

買入

2020年12月9日

中國 MISIA 微創外科手術器械龍頭

➤ **公司為快速成長的 MISIA 行業中國市場龍頭：** 中國擁有龐大且快速增長的外科手術器械及耗材市場。根據灼識諮詢的資料，2019 年中國的 MISIA 市場規模為 185 億人民幣，2015-2019 年的複合增長率為 17.8%，預計 2019-2024 的年複合增長率為 17.2%，于 2024 達 408 億，市場潛力巨大。公司的市場份額在國內廠商中排名第一，並在多個細分領域（一次性套管穿刺器、高分子結紮夾、第三類一次性電凝鉗等）佔據最大的市場份額。

➤ **擁有同行業最全的產品管線：** 公司產品組合為婦產科、普外科、泌尿外科和胸外科的醫生提供一站式定制化的手術解決方案。產品管線涵蓋 MISIA 行業八大類產品中的七大類：一次性套管穿刺器、一次性結紮夾、可吸收結紮夾（待上市）、一次性電凝鉗、重複使用穿刺器和鉗、一次性超聲刀和吻合器。目前公司在行業中覆蓋管線最齊全。

➤ **以臨床需求為導向的研發模式精準而高效：** 公司通過和頂尖專家、臨床醫生的溝通確定研發的產品品類，並通過收集臨床醫生對樣品的回饋快速完善和優化產品，臨床效率高效。因公司產品在科室和醫生裡已有充分認知，產品推向市場之後能夠很快放量，已上市產品的改進效率也比同行更高。

➤ **以學術推廣為支撐的高效銷售團隊：** 公司和主要學術帶頭人、醫生、醫院及醫學協會保持緊密合作，銷售模式由頂尖學術專家帶動，進院優勢明顯。公司採用單層經銷商模式，方便公司瞭解產品於終端的使用情況，而更加扁平化的銷售結構也確保了公司對經銷商的掌控能力。目前產品覆蓋超過 3400 家醫院，其中三甲醫院超過 1000 家。

➤ **看好公司未來發展，目標價 23.09 港元，買入評級：** 我們以 DCF 為公司估值，既考慮 MISIA 行業增速快、國產替代空間大和公司競爭力強等優勢，也充分考慮了集采可能的降價影響，假設 10% 的折現率，4% 的永續增長率為公司估值，得出目標價 23.09 港元，分別對應 2020 年/2021 年/2022 年的 86.9/54.6/41.9 倍 PE，較公司收市價港元有 63.8% 的上升空間，給予買入評級。

➤ **風險因素：** 國家集采風險、競爭加劇、手術安全事故風險。

但玉翠

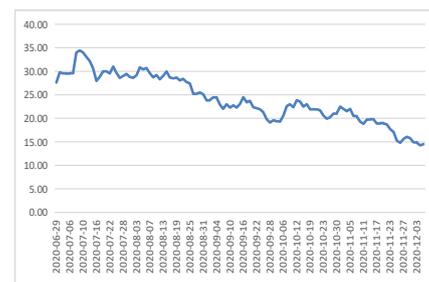
852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk
主要資料

行業	醫療器械
股價	14.1 港元
目標價	23.09 港元 (+63.8%)
股票代碼	9997.HK
已發行股本	12.5 億股
總市值	176.56 億港元
52 周高/低	35.65 港元/14.08 港元
每股淨資產	2.36 港元
主要股東	Fortune Spring ZM Limited (32.62%) Fortune Spring YG Limited (18.49%)

表：盈利摘要

千元人民幣	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
營業收入	353,670	503,467	556,190	804,842	1,083,082
增長	43.0%	42.0%	10.0%	45.0%	35.0%
稅後利潤	223,793	326,735	299,129	476,437	620,881
增長	61.6%	46.0%	-8.4%	59.3%	30.3%
歸母利潤	146,701	206,444	290,275	476,437	620,881
增長	25.0%	41.0%	41.0%	64.0%	30.0%
每股盈利(人民幣元)	-	-	0.23	0.38	0.50
市盈率@14.1港元	-	-	52.11	31.54	23.97
每股派息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

股價表現


資料來源：公司資料，第一上海預測

資料來源：彭博

公司擁有行業中最齊全的產品管線

杭州康基醫療器械有限公司成立於2004年8月，是一家專業研發、生產和銷售微創外科手術器械及配套耗材（MISIA）的高新技術企業。

截至2020年6月30日，公司在中國註冊了41種一類醫療器械、13種二類醫療器械和8種三類醫療器械。

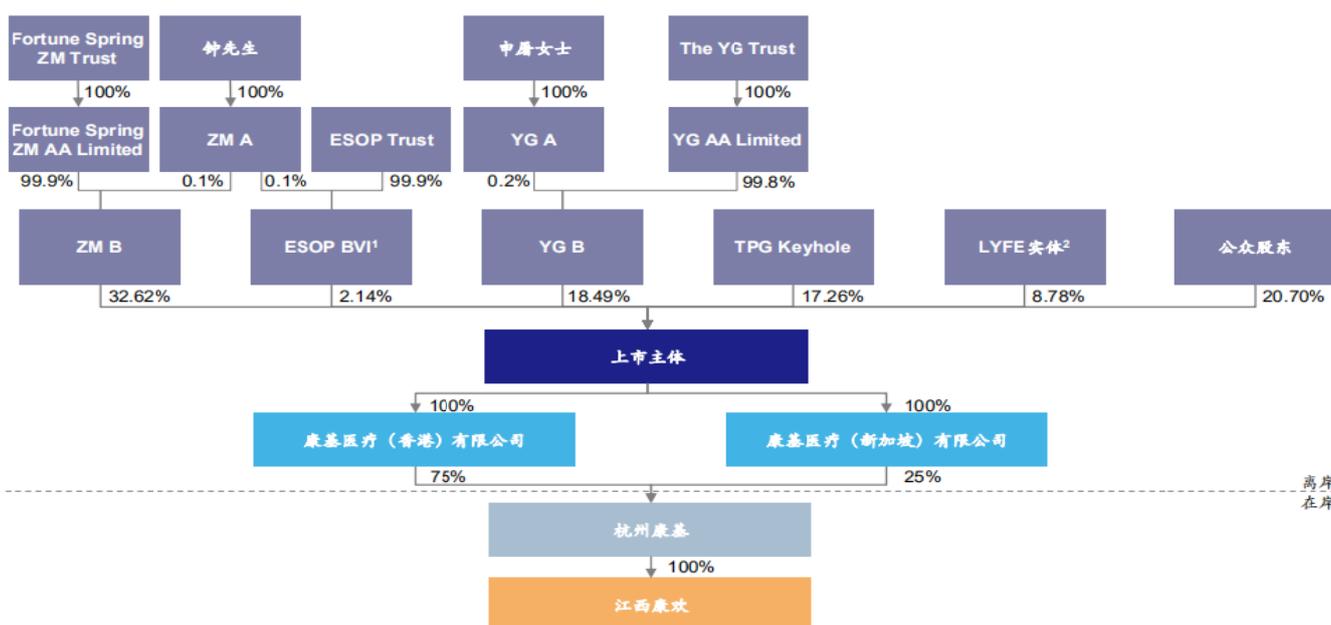
公司現有產品和即將拿證的產品涵蓋MISIA八大類產品中的七大類（除縫線類），是行業中覆蓋產品管線最全的企業，其中六類產品（一次性套管穿刺器、高分子結紮夾、一次性電凝鉗、一次性吻合器、超聲軟組織切割止血手術設備及一次性使用超聲軟組織切割止血刀頭和其他一次性產品）已上市銷售。

圖表 1: 公司現有產品類別:

一次性產品	一次性套管穿刺器	一次性套管穿刺器在微創外科手術中為內窺鏡或其他手術器械開關通道。
	高分子結紮夾	高分子結紮夾在包括微創外科手術在內的外科手術中用於快速結紮血管和其他管狀組織結構。
	一次性電凝鉗	一次性電凝鉗利用高頻電流實現出血部位的快速電凝止血，通過不同的鉗頭（例如剪刀、抓取器或刀片）解剖或者切割組織
	腹腔鏡吻合器	用於縫合腹腔鏡手術中的切口
	超聲切割止血刀系統和一次性刀頭	通過超聲振動同時切割或燒灼組織
	其他一次性產品	包括一次性沖洗吸引器及取物袋等
重複性產品		主要包括重複性套管穿刺器、重複性鉗子及其他重複性產品

資料來源：公司資料，第一上海

圖表 2: 公司股權結構（截止 2020 年 6 月 30 日）



資料來源：公司信息

¹ 激勵平台乃為受限制股份單位計劃項下的儲備股份設立

² 為重組前LYFE Capital的前股東，包括LYFE Capital Fund, LP., LYFE Capital Fund-A, LP., Axiom Asia IV, LP.及ARDIAN DIRECT ASIA III LP., 于重組完成後成為本公司直接股東

ZM B 為公司董事長及首席執行官鐘鳴先生（44 歲）持有，YG B 為公司執行董事申屠銀光女士（40 歲）持有，鐘鳴先生及申屠銀光女士為夫妻，故根據《證券及期貨條例》彼等被視為於互相持有的股份中擁有權益。鐘鳴和申屠銀光夫婦共持有公司 51.11% 的股權。

TPG Keyhole 於 2017 年 12 月投資公司，每股成本 5.03 港元。LYFE 於 2016 年 6 月投資公司，每股成本 1.67 港元，LYFE 持股比例為 6.13%。

上市基石投資者：富達投資、貝萊德基金、Lake Bleu Prime（清池資本）、Gaoling Fund（高瓩資本）、Cormorant Global Healthcare Master Fund、OrbiMed Funds、Oaktree Funds（橡樹資本）。

資料來源：公司資料

公司發展進程

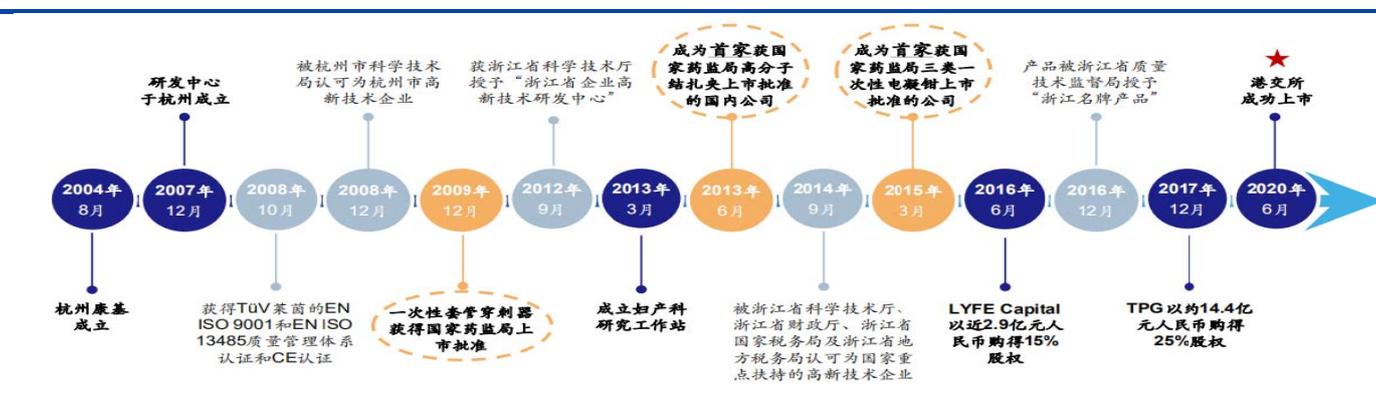
康基醫療 2004 年於浙江省杭州市桐廬縣成立，於 2020 年 6 月 29 日在港交所上市。

康基醫療 2004 年於浙江省杭州市桐廬縣成立，於 2020 年 6 月 29 日在港交所上市。公司以重複性外科手術器械起家，於 2009 年開始銷售一次性外科手術產品——一次性套管穿刺器，並於 2013 年的 6 月成為全國第一家獲得 NMPA 批准的高分子結紮夾生產商。2015 年 3 月公司成為全國第一家獲得 NMPA 上市批准的一次性電凝鉗生產商。經過多年耕耘，公司逐步將一次性套管穿刺器、高分子結紮夾和三類一次性電凝鉗做到全國最大的市場份額，成為了中國最大的微創外科手術器械平臺型企業。

根據灼識諮詢的資料，按銷售收入計，2019 年中國 MISIA 市場規模達到人民幣 185 億元，公司在國內廠商中排名第一，在所有廠商（包括國際和國內廠商）中排名第四，所占市場份額為 2.7%。

公司的使命是為醫生提供優質產品和服務，致力於人類健康事業。

圖表 3：公司業務時間線



資料來源：公司資料，第一上海

公司業務

公司產品以及研發管線概覽

公司擁有涵蓋主要微創手術的全部產品組合，為醫生和醫院提供一站式和量身定制的微創外科解決方案。

公司擁有涵蓋主要微創手術的全部產品組合，為醫生和醫院提供一站式和量身定制的微創外科解決方案。截至 2020 年 6 月 30 日，公司於中國擁有 41 種一類醫療器械、13 種二類醫療器械和 8 種三類醫療器械。另外，公司還開發了強大的產品管線，提供更加廣泛的微創外科手術產品。

在外科微創手術領域，公司目前已上市的產品包括一次性外科手術產品：一次性套管穿刺器、一次性電凝鉗、一次性結紮夾、腹腔鏡吻合器、超聲切割止血刀系統一次性刀頭以及重複類外科手術產品。在研管線產品包括可吸收結紮夾、醫用縫線和傷口縫合器械等。

全面的產品組合更具競爭優勢

公司以解決方案為導向的全面產品組合可以提高手術效率並改善患者的臨床結果。公司廣泛的產品組合有助於產品在醫生和醫院當中建立品牌忠誠度，並在研發、製造和商業化過程中實現協同效應，並獲得規模效應。不同于國內其他競爭對手專注于有限的產品類型，公司的全產品組合更具備競爭優勢。

圖表 4: 公司產品覆蓋微創手術流程



資料來源: wind, 第一上海

在研產品方面，公司專注於研發符合以下條件的 MISIA 產品：

- (1) 巨大市場需求未得到滿足；
- (2) 產品可快速從概念到獲批；
- (3) 可快速佔據一定市場份額。

截至2020年6月30日，公司有四個候選產品處於註冊過程，且有五個候選產品在產品設計及開發階段。預計公司將於2020年至2021年推出六個產品，包括超聲切割止血刀系統一次性刀頭、可吸收結紮夾及腹腔鏡吻合器，進一步補充和升級現有的產品組合，從而支援更廣泛的手術需求。其中，腹腔鏡吻合器已經於2020年10月22日獲得了藥監局註冊證，超聲軟組織切割止血手術設備及一次性使用超聲軟組織切割止血刀頭已於2020年11月9日獲醫療器械註冊證書。

圖表 5: 在研產品開發狀況

預期上市日期	候選產品名稱	醫療器械分類	應用	特性及優勢	目前狀態
2020年或2021年初	4K高清內窺鏡攝像系統	第二類	內窺鏡成像	1. 成像的分辨率高，視覺穩定，色差小（特別是紅色）；2. 圖像清晰，適應不同的手術場景	產品註冊檢驗
2021年	可吸收結紮夾	第三類	于微創外科手術過程中，夾閉血管及管狀組織	由可生物降解材料制成，使用後人體可對其降解並吸收	臨床試驗
2021年	一次性內窺鏡專用外控翻板穿刺器	第二類	腹腔鏡手術，使手術器械出入人體，並允許向腔內充氣	增強密封控制能力，改善內窺鏡出入引起的二次污染缺點，並使樣本檢索過程更加順暢	產品設計及開發階段
2022年	多维度挠性內鏡器械	第二類/第三類	腹腔鏡手術	與機器人輔助手術器械類似的的手動器械，可實現多维外科手術	產品設計及開發階段
2022年後	機器人操作腹腔鏡手術器械	第二類/第三類	機器人操作腹腔鏡手術	透過機械臂使用的手術器械，可實現常規操作和多维手術之外的接合	產品設計及開發階段
尚未確定免	免打結線	第三類	微創外科手術	用于微創外科手術的縫合	產品設計及開發階段

資料來源: 公司資料, 第一上海

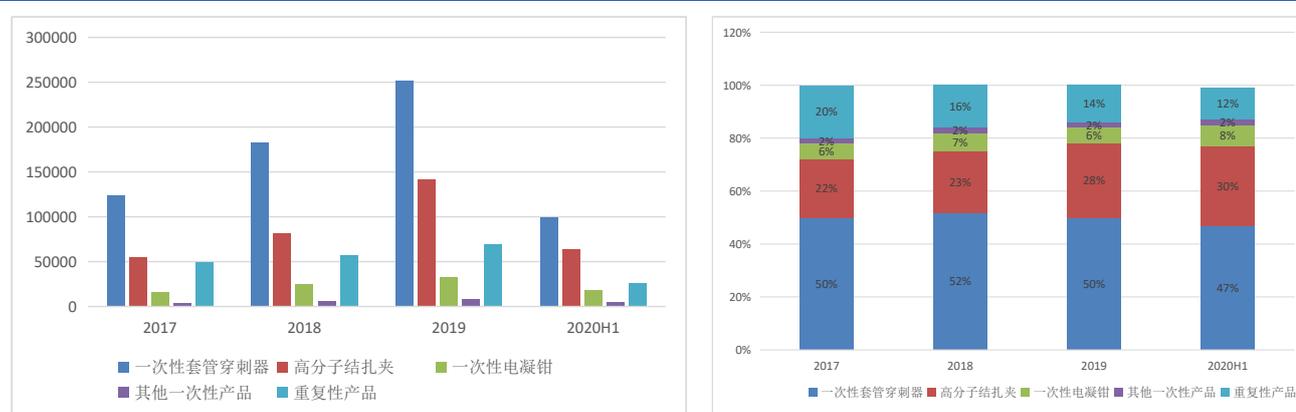
主要產品收入結構

公司設計、開發、製造和銷售一整套的MISIA。

我國MISIA在安全性和有效性方面需遵守嚴格註冊標準，二類／三類MISIA通常需要進行產品註冊檢驗及臨床試驗，除非其免於進行國家藥監局所公佈的目錄下的臨床試驗。二類MISIA的整個註冊過程可能歷時1.5到3年，三類MISIA則可能持續3到5年。註冊證書通常也須每五年續新一次。此外，MISIA開發商需花費大量時間和精力來獲取和維護生產許可證，並遵守GMP要求和其他各種我國法規。在獲取終端使用者認可方面，醫生和醫院更願意使用已被證明安全有效的熟悉品牌的MISIA。一個深受醫生和醫院(特別是主要學術帶頭人和頂級醫院)器重的知名品牌可能需要多年的努力和投資才能建立起來。

公司設計、開發、製造和銷售一整套的MISIA，主要用於婦產科、普外科、泌尿外科和胸外科等外科手術專科領域。公司提供一次性和重複性的產品，往期收入絕大多數收入來自一次性產品，且收入占比逐年提升。

圖表 6：公司產品收入結構（單位：千人民幣，截止 2020 年 6 月 30 日）



資料來源：公司資料，第一上海

核心產品——一次性套管穿刺器

2009 年公司推出了一次性套管穿刺器以後，一次性套管穿刺器一直是公司的優勢產品。

套管穿刺器在微創外科手術中的作用為經皮穿刺入腹壁或者胸部，為內窺鏡或者其他手術器械形成進入通道。公司提供了全面的一次性穿刺器，用以滿足不同的微創外科手術需求。

公司的一次性套管產品為浙江省藥監局註冊的第二類醫療器械。根據灼識諮詢的資料，在國內公司中，公司擁有最全面的一次性套管穿刺器產品組合。

公司的一次性套管穿刺器產品種類齊全多樣，能滿足不同手術的多種需求，因此公司能夠向醫院提供全面的產品選擇。

自 2009 年公司推出了一次性套管穿刺器以後，一次性套管穿刺器一直是公司的優勢產品。為滿足不同外科手術的需求，公司的套管穿刺器有多種型號和規格可供選擇。例如，公司擁有腹腔穿刺器和胸腔穿刺器，其中，腹腔穿刺器包括標準穿刺器、球囊穿刺器和單孔穿刺器。

另外，公司還提供不同的穿刺針尖端選項，例如帶有自動防護罩的帶刀片穿刺針，可在插入後覆蓋刀片增強穿刺力並提高安全性；元寶形的穿刺針可以乾淨、精準地分離組織，對組織的傷害較小；可視穿刺針可使醫生能夠監視器械的通過情況，並可以觀察及識別組織；鈍性穿刺針可以減少創傷。無刀片穿刺針，可以通過拉伸而

不是切割來穿過組織，以減小切口創傷，促進後續切口的癒合。

此外，套管穿刺器具有各種直徑和長度的套管，可以適應各種類型的微創外科手術和患者（包括嬰兒及肥胖患者），醫生的人體工程學偏好和手術需求。由於公司的一次性套管穿刺器種齊全多樣，能滿足不同手術的多種需求，因此公司能夠向醫院提供全面的產品選擇。

圖表 7：一次性套管穿刺器示例

類型	應用	特點及優勢	示例
標準一次性 腹腔穿刺器	腹腔鏡手術	<ul style="list-style-type: none"> 螺紋管身設計，有效增強腹壁固位力，並減少了套管穿刺器滑脫 通用持久的密封系統設計，無需轉換器即可更換器械 嵌入式旋塞閥可以減少手術過程中閥門的意外打開／關閉 可拆卸密封鞘 	
一次性球囊 腹腔穿刺器	腹腔鏡手術，特別是對於腹壁較薄的患者	<ul style="list-style-type: none"> 固定旋鈕和固定球囊的獨特組合，以進一步提升放置套管穿刺器穩定性及耐用性，使相對短的套管長度暴露在腹膜內，並需要較小的插入力，而非依靠相對較薄的腹壁可能無法產生的強大腹壁固位力 光滑的套管可最大程度地減少穿過腹壁時的阻力以及對內部結構的潛在傷害，這對腹壁相對較薄和脆弱的患者具有臨床意義 <p>與標準一次性腹腔穿刺器相似的設計：</p> <ul style="list-style-type: none"> 通用持久的密封系統設計 嵌入式旋塞閥 可拆卸密封鞘 	
一次性單孔 腹腔穿刺器	單孔腹腔鏡手術或減孔腹腔鏡手術	<ul style="list-style-type: none"> 使用一個設備來代替多根單獨的套管穿刺器，從而僅在肚臍留下一個隱匿的疤痕，並盡可能最大程度地減少術後創傷面 旨在使醫生能夠通過單個套管以最大的可操作性從不同角度使用多種器械 易於組裝和拆卸 	
一次性胸腔穿刺器	胸腔鏡手術	<ul style="list-style-type: none"> 鈍頭穿刺針可減少對器官的傷害 螺紋管身設計，可有效減少套管穿刺器滑脫 可拆卸密封鞘 	

資料來源：公司資料，第一上海

核心產品——高分子結紮夾

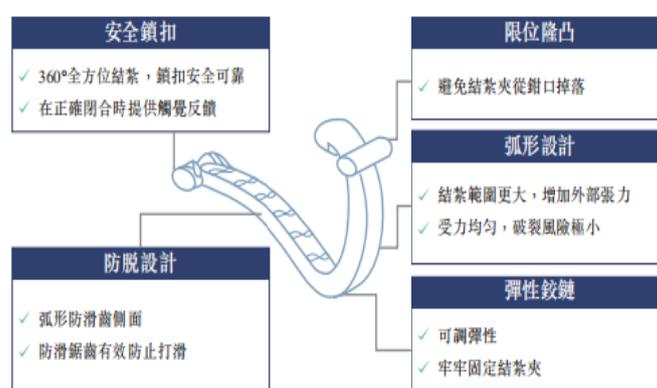
公司的高分子結紮夾產品於2013年6月獲得了國家藥監局的批准，是獲得該批准的國內第一家公司。

高分子結紮夾在微創外科手術中用於血管及其他管狀組織結構的快速結紮。高分子結紮夾是中國的第三類醫療器械，需要獲得國家藥監局批准。

公司的高分子結紮夾產品於2013年6月獲得了國家藥監局的批准，是獲得該批准的國內第一家公司。

高分子結紮夾由先進的高分子材料製成，具有高生物相容性和長期穩定性，這對於患者的長期安全十分重要。此外，該材料是射線可穿透的，因此不會干擾CT、MRI或者X射線的診斷。為了滿足不同的手術需求，公司的高分子結紮夾產品分為大中型、大型和超大型的規格供選擇。此外，公司也給醫生提供了多種款式的施夾鉗，用於遞送不同型號的夾子。

圖表 8：高分子結紮夾及特點



資料來源：公司資料，第一上海

一次性電凝鉗

公司於2015年3月獲得了第三類一次性電凝鉗 NMPA 的批准，成為獲得該批准的第一家公司。

外科手術的基本流程包括：分離、抓取、切割、縫合及止血。使用不同的電凝鉗鉗頭（例如剪刀、抓取器或刀片），一次性電凝鉗利用高頻電流實現出血部位快速電凝止血或解剖或切割組織。

公司於2015年3月獲得了第三類一次性電凝鉗 NMPA 的批准，成為獲得該批准的第一家公司。

公司生產的一次性電凝鉗易於使用，輕盈靈巧，使醫生享受符合人體工程學的舒適感。公司提供多種類型的手柄提供醫生選擇。此外，公司還提供眾多不同的鉗頭，例如直形、弧形、網狀、鈍性、長短、鉤型和錘形等，可滿足不同的微創外科手術需求。

圖表 9: 公司一次性電凝鉗類型:



資料來源：公司資料，第一上海

其他一次性產品、重複性產品和新（待）上市產品。

其他一次性產品

公司還提供用於微創外科手術的其他類型一次性掌上型器械，主要包括：(i) 沖洗吸引器；(ii) 用於收集和提取組織標本的一次性取物袋；(iii) 一次性腹壁縫合器械；及(iv) 一次性婦科手術器械，例如球囊子宮支架。該等產品均為第二類醫療器械。公司還有一次性可視宮腔組織吸引管。

重複性產品

公司設計、開發、製造和銷售重複性微創外科手術器械及配件，為醫院提供節省成本的替代方案。公司的重複性產品主要為第一類醫療器械，少量為第二類和第三類醫療器械。公司的重複性產品可分為以下類別：（1）重複性套管穿刺器。公司的重複性套管穿刺器設計用於在手術室中長期使用。與公司的一次性套管穿刺器產品組合類似，公司提供不同規格，包括光滑或螺紋的管身，各種管身尺寸和長度以及各種穿刺針設計（例如普通型、帶保護或斜口保護穿刺針）。（2）重複性鉗子。公司提供各種重複性鉗子，如施夾器。公司的重複性鉗子有不同規格可供選擇，包括手柄形狀、頭部形狀、工藝長度和厚度，這為醫生提供了極大的靈活性，並可以組合成完整的套件來滿足不同手術的需求。（3）其他重複性產品。其他重複性產品主要包括氣腹針、單極電凝抓鉗及成套子宮肌瘤切除器。

新（待）上市產品

公司於 2020年11月推出超聲切割止血刀系統一次性刀頭產品。國際品牌是中國超聲切割止血刀系統一次性刀頭市場的早期進入者，而國內廠商近年來正迎頭趕上。2019年，中國境內的國產超聲切割止血刀系統一次性刀頭按銷量計和按銷售收入計分別佔到26.8%及9.7%，分別高於2015年的11.2%及 3.8%，且該百分比預測到2024年將分別進一步增至53.0%及26.8%（灼識諮詢）。公司的超聲切割止血刀產品具備定價優勢。

腹腔鏡吻合器已於20年10月獲證，其為第二類產品，用於消化道管狀組織的吻合和側向切除的吻合，其可替代傳統手術縫合，縫合速度更快，副作用更少，以及減少手術併發症，也易於使用，無需熟練的手術縫合技巧。

4K高清內窺鏡攝像系統，預計2020年或21年初上市，特性及優勢有：1. 成像的解析度高，視覺穩定，色差小（特別是紅色）；2. 圖像清晰，適應不同的手術場景。

需求導向和快速回饋機制成就高效的研發實力

公司高效的研發效率和較低的研發費用水準源自於臨床需求為導向和快速回饋的研發機制，公司採用雙管齊下的研發方法，既重視內部研發，也重視與主要學術帶頭人、醫生、醫院及學術機構的共同開發。

公司高效的研發效率和較低的研發費用水準源自於臨床需求為導向和快速回饋的研發機制，公司採用雙管齊下的研發方法，既重視內部研發，也重視與主要學術帶頭人、醫生、醫院及學術機構的共同開發。公司和眾多 KOL 建立和維護長期的友好合作關係，能夠直接和醫生、醫院合作，節約了臨床費用，並顯著降低了研發費用。

在產品開發之前，公司通常尋求醫生和醫院對新產品的設計和潛在用途的意見，同時徵求臨床醫生對現有產品的回饋。由於醫生和醫院對於未滿足的臨床需求，外科醫生的手術偏好以及醫療器械相關的臨床實踐經驗和趨勢最為瞭解，因此醫生和醫院能夠給出最有前景和潛力的產品建議。

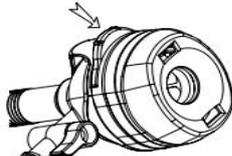
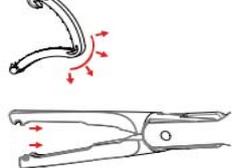
基於此，公司憑藉主要學術帶頭人，醫生，醫院和醫學協會組成了廣泛的網路，與大量的醫生和所屬醫院和醫學協會建立了各種互動管道，包括一個有五名成員的諮詢委員會（由專注的外科手術專科及材料科學領域傑出的主要學術帶頭人和科研人員組成）、一個婦產科研究工作站（首個也是唯一一個與郎景和醫生合作建立，郎景和醫生是中國婦產科最傑出的主要學術帶頭人之一，該研究工作站已成功舉辦六屆年度學術會議，共有 450 多位主要學術帶頭人參加。）、醫學會議及培訓計畫（公司舉辦或參加了逾 50 次涉及婦產科、普外科、泌尿外科和胸外科醫生的醫學會議，支持經銷商參加了約 450 次醫學會議）。

公司與主要的學術帶頭人、醫生、醫院和學術機構共同參與聯合研發活動，與選定醫生簽訂數份合作開發協議。根據相關協定，公司主要負責重要的自費研發活動，合作醫生負責向公司提供研究建議和技術知識。公司對相關合作獲得的全部已開發技術享有獨家所有權，包括專利和非專利技術，同時也享有申請專利的獨家權力。若公司將相關專利應用到產品中，則合作的醫生在相關協議終止日期前享有專利產品銷售收入中占比較小的銷售收入。若公司從相關非專利技術獲得經濟利益，則公司可酌情獎勵醫生（若其做出重大貢獻），最大程度激發了醫生的研發合作意願，提升公司的綜合創新能力。

與主要學術帶頭人和醫生的互動使公司對臨床需求有了深刻理解，並使公司能夠將研發工作更好地定位於具有巨大市場潛力和臨床收益的創新產品和產品升級。

公司擁有由78名成員組成的內部研發團隊，其中多名成員專門研究機械工程、電氣工程、力學或材料科學。公司設計、開發、製造和銷售MISIA已逾15年，經驗豐富的研發團隊已在材料科學及工藝改進方面積累了豐富的專業知識，使公司能夠在開發新產品時，以具有成本效率的方式在材料和結構設計上具有多種選擇。例如，公司在精密注塑及矽橡膠精密加工方面的技術使其能夠提升由該兩種材料製成的部件的穩定性，從而能夠開發出具有更多形狀及尺寸的產品小部件。在提升不銹鋼耐腐蝕性能、硬度及焊接工程方面的技術則為公司在設計及開發重複性產品的過程中提供了更多的不同金屬部件選擇。公司開發一次性套管穿刺器和第三類一次性電凝鉗時，從產品概念到產品獲批分別僅一年半和三年，而根據灼識諮詢的資料，行業平均需三年及四年。

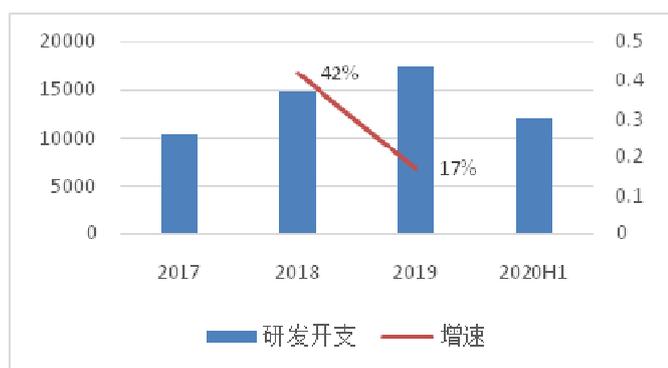
圖表 10：需求導向型產品開發案例

產品	重點領域	臨床需求		應對措施	
		痛點／未能滿足的需求	示例	產品改進	示例
一次性套管 穿刺器	可拆卸 密封鞘	當時市場上的一次性套管穿刺器需要雙手擰緊並卸下密封鞘，而在大多數流程中，醫生僅可單手操作		我們對拆卸部件的設計進行改進，使凸起的閘門（像一個按鈕）可單手操作，從而彈開密封鞘	
一次性 結紮夾	夾子滑脫	醫生通常在初次閉合後使用施夾器調整結紮夾，以釋放無意中包含的組織，從而導致夾子經常從鉗口滑脫		我們加大一次性結紮夾的弧度，以提升外張力，並加長施夾器與鉗口的咬合面，因此施夾器可使結紮夾具有更大的夾持力，從而減少滑脫風險	
第三類一次性 雙極電凝 切割鉗	電極	電極間無絕緣，因此，在手術中遇體液容易導致短路故障，從而損傷雙極電凝切割鉗	 無絕緣設計	我們設計並加入具有強絕緣性功能的部件，從而提升產品絕緣性能	 增設絕緣隔離

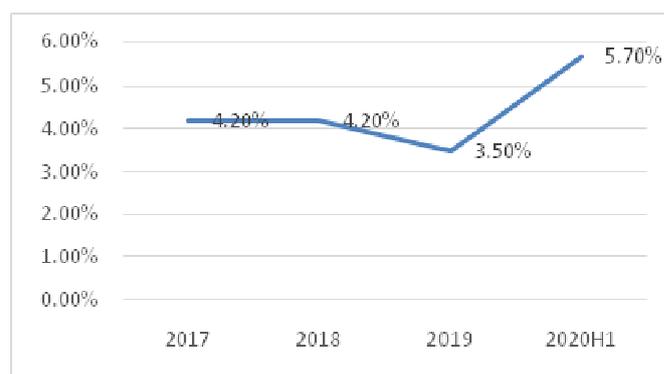
資料來源：公司資料，第一上海

預計隨著公司產品品類的逐漸豐富，研發費用率將是逐年提高的趨勢。另外，公司位於桐廬的研發基地將於 2021 年啟動建設，預計 2023 年投入使用，進一步夯實和提升總體的研發實力。

圖表 11：公司歷年研發開支（千元）及增速



圖表 12：研發開支占收入百分比



資料來源：公司資料，第一上海

充沛的產能和高品質生產支撐業務高速發展

公司的生產設施位於浙江省桐廬縣，生產設施總建築面積為28,699平方米，產能全面投入使用預計將支撐公司30億的收入規模。

公司的生產設施位於浙江省桐廬縣，生產設施總建築面積為28,699平方米，其中2019年上半年新增加了17,835平方米的生產設施，2019年底，約69%的總建築面積已投入使用。若產能全面投入使用預計將支撐公司30億的收入規模，滿足公司業務快速增長的需求。此外，公司總部仍有未獲使用的土地，使公司在業務發展和擴充產品線的過程中能同時靈活地提升產能。公司生產團隊擁有422名雇員，平均擁有約四年經驗。

公司已開始為提升超聲切割止血刀系統一次性刀頭及將於2020年及2021年推出的其他管線產品的產能做準備。於2021年，公司計畫逐漸安裝可吸收結紮夾及腹腔鏡吻合器的生產線，並擴大超聲切割止血刀系統一次性刀頭的產能。2022年後，將計畫繼續擴大自2020年推出的新產品的產能，並將推出的其他新產品安裝生產線。

公司計畫將上市募集資金的20%（約5.6億港元）用於提升產能及加強製造能力，其中約9.8%（或2.7億港元），將用於擴大現有產品的產能並進一步使現有生產線自動化。公司預計自2019年至2024年，現有主要產品類型（一次性套管穿刺器、高分子結紮夾及一次性電凝鉗）各自的年產能將以30%至40%的年複合增長率增長。另約10.2%（或2.8億港元），將用於在未來六年內增強管線產品的產能。

高良率、高品質的生產能力是公司能夠從進口品牌中獲取市場份額，並鞏固行業領導地位的保障。

高良率、高品質的生產能力是公司能夠從進口品牌中獲取市場份額，並鞏固行業領導地位的保障。公司實施全面的品質管制體系，涵蓋從原材料採購、產品製造、成品到售後服務的所有主要營運環節。2019年，公司一次性套管穿刺器、高分子結紮夾和一次性電凝鉗的產量分別約為3.6百萬件、7.7百萬件和31萬件，一次檢測通過率分別為99.4%、99.1%及96.3%，展示出高品質一致性和可靠的製造工藝。公司的品質管制體系於2018年至2019年通過了國家藥監局和浙江省藥監局現場進行的所有八次檢查，並獲得了一系列符合ISO標準的認證。

圖表 13：主要一次性產品類型劃分的生產設施的產能、實際產量和利用率

	截至12月31日止年度								
	2017年			2018年			2019年		
	產能 (千件)	產量 (千件)	利用率	產能 (千件)	產量 (千件)	利用率	產能 (千件)	產量 (千件)	利用率
一次性產品									
一次性套管穿刺器	2,531	2,193	86.6%	2,700	2,781	103.0% ⁽¹⁾	3,259	3,568	109.5% ⁽¹⁾
高分子結紮夾	4,340	3,751	86.4%	5,989	5,085	84.9%	7,448	7,748	104.0% ⁽¹⁾
一次性電凝鉗	197	172	87.3%	311	279	89.7%	341	310	90.9%
其他一次性產品	54	46	85.2%	76	78	102.6% ⁽¹⁾	76	72	94.7%

(1) 由於對我們產品的需求增加，2018年一次性套管穿刺器及其他一次性產品的生產利用率以及2019年一次性套管穿刺器和高分子結紮夾的生產利用率超過100.0%，其導致我們的生產工人不時加班。

資料來源：公司資料，第一上海

學術行銷導向型的專業經銷商團隊

截至2019年通過公司的銷售網路，公司的產品最終銷往逾3,400家醫院，其中包

括逾1,000家三甲醫院，占中國具備微創外科手術能力的三甲醫院70%以上的份

銷往逾3,400家醫院，其

中包括逾 1,000 家三甲醫院，占中國具備微創外科手術能力的三甲醫院 70% 以上的份額，覆蓋中國所有省、直轄市和自治區以及其他 42 個國家。

公司有一個廣泛的銷售網路，主要面向國內經銷商。公司亦向中國醫院及其他客戶（主要包括將公司的產品售予海外 ODM 客戶的貿易公司）出售少量產品及向海外經銷商及 ODM 客戶進行銷售。

截至 2019 年 12 月 31 日，公司已建立的全國網路擁有逾 200 家經銷商，覆蓋了中國所有省、直轄市和自治區。該等經銷商大多數是從事醫療器械經銷業務的中小型獨立協力廠商經銷商。前四十大經銷商中，大多數經銷商的註冊資本介於人民幣 100 萬元至人民幣 1,000 萬元之間，經營歷史超過六年。公司力爭與該等經銷商建立長期關係，原因是這些經銷商投入全部或大部分時間和資源銷售公司的產品，因此十分依賴公司的產品。此外，所有國內經銷商均須獲得有關執照或備案憑證，如醫療器械經營許可證，以在中國將第二類及第三類醫療器械產品售予醫院及其他終端客戶，這要求經銷商滿足從事醫療器械經營的若干條件，如保持合適的經營場所及儲存條件以及品質控制部門或人員。

圖表 14：經銷商分佈情況

下圖所示截至最後實際可行日期我們經銷商的分佈覆蓋情況（僅供說明用途）。



資料來源：公司資料，第一上海

公司嚴格篩選經銷商，確保經銷商的行銷、運營能力

在選擇經銷商方面，得益於公司強大的品牌聲譽，很多經銷商主動尋求加入公司的經銷商網路。對於將負責組織公司品牌行銷活動的經銷商，公司將更加看重經銷商的過往經營記錄、行銷能力、當前的市場份額等因素，以選擇特定地區最合適的經銷商。對於其他經銷商，公司主要關注其整體運營能力、資金資源、醫院網路和履行合同義務的能力。如果潛在經銷商通過了公司的初步評估，公司將開始協商經銷協議的商業條款。在授權經銷商開始經銷公司的產品之前，公司要求其參加強制性培訓以瞭解公司的產品及政策。

公司對經銷商的管控能力強

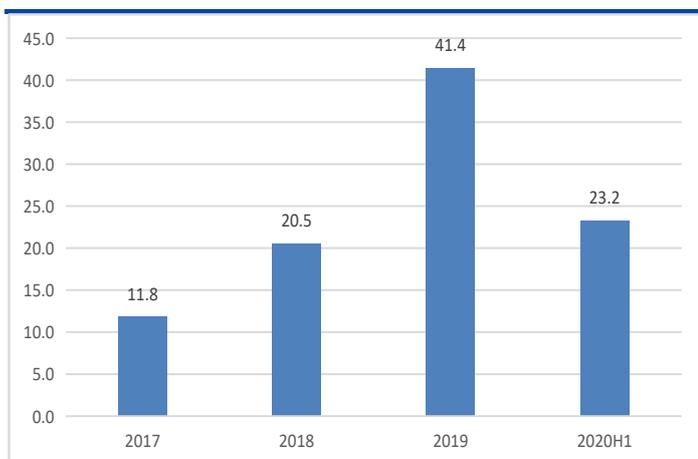
在經銷商管理方面，公司的目標是確保產品的市場健康有序，保證高透明度以及準確瞭解公司經銷商的銷售業績和對產品的需求，同時建立和保護產品和品牌的聲譽。公司通過經銷協議和制定政策和措施來管控經銷商，防止經銷商之間在銷售上的互相蠶食，同時保證公司對存貨的管控。公司的大多數經銷商從合約方面被禁止銷售 MISIA 競爭產品。該等經銷商非常依賴公司的產品，這給了公司強大的議價能力以及對經銷商的更高控制能力。

低於行業的銷售費用率水準

銷售費用方面，公司的銷售費用率水準相比同行業相對較低。由於公司是做重複性器械起家，SKU 有 3000 多個，是 MISIA 行業裡重複性產品做的最全面的公司，能給醫生提供更合適、更便利的產品，真正說明醫生解決臨床痛點。與臨床的醫生長期的良好關係下，自然有好的醫生幫公司的產品背書，同時經銷商經營公司的產品更加輕鬆，因此更願意賣公司的產品，也更願意去承擔銷售費用。康基醫療大部分的銷售費用是經銷商在承擔，公司每年組織的學術會議也是經銷商承擔了所有的推廣

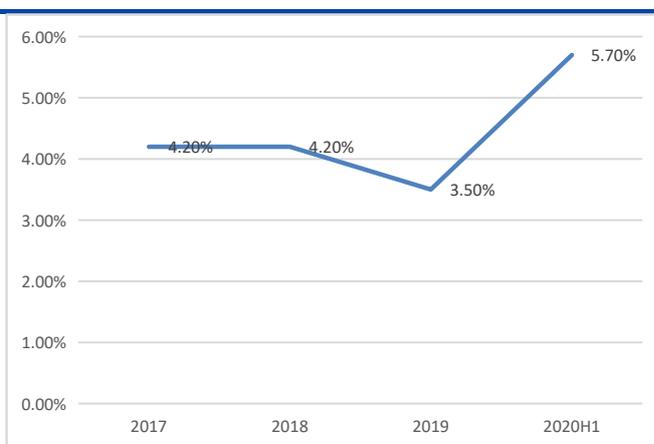
費用，這也是公司的銷售費用率水準更夠長期維持在較低水準的原因。

圖表 15：銷售費用（百萬人民幣）



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 16：銷售費用率水準



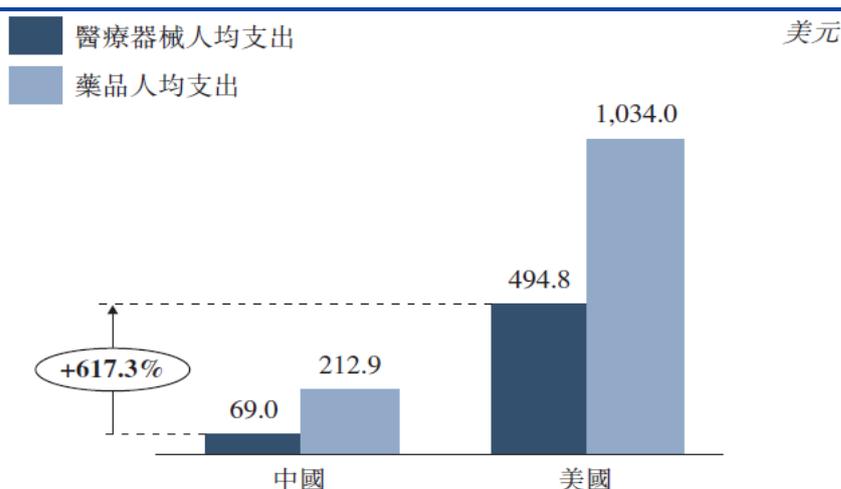
資料來源：公司資料，第一上海

行業情況

市場廣闊，醫療器械行業增速最快的細分行業之一

中國人均器械支出遠低於美國，中國醫療器械市場仍有巨大成長空間。中國人均醫療器械支出僅為 69.0 美元，低於人均藥品支出的三分之一。相比之下，美國人均醫療器械支出為 494.8 美元，近人均藥品支出的一半。中國人均器械支出有望在老齡化、慢病發生率攀升和醫療支付水準提升等有利因素拉動下塊速成長。預測到 2024 年中國的醫療器械市場規模將達到人民幣 13,919 億元，自 2019 年起的年複合增長率將為 15.9%。

圖表 17：中美人均醫療器械對比



資料來源：公司招股書，公司資料，第一上海

中國的微創外科手術滲透率相比美國依然很低。微創外科手術替代開放手術日益盛行。與創傷較大的傳統開放手術相比，微創外科手術創傷較小，相應的痛感更低、疤痕更小、併發症更少、感染風險更小、住院時間和恢復時間更短。由於具有這些優點，越來越多的醫生和患者青睞微創外科手術。中國

開放手術日益盛行。

每百萬人口接受微創外科手術的數量及微創外科手術的滲透率分別從2015年的4,248台及28.5%增至2019年的8,514台及38.1%。然而，相較美國，中國的微創外科手術滲透率仍然很低。2019年，美國每百萬人口接受微創外科手術的數量及微創外科手術的滲透率分別為16,877台及80.1%。

隨著患者負擔能力的提高，醫生對微創外科手術的認知和接受程度的提高以及能夠進行微創外科手術的醫院和醫生的增加，預測於2024年，中國每百萬人口接受微創外科手術的數量及微創外科手術的滲透率將分別增至18,242台及49.0%。

中國 MISIA 市場仍處於高速增長階段

微創外科手術器械及配件(MISIA)是微創外科手術中使用的主要醫療器械(不包括內窺鏡)。MISIA 主要產品類型包括：一次性套管穿刺器、高分子結紮夾、可吸收結紮夾、一次性電凝鉗、腹腔鏡吻合器、超聲切割止血刀系統、一次性刀頭以及重複性套管穿刺器和鉗。中國 MISIA 市場的銷售收入從2015年的96億元增至2019年的185億元，年複合增長率達17.8%，預計將於2024年達到人民幣408億元，自2019年起的年複合增長率將為17.2%。2019年普外科、婦產科、泌尿外科和胸外科等外科專科的銷售收入分別占中國 MISIA 市場的89.3%，且到2024年有望占到90.5%。

一次性產品替代重複性產品是微創外科手術的趨勢

根據產品是否為一次性使用，MISIA 市場通常可分為一次性 MISIA 市場和可重複使用 MISIA 市場。由於使用一次性產品可降低患者的感染風險及醫院的消毒負擔，一次性 MISIA 市場份額預計將逐年上升。

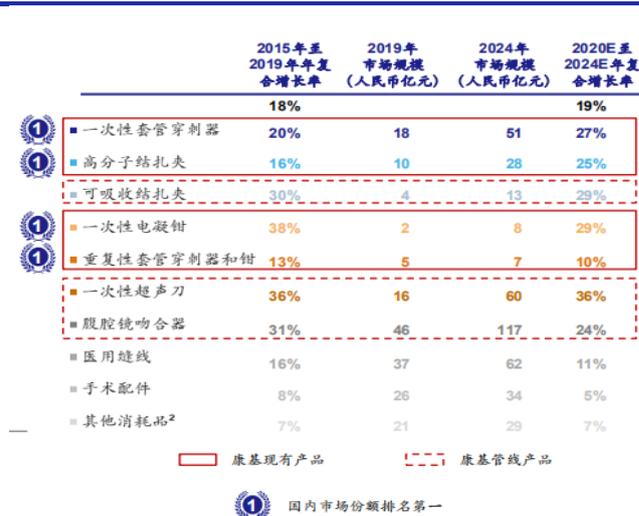
圖表 18：中國 MISIA 行業增速預測



(1) 基於出廠價格按銷售收入計。

(2) 結紮夾、超聲切割止血刀、腹腔鏡吻合器、醫用縫合線及若干其他消耗品僅可一次性使用

圖表 19：各產品市場規模和增速



■ 康基現有產品 ■ 康基管線產品

① 國內市場份額排名第一

資料來源：公司資料，第一上海

資料來源：公司資料，第一上海

行業競爭格局

公司在中國的 MISIA 市場份額排名國產第一。

中國的 MISIA 市場已進行整合，前十名廠商的總市場份額於 2019 年達到了 72.2%。按 2019 年的銷售收入計，公司在中國 MISIA 市場所有國內廠商中排名第一，在所有廠商中 (包括國際和國內廠商) 排名第四，市場份額為 2.7%，前三均為國外廠家：美敦力、強生和奧林巴斯，其中美敦力的市占率達到 41.2%，強生 (JNJ.N) 市占率為 16.2%，日本的奧林巴斯 (7733.T) 市占率為 3.2%，德國的卡爾史托斯 (Karl Storz) 市占率為 1.9%。排名第二的國內廠商整體排名第八，市場份額為 1.0%，本土的競爭對手主要有三聯星海醫療器械、迪克醫療器械、微創醫療 (00853.HK) 旗下的心脈醫療 (688016.SH)。按 2019 年的銷售收入計，康基亦是中國具備微創外科手術能力的三甲醫院中最暢銷的國內廠商。

按照銷售收入計，中國的

MISIA 市場目前由國際廠商主導。

按照銷售收入計，中國的 MISIA 市場目前由國際廠商主導，主要是由於：1) 國際品牌歷來主導高端的 MISIA 產品市場，如超聲切割止血刀系統一次性刀頭及腹腔鏡吻合器；2) 在所有的產品類型中，國際品牌的產品價格通常較高，可能是國內品牌的 2-4 倍，主要是由於國際廠商通常具備更先進的技術、更高的運營成本、研發費用及更長的臨床隨訪記錄。因此於國內的公司相比，國際廠商的許多產品均在 MISIA 市場商佔領先機。

然而近年來，由於國內技術的發展和研發投入的不斷增加，國內廠商逐漸能夠以具備競爭力的價格提供高品質的產品，進而從國際競爭中逐步脫穎而出，獲得越來越多的市場份額。一次性套管穿刺器、高分子結紮夾及一次性電凝鉗等細分領域的國產產品的市場份額到 2019 年分別達到 87.6%、62.5% 及 62.4%。

圖表 20：中國市場競爭格局（按收入計）

公司	進口/國產	銷售收入	市場份額
美敦力	進口	約 76 億人民幣	41.20%
強生	進口	約 30 億人民幣	16.20%
奧林巴斯	進口	約 6 億人民幣	3.20%
康基醫療	國產	約 5 億人民幣	2.70%

資料來源：灼識諮詢，第一上海

一次性套管穿刺器

2019 年中國一次性套管穿刺器市場規模為 17.8 億元，2015-2019 年的複合增長率為 19.9%，預測 2024 年將增長至 50.9 億元，年複合增長率為 23.4%，銷量的增速高於收入的增速。

一次性套管穿刺器由於其感染風險小，降低醫護人員消毒負擔，未來預計將逐漸取代重複性套管穿刺器。隨著安全意識日益增高且患者的負擔能力改善，按手術數量計，一次性套管穿刺器占中國穿刺器市場的市場份額從 2015 年的 28.1% 增至 2019 年的 44.8%，且預計將繼續增至 2024 年的 63.2%。

2019 年中國一次性套管穿刺器銷量為 1840 萬個，2015-2019 年的複合增長率為 34.1%，預測 2024 年將增長至 5780 萬個，年複合增長率為 29.1%。2019 年中國一次性套管穿刺器市場規模為 17.8 億元，2015-2019 年的複合增長率為 19.9%（2015-2019 年康基醫療一次性套管穿刺器的收入 CAGR 達到 44.9% 至 2.5 億元，遠高於同時期市場整體增速），預測 2024 年將增長至 50.9 億元，年複合增長率為 23.4%，銷量的增速高於收入的增速。

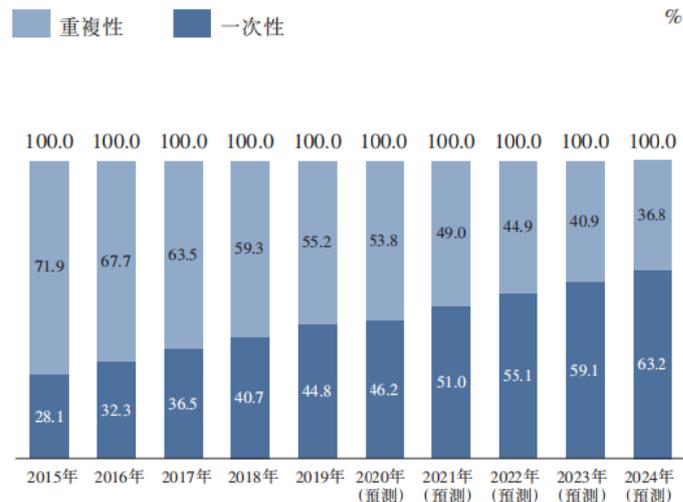
2019 年康基銷售 350.7 萬個一次性套管穿刺器，其按銷量計算的市場份額達 19.1%，排名第一，而按銷售收入計算的市場份額為 13.4%，僅排名第三。前面 2 家國際廠商的 2019 年銷量分別為 120 萬個和 104 萬個，銷量市占率分別為 6.5% 和 5.7%，而銷售收入計算的市場份額則高達 17.6% 和 14.6%。

圖表 21：2015-2024 中國一次性套管穿刺器市場規模及預測（百萬人民幣）



資料來源：公司資料

圖表 22：2015-2024 年中國一次性套管穿刺器和重複性套管穿刺器市場份額



資料來源：公司資料

以 2019 年的銷售收入計，公司是中國一次性套管穿刺器市場最大的國內廠商及所有廠商中的第三大廠商，市場份額為 13.4%。產品引領市場主要是由於以下原因：

- (1) 與進口產品媲美的產品品質和過往記錄，醫生認可度高；
- (2) 具競爭力的定價，使公司產品具備高性價比；
- (3) 與進口產品相比，更適應中國的各種微創外科手術類型、患者、手術需求及醫生的手術習慣，這為醫生提供更多定制化的選擇及便利；
- (4) 國產化替代政策、DRGS（DIP）和醫保報銷目錄等價格控制的政策令公司和其他國產企業受益。

圖表 23：2015-2024 中國一次性套管穿刺器市場規模及主要廠家

排名	公司 ¹⁾	品牌類型	銷售收入 ²⁾ (人民幣百萬元)	市場份額 (按銷售收入計)
1	公司A	國際	~312	17.6%
2	公司B	國際	~260	14.6%
3	本集團	國內	~239	13.4%
4	公司E	國內	~69	3.9%
5	公司F	國內	~50	2.8%
小計				52.3%

資料來源：公司資料

圖表 24：2019 年中國一次性套管穿刺器國產和進口分佈



資料來源：公司資料

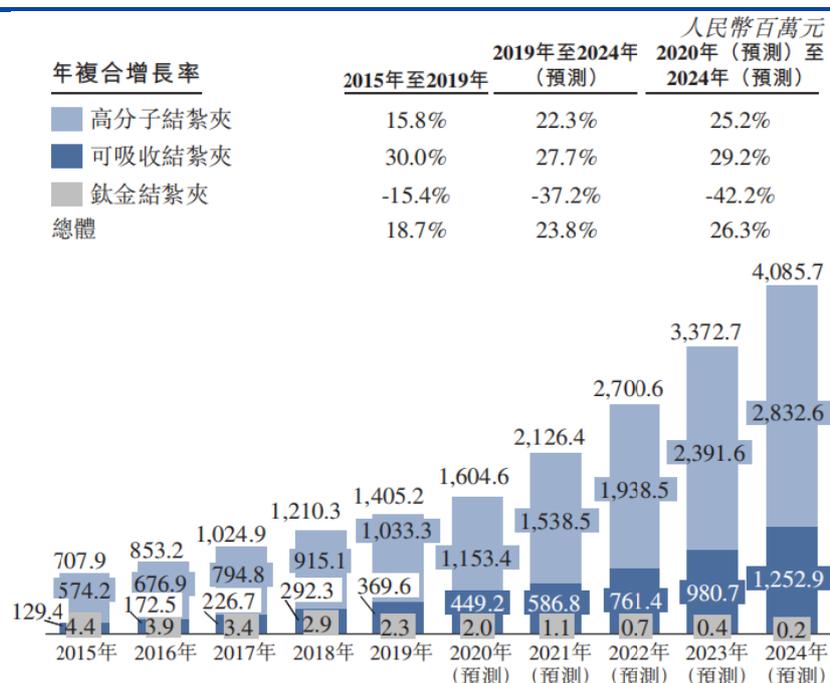
結紮夾

結紮夾分為三種類型，即鈦金結紮夾、高分子結紮夾和可吸收結紮夾。

結紮夾是一種植入性一次性醫療器械，在包括微創外科手術在內的外科手術中用於快速阻塞血管和其他管狀組織結構。每台手術使用的結紮夾數量介乎 2 至 15 個。

結紮夾分為三種類型，即鈦金結紮夾、高分子結紮夾和可吸收結紮夾。鈦金結紮夾以鈦金屬製成，價位遠低於其他類型的結紮夾，但對 CT、MRI 或 X 射線等醫學檢查診斷有干擾，並會逐漸鬆弛。高分子結紮夾為射線可透，價位中等。可吸收結紮夾由可生物降解的材料製成，可在人體內降解吸收，較其他類型的結紮夾而言價位最高。2019 年中國結紮夾銷量為 4290 萬個，其中高分子結紮夾銷量占比 62.2%，可吸收結紮夾的銷量占比為 8.6%。

圖表 25：2015-2024 年中國結紮夾市場規模及預測



資料來源：灼識諮詢，第一上海

高分子結紮夾一直並將繼續是結紮夾市場的最大細分市場。按銷售收入計，2019 年中國高分子結紮夾占結紮夾市場的比例為 73.5%，且預測 2024 年的比例為 69.3%。

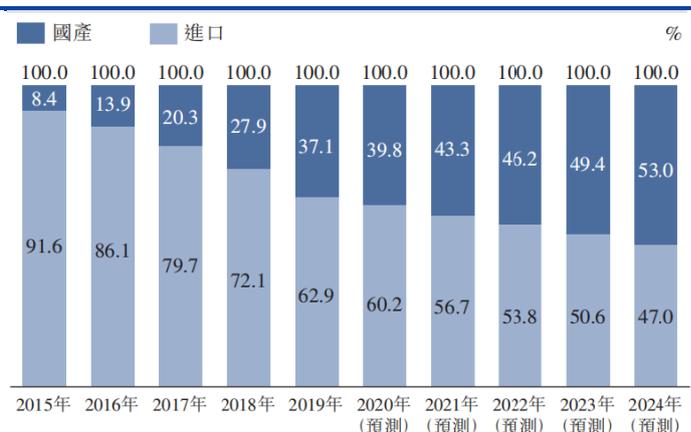
2019 年國產高分子結紮夾按照銷售收入的市場份額為 37.1%，而按照銷量市場份額而言國產高分子結紮夾已達 62.5%，依然存在一定的國產化替代空間。預計隨著國產化進程的推進，到 2024 年，國產高分子結紮夾將達到 53.0% 的市場份額（按收入計）。2019 年，以銷售收入計，公司的高分子結紮夾產品市場份額為 13.0%，位於國產品牌第一。

圖表 26：2019 年中國高分子結紮夾前五大廠商

排名	公司 ^a	品牌類型	銷售收入 ^b (人民幣百萬元)	市場份額 (按銷售收入計)
1	公司D	國際	-340	32.9%
2	本集團	國內	-135	13.0%
3	公司G	國內	-44	4.3%
4	公司H	國內	-40	3.9%
5	公司I	國內	-16	1.5%
	小計	/		55.6%

資料來源：灼識諮詢，第一上海

圖表 27：2015–2024 國產及進口高分子結紮夾的市場份額預測（以銷售收入計）



資料來源：灼識諮詢，第一上海

由於較其他類型結紮夾而言，可吸收結紮夾對市場來說相對較新，且定價相對較高，2019年，中國所有醫院的可吸收結紮夾滲透率僅為 7.7%，遠低於美國的 40.0%，預測到 2024 年其在所有醫院的滲透率將增長至 14.4%。預測三甲醫院的滲透率將更高，至 2024 年將達到 16.5%。

另外，公司預計於 2021 年推出可吸收結紮夾，2019 年在中國所售的可吸收結紮夾按銷量和銷售收入計分別有 31.1% 和 24.2%，預計於 2024 年將分別增加到至 56.0% 和 47.4%（灼識諮詢）。預計公司的產品上市之後，憑藉其微創外科全產品線的佈局，優秀的過往臨床記錄和行業認可，具有競爭力的定價能等，將獲得不錯的市場份額。

一次性電凝鉗

2019 年我國第三類一次性電凝鉗的市場規模為 0.647 億人民幣，預計 2019–2024 的年複合增長率為 63.8%，2024 年的市場規模達到 7.6 億人民幣。

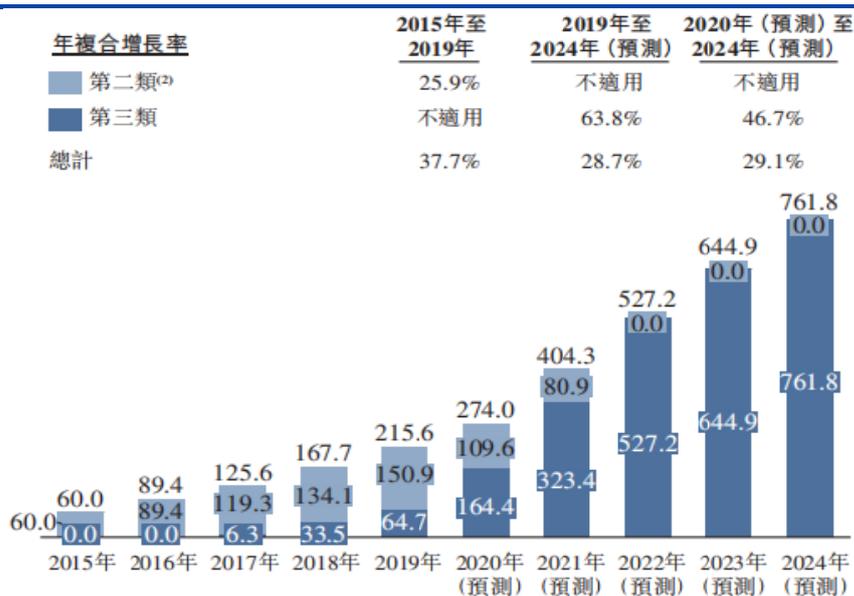
用於微創外科手術的一次性電凝鉗利用高頻電流快速密封血管並有效防止出血。借助不同的鉗尖，此類器械可用於解剖、抓取或切割。目前市場有有第二類和第三類一次性電凝鉗。由於監管規定趨嚴以及產品升級，隨著第二類一次性電凝鉗註冊證書的到期，自 2022 年起所有的一次性電凝鉗將均為第三類。

2019 年，中國的三甲醫院一次性電凝鉗的滲透率低於 2.5%。由於越來越多對一次性電凝鉗的偏好（尤其是考慮到高交叉感染風險），預測於 2024 年，三甲醫院及所有醫院的滲透率將分別增至 4.1% 及 3.8%。2019 年我國第三類一次性電凝鉗的市場規模為 0.65 億人民幣，預計 2019–2024 的年複合增長率為 63.8%，2024 年的市場規模達到 7.6 億人民幣。

以 2019 年的銷售收入計，公司是中國最大的第三類一次性電凝鉗銷售廠商，市場份額為 48.3%。公司取得壓倒性優勢的原因來自：（1）公司是國內第一家獲得藥監局批准上市的三類電凝鉗的生產商，具有巨大的先發優勢；（2）相比進口品牌更具性價比；（3）臨床驅動的產品改進政策，更貼近臨床醫生的需求。

2019 年中國境內的國產一次性電凝鉗按銷售收入計占 41.6%，遠高於 2015 年 16.4%，預計到 2024 年，國產的三類一次性電凝鉗市場份額將達到 48.2%（按收入計，按銷量占比預計達 65.2%）。

圖表 28：2015-2024 年中國電凝鉗市場規模預測（人民幣百萬元）



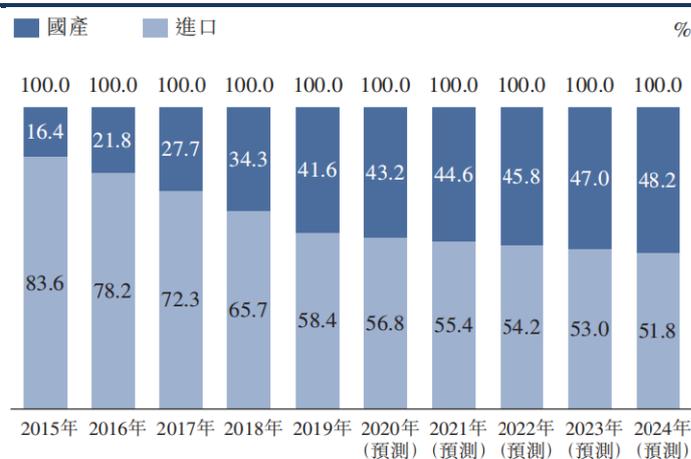
資料來源：灼識諮詢，第一上海

圖表 29：2019 年中國三類一次性電凝鉗前五大廠商

排名	公司 ⁽¹⁾	品牌類型	銷售收入 ⁽²⁾ (人民幣百萬元)	市場份額 (按銷售收入計)
1	本集團	國內	~31	48.2%
2	公司B	國際	~14	22.3%
3	公司K	國際	~9	14.6%
4	公司C	國際	~6	8.8%
5	公司L	國際	~2	3.5%
小計				97.6%

資料來源：公司資料

圖表 30：2015-2024 年國產進口三類一次性電凝鉗子市場份額



資料來源：公司資料

超聲切割止血刀系統一次性刀頭

2019 年我國超聲切割止血刀系統一次性刀頭的市場規模為 15.5 億人民幣，2019-2024 年的複合增長率為 30.9%，2024 年市場規模達到 59.7 億人民幣。

超聲切割止血刀系統一次性刀頭通過超聲振動同時切割或燒灼組織。超聲刀的工作原理是通過超聲頻率發生器使金屬刀頭以超聲頻率進行機械震盪，使得組織內的水分子氫化、蛋白質氫鍵斷裂、細胞崩解、組織被切開或者凝固，血管閉合。超聲刀分為快檔和慢檔，快檔主要用於組織切割、慢檔主要用於止血。

超聲刀在腹腔鏡外科手術中的應用具有明顯的優點。研究發現超聲刀對周圍組織的損傷遠小於電刀，其精確的切割作用，還有超聲刀頭分為工作端和非工作端，使用時使非工作側刀頭靠近血管或重要臟器，使它可安全地在重要的臟器和大血管旁邊進行分離切割，不會損傷血管和臟器，並且少煙少焦痂，使腹腔鏡手術視野更清晰、流暢。除此之外，超聲刀不像電刀，工作是無電流通過人體使手術更

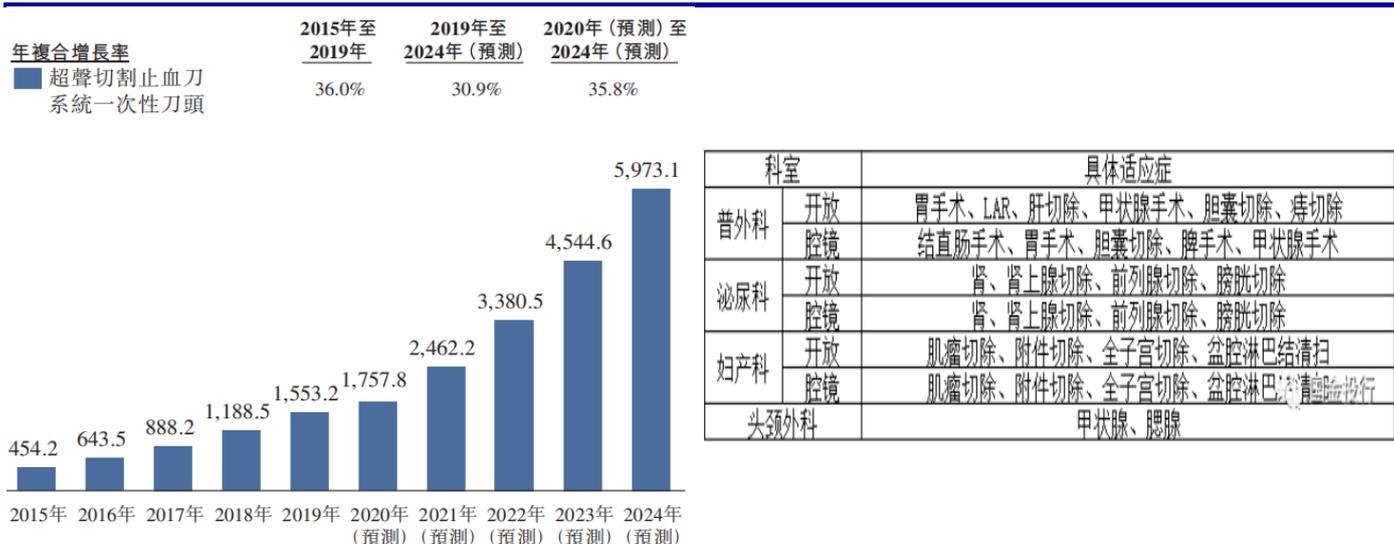
安全，減少了併發症的發生。在分離粘連尤其是腫瘤與附近組織粘連時，使用電刀分離有時容易導致出血或臟器損傷，但使用超聲刀後變得比較容易處理，降低了手術的難度也減少了術中出血量，且更加符合腫瘤手術的無瘤原則。

超聲切割止血刀系統作為一種先進的高價值 MISIA，臨床需求量特別大，良惡性腫瘤領域都能用到。公司預計超聲切割止血刀系統一次性刀頭的銷售未來幾年將保持強勁增長，並成為整個 MISIA 市場中增長最快的一部分。特別是，採用剃刀和刀片模式銷售超聲切割止血刀系統一次性刀頭呈增長趨勢，在這種模式下，市場參與者通常以低價出售超聲切割止血刀系統一次性刀頭系統以增加超聲切割止血刀系統一次性刀頭（一種補充性一次性產品）的銷售。這種銷售模式預計將進一步助力超聲切割止血刀系統一次性刀頭市場增長。

預計中國的一次性超聲切割止血刀一次性刀頭將迎來快速增長階段，原因為：1、國產產品以低價進入這個市場，預計呈現快速放量的趨勢；2、由於超聲刀在物價目錄裡沒有，只能按每次使用次數計費，一般價格在 1000-1500 元，但是強生超聲刀的售價在 6000 元+，故很多醫院實際在多次使用進口的超聲刀產品，醫院需要低價優質的產品來滿足一次性使用條件；3、強生等進口產品的單價較高（單價介於 6000-7000 人民幣）、DRGS 和醫保報銷額度等政策限制了醫院和醫生對進口產品的使用，國產化替代進程加速；3、國產產品品質逐漸完善，以康基醫療為代表的超聲刀受到臨床醫生認可，已可以滿足臨床的基本需求。

根據灼識諮詢的資料，2019 年我國超聲切割止血刀系統一次性刀頭的市場規模為 15.5 億人民幣，2019-2024 年的複合增長率為 30.9%，2024 年市場規模達到 59.7 億人民幣。

圖表 31：2015-2024 年我國超聲切割止血刀系統一次圖表 32：超聲刀適用科室
性刀頭市場規模預測（人民幣百萬元）



資料來源：公司資料

資料來源：器械科

強生等國際品牌是中國超聲切割止血刀系統一次性刀頭市場的早期進入者，並且處於壟斷地位，國內廠商近年來正迎頭趕上。2019 年，以銷售收入計，前三大品牌均為進口廠商，佔據了整個超聲刀市場近

90%的市場份額。國產超聲刀生產商份額小，與康基醫療不同的是，國產廠商多以單一產品生產商為主。國產品牌進口替代空間巨大。

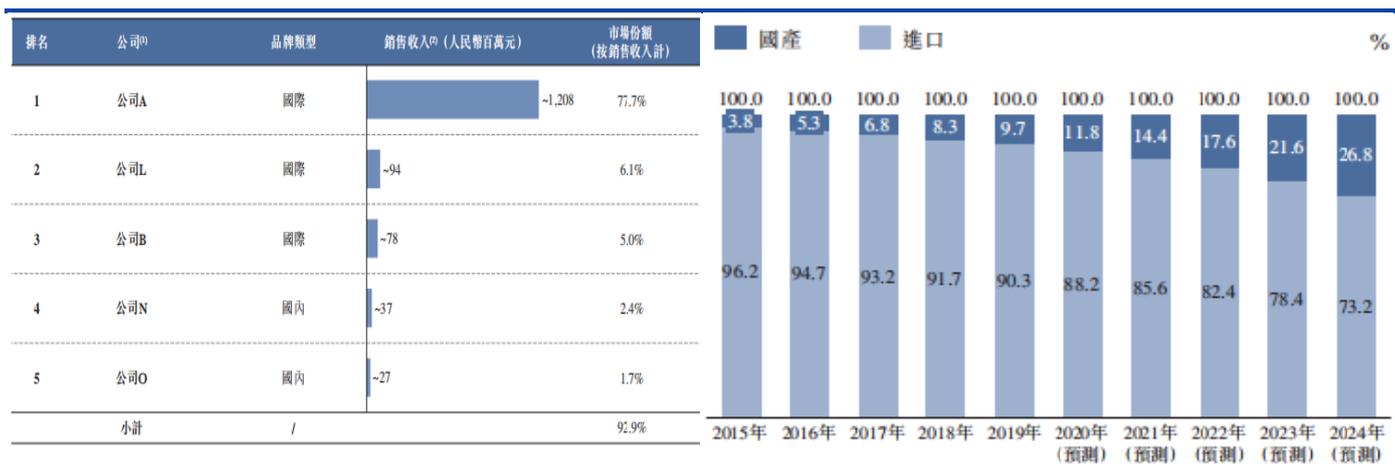
該領域的競爭壁壘是刀頭耗材的材料及工藝難關，刀頭的主要材料是鈦合金，其加工工藝直接影響到超聲刀設備的輸出頻率，進而影響臨床切割和止血效果。

2019年，中國境內的國產超聲切割止血刀系統一次性刀頭的市場份額按銷售收入計為9.7%，高於2015年的3.8%，且該百分比預測到2024年將分別進一步增至26.8%。

2019年強生超聲切割止血刀系統一次性刀頭的平均價為3451元，而其餘國產領先企業的平均價格在1000-2600元之間。公司已於2020年11月推出超聲切割止血刀系統一次性刀頭產品，公司的超聲切割止血刀系統產品預計上市後定價約為1200元，能夠被絕大多數地區的物價覆蓋，通過和進口產品的正面競爭，有望在國產替代趨勢的推動下較快獲得不錯的市場份額。

從滲透率看，2019年，中國甚至連三甲醫院的超聲切割止血刀系統一次性刀頭滲透率都低於5.0%，而美國的滲透率則達到了25.0%。由於患者支付能力和醫院手術能力的提高，以及進口替代加快，預計未來幾年滲透率將有大幅提升。

圖表 33：2019 年中國超聲切割止血刀系統一次性刀頭前五大廠商 圖表 34：2015-2024 國產和進口超聲切割止血刀系統一次性刀頭市場份額



資料來源：灼識諮詢，第一上海

資料來源：灼識諮詢，第一上海

腹腔鏡吻合器

2019年腹腔鏡吻合器收入規模達50.2億元，複合增速為31%，預計20-24年複合增速達20.7%至117億元。

腹腔鏡吻合器用於縫合腹腔鏡手術中的切口。腹腔鏡吻合器和超聲切割止血刀系統一次性刀頭相似，同屬先進的高價值MISIA。吻合器的優勢明顯：1、縫合快速，操作簡便，縮短手術時間，減少了組織損傷及縮短了住院時間。2、準確、牢固可靠，保持良好血運，組織癒合更加保證，有效防止滲漏，明顯減低了吻合口漏的發生率；3、使術野狹小，部位較深的手工操作困難的縫合和吻合變得容易；4、將手工操作的開放式縫合或吻合變為密閉式縫合和吻合，使消化道重建及支氣管殘端閉合時污染手術野的機會減少；5、副作用少和手術併發症少，可進行交叉重複縫合而避免血供和組織壞死，使腔鏡手術（胸腔鏡和腹腔鏡等）成為可能。

在美國，腹腔鏡吻合器是微創外科手術中的主要縫合儀器，2019年的滲透率為40.0%，而在中國，腹腔鏡吻合器的滲透率仍然處於相對較低的水準。由於其高價位，所有醫院的腹腔鏡吻合器滲透率為15.1%，三甲醫院的腹腔鏡吻合器滲透

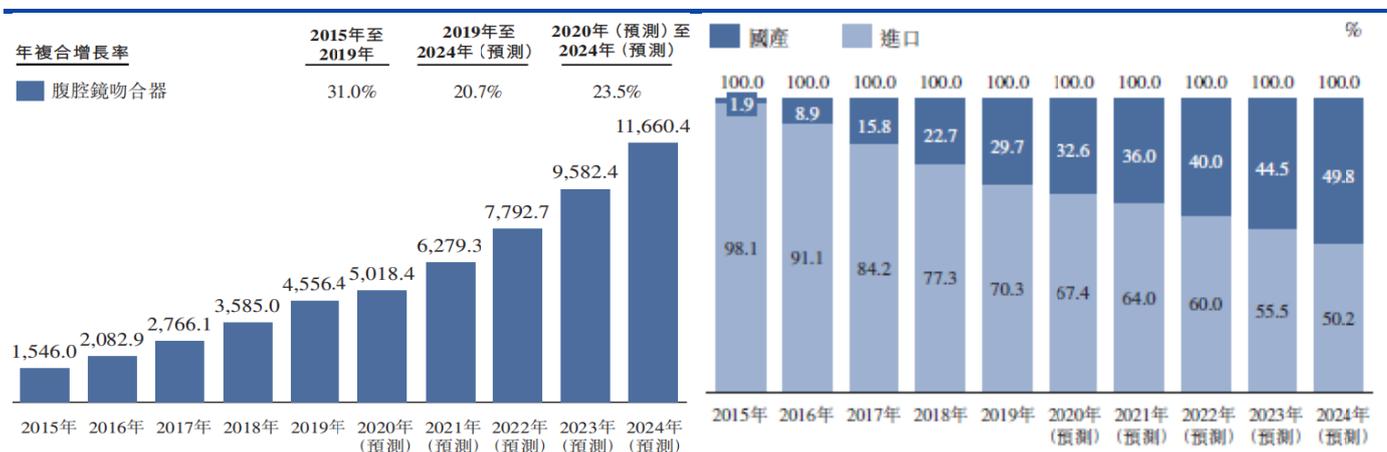
率為 18.0%，預測於 2024 年分別增長至 21.4%和 25.1%。2019 年腹腔鏡吻合器收入規模達 50.2 億元，複合增速為 31%，預計 20-24 年複合增速達 20.7%至 117 億元。

由於進口產品較早進入中國市場，目前中國的腹腔鏡吻合器市場仍然由進口產品主導，強生和美敦力佔據了 81%的市場，而國內廠家市場較為分散，近些年市占率提升程度有限，國內的廠家有法蘭克曼、常州康迪、常州智業、蘇州貝諾等。2019 年國產產品的市場份額為 16.4%（以銷售收入計），預計隨著進口替代加速，國產的份額將迅速提升。2019 年國際龍頭吻合器的平均價格在 3000 元左右，而國內領先吻合器公司的價格在 1100 元左右。

面對進口廠家的競爭，公司將採用重點醫院重點突破的策略。

面對進口廠家的競爭，公司將採用重點醫院重點突破的策略，通過和業務往來多的標杆性醫院密切合作，發揮公司擅長的學術推廣能力，通過重點醫院帶動下一級的市場銷售的提升。

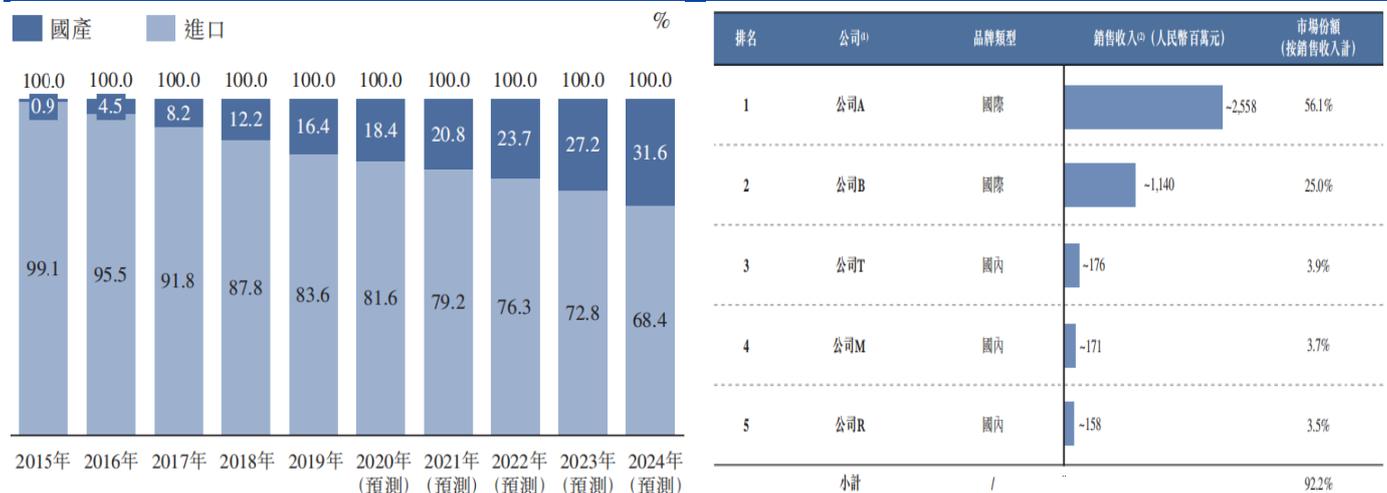
圖表 35：2015-2024 年中國腹腔鏡吻合器市場規模 (人民幣百萬) 圖表 36：2015-2024 年國產/進口腹腔鏡吻合器市場份額預測 (按銷量計)



資料來源：灼識諮詢，公司資料

資料來源：灼識諮詢，公司資料

圖表 37：2015-2024 年國產/進口腹腔鏡吻合器市場份額預測 (按收入計) 圖表 38：2019 年中國腹腔鏡吻合器市場前五大廠商



資料來源：灼識諮詢，公司資料

資料來源：灼識諮詢，公司資料

集采預期及應對

穿刺器產品

集采預計依據降價幅度調整經銷模式。公司未來預計以單孔穿刺器替代傳統穿刺器來降低集采帶來的風險，目前公司單孔穿刺器占比只有 5%。單孔穿刺器相對於多孔穿刺器，具備創口少等優勢，替代趨勢明顯。目前國內做的單孔的廠家很少，近幾年應該集采的概率不大。

2020 年上半年穿刺器整體銷量下降了 9.1%，但是單孔增長了 54%，從銷售上看單孔穿刺器是行業發展趨勢。另外，每台手術單孔穿刺器的費用是多孔穿刺器的一倍，銷售一台單孔等於兩台多孔，有利於整體毛利率的改善。

結紮夾產品

目前結紮夾的生產廠家很少，只有四五個企業，集采的可能性較小，未來即便參與集采，中標廠家有三家，預計降價幅度不會太大。

電凝鉗產品

目前國內的一次性電凝鉗一共有三張註冊證，另外兩張證的廠商都是單產品，而康基醫療生產的電凝鉗是系列產品，SKU 豐富，能更多程度滿足臨床醫生需求。另外由於電凝鉗屬於三類醫療器械，藥監局審批週期較長，近兩三年參與集采的可能性不大。

一次性超聲刀

目前國產的幾個品牌速邁、安和和厚凱這三家廠商都是專注于單一產品。公司有企業品質控制體系，良率較高，如果產品上量，則成本會顯著下降，預計會較其他競爭對手更有成本優勢。目前福建做了超聲刀的帶量採購，價格在 2000 元以上，這個價格對於對公司來說是非常合適的。

腹腔鏡吻合器產品

因吻合器產品較為成熟，市場上用量較大，我們認為集采面臨一定的風險。但公司基於其豐富的產品線，不斷上市的新產品作為補充，抗風險能力明顯高於同行。

若吻合器納入集采，隨著吻合器價格下降，將會空出很大的手術費用空間。例如一台結腸手術費用 5 萬元，吻合器占了 1-2 萬。吻合器集采後，手術費用還是 5 萬塊，其他手術耗材的使用量就會上升。若未來康基醫療的吻合器納入集采，作為平臺型的微創手術器械生產商，公司會提供更多其他手術器械產品供醫生選擇。這些產品的使用量預計會呈現爆發式增長。

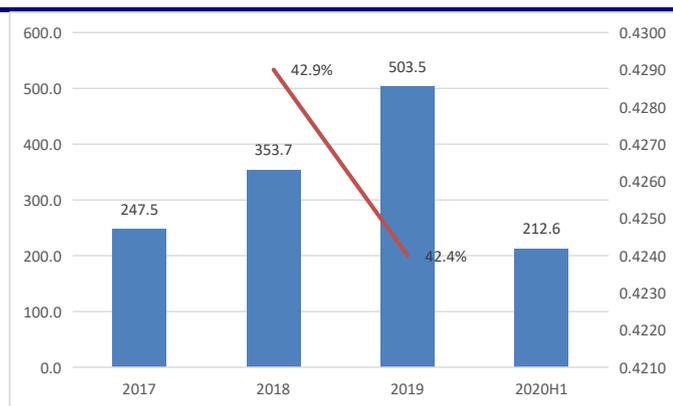
我們預計短期內將以省級集采為主，公司會慎重應對省集采的價格調整，如江蘇徐州集采一次套管穿刺器最高降幅 78%，平均降幅 59.5%，公司則採取放棄策略。MISIA 產品對手術影響較大，醫生更加偏好品質優異的產品，故最終徐州執行效果一般。但如果出現全國集采我們預計公司必須積極應對，目前經銷商的利潤空間較大，合理的降幅對於公司是沒有影響的。但如果價格降幅很高，公司將可能考慮跳過經銷商選擇直銷模式，但預計在降價幅度較大的情況下，當地採購量也會有較大提升。

公司近年處於業績高速增長期，上半年疫情影響導致需求延遲

歸母淨利潤從 2017 年的 1.18 億元增長到 2019 年的 2.06 億元，年複合增長率達 53.6%。公司的營業收入從 2017 年的 2.48 億元增長到 2019 年的 5.03 億元，年複合增長率達 42.6%。歸母淨利潤從 2017 年的 1.18 億元增長到 2019 年的 2.06 億元，年複合增長率達 53.6%。

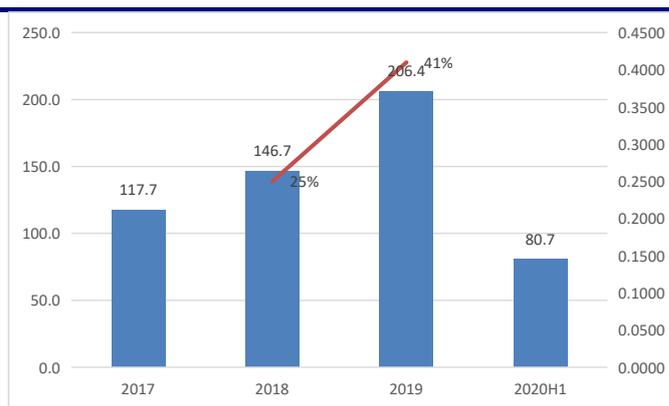
2020 年上半年實現營業收入 2.13 億元，同比下滑 1.6%，實現歸母淨利潤 0.79 億元，同比下降 4.7%。收入和利潤增速下滑系上半年受疫情影響導致可擇期手術需求延遲。隨著下半年國內疫情受控，我們預計下半年的手術恢復量較為樂觀。

圖表 39：公司 2017-2020H1 營業收入及增長情況（百萬人民幣）



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 40：公司 2017-2020H1 歸母淨利潤及增長情況（百萬人民幣）



資料來源：公司資料，第一上海

目前公司海外業務占比較小，但未來也會通過增加海外產品品類來擴大海外業務。目前公司海外客戶主要來自歐洲，包括西班牙、義大利和法國，我們認為以公司的產品品質和比較優勢，未來有能力逐漸擴大其海外業務。

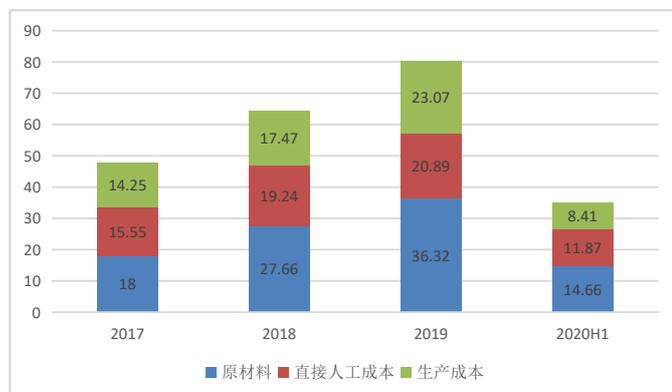
圖表 41：公司 2017-2020H1 國內外收入情況（百萬人民幣）



資料來源：公司資料，第一上海

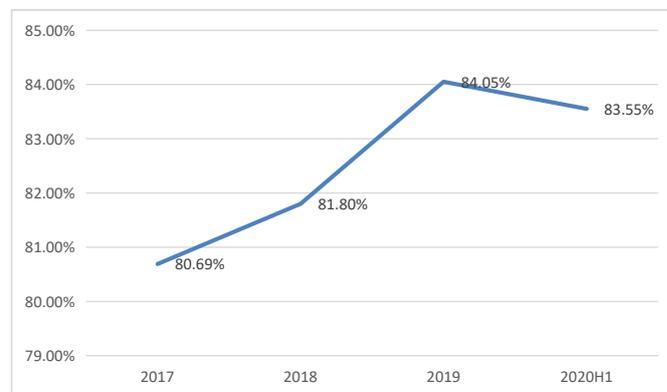
2017 年以來公司產品的毛利率水準維持在 80% 以上。2020 上半年受疫情影響略有下滑，達 83.5%。

圖表 42: 銷售成本占比 (人民幣百萬元)



資料來源：公司資料，第一上海

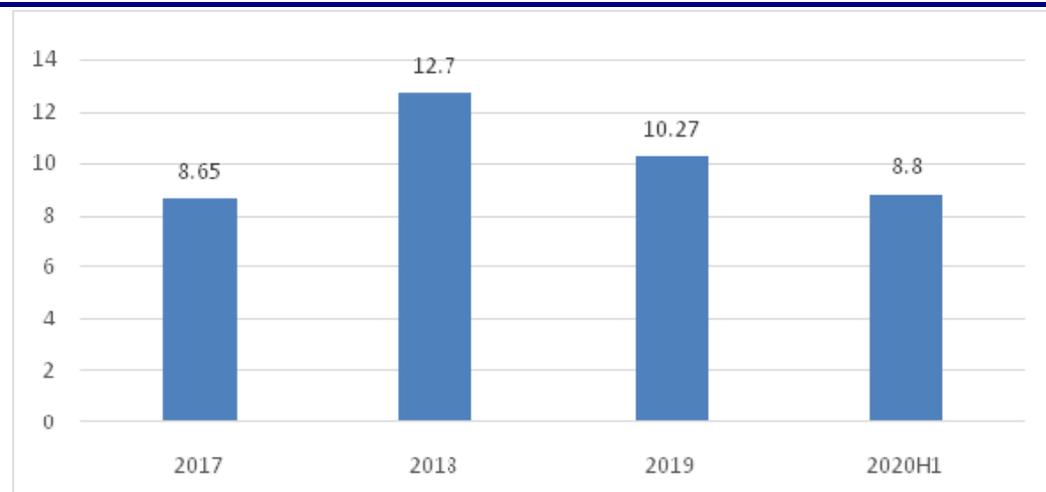
圖表 43: 經調整毛利率



資料來源：公司資料，第一上海

公司的資本開支主要用於建造生產設施、購買廠房及機器設備、傢俬和裝置及機動車有關。2018 年在建工程的資本開支相對較高，為人民幣 10.5 百萬元，主要是因為公司正在建設兩個新的生產設施，並於 2019 年上半年完工。2020 年上半年資本開支為人民幣 8.8 百萬元，主要用於購買機器、設備和機動車。

圖表 44: 資本支出情況 (百萬元)



資料來源：公司資料，第一上海

公司 2017-2019 的管理費用率同比下降，反應出了公司的較強的管理效率和費用控制能力。2020 年上半年受疫情影響管理費用率有了較大幅的上升。研發開支自 2017 年以來逐年增長。公司的研發開支主要投放於新產品的研發管線和技術儲備，反應了公司注重創新，在保持競爭優勢上積極的戰略規劃。

圖表 45: 三項費用率情況



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 46: 研發開支及占比



資料來源：公司資料，第一上海

流動性指標逐年向好，現金充沛。

截止 2020 年 6 月 30 日，公司的資產負債率為 4.96%，處於歷年來的低水準，公司的負債率水準向好。截至 2020 年 6 月 30 日，公司的流動比率為 20.22，速動比率為 19.95，現金比率為 19.16，流動性充裕。

圖表 47: 資產負債情況



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 48: 流動性情況



資料來源：公司資料，第一上海

目標價 23.09 港元，買入評級

給予公司未來 12 個月的目標價為 23.09 港元。

我們預測公司 2020-2022 年的收入分別為 5.6 億元、8.0 億元和 10.8 億元，歸屬於母公司的淨利潤分別為 3.0 億元、4.8 億元和 6.2 億元。

隨著中國社會漸入老齡化，加上微創手術的發展，另很多產品的滲透率還很低，如電凝鉗只有約 2% 的滲透率，超聲刀 3.1% 的滲透率，吻合器 15% 的滲透率，發展空間巨大。即使是一次性穿刺器和高分子結紮夾也只有 45% 和 62% 的滲透率，仍有發展空間。而且 MISIA 行業仍以外資主導，國產替代空間巨大。MISIA 產品在微創手術中作用巨大，醫生對其安全性、便利性等要求高，如果品質等不過關，對手術影響巨大，醫生對產品選擇慎重。

行業需求旺盛，公司發展空間巨大，在銷量上我們預期較為樂觀。最難把握的是價格。價格因素的利好方面是當前外資價格普遍是國內廠商價格的 2-3 倍，另外經銷

商仍有較大空間，也為可能的降價帶來一定的緩衝墊。而最大的問題是，任何產品一旦進入國家集采，在當前的集采規則下，有可能會出現一刀砍到腳踝的極端價格。

我們認為上市之初市場對 MISIA 行業的發展空間和明星基石的狂熱追逐造成股價快速上漲，而如今又對集采過度恐慌而造成股價的快速下挫。我們在長期估值中採取實際分析、保守預估的前景預測，分品類根據實際情況考慮降價影響，如我們在模型中把一次性普通套管穿刺器 10 年後的出廠價設定為當前價格 40%（如果極端情況變為直銷，則相當於市場價降價 80-90%）。如吻合器我們認為可能進入全國集采，我們在 21 年產品上市的毛利率便設定為 57%，後面更是將其調整至 25% 以充分反映集采可能帶來的極端影響。以上種種，我們預計公司的綜合毛利率從 19 年的 84% 降為 10 年後的 56%。

但是即使我們做了保守預估，我們仍認為隨著市場滲透率的提升和國產替代的進程，公司收入在 10 年後仍有較高增速。

圖表 49：同類公司估值情況（截至 2020 年 12 月 8 日）

		市值 (億HKD)	股價 (HKD)	2019 年收入 (億HKD)	2019 利潤 (億HKD)	2019	PE		2020E	2021E
康基医疗	9997 HK Equity	360.64	14.10	5.03	2.06	#N/A	N/A	48.82	28.25	
微创医疗	853 HK Equity	729.12	35.30	7.93	0.46	#N/A	N/A	#N/A	414.02	
爱康医疗	1789 HK Equity	282.39	12.32	9.27	2.67	36.83		32.60	24.51	
春立医疗	1858 HK Equity	169.12	20.65	8.55	2.37	24.51		17.37	12.87	
威高股份	1066 HK Equity	918.03	14.42	103.64	18.45	28.70		26.32	21.14	
先健科技	1302 HK Equity	96.90	4.05	6.69	1.29	105.38		75.72	63.10	
康德莱器械	1501 HK Equity	99.35	40.20	2.86	1.00	42.81		51.64	40.03	
平均		352.07				47.65		42.08	31.65	

資料來源：Bloomberg，第一上海

圖表 50：DCF 估值情況

折現年限	高速成長期					穩定成長期					永續期	
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
假設	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
(千人民幣)												
CFO	305,970	460,496	598,189	742,713	933,565	1,087,892	1,357,107	1,601,269	1,996,890	2,221,722	2,647,265	3,028,323
YoY		50.5%	29.9%	24.2%	25.7%	16.5%	24.7%	18.0%	24.7%	11.3%	19.2%	14.4%
CAPEX	(100,000)	(150,000)	(150,000)	(200,000)	(250,000)	(150,000)	(30,000)	(30,000)	(30,000)	(30,000)	(30,000)	(30,000)
YoY				33%	25%	-40%	-80%	0%	0%	0%	0%	0%
自由現金流量	205,970	310,496	448,189	542,713	683,565	937,892	1,327,107	1,571,269	1,966,890	2,191,722	2,617,265	2,998,323
YoY		51%	44%	21%	26%	37%	41%	18%	25%	11%	19%	15%
折合至 2020 年的現金流量	205,970	282,269	370,404	407,748	466,884	582,357	749,117	806,309	917,569	929,504	1,009,069	19,266,389
永續期折現值												51,970,932
WACC	10.00%											
長期增長率	4.0%											
valuation												
現金流折現	25,993,589											
減：淨金融負債												
減：少數股東權益+合夥人權益												
股本價值	25,993,589											
股本數量 (預期)	1252207.5											
DCF 法之每股價值 (元)	20.76											
每股價值 (港元)	23.09											

資料來源：wind，第一上海預測

我們以 10% 的折現率，4% 的永續增長率為公司估值，得出目標價 23.09 港元，分別對應 2020 年/2021 年/2022 年的 86.9/54.6/41.9 倍 PE，較公司收市價 14.1 港元有 63.8% 的上升空間，給予買入評級。

風險因素

國家集采風險
競爭加劇
手術安全事故風險

主要財務報表

財務報表摘要

千元人民币，财务年度截至12月31日

损益表	2018实际	2019实际	2020预测	2021预测	2022预测	财务分析	2018实际	2019实际	2020预测	2021预测	2022预测
营业收入	353,670	503,467	556,190	804,842	1,083,082	盈利能力					
营业成本	(64,373)	(80,292)	(88,782)	(152,430)	(139,446)	经营利润率 (%)	73.8%	77.7%	64.8%	71.3%	69.1%
毛利润	289,297	423,175	467,408	652,412	850,292	EBITDA 利润率 (%)	75.6%	79.1%	66.2%	72.5%	70.2%
销售费用	(20,506)	(41,355)	(50,057)	(64,387)	(86,647)	净利率 (%)	63.3%	64.9%	53.8%	59.2%	57.3%
行政开支	(28,493)	(25,645)	(83,429)	(52,315)	(67,151)	营运表现					
经营盈利	261,159	391,194	360,396	574,020	748,049	SG&A/收入 (%)	18.1%	16.8%	29.0%	19.5%	19.2%
其他收入及收益	36,171	53,601	55,619	80,484	108,308	实际税率 (%)	14.3%	16.5%	17.0%	17.0%	17.0%
财务费用	2	-	-	-	-	股息支付率 (%)	-	-	-	-	-
税前盈利	261,159	391,194	360,396	574,020	748,049	应付账款天数	6.04	5.88	5.88	5.88	5.88
所得税	(37,366)	(64,459)	(61,267)	(97,583)	(127,168)	应收账款天数	40	44	46	46	46
利润总额	223,793	326,735	299,129	476,437	620,881	存货周转天数	33	27	27	27	27
公司权益持有人:	146,701	206,444	290,275	476,437	620,881	财务状况					
折旧及摊销	6,261	6,845	7,902	9,878	12,347	负债/权益	10%	35%	3%	3%	2%
EBITDA	267,420	398,039	368,298	583,898	760,396	收入/总资产	66%	64%	17%	22%	25%
						总资产/股本	0.43	0.63	2.56	2.95	3.44
						息税前保障倍数	74%	78%	65%	71%	69%
每股盈利(元)			0.23	0.38	0.50	净资产收益率	55.3%	64.8%	9.6%	13.3%	14.7%
增长											
营业收入 (%)	42.9%	42.4%	10.5%	44.7%	34.6%						
EBITDA (%)	58.6%	48.8%	-7.5%	58.5%	30.2%						
每股收益 (%)	-	-	-	65.2%	31.6%						
资产负债表	2018实际	2019实际	2020预测	2021预测	2022预测	现金流量表	2018实际	2019实际	2020预测	2021预测	2022预测
现金	352,724	565,148	2,885,353	3,195,849	3,644,038	税前盈利	261,159	391,194	360,396	574,020	748,049
应收账款和票据	47,786	73,012	66,036	81,105	94,833	营运资金变化	(18,360)	(11,477)	(1,061)	(25,819)	(35,039)
存货	37,159	36,922	44,931	58,812	80,466	其他经营现金流	(36,115)	(43,966)	(61,267)	(97,583)	(127,168)
其他流动资产	24,725	42,183	41,482	47,085	46,967	所得税	37,366	64,459	61,267	97,583	127,168
总流动资产	462,394	717,265	3,037,802	3,382,851	3,866,304	营运现金流	204,737	325,842	305,970	460,496	598,189
非流动资产						资本开支	(12,700)	(10,277)	(100,000)	(150,000)	(150,000)
固定资产	52,651	56,526	148,624	288,746	426,399	其他投资活动	-	-	-	-	-
无形资产	17,537	66	66	66	66	投资活动现金流	(255,728)	183,135	(100,000)	(150,000)	(150,000)
其他非流动资产	714	-	-	-	-	负债变动	15,235	226,017	(189,657)	8,734	225
总资产	535,230	792,782	3,205,417	3,690,588	4,311,694	股本变动	-	-	-	-	-
流动负债						其他融资活动现金流	(15,268)	(332,310)	2,399,704	(8,734)	(225)
短期借款	-	-	-	-	-	融资活动现金流	(33)	(106,293)	2,210,047	-	-
应付账款	6,892	9,318	8,589	17,323	17,548	现金变化	(51,024)	402,684	2,416,017	310,496	448,189
其他短期负债	41,233	258,054	69,126	69,126	69,126	期初持有现金	110,809	64,580	469,336	2,885,353	3,195,849
总流动负债	48,125	267,372	77,715	86,449	86,674	期末持有现金	64,580	469,336	2,885,353	3,195,849	3,644,038
长期借款	-	-	-	-	-						
其他固定负债	3,180	9,950	9,950	9,950	9,950						
总负债	51,305	277,322	87,665	96,399	96,624						
股东权益	483,925	515,460	3,117,752	3,594,189	4,215,070						
负债权益合计	535,230	792,782	3,205,417	3,690,588	4,311,694						

資料來源：公司資料，第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話：(852) 2522-2101
傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關連人仕不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關連人仕可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。