
可比公司平均值	3.28	2.92	4.00	4.29	3.84	4.08	3.29	3.42
南微医学	6.49	2.02	7.83	2.64	7.57	2.39	5.34	2.12

数据来源：Wind 公司招股说明书 上海证券研究所

3.2 产能利用率达到饱和，公司产品供不应求

公司作为国内主要的内镜诊疗器械生产商之一，报告期内销售收入逐年快速增长，主要产品产销率及产能利用率一直维持在较高水平，部分产品产能利用率已达到饱和。在内镜诊疗器械市场规模仍保持快速增长的背景下，公司现有生产能力不足以满足市场的需求，限制了公司的进一步发展。因此，为突破公司成长瓶颈，快速扩大公司产能，公司选择在科创板上市，其较为便捷的融资渠道能够为公司提供较为有力的资本支持。

图 23 公司产能利用率基本处于饱和状态（万件）



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

3.3 募投项目扩大产能储备，进一步推进业绩成长

公司本次向社会首次公开发行股票 3334 万股，每股发行价格为 52.45 元，本次发行募集资金总额人民币 174,868.30 万元，实际募集资金净额为人民币 159,277.66 万元。公司本次募集资金投资项目将全部投向内镜诊疗器械所属的科技创新领域。未来伴随公司产能的逐步落地，公司业绩将得到进一步提升。

表 10 公司募集资金设备投向

项目名称	用途	投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
生产基地建设项目	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	65,592.00	65,592.00

国内外研发及实验中心建设项目	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	15,259.01	15,259.01
营销网络及信息化建设项目	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	8,583.00	8,583.00
合计		89,434.01	89,434.01

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

四、财务状况和盈利预测

4.1 盈利预测及主要假设

- 1) 公司主营业务产品销售保持稳步增长；
- 2) 公司销售费用率及管理费用率维持稳定；
- 3) 公司毛利率水平保持稳定
- 4) 公司募投项目进展顺利，提供新产能；
- 5) 人民币汇率不出现剧烈波动。

基于以上假设，我们预计 2019-2021 年归母净利润将实现持续增长，增幅分别为 36.13%、33.11%、31.30%，相应的稀释后每股收益为 2.04、2.72、3.58 元。

五、风险因素

5.1 技术研发失败风险

如果公司不能及时跟踪、掌握并正确分析新技术、新材料或新工艺对行业的影响并采取恰当应对措施，或者由于新技术产品开发周期长、难度大，受政策、市场等外部因素影响，使得新技术开发及产业化失败，将对公司未来业务发展造成不利影响。

5.2 市场竞争风险

若公司未来在日趋激烈的市场竞争中未能准确研判行业的动态和趋势，技术升级及业务模式创新不及时，新产品市场需求未达到预期等，可能在日益激烈的市场竞争中面临竞争优势减弱的风险。

5.3 行业政策变化风险

如果相关利好政策未来出现变化，政策红利取消，将对发行人业务造成不利影响。

5.4 汇率风险

因公司的主要客户来自海外，业务收入一般以外币结算，对汇率较为敏感。人民币对外汇汇率波动带来一定的汇兑收益或损失。

六、估值分析

6.1 同行业可比公司 PE 估值比较分析

基于已公布的 2018 年业绩和 2019、2020 年预测业绩的均值，A 股同行业可比上市公司 18 年静态平均市盈率为 47.7 倍，19 年、20 年平均动态市盈率为 39.1 倍、29.7 倍。目前公司股价为 160.78 元，对应 18、19、20 年 PE 为 112.73、78.8、59.1 倍，高于 A 股可比公司估值水平和行业估值均值。

表 11 同行业上市公司 PE 比较

股票代码	公司名称	股价	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
300003	乐普医疗	31.88	0.68	0.96	1.24	46.6	33.3	25.7
300529	健帆生物	69.09	0.97	1.33	1.80	71.2	51.9	38.4
300482	万孚生物	48.55	0.92	1.20	1.58	52.8	40.5	30.8
300326	凯利泰	13.09	0.64	0.43	0.55	20.3	30.7	23.7
行业平均						47.7	39.1	29.7
688029	南微医学	160.78	1.45	2.04	2.72	112.73	79.82	59.94

数据来源：Wind 上海证券研究所

6.2 其他相对估值法比较分析

我们选择 PB 方法进行比较分析，目前公司 18、19、20 年 PB 分别为 37.5、24.6、17.4，高于同行业可比公司均值 9.6、7.9、6.5。

表 12 同行业上市公司 PE 比较

股票代码	公司名称	股价	BPS			PB		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
300003	乐普医疗	31.88	3.57	4.32	5.38	8.9	7.4	5.9
300529	健帆生物	69.09	4.07	5.06	6.45	17.0	13.6	10.7
300482	万孚生物	48.55	5.64	6.74	8.02	8.6	7.2	6.1
300326	凯利泰	13.09	3.47	3.74	4.22	3.8	3.5	3.1
行业平均						9.6	7.9	6.5
688029	南微医学	160.78	4.29	6.54	9.24	37.5	24.6	17.4

数据来源: Wind 上海证券研究所

七、附表

附表1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)					利润表 (单位: 百万元)				
指标	2018A	2019E	2020E	2021E	指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	341	527	897	1,378	营业收入	922	1,255	1,671	2,194
存货	133	186	227	298	营业成本	334	443	572	727
应收账款及票据	141	186	249	322	营业税金及附加	15	14	19	24
其他	6	14	13	16	营业费用	185	235	325	428
流动资产合计	621	913	1,385	2,014	管理费用	127	173	232	312
长期股权投资	21	21	21	21	财务费用	1	0	(2)	(5)
固定资产	132	94	56	17	资产减值损失	7	11	14	19
在建工程	39	49	59	59	投资收益	21	0	0	0
无形资产	15	13	12	10	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他	142	157	159	144	营业利润	226	329	436	580
非流动资产合计	349	334	306	251	营业外收支净额	8	9	9	10
资产总计	969	1,247	1,692	2,265	利润总额	234	338	445	589

2019 年 12 月 20 日

短期借款	40	40	40	40
应付账款及票据	95	131	162	210
其他	172	106	131	144
流动负债合计	307	277	333	393
长期借款和应付债券	15	0	0	0
其他	27	24	25	25
非流动负债合计	42	24	25	25
负债合计	349	301	358	419
少数股东权益	41	63	88	123
股东权益合计	620	947	1,334	1,846
负债和股东权益总计	969	1,247	1,692	2,265

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	193	272	362	477
折旧和摊销	19	40	40	40
营运资本变动	72	(106)	(61)	(74)
经营活动现金流	192	228	364	473
资本支出	(27)	(10)	(10)	0
投资收益	21	0	0	0
投资活动现金流	(26)	(10)	(10)	0
股权融资	33	0	0	0
负债变化	(41)	(15)	0	0
股息支出	0	0	0	0
融资活动现金流	(5)	(32)	16	8
净现金流	161	187	370	482

数据来源: WIND 上海证券研究所

所得税	31	44	58	77
净利润	203	294	387	512
少数股东损益	11	22	25	36
归属母公司股东净利润	193	272	362	477

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	43.93%	36.13%	33.11%	31.30%
EBITDA 增长率	54.45%	44.15%	30.82%	31.97%
EBIT 增长率	56.48%	37.83%	34.06%	34.48%
净利润增长率	90.45%	41.23%	33.17%	31.58%
毛利率	32.48%	33.72%	35.01%	36.18%
EBITDA/总收入	31.56%	33.42%	32.85%	33.02%
EBIT/总收入	29.87%	30.24%	30.46%	31.20%
净利润率	20.90%	21.68%	21.69%	21.74%
资产负债率	35.99%	24.10%	21.16%	18.48%
流动比率	2.02	3.30	4.16	5.12
速动比率	1.59	2.62	3.48	4.36
总资产回报率 (ROA)	20.99%	23.59%	22.88%	22.63%
净资产收益率 (ROE)	33.24%	30.79%	29.08%	27.67%
EV/营业收入	0.0	0.0	17.0	12.5
EV/EBITDA	0.0	50.7	38.2	28.3
PE	112.7	79.8	59.9	45.6
PB	37.5	24.6	17.4	12.6

分析师承诺

魏贇 黄施齐

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。