

市场价格(人民币): 239.45元

目标价格(人民币): 312.73元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.33
已上市流通A股(亿股)	0.44
总市值(亿元)	319.28
年内股价最高最低(元)	322.89/170.25
沪深300指数	4834
上证指数	3536



## 内镜诊疗器械先锋, “创新+出海” 打开新局面

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,307	1,326	1,845	2,450	3,201
营业收入增长率	41.79%	1.45%	39.10%	32.79%	30.65%
归母净利润(百万元)	304	261	362	556	788
归母净利润增长率	57.55%	-14.11%	38.77%	53.68%	41.67%
摊薄每股收益(元)	2.277	1.956	2.714	4.171	5.909
每股经营性现金流净额	1.83	1.55	2.47	3.94	5.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.27%	9.99%	12.74%	17.33%	21.05%
P/E	70.54	94.09	95.11	61.89	43.68
P/B	8.65	9.40	12.12	10.73	9.19

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **黄金刀产品快速放量, ESD类产品有望成为核心增长点:** ESD(内镜黏膜下剥离术)手术由于创伤愈合快、病变剥离完整等优点近年在国内呈现快速爆发趋势。根据公司公告, 2018年中国约有30万台左右的ESD手术量, 且过去三年复合增速20%以上, 市场规模具备较大潜力。高频电刀作为ESD手术的核心器械之一, 使用量随ESD手术快速增长, 公司黄金刀凭借较高的性价比优势目前正在快速放量阶段, 预计未来将成为公司核心产品之一。
- **具可视化产品布局领先, 一次性胆道镜获批在即:** 一次性内窥镜相比于传统内窥镜拥有消除感染风险、单次使用成本低、创新升级快、操作方便快捷的优势, 目前在国内市场使用量快速增长, 2020年全球一次性内窥镜市场规模达到5.3亿美元, 预计2030年将达到92.2亿美元, 复合增速33.1%。公司一次性胆道镜有望成为国产首个获批的品种, 上市后将凭借更优的设计和更高的性价比优势实现快速放量。后续公司还布局了一次性支气管镜等更多品种, 同时拓展海外市场。可视化产品未来将成为公司长期的业绩支撑。
- **海外市场拓展迅速, 打开长期市场空间:** 公司在海外销售收入持续呈现快速增长态势, 2013年至2019年公司海外业务收入年平均复合增速达到38.5%, 海外销售占比一直维持在40%左右, 是国内医疗器械公司中出口业绩表现最优秀的公司之一。公司海外市场已拓展至80多个国家和地区, 其中美国、欧洲和日本市场发展较快。公司通过创新和性价比优势奠定品牌地位, 培育市场规模, 不断扩大影响力和覆盖面。随未来海外产品线逐步丰富, 公司海外收入还将保持快速增长。

## 盈利预测与投资建议

- 我们认为公司黄金刀和一次性胆道镜等创新型器械产品将支撑公司实现快速增长, 同时海外市场拓展将快速推进。预计公司2021-2023年归母净利润3.62/5.56/7.88亿元, 同比增长39%/54%/42%, 参考同行业上市公司可比估值情况, 给予公司12个月内目标市值417亿元, 给予目标价位312.73元/股, 维持“买入”评级。

## 风险

- 医保控费政策风险; 新产品研发不达预期风险; 产品推广不达预期风险; 海外销售渠道建设不达预期风险; 汇兑风险

## 相关报告

1. 《上半年收入增长强劲, 新产品发展态势良好-南微医学2021半年...》, 2021.8.26
2. 《一季报业绩超预期, 国内外业务全面恢复-南微医学公司点评》, 2021.4.20
3. 《业绩稳健恢复, 中长期增长动力强劲-南微医学公司点评》, 2021.3.1
4. 《股权激励草案发布, 彰显未来发展信心-南微医学点评》, 2020.11.20

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002  
(8621)60230221

yuan\_wei@gjzq.com.cn

## 内容目录

黄金刀实现快速放量，ESD 类产品有望成为核心增长点	4
可视化产品布局领先，一次性胆道镜上市在即	8
重磅一次性胆道镜获批在即，带动 ERCP 器械快速放量	8
一次性支气管镜中欧双报，海外市场空间巨大	14
海外市场拓展迅速，打开长期市场空间	16
美国市场：产品定价更高，创新接受速度更快	16
欧洲和其他国家：销售渠道逐步完善	17
盈利预测与投资建议	18
风险提示	20

## 图表目录

图表 4：2014-2020 公司 EMR/ESD 类业务快速增长	4
图表 1：ESD 的基本操作流程	5
图表 2：2018-2026E 国内 ESD 手术量（万台）	5
图表 3：EMR/ESD 手术的主要器材	6
图表 5：黄金刀产品特点介绍	7
图表 6：钛金刀产品特点介绍	7
图表 7：高频电刀基本情况对比	7
图表 8：一次性使用高频切开刀市场规模测算	8
图表 9：波士顿科学 Spyglass 系统	8
图表 10：不同支气管镜单次使用成本	9
图表 11：传统软性内窥镜价格昂贵	9
图表 12：2016-2030E 全球一次性内窥镜市场规模	9
图表 13：2016-2028E 美国一次性内窥镜市场规模（亿美元）	9
图表 14：2020 至 2030E 全球内窥镜市场占比变化	10
图表 15：2016-2030E 中国一次性内窥镜市场规模	10
图表 16：2020 至 2030E 中国内窥镜市场占比变化	10
图表 17：CMOS 图像传感器	11
图表 18：ERCP 类主要产品情况	12
图表 19：2014-2020 公司 ERCP 类产品收入	12
图表 20：2005-2019 国内胆石病于胆囊炎出院人数	13
图表 21：2005-2019 国内急性胰腺炎出院人数	13
图表 22：中国与部分发达国家 ERCP 开展率比较	13
图表 23：2014A-2028E 中国治疗性 ERCP 手术量	14
图表 24：2022E-2028E 一次性胆道镜下 ERCP 整体器械市场空间测算	14
图表 25：Ambu aScope 4 一次性支气管镜	15
图表 26：Ambu 部分商业化产品及在研管线	15

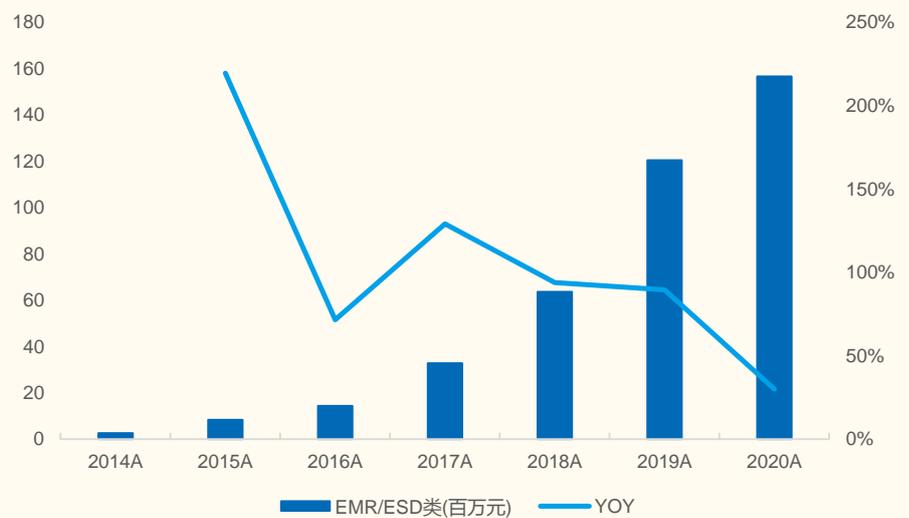
图表 27: Ambu 一次性内窥镜销售量 (千支) .....	15
图表 28: 公司海外收入情况.....	16
图表 29: 2018 年部分美国大型医院集团客户销售情况.....	17
图表 30: 2016-2018 公司海外不同区域销售收入情况 (万元) .....	17
图表 31: 分板块收入预测 (百万元) .....	19
图表 32: 2017-2021H1 公司利润率变化.....	19
图表 33: 2017-2021H1 公司费用率变化.....	19
图表 34: 可比公司估值情况 (截止 2021 年 9 月 30 日) .....	20

- 2019年7月，在南微医学最初科创板IPO时，我国国金医药团队对公司进行了首次深度覆盖，对公司的发展历程、业务结构、国内外消化内镜市场、核心产品体系与公司营销和研发实力进行了分析。经过两年多时间的发展，公司的产品布局又出现了新的变化，本片报告将重点对公司新的ESD类高频电刀、一次性内窥镜以及海外市场布局进行分析，我们认为这一阶段的变化将给公司带来正面影响，我们持续并依然看好公司长期的发展前景。

### 黄金刀实现快速放量，ESD类产品有望成为核心增长点

- 公司EMR/ESD业务快速增长，黄金刀表现突出。公司EMR/ESD类产品主要包括圈套器、注射针和一次性使用高频切开刀（黄金刀/钛金刀）等产品。其中，公司一次性使用高频切开刀自2019年4月上市销售以来持续高速增长，黄金刀2020年实现销售收入同比增长200%，预计2021年将依然保持较好的增长态势。

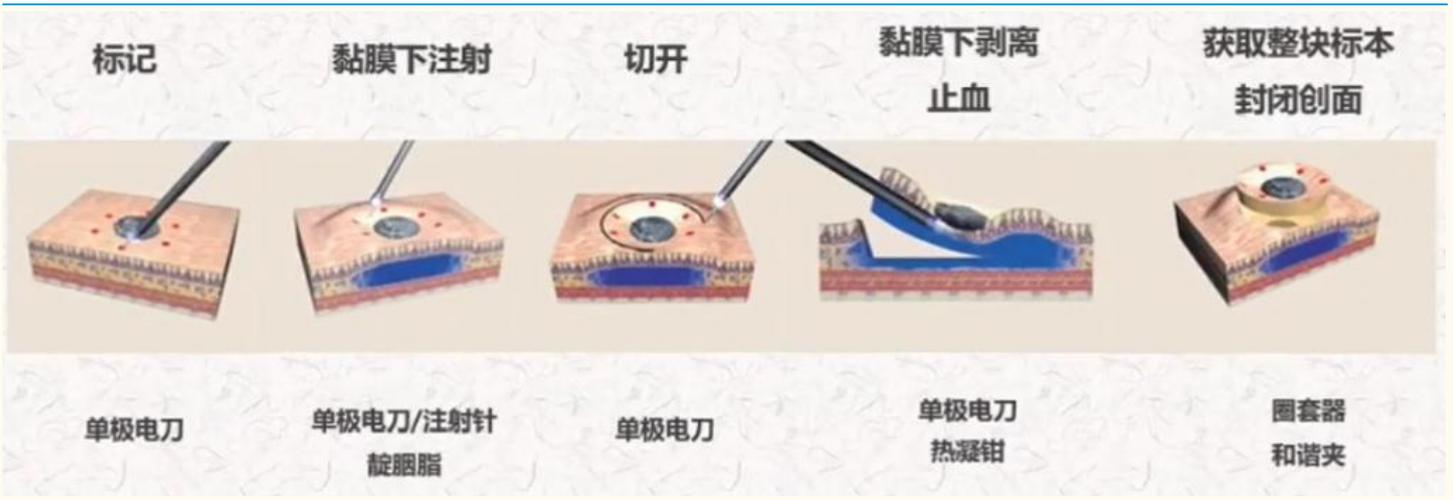
图表 1: 2014-2020 公司 EMR/ESD 类业务快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

- 内镜下黏膜切除术（EMR），又被称为息肉切除术，可以在消化道直径在2cm以下的早期癌及平坦病变中使用，具有创口小、费用低等优点
- 内镜黏膜下剥离术（ESD）是利用各种电刀对大于2cm病变进行黏膜下剥离的内镜微创技术。该技术可实现较大病变的整块切除，并提供准确的病理诊断分期，相较于EMR难度技术更大，但对病变部位的剥离更彻底。随着内镜器械的不断发展，ESD已成为消化道早癌及癌前病变的首选治疗方法。
- 目前ESD的适应症主要包括：
  - 巨大平坦息肉：超过2cm的息肉尤其是平坦息肉，ESD治疗可以一次、完整地切除病变；
  - 黏膜下肿瘤：超声内镜诊断的脂肪瘤、间质瘤、异位胰腺和类癌等，如位置较浅（来源于黏膜肌层和黏膜下层），通过ESD可以完整剥离病变。

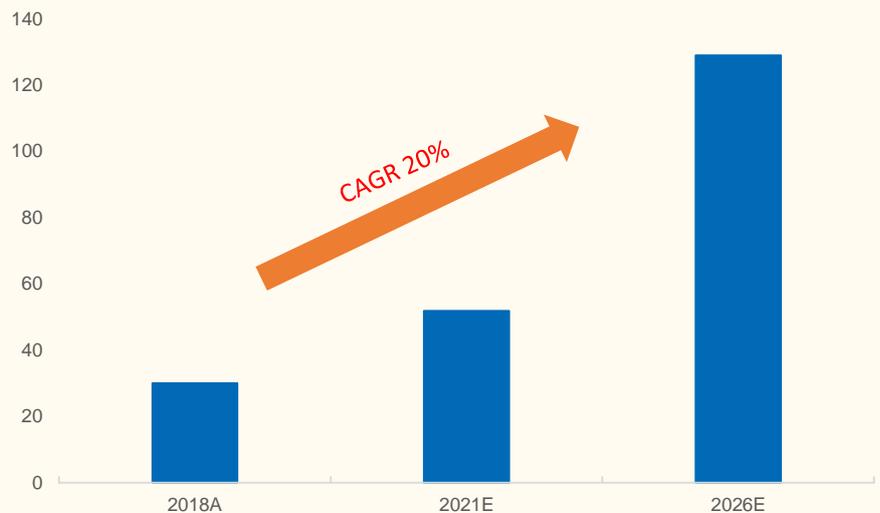
图表 2: ESD 的基本操作流程



来源: 百康医疗, 国金证券研究所

- 国内 ESD 手术量呈现快速增长趋势。目前国内尚无 ESD 手术量的公开数据, 但根据南微医学的公告, 2018 年中国约有 30 万台左右的 ESD 手术量, 且过去三年复合增速 20% 以上, 据此推算 2021 年国内 ESD 手术量有望达到 50 万台, 5 年后总手术量有望超过 100 万台, 市场规模具备较大潜力。

图表 3: 2018-2026E 国内 ESD 手术量 (万台)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 高频电刀为 ESD 手术中的关键器械。一台 EMR/ESD 手术可能用到的器材有: 一次性内窥镜用注射针 (与内窥镜配合使用, 用于消化道黏膜下注射)、隆起剂 (生理盐水等)、高频电刀 (利用高频电刀切开消化道内组织)、圈套器 (适用于切除消化道粘膜层单发或多发性息肉) 和闭合器 (即创口闭合夹) 等。高频电刀在黏膜标记、切开和剥离过程当中均发挥着至关重要的作用。

图表 4: EMR/ESD 手术的主要器材

EMR/ESD类主要产品		
产品品类	主要用途	示意图
一次性使用高频切开刀	与内窥镜和高频电刀配合使用，利用高频电流切开消化道内组织。	
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。	
一次性使用圈套器	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。	
可旋转重复开闭软组织夹	适用于临床在内窥镜引导下夹合消化道内软组织。	
隆起剂	改善内窥镜下粘膜切除术的切除效率，在预切除部位的下层注入生理盐水等隆起剂，使病变部位隆起	

来源：南微医学官网，公司公告，国金证券研究所

- **黄金刀产品紧贴临床需求，性能优势显著。**公司在确保产品使用所需的切割锋利、柔韧性和顺应性等性能要求的同时，还开发采用了独具特色的黄金、钛电极涂层，可有效防止术中粘连，提高电导率，切割效率更高，其陶瓷绝缘末端的设计更方便术中标记，操作更安全。尤其钛金刀已申报国际发明专利的双注液通道可以不通过器械交换进行给组织补液维持黏膜与基层分离，ESD 剥离更安全，同时，第二注液通道可以随时清洗电极，保持电极没有结痂，简化了手术过程，提高了效率，受到了临床医生的青睐，进一步扩展了公司在消化诊疗领域内的产品线。
- 目前公司高频电刀已相继取得国内、美国、欧盟及日本注册证。

图表 5: 黄金刀产品特点介绍



图表 6: 钛金刀产品特点介绍



来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

- **公司黄金刀性价比优势突出，有望快速替代进口产品。**EMR/ESD 类手术的兴起主要在东亚，过去国内高频电刀主要由日本厂商奥林巴斯主导，其高频电刀在国内销售的终端价格超过 4000 元。南微医学标准款黄金刀仅售 999 元，高性能款黄金刀售价 2999 元，钛金刀售价 3999 元，相比外资厂商具备明显性价比优势。未来公司高频电刀将在快速替代进口产品的同时，让更多的医院和患者能够负担 ESD 手术的开支，预计 ESD 手术在国内开展的数量将持续提升。

图表 7: 高频电刀基本情况对比

企业	南微医学	奥林巴斯	爱尔博	宾得
产品名称	高频电刀/一次性使用高频电刀			
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，提高切割的灵活性	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
产品价格	标准款黄金刀 999， 高性能款黄金刀 2999， 钛金刀 3999	KD-650L; KD-650Q 江苏省挂网价 4275	-	-

来源：公司招股说明书，公司官网，江苏省公共资源交易平台，国金证券研究所

- **高频电刀长期市场空间有望达到 12 亿元。**我们预计 2025 年 ESD 手术需求有望提升至 100 万台以上，假设公司高频电刀平均出厂价 1200 元，届时国产企业已经基本完成市场替代，单把平均费用能够实现较大幅度下降，国内高频电刀潜在市场空间能够达到 12 亿元规模，未来黄金刀将成为公司核心产品之一。

图表 8: 一次性使用高频切开刀市场规模测算

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
ESD手术量 (万例)	30	36	43	52	62	75	90	107
高频电刀单把费用 (元)	2000	1860	1730	1609	1496	1391	1294	1200
高频电刀市场规模 (亿元)	6.0	6.7	7.5	8.3	9.3	10.4	11.6	12.9

来源: 国金证券研究所

## 可视化产品布局领先，一次性胆道镜上市在即

### 重磅一次性胆道镜获批在即，带动 ERCP 器械快速放量

- ERCP (经内镜逆行性胰胆管造影术) 手术中，医生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，注入造影剂后通过 X 线摄片以显示胰胆管，医生可以通过在内镜内放置鼻胆引流管等治疗型耗材进行微创治疗。
- 但传统 ERCP 手术存在一定缺点：
  - 传统 ERCP 手术复杂，医生学习周期较长。医生学习 ERCP 手术需要数年时间，学习成本较大，限制了 ERCP 的推广。
  - 传统 ERCP 手术过程中需要使用 X 线，对医生和患者可能造成辐射危害。
- 可视化产品较好地解决了 ERCP 手术中的难点。上世纪七十年代胆道可视化系统的出现使得传统 ERCP 手术部分问题得到解决，通过大通道十二指肠镜插入较小的胆管胰镜，医生可以直接看到胰胆管内的情况。2005 年波士顿科学又推出了 Spyglass 的一次性胆道镜系统，ERCP 手术中胆道镜的使用开始逐步普及。

图表 9: 波士顿科学 Spyglass 系统



来源: 波士顿科学官网, 国金证券研究所

### ■ 一次性内窥镜相比传统内窥镜具备显著优势:

- 彻底避免感染问题。传统反复使用的内窥镜使用后需要消毒灭菌，传统内窥镜由于结构复杂，包含多个小而长的开放通道，很难彻底清洗和消毒。同时灭菌成本高也是医院无法承受的，若处理不当则会存在交叉感染的风险。一次性内窥镜使用后将被直接处理，不会存在重复使用的问题，能够彻底避免器械感染的问题。
- 成本较传统内窥镜优势显著。2019 年《Anaesthesia》公布的一项关于可重复使用和一次性使用支气管镜的卫生经济学研究表明，每次使

用可重复使用的柔性支气管镜的总成本为 249 英镑。一次性使用柔性支气管镜的每次使用成本为 220 英镑。重复性支气管镜交叉感染的发生率为 2.8%，由于感染治疗的成本，可重复使用的柔性支气管镜的每位患者使用成本为 511 英镑。在不同领域，一次性内窥镜均具有显著的成本优势。对于部分使用频次较少的科室来讲，一次性内窥镜的经济效益会更加明显。

图表 10: 不同支气管镜单次使用成本



来源: Anaesthesia, 国金证券研究所

图表 11: 传统软性内窥镜价格昂贵

厂商	产品型号	终端销售价 (万元)		
		2020年	2019年	2018年
澳华内镜	AQ-200	123.00-228.80	110.00-139.00	-
开立医疗	HD-550	147.20-178.90	155.40-178.90	-
奥林巴斯	CV-290	189.60-276.75	183.80-243.00	221.93-257.78
富士胶片	ELUXE-7000	249.80-263.50	216.00-220.00	-
宾得医疗	EPK-i7000	190.00-266.70	203.00-221.50	208.00-220.00

来源: 澳华内镜招股说明书, 国金证券研究所

- **产品升级响应迅速, 更贴合临床需求。**由于医院对一次性内窥镜采购频率较高, 对产品升级更换的成本更低, 一次性内窥镜厂商能够更快地将新技术应用到临床使用过程中, 使产品更贴合临床医生和患者的需求。
- **操作方法简便, 医生学习周期短。**一次性内窥镜的使用和操作过程简单, 医生很快就能上手, 同时也降低了产品的推广难度。
- **一次性内窥镜已在全球市场实现快速增长。**得益于一次性内窥镜的诸多优势, 全球一次性内窥镜市场已经初具规模。根据 Frost & Sullivan 的数据, 2020 年全球一次性内窥镜市场规模已经达到 5.28 亿美元, 预计到 2030 年将达到 92.22 亿美元, 复合增速达到 33.1%, 一次性使用内窥镜占整体内窥镜市场占比将从 2020 年的 2.6% 增长到 2030 年的 23.2%。从美国市场目前的使用规模来看, 一次性的支气管镜、泌尿内窥镜、胃肠内窥镜和耳鼻喉内窥镜均达到了较大规模的应用, 未来一次性内窥镜有望凭借其各项优势保持增长趋势。

图表 12: 2016-2030E 全球一次性内窥镜市场规模



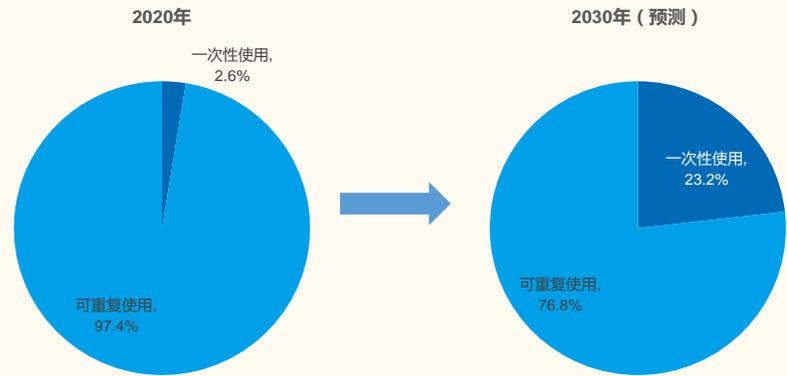
图表 13: 2016-2028E 美国一次性内窥镜市场规模 (亿美元)



来源：Frost & Sullivan，新光维招股说明书，国金证券研究所

来源：Grand View Research，国金证券研究所

图表 14：2020 至 2030E 全球内窥镜市场占比变化



来源：Frost & Sullivan，新光维招股说明书，国金证券研究所

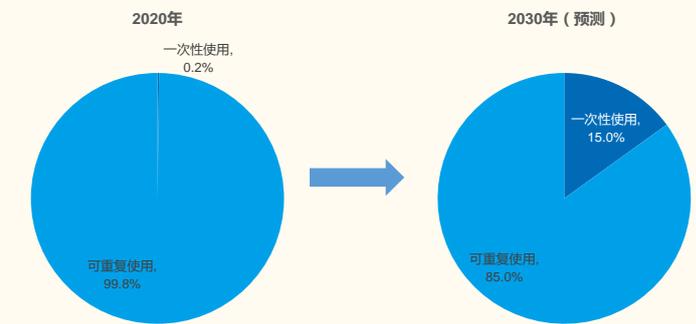
- 国内一次性内窥镜市场尚处于导入期。中国一次性使用内窥镜市场刚开始新兴，未来将取得比全球一次性使用内窥镜更快的增长。根据 Frost & Sullivan 的数据，2020 年国内一次性内窥镜市场规模 3680 万元，预计到 2030 年将达到 93.68 亿元，年均复合增速 74.0%。国内一次性使用内窥镜占整体内窥镜市场占比将从 2020 年的 0.2% 增长到 2030 年的 15.0%，未来发展潜力巨大。

图表 15：2016-2030E 中国一次性内窥镜市场规模

图表 16：2020 至 2030E 中国内窥镜市场占比变化



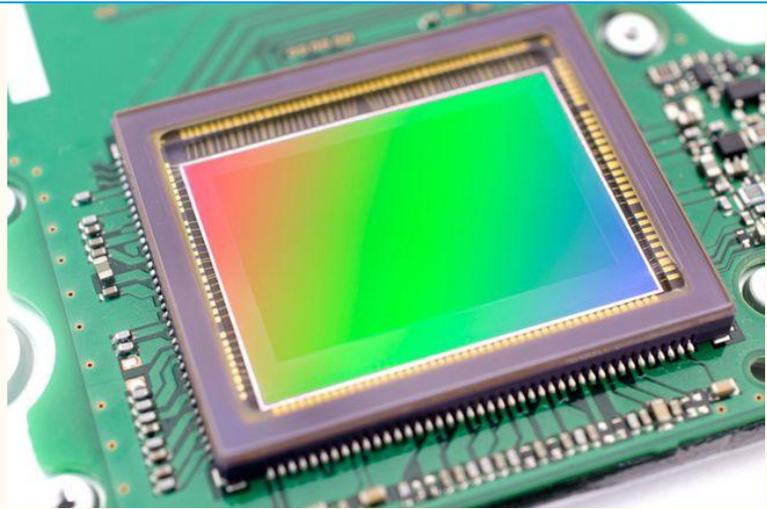
来源：Frost & Sullivan，新光维招股说明书，国金证券研究所



来源：Frost & Sullivan，新光维招股说明书，国金证券研究所

- 一次性内窥镜中成本占比最大的是图像传感器。CMOS 是 Complementary Metal Oxide Semiconductor (互补金属氧化物半导体) 的缩写，CMOS 图像传感器是一种典型的固体成像传感器，由像敏单元阵列、行驱动器、列驱动器、时序控制逻辑、AD 转换器、数据总线输出接口、控制接口等几部分组成，这几部分通常都被集成在同一块硅片上。与传统的 CCD 图像系统相比，CMOS 把整个图像系统集成在一块芯片上，不仅降低了功耗，而且具有重量较轻，占用空间减少以及总体价格更低的优点。预计目前 CMOS 系统的成本占一次性胆道镜总成本的比例超过 40%，是限制一次性胆道镜价格的最重要因素。
- 一次性内窥镜未来在国内仍有较大成本下降空间。随着 CMOS 图像传感器产业链的国产化替代，未来 CMOS 成本仍有下降空间。且一次性内窥镜使用量提升后，有望促进 CMOS 生产的规模化，进一步支撑公司一次性胆道镜的利润空间和性价比优势。

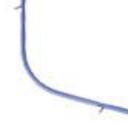
图表 17: CMOS 图像传感器



来源: Digital Camera, 国金证券研究所

- **国产首个一次性使用胆道镜上市在即。**南微医学一次性使用胆道镜产品目前已经通过型检并提交国内注册,公司公告中预计 2021 年内能够获得产品注册证,上市后将作为国产首个获批上市的一次性胆道镜。
- **产品设计优于竞争对手。**公司开发的远端腔道可视化系列产品紧贴临床需求,提供一种基于超细内镜的胆胰系统内探查方法及装置,达到内镜直视下诊断、治疗的目的,而且操作简单、易于掌握、稳定性好,更好地满足临床需求。
  - 产品胆道子镜的内径相比 Spyglass 更大,能够通过体积较大的活检钳等产品,医生手术操作更加灵活。
  - 公司胆道镜成像更清晰,像素为 16 万,波士顿科学 Spyglass 像素为 4.9 万,差别主要来源于公司 CMOS 图像处理器定制的摄像头。
- **南微胆道子镜定价将趋于合理。**目前国内唯一获批上市的产品 Spyglass 价格昂贵,根据深圳市第三人民医院的招标信息, Spyglass 胆道子镜直视系统设备价格超过 300 万元,作为耗材的胆道子镜价格同样较高,如果同时使用波科的活检钳等产品,患者在 ERCP 中的器械花费金额将非常昂贵,也因此过去在国内推广效果并不理想。公司产品上市后,我们预计公司有望凭借国产成本优势将终端价格控制在合理区间,利于公司快速替代进口产品并逐步拓展国内更多未被满足的市场。
- **一次性胆道镜的上市将带动其他 ERCP 产品线的持续增长。**目前公司在 ERCP 手术中使用的耗材类产品布局已成型,未来公司一次性胆道镜上市后,医院整体打包采购的可能性更大,ERCP 类产品有望受到可视化产品带动而实现快速放量。
- 公司 ERCP 类产品从 2014 年的 1240 万元增长到 2020 年 9945 万元,年均复合增速达到 41.5%,预计未来还将随国内 ERCP 手术量的提升和国产器械替代进口的趋势而继续呈现高速增长。

图表 18: ERCP 类主要产品情况

ERCP 类主要产品		
产品品类	主要用途	示意图
胆道用导丝 (斑马导丝)	与内窥镜配套使用, 在内镜下, 向消化道插入, 起支撑或引导等作用。	
鼻胆引流导管	经口鼻进入胆管, 主要用于体外胆汁引流。	
一次性使用胆管内引流管	适用于临床在内窥镜引导下置入胆道引流用。	
一次性使用取石网篮	适用于取出胆管内的胆石或上下消化道中的异物。	
一次性使用取石球囊	通过内窥镜从胆道系统中取出结石, 或在利用球囊阻塞胆管时注入造影剂。	
一次性乳头括约肌切开刀	产品适用于胰胆管系统插管及括约肌切开术。	

来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 19: 2014-2020 公司 ERCP 类产品收入



来源: 公司公告, Wind, 国金证券研究所

- 国内胆胰疾病患者数量增长将带动 ERCP 手术量提升。根据国家卫计委统计数据, 2012 年至 2019 年, 我国医院胆石病、胆囊炎及胰腺炎的出院患者人数从 64.67 万人增长到 183.40 万人, 年复合增长率为 16.1%。胆胰疾病患者的增加带动了 ERCP 手术器械需求量的增加。

图表 20: 2005-2019 国内胆石病于胆囊炎出院人数



来源: 国家卫计委, 国金证券研究所

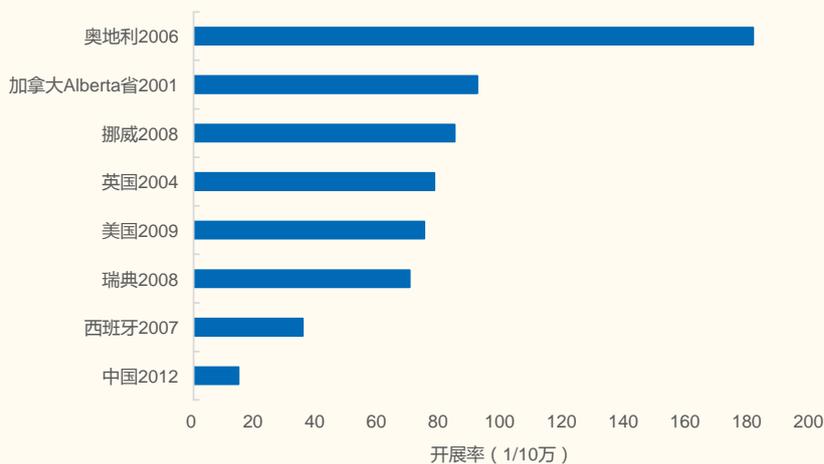
图表 21: 2005-2019 国内急性胰腺炎出院人数



来源: 国家卫计委, 国金证券研究所

- 国内 ERCP 手术量普及率较低。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。

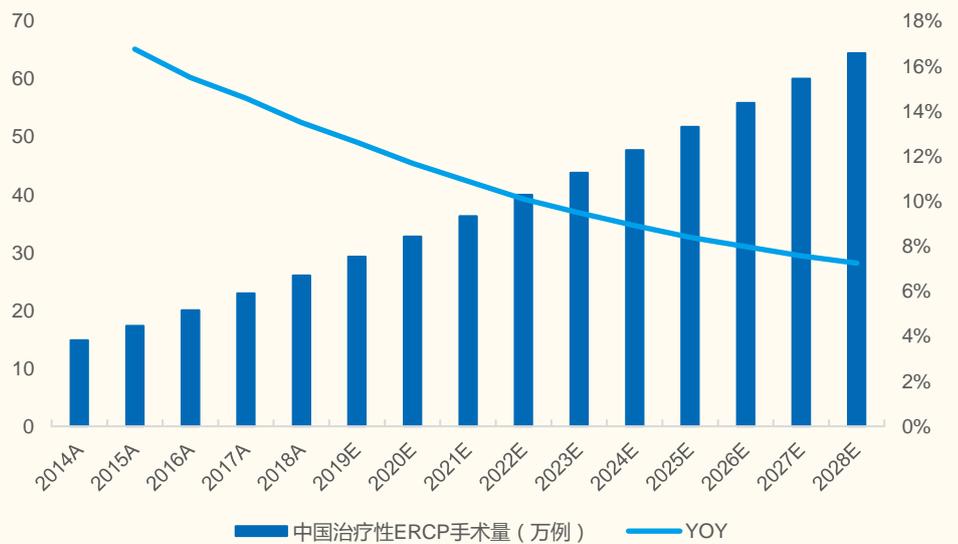
图表 22: 中国与部分发达国家 ERCP 开展率比较



来源: 《中国消化内镜技术发展现状》, 国金证券研究所

- 国内 ERCP 手术量的潜在提升空间巨大。根据 Frost & Sullivan 的数据, 2018 年国内治疗性 ERCP 手术量达到 26.06 万例, 预计到 2028 年手术量将达到 64.46 万例, 复合增速为 9.5%。未来国内 ERCP 手术量具备较大发展空间。

图表 23: 2014A-2028E 中国治疗性 ERCP 手术量



来源: 康德莱器械招股说明书, Frost & Sullivan, 国金证券研究所

- **2028 年国内一次性胆道镜下 ERCP 整体器械市场空间有望达到 13 亿元。**假设未来国内 ERCP 手术量还将保持平稳增长, 到 2030 年国内 ERCP 手术中使用一次性胆道镜的手术占比 20%, 届时国产企业的替代过程已基本完成, 胆道子镜耗材与 ERCP 类器械包的费用预计将能够过够实现大幅下降, 预计 2028 年一次性胆道镜下 ERCP 整体器械市场空间将超过 13 亿元, 潜在空间巨大。

图表 24: 2022E-2028E 一次性胆道镜下 ERCP 整体器械市场空间测算

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
国内ERCP手术量 (万台)	40.0	43.8	47.7	51.7	55.9	60.1	64.5
使用一次性胆道镜的渗透率	6%	9%	12%	14%	16%	18%	20%
胆道子镜平均出厂价 (元)	10000	8500	7000	6500	5500	4500	4500
一次性胆道镜市场空间 (亿元)	2.40	3.35	4.01	4.71	4.92	4.87	5.80
ERCP类器械包平均出厂价 (元)	9000	8100	7290	6561	6000	6000	6000
ERCP类器械包市场空间 (亿元)	2.16	3.19	4.18	4.75	5.36	6.49	7.74
一次性胆道镜下ERCP整体市场空间 (亿元)	4.56	6.55	8.18	9.46	10.28	11.36	13.54

来源: 国金证券研究所

### 一次性支气管镜中欧双报, 海外市场空间巨大

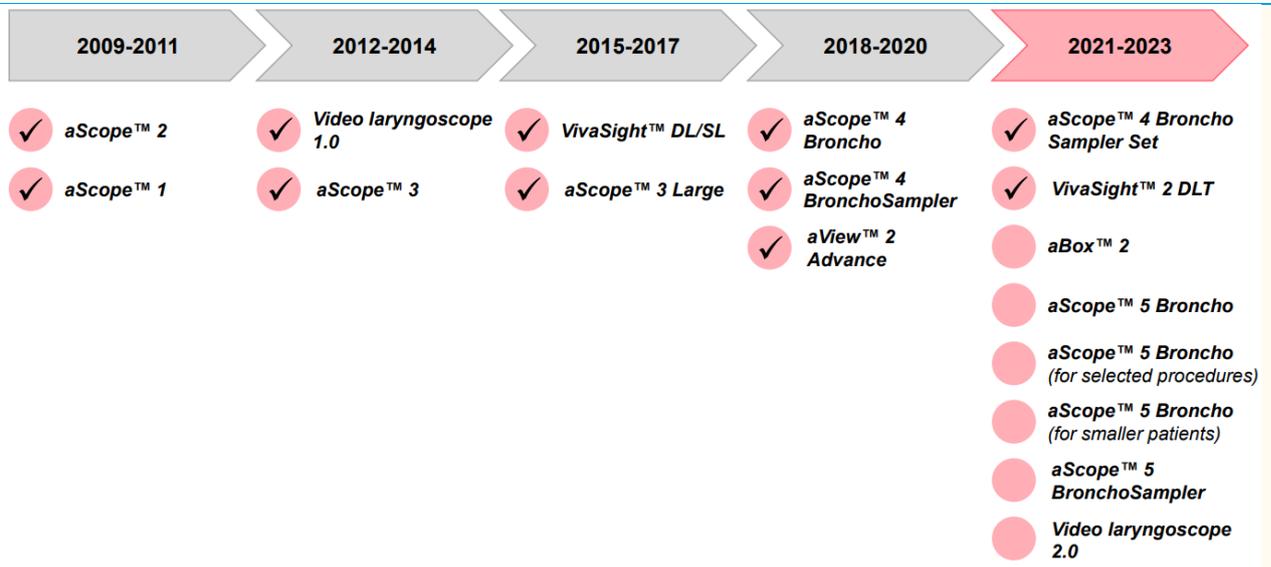
- **一次性支气管镜海外市场空间巨大。**除一次性胆道镜外, 南微医学还布局了一次性使用可视化支气管镜。由于交叉感染风险较高, 支气管领域是目前全球一次性内窥镜应用范围最广的领域之一。Ambu 于 2009 年发布 aScope 一次性支气管镜后, 目前 Ambu 已经累计推出 4 代一次性支气管镜产品, 成为全球一次性支气管镜领域绝对的龙头。目前美国前 500 家医院中有 96% 在使用 Ambu 的一次性支气管镜产品。Ambu 预计 2021 财年一次性内窥镜销售量将达到 140 万支, 一次性支气管镜在海外的市场空间巨大。

图表 25: Ambu aScope 4 一次性支气管镜



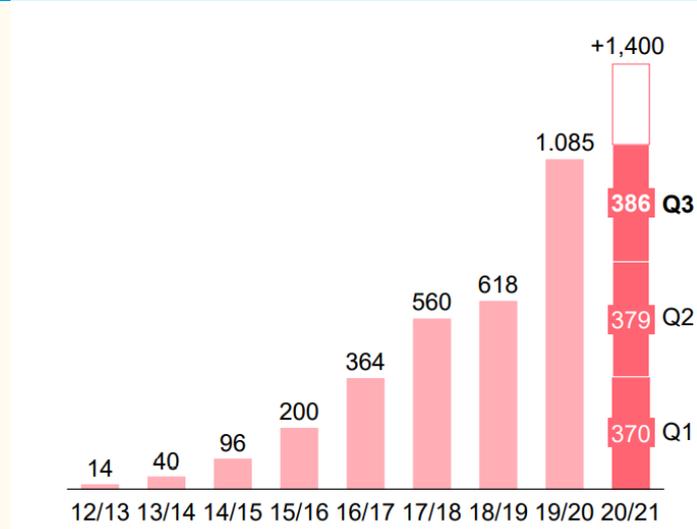
来源: Ambu 官网, 国金证券研究所

图表 26: Ambu 部分商业化产品及在研管线



来源: Ambu, 国金证券研究所

图表 27: Ambu 一次性内窥镜销售量 (千支)



来源: Ambu, 国金证券研究所

- **南微一次性使用支气管镜 2022 年将实现上市接力。**目前公司一次性支气管镜产品在设计验证中，预计将在 2021 年内提交国内型检和 FDA、CE 注册，我们预计 2022 年下半年有望获得 CE 认证，2022 年底将在国内获批。未来公司有望借助可视化平台推出更多不同领域的一次性内窥镜产品。

### 海外市场拓展迅速，打开长期市场空间

- **海外销售占比可观。**过去公司在海外销售收入持续呈现快速增长态势，仅 2020 年受到疫情影响出现下滑，2013 年至 2019 年公司海外业务收入年平均复合增速达到 38.5%，海外销售占比一直维持在 40% 左右，是国内医疗器械公司中出口业绩表现最优秀的公司之一。
- 公司海外市场已拓展至 80 多个国家和地区，其中美国市场和其他一些新兴市场市场发展较快。公司通过创新和性价比优势奠定品牌地位，培育市场规模，不断扩大影响力和覆盖面。我们预计，随未来海外产品线逐步丰富，公司海外收入还将保持快速增长。

图表 28：公司海外收入情况



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

### 美国市场：产品定价更高，创新接受速度更快

- 公司在美国主要采取直销模式，主要是由于美国是全球最大的医疗器械市场，市场规模巨大，公司于 2015 年在美国设立了全资子公司 MTU，作为美国市场的新进入者，为了贴近临床、更好地为客户服务，迅速提升美国市场份额，MTU 建立了营销团队，将产品直接销往医疗机构。MTU 承担了公司在美国市场的经销商职责。MTU 目前已经成为美国最大的医疗器械集中采购组织之一的 HPG (HealthTrust Purchasing Group) 的合格供应商。
- **美国产品销售价格显著更高。**标准款和谐夹在国内终端售价 199 元，但在美国售价能够达到 1000 元以上，显著的价格差异表明公司未来在美国的潜在销售规模巨大。商业保险支付的模式也让美国市场对创新产品的接受速度更快。

图表 29: 2018 年部分美国大型医院集团客户销售情况

客户名称	销售产品	销售金额 (万元)
AmSurg	止血及闭合类、活检类、EMR/ESD等	1774.72
Kaiser Permanente	活检类、止血及闭合类	634.12
USPI	止血及闭合类、活检类、EMR/ESD等	492.29

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

### 欧洲和其他国家: 销售渠道逐步完善

- 公司在欧洲和世界其他市场主要采取经销模式, 主要原因为国际市场较为分散, 国家众多且具有不同的语言、文化和习俗, 公司利用经销商的区位优势, 将产品销售至终端客户。2018 年, 公司将欧洲地区经销商 MTE 收购为全资子公司后, 欧洲地区销售业务由 MTE 进行管理, 公司在欧洲的销售模式变为德国地区以直销为主, 除德国的其他欧洲地区仍以经销为主。
- 完善直销团队搭建, 性价比优势有望凸显。欧洲和日本市场客户对产品性价比优势相对更为看重, 南微止血夹等产品性价比优势有望凸显。目前公司正在英国和法国等国家建立直销团队, 未来有望复制在德国地区的成功。

图表 30: 2016-2018 公司海外不同区域销售收入情况 (万元)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 由于海外市场整体空间更广阔, 我们预计随公司在海外产品不断获批与销售渠道逐步完善, 公司未来海外收入占比将逐步提升, 甚至长期有望超过国内业务。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2021 年至 2023 年营业收入为 18.45、24.50、32.01 亿元，同比增长 39%、33%、31%，EMR/ESD 类产品与可视化产品的收入占比未来将逐步提升，毛利率预计将维持相对稳定，预计 2021 年至 2023 年毛利率分别为 65.5%、65.3%、65.2%。
  - **止血闭合类：**2020 年受到疫情影响止血闭合类收入基本持平，预计 2021 年将实现较好的恢复性增长。新型的合金夹、闭合夹、三臂夹目前已取得国内型检报告，未来上市后同样将支撑业务增长。预计 2021 至 2023 年止血闭合类业务增速分别为 46%、27%、27%。
  - **活检类：**2020 年受到疫情影响收入下滑，预计 2021 年同样将实现较好的增长。公司活检钳升级产品在海外多个国家已经完成注册批准，预计 2021 至 2023 年活检类业务增速分别为 34%、25%、23%。
  - **扩张类：**扩张类支架产品为公司最早的业务，国内竞争格局已相对稳定，行业目前已进入平稳增长状态。公司机编食道支架、气道封堵球囊等新产品未来有望逐步获批，预计 2021 至 2023 年扩张类业务增速分别为 26%、16%、14%。
  - **ERCP 类：**公司在国内产品线布局已经相对完善，未来一次性胆道镜上市后有望带动 ERCP 类器械实现较快增长，导丝锁定装置、快速交换切开刀、镍钛螺旋取石网篮等产品将逐步完成注册，预计 2021 至 2023 年 ERCP 类业务增速分别为 45%、37%、37%。
  - **EMR/ESD 类：**目前国内 ESD 类手术量处于快速增长阶段，公司黄金刀等产品替代进口趋势明显，预计未来还将持续快速放量。公司 ESD 牵引类产品目前正在注册资料准备，预计 2021 至 2023 年 EMR/ESD 类业务增速分别为 51%、41%、38%。
  - **EUS/EBUS 类：**超声活检针、超声水囊等产品目前国内销售规模仍处于初期阶段，未来在海外市场有望逐步放量，公司目前已完成新一代 EUS-Flex 设计验证，预计 2021 至 2023 年 EUS/EBUS 类业务增速分别为 47%、36%、32%。
  - **微波消融类：**目前康友医疗的微波消融针和微波消融仪在临床使用中推广进展顺利，III 型微波消融系统目前正在型检中，预计未来微波消融类产品将保持平稳增长，预计 2021 至 2023 年微波消融类业务增速分别为 67%、24%、22%。
  - **可视化产品：**一次性胆道镜预计年底前完成国内注册获批，2022 年开始贡献销售收入，后续一次性支气管镜将实现接力，预计可视化产品 2022 年将实现收入 8800 万元，2023 年有望达到 2 亿元收入规模。

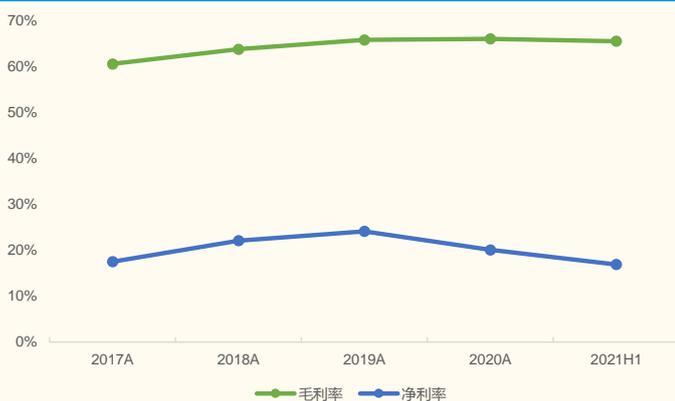
图表 31: 分板块收入预测 (百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
止血闭合类	386	582	583	849	1080	1369
止血闭合类YOY	82.2%	50.8%	0.2%	45.7%	27.2%	26.8%
活检类	180	232	177	237	295	362
活检类YOY	14.5%	28.8%	-23.5%	33.8%	24.6%	22.6%
扩张类	121	151	160	201	233	266
扩张类YOY	23.5%	24.4%	6.0%	25.8%	16.1%	14.3%
ERCP类	53	76	99	144	198	270
ERCP类YOY	34.8%	44.0%	31.6%	44.8%	37.3%	36.7%
EMR/ESD类	64	120	157	237	335	460
EMR/ESD类YOY	93.9%	89.5%	30.0%	51.4%	41.2%	37.5%
EUS/EBUS类	9	9	12	18	24	32
EUS/EBUS类YOY	54.5%	-1.0%	36.6%	47.4%	36.0%	32.0%
微波消融类	69	89	79	132	164	199
微波消融类YOY	7.5%	29.6%	-10.7%	66.6%	23.8%	21.9%
可视化产品					88	200
可视化产品YOY						127%
其他	39.6	17.8	21.4	26.8	33.4	41.8
营业总收入	922	1307	1326	1845	2450	3201
YOY	43.9%	41.8%	1.4%	39.1%	32.8%	30.6%
毛利率	63.8%	65.8%	66.0%	65.5%	65.3%	65.2%

来源: Wind, 国金证券研究所

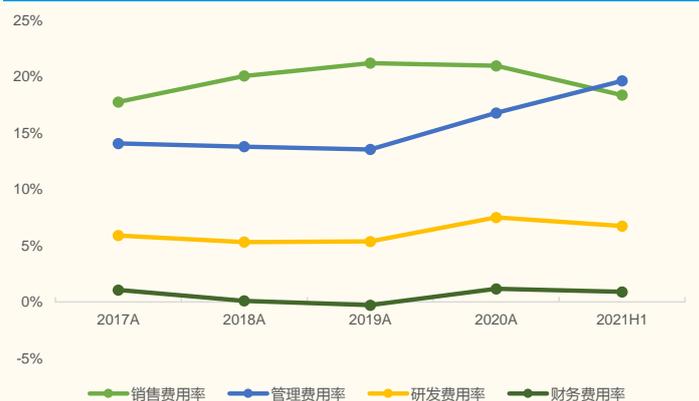
- 股权激励费用使利润承压, 未来将逐步得到控制。过去公司毛利率维持稳中有升趋势, 目前稳定在 65%。近期净利率下滑的主要原因来自于股权激励费用的影响, 2021 年至 2023 年摊销成本分别为 9065 万元、4397 万元、1984 万元, 预计未来管理费用率将得到控制。随公司收入快速增长, 预计销售费用率将稳步下降, 长期研发费用率有望稳定在 7%, 未来净利率将重新实现回升。

图表 32: 2017-2021H1 公司利润率变化



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 33: 2017-2021H1 公司费用率变化



来源: Wind, 国金证券研究所

- 选用相对估值法对公司进行估值, 选取国内创新医疗器械公司心脉医疗、爱博医疗和惠泰医疗作为可比公司, 2021 年至 2023 年行业平均市盈率分别为 127 倍、91 倍和 67 倍。参考同行业上市公司可比估值情况, 考虑到公司在消化内镜耗材和一次性内窥镜的先发优势, 给予公司 12 个月内目标市值 417 亿元, 目标价位 312.73 元/股, 给予“买入”评级。

**图表 34：可比公司估值情况（截止 2021 年 9 月 30 日）**

代码	公司名称	当前市值 (亿元)	2020年归母净利润 (百万元)	对应2020年归母净 利润市盈率	2020年扣非归母净 利润(百万元)	对应2020年扣非归 母净利润市盈率	PE		
							2021E	2022E	2023E
688016.SH	心脉医疗	197.2	214.6	91.9	190.9	103.3	65.1	47.7	36.1
688050.SH	爱博医疗	287.7	96.6	297.9	89.7	320.8	188.4	133.9	98.6
688617.SH	惠泰医疗	269.3	110.8	243.1	97.7	275.6	127.1	91.6	66.5
算数平均				211.0		233.2	126.9	91.1	67.1
中值				243.1		275.6	127.1	91.6	66.5
688029.SH	南微医学	344.2	260.8	132.0	212.5	162.0	95.1	61.9	43.7

来源：Wind，国金证券研究所

### 风险提示

- **医保控费政策风险：**若未来公司部分产品纳入带量采购等医保控费政策，出现公司产品价格下降幅度过大或公司未能完成产品中标的情况，将可能对公司业绩造成负面影响。
- **新产品研发不达预期风险：**若公司一次性胆道镜等在研产品推进缓慢，或因研发项目失败而中止，将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险。
- **产品推广不达预期风险：**若公司核心产品在医院端接受度较低，导致产品推广进程缓慢，将会对公司当期业绩增长造成负面影响。
- **海外销售渠道建设不达预期风险：**若公司在海外的销售渠道建设进度缓慢，或没有寻找到合适的渠道资产进行并购，将可能对公司产品在海外销售进度产生负面影响。
- **汇兑风险：**目前公司在海外收入占比较大，若出现大幅度汇率波动，将可能影响公司当期经营业绩。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>922</b>	<b>1,307</b>	<b>1,326</b>	<b>1,845</b>	<b>2,450</b>	<b>3,201</b>	货币资金	341	647	645	655	797	1,095
增长率		41.8%	1.4%	39.1%	32.8%	30.7%	应收款项	141	179	226	280	372	486
<b>主营业务成本</b>	<b>-334</b>	<b>-447</b>	<b>-451</b>	<b>-637</b>	<b>-850</b>	<b>-1,114</b>	存货	133	212	215	302	396	519
%销售收入	36.2%	34.2%	34.0%	34.5%	34.7%	34.8%	其他流动资产	6	1,359	1,412	1,401	1,405	1,410
<b>毛利</b>	<b>588</b>	<b>860</b>	<b>876</b>	<b>1,208</b>	<b>1,600</b>	<b>2,087</b>	流动资产	621	2,397	2,498	2,637	2,969	3,510
%销售收入	63.8%	65.8%	66.0%	65.5%	65.3%	65.2%	%总资产	64.0%	83.4%	80.5%	77.1%	75.4%	75.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-12</b>	<b>-18</b>	<b>-25</b>	<b>-32</b>	长期投资	21	32	35	55	85	135
%销售收入	1.6%	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	171	265	374	541	692	829
<b>销售费用</b>	<b>-185</b>	<b>-277</b>	<b>-278</b>	<b>-341</b>	<b>-441</b>	<b>-576</b>	%总资产	17.6%	9.2%	12.1%	15.8%	17.6%	17.7%
%销售收入	20.1%	21.2%	21.0%	18.5%	18.0%	18.0%	无形资产	140	163	179	186	192	198
<b>管理费用</b>	<b>-127</b>	<b>-177</b>	<b>-223</b>	<b>-351</b>	<b>-380</b>	<b>-416</b>	非流动资产	349	478	607	781	969	1,162
%销售收入	13.8%	13.6%	16.8%	19.0%	15.5%	13.0%	%总资产	36.0%	16.6%	19.5%	22.9%	24.6%	24.9%
<b>研发费用</b>	<b>-49</b>	<b>-70</b>	<b>-100</b>	<b>-129</b>	<b>-172</b>	<b>-224</b>	<b>资产总计</b>	<b>969</b>	<b>2,875</b>	<b>3,105</b>	<b>3,418</b>	<b>3,939</b>	<b>4,672</b>
%销售收入	5.3%	5.4%	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%	短期借款	81	0	0	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>212</b>	<b>320</b>	<b>263</b>	<b>369</b>	<b>583</b>	<b>839</b>	应付款项	146	219	334	374	483	628
%销售收入	23.0%	24.5%	19.8%	20.0%	23.8%	26.2%	其他流动负债	80	98	87	128	165	213
<b>财务费用</b>	<b>-1</b>	<b>4</b>	<b>-16</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	流动负债	307	317	421	501	648	841
%销售收入	0.1%	-0.3%	1.2%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	长期贷款	15	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-7</b>	<b>5</b>	<b>15</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	27	30	20	20	18	16
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>349</b>	<b>347</b>	<b>442</b>	<b>521</b>	<b>666</b>	<b>857</b>
<b>投资收益</b>	<b>21</b>	<b>32</b>	<b>49</b>	<b>34</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>580</b>	<b>2,475</b>	<b>2,611</b>	<b>2,839</b>	<b>3,209</b>	<b>3,743</b>
%税前利润	9.1%	8.9%	16.4%	8.1%	6.2%	5.1%	其中：股本	100	133	133	133	133	133
<b>营业利润</b>	<b>226</b>	<b>352</b>	<b>282</b>	<b>416</b>	<b>638</b>	<b>905</b>	未分配利润	184	462	566	794	1,164	1,698
<b>营业利润率</b>	<b>24.5%</b>	<b>26.9%</b>	<b>21.3%</b>	<b>22.6%</b>	<b>26.0%</b>	<b>28.3%</b>	少数股东权益	41	53	53	57	63	71
<b>营业外收支</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>19</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>969</b>	<b>2,875</b>	<b>3,105</b>	<b>3,418</b>	<b>3,939</b>	<b>4,672</b>
<b>税前利润</b>	<b>234</b>	<b>359</b>	<b>301</b>	<b>421</b>	<b>646</b>	<b>914</b>	<b>比率分析</b>						
<b>利润率</b>	<b>25.4%</b>	<b>27.4%</b>	<b>22.7%</b>	<b>22.8%</b>	<b>26.4%</b>	<b>28.6%</b>		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>所得税</b>	<b>-31</b>	<b>-44</b>	<b>-35</b>	<b>-55</b>	<b>-84</b>	<b>-119</b>	<b>每股指标</b>						
<b>所得税率</b>	<b>13.1%</b>	<b>12.2%</b>	<b>11.6%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>	<b>13.0%</b>	每股收益	1.927	2.277	1.956	2.714	4.171	5.909
<b>净利润</b>	<b>203</b>	<b>315</b>	<b>266</b>	<b>367</b>	<b>562</b>	<b>795</b>	每股净资产	5.797	18.562	19.581	21.295	24.066	28.075
<b>少数股东损益</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	每股经营现金净流	1.923	1.827	1.545	2.474	3.942	5.707
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>193</b>	<b>304</b>	<b>261</b>	<b>362</b>	<b>556</b>	<b>788</b>	每股股利	0.000	1.000	0.600	1.000	1.400	1.900
<b>净利率</b>	<b>20.9%</b>	<b>23.2%</b>	<b>19.7%</b>	<b>19.6%</b>	<b>22.7%</b>	<b>24.6%</b>	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	33.24%	12.27%	9.99%	12.74%	17.33%	21.05%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	19.88%	10.56%	8.40%	10.59%	14.12%	16.86%
<b>净利润</b>	<b>203</b>	<b>315</b>	<b>266</b>	<b>367</b>	<b>562</b>	<b>795</b>	投入资本收益率	25.70%	11.12%	8.72%	11.08%	15.50%	19.13%
<b>少数股东损益</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>26</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>39</b>	<b>55</b>	<b>71</b>	主营业务收入增长率	43.93%	41.79%	1.45%	39.10%	32.79%	30.65%
<b>非经营收益</b>	<b>-24</b>	<b>-35</b>	<b>-29</b>	<b>-27</b>	<b>-48</b>	<b>-56</b>	EBIT增长率	53.76%	51.06%	-17.98%	40.53%	58.02%	43.83%
<b>营运资金变动</b>	<b>-13</b>	<b>-57</b>	<b>-55</b>	<b>-49</b>	<b>-43</b>	<b>-49</b>	净利润增长率	90.45%	57.55%	-14.11%	38.77%	53.68%	41.67%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>192</b>	<b>244</b>	<b>206</b>	<b>330</b>	<b>526</b>	<b>761</b>	总资产增长率	34.93%	196.66%	8.00%	10.09%	15.22%	18.61%
<b>资本开支</b>	<b>-49</b>	<b>-53</b>	<b>-161</b>	<b>-201</b>	<b>-205</b>	<b>-204</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>-1,370</b>	<b>-41</b>	<b>-20</b>	<b>-30</b>	<b>-50</b>	应收账款周转天数	44.9	42.3	51.6	52.0	52.0	52.0
<b>其他</b>	<b>22</b>	<b>33</b>	<b>39</b>	<b>34</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	存货周转天数	131.7	140.6	172.9	173.0	170.0	170.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-26</b>	<b>-1,390</b>	<b>-163</b>	<b>-187</b>	<b>-195</b>	<b>-207</b>	应付账款周转天数	#DIV/0!	78.5	164.7	160.0	160.0	160.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>1,636</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	52.1	65.7	71.4	74.4	71.1	64.3
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>-96</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>1</b>	<b>-65</b>	<b>-70</b>	<b>-133</b>	<b>-187</b>	<b>-253</b>	净负债/股东权益	-39.38%	-78.98%	-76.34%	-70.51%	-66.76%	-65.10%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1</b>	<b>1,475</b>	<b>-70</b>	<b>-134</b>	<b>-189</b>	<b>-255</b>	EBIT利息保障倍数	200.5	-87.7	16.9	-27.4	-38.8	-42.8
<b>现金净流量</b>	<b>167</b>	<b>329</b>	<b>-27</b>	<b>9</b>	<b>142</b>	<b>299</b>	资产负债率	35.99%	12.07%	14.22%	15.26%	16.92%	18.35%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	17	20	37
增持	0	2	5	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.29	1.23	1.26	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-01-20	买入	184.23	N/A
2	2020-02-28	买入	177.60	N/A
3	2020-07-15	买入	239.80	N/A
4	2020-08-18	买入	239.80	N/A
5	2020-11-20	买入	217.43	N/A
6	2021-03-01	买入	209.23	N/A
7	2021-04-20	增持	205.68	N/A
8	2021-08-26	买入	247.46	N/A

来源：国金证券研究所



### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402