

南微医学 (688029.SH)

公司分析

进口替代持续发力，微创诊疗龙头未来可期

投资要点

- ◆ **内镜耗材市场维持高景气度。**根据招股说明书及波士顿科学的统计和预测数据，2020年全球内镜诊疗器械市场规模有望达到接近60亿美元，预计2022年我国消化内镜诊疗器械市场规模将会至少达到48.92亿元。由于1)我国消化系统疾病高发，内镜下早诊早治是消化道癌症的主要防治手段，市场需求广阔；2)内镜诊治渗透率及人均内镜医师数量和发达国家相比仍有较大提升空间；3)内镜下切除手术难度相对较低，且息肉存在癌变可能，内镜医生学习热情高；内镜耗材市场快速增长。
- ◆ **止血夹大单品一骑绝尘，内镜产品梯队逐渐完备。**公司明星产品软组织夹性能优异，**价格优势明显**，2016-2018销售额CAGR达106%。目前公司内镜产品梯队逐渐完备，形成包括活检类、止血及闭合类、EMR/ESD类、扩张类、ERCP类、EUS/EBUS类六大类内镜诊疗产品，全面覆盖内镜下所能做的诊断和治疗。随着消化内镜技术的发展，针对EMR/ESD等内镜下切除技术快速发展，公司EMR/ESD产品2015-2018年销售额CAGR达到122%，增速迅猛。目前2018年推出的高频电刀性价比突出，有望推动公司EMR/ESD产品持续增长，成为未来增长驱动力。
- ◆ **肿瘤消融和EOCT市场需求广阔，是公司未来业绩增长新的支撑点。**目前公司肿瘤消融产品主要针对肝癌治疗领域，未来增长动力一方面来自于肝癌患者数量的不断增长，另外一方面也来自于应用领域向肺部肿瘤、骨肿瘤、子宫肌瘤、甲状腺结节、乳腺结节等领域的拓展。此外公司海外销售的拓展也将带动产品销售的增长。公司EOCT产品弥补了公司目前在消化内镜介入微创诊断领域的空白，对于早期的癌症筛查的布局能够完善公司的产品生态，形成消化内镜介入领域完整解决方案。未来随着EOCT产品的持续开发推广，相关的配套耗材也将成为新的利润增长点。公司EOCT系统已获得美国FDA批准，在预计2020年底或2021年初可在国内上市。
- ◆ **进口替代和基层下沉持续发力，海外销售迅猛增长。**公司国内产品覆盖了全国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。公司产品在三级医院直接面对进口产品进行竞争，受到主流医院认可。过硬的质量和较低的价格对进口竞品替代能力较强，在集采降价的政策背景下，公司产品有望抢占进口产品市场。此外，随着国家政策对于内镜诊疗的普及推广，ESD等内镜诊疗术式向基层医疗机构下沉，以及内镜医生学习热情的不断提高，内镜耗材需求仍将不断提升。公司产品海外认可度较高，在美国覆盖了1126家医疗机构，在德国覆盖601家机构，2014-2018年海外收入复合增长率43%。
- ◆ **投资建议：**公司作为内镜诊疗领域的龙头企业，明星单品和谐夹质量比肩进口产品，主流医院认可度高，性价比优势突出，进口替代优势明显。EMR/ESD、ERCP耗材快速发展，有望成为未来增长驱动力。未来国内客户进口替代和基层医疗下沉均有较大拓展潜力，海外持续发力。预计公司2019-2021年净利润分别为2.71亿元、

医药 | 医疗器械 III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2020-01-06)

156.12元

交易数据

| | |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元) | 20,817.04 |
| 流通市值(百万元) | 4,776.04 |
| 总股本(百万股) | 133.34 |
| 流通股本(百万股) | 30.59 |
| 12个月价格区间 | 87.10/185.25元 |

一年股价表现



资料来源：贝格数据

| | | | |
|------|-------|-------|--------|
| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
| 相对收益 | -8.78 | 11.11 | -22.61 |
| 绝对收益 | -2.9 | 17.24 | |

分析师

 周新明
 SAC 执业证书编号：S0910519070001
 zhouxinming@huajinsec.cn
 021-20377037

分析师

 王睿
 SAC 执业证书编号：S0910519080003
 wangrui@huajinsec.cn
 021-20377036

相关报告

南微医学：微创医疗器械排头兵 2019-07-08

3.7 亿元及 4.9 亿元，分别同比增长 40.8%、36.5%、32.4%，对应 EPS 分别为 2.04 元、2.78 元、3.68 元，给予买入-A 建议。

◆ **风险提示：**无实际控制人风险；境外经营风险；医疗器械行业政策变化风险；新产品市场需求未达到预期风险

财务数据与估值

| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|----------|-------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 640.7 | 922.1 | 1,292.2 | 1,764.4 | 2,315.1 |
| 同比增长(%) | 54.6% | 43.9% | 40.1% | 36.6% | 31.2% |
| 营业利润(百万元) | 131.7 | 225.7 | 337.1 | 461.3 | 603.7 |
| 同比增长(%) | -1016.8% | 71.3% | 49.4% | 36.8% | 30.9% |
| 净利润(百万元) | 101.2 | 192.7 | 271.3 | 370.4 | 490.3 |
| 同比增长(%) | -377.6% | 90.4% | 40.8% | 36.5% | 32.4% |
| 每股收益(元) | 0.76 | 1.45 | 2.04 | 2.78 | 3.68 |
| PE | 205.7 | 108.0 | 76.7 | 56.2 | 42.5 |
| PB | 47.8 | 35.9 | 23.0 | 16.6 | 12.2 |

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 一、内镜耗材维持高景气度 | 4 |
| (一) 我国消化系统疾病高发，内镜检查开展率仍有提升空间 | 4 |
| (二) 内镜耗材产品性能比肩国际品牌，市场份额逐步提升 | 5 |
| 二、肿瘤消融平稳增长，EOCT 应用场景广阔 | 7 |
| (一) 肿瘤消融平稳增长 | 7 |
| (二) EOCT 市场需求广阔 | 8 |
| 三、基层医疗持续拓展，海外销售节节攀升 | 9 |
| 四、在研产品储备丰富，打造完备内镜产品梯队 | 11 |
| 五、盈利预测 | 11 |
| 六、风险提示 | 13 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：前八位癌症发病病种及比例 | 4 |
| 图 2：我国医院胆石病、胆囊炎及胰腺炎的出院患者人数（人） | 4 |
| 图 3：全球内镜诊疗器械市场规模(亿美元) | 5 |
| 图 4：我国内镜诊疗器械市场规模预测（亿元） | 5 |
| 图 5：全球肿瘤消融设备及耗材行业市场规模(亿美元) | 7 |
| 图 6：2018 公司主营业务销售金额构成 | 10 |
| 图 7：公司境外销售额情况（分地区，亿元） | 11 |
| 图 8：公司境外分产品销售额情况（万元） | 11 |
| 图 9：公司研发支出稳定 | 11 |
| 图 10：公司研发人员数量持续增长 | 11 |
| 表 1：2018 年我国内镜诊疗器械细分品类市场规模测算 | 5 |
| 表 2：公司产品线较全 | 5 |
| 表 3：南微的软组织夹主要参数 | 6 |
| 表 4：公司（康友医疗）的肿瘤消融产品与竞品对比 | 8 |
| 表 5：公司 EOCT 产品与美国同类产品 Ninepoint NvisionVLE 对比 | 9 |
| 表 6：2018 年公司国内销售医院以三级医院为主 | 10 |
| 表 7：公司分产品盈利预测情况（单位：百万元） | 12 |

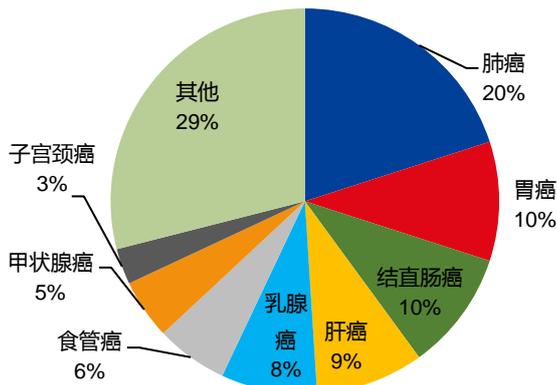
一、内镜耗材维持高景气度

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

（一）我国消化系统疾病高发，内镜检查开展率仍有提升空间

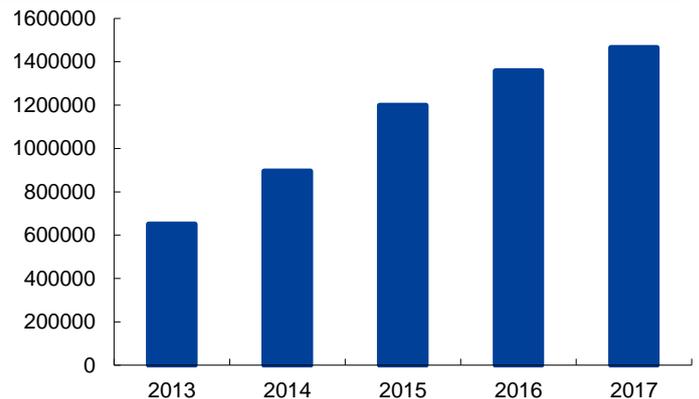
我国消化系统疾病高发，市场需求广阔。由于我国饮食习惯的原因，我国消化道癌发病形势严峻，根据中华医学会 2018 年公布的数据，我国新发胃癌、食管癌和结直肠癌的病例占我国全部新发恶性肿瘤病例的 13.06%、9.30%和 8.89%，发病率排在第二、第三位和第五位。作为消化道癌症高发的国家，我国有着巨大的消化内镜治疗需求。消化内镜检查是目前公认对消化道癌症最有效的检查方法。对于内镜检查出的消化道早期癌症，以 ESD/EMR 手术为代表的内镜下治疗手术与传统手术疗效相当，还具有创伤小、并发症少，费用低及无需长期住院等特点，可以有效降低患者的生理和经济负担，并为国家节约大量的医疗资源。

图 1：前八位癌症发病病种及比例



资料来源：《2015 年中国恶性肿瘤流行情况分析》，华金证券研究所

图 2：我国医院胆石病、胆囊炎及胰腺炎的出院患者人数（人）



资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

内镜检查开展率仍有提升空间，内镜医生学习热情较高。2012 年我国 10 万人胃镜检查开展率为 1663.51 例，而美国在 2009 年就已达到 2234.82 例；2012 年中国每 10 万人肠镜检查开展率为 435.98 例，而美国 2009 年的数据为 3724.70 例，差距十分巨大。在 ERCP 方面，2012 年我国每 10 万人 ERCP 开展率仅为 14.62 例，开展率最高的奥地利在 2006 年就已达到 181.40 例，2009 年美国开展率为 74.82 例，ERCP 普及率较低。随着人们对于内镜检查的越发重视，加之我国人口老龄化的加剧，居民消费能力及医保普及率的提高，我国内镜诊疗市场有着广阔的发展空间。内镜下切除术技术难度相对较低，且息肉存在癌变可能，内镜医生学习热情高。

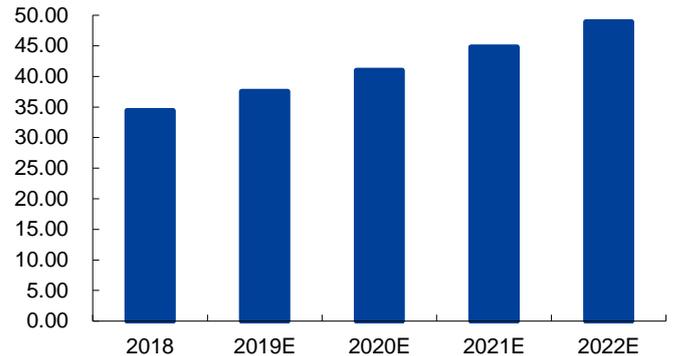
根据波士顿科学的统计和预测数据，2017 年全球内镜诊疗器械市场规模为 50 亿美元，预计未来三年复合增长率为 5%，2020 年市场规模有望达到接近 60 亿美元。在消化内镜诊疗领域，2018 年全球应用于胆胰管疾病、消化道癌症、消化道出血领域的内镜器械市场规模分别为 14 亿美元、14 亿美元及 6 亿美元，预计到 2021 年，将会分别达到 17 亿美元、18 亿美元及 6.75 亿美元。

图 3：全球内镜诊疗器械市场规模(亿美元)



资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

图 4：我国内镜诊疗器械市场规模预测（亿元）



资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

我国消化内镜诊疗市场规模仍将保持快速增长，预计 2022 年市场规模将达到 48.92 亿。根据公司招股说明书测算，保守估计 2018 年我国内镜诊疗器械市场规模约为 34.34 亿元，其中活检钳 5.28 亿元，圈套器 4.53 亿元，注射针 4.54 亿元，软组织夹 5.02 亿元，超声穿刺活检针 0.4024 亿元，ERCP11.25 亿元，非血管支架 3.3 亿元。根据 FROST&SULLIVAN 的预测数据，2018 年至 2022 年我国内窥镜市场复合增长率为 9.25%，与内窥镜配套使用的内镜诊疗器械的市场增速应高于 9.25%。以 2018 年我国内镜诊疗器械市场规模 34.34 亿元为基数进行测算，预计至 2022 年，我国消化内镜诊疗器械市场规模将会至少达到 48.92 亿元。

表 1：2018 年我国内镜诊疗器械细分品类市场规模测算

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

资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

（二）内镜耗材产品性能比肩国际品牌，市场份额逐步提升

产品线齐全，构筑持续增长动力。内镜诊疗器械重磅产品是进入市场的敲门砖，但是完整的产品线对于公司持续增长至关重要。公司早期以支架业务起家，2012 年活检类产品销售旺盛，2015 年以后公司可旋转重复开闭软组织夹（和谐夹）上市并迅速放量，成为驱动公司业绩快速增长的明星产品。目前公司 6 大内镜诊疗产品聚焦主流术式，覆盖主流内镜医生从诊断、扩张、手术到闭合的全流程。

表 2：公司产品线较全

| 分类 | 南微医学 | 波士顿科学 | 常州久虹 |
|-------|------------------------|--------------------------|--------------|
| 止血和闭合 | 套扎器 和谐夹—可旋转重复开闭软组织夹 | 7 环套扎器 带有推送器的一次性使用止血夹 | |
| 活检类 | 消化道活检钳、气道取样钳 | 消化道活检钳 | 消化道活检钳、气道取样钳 |

| 分类 | 南微医学 | 波士顿科学 | 常州久虹 |
|-----------|---|--|-----------------------------|
| | 细胞刷、气道细胞刷 靛胭脂粘膜染色剂 | | 一次性使用细胞刷、隔离功能细胞刷 |
| EMR/ESD 类 | 圈套器 一次性内窥镜用注射针 一次性使用高频电刀 | 一次性息肉切除器 | 一次性使用息肉切除器（圈套器） |
| 扩张类 | 可携带 125I 放射粒子支架、胆道支架、肠道支架、食道支架、气管支架 消化道球囊扩张导管、气道球囊扩张导管 | 胆道支架、肠道支架、食道支架 消化道球囊扩张导管、胆道球囊扩张导管 | 萨氏扩张器 消化道球囊扩张导管、椎体扩张球囊导管 |
| ERCP 类 | 一次性乳头括约肌切开刀 取石网篮 取石球囊 鼻胆引流导管、一次性使用胆管内引流管 斑马导丝 | 括约肌切开刀 取石网篮 取石球囊导管 子镜推送导管 导丝 直视可视化探头和目镜 | 取石网篮 取石球囊 斑马导丝 |

资料来源：公司招股说明书（注册稿），波士顿科学、常州久虹官网，华金证券研究所

产品性能比肩国际品牌，市场份额逐渐提升。公司明星产品软组织夹性能优异，可以无限次开闭、弯曲下 360 度旋转、残留段短、手感清晰、操作舒适。此外软组织夹产品价格优势明显，进口竞品价格 1000 元以上，公司软组织夹标准款 199，高端款 299。因此公司软组织夹产品 2016-2018 销售量 CAGR 达到 84%，销售额 CAGR 达到 106%，收入占比从 22.13% 提高到 41.82%。根据 BSC 于美国消化病周（DDW2018）公布的数据，2018 年全球消化道止血产品的市场规模约为 6 亿美元，南微的止血及闭合类产品全球市占率约为 10%。扩张类产品更齐全，可携带放疗粒子食道支架、Y 形气管等均为行业首创，2016-2018 年复合增长率达 24.12%。

表 3：南微的软组织夹主要参数

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

资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

EMR/ESD 快速发展，有望成为未来增长驱动力。随着消化内镜技术的发展，针对黏膜内的早期癌症（息肉）的内镜下黏膜切除术(EMR) 和内镜下黏膜下剥离术(ESD)等内镜下切除技术快速发展。我国 2016 年 EMR 和 ESD 院均年例数达到 608 例/年和 41 例/年，同比分别增长 49% 和 30%，拉动 EMR/ESD 相应耗材持续增长。公司 EMR/ESD 产品 2015-2018 年销售额 CAGR 达到 122%，增速迅猛。目前公司 EMR/ESD 核心产品为圈套器、注射针，2018 年高频电刀推

出后销售占比稳步提升，高频电刀性价比突出，有望推动公司 EMR/ESD 产品持续增长，成为未来增长驱动力。

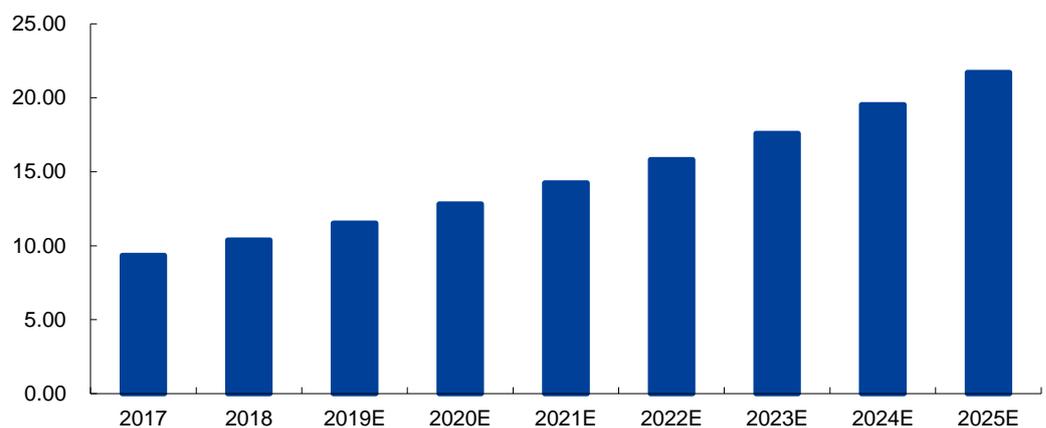
内镜诊疗手术下沉，进口替代空间较大。根据招股说明书数据，公司内镜诊疗设备在国内市场占有率 15%左右，外资仍占市场大部分份额。公司内镜诊疗耗材产品三甲医院覆盖率达到 55%，收到专业医生认可，过硬的质量和较低的价格对进口竞品替代能力较强，在集采降价的政策背景下，公司产品有望抢占进口产品市场。此外，随着国家政策对于内镜诊疗的普及推广，ESD 等内镜诊疗术式向基层医疗机构下沉，以及内镜医生学习热情的不断提高，内镜耗材需求仍将不断提升。

二、肿瘤消融平稳增长，EOCT 应用场景广阔

（一）肿瘤消融平稳增长

肿瘤消融市场具有增长潜力。根据 CACANCER J CLIN 杂志发表的 2018 年全球癌症数据显示，2018 年全球新增癌症患者 1807.90 万人，增长势头迅猛，肿瘤消融设备及耗材的市场需求量很大。根据 Grand View Research 的统计数据，2017 年全球肿瘤消融设备及耗材相关行业市场规模为 9.34 亿美元，预计 2025 年市场规模将会达到 21.71 亿美元，年复合增长率达到 11.12%。根据招股书披露数据，2017 年中国热消融产品销售额约合 7 亿元人民币，年复合增长率约 20%，2018 年中国肿瘤消融市场空间约为 8.4 亿元人民币，预计 2020 年，我国肿瘤消融市场将会达到 11.2 亿元。

图 5：全球肿瘤消融设备及耗材行业市场规模(亿美元)



资料来源：公司招股说明书（注册稿），华金证券研究所

公司肿瘤消融产品竞争力较强，得到市场认可。公司的肿瘤微波消融设备主要依托控股子公司康友医疗运营（持股 51%），核心产品市场竞争力较强，目前覆盖了全国 525 家医院，得到了 301 医院、第二军医大学第三附属医院（东方肝胆外科医院，东方肝胆外科研究所）等国内知名肿瘤医院的认可，目前国内市场占有率 23%仅次于南京亿高（38%）。

表 4：公司（康友医疗）的肿瘤消融产品与竞品对比

| 可比公司 | 康友医疗 | 维京九洲 | 南京亿高 | 长城医疗 |
|-------|------|---|--|--|
| | 型号 | 2450MHz（工作频率） | 2450MHz（工作频率） | 2450MHz（工作频率） |
| 微波消融仪 | 参数 | 单源单频；输出功率范围：5~100W 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，范围：10.0℃~45.0℃ 无杆温测量功能 无此功能 无天线检测 无监控和病例管理软件 | 同机双源单频；输出功率范围：0~150W 工作方式：连续 工作时间可在 0~31 分钟任意设定； 具有杆温测量功能，范围：10.0℃~45.0℃ 无此功能 无天线检测 无监控和病例管理软件 | 同机双源单频；输出功率范围：0~120W 工作方式：连续 工作时间可在 0~32 分钟任意设定； 具有杆温测量功能，范围：10.0℃~45.0℃ 无此功能 无天线检测 软件无监控和病例管理软件 |
| | 型号 | 外径（14G-18G）*长度（70mm-300mm） | 外径（14G-18G）*长度（100mm-250mm） | 外径（15G-17G）*长度（100mm-250mm） |
| 微波消融针 | 参数 | 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。 |

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

目前公司肿瘤消融产品主要针对肝癌治疗领域，未来增长动力一方面来自于肝癌患者数量的不断增长，另外一方面也来自于应用领域向肺部肿瘤、骨肿瘤、子宫肌瘤、甲状腺结节、乳腺结节等领域的拓展。此外公司海外销售的拓展也将带动产品销售的成长。

（二）EOCT 市场需求广阔

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

公司 EOCT 产品弥补了公司目前在消化内镜介入微创诊断领域的空白。公司目前在消化内镜介入微创领域主要是治疗阶段，对于早期的癌症筛查的布局能够完善公司的产品生态，形成消化内镜介入领域完整解决方案。未来随着 EOCT 产品的持续开发推广，相关的配套耗材也将成为新的利润增长点。

公司产品优势突出。公司的 EOCT 产品在国内没有相同或类似的产品，，与美国市场上 Ninepoint Medical 公司的 NvisionVLE 产品用途类。公司 EOCT 比 NvisionVLE 扫描速度快一倍，大大降低由于食道蠕动造成的图像失真；成像导管规格型号丰富，适用于各种类型病人的检查。

表 5：公司 EOCT 产品与美国同类产品 Ninepoint NvisionVLE 对比

| 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 | 针对欧美地区疾病特征，主要用于巴雷特食管，食管高级别异性增生及食管腺体癌 |

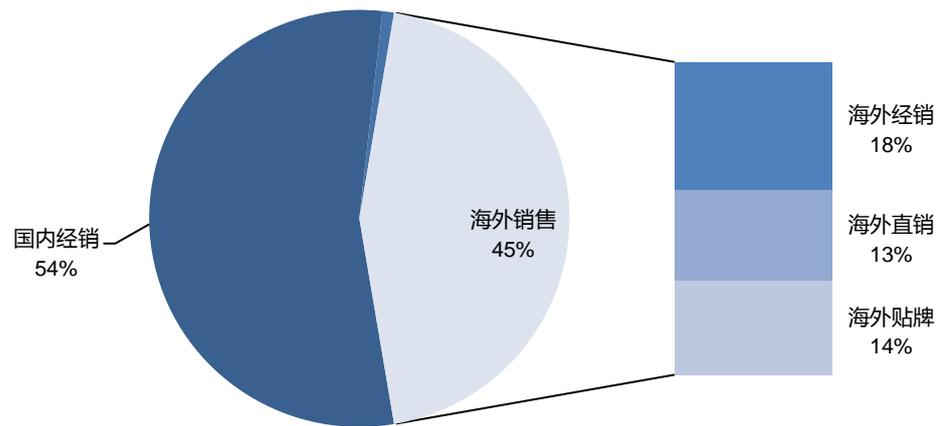
资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

公司 EOCT 产品预计 2020 年底或 2021 年初在国内上市。公司 EOCT 系统已获得美国 FDA 批准，并在美国梅奥诊所、斯坦福大学医院等地开展临床试验研究。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，预计 2020 年底或 2021 年初可在国内上市。

三、基层医疗持续拓展，海外销售节节攀升

公司 2018 年在国内销售占比 55%左右，在国外销售额占比 45%左右。在国内主要采用经销模式，经销模式帮助公司快速覆盖更多医院终端，也能够节省公司的销售费用。在国外不同市场有所不同，美国主要是直销，针对 GPO 直销能够更好开拓市场；德国原本公司参股经销商 MTE 公司 20%股份，2018 年完全收购经销商，目前也是直销模式；其他地区基本为经销，利用当地经销商的区位优势。此外公司在海外为 CONMED、库克等国际知名品牌代工贴牌生产的业务占比 14%左右，贴牌业务一方面能够帮助公司初期迅速开拓国际市场，另一方面也能拓宽公司海外收入。

图 6: 2018 公司主营业务销售金额构成



资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

国内: 三级医院贡献大部分国内收入, 公司产品认可度较高。公司目前覆盖全国 2800 多家医院, 其中覆盖三甲医院 1376 家, 包括上海复旦附属中山医院、长海医院、解放军总医院、北京协和医院等知名三甲医院, 三级医院销售金额占比达 82%。公司产品在三级医院直接面对进口产品进行竞争, 销售金额占比较高说明公司产品受到主流医院认可。

表 6: 2018 年公司国内销售医院以三级医院为主

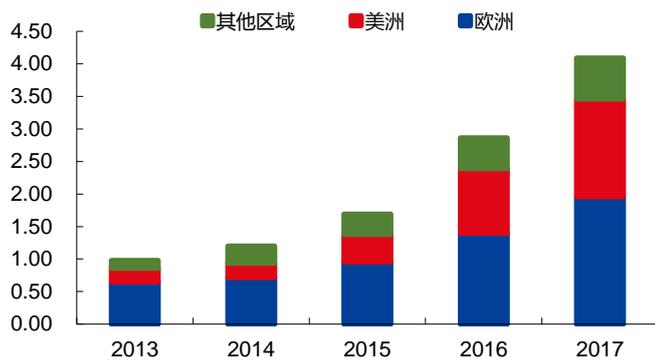
| 医院等级 | 医院数量 (家) | 数量占比 | 销售金额 (万元) | 金额占比 |
|-------|----------|--------|-----------|--------|
| 三级医院 | 1,376 | 49.02% | 35,435.47 | 81.59% |
| 二级医院 | 1,242 | 44.25% | 7,492.56 | 17.25% |
| 一级医院 | 65 | 2.32% | 239.31 | 0.55% |
| 未定级医院 | 124 | 4.42% | 266.04 | 0.61% |

资料来源: 公司招股说明书, 华金证券研究所

未来国内客户仍有较大拓展潜力, 基层医疗将持续发力。目前公司产品在三级医院的覆盖率达到 53.3%, 还有进一步开拓的空间; 此外在二级医院、一级医院的覆盖率仅有 13.7%及 0.6%, 随着内镜医生数量的拓展及内镜诊疗手术的逐步下沉, 未来二级医院将有较大潜力。

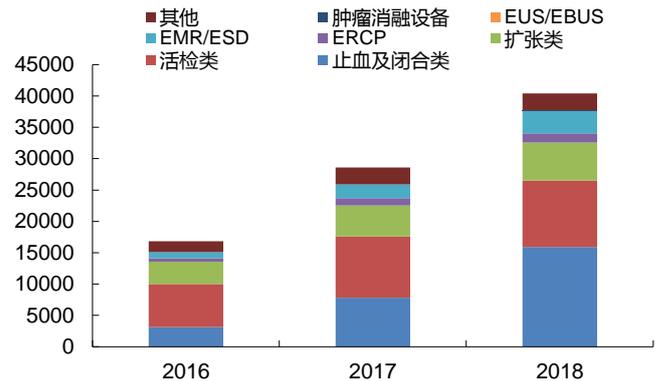
海外: 持续发力, 高速增长, 毛利率有望提升。公司产品海外认可度较高, 在美国覆盖了 1126 家医疗机构, 在德国覆盖 601 家机构, 2014-2018 年海外收入复合增长率 43%。公司目前境外销售由贴牌逐渐转化为自主品牌销售, 核心产品软组织夹销量高速增长, 18 年实现 1.59 亿元收入, 止血闭合类产品超越活检类产品成为海外销售占比最高的产品。海外业务毛利率有望继续提升, 一方面由于止血闭合产品整体毛利率处于较高水平, 另一方面公司 2018 年收购德国代理商 MTE 直销比重提升。

图 7：公司境外销售额情况（分地区，亿元）



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 8：公司境外分产品销售额情况（万元）



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

四、在研产品储备丰富，打造完备内镜产品梯队

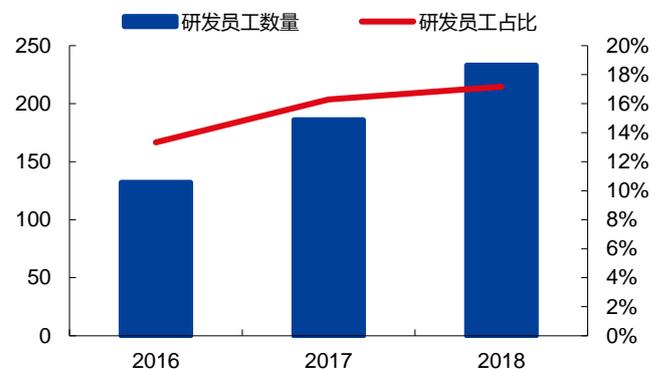
公司研发支出稳定，在研产品储备丰富。公司 2018 年研发投入 4912 万元，同比增长 30%，占营收比重 5.33%。公司的研发人员数量持续增长，占比持续提升，截至 2018 年底，公司研发人员的数量较 2016 年底增长 76.52%，占公司员工总数的 17.03%，支撑着公司研发项目的增长。

图 9：公司研发支出稳定



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 10：公司研发人员数量持续增长



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

公司先后获得了多项省部及国家级奖项。公司现有国内外发明专利 36 项，三类注册证 28 项、二类注册证 45 项。其中公司获得国家科技进步奖二等奖两次，公司研发人员获得国家技术发明奖二等奖一次。截至 2018 年底，公司研发项目共 49 个，主要涵盖扩张类、ESD 类、ERCP 类、超声内镜、医学影像设备、肿瘤消融等主要产品线。

五、盈利预测

内镜诊疗：国内内镜诊疗普及渗透率不断提高，内镜医生学习热情较高，ESD等内镜诊疗术式向基层医疗机构下沉，公司内镜诊疗耗材技术水平与进口产品旗鼓相当，性价比优势突出，有望持续乘国产替代的东风，预计内镜诊疗板块19-21年收入同比增速分别为44.11%、39.40%、32.98%。

肿瘤消融：目前肿瘤消融技术仍在发展初期，预计肿瘤消融板块19-21年收入同比增速分别为9.73%、9.87%、9.97%。

表 7：公司分产品盈利预测情况（单位：百万元）

| 产品分类 | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | |
|---------------------------------------|------------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 内镜 诊疗 器械 | 止血及闭合 类 | 收入 | 7.61 | 25.17 | 91.68 | 211.63 | 385.6 | 593.89 | 886.99 | 1254.43 |
| | | YOY(%) | 701.05% | 230.75% | 264.24% | 130.84% | 82.20% | 54.02% | 49.35% | 41.43% |
| | | 毛利 | 4.41 | 13.55 | 65.65 | 153.92 | 289.59 | 451.36 | 647.50 | 903.19 |
| | | 毛利率(%) | 57.94% | 53.80% | 71.61% | 72.73% | 75.10% | 76% | 73% | 72% |
| | 活检类 | 收入 | 98.01 | 100.96 | 117.01 | 157.14 | 179.87 | 225.69 | 270.71 | 311.44 |
| | | YOY(%) | 14.85% | 3.01% | 15.90% | 34.30% | 14.46% | 25.47% | 19.95% | 15.05% |
| | | 毛利 | 44.05 | 39.85 | 47.97 | 65.62 | 78.29 | 101.56 | 116.41 | 130.80 |
| | | 毛利率(%) | 44.94% | 39.48% | 41.00% | 41.76% | 43.52% | 45% | 43% | 42% |
| | 扩张类 | 收入 | 57.27 | 66.79 | 78.59 | 98.04 | 121.06 | 145.06 | 166.69 | 184.20 |
| | | YOY(%) | | 16.62% | 17.67% | 24.75% | 23.48% | 19.82% | 14.91% | 10.50% |
| | | 毛利 | 36.35 | 41.24 | 46.25 | 59.87 | 76.48 | 92.84 | 101.68 | 106.84 |
| | | 毛利率(%) | 63.47% | 61.74% | 58.86% | 61.07% | 63.18% | 64% | 61% | 58% |
| EMR/ESD 类 | 收入 | 2.61 | 8.35 | 14.31 | 32.78 | 63.56 | 119.00 | 190.96 | 269.08 | |
| | YOY(%) | | 219.92% | 71.38% | 129.07% | 93.90% | 87.22% | 60.47% | 40.91% | |
| | 毛利 | -0.71 | -0.07 | 3.9 | 13.48 | 33.07 | 63.07 | 97.39 | 131.85 | |
| | 毛利率(%) | | | 27.25% | 41.12% | 52.02% | 53% | 51% | 49% | |
| 自 产 产 品 | ERCP 类 | 收入 | 12.4 | 17.61 | 19.32 | 38.95 | 52.5 | 72.04 | 94.80 | 120.69 |
| | | YOY(%) | | 42.02% | 9.71% | 101.60% | 34.79% | 37.22% | 31.59% | 27.31% |
| | | 毛利 | 7 | 10.12 | 10.2 | 20.15 | 27.22 | 37.46 | 47.40 | 60.35 |
| | | 毛利率(%) | 56.49% | 57.45% | 52.79% | 51.74% | 51.85% | 52% | 50% | 50% |
| EUS/EBUS 类 | 收入 | | | 0.95 | 5.82 | 8.99 | 13.93 | 20.20 | 28.28 | |
| | YOY(%) | | | | 512.63% | 54.47% | 55% | 45% | 40% | |
| | 毛利 | | | 0.67 | 4.43 | 6.2 | 9.61 | 13.74 | 18.95 | |
| | 毛利率(%) | | | 70.32% | 76.07% | 68.99% | 69% | 68% | 67% | |
| 肿瘤 消 融 设 备 及 耗 材 | 微波消融针 | 收入 | | 9.28 | 52.3 | 63.84 | 68.62 | 75.75 | 83.63 | 92.33 |
| | | YOY(%) | | | | 22.07% | 7.49% | 10.39% | 10.40% | 10.40% |
| | | 毛利 | | 7.72 | 45.19 | 56.6 | 59.76 | 65.90 | 72.76 | 79.40 |
| | | 毛利率(%) | | 83.16% | 86.41% | 88.66% | 87.10% | 87.00% | 87.00% | 86.00% |
| 肿瘤消融设 备 | 收入 | | 2.33 | 3.03 | 2.48 | 2.27 | 2.04 | 1.84 | 1.66 | |
| | YOY(%) | | | | -18.15% | -8.47% | -10% | -10% | -10% | |
| | 毛利 | | 2.15 | 2.55 | 1.93 | 1.69 | 1.53 | 1.34 | 1.16 | |
| | 毛利率(%) | | 92.64% | 84.22% | 77.66% | 74.14% | 75% | 73% | 70% | |
| 其 他 | 收入 | 14.2 | 14.2 | 15 | 18.06 | 28.15 | 28.24 | 32.48 | 35.73 | |
| | YOY(%) | | | | 5.63% | 20.40% | 55.87% | 0.32% | 15% | 10% |
| | 毛利 | 3.65 | 3.65 | 6.25 | 7.15 | 12.1 | 12.43 | 14.29 | 16.08 | |

| | | | | | | | | | |
|------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| | 毛利率(%) | 25.71% | 25.71% | 41.70% | 39.57% | 42.99% | 44.01% | 44% | 45% |
| 合计 | 收入 | 192.11 | 192.11 | 245.49 | 395.25 | 638.83 | 910.71 | 1279.88 | 1751.55 |
| | YOY(%) | 27.78% | 27.78% | 27.79% | 61.00% | 61.63% | 42.56% | 40.54% | 36.85% |
| | 毛利 | 94.75 | 94.75 | 120.81 | 229.53 | 388.1 | 584.73 | 837.62 | 1114.30 |
| | 毛利率(%) | 49.32% | 49.32% | 49.21% | 58.07% | 60.75% | 64.21% | 65.45% | 63.62% |
| 代理经销 | 收入 | 7.85 | 11.17 | 7.85 | 11.17 | 15.66 | | 5.53 | 5.25 |
| | YOY(%) | | 42.29% | | 42.29% | 40.20% | | | -5% |
| | 毛利 | 2.63 | 4.71 | 2.63 | 4.71 | 6.77 | | 1.72 | 1.68 |
| | 毛利率(%) | 33.53% | 42.13% | 33.53% | 42.13% | 43.25% | | 31.14% | 32% |
| 其他 | 收入 | 2.7 | 4.03 | 2.7 | 4.03 | 3.4 | 1.84 | 5.87 | 7.04 |
| | YOY(%) | -85.61% | 49.26% | -85.61% | 49.26% | -15.63% | -45.88% | 219.02% | 20% |
| | 毛利 | 2.57 | 1.2 | 2.57 | 1.2 | 0.7 | -0.08 | 1.62 | 1.90 |
| | 毛利率(%) | 95.18% | 29.69% | 95.18% | 29.69% | 20.49% | | 27.64% | 27% |
| 总计 | 收入 | 202.66 | 260.69 | 202.66 | 260.69 | 414.31 | 640.67 | 922.11 | 1292.17 |
| | YOY(%) | 19.84% | 28.63% | 19.84% | 28.63% | 58.93% | 54.64% | 43.93% | 40.13% |
| | 毛利 | 99.95 | 126.72 | 99.95 | 126.72 | 237 | 388.02 | 588.07 | 841.20 |
| | 毛利率(%) | 49.32% | 48.61% | 49.32% | 48.61% | 57.20% | 60.56% | 63.77% | 65.10% |

资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

公司作为内镜诊疗领域的龙头企业，明星单品和谐夹质量比肩进口产品，主流医院认可度高，性价比优势突出，进口替代优势明显。EMR/ESD、ERCP 耗材快速发展，有望成为未来增长驱动力。未来国内客户进口替代和基层医疗下沉均有较大拓展潜力，海外持续发力。预计公司 2019-2021 年净利润分别为 2.71 亿元、3.7 亿元及 4.9 亿元，分别同比增长 40.8%、36.5%、32.4%，对应 PE 分别为 2.04 元、2.78 元、3.68 元，给予买入-A 建议。

六、风险提示

无实际控制人风险；境外经营风险；医疗器械行业政策变化风险；新产品市场需求未达到预期风险

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 | 1,292.2 | 1,764.4 | 2,315.1 | 年增长率 | | | | | |
| 减:营业成本 | 252.6 | 334.0 | 451.0 | 646.7 | 861.2 | 营业收入增长率 | 54.6% | 43.9% | 40.1% | 36.6% | 31.2% |
| 营业税费 | 8.2 | 14.6 | 17.6 | 24.9 | 33.6 | 营业利润增长率 | - | 71.3% | 49.4% | 36.8% | 30.9% |
| 销售费用 | 113.9 | 185.2 | 258.4 | 340.3 | 458.1 | 净利润增长率 | - | 90.4% | 40.8% | 36.5% | 32.4% |
| 管理费用 | 90.3 | 127.2 | 232.6 | 300.0 | 370.4 | EBITDA 增长率 | 1402.6 | 54.4% | 21.3% | 34.5% | 29.7% |
| 财务费用 | 6.9 | 1.1 | 0.2 | -2.1 | -3.4 | EBIT 增长率 | 4698.1 | 56.5% | 22.5% | 36.1% | 30.7% |
| 资产减值损失 | 8.1 | 7.0 | 6.8 | 7.3 | 7.1 | NOPLAT 增长率 | - | 66.6% | 47.2% | 36.2% | 31.1% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 4.6% | 14.2% | 64.0% | -19.0% | 48.0% |
| 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% | 55.7% | 39.1% | 36.1% |
| 营业利润 | 131.7 | 225.7 | 337.1 | 461.3 | 603.7 | 盈利能力 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | -0.3 | 8.4 | 4.0 | 4.0 | 5.5 | 毛利率 | 60.6% | 63.8% | 65.1% | 63.4% | 62.8% |
| 利润总额 | 131.5 | 234.1 | 341.2 | 465.3 | 609.2 | 营业利润率 | 20.6% | 24.5% | 26.1% | 26.1% | 26.1% |
| 减:所得税 | 19.3 | 30.7 | 47.8 | 64.8 | 83.3 | 净利润率 | 15.8% | 20.9% | 21.0% | 21.0% | 21.2% |
| 净利润 | 101.2 | 192.7 | 271.3 | 370.4 | 490.3 | EBITDA/营业收入 | 29.4% | 31.6% | 27.3% | 26.9% | 26.6% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 27.5% | 29.9% | 26.1% | 26.0% | 25.9% |
| 资产负债表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 资产负债率 | 35.1% | 36.0% | 21.5% | 21.6% | 19.9% |
| 货币资金 | 173.2 | 340.6 | 371.7 | 858.9 | 1,143.7 | 负债权益比 | 54.1% | 56.2% | 27.3% | 27.6% | 24.9% |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 2.25 | 2.02 | 3.67 | 3.99 | 4.60 |
| 应收帐款 | 98.9 | 139.7 | 251.8 | 235.3 | 411.2 | 速动比率 | 1.62 | 1.59 | 2.68 | 3.21 | 3.68 |
| 应收票据 | - | 1.3 | 0.3 | 0.8 | 1.1 | 利息保障倍数 | 25.65 | 260.61 | 1,788.3 | -217.87 | -175.02 |
| 预付帐款 | 4.6 | 6.2 | 15.7 | 11.3 | 23.9 | 营运能力 | | | | | |
| 存货 | 108.1 | 132.9 | 235.9 | 269.4 | 396.8 | 固定资产周转天数 | 62 | 51 | 35 | 23 | 15 |
| 其他流动资产 | 1.8 | 0.0 | 5.9 | 2.6 | 2.8 | 流动营业资本周转天数 | 50 | 27 | 48 | 50 | 49 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 195 | 197 | 209 | 231 | 261 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 应收帐款周转天数 | 48 | 47 | 55 | 50 | 50 |
| 长期股权投资 | 22.3 | 21.1 | 21.1 | 21.1 | 21.1 | 存货周转天数 | 57 | 47 | 51 | 52 | 52 |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 总资产周转天数 | 354 | 329 | 306 | 300 | 311 |
| 固定资产 | 128.8 | 131.7 | 117.7 | 103.8 | 89.8 | 投资资本周转天数 | 166 | 127 | 127 | 105 | 89 |
| 在建工程 | 20.5 | 39.1 | 39.1 | 39.1 | 39.1 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 10.0 | 15.1 | 13.3 | 11.5 | 9.7 | 销售费用率 | 17.8% | 20.1% | 20.0% | 19.3% | 19.8% |
| 其他非流动资产 | 150.0 | 141.6 | 157.3 | 159.9 | 144.7 | 管理费用率 | 14.1% | 13.8% | 18.0% | 17.0% | 16.0% |
| 资产总额 | 718.3 | 969.2 | 1,229.9 | 1,713.7 | 2,284.0 | 财务费用率 | 1.1% | 0.1% | 0.0% | -0.1% | -0.1% |
| 短期债务 | 30.0 | 40.0 | - | - | - | 三费/营业收入 | 32.9% | 34.0% | 38.0% | 36.2% | 35.6% |
| 应付帐款 | 76.0 | 145.5 | 157.7 | 244.9 | 317.2 | 投资回报率 | | | | | |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | ROE | 23.2% | 33.2% | 30.0% | 29.6% | 28.8% |
| 其他流动负债 | 65.8 | 121.5 | 82.7 | 100.5 | 112.7 | ROA | 15.6% | 21.0% | 23.9% | 23.4% | 23.0% |
| 长期借款 | 56.1 | 15.0 | - | - | - | ROIC | 40.9% | 65.1% | 83.9% | 69.7% | 112.8% |
| 其他非流动负债 | 24.3 | 26.8 | 23.6 | 24.9 | 25.1 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 252.1 | 348.9 | 264.0 | 370.3 | 455.0 | DPS(元) | - | 0.37 | -0.16 | 0.17 | 0.30 |
| 少数股东权益 | 30.5 | 40.7 | 61.6 | 91.2 | 126.0 | 分红比率 | 0.0% | 25.9% | -7.8% | 6.0% | 8.1% |
| 股本 | 100.0 | 100.0 | 133.3 | 133.3 | 133.3 | 股息收益率 | 0.0% | 0.2% | -0.1% | 0.1% | 0.2% |
| 留存收益 | 335.7 | 478.4 | 770.9 | 1,118.9 | 1,569.6 | | | | | | |
| 股东权益 | 466.2 | 620.4 | 965.9 | 1,343.5 | 1,829.0 | | | | | | |
| | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | | | | | |
| 净利润 | 112.1 | 203.4 | 271.3 | 370.4 | 490.3 | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 加:折旧和摊销 | 15.2 | 19.2 | 15.7 | 15.7 | 15.7 | EPS(元) | 0.76 | 1.45 | 2.04 | 2.78 | 3.68 |
| 资产减值准备 | 8.1 | 7.0 | - | - | - | BVPS(元) | 3.27 | 4.35 | 6.78 | 9.39 | 12.77 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PE(X) | 205.7 | 108.0 | 76.7 | 56.2 | 42.5 |
| 财务费用 | 6.6 | -1.3 | 0.2 | -2.1 | -3.4 | PB(X) | 47.8 | 35.9 | 23.0 | 16.6 | 12.2 |
| 投资损失 | -8.5 | -21.4 | -11.6 | -13.8 | -15.6 | P/FCF | 182.7 | 139.0 | -763.8 | 43.1 | 75.9 |
| 少数股东损益 | 11.0 | 10.7 | 22.1 | 30.1 | 35.6 | P/S | 32.5 | 22.6 | 16.1 | 11.8 | 9.0 |
| 营运资金的变动 | -18.1 | 72.2 | -252.6 | 89.3 | -221.0 | EV/EBITDA | 82.1 | 52.8 | 58.0 | 42.2 | 32.1 |
| 经营活动产生现金流量 | 126.6 | 289.7 | 45.1 | 489.6 | 301.6 | CAGR(%) | 52.9% | 37.2% | - | 52.9% | 37.2% |
| 投资活动产生现金流量 | 140.5 | 192.3 | 45.1 | 489.6 | 301.6 | PEG | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -100.2 | -26.3 | 11.6 | 13.8 | 15.6 | ROIC/WACC | 3.9 | 2.9 | -0.2 | 1.1 | 1.1 |

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

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

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

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

免责声明：

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

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

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

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

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn