

南微医学（688029.SH）

降本增效业绩高增，集中资源夯实第二增长曲线

增持

核心观点

事件：公司发布 2023 年中报，上半年收入 11.5 亿元（+11.5%），归母净利润 2.6 亿元（+111.7%），扣非归母净利润 2.6 亿元（+116.9%），经营现金流净额 2.4 亿元（+539.1%）。

注重发展质量，降本增效实现业绩高增长。考虑 22H1 股份支付费用为 0.3 亿元，剔除此因素，可比口径下 23H1 归母净利润增长 70.97%。分季度看，2023Q1/Q2 单季度收入分别为 5.5/6 亿元（+24.3%/+15.3%），单季度归母净利润分别 1.01/1.63 亿元（+134%/+99.8%），在国内外诊疗全面复苏的背景下，公司积极推进战略转型，更加注重发展质量，降本增效实现业绩连续两个季度高增长。从盈利能力看，23H1 年毛利率为 63.7%（+3.3pp），主要因收入结构变化和汇率影响，四费率为 35%（-9.4pp），其中销售费用率 22%（+2pp），主要因公司加强全球化销售队伍建设和疫后学术、差旅费用恢复，管理费用率 13.3%（-4.5pp），主要因 22H1 的股份支付费用影响基数，研发费用率 6%（-2.7pp），公司更加聚焦关键项目的开发，财务费用率-6.3%（-4.1pp），主要因汇率影响，最终公司 23H1 归母净利率 23%（+10pp）。

国内外收入稳健增长，可视化业务夯实基础。分区域看，23H1 国内市场收入 6.94 亿元（+16.4%），其中国内内镜耗材收入 5.5 亿元，增长 33.3%，主要因国内春节后受疫情影响较大的择期手术快速复苏；23H1 国外收入 4.47 亿元（+22.97%），其中美洲区收入 2.02 亿元（+21%），EMEA 市场收入 1.79 亿元（+21%）。分产品看，传统内镜耗材产品方面，预计止血闭合类、活检类、扩张类稳健增长，而 ERCP 类、EMR/ESD 类、EUS/EBUS 实现高速增长；以肿瘤消融为主的康友医疗收入 1.09 亿元（+18%）；可视化产品类收入约 0.5 亿元（-51.46%），主要因为新产品入院需要较长时间，一次性支气管镜崭露头角，一次性外科胆道镜上半年拿证并量产出货，可视化业务作为第二增长曲线的基础正在夯实。

聚焦内镜诊疗和微波消融，市场份额有待提升。随着内镜手术和相关技术的不断普及和进步，内镜诊疗器械需求亦不断增加，据波士顿科学的统计和分析，2022 年全球内镜诊疗器械市场规模为 60 亿美元，复合增速 6%，公司在全球市场份额仅为低个位数，未来份额具备提升空间。其次，相比传统的重复使用内镜，一次性内镜具有结构简单、无需消毒、避免交叉感染、方便使用等优点，且随着技术进步和成本下降，近年来在国内外呈现快速发展趋势，根据 Frost&Sullivan 数据，2020 年全球和国内一次性内镜规模分别为 5.3 亿美元和 3680 万元，2020~2025 年复合增速分别为 45.1%和 107.6%，公司重点加大可视化产品研发，一次性使用胆道镜（内科+外科）和一次性支气管镜已取得国内外注册证，有望夯实公司第二增长曲线。此外，微波消融在肿瘤治疗中得到广泛运用，近年来维持双位数增长，2024 年有望达到 21 亿美元，子公司康友医疗作为国内龙头有望在全球份额逐渐提升。

投资建议：预计公司 2023-2025 年归母净利润为 4.9、6.4、8.5 亿元，同比增长 48.8%、30.3%、33.1%。参考可比公司，给予公司 2023 年 30-35 倍 PE，对应每股股价区间为 78.56-91.66 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：研发失败风险、汇率风险、政策控费风险、新品放量不及预期。

公司研究·财报点评

医药生物·医疗器械

证券分析师：周章庆 **证券分析师：张佳博**
 021-60375487
 zhouzhangqing@guosen.com.cn zhangjiabo@guosen.com.cn
 S0980523040002 S0980523050001

证券分析师：陈益凌
 021-60933167
 chenyingling@guosen.com.cn
 S0980519010002

基础数据

投资评级	增持（首次评级）
合理估值	78.56 - 91.66 元
收盘价	72.60 元
总市值/流通市值	13638/13638 百万元
52 周最高价/最低价	111.66/64.02 元
近 3 个月日均成交额	119.32 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

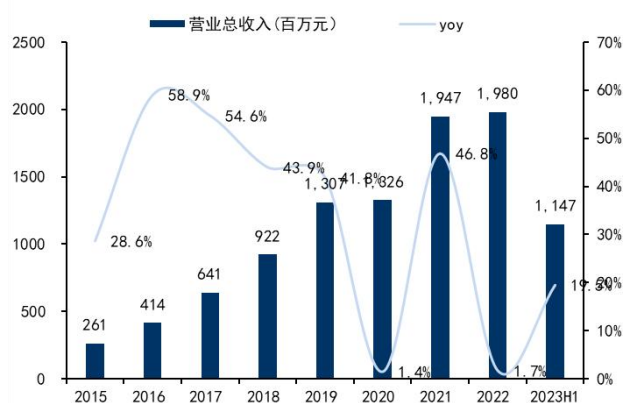
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,947	1,980	2,499	3,180	4,074
(+/-%)	46.8%	1.7%	26.2%	27.2%	28.1%
净利润(百万元)	325	331	492	641	853
(+/-%)	24.5%	1.8%	48.8%	30.3%	33.1%
每股收益(元)	2.43	1.76	2.62	3.41	4.54
EBIT Margin	17.8%	14.3%	21.2%	22.7%	24.6%
净资产收益率(ROE)	11.0%	10.3%	13.7%	15.7%	18.1%
市盈率(PE)	29.9	41.2	27.7	21.3	16.0
EV/EBITDA	27.1	45.4	25.0	18.4	13.5
市净率(PB)	3.30	4.23	3.79	3.34	2.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

注重发展质量，降本增效实现业绩高增长。公司发布 2023 年中报，上半年收入 11.5 亿元（+11.5%），归母净利润 2.6 亿元（+111.7%），扣非归母净利润 2.6 亿元（+116.9%），经营现金流净额 2.4 亿元（+539.1%）。考虑 22H1 股份支付费用为 0.3 亿元，剔除此因素，可比口径下 23H1 归母净利润增长 70.97%。分季度看，2023Q1/Q2 单季度收入分别为 5.5/6 亿元（+24.3%/+15.3%），单季度归母净利润分别 1.01/1.63 亿元（+134%/+99.8%），在国内外诊疗全面复苏的背景下，公司积极推进战略转型，更加注重发展质量，降本增效实现业绩连续两个季度高增长。

图1：南微医学营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：南微医学归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：南微医学单季度收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

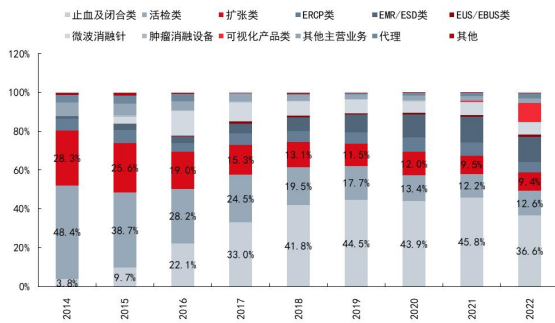
图4：南微医学单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

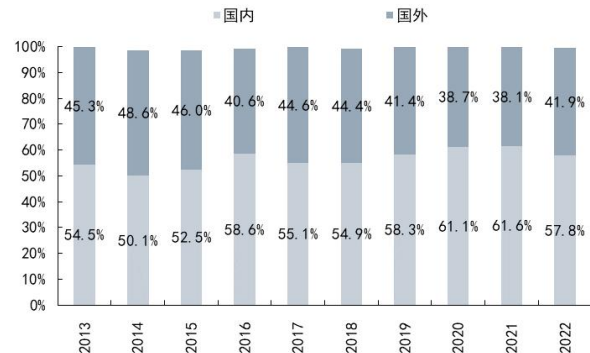
国内外收入稳健增长，可视化业务夯实基础。分区域看，23H1 国内市场收入 6.94 亿元（+16.4%），其中国内内镜耗材收入 5.5 亿元，增长 33.3%，主要因国内春节后受疫情影响较大的择期手术快速复苏；23H1 国外收入 4.47 亿元（+22.97%），其中美洲区收入 2.02 亿元（+21%），EMEA 市场收入 1.79 亿元（+21%）。分产品看，传统内镜耗材产品方面，预计止血闭合类、活检类、扩张类稳健增长，而 ERCP 类、EMR/ESD 类、EUS/EBUS 实现高速增长；以肿瘤消融为主的康友医疗收入 1.09 亿元（+18%）；可视化产品类收入约 0.5 亿元（-51.46%），主要因为新产品入院需要较长时间，一次性支气管镜崭露头角，一次性外科胆道镜上半年拿证并量产出货，可视化业务作为第二增长曲线的基础正在夯实。

图5: 公司历年收入产品构成



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

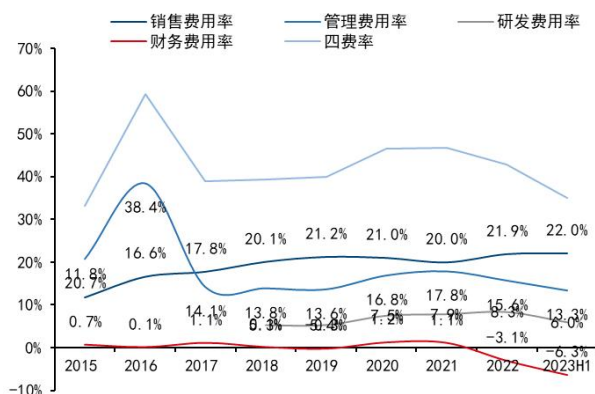
图6: 公司历年收入区域构成



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

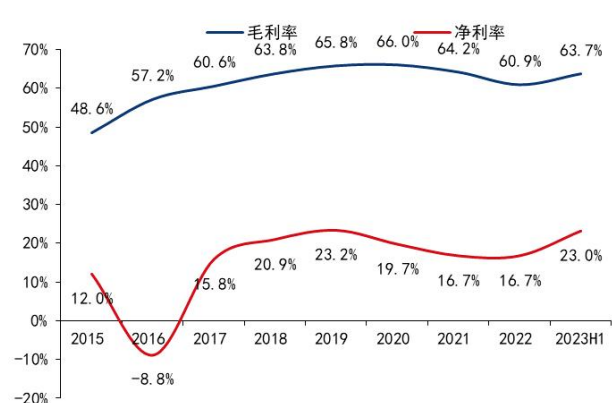
毛利率提升, 期间费用率下降, 降本增效明显。23H1 年毛利率为 63.7% (+3.3pp), 主要因收入结构变化和汇率影响, 四费率为 35% (-9.4pp), 其中销售费用率 22% (+2pp), 主要因公司加强全球化销售队伍建设和疫后学术、差旅费用恢复, 管理费用率 13.3% (-4.5pp), 主要因 22H1 的股份支付费用影响基数, 研发费用率 6% (-2.7pp), 公司更加聚焦关键项目的开发, 财务费用率-6.3% (-4.1pp), 主要因汇率影响, 最终公司 23H1 归母净利率 23% (+10pp)。

图7: 公司期间费用变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司盈利能力变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

南微医学是内镜诊疗耗材龙头

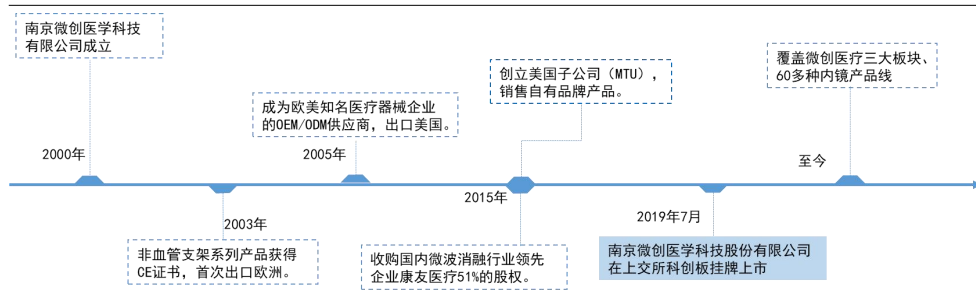
公司沿革及经营概况

南微医学专注于微创医疗器械的研发、制造和销售。自 2000 年创立以来, 公司逐步由非血管支架单一产品到三大技术平台, 由国内市场为主到国内国际市场双轮驱动。截至 2022 年, 公司主要产品包括配合内镜使用的内镜诊疗器械、微波消融设备及耗材、一次性内镜等三大系列。其中内镜诊疗器械主要包括活检类、止血和闭合类、EMR/ESD 类、扩张类、ERCP 类、EUS/EBUS 类等六大类 60 多种上百

个规格系列的产品。

公司早期即确立了国际化战略，国内国际两个市场双轮驱动。目前，海外市场已拓展至 90 多个国家和地区，其中美国市场和其他一些新兴国家市场发展较快，较好地起到了优势互补的作用。截至 2022 年，公司海外营收已达到总体营收的 42.0%，实现了真正意义上的国际国内两个市场大体均衡发展。

图9：南微医学主要发展历史

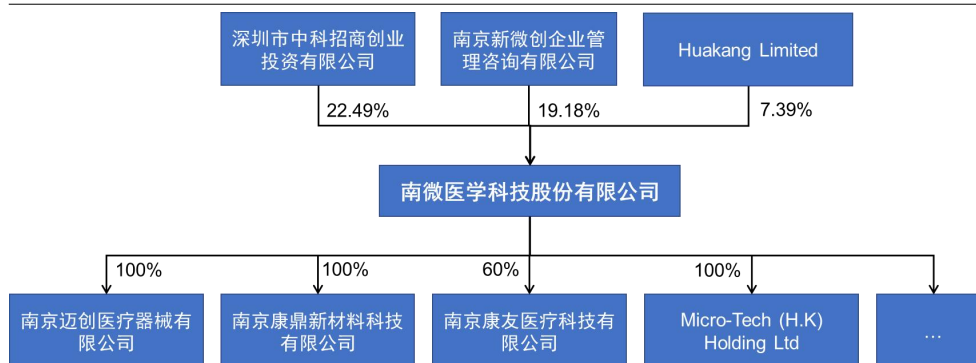


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

股权及管理层

公司第一大股东持有 22.50% 股份，股权分散无实控人。截至 2023H1，公司前三大股东分别持股 22.49%、19.18%、7.39%，公司无实际控制人。公司直接持有国内外共计 13 家子公司，主要包括南京迈创医疗器械有限公司（100%）、南京康友医疗科技有限公司（60%）、Micro-Tech (H.K) Holding Ltd 等。

图10：南微医学主要股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

子公司分布海内外，管理层布局全球。目前公司董事会共计 9 人（独立董事 3 人），其中董事长隆晓辉先生自 2015 年起任职至今。截至 2022 年，隆晓辉先生及其控制的第二大股东微创咨询合计持有公司 21.24% 的股份。公司设有监事会 3 人，海内外总裁、副总裁等共计 11 人。

图11：南微医学主要高管团队

董事长、法定代表人：
隆晓辉



- 男, 1959年出生, 中国国籍。
- 1998年2月至2002年5月, 任江苏中天投资发展有限公司董事长, 总经理;
- 2002年6月至今, 任江苏中天龙投资集团有限公司董事长, 总裁;
- 2004年3月至2015年7月, 任南京微创医学科技有限公司董事长;
- 2015年7月至今, 任南微医学科技股份有限公司董事长;

海内外主要高管团队



- 冷德嶸 (2000-至今)
南微医学科技股份有限公司总裁、董事
- 1963年10月出生, 中国国籍, 研高级工程师
 - 2015年至今任南微医学科技股份有限公司总裁、董事; 2020年9月至今任南京麦澜德医疗科技股份有限公司独立董事



- 张博 (2013-至今)
南微医学科技股份有限公司高级副总裁、董事
- 1970年出生, 中国国籍
 - 负责南微医学科技股份有限公司亚太地区的销售工作。

李常青

- 南微医学科技股份有限公司高级副总裁、董事
美国全资子公司Micro-Tech Endoscopy USA, Inc. 总经理
丹尼尔·库恩
南微医学科技股份有限公司高级副总裁
欧洲全资子公司Micro-Tech Europe GmbH (MTE) 董事、总经理

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

产品介绍

产品共分三大领域，内镜诊疗器械业务以 6 个门类为主导。公司目前主要产品包括配合内镜使用的内镜诊疗器械、微波消融设备及耗材、一次性内镜等三大系列。内镜诊疗器械主要包括活检类、止血和闭合类、EMR/ESD 类、扩张类、ERCP 类、EUS/EBUS 类共计 6 个门类的产品；微波消融主要包括微波消融仪和微波消融针系列产品；一次性内镜主要包括一次性胆胰成像系统（胆道镜）、一次性支气管镜及相关配套耗材等产品。

表1：南微医学主要产品简介表

类别	产品	产品介绍
内镜诊疗器械	活检钳	一次性使用，用于钳取消化道、呼吸道活体组织样本
	细胞刷	一次性使用，用于临床刷取细胞样品
	内镜喷洒管	一次性使用，在消化道等人体自然腔道进行灌洗、药液喷洒、造影等操作
	靛胭脂黏膜染色剂	主要用于消化道黏膜染色，以帮助发现具备诊断价值的早期病变
	套扎器	一次性使用，用于对食道静脉曲张的血管进行结扎
	止血和闭合类	热活检钳
	软组织夹	一次性使用，用于钳取消化道组织标本、摘除小于 5mm 息肉及电凝
	圈套器/冷圈套器	一次性使用，用于夹合消化道内软组织
	EMR/ESD 类	注射针
	高频电刀	一次性使用，适用于 EMR/ESD 手术中向病变组织注射医用溶液
	扩张球囊	用于切开消化道内组织
	扩张类	扩张球囊
	支架及置入器	一次性使用，包含多个种类，用于内镜下消化道各处狭窄的扩张或辅助扩张治疗
	超硬导丝	一次性使用，主要用消化道、呼吸道狭窄或梗阻的扩张治疗
	斑马导丝	一次性使用，用于非血管腔道治疗中引导导管、置入器等
	切开刀	一次性使用，用于在内镜下向胆道或胰管插入，起支撑或引导作用
	ERCP 类	引流管
	取石网篮	一次性使用，用于胆管内胆石的胆石或上下消化道中的异物
	EUS/EBUS 类	取石球囊
	FNA 穿刺活检针	一次性使用，用于在超声内镜下提取溃疡息肉等病变组织样本
微波消融设备	微波消融治疗仪	适用于肝脏肿瘤治疗
	微波消融仪	适用于消化道出血止血、胃肠道息肉的凝固治疗、康复理疗
	微波治疗仪	用于配合放疗、化疗进行晚期恶性肿瘤的辅助外照射治疗和消肿、消炎

一次性内镜	微波消融针系列	微波消融针	的外照射治疗
	微波刀	微波刀	一次性使用，与微波消融治疗仪配套使用用于肿瘤消融治疗
	一次性胆胰成像系统（胆道镜）	eyeMax “洞察”胆道镜	主要用于外科手术中直径 3mm 以下血管凝固止血、多血实质性脏器切除
	一次性支气管镜	一次性支气管镜	主要用于胆道、肝内胆管以及胆囊的高清成像，配合各种器械进行镜下治疗
			分泌物清除，解除肺不张，建立有效气道，对咳血患者检查出血的部位及局部止血

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

内镜诊疗耗材疫后复苏，集采影响可控

海内外内镜领域市场广阔，内镜诊疗耗材是刚需。内镜诊疗技术是一种通过人体自然腔道/微创切口进入人体，使医生在内镜影像系统下，可配合多种内镜诊疗耗材从而达到诊断和治疗目的的医疗器械系列组合。随着该项技术的不断发展，内镜诊疗过程已经在消化系统、呼吸系统、肿瘤外科等多个系统与疾病中得到广泛的功能运用。据 Frost&Sullivan 统计，2020 年全球医用内镜市场规模为 203 亿美元，预计 2030 年将增至 396 亿美元，2020 年至 2025 年的复合年增长率预测为 7.1%。截至 2020 年，我国在内镜领域的市场份额为 16.5%，在美国、欧盟五国之后为全球第三大市场。预计 2030 年我国内镜市场份额将上升至 22.8%，并作为全球第二大内镜市场。

图12：全球内镜市场规模及预测（2016-2030E）



资料来源：Frost&Sullivan，国信证券经济研究所整理

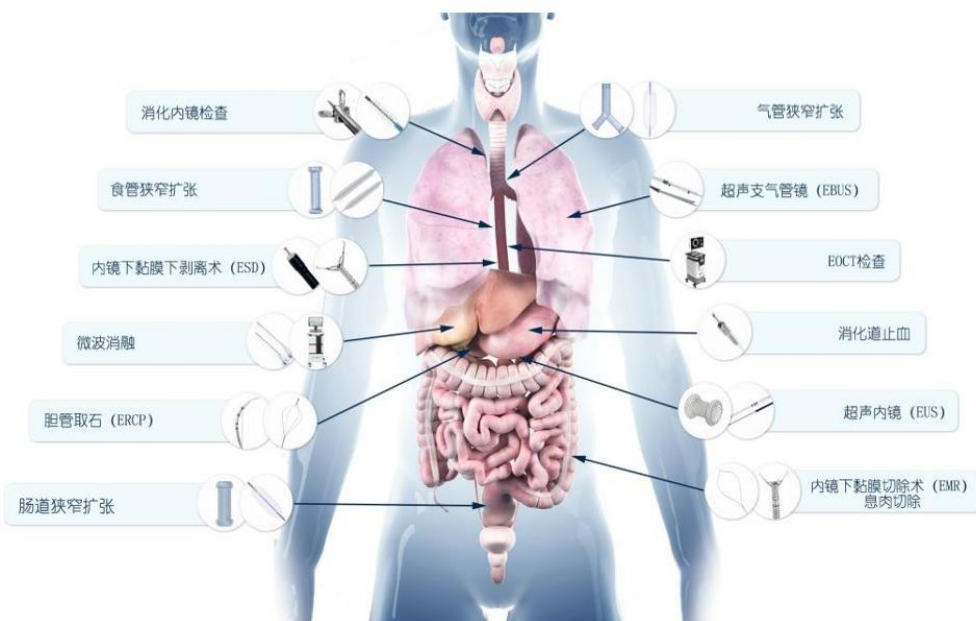
图13：中国内镜市场规模及预测（2016-2030E）



资料来源：Frost&Sullivan，国信证券经济研究所整理

公司产品涵盖内镜诊疗主要耗材领域。内镜诊疗耗材主要与软镜配合使用，广泛用于消化科、泌尿科、呼吸科、妇科等微创手术场景，其中消化内镜（胃肠镜）诊疗耗材占比最大，包括止血闭合类、活检类、扩张类、EMR/ESD 类、ERCP 类、超声内镜等，也是公司的主要产品布局领域。

图14：消化内镜诊疗主要手段



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

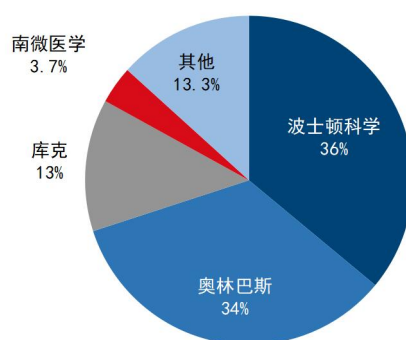
公司在全球内镜诊疗耗材市场份额提升可期。波士顿科学在 2022 年 JP Morgan Healthcare Conference 的报告分析，2022 年全球内镜诊疗器械市场规模为 60 亿美元，2021-2024 年全球内镜诊疗器械市场整体增速为 6%。根据 Frost&Sullivan 出具的调查报告显示，在全球内镜诊疗市场，波士顿科学的市场占有率为 36%，奥林巴斯为 34%，库克为 13%，其余企业合计为 17%，2022 年南微医学内镜诊疗业务收入约 15.5 亿元，份额为 3.7%，仍有较大提升空间。

图15: 全球内镜诊疗耗材市场



资料来源：波科公告、国信证券经济研究所整理

图16: 全球内镜诊疗耗材份额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

集采影响可控，以价换量促进份额提升。2021 年 9 月，国务院办公厅正式发布《关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知》（国办发〔2021〕36 号），要求“到 2025 年各省（自治区、直辖市）国家和省级高值医用耗材集中带量采购品种达 5 类以上”。公司圈套器、鼻胆引流管、套扎器、切开刀分别于三省中标，其中福建省集采项目圈套器平均降幅在 78.27%。就目前已完成的国采和各省市联盟集采方案来看，有兜底的集采政策逐渐形成市场共识，集采降价幅度有望逐渐温和化。公司目前的产品中，只有止血夹国内市场份额较高，其余产品都存在集采后提升

份额的空间，预计集采后对公司收入及利润影响可控，且公司着力于积极参与国内带量采购的同时，也深耕国际市场，多领域积极创新，有望通过多元创新及全球布局抵御集采的潜在影响。

表2: 南微涉及集采产品品种

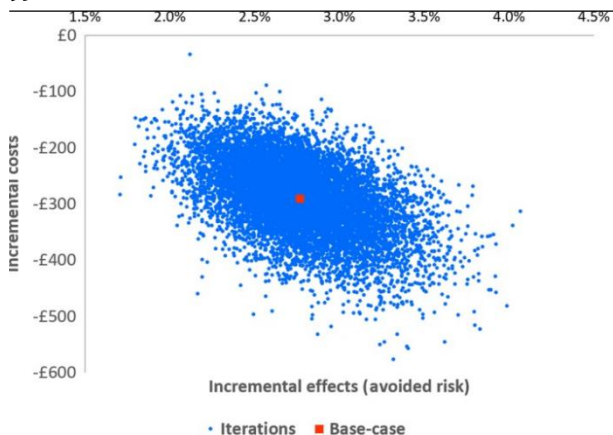
集采省份	集采时间	集采品种	价格降幅
浙江省	2021	一次性使用圈套器，一次性使用可旋转电圈套器	-
南京市	2021	消化介入、呼吸介入 2 类共 176 个医用耗材	平均 36.29%
河北省	2022	鼻胆引流管，套扎器，切开刀	-
福建省	2022	一次性使用圈套器	平均 78.27%

资料来源: 各省医保局，国信证券经济研究所整理

可视化产品贡献新增长点

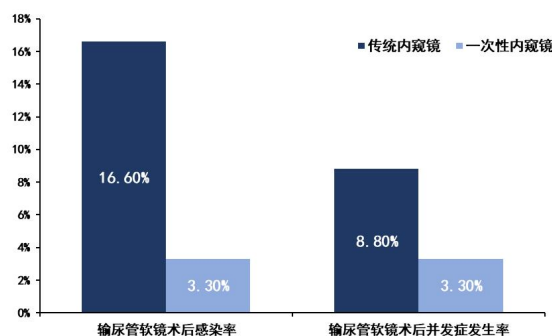
内镜行业迎来“耗材化”，一次性内窥镜避免医源性感染优势明显。一次性内窥镜是目前内镜领域的主要研发重点之一，相比于传统可重复使用的内镜，在诊疗方面，一次性内窥镜具有结构简洁、无需消毒、避免交叉感染等优势。FDA 收到的涉及内镜相关感染和污染的医疗器械报告从 2014 年的 171 份增长至 2020 年 1905 份，并已发出多份报告呼吁行业从可重复使用的内窥镜过渡到一次性使用内窥镜，特别是表示涉及较高交叉感染风险的内窥镜（例如十二指肠镜、支气管镜等）。2020 年发布的一项系统研究显示，使用一次性支气管镜可以降低支气管镜检查 1.71%-4.07% 的术后感染率。

图17: 一次性支气管镜在降低感染率与降低成本有明显优势



资料来源: Mouritsen JM, etc. A systematic review and cost effectiveness analysis of reusable vs. single-use flexible bronchoscopes. Anaesthesia. 2020, 国信证券经济研究所整理

图18: 一次性内窥镜可降低术后感染率与并发症



资料来源: 公司公告，国信证券经济研究所整理

一次性内窥镜在成本及效率上同样展现优势。在成本效率上，多项研究也证明一次性内窥镜因其无需再处理、维护和维修，相较于可重复使用的内镜更具有成本效率优势。根据 Ambu 公布的数据，一次性内窥镜使用成本约 220 英镑，而传统复用内镜每次使用成本约 511 英镑，其中包括购置成本、维修成本、再处理成本以及感染成本。随着其产品线的逐渐成熟与技术的不断进步，已经逐渐带领传统内镜交叉感染风险严重的科室“内镜耗材化”，目前一次性内窥镜的应用限于消化内科、泌尿科、妇科和呼吸科，都属于高度交叉感染风险的临床科室。

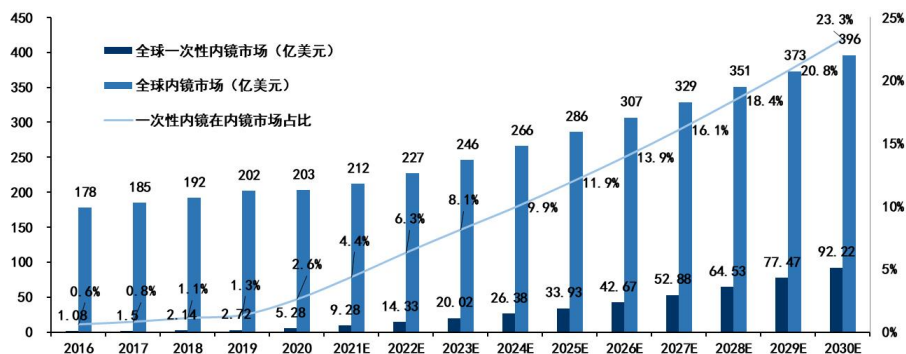
表3：一次性使用内窥镜和传统内窥镜成本比较（美元）

		一次性使用内窥镜解决方案	可重复使用内窥镜解决方案
每次使用成本	购买成本	228-1800	160-1300
	消毒及维护成本	15-200	60-520
	感染治疗成本	0	120-1040
	共计	240-2000	400-2600
呼吸科——支气管镜	购买成本	225-240	150-190
	消毒及维护成本	10-25	55-75
	感染治疗成本	0	115-150
	共计	249	382
消化科——十二指肠镜	购买成本	1400-1450	800-1000
	消毒及维护成本	50-100	280-370
	感染治疗成本	0	115-150
	共计	1500	1866
泌尿科——膀胱镜	购买成本	190-270	90-200
	消毒及维护成本	10-30	50-80
	感染治疗成本	0	60-100
	共计	200-300	200-380
泌尿科——输尿管镜	购买成本	1220-1250	580-730
	消毒及维护成本	50-80	440-580
	感染治疗成本	0	200-300
	共计	1300	1466

资料来源：新光维医疗招股书，国信证券经济研究所整理

全球一次性内窥镜市场处于高速发展期。据 Frost&Sullivan 统计，全球一次性内镜市场规模从 2016 年的 1.08 亿美元增长至 2020 年的 5.28 亿美元，2016-2020 年的复合年增长率 48.6%；预计到 2025 年将增至 33.93 亿美元，2020-2025 年的复合年增长率为 45.1%。依据波士顿科学在 2022 年发布的 JP Morgan Healthcare Conference 报告分析中指出，2022 年全球内镜诊疗器械市场规模为 60 亿美元，2021-2024 年全球内镜诊疗器械市场整体增速为 6%。一次性内镜在内镜领域的占比会从早年 2020 年的 2.6%，预期 2030 年逐渐上升至 23.2%。

图19：全球内镜领域与一次性内镜领域发展及预测

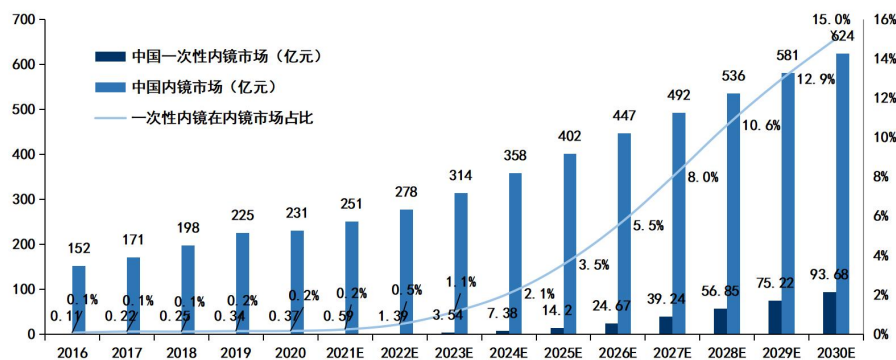


资料来源：Frost&Sullivan，国信证券经济研究所整理

中国的一次性内镜行业正在快速发展，多家公司开展各临床场景应用。根据 Frost&Sullivan 的统计，中国一次性使用医用内镜市场规模自 2016 年的 1120 万元人民币增至 2020 年的 3680 万元，年复合增长率为 34.6%；预计到 2025 年将增至 14.2 亿元人民币，2021-2025 年复合增长率为 107.6%。目前国内一次性

内镜市场以输尿管肾盂内窥镜居多，仅两家共计两款进口一次性内窥镜获批上市。根据 Frost&Sullivan 的统计，按 2020 年营收计，中国一次性内镜市场份额集中于 Ambu、幸福工厂以及普生医疗三大市场从业者，分别对应 35.7%/29.2%/26.2%。

图20: 中国内镜领域与一次性内镜领域发展及预测



资料来源: Frost&Sullivan, 国信证券经济研究所整理

2022 年公司可视化产品收入亮眼。南微医学紧跟内镜耗材化的浪潮，2021 年一次性内镜胆胰成像系统“eyeMax 洞察”正式亮相，其高清图像质量可以使医生直接观察病变，而其纤细的外径使医生可以轻松处理曾经是消化道最后一个盲区的肝内胆管和胆囊病变，同时还拥有更大的工作通道，可以使用更多器械开展各种镜下治疗。截至 2022 年，可视化产品领域收入达到 1.9 亿元（+1850.6%），占公司总营收的 9.6%，随着 2023 年外科一次性胆道镜上市推广，预计 2024 年有望进入收获期。

表4: 国内主要一次性胆道镜产品参数对比

产品	公司名称	导管直径	可通过器械直径 (mm)	有效工作长度 (mm)	视野角度
SpyScope DS II	波士顿科学	最大 10.8F/3.6mm	≤1.2	2300	120°
“eyeMax 洞察”胰胆成像系统	南微医学	9F/3.0mm	≤1	2200	120°
一次性胆道镜	新光维医疗	11F/3.7mm	≤1.8	/	上/下 180°

资料来源: 公司官网, 波士顿科学官网, 国信证券经济研究所整理

一次性支气管镜开始发力，未来将进一步开拓一次性内镜市场。2022 年 6 月一次性支气管镜在中国获批上市，整套系统包含一次性使用支气管成像导管与高度集成的电子内窥镜图像处理器。据 Ambu 和波士顿科学的测算，一次性支气管镜全球潜在市场规模超过 500 万条。南微医学已经获批的一次性支气管镜也有望成为一次性支气管镜领域的有力竞争者。目前加快一次性支气管镜的装机速度以及迭代改进，将是一次性内镜以及整个公司的新增长点。

图21: 南微医学“eyeMax 洞察”一次性支气管镜



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设：

1) **传统内镜诊疗耗材**：为公司基本盘业务，其中止血闭合类、活检类、扩张类稳健增长，ERCP 类、EMR/ESD 类、EUS/EBUS 类高速增长，预计 2023-2025 年止血闭合类产品销量增速分别为 25%、20%、20%，活检类销量增速分别为 20%、20%、20%，扩张类销量增速分别为 15%、15%、15%，ERCP 类销量增速分别为 50%、40%、40%，EMR/ESD 类销量增速分别为 50%、40%、40%，EUS/EBUS 类销量增速分别为 35%、35%、35%，由于新品上市和规模效应，预计主要产品均价和毛利率保持稳定。

2) **可视化产品**：2022 年凭借一次性胆道镜（内科）的放量，收入快速爆发，考虑到一次性胆道镜（内科）和一次性支气管镜上市入院需要时间，预计 2023 年增速为 0%，预计 2024-2025 年增速分别为 50%、50%，预计随着规模效应，毛利率逐渐提升，2023-2025 年毛利率分别为 50%、60%、70%。

3) **微波消融业务**：随着肿瘤治疗需求增加，未来微波消融需求有望高速增长，预计 2023-2025 微波消融针销量增速分别为 30%、25%、25%，由于新品上市和规模效应，预计价格和毛利率保持稳定。

表5：南微医学拆分及预测（单位：百万元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
止血及闭合类					
收入	892	725	906	1088	1305
yoy	53.1%	-18.7%	25.0%	20.0%	20.0%
毛利率	73.9%	75.6%	75.0%	75.0%	75.0%
活检类					
收入	237	250	300	360	432
yoy	33.7%	5.6%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	35.3%	34.6%	35.0%	35.0%	35.0%
扩张类					

ERCP 类	收入	185	187	215	247	284
	yoy	16.1%	0.8%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	71.0%	70.1%	70.0%	70.0%	70.0%
EMR/ESD 类	收入	128	110	165	230	322
	yoy	28.7%	-14.3%	50.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	57.4%	60.2%	60.0%	60.0%	60.0%
EUS/EBUS 类	收入	260	254	382	534	748
	yoy	66.1%	-2.2%	50.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	60.2%	56.3%	60.0%	60.0%	60.0%
微波消融针	收入	18	24	32	43	59
	yoy	48.5%	32.0%	35.0%	35.0%	35.0%
	毛利率	39.6%	44.7%	45.0%	45.0%	45.0%
肿瘤消融设备	收入	126	123	160	200	251
	yoy	58.9%	-2.2%	30.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	82.4%	81.0%	81.0%	81.0%	81.0%
可视化产品类	收入	5	6	6	7	8
	yoy	5.5%	14.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	44.8%	35.2%	45.0%	45.0%	45.0%
其他主营业务	收入	10	190	190	285	428
	yoy		1850.6%	0.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	34.8%	41.9%	50.0%	60.0%	70.0%
代理	收入	46	50	66	85	111
	yoy	41.8%	9.5%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	42.1%	43.4%	45.0%	45.0%	45.0%
其他	收入	34	54	70	90	118
	yoy	75.9%	55.4%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	29.0%	31.7%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	5	7	7	8	9
	yoy	89.5%	41.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-15.3%	13.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	收入	1947	1980	2499	3180	4074
	yoy	46.8%	1.7%	26.2%	27.2%	28.1%
	毛利率	64.2%	60.9%	62.2%	62.8%	63.5%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理预测

综上，预计公司 2023-2025 年收入 25.0、31.8、40.7 亿元，同比增速+26.2%、+27.2%、+28.1%，毛利率分别为 61.2%、62.8%、63.5%。

未来 3 年业绩预测

- 1) **销售费用假设：**考虑到一次性产品的推广，预计 2023-2025 年销售费用增速分别为 20%、25%、25%。
- 2) **管理费用假设：**考虑未来公司核心业务稳健增长和正常的人员扩张速度，预计 2023-2025 年管理费用增速分别为 0%、20%、20%。
- 3) **研发费用假设：**考虑到公司的研发管线支出，预计 2023-2025 年研发费用增速分别为 0%、30%、30%。

表6: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1947	1980	2499	3180	4074
营业成本	697	773	944	1184	1485
销售费用	389	433	520	650	812
管理费用	346	309	313	375	449
研发费用	153	165	165	215	279
财务费用	21	(61)	(31)	(26)	(8)
营业利润	367	364	571	757	1021
利润总额	377	368	571	757	1021
归母净利润	325	331	492	641	853
EPS (元/股)	2.43	1.76	2.62	3.41	4.54
ROE	11%	10%	14%	16%	18%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综上所述, 预计公司 2023-2025 年归母净利润为 4.9 亿元、6.4 亿元、8.5 亿元, 同比增长 48.8%、30.3%、33.1%。

盈利预测情景分析

表7: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,947	1,980	2,551	3,315	4,341
(+/-%)	46.8%	1.7%	28.8%	29.9%	31.0%
净利润(百万元)	325	331	687	906	1216
(+/-%)	24.5%	1.8%	107.9%	31.8%	34.2%
摊薄 EPS	2.43	1.76	3.66	4.82	6.47
中性预测					
营业收入(百万元)	1,947	1,980	2,499	3,180	4,074
(+/-%)	46.8%	1.7%	26.2%	27.2%	28.1%
净利润(百万元)	325	331	492	641	853
(+/-%)	24.5%	1.8%	48.8%	30.3%	33.1%
摊薄 EPS(元)	2.43	1.76	2.62	3.41	4.54
悲观预测					
营业收入(百万元)	1,947	1,980	2,447	3,047	3,819
(+/-%)	46.8%	1.7%	23.6%	24.5%	25.3%
净利润(百万元)	325	331	309	402	537
(+/-%)	24.5%	1.8%	-6.6%	30.1%	33.8%
摊薄 EPS	2.43	1.76	1.64	2.14	2.86
总股本(百万股)	134	188	188	188	188

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 每股 80-85 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表8: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
--	------	------	------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

营业收入增长率	1.45%	46.77%	1.72%	26.22%	27.22%	28.14%	20.00%	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
营业成本/营业收入	37.76%	37.08%	36.15%	37.76%	37.25%	36.46%	36.46%	36.46%	36.46%	36.46%	36.46%	36.46%	36.46%
管理费用/营业收入	16.61%	17.32%	14.51%	12.37%	11.66%	10.92%	10.81%	10.71%	10.60%	10.49%	10.39%	10.28%	10.18%
研发费用/营业收入	7.51%	7.85%	8.35%	6.61%	6.76%	6.86%	6.79%	6.72%	6.65%	6.59%	6.52%	6.46%	6.39%
销售费用/销售收入	20.99%	19.96%	21.88%	20.80%	20.44%	19.94%	19.74%	19.54%	19.35%	19.15%	18.96%	18.77%	18.58%
营业税金及附加/营业收入	0.93%	0.83%	0.81%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%
所得税税率	11.58%	12.72%	9.52%	13.00%	14.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	19.82%	20.32%	30.62%	23.59%	24.84%	26.35%	24.93%	25.37%	25.55%	25.28%	25.40%	25.41%	25.37%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表9：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	15.00%
无风险利率	2.50%	Ka	9.01%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	0.93
公司股价（元）	73.59	Ke	9.01%
发行在外股数（百万）	188	E/(D+E)	99.97%
股票市值(E, 百万元)	13821	D/(D+E)	0.03%
债务总额(D, 百万元)	4	WACC	9.01%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司每股价值区间为 80-85 元。

表10：南微医学 FCFF 估值结果

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	530.0	720.7	1,003.3	1,223.2	1,490.6	1,815.5	2,118.0	2,470.1	2,879.6	3,355.8	
所得税税率	13.00%	14.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	461.1	619.8	852.8	1,039.8	1,267.0	1,543.2	1,800.3	2,099.6	2,447.6	2,852.5	
折旧与摊销	47.5	72.0	92.8	118.3	148.9	185.6	229.8	282.7	346.2	422.4	
营运资金的净变动	194.1	(214.1)	(251.6)	(41.8)	(232.2)	(233.8)	(165.7)	(249.3)	(264.1)	(296.5)	
资本性投资	(257.1)	(308.3)	(369.7)	(443.5)	(532.0)	(638.1)	(765.6)	(918.5)	(1,102.0)	(1,322.2)	
FCFF	445.6	169.5	324.4	672.7	651.7	856.9	1,098.8	1,214.4	1,427.8	1,656.2	24,097.5
PV(FCFF)	408.8	142.6	250.4	476.4	423.3	510.7	600.7	609.0	656.8	698.9	10,169.4
核心企业价值	14,947.1										
减：净债务	(412.4)										
股票价值	15,359.5										
每股价值	81.78										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表11：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.0%	8.5%	9.01%	9.5%	10.0%
永续增长率变化	3.0%	113.07	101.23	91.41	83.15	76.11

	2.5%	105.09	94.85	86.23	78.88	72.56
	2.0%	98.44	89.44	81.78	75.19	69.45
	1.5%	92.81	84.81	77.93	71.95	66.71
	1.0%	87.98	80.80	74.56	69.09	64.28

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：每股 78.56–91.66 元

公司为内镜诊疗耗材龙头，我们选择同为内镜赛道的开立医疗、安杰思以及高值耗材龙头惠泰医疗作为可比公司。根据 Wind 一致性预期，可比公司 2023–2025 年平均 PE 分别为 36、27、21 倍，公司的 PE 为 28、21、16 倍，考虑到公司未来几年较高的业绩增速，以及较低的 PEG 水平，我们给予公司 2023 年 30–35 倍 PE，合理股价区间为 78.56–91.66 元/股。

表12：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
688617.SH	惠泰医疗	296.30	198	5.38	7.16	9.62	12.97	55.1	41.4	30.8	22.8	20.2%	1.2	买入
300633.SZ	开立医疗	41.83	180	0.86	1.14	1.49	1.91	48.6	36.6	28.1	21.9	14.5%	1.2	无
688581.SH	安杰思	100.12	58	3.34	3.44	4.56	5.81	30.0	29.1	22.0	17.2	44.4%	1.0	无
688029.SH	南微医学	72.60	136	1.76	2.62	3.41	4.54	41.2	27.7	21.3	16.0	10.7%	0.9	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：南微医学为本报告预期，其他为 wind 一致性预期，日期为 20230820

投资建议

综合上述 2 个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在每股 78.56–91.66 元之间，相对于公司目前股价有 8.2%–26.3% 溢价空间。考虑公司较好的成长性，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 78.56–91.66 元/股之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

- ◆ 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- ◆ 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 7%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值

高估的风险；

- ◆ 相对估值方面：我们选取了开立医疗、安杰思、惠泰医疗的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 作为相对估值的参考，考虑公司较好的成长性，最终给予公司 23 年 30-35 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们根据分部假设，预计公司未来 3 年收入增长+26.2%、+27.2%、+28.1%，可能存在对公司产品销量及价格预计乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们根据分部假设，预计公司未来 3 年毛利分别为 61.2%、62.8%、63.5%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计 2023-2025 年销售费用增速分别为 20%、25%、25%，考虑到一次性内镜产品的推广，未来 2 年销售推广费用有望增加，有可能出现销售费用低估导致盈利预测高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计 2023-2025 年管理费用增速分别为 0%、20%、20%，考虑未来公司核心业务稳健增长和正常的人员扩张速度，有可能出现管理费用低估导致盈利预测高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计 2023-2025 年研发费用增速分别为 0%、30%、30%，考虑公司的在研管线，有可能出现研发费用低估导致盈利预测高于实际值的风险。

技术风险

- ◆ 研发风险。医疗器械作为多学科交叉的高新产品，快速吸收新技术和开发新产品为该行业的典型特征，若公司不能及时跟踪、掌握并正确分析新技术、新材料或新工艺并进行相应研发，或者由于新技术产品开发周期长、难度大，受政策、市场等外部因素影响，使得新技术开发及产业化受影响，将对公司未来业务发展造成不利影响。
- ◆ 知识产权风险。医疗行业知识产权密集，企业往往通过知识产权保护来建立护城河，增加后来者进入难度。公司作为快速成长的新兴企业，面临行业巨头的专利护城河和其他市场壁垒，仍可能存在被认为侵犯知识产权的风险。同时，公司的专利产品也可能被其他公司侵权并抢占市场份额，并因此导致知识产权纠纷，可能对公司的业务、财务状况和经营业绩造成不利影响。

经营风险

- ◆ 市场竞争风险。目前医疗反腐正当时，国家在医疗领域的改革持续推进，改革决心坚定。随着集采等政策落地，医疗器械和耗材的价格将进一步透明，国内市场竞争加剧，从而导致产品销售价格下降，公司面临的市场不确定性增加。
- ◆ 产品质量控制风险。医疗器械的质量好坏关乎医护人员安全和病人疗愈康复，若因公司质量体系不能持续符合法规要求，或产品质量出现严重的问题，继而产生产品责任、医疗纠纷、诉讼等风险，损害公司形象和声誉，甚至影响公司的经营。
- ◆ 海外销售风险。公司产品出口自至 70 多个国家和地区，随着霸权主义和逆全

球化日益盛行，全球贸易摩擦和纠纷日益增多，虽然目前无针对公司产品的关税等歧视性政策，未来某些国家或地区可能采取贸易保护措施如提高关税或限制销售等，会对公司的海外销售业务带来不利影响。

- ◆ 汇率波动风险。海外业务主要以美元和欧元结算，汇率波动一方面会影响产品价格，进而影响产品竞争力，另一方面会影响公司的汇兑损益。因此，若未来人民币汇率出现剧烈波动，可能通过这两个途径对公司经营产生不利影响。

行业风险

随着行业政策持续出台，带量采购已然成为行业大势，DRG/DIP 试点也已拉开大幕，器械和药品价格愈发透明，引导医疗机构精细化、规范化运营，并通过国产化替代实现降本增效。如果公司不能顺应政策趋势，无法抓住机遇迅速扩大市场份额，公司可能在生产运营等方面受到重大影响。

宏观环境风险

公司业务不局限于国内，同时面临国内、国外双重不确定性。目前，全球政治经济形势动荡不安，地缘政治问题频繁，国内仍存在“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力。整体而言，宏观环境风险不可小觑。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1163	1875	2234	2267	2376	营业收入	1947	1980	2499	3180	4074
应收款项	367	293	413	532	653	营业成本	697	773	944	1184	1485
存货净额	394	567	554	729	940	营业税金及附加	16	16	27	35	45
其他流动资产	46	236	143	212	330	销售费用	389	433	520	650	812
流动资产合计	2807	2983	3355	3750	4310	管理费用	346	309	313	375	449
固定资产	467	560	771	1010	1288	研发费用	153	165	165	215	279
无形资产及其他	97	98	95	92	89	财务费用	21	(61)	(31)	(26)	(8)
投资性房地产	212	210	210	210	210	投资收益	65	43	10	10	10
长期股权投资	49	44	48	55	56	资产减值及公允价值变动	(23)	(22)	0	0	0
资产总计	3632	3894	4478	5116	5953	其他收入	(154)	(166)	(165)	(215)	(279)
短期借款及交易性金融负债	7	6	4	6	6	营业利润	367	364	571	757	1021
应付款项	384	332	456	567	677	营业外净收支	10	4	0	0	0
其他流动负债	210	219	302	338	426	利润总额	377	368	571	757	1021
流动负债合计	602	558	762	911	1109	所得税费用	48	35	74	106	153
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	5	2	5	10	15
其他长期负债	40	61	61	61	61	归属于母公司净利润	325	331	492	641	853
长期负债合计	40	61	61	61	61	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	641	620	824	973	1171	净利润	325	331	492	641	853
少数股东权益	47	49	53	61	72	资产减值准备	12	(22)	1	1	1
股东权益	2943	3225	3601	4082	4711	折旧摊销	37	30	47	72	93
负债和股东权益总计	3632	3894	4478	5116	5953	公允价值变动损失	23	22	0	0	0
						财务费用	21	(61)	(31)	(26)	(8)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(160)	(331)	194	(214)	(252)
每股收益	2.43	1.76	2.62	3.41	4.54	其它	(9)	23	2	7	10
每股红利	0.49	0.54	0.62	0.85	1.20	经营活动现金流	228	53	737	506	705
每股净资产	22.01	17.17	19.17	21.74	25.08	资本开支	0	(58)	(257)	(308)	(370)
ROIC	17.34%	12.40%	15%	19%	22%	其它投资现金流	552	826	0	0	0
ROE	11.03%	10.25%	14%	16%	18%	投资活动现金流	530	773	(261)	(315)	(372)
毛利率	64%	61%	62%	63%	64%	权益性融资	(31)	36	0	0	0
EBIT Margin	18%	14%	21%	23%	25%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	16%	23%	25%	27%	支付股利、利息	(66)	(101)	(116)	(159)	(225)
收入增长	47%	2%	26%	27%	28%	其它融资现金流	(78)	52	(2)	1	(0)
净利润增长率	25%	2%	49%	30%	33%	融资活动现金流	(240)	(114)	(118)	(158)	(225)
资产负债率	19%	17%	20%	20%	21%	现金净变动	518	712	358	34	109
股息率	0.5%	0.7%	0.9%	1.2%	1.6%	货币资金的期初余额	645	1163	1875	2234	2267
P/E	29.9	41.2	27.7	21.3	16.0	货币资金的期末余额	1163	1875	2234	2267	2376
P/B	3.3	4.2	3.8	3.3	2.9	企业自由现金流	0	(102)	446	169	324
EV/EBITDA	27.1	45.4	25.0	18.4	13.5	权益自由现金流	0	(50)	488	219	373

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032