

# 南微医学 (688029)

## 内镜诊疗市场持续扩容，南微引领创新术式发展

### 微创医疗器械领域领航人，2019年度业绩快报表现亮眼

公司专业从事微创医疗器械研发、制造和销售，覆盖内镜下微创诊疗器械、肿瘤消融设备等，已成为微创诊疗领域内具有较高科研创新实力，业绩高速增长的行业龙头公司。公司于2月28日发布2019年度业绩快报：2019年营收13.07亿元，同比增长41.79%；归母净利润3.04亿元，同比增长57.55%；扣非后归母净利润2.77亿元，同比增长57.97%。2019年公司实现业绩快速增长，主要是由于公司加大市场拓展力度，促进业务持续稳健增长，同时加强成本控制，使得公司盈利能力大幅提升。

### 中国内镜诊疗市场约为46亿元，未来增速30-40%

肠镜/胃镜检查是预防癌症的重要筛查手段，在发达国家和地区普及率较高，日本胃镜检查比例是中国的3倍，美国肠镜检查是5-6倍。对比海外，我国消化内镜诊疗量还有很大提升空间，预计未来诊疗量增速保持15-20%。

内镜下诊疗市场空间广阔，全球50亿美金，增速5%，国内46亿人民币，增速保持30-40%，行业增长来源渗透率的提升和治疗术式的提升，这一品类属于创新医疗器械，改变了传统外科手术的诊疗模式，实现内镜下微创治疗，未来发展方向明朗。中国市场46亿人民币，增速30-40%。

### 南微处于国产内镜诊疗器械第一梯队，国内市占率约6.3%

从全球的格局来看，内镜下诊疗耗材市场集中度高（全球竞争格局：波科35.2%，库克18%，奥林巴斯14.7%），国内目前依然是以进口为主，但是在工程师红利下，我们认为国产品牌市占率会稳步提升，获得比行业更高的增速增长。南微当前国内市占率6.3%（止血夹高一些，EMR/ESD和ERCP还比较低），处于国内第一梯队，未来还有很大的市占率提升空间，对标波科，市占率目标可达35%以上。

南微全球市占率2.44%，海外收入超过4成，产品具有全球竞争力。以软组织夹为例，高性能版软组织夹在海外销量持续提升，迅速切入市场，未来可期待其他产品录入导入海外。

### 首次覆盖，给予“买入”评级

南微医学作为微创诊疗领域龙头公司，随着癌症早检早筛事业以及内镜诊疗市场的逐步发展，我们预计2019-2021年收入增速为42%/34%/31%，归母净利润为3.03/4.11/5.50亿元，同比增速为57%/36%/34%，对应EPS为2.27/3.08/4.13元。南微医学属于微创诊疗领域龙头公司，行业景气度高，2020年给予65X PE，对应目标价200.2元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**市场竞争格局导致利润空间缩小、经销模式的不确定性风险、境外经营相关风险等

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	640.67	922.11	1,307.55	1,750.81	2,290.06
增长率(%)	54.64	43.93	41.80	33.90	30.80
EBITDA(百万元)	188.44	291.04	325.34	488.46	637.43
净利润(百万元)	101.18	192.70	303.31	411.04	550.24
增长率(%)	377.56	90.45	57.40	35.52	33.86
EPS(元/股)	0.76	1.45	2.27	3.08	4.13
市盈率(P/E)	214.82	112.80	71.66	52.88	39.50
市净率(P/B)	49.88	37.49	23.75	16.39	11.58
市销率(P/S)	33.93	23.57	16.62	12.41	9.49
EV/EBITDA	0.00	0.00	65.91	42.78	32.48

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	163.01元
目标价格	200.2元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	133.34
流通A股股本(百万股)	32.20
A股总市值(百万元)	21,735.75
流通A股市值(百万元)	5,248.28
每股净资产(元)	17.99
资产负债率(%)	13.37
一年内最高/最低(元)	202.97/87.10

### 作者

郑薇	分析师
SAC执业证书编号：S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	
李扬	联系人
lyang@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 内镜下诊疗市场持续扩容，南微处于国产第一梯队 .....	4
2. 公司增长逻辑：享受行业红利，中长期具备增长潜力 .....	6
3. 产品丰富，贴近临床，三级医院销售占比高 .....	6
3.1. 软组织夹：使用量大，贴近临床需求 .....	8
3.2. EMR/ESD：术式提升，黄金刀产品值得期待 .....	9
3.3. ERCP：市场空间大，南微产品逐步丰富 .....	11
3.4. EOCT：创新产品，与原有渠道协同 .....	12
4. 南微医学——微创医疗器械领航人 .....	13
4.1. 发展迅速，定位清晰 .....	13
4.2. 营收逐年递增，海内外营销齐头并进 .....	14
5. 盈利预测与估值 .....	18
6. 风险提示 .....	19
附录一：南微产品获批时间和竞争对手的比较 .....	20
附录二：南微主要产品示意图 .....	21

## 图表目录

图 1：中国和海外各国消化内镜诊疗量占总人口比例横向对比 .....	4
图 2：全球内镜细分市场规规模及增速 .....	4
图 3：全球内镜诊疗器械市场占有率情况 .....	5
图 4：南微主要产品国内和全球市占率情况 .....	5
图 5：内镜诊疗常见术式 .....	7
图 6：2016-2018 公司在各级医院销售收入（万元） .....	7
图 7：2018 年公司在各级医院销售收入占比 .....	7
图 8：2016-2018 年各级医院客户数量 .....	8
图 9：2018 年各级医院客户数量占比 .....	8
图 10：标准版境内外销量（百万个）及单价（右轴，元/个） .....	9
图 11：高性能版境内外销量（百万个）及单价（右轴，元/个） .....	9
图 12：ESD 手术过程图例 .....	9
图 13：EMR/ESD 类产品细分收入（万元） .....	10
图 14：EMR/ESD 类产品销量（个）及单价（元，右轴） .....	10
图 15：EMR/ESD 类产品收入占比按销售区域分类 .....	10
图 16：EMR/ESD 类产品收入（万元）按销售模式分类 .....	10
图 17：ERCP 取胆管石示意图 .....	11
图 18：ERCP 类细分产品销量（个）及单价（元/件）（右轴） .....	12
图 19：ERCP 类产品细分收入（万元） .....	12
图 20：ERCP 类产品收入占比按销售区域分类 .....	12
图 21：公司上市前股权结构 .....	14

图 22: 公司上市后股权结构.....	14
图 23: 营业收入、归母净利润、扣非后净利润 (百万元) 及增速 (右轴) .....	14
图 24: 2013-2019Q3 销售、管理和财务费用 (百万元) 及各营收占比 (右轴) .....	15
图 25: 2014-2018 年营业收入按产品类别拆分 .....	15
图 26: 2014-2018 主要产品毛利率情况.....	16
图 27: 2013-2019Q3 毛利率及净利率 .....	16
图 28: 2013-2019Q3 现金流净额情况 (百万元) .....	16
图 29: 2013-2019Q3 公司营业周期 (天) .....	16
图 30: 2013-2018 国内外市场收入拆分 (百万元) .....	17
图 31: 2013-2018 大陆地区按地区收入拆分 .....	17
图 32: 2013-2018 研发投入、占比及增速 (百万元) .....	17
表 1: 中国内镜耗材主要产品详情 .....	5
<b>表 2: 竞争对手软组织夹技术参数对比</b> .....	8
<b>表 3: 标准版和高性能版软组织夹参数对比</b> .....	8
表 4: 南微与竞争对手高频电刀/一次性使用高频切开刀参数对比 .....	10
表 5: 南微与竞争对手 ERCP 产品参数对比.....	11
<b>表 6: 南微 EOCT 产品与竞争对手横向参数对比</b> .....	13
表 7: 公司发展历程 .....	13
表 8: 盈利预测 (百万元) .....	18
表 9: 可比公司估值 .....	19
表 10: CFDA 获批情况对比 .....	20
表 11: 公司主要产品介绍 .....	21

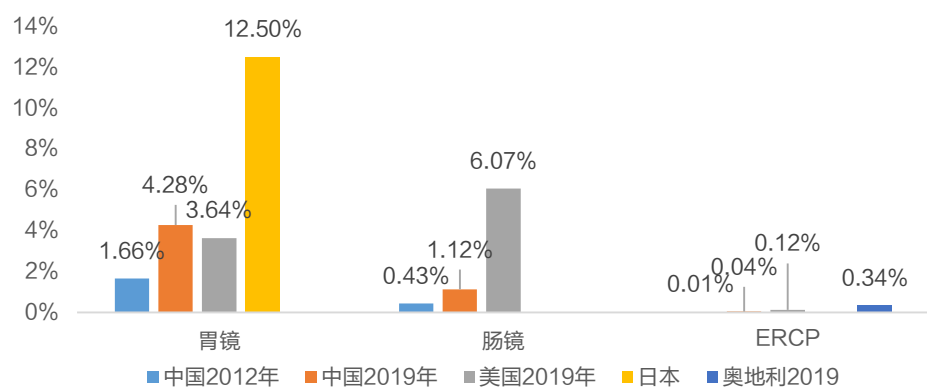
## 1. 内镜下诊疗市场持续扩容，南微处于国产第一梯队

肠镜/胃镜检查是预防癌症的重要筛查手段，美国、日本等地区普及率高。2004 年到 2013 年，美国结直肠癌整体死亡率平均每年下降 2.7%，2000 年到 2014 年期间美国 50 岁及以上结直肠癌患者死亡率下降 34%，主要得益于肠镜检查普及率的提高。

根据招股书，2012 年中国胃镜检查开展率为 1663.51 例/10 万人，以 2012 年中国人口 13.5 亿人计算约为 2246 万例，而肠镜检查开展率为 435.98 例/10 万人，即 589 万例。ERCP 开展率为 14.62 例/10 万人，即 20 万例。参考招股书对行业增速的判断，2007-2017 年中国消化内镜耗材 CAGR 为 19.3%，我们保守假设 2012-2019 年内镜诊疗量 CAGR 为 15%，则 2019 年胃镜、肠镜、ERCP 开展量分别为 5974 万例、1567 万例、53 万例，每 10 万人开展率分别为 4282 例、1123 例、38 例。

对比海外，我国消化内镜诊疗量还有很大提升空间，预计未来诊疗量增速保持 15-20%。横向对比各国消化内镜诊疗量占总人口的比例，我们发现我国消化内镜诊疗量经过了多年的发展，已经有了明显的提升，但是相比于海外各国，仍然存在这不足，日本胃镜检查比例是中国的 3 倍，美国肠镜检查是 5-6 倍。根据中国医师协会内镜医师分会会长李兆申院士的采访，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。

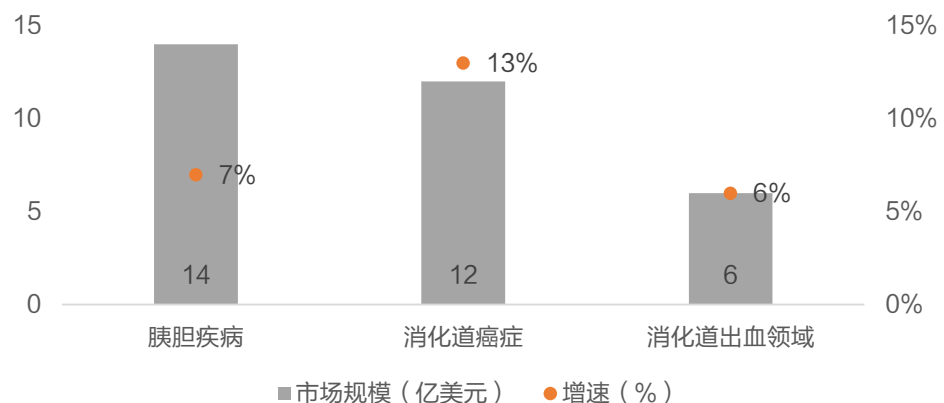
图 1：中国和海外各国消化内镜诊疗量占总人口比例横向对比



资料来源：招股说明书，动脉网，天风证券研究所（2019 年数据为推算值）

**全球市场 50 亿美元，增速 5%。**根据波士顿科学的统计和预测数据，2018 年，全球内镜诊疗器械（Flexible Endoscopy Devices）市场规模为 50 多亿美元，其中胰胆疾病 14 亿美元（+7%）、消化道癌症 12 亿美元（+13%）、消化道出血领域 6 亿美元（+6%），预计 2019-2022 年市场复合增长率为 5%。

图 2：全球内镜细分市场规模及增速



资料来源：波士顿科学，天风证券研究所

**中国市场 46 亿人民币，增速 30-40%。**根据文献《中国胃癌内镜诊治现状》(王天骄等)，至 2012 年我国可开展消化内镜诊疗的机构数目为 6128 家，从事内镜诊疗医师约 2 万 6 千余名，开展上消化道内镜诊疗 2800 余万例，但我国约 1.2 亿高危人群需行上消化道内镜检查，仍有很大差距，人均内镜医师数量仅相当于日本的十分之一，分布不均、诊疗水平差异较大等问题明显，内镜人才培养与医疗资源分配仍很大的提升空间。**国内市占率约为 6.3%，国产第一梯队。**

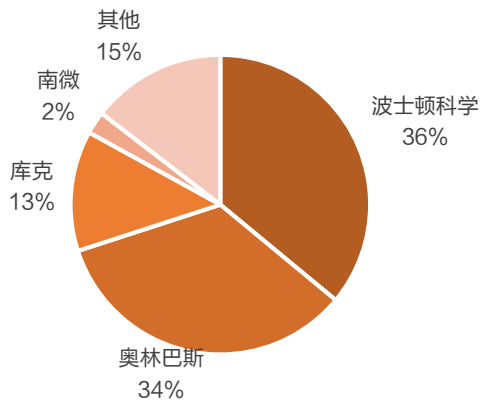
表 1：中国内镜耗材主要产品详情

类别	耗材	检查量 (万例)	治疗量 (万例)	耗材使用量 (个)	单价 (元)	当前规模 (亿元)	南微市占率	未来空间 (亿元)	乐观 3 年 CAGR	中性 4 年 CAGR	保守 5 年 CAGR
止血闭合	止血夹	7541	2262	1	65	15	15%	44	44%	32%	25%
	圈套器	7541	754	1	59	4		13	44%	32%	25%
EMR/ESD	注射针	7541	754	1	59	4	1.8%	13	44%	32%	25%
	切开刀	7541	151	1	445	7		20	44%	32%	25%
ERCP	相关耗材	53	53	1	2999	16	2.4%	95	82%	57%	43%
<b>国内市场规模</b>						<b>46</b>	<b>6.3%</b>	<b>187</b>	<b>59%</b>	<b>42%</b>	<b>32%</b>

资料来源：招股说明书，天风证券研究所（备注：1、南微市占率数据是剔除海外的产品收入；2、市场空间考虑诊疗量对标海外的数据）

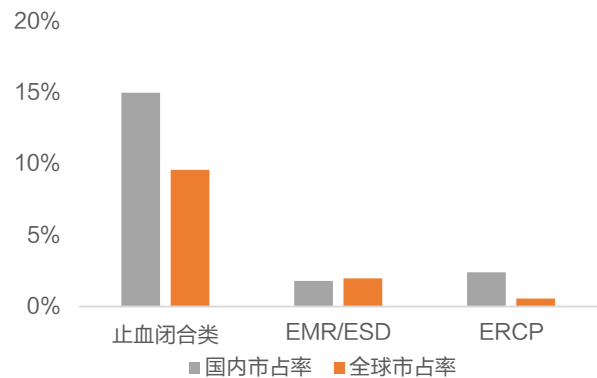
**南微全球市占率 2.44%，海外收入超过 4 成，产品具有全球竞争力。**根据 Frost & Sullivan 出具的调查报告中显示，在全球内镜诊疗器械市场，波士顿科学的市场占有率为 36%、奥林巴斯为 34%，库克为 13%，其余企业为 17%，预计在国内市场仍然以进口品牌为主。根据波士顿科学数据，2018 年全球市场规模约为 52.5 亿美元，南微医学内镜诊疗器械产品收入为 1.28 亿美元（汇率：按照 2018 年美元兑人民币平均汇率 6.62），公司在全球内镜诊疗市场占比约 2.44%。

图 3：全球内镜诊疗器械市场占有率情况



资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

图 4：南微主要产品国内和全球市占率情况



资料来源：中国消化疾病周 (DDW2018)，招股说明书，天风证券研究所

**此外公司还布局肿瘤消融及 EOCT 领域。**公司子公司康友医疗负责生产肿瘤消融设备及耗材，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，销售渠道覆盖了全国 525 家医院。根据招股说明书测算，2018 年中国肿瘤消融市场空间约为 8.4 亿人民币，预计 2020 年将达到 11.2 亿元，复合增速为 20%。**公司肿瘤消融产品整体技术水平居行业前列，国内市占率为 23%。**

内窥镜光学相干断层成像系统 (EOCT 系统) 主要为内镜下 ESD 治疗提供高级别的影像，根据 2019 年 1 月癌症统计数据显示，食管癌发病率为 6.26%，对应 24.6 万例新发病例，占各大癌种发病率的第 6 位，筛查需求庞大。公司的内窥镜光学相干断层成像系统 (EOCT 系统) 已获得美国 FDA 批准，并进入 NMPA 的绿色审批通道当中。**目前国内没有类似的 EOCT 产品，海外仅有 1 家竞争对手。**

## 2. 公司增长逻辑：享受行业红利，中长期具备增长潜力

内镜下诊疗市场空间广阔，全球 50 亿美金，增速 5%，国内 46 亿人民币，增速保持 30-40%，行业增长来源渗透率的提升和治疗术式的提升，这一品类属于创新医疗器械，改变了传统外科手术的诊疗模式，实现内镜下微创治疗，未来发展方向明朗。

从全球的格局来看，内镜下诊疗耗材市场集中度高（全球竞争格局：波士顿科学 36%、奥林巴斯 34%，库克 13%），国内目前依然是以进口为主，但是在工程师红利下，我们认为国产品牌市占率会稳步提升，获得比行业更高的增速增长。南微当前国内市占率 6.3%（止血夹高一些，EMR/ESD 和 ERCP 还比较低），处于国内第一梯队，未来还有很大的市占率提升空间，对标波科，市占率目标可达 35%以上。

### 公司增长逻辑：

**短期：**止血夹产品继续保持高速增长，止血夹产品广泛应用于内镜下治疗，单价不高，能够满足临床诊疗需求，减少并发症，同时南微的止血夹具有明显的性价比优势，目前在国内外广泛销售，2018 年收入占比超过 4 成，对公司整体业绩增速拉动作用明显。

**中期：**随着内镜检查量的提升，内镜下治疗需求也在提升，同时微创治疗符合整体诊疗的发展方向，未来例如 EMR/ESD、ERCP、NOTES 等沿着人体自然孔道开发出来的治疗模式将进一步丰富，带动相关耗材需求逐步提升。这是一个非常碎片化的市场，所需耗材种类多且复杂，相对于进口品牌，国产品牌更加贴近临床，并且具备工程师红利，持续开发高性价比产品。南微对于其他国内厂家，具有规模、成本、研发、渠道等优势，持续构建公司壁垒，强者恒强。

**长期：**全球的市场是一个广阔的市场，市场规模达到 50 亿美金，并且保持 5%的增速稳健增长，南微全球市占率 2.44%，海外收入超过 4 成，产品具有全球竞争力。以软组织夹为例，高性能版软组织夹在海外销量持续提升，迅速切入市场，未来可期待其他产品导入海外。

### 核心竞争力：

**产品更新迭代快，紧密贴近临床需求。**南微的产品基本是伴随着进口品牌同步起家，产品上贴合临床的需求，由于内镜下耗材操作主要是医生，因此对于产品易用性、便捷度等方面更加关注，南微在创立初期就聚焦于解决临床使用问题，并且成立了专门的转化医学部门，通过跟踪临床科室的新设想、新需求，将医生的临床需求转化为产品，保持产品和临床结合的紧密程度，深受医生青睐。从目前来看以往的重要产品，南微的产品均早于国内竞争对手拿证，体现出公司在产品规范化上的前瞻性。（具体批件对比列表见附录一）

## 3. 产品丰富，贴近临床，三级医院销售占比高

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。运用内镜诊疗技术，医生可在内镜影像（直视、超声影像、EOCT 影像等）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。在检查及治疗过程中使用到的耗材即为内镜下诊疗耗材，内镜下诊疗耗材品类多，既有多种术式公用的耗材，比如止血夹等，也有特定术式的专用耗材，满足临床所需。

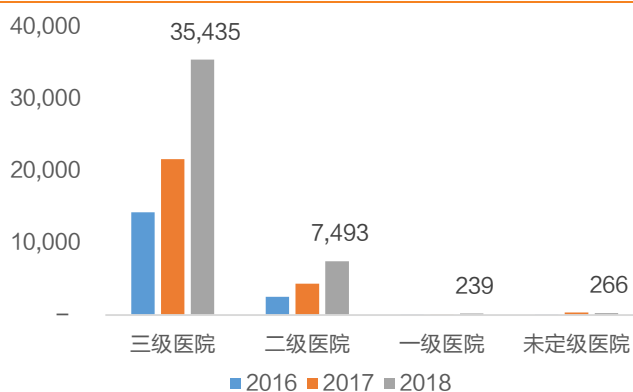
图 5：内镜诊疗常见术式

项目	常见术式	项目	常见术式
胃肠镜检查术	黏膜染色、活检、细胞刷检	静脉曲张套扎术	静脉曲张套扎术
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	内镜黏膜下剥离术 (ESD)	黏膜下注射、黏膜下剥离、金属夹创面缝合、尼龙圈+夹子荷包缝合
扩张术	球囊扩张	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
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	超声内镜 (EUS)	超声穿刺活检术、超声穿刺抽吸术、胰胆管引流术、胃-空肠吻合术
消化道出血治疗	硬化剂注射止血、血管夹夹闭止血	经人体自然腔道内镜下手术 (NOTES)	经胃腔胆囊切除术

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

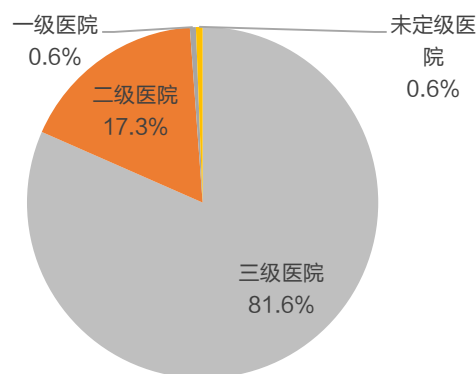
公司的内镜诊疗产品覆盖全国 2900 多家医院，其中三甲医院超过 780 家，三甲医院覆盖率达到 55%以上。由于三级医院医疗技术较为先进，可开展的术式较多，接受诊疗的人数也较多，因此三级医院是公司销售收入的主要来源，2018 年公司在三级医院的销售收入达到 3.54 亿元，占比达 81.6%。从客户数量上来看，二、三级医院的客户数量占比超过 90%。

图 6：2016-2018 公司在各级医院销售收入 (万元)



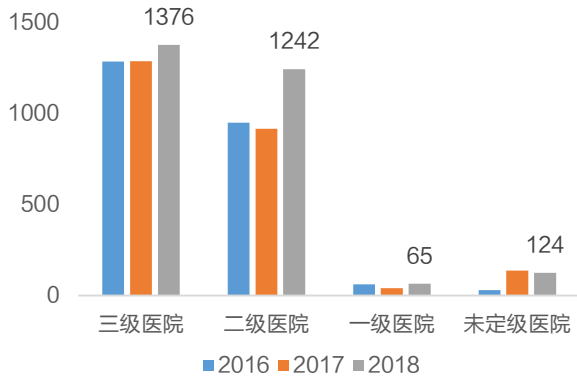
资料来源：问询函回复，天风证券研究所

图 7：2018 年公司在各级医院销售收入占比



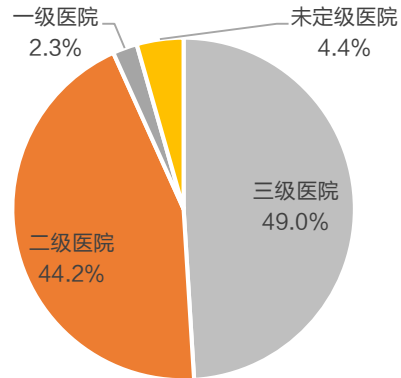
资料来源：问询函回复，天风证券研究所

图 8：2016-2018 年各级医院客户数量



资料来源：问询函回复，天风证券研究所

图 9：2018 年各级医院客户数量占比



资料来源：问询函回复，天风证券研究所

### 3.1. 软组织夹：使用量大，贴近临床需求

公司自主研发的可旋转重复开闭软组织夹产品 (SureClip)，拥有精确旋转控制技术、凸轮滑槽闭合等五项国内外授权发明专利，具有精确旋转、无限次开闭、残留段最短的优势，实现了世界首创的可通过十二指肠侧视内镜并用于止血和创面闭合，该产品被广泛应用于息肉切除 (EMR)、粘膜下剥离 (ESD) 及经内镜下食道肌层切开 (POEM) 后的创面闭合。

表 2：竞争对手软组织夹技术参数对比

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

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司软组织夹分为标准版和高性能版，相比于标准版，高性能版外管有涂层、旋转性能更佳、规格型号范围更大，可以满足各类型临床需求，同时具备性价比优势，因此在对进口品牌形成替代。

表 3：标准版和高性能版软组织夹参数对比

产品类型	外管	旋转性能	规格型号		
标准款软组织夹	裸管无涂层	左右旋转	S (C) 开口 10mm	M (D) 开口 12mm	无
高性能款软组织夹	有涂层	左右精准旋转，在头部弯曲的情况下仍可左右精确旋转	S (C) 开口 10mm	M (D) 开口 12mm	XL (F) 开口 16mm

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

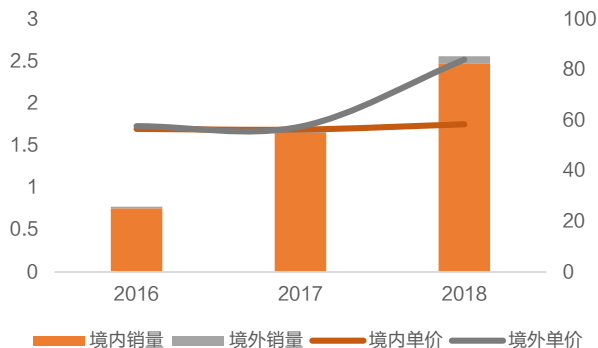
2016-2018 年标准版软组织夹实现收入分别为 0.44、0.97、1.51 亿元，CAGR 为 86%，2017-2018 年高性能版实现收入分别为 1.04、2.16 亿元，增速为 108%。

2018 年软组织夹销量 383 万个，其中标准版 256 万个、高性能版 127 万个。标准版以境



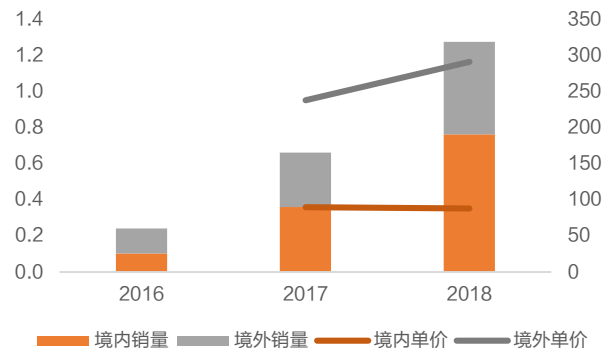
内销售为主，2018 年境内销售单价略有提升主要系公司 2018 年境内销售取消了 2017 年的返利销售政策，占比较高的境内销售的平均单价增加 2.07 元/件所致。高性能版境内外均有一定量的销售，海外以欧美市场为主，直销模式，2018 年公司收购 MTE 后，MTE 由经销商变为公司全资子公司，欧洲市场整体价格进一步提升。

图 10: 标准版境内外销量 (百万个) 及单价 (右轴, 元/个)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 11: 高性能版境内外销量 (百万个) 及单价 (右轴, 元/个)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

此外，公司在镜下耗材领域布局广泛，独具特色，增长稳定，包括活检类、扩张类、微波消融针、ERCP 类、EMR/ESD 类等。

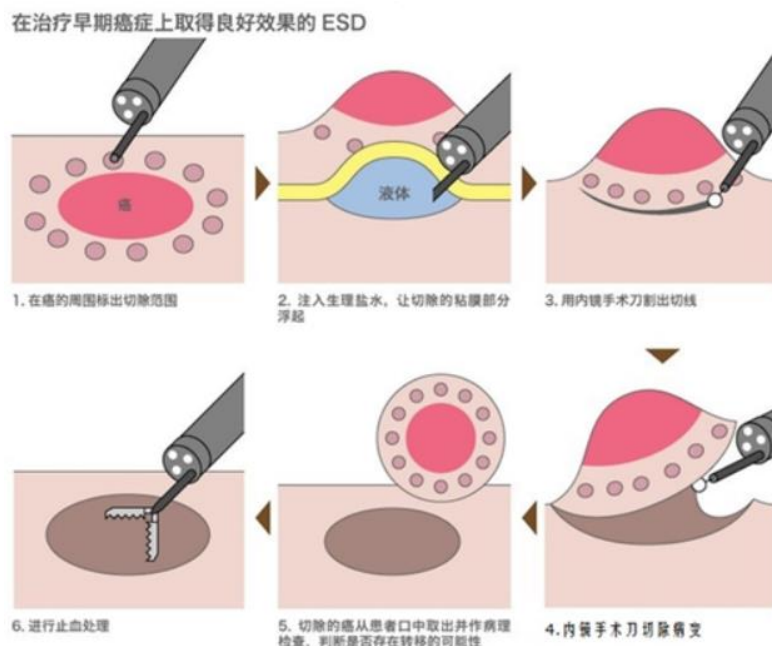
活检类：国内消化内镜检查例次逐年增加，国内活检钳的应用需求稳步增长，公司活检钳性价比高，2016-2018 年活检类收入分别为 1.17 亿元、1.57 亿元、1.80 亿元。

扩张类：公司扩张类产品收入的增长主要源于支架及置入器销量和单价的增加和扩张球囊销量的增加，2016-2018 年扩张类收入分别为 0.79 亿元、0.98 亿元、1.21 亿元。

### 3.2. EMR/ESD：术式提升，黄金刀产品值得期待

内镜粘膜下剥离术 (Endoscopic Submucosal Dissection, ESD) 主要应用于治疗癌前病变和早癌患者，是在内镜下粘膜切除术 (Endoscopic Mucosal Resection, EMR) 基础上发展而来。手术方法是在内镜粘膜下注射基础上，利用特殊的高频电刀，将病变组织所在粘膜剥离，从而达到根治消化道肿瘤的效果。

图 12: ESD 手术过程图例



资料来源: 天津市第三中心医院官网, 天风证券研究所

**黄金刀优势明显，性价比高。**手术中使用的高频电刀是关键手术器械，公司生产的一次性使用高频电刀（简称黄金刀）具有刀头覆盖黄金涂层，能够有效防止粘连，同时具备良好的柔韧性和顺应性，吸收性能好，陶瓷绝缘末端，方便手术操作的特点。

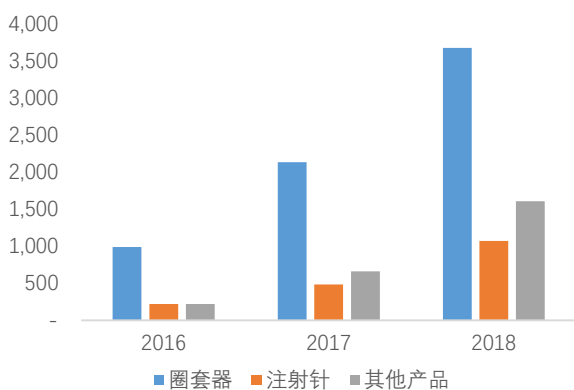
表 4：南微与竞争对手高频电刀/一次性使用高频电刀参数对比

产品所有者	南微医学	奥林巴斯	爱尔博	宾得
型号（直径*长度） (mm)	2.7*1650/1950/2350	2.7*1650/1950/2350	2.3*1900	(2.5/2.6/2.7)*(1800/2200)
参数	电极细且具有低阻抗涂层，切割性能好、鞘管纤细顺应性高；防导线缠绕手柄	具有电切和注液冲洗功能；球头结构可勾拉组织，提高切割灵活性	电刀、水刀一体式设计，不需进行器械交换	单侧切割电极，具有切割方向性，可旋转

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

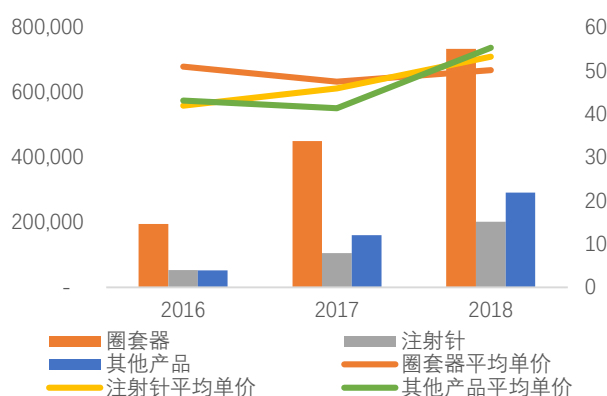
**目前仍以低值耗材为主，未来高值的黄金刀收入比例有望提升。**公司的 EMR/ESD 类产品多年来一直保持着高速增长，2016-2018 年 EMR/ESD 类产品收入分别为 0.14 亿元、0.33 亿元、0.64 亿元，三年复合增速达到 66%，处于高增长期。其中，圈套器占 EMR/ESD 类产品收入的主要部分。2018 年圈套器销量为 73.32 万个，平均单价 50.13 元/件；注射针销量为 20.15 万个，平均单价 53.19 元/件。

图 13：EMR/ESD 类产品细分收入（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

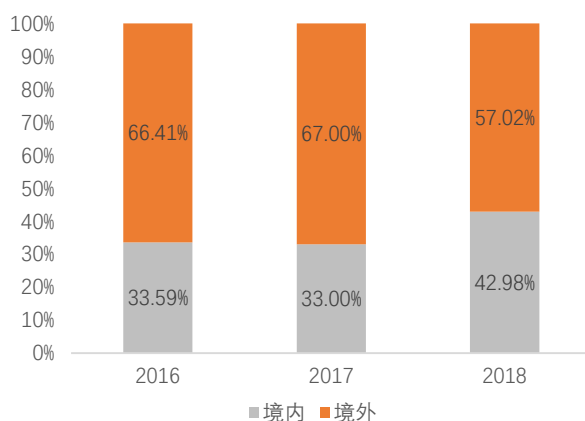
图 14：EMR/ESD 类产品销量（个）及单价（元，右轴）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

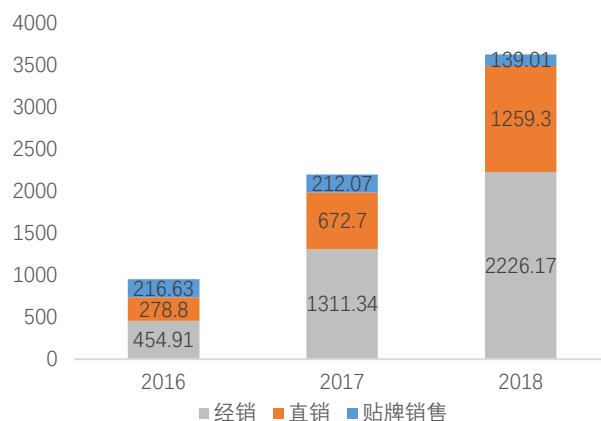
**海外的收入占比高于国内，产品具有全球竞争力。**EMR/ESD 类产品主要销售收入来自海外国家及地区，2018 年境内的销售比例有所提升，占 EMR/ESD 类产品总收入的 42.98%。从销售模式来看，EMR/ESD 类产品在海外以经销为主，此模式下销售收入占 EMR/ESD 类产品总收入的 61.42%。

图 15：EMR/ESD 类产品收入占比按销售区域分类



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 16：EMR/ESD 类产品收入（万元）按销售模式分类

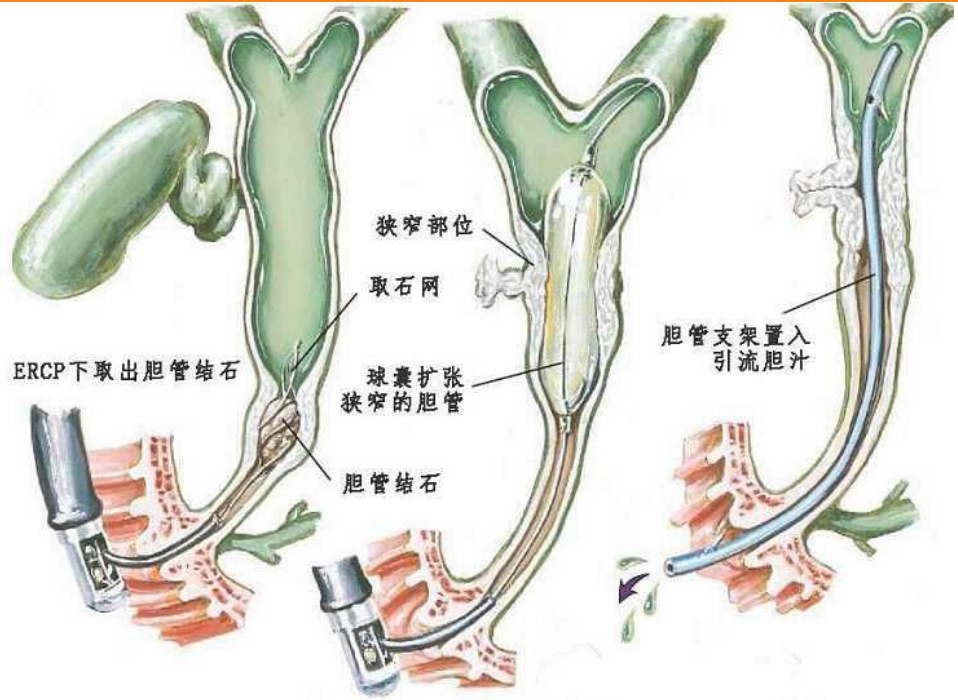


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.3. ERCP：市场空间大，南微产品逐步丰富

经内镜逆行性胰胆管造影术(ERCP)是指将十二指肠镜插至十二指肠降部，找到十二指肠乳头，由活检管道内插入造影导管至乳头开口部，注入造影剂后 x 线摄片，以显示胰胆管的技术。主要应用于胆总管结石、良恶性胆道狭窄、Oddi 氏括约肌功能障碍、慢性胰腺炎、胰痿、胰腺囊肿等疾病。因其不用开刀、创伤小、手术时间短、并发症较外科手术少等特点，已成为当今胰胆疾病重要的治疗手段。

图 17：ERCP 取胆管石示意图



资料来源：健康无忧网，天风证券研究所

公司产品逐步丰富。公司的 ERCP 类产品主要包括斑马导丝、鼻胆引流导管、一次性使用取石网篮、一次性使用取石球囊、一次性乳头括约肌切开刀等等。公司取石球囊采取三腔导管设计，适用于不同的临床需求，一次性乳头括约肌切开刀和斑马导丝配合使用，方便操作。

表 5：南微与竞争对手 ERCP 产品参数对比

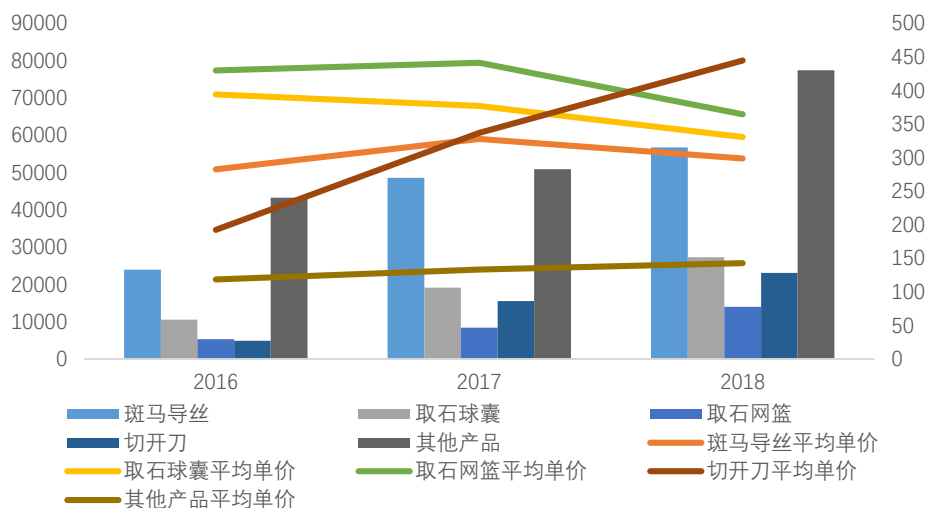
产品所有者	南微医学	波士顿科学	库克	奥林巴斯	
导丝锁	型号	2 款适配 3 种内镜	2 款适配 3 种内镜	2 款适配 3 种内镜	无此产品
	参数	一体式结构	一体式结构	分体式结构	无此产品
	型号	7Fr-10Fr	8Fr-14Fr	5Fr-10Fr	5Fr-7Fr
鼻胆管	参数	猪尾形多侧孔设计，柔韧性和抗折性好，多种形状可选	猪尾形，变硬度的管材，多侧孔设计，柔韧性和抗折性好，多种形状可选	圣诞树形状，引流效果好，柔韧性和抗折性好，多种形状可选	猪尾形多侧孔设计，优良的柔韧性和抗折性，多种形状可选
	导丝	直径 (0.018inch-0.038inch) * 长度 4500mm	直径 (0.025inch, 0.035inch, 0.038inch) * 长度 (2600/4500mm)	直径 (0.021/0.025/0.035inch) * 长度 (2600/4800/6000)	直径 (0.025/0.035inch) * 长度 (2700/4500mm)
导丝	参数	镍钛合金内芯、主体热缩 PTFE 斑马花纹管、头部具有超滑亲水涂层、头端具有 X 光下增强显影效果			
	型号	切丝长度 5mm-30mm	切丝长度 20mm-30mm	切丝长度 25mm	切丝长度 5mm-30mm
切开刀	参数	刀头方向可调整，适配长导丝	刀头方向不可调整，可采用短导丝快速交换结构	刀头方向不可调整，可采用短导丝实现快速交换结构	刀头方向不可调整，适配长导丝

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司 ERCP 类产品正处于起步阶段，2016-2018 年营业收入分别为 0.19 亿元、0.39 亿元、0.52 亿元，近三年收入复合增长率 39.88%，随着产品的不断推广将进入平稳且高速增长期，未来可成为公司业绩增长来源之一。

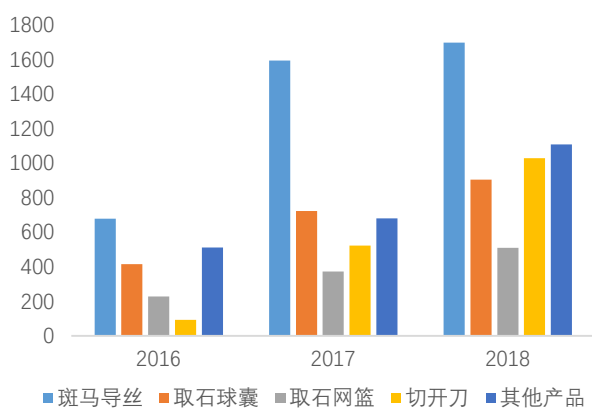
其中，斑马导丝占 ERCP 类产品收入的主要部分。2018 年斑马导丝销量为 5.68 万个，平均单价 298.73 元/个；取石球囊销量为 2.99 万个，平均单价 331.02 元/个；取石网篮销量为 1.40 万个，平均单价 364.51 元/个；切开刀销量 2.31 万件，平均单价 444.84 元/件。ERCP 类产品主要销售收入来自境内，国内的销售模式以经销为主，2018 年境内销售收入占 ERCP 类产品总收入的 71.63%。

图 18：ERCP 类细分产品销量（个）及单价（元/件）（右轴）



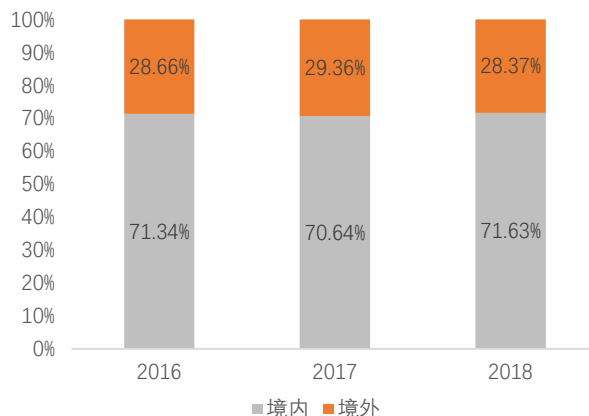
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 19：ERCP 类产品细分收入（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 20：ERCP 类产品收入占比按销售区域分类



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

### 3.4. EOCT：创新产品，与原有渠道协同

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。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，是全球第二家获得美国 FDA 批准的产品，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，未来有望成为公司重要的增长点。

表 6：南微 EOCT 产品与竞争对手横向参数对比

项目	南微医学 EOCT	NinepointNvisionVLE
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

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 4. 南微医学——微创医疗器械领航人

南京微创医学科技股份有限公司（以下称“南微医学”或“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，拥有三大业务线，主营产品覆盖内镜下微创诊疗器械、肿瘤消融设备等，由国内市场为主到国际化市场同步发展，已成为微创诊疗领域内具有较高科研创新实力，业绩高速增长的行业龙头公司。

### 4.1. 发展迅速，定位清晰

公司前身南微有限成立于 2000 年 5 月 10 日，于 2015 年 7 月 27 日整体变更为股份有限公司。公司成立近 20 年来，不断提高科研创新实力，获得权威认可，依据具有竞争优势的核心产品，从国内国际市场双管齐下，驱动公司发展。

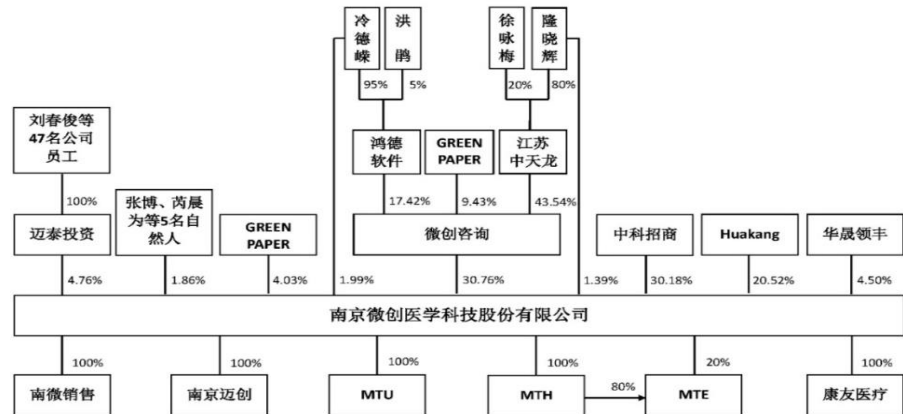
表 7：公司发展历程

时间	发展历程
2000	南微医学成立，由创业者团队和中国香港天使投资者等共同设立
2003	非血管支架系列产品获得 CE 证书 一次性活检钳研发成功并获得产品注册证和 CE 证书
2005	成为欧美知名医疗器械企业的 OEM/ODM 供应商，出口美国
2007	成立欧洲合资公司 (MTE)，在销售自有产品 创立美国子公司 (MTU)，销售自有品牌产品
2015	收购国内微波消融行业领先企业康友医疗 51% 的股权 由有限责任公司整体变更为股份公司 “和谐夹”在中国和欧洲上市，基本形成内镜下微创诊疗器械产品线
2016	光相干断层扫描成像系统 (EOCT) 批准上市
2018	收购德方股权，MTE 成为全资子公司
2019	在科创板上市

资料来源：公司官网，天风证券研究所

南微医学无控股股东及实际控制人，其中主要的前三大股东分别为微创咨询、中科招商、Huakang，在公司上市前，分别持有公司 30.76%、30.18%、20.52% 的股份。南微医学有 6 家全资子公司，其中 MTU 和 MTH 主要负责海外市场的自有产品销售。

图 21：公司上市前股权结构

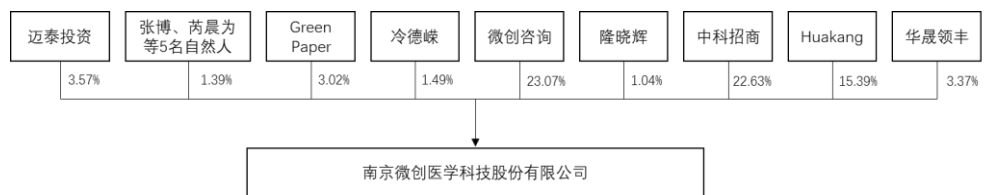


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司上市后，社会公众股持股比例为 25%，微创咨询、中科招商、Huakang 持股比例分别下降至 23.07%、22.63%、15.39%，其他股东持股比例均有不同程度下降。

迈泰投资是南微医学员工持股平台，由刘春俊等 47 名合伙人，共同发起成立。这 47 名合伙人均在南微医学研发、生产、销售、财务等相关部门中担任重要职位。

图 22：公司上市后股权结构

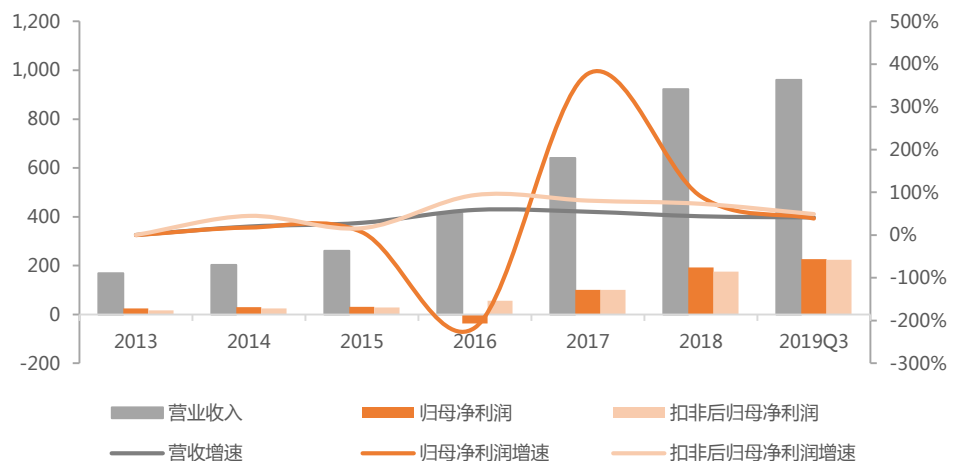


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 4.2. 营收逐年递增，海内外营销齐头并进

近年来公司整体营收呈上升趋势，2016-2018 年，公司实现营业收入分别为 4.14 亿元、6.41 亿元、9.22 亿元，销售收入年均复合增长率达 49.19%。2019 年前三季度，公司实现营业收入 9.61 亿元，同比增长 41.19%；归母净利润 2.27 亿元，同比增长 38.90%；扣非后归母净利润达 2.24 亿元，同比增长 49.03%，表明公司受非经常性损益影响较小。

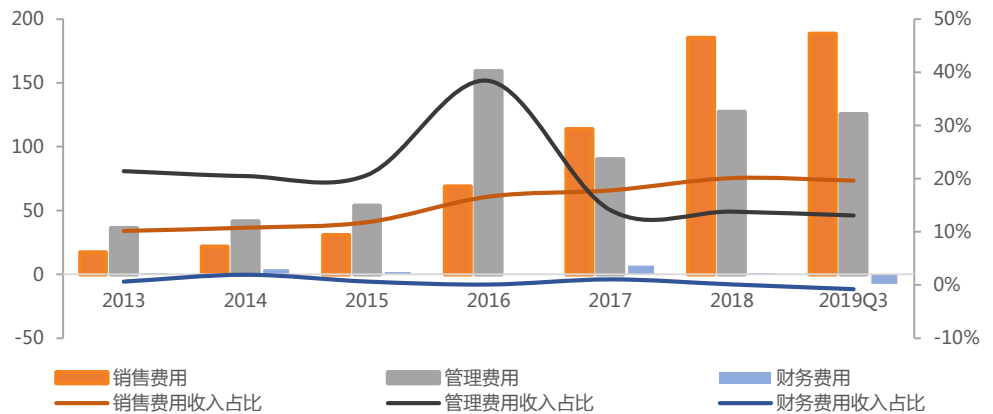
图 23：营业收入、归母净利润、扣非后净利润（百万元）及增速（右轴）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司的销售、管理、财务费用占营收比例多年来一直维持在稳定水平，2016 年管理费用率大幅提升主要是员工股权激励费用 9570 万一次性计入 2016 年管理费用所致。2019 年前三季度的销售费用、管理费用、财务费用分别为 1.88 亿元，1.26 亿元，-755.39 万元，分别占营收比例为 19.62%，9.44%，1.42%。

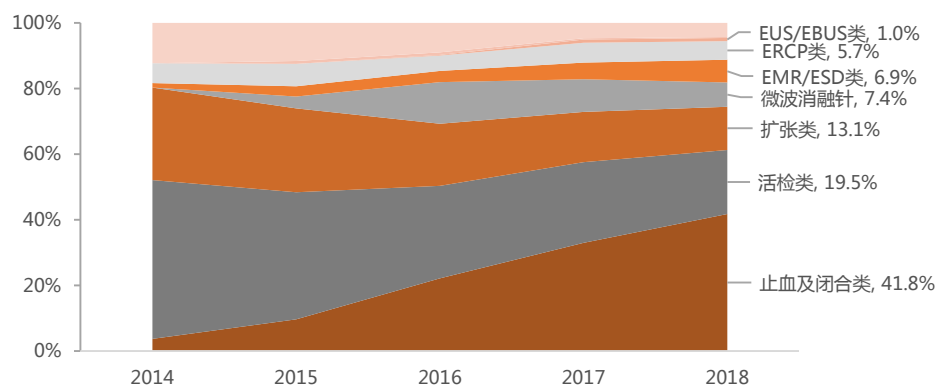
图 24：2013-2019Q3 销售、管理和财务费用（百万元）及各营收占比（右轴）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司主要产品包括内镜下微创诊疗器械、肿瘤消融设备两大主营产品系列，公司的内镜下微创诊疗器械产品应用于消化道和呼吸道疾病的临床诊断及治疗，包含六大子系列产品，为内镜诊疗提供了系统解决方案；肿瘤消融产品设备主要用于对肿瘤进行精准微波消融，在肝癌治疗领域已成为主流的医疗方法之一；EOCT 主要与内镜配合使用，可用于早期癌症筛查和手术规划。

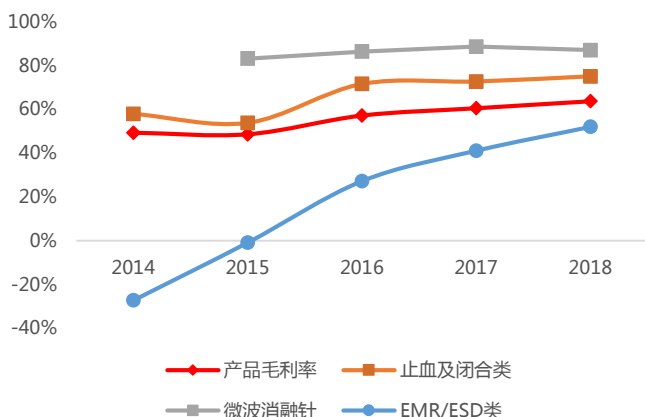
图 25：2014-2018 年营业收入按产品类别拆分



资料来源：Wind，天风证券研究所

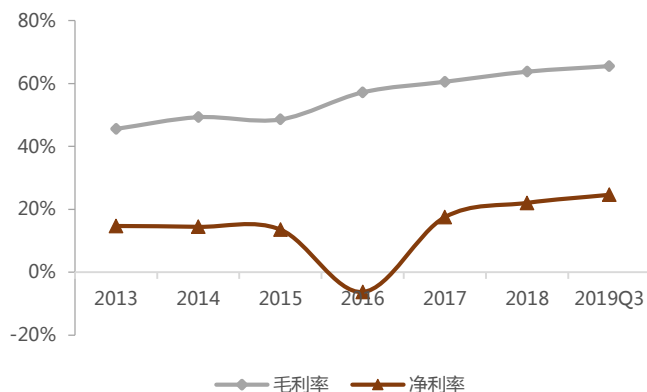
公司毛利率稳定保持较高水平，2013-2018 年稳步提升至 63.77%，主要是核心产品止血及闭合类产品毛利率提升，2018 年毛利率为 75%，此外收入占比逐步扩大的 EMR/ESD 类毛利率快速提升，规模效应凸显，微波消融针毛利率较高，达到 87%，收入占比的提升拉动整体毛利率的提升。2016 年公司净利率降至负数，主要是由于当年公司支付员工股权激励费用，管理费用大幅增加所致。

图 26：2014-2018 主要产品毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

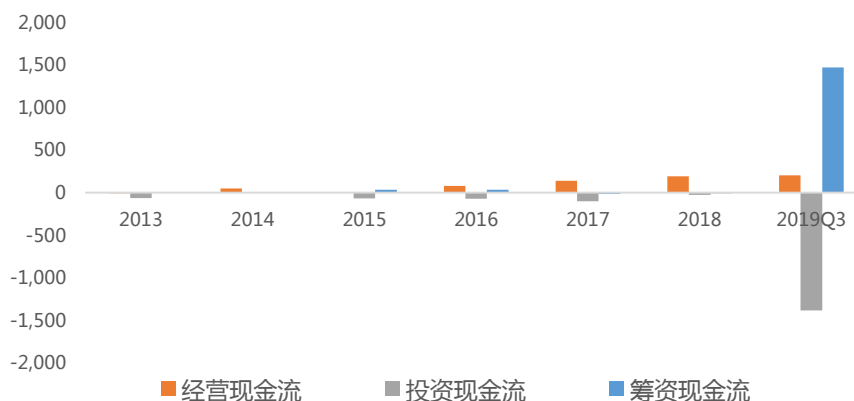
图 27：2013-2019Q3 毛利率及净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

自 2016 年以来，公司经营性现金流净额持续向好，公司营收稳步增长，应收账款回款良好，公司销售商品、提供劳务收到的现金逐年稳步增长。近年来投资现金流净额均为负数主要系公司收购康友医疗控股权、收购 MTE 和生产基地的扩建使得投资活动产生的现金流出金额较大所致。

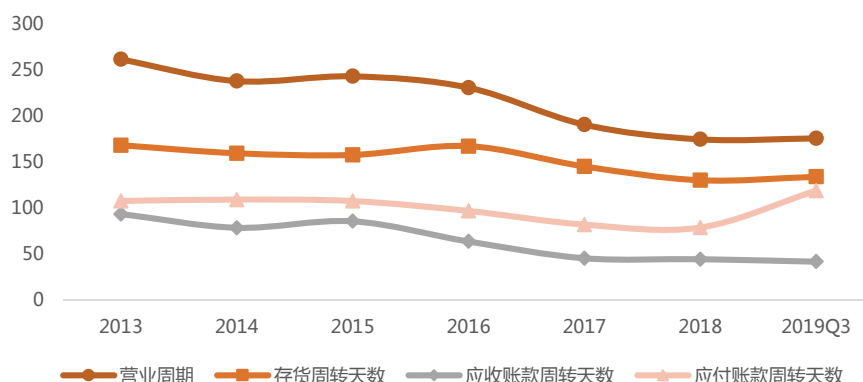
图 28：2013-2019Q3 现金流净额情况（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司应收账款周转周期从 2013 年的 93 天降低到 2018 年的 44 天，公司资金链流通速度变快。在存货周转天数方面，公司 2018 年较之前几年有所下降，存货变现速度加快，存货管理效率提高。2019 年前三季度，公司应付账款周转天数有所上升，主要是由于子公司新购厂房款项尚未支付及材料采购款增加所致。

图 29：2013-2019Q3 公司营业周期（天）

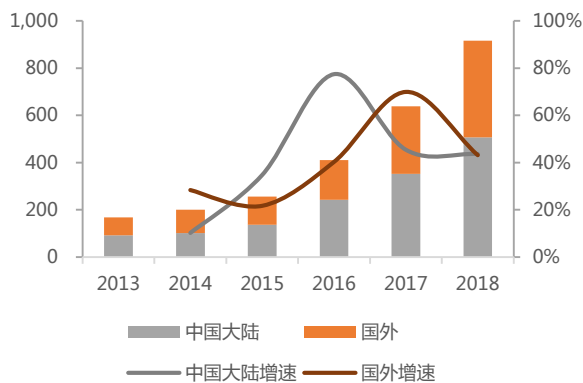


资料来源：Wind，天风证券研究所



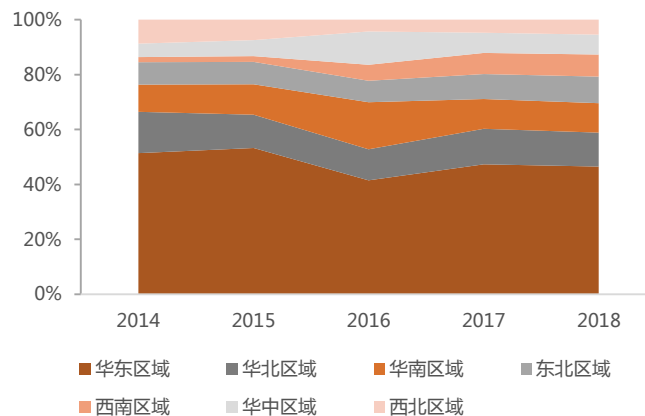
国内外销售近年来稳步增长。国内市场华东片区是公司主要的市场，其他区域市场近年来占比稳步提升；国外市场方面，公司在美国和德国设有子公司，海外地区收入占比从 2016 年的 41.0% 增长到 2018 年的 44.7%，多项产品通过美国 FDA 批准和欧盟 CE 认证，产品出口至 70 多个国家和地区包括美国、德国、加拿大、日本等。

图 30：2013-2018 国内外市场收入拆分（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

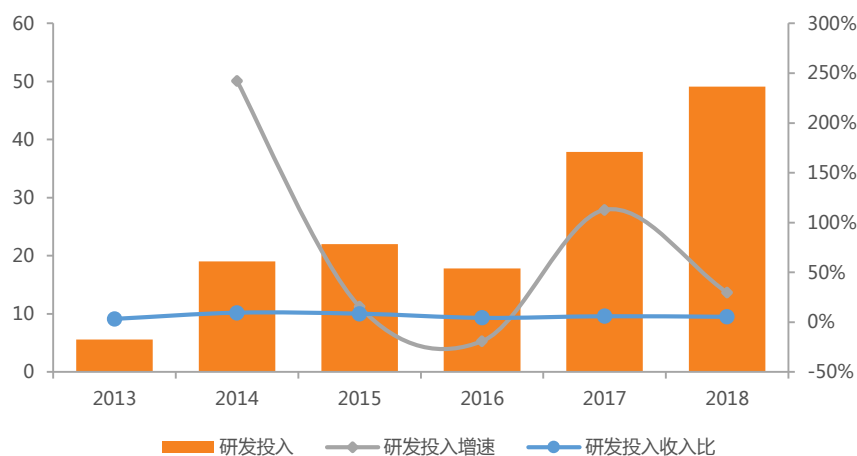
图 31：2013-2018 大陆地区按地区收入拆分



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司研发投入比例连续三年分别为 2016 年 4.3%，2017 年 5.91%，2018 年 5.33%，公司持续投入研发，2018 年，公司共研发成功 16 个新产品，在中国、欧盟、美国、加拿大共取得 18 张注册证及市场准入批准。公司以“销售一代、储备一代、研发一代”为研发方针，形成了依靠自有资金滚动投入的研发模式。

图 32：2013-2018 研发投入、占比及增速（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

南微医学作为微创诊疗领域龙头公司，以内镜下微创诊疗器械和肿瘤消融设备为两大主营产品系列，随着癌症早检早筛事业以及国内内镜诊疗市场的逐步发展，结合行业增速和公司 2019 年年度业绩快报，我们预计 2019-2021 年收入增速为 42%/34%/31%，归母净利润为 3.03/4.11/5.50 亿元，同比增速为 57%/36%/34%，对应 EPS 为 2.27/3.08/4.13 元。

- (1) EMR/ESD 类、止血闭合类、ERCP 类产品业绩增长显著,微波消融类、活检类、扩张类产品保持稳定增长的良好态势；
- (2) 随着销售规模扩大，净利率仍有提升空间。

表 8：盈利预测（百万元）

整体业绩	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	203	261	414	641	922	1,307	1,751	2,290
营收增速	19.8%	28.6%	58.9%	54.6%	43.9%	41.8%	33.9%	30.8%
毛利率	49.3%	48.6%	57.2%	60.6%	63.8%	65.8%	66.3%	66.7%
净利率	14.4%	13.6%	-6.3%	17.5%	22.1%	23.2%	23.5%	24.0%
归母净利润	29	31	-36	101	193	303	411	550
归母净利润增速	17.7%	6.9%	-216.4%	377.6%	90.4%	57.4%	35.6%	33.6%

产品拆分数据								
	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
汇总	203	261	414	641	922	1,307	1,751	2,290
增速		28.6%	58.9%	54.6%	43.9%	41.8%	33.9%	30.8%
止血及闭合类	8	25	92	212	386	636	891	1,202
增速		230.7%	264.2%	130.8%	82.2%	65%	40%	35%
毛利率	58%	54%	72%	73%	75%	75%	75%	75%
活检类	98	101	117	157	180	216	253	290
增速		3.0%	15.9%	34.3%	14.5%	20%	17%	15%
毛利率	45%	39%	41%	42%	44%	44%	44%	44%
扩张类	57	67	79	98	121	145	170	195
增速		16.6%	17.7%	24.7%	23.5%	20%	17%	15%
毛利率	63%	62%	59%	61%	63%	63%	63%	63%
微波消融针		9	52	64	69	85	102	123
增速			463.6%	22.1%	7.5%	24%	20%	20%
毛利率		83%	86%	89%	87%	87%	87%	87%
EMR/ESD 类	3	8	14	33	64	127	191	267
增速		219.9%	71.4%	129.1%	93.9%	100%	50%	40%
毛利率	-27%	-1%	27%	41%	52%	53%	54%	55%
ERCP 类	12	18	19	39	53	81	122	183
增速		42.0%	9.7%	101.6%	34.8%	55%	50%	50%
毛利率	56%	57%	53%	52%	52%	53%	54%	55%
EUS/EBUS 类			1	6	9	13	19	25
增速				512.6%	54.5%	50%	40%	30%
毛利率			71%	76%	69%	69%	69%	69%
肿瘤消融设备		2	3	2	2	3	4	5
增速			30.0%	-18.2%	-8.5%	30%	30%	30%
毛利率		92%	84%	78%	74%	74%	74%	74%

资料来源：Wind，天风证券研究所

由于目前科创板市场上无可与南微医学直接对比的上市公司，故选取医疗器械行业内耗材类的公司佰仁医疗（688198.SH）、赛诺医疗（688108.SH）、心脉医疗（688016.SH）以及医疗器械行业指数，2020E 平均估值约为 60X，南微医学属于微创诊疗领域龙头公司，行业景气度高，2020 年给予 65X PE，对应目标价 200.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	2020 PE	2021 PE	2020 EPS	2021 EPS
688198.SH	佰仁医疗	41.93	68.2	58.3	0.61	0.72
688108.SH	赛诺医疗	16.55	66.2	48.7	0.25	0.34
688016.SH	心脉医疗	151.47	60.2	44.9	2.51	3.37
801153.SI	医疗器械 II (申万)		46.1	36.9	1.36	1.70
			60.2	47.2		

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 6. 风险提示

1. 市场竞争风险：公司在研发能力、人才储备、产品线完整度及运营管理等方仍与全球内镜诊疗器械行业龙头公司，如波士顿科学、库克、奥林巴斯等，存在一定差距局，难以与其全面竞争。若未来公司出现技术升级及业务模式创新不及时，新产品未能满足市场需求等问题，将在市场竞争中面临弱势风险。
2. 经销模式风险：公司营销模式因地制宜，若未来出现经销商管理失当，可能导致公司在相关销售区域内业绩下滑的风险。且国内“两票制”政策推行，若公司不能依据政策及时调整营销策略，可能会对公司业绩造成不利影响。
3. 境外经营风险：公司境外销售收入占总收入四成左右，随着全球贸易摩擦升级，可能对公司未来海外销售业绩造成不良影响，且公司生产原材料部分从国外进口，受贸易战影响，关税税率提升将导致公司成本上升，将对公司生产经营带来不利影响。

## 附录一：南微产品获批时间和竞争对手的比较










表 10：CFDA 获批情况对比

产品名称	所属公司	获批时间
<b>软组织夹</b>		
一次性使用消化道软组织夹	南微医学科技股份有限公司	2013/6/19
一次性使用软组织夹(带推送器)	苏州法兰克曼医疗器械有限公司	2016/1/4
一次性使用消化道软组织夹	上海埃尔顿医疗器械有限公司	2016/5/30
一次性使用消化道用软组织夹	苏州朗特斯医疗科技有限公司	2017/6/14
可旋转重复开闭软组织夹	北京中科盛康科技有限公司	2018/10/15
一次性使用软组织夹	扬州富达医疗器械有限公司	2019/6/11
可旋转重复开闭软组织夹	南微医学科技股份有限公司	2020/2/18
<b>圈套器</b>		
一次性使用电圈套器	江苏康进医疗器材有限公司	2011/11/24
一次性使用圈套器	南京微创医学科技股份有限公司	2012/8/22
一次性使用圈套器	江苏风和医疗器材股份有限公司	2013/5/29
电圈套器	安瑞医疗器械（杭州）有限公司	2014/3/31
一次性使用圈套器	南通华利康医疗器械有限公司	2014/11/4
电圈套器	杭州安杰思医学科技有限公司	2015/11/20
一次性使用电圈套器	诸暨市鹏天医疗器械有限公司	2016/9/1
一次性使用电圈套器	江苏唯德康医疗科技有限公司	2016/11/30
一次性使用电圈套器	常州乐奥医疗科技股份有限公司	2017/4/26
一次性使用电圈套器	江苏常美医疗器械有限公司	2017/5/16
一次性使用电圈套器	浙江创想医学科技有限公司	2017/5/16
一次性使用电圈套器	杭州富阳精锐医疗科技有限公司	2017/8/30
一次性使用电圈套器	上海威尔逊光电仪器有限公司	2018/4/26
一次性使用可旋转电圈套器	南京微创医学科技股份有限公司	2019/6/11
一次性使用电圈套器	上海埃尔顿医疗器械有限公司	2019/7/5
一次性使用无菌圈套器	南通华尔康医疗科技股份有限公司	2019/8/12
<b>高频切开刀</b>		
一次性使用高频切开刀	南京微创医学科技股份有限公司	2018/6/25
一次性使用高频切开刀	安瑞医疗器械（杭州）有限公司	2019/3/29
一次性使用高频切开刀	上海埃尔顿医疗器械有限公司	2019/7/5

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 附录二：南微主要产品示意图

表 11：公司主要产品介绍

类别	产品	用途	图片
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	供临床刷取细胞样品用	
	靛胭脂粘膜染色剂	用于消化道粘膜染色	
止血闭合类	可旋转重复开闭软组织夹	临床上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	与内窥镜配合使用，利用高频电流切开消化道内组织	
扩张类	扩张球囊	供消化道、气管狭窄扩张或辅助扩张治疗用	

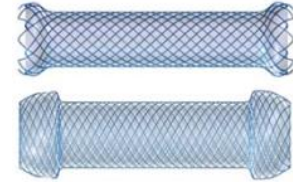
三级扩张球囊 适用于临床内窥镜下对消化道、气道狭窄的扩张。球囊在三种压力下达到三种直径



食道支架 用于食道、贲门和吻合口的扩张治疗及食道癌的堵瘻治疗



肠道支架 /TTS  
肠道支架 用于因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



可携带碘 125  
放射粒子支架 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（碘 125）固定在支架外表面，与支架一同植入到人体病变部位，从而达到既保持管腔通畅又可以对肿瘤进行治疗的目的。

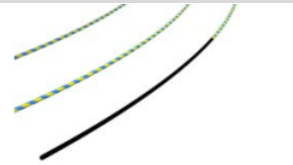


气管支架 用于治疗因恶性病变造成的气管狭窄



ERCP 类

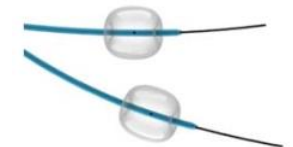
斑马导丝 在内窥镜或 X 射线的监视下，进入人体自然的非血管腔道，引导其他器械



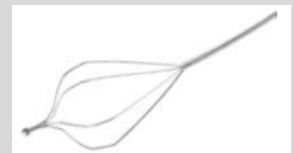
切开刀 适用于胰胆管系统插管及括约肌切开术



取石球囊 用于胆管内取石，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浑浊物



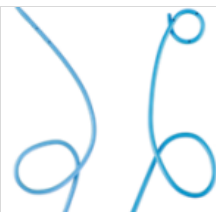
取石网篮 适用于取出胆管内的胆石或上下消化道中的异物



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

与超声内镜配套使用，用于对病变组织（胃肠道粘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



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	173.24	340.56	324.56	882.43	1,092.12
应收票据及应收账款	94.37	133.97	237.57	122.54	348.49
预付账款	4.60	6.17	12.22	8.24	17.47
存货	108.14	132.93	177.19	205.89	304.57
其他	6.35	7.02	24.17	11.44	30.10
<b>流动资产合计</b>	<b>386.69</b>	<b>620.65</b>	<b>775.71</b>	<b>1,230.54</b>	<b>1,792.74</b>
长期股权投资	22.33	21.08	21.08	21.08	21.08
固定资产	128.75	131.69	162.93	207.51	247.10
在建工程	20.54	39.14	59.48	83.69	80.21
无形资产	10.00	15.08	13.29	11.50	9.71
其他	150.01	141.57	157.33	159.88	144.66
<b>非流动资产合计</b>	<b>331.63</b>	<b>348.57</b>	<b>414.11</b>	<b>483.66</b>	<b>502.77</b>
<b>资产总计</b>	<b>718.33</b>	<b>969.22</b>	<b>1,189.82</b>	<b>1,714.20</b>	<b>2,295.51</b>
短期借款	30.00	40.00	40.00	40.00	40.00
应付票据及应付账款	64.68	80.96	99.25	123.78	163.02
其他	77.07	186.07	93.44	171.71	164.83
<b>流动负债合计</b>	<b>171.76</b>	<b>307.03</b>	<b>232.69</b>	<b>335.48</b>	<b>367.85</b>
长期借款	56.05	15.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.33	26.83	23.61	24.92	25.12
<b>非流动负债合计</b>	<b>80.38</b>	<b>41.83</b>	<b>23.61</b>	<b>24.92</b>	<b>25.12</b>
<b>负债合计</b>	<b>252.14</b>	<b>348.85</b>	<b>256.31</b>	<b>360.41</b>	<b>392.98</b>
少数股东权益	30.46	40.66	18.51	27.75	26.25
股本	100.00	100.00	133.34	133.34	133.34
资本公积	265.47	265.47	265.47	265.47	265.47
留存收益	335.65	478.35	781.67	1,192.71	1,742.94
其他	(265.39)	(264.12)	(265.47)	(265.47)	(265.47)
<b>股东权益合计</b>	<b>466.19</b>	<b>620.37</b>	<b>933.51</b>	<b>1,353.80</b>	<b>1,902.53</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>718.33</b>	<b>969.22</b>	<b>1,189.82</b>	<b>1,714.20</b>	<b>2,295.51</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	112.15	203.39	303.31	411.04	550.24
折旧摊销	15.22	19.15	10.21	13.00	15.68
财务费用	6.63	(1.32)	1.29	(0.02)	(1.33)
投资损失	(8.47)	(21.40)	(17.00)	(17.30)	(9.50)
营运资金变动	(18.07)	72.18	(241.86)	200.00	(309.17)
其它	33.02	(79.68)	(23.32)	9.40	(1.53)
<b>经营活动现金流</b>	<b>140.48</b>	<b>192.32</b>	<b>32.63</b>	<b>616.12</b>	<b>244.38</b>
资本支出	41.73	86.07	63.21	78.69	49.80
长期投资	11.47	(1.24)	0.00	0.00	0.00
其他	(153.44)	(111.13)	(106.21)	(141.39)	(90.30)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(100.24)</b>	<b>(26.30)</b>	<b>(43.00)</b>	<b>(62.70)</b>	<b>(40.50)</b>
债权融资	96.05	96.23	58.74	63.33	67.77
股权融资	(6.86)	0.22	30.69	0.02	1.33
其他	(103.08)	(101.17)	(95.07)	(58.90)	(63.29)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(13.88)</b>	<b>(4.72)</b>	<b>(5.63)</b>	<b>4.44</b>	<b>5.81</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>26.35</b>	<b>161.30</b>	<b>(16.00)</b>	<b>557.87</b>	<b>209.69</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>640.67</b>	<b>922.11</b>	<b>1,307.55</b>	<b>1,750.81</b>	<b>2,290.06</b>
营业成本	252.65	334.04	379.19	490.23	629.77
营业税金及附加	8.20	14.63	17.83	24.69	33.28
营业费用	113.87	185.16	337.35	420.19	549.61
管理费用	90.26	127.23	52.30	70.03	91.60
研发费用	37.86	49.12	215.75	280.13	366.41
财务费用	6.86	1.06	1.29	(0.02)	(1.33)
资产减值损失	8.14	7.01	7.01	7.38	7.13
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.47	21.40	17.00	17.30	9.50
其他	(17.38)	(43.23)	(34.00)	(34.60)	(19.00)
<b>营业利润</b>	<b>131.74</b>	<b>225.69</b>	<b>313.84</b>	<b>475.47</b>	<b>623.08</b>
营业外收入	3.08	8.91	8.91	8.91	8.91
营业外支出	3.36	0.52	0.52	0.52	0.52
<b>利润总额</b>	<b>131.45</b>	<b>234.07</b>	<b>322.22</b>	<b>483.86</b>	<b>631.47</b>
所得税	19.30	30.68	42.23	63.42	82.77
<b>净利润</b>	<b>112.15</b>	<b>203.39</b>	<b>279.99</b>	<b>420.44</b>	<b>548.70</b>
少数股东损益	10.97	10.69	(23.32)	9.40	(1.53)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>101.18</b>	<b>192.70</b>	<b>303.31</b>	<b>411.04</b>	<b>550.24</b>
每股收益(元)	0.76	1.45	2.27	3.08	4.13

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	54.64%	43.93%	41.80%	33.90%	30.80%
营业利润	-1016.83%	71.32%	39.06%	51.50%	31.05%
归属于母公司净利润	377.56%	90.45%	57.40%	35.52%	33.86%
<b>获利能力</b>					
毛利率	60.57%	63.77%	71.00%	72.00%	72.50%
净利率	15.79%	20.90%	23.20%	23.48%	24.03%
ROE	23.22%	33.24%	33.15%	31.00%	29.33%
ROIC	40.87%	65.11%	79.21%	66.47%	111.16%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	35.10%	35.99%	21.54%	21.02%	17.12%
净负债率	-16.56%	-39.38%	-28.48%	-60.50%	-53.84%
流动比率	2.25	2.02	3.33	3.67	4.87
速动比率	1.62	1.59	2.57	3.05	4.05
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.94	8.08	7.04	9.72	9.72
存货周转率	6.30	7.65	8.43	9.14	8.97
总资产周转率	1.02	1.09	1.21	1.21	1.14
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.76	1.45	2.27	3.08	4.13
每股经营现金流	1.05	1.44	0.24	4.62	1.83
每股净资产	3.27	4.35	6.86	9.94	14.07
<b>估值比率</b>					
市盈率	214.82	112.80	71.66	52.88	39.50
市净率	49.88	37.49	23.75	16.39	11.58
EV/EBITDA	0.00	0.00	65.91	42.78	32.48
EV/EBIT	0.00	0.00	68.04	43.95	33.30



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com