

南微医学 688029.SH 新股分析

估值区间：63-84 元

2019 年 07 月 22 日

国产内窥镜下器械的领军企业，战略布局肿瘤消融和 EOCT

发行数据

发行前总股本(万)	10000
新发行股数(万)	
老股配售(万)	
发行后总股本(万)	13334
发行价(元)	52.45
发行市盈率(倍)	40
发行日期	2019-07-11
上市日期	2019-07-22

主要股东

	持股比例
南京新微创企业管理咨询	23.07%
深圳市中科招商创业投	22.63%
Huakang Limited	15.39%
南京迈泰投资合伙企业	3.57%
深圳华晟领丰股权投资	3.37%

行业指数



资料来源：贝格数据、招商证券

吴斌

wubin11@cmschina.com.cn
 S1090517040001

漆经纬

qijingwei@cmschina.com.cn
 S1090519050001

公司是我国内窥镜下诊疗器械的领军企业，在产品布局和技术实力方面均处于领先地位，近年来业绩持续快速增长，2016-2018 年营收复合增长率达到 49%。公司经过近 20 年的发展，已构建内镜诊疗、肿瘤消融和 EOCT 影像三大核心技术平台，未来成长空间广阔。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.10、2.85、3.72 元，给予公司 2019 年 30-40 倍 PE，对应合理价格区间为 63-84 元。

- 公司是我国内窥镜下诊疗器械的领军企业，已在全球市场占据稳定市场份额。公司由非血管支架产品起步，是我国最早从事内窥镜下诊疗器械生产研发的企业之一，目前在领域已处于国产领先地位，具备较强的国际竞争力。内镜诊疗器械的全球市场规模超过 50 亿美元，年增长率约 5%，而国内目前内镜检查的渗透率较低，市场增速远高于国际水平。公司作为国内龙头，在产品布局和技术实力方面均有较强竞争优势，近三年内镜业务收入复合增速达到 46%，是公司目前的核心增长点。
- 战略布局肿瘤消融和 EOCT，将成为公司未来重要增长点。公司近年来内生外延双轮驱动，收购康友医疗后成为我国领先的肿瘤消融设备制造商，同时与美国约翰霍普金斯大学合作，获得 EOCT 产品的核心技术，已获美国 FDA 临床试验批准并且进入了国内医疗器械绿色通道。EOCT 作为当前癌症早期筛查的最尖端产品，应用前景广泛，具备较大的市场潜力，有望成为公司未来的重要新增长点。
- 公司正处于快速发展期。受益于国内内镜诊疗市场的快速发展以及核心产品可旋转重复开闭式软组织夹的成功推广，公司近五年来营收和净利润的复合增长率分别达到 40.4% 和 50.6%，近三年更高达 49.2% 和 76.8%，正处于快速发展阶段。
- 盈利预测与估值。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.80、3.80、4.96 亿元，增速 46%、35%、31%。按发行后 1.33 亿股本计算，EPS 分别为 2.10、2.85、3.72 元，结合公司经营情况、所处市场前景和可比公司估值水平，给予公司 2019 年 30-40 倍 PE，对应合理价格区间为 63-84 元。

□ 风险提示：产品大幅降价；研发进度不及预期；海外市场发生较大波动。

主要财务数据

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	641	922	1264	1672	2140
同比增长	55%	44%	37%	32%	28%
营业利润(百万元)	132	226	359	488	646
同比增长	3907%	71%	59%	36%	32%
净利润(百万元)	101	193	280	380	496
同比增长	-638%	90%	46%	35%	31%
每股收益(元)	1.01	1.93	2.10	2.85	3.72
ROE	23.2%	33.2%	35.3%	35.8%	35.3%

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、南微医学：国产内窥镜下耗材的领先企业	4
1、公司股权结构分散，目前处于无实控人状态	4
2、公司近三年复合增速收入 49.19%，业绩快速增长	4
3、产品收入结构多元化，内镜诊疗产品为公司业绩核心动力	6
4、南微医学拥有目前国内最完整的内镜下耗材产品线	9
二、内镜诊疗市场持续扩张，肿瘤消融与 EOCT 市场前景广阔	15
1、我国内镜诊疗器械市场规模将以 20%的高增速持续扩张	15
2、肿瘤微波消融需求逐渐扩大	17
3、EOCT 具有广阔的市场需求	18
4、行业内同类产品对比，公司具备核心竞争力	19
三、募集资金主要用于产能提升	21
四、盈利预测与估值及风险提示	22
五、风险提示	23

图表目录

图 1：南微医学股权结构图	4
图 2：南微医学近年收入和净利情况（亿元）	5
图 3：南微医学毛利率与净利率情况	5
图 4：南微医学经营费用情况（单位：百万元）	5
图 5：南微医学费用率情况	5
图 6：南微医学研发投入情况（单位：万元）	6
图 7：公司内镜诊疗+肿瘤消融+OCT 三大技术平台	6
图 8：南微医学分产品收入情况（百万元）	7
图 9：南微医学分产品收入占比	7
图 10：南微医学分地区收入情况	8
图 11：南微医学海外自主品牌与贴牌销售占比	8
图 12：南微医学主要产品出厂价（元）	8
图 13：内镜诊疗常见术式	9
图 14：2016-2018 南微医学内镜产品收入及利润情况	12
图 15：2016-2018 南微医学内镜产品毛利率情况	12

图 16: 2016-2018 南微医学肿瘤消融产品收入及利润情况.....	13
图 17: 2016-2018 南微医学肿瘤消融产品毛利率情况.....	13
图 18: EOCT 影像诊断技术.....	14
图 19: 全球内镜诊疗市场规模 (亿美元).....	15
图 20: 全球消化内镜诊疗细分市场规模 (亿美元).....	15
图 21: 2012-2017 年国内内镜诊疗器械市场规模.....	16
图 22: 中国与部分发达国家肠镜开展率比较 (每 10 万人).....	16
图 23: 中国与部分发达国家胃镜开展率比较 (每 10 万人).....	16
图 24: 我国医院胆石病、胆囊炎及胰腺炎的出院患者人数.....	17
图 25: 中国与部分发达国家 ERCP 开展率比较 (每 10 万人).....	17
图 26: 全球肿瘤消融设备及耗材行业市场规模 (亿美元).....	18
表 1: 南微医学内镜诊疗类产品.....	10
表 2: 肿瘤消融设备及耗材类产品.....	13
表 3: EOCT 产品种类.....	14
表 4: EOCT 产品核心技术和优势.....	14
表 5: EOCT 产品应用前景.....	18
表 6: 南微医学内镜诊疗系列独创产品.....	19
表 7: 软组织夹参数及对比.....	19
表 8: 肿瘤消融行业可比公司产品对比.....	20
表 9: EOCT 系统参数及对比.....	21
表 10: 南微医学本次募集资金使用计划.....	21
表 11: 南微医学分产品收入预测 (万元).....	22
表 12: 南微医学 A 股可比公司经营数据对比.....	23
表 13: A 股可比上市公司估值参照.....	23
附: 财务预测表.....	24

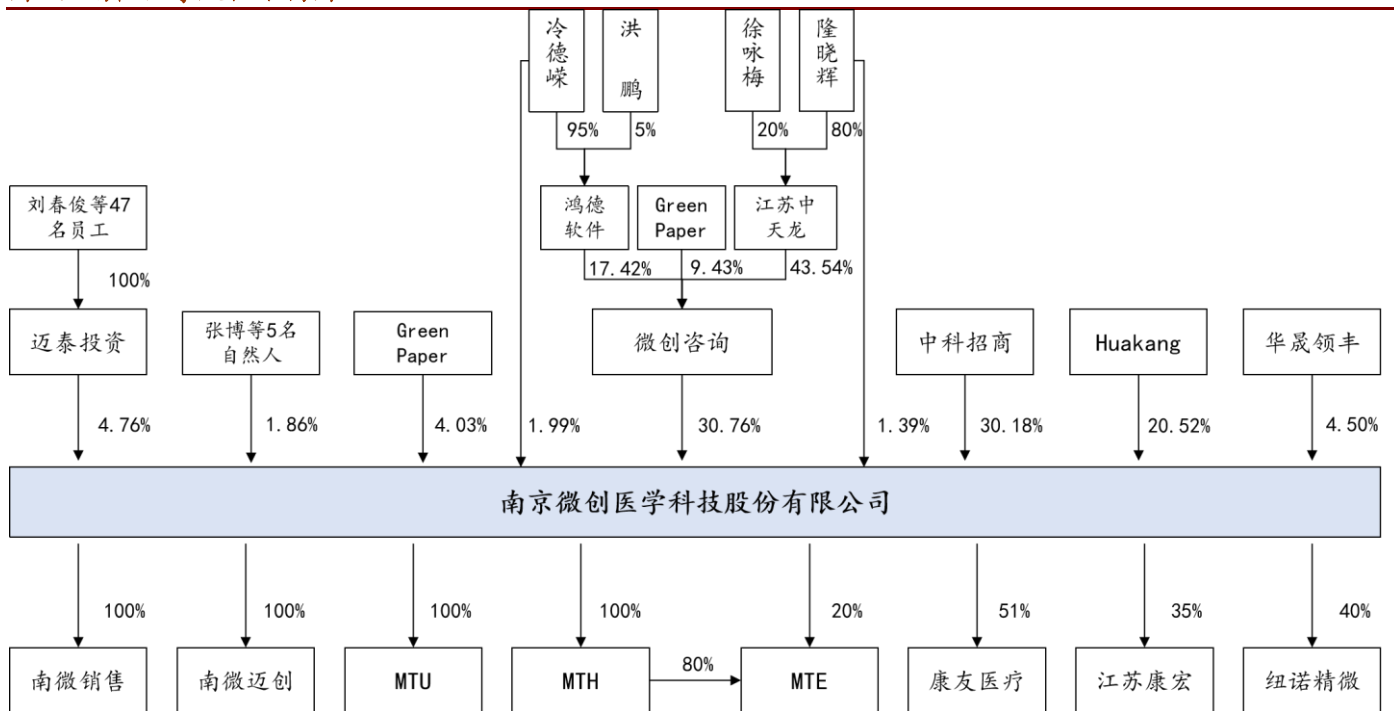
一、南微医学：国产内窥镜下耗材的领先企业

1、公司股权结构分散，目前处于无实控人状态

南微医学成立于 2000 年，公司主要从事微创医疗器械研发、制造和销售，秉持“以科技和创新服务临床”的宗旨，在微创领域深耕近二十年，公司逐步由非血管支架单产品研发到形成内镜诊疗产品系列、肿瘤消融产品系列和 OCT 技术产品系列三大核心产品，由国内市场为主到国内国际市场双轮驱动发展，已成为微创诊疗领域具有较高科研创新实力、核心产品竞争优势的行业龙头公司。

公司目前无控股股东和实际控制人，股权结构较为分散。公司前三大股东是微创咨询、中科招商和 Huakang，分别控股 30.76%、30.18%和 20.52%。公司对管理团队及核心技术人员开展股权激励，包括隆晓辉、冷德嵘等 7 位自然人直接持股和迈泰员工持股平台持股两部分。其中，董事长隆晓辉合计持股 12.11%，总经理冷德嵘合计持股 7.08%。迈泰投资作为股权激励机制的员工持股平台，持有公司 4.76%股份。

图 1：南微医学股权结构图



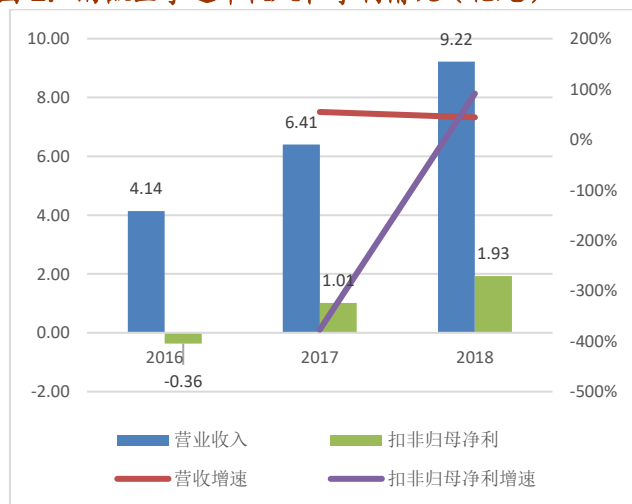
资料来源：招股说明书，招商证券

2、公司近三年复合增速收入 49.19%，业绩快速增长

2016-2018 年公司营收分别为 4.14 亿、6.41 亿和 9.22 亿，三年复合增速为 49.19%，公司经营业绩整体呈现快速增长的趋势，增速高于行业平均水平。归母净利润分别为-3645.41 万元、1.01 亿元和 1.93 亿元，2018 年同比增长 90.45%。2016 年归母净利润为负的原因主要是 2016 年公司进行股权激励，剔除该因素，

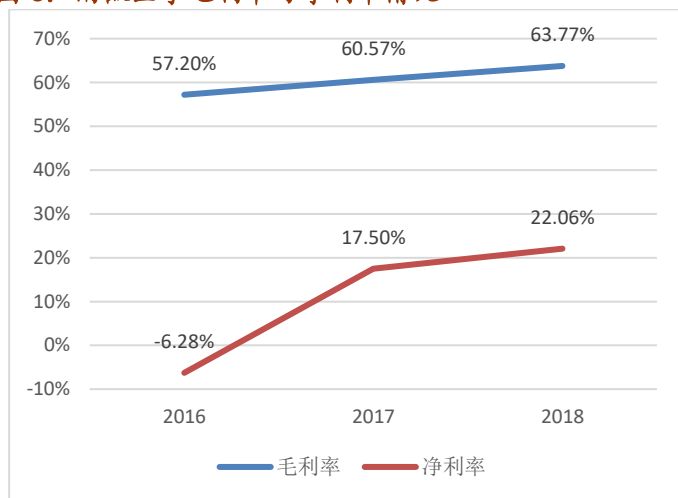
公司归母净利润整体呈现稳健增长趋势。

图 2: 南微医学近年收入和净利情况 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 3: 南微医学毛利率与净利率情况

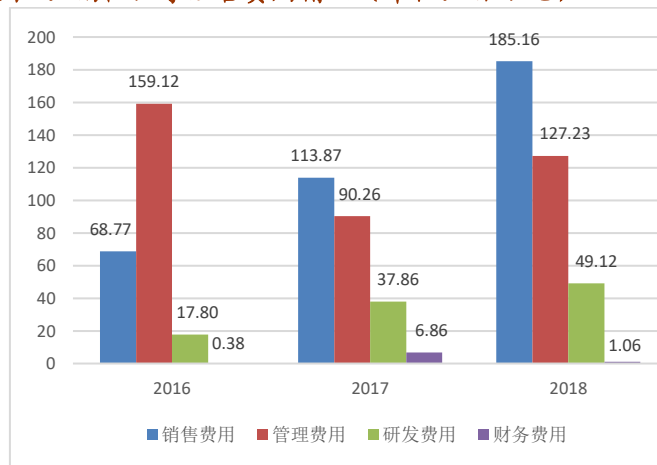


资料来源: 招股说明书, 招商证券

2016-2018 年公司毛利率分别为 57.2%、60.57%和 63.77%; 净利率分别为 -6.28%、17.50%和 22.06%。2013 年至 2018 年毛利率从 45.6%上升到 63.8%，主要因为毛利率较高的止血闭合类产品销售占比持续提升。公司归母净利率整体呈现上升趋势，由 2013 年的 14.71%提升至 2018 年 22.06%

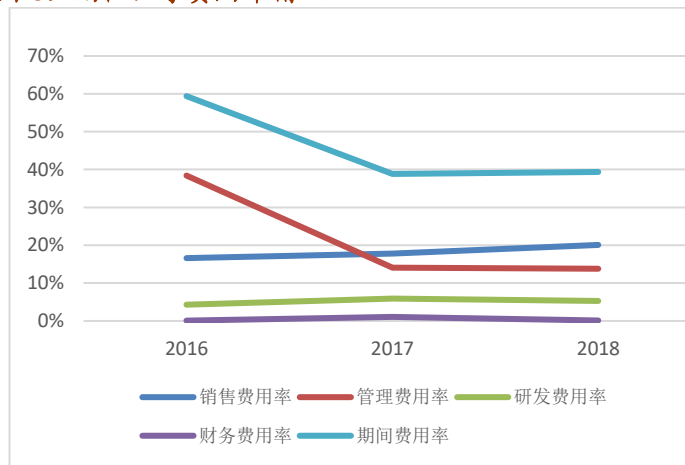
费用方面，销售费用率呈现稳定上升趋势，由 2013 年 10.2%提升至 2018 年的 20.1%。管理费用率有所波动，2016 年大幅上升的原因是 2016 年公司进行股权激励，股份支付金额 9,570.00 万元一次性计入管理费用，剔除此因素外，管理费用率整体较为稳定，保持在 21%左右。

图 4: 南微医学经营费用情况 (单位: 百万元)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 5: 南微医学费用率情况

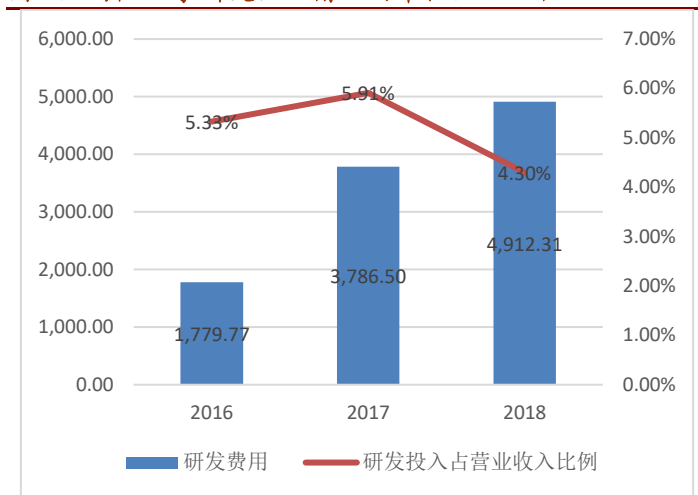


资料来源: 招股说明书, 招商证券

公司注重研发投入，拥有稳定的核心技术团队，为公司不断推出创新产品提供

动力。2016-2018 年公司研发投入金额为 1,779.77 万元、3,786.50 万元和 4,912.31 万元，年复合增长率达到 40.27%。公司目前逐步形成了“1+3+N”的医疗器械创新体系，其中“1”指公司建成的医学创新成果转化平台，“3”指三大产品系即内镜诊疗+肿瘤消融+OCT 技术三大产品系列。“N”指依靠公司的医学创新成果转化平台。作为创新驱动型公司，随着营业收入的稳定持续增长，公司会继续加大研发费用的投入以获得创新持续发展。

图 6: 南微医学研发投入情况 (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 7: 公司内镜诊疗+肿瘤消融+OCT 三大技术平台

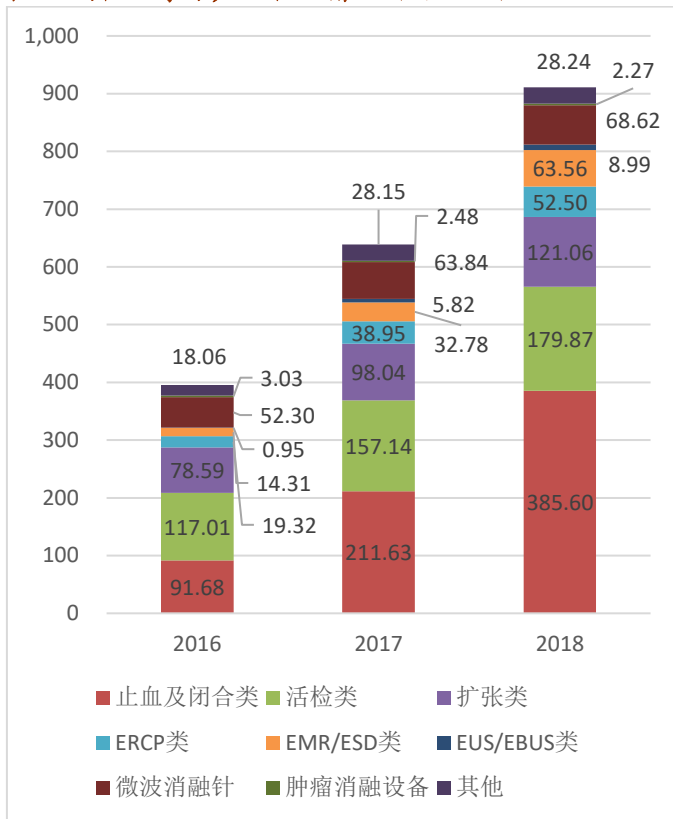


资料来源: 招股说明书, 招商证券

3、产品收入结构多元化，内镜诊疗产品为公司业绩核心动力

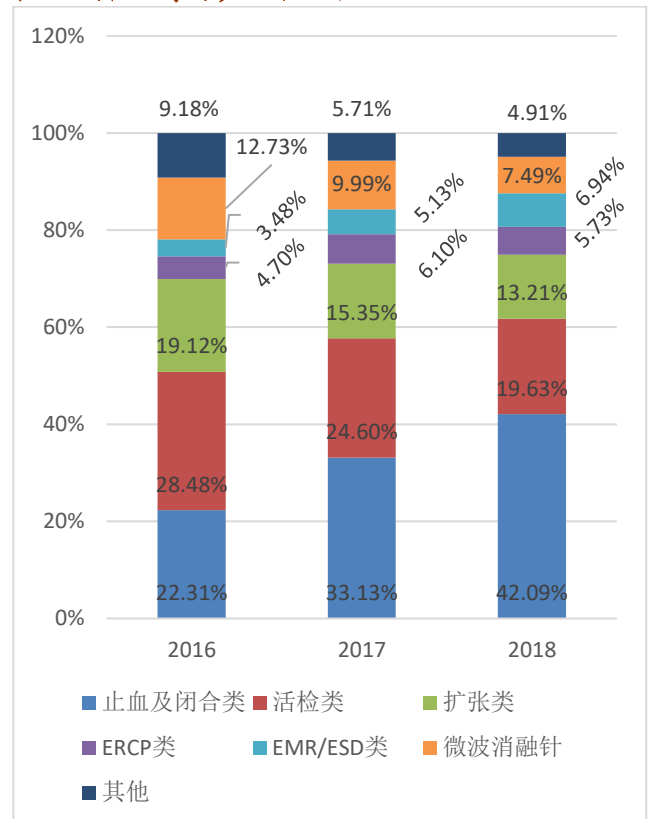
公司拥有内镜诊疗产品系列、肿瘤消融产品系列和 OCT 技术产品系列三大核心产品，其中内镜诊疗产品为目前仍是公司的核心领域。其中主要的止血及闭合类、活检类、扩张类产品为公司贡献最大，且增速持续提高，2018 年三类产品的销售收入分别为 3.9 亿元，1.8 亿元和 1.2 亿元，三者合计金额占主营业务收入的 74.93%。随着公司的科研进度和创新产品推出，产品收入结构开始呈现多元化分布，其中止血及闭合类产品迅速上量，收入占比由 2014 年的 3.8% 快速提升至 2018 年的 41.8%，活检类和扩张类产品收入占比由 48.4% 和 28.3% 显著下降至 19.5% 和 13.1%。

图 8: 南微医学分产品收入情况 (百万元)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 9: 南微医学分产品收入占比

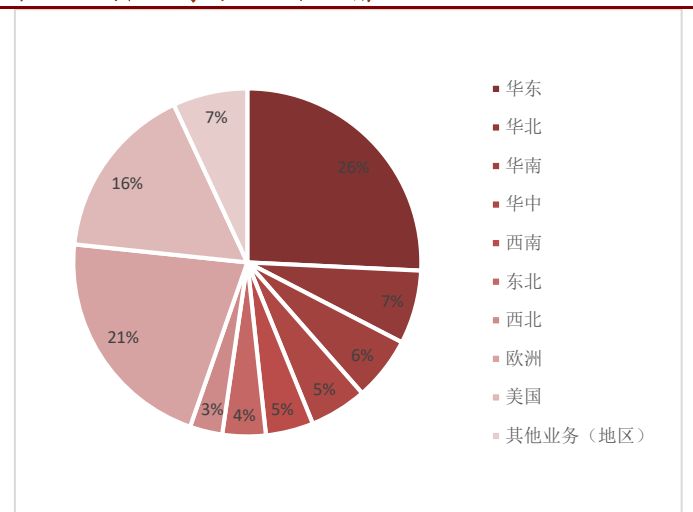


资料来源: 招股说明书, 招商证券

国内国际市场双轮驱动, 销售网络遍布全球。国内市场方面, 公司内镜诊疗技术产品率先开始进口替代, 公司产品销售至全国 2,900 多家医院, 三甲医院覆盖率达到了 55%以上。国外市场方面, 公司境外销售收入占主营业务收入比重分别为 40.95%、44.77%和 44.70%, 多项产品通过美国 FDA 批准和欧盟 CE 认证, 产品出口至包括美国、德国、加拿大、日本等发达国家在内的 70 多个国家和地区。

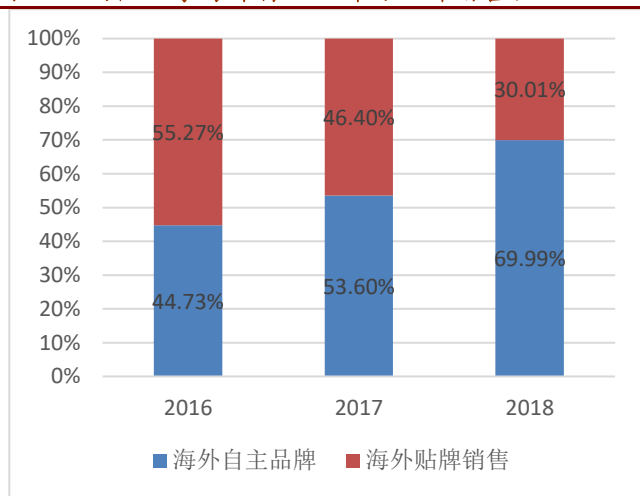
公司在海外市场的销售由贴牌销售逐渐转化自主品牌销售为主导, 2016-2018 年自主品牌销售占海外地区营收的 44.73%、53.60%、69.99%。

图 10: 南微医学分地区收入情况



资料来源: 招股说明书, 招商证券

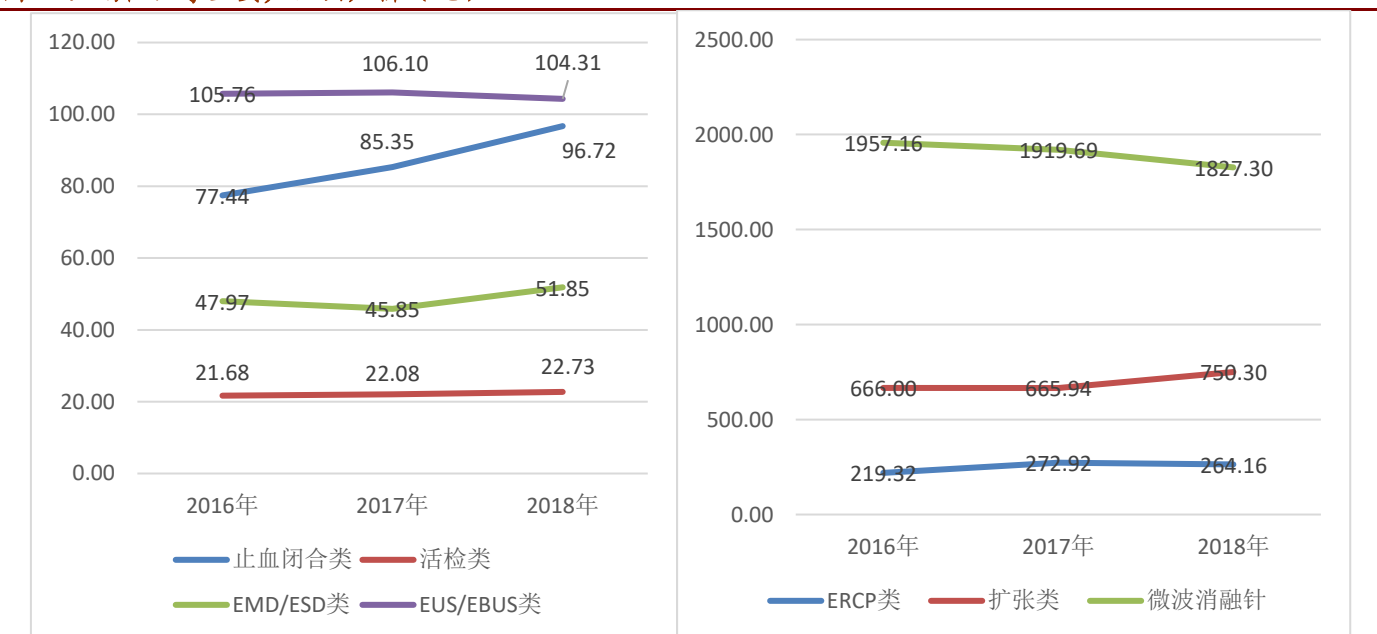
图 11: 南微医学海外自主品牌与贴牌销售占比



资料来源: 招股说明书, 招商证券

公司产品近几年出厂价格保持稳定。其中, 止血闭合类产品出厂价格略有提升, 2017-2018 年单价分别提升了 10.21%和 13.32%, 且收入占比提高, 带动业绩增长。

图 12: 南微医学主要产品出厂价(元)



资料来源: 招股说明书, 招商证券

4、南微医学拥有目前国内最完整的内镜下耗材产品线

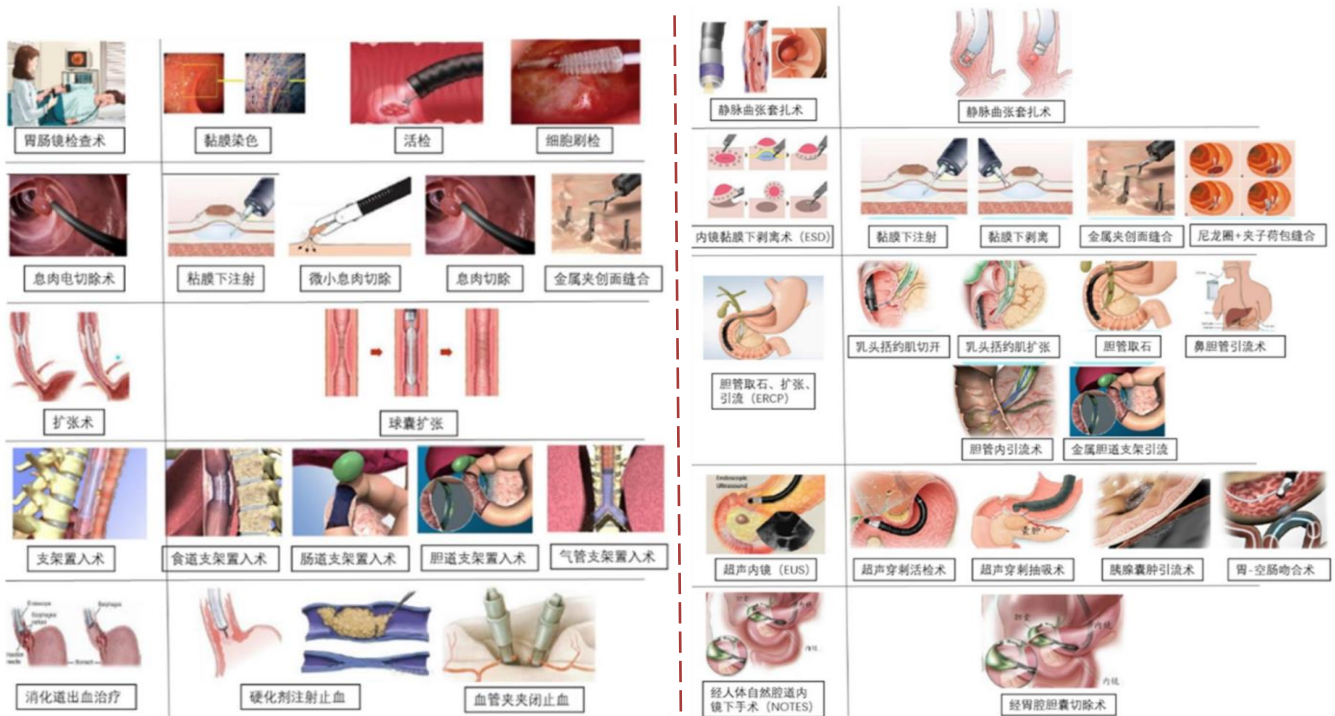
公司致力于微创医疗器械的创新研发，经过近二十年的深耕，建立了内镜诊疗、肿瘤消融、光学相干断层扫描成像（OCT）三大技术平台。公司主要产品包括内镜下微创诊疗器械、肿瘤消融设备两大主营产品系列，公司新研发的内镜式光学相干断层扫描系统（EOCT）已获得美国 FDA 批准，在我国该产品已进入国家药监局创新医疗器械审批绿色通道。公司具有多项行业领先技术，逐步强化核心产品竞争优势，成为国内微创诊疗器械领域的领先企业。

1) 内镜诊疗器械产品丰富

根据内镜的功能，内镜可分为消化内镜和呼吸内镜。消化内镜主要包括胃镜、超声内镜、肠镜、十二指肠镜、小肠镜以及常用于小肠疾病诊断的胶囊内镜等。呼吸内镜主要包括支气管镜、超声支气管镜和硬质支气管镜。

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。

图 13：内镜诊疗常见术式






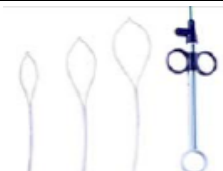










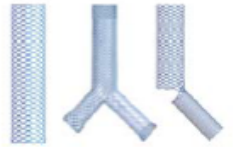
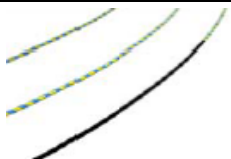



资料来源：招股说明书、招商证券

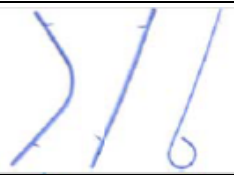
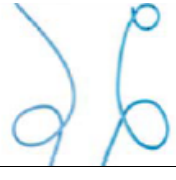


公司内镜下微创诊疗器械应用于消化道和呼吸道疾病的临床诊断及治疗，包含

六大子系列产品，产品线种类丰富，可提供系统性诊疗。其中可携带 125I 放疗粒子支架技术被评为世界首创、超声内镜引导下的吻合支架及电植入系统被评为中国首创。

表 1: 南微医学内镜诊疗类产品

产品线	类别	产品	用途	产品图片
内镜诊疗器械	活检类	活检钳	用于钳取消化道、呼吸道活体组织、细胞样本。	
		细胞刷	供临床刷取细胞样品，十万级净化无菌装配。	
		靛胭脂粘膜染色剂	用于消化道粘膜染色。	
	止血和闭合类	可旋转重复开闭软组织夹（和谐夹）	适用于临床在内窥镜引导下夹合消化道内软组织。可实现十二指肠侧视内镜，可用于 EMR/ESD/POEM。	
		套扎器	与内窥镜配套，用于食道静脉曲张的血管结扎。	
	EMR/ESD 类	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。	
		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	与内窥镜和高频电刀配合使用，利用高频电流切开消化道组织。	
	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。	

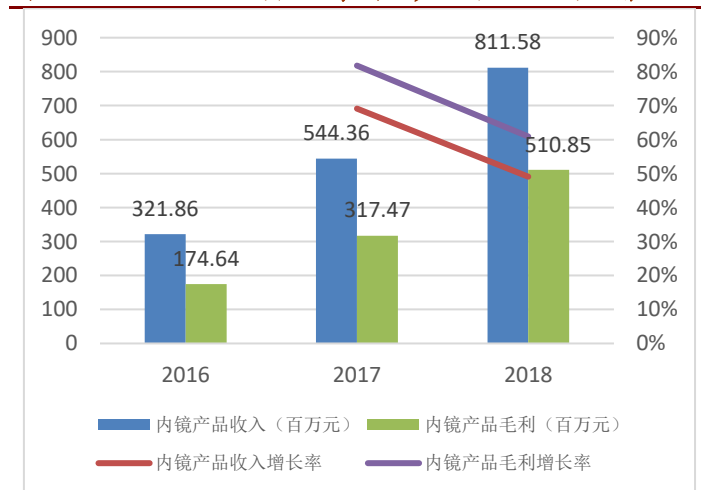
		三级扩张球囊	临床内窥镜下对消化道、气道狭窄的扩张。球囊在三级压力下可达到三种直径。	
		食道支架	食道、贛门、吻合口的扩张治疗及食道瘘的堵瘘治疗。	
		肠道支架/TTS 肠道支架	因恶性病变造成的肠道狭窄或梗阻的扩张治疗。	
		胆道支架/TTS 肠道支架	因病变造成的胆道狭窄或梗阻的扩张治疗。	
		可携带 ¹²⁵ I 放射粒子支架	将碘离子内照技术结合支架技术，将碘离子固定在支架外表面植入体内，可在保持管腔畅通同时对肿瘤进行治疗。被欧洲肠胃病学会列入食管癌治疗指南。	
		气管支架	有可应用于气管隆突部位的 Y 型气管支架和国内首个可内镜直视释放的 TTS 气管支架等。治疗因恶性病变造成的气管狭窄。	
	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，起引导其他器械的作用。	
		切开刀	适用于胰胆管系统插管及括约肌切开术。	
		取石球囊	适用于胆道内取石，以及内引流管置换时取出胆系统内残留浑浊物。	
		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植入胆道引流用。	
		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	与超声内窥镜配套使用，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。	
		FNB 穿刺活检针	与超声内窥镜配套使用，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，招商证券

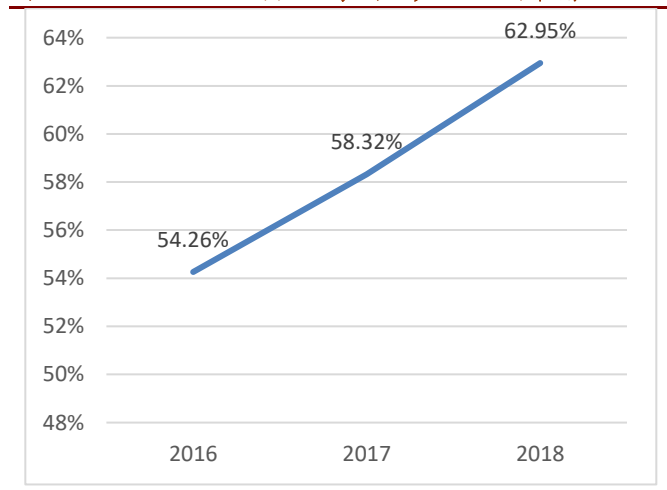
内镜产品的收入保持稳定增长，随着市占率逐步稳固，增长率略有下降。内镜诊疗产品整体毛利率上升幅度显著，主要原因是高毛利率止血及闭合类产品的占比提升。随着内镜诊疗领域新技术的持续发展以及新品种的不断推出，公司内镜诊疗类产品的毛利率有望继续增长。

图 14：2016-2018 南微医学内镜产品收入及利润情况



资料来源：招股说明书，招商证券

图 15：2016-2018 南微医学内镜产品毛利率情况




资料来源：招股说明书，招商证券

2) 肿瘤消融技术发展迅速

公司通过收购康友医疗和持续自主研发，构建了肿瘤消融技术平台，主要产品包括微波消融治疗仪和微波消融针等。肿瘤消融技术指在影像设备，如超声、CT、MRI 等影像引导下，对肿瘤直接应用化学药物或物理灭活，是一种精准、微创的诊疗技术。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，具备微创、有效、安全等优点。未来肿瘤的手术治疗将进入微创时代，微波消融技术以其热效率高、消融形态规则、疗效确切等优势将成为肿瘤消融治疗的重要技术之一。

表 2: 肿瘤消融设备及耗材类产品

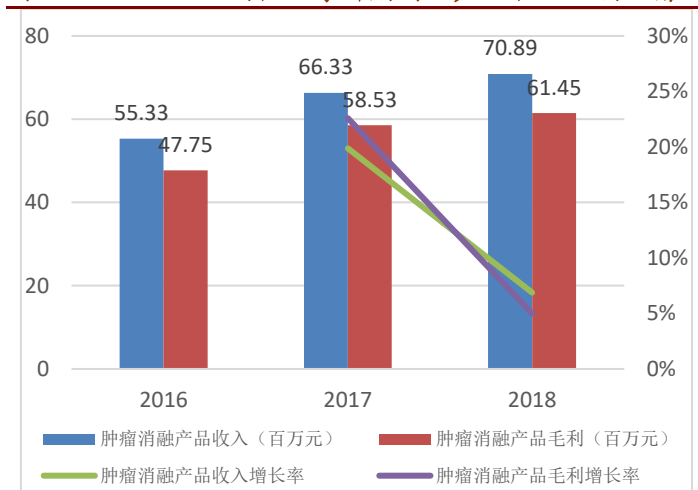
产品线	类别	产品	用途	产品图片
肿瘤消融设备及耗材	微波消融	微波消融仪	适用于治疗肝肿瘤。	
		微波消融针	与微波消融仪配套使用，用于消融治疗。消融针在影像（B 超、CT、MRI 等）引导下，精确定位穿刺到治疗的肿瘤部位。微波消融仪产生微波能量通过消融针辐射到治疗组织部位，微波震荡产生高温直接使肿瘤细胞蛋白质凝固，造成肿瘤细胞临床整体坏死。	

资料来源：招股说明书，招商证券

微波消融针是公司微波消融产品主要收入来源，毛利率稳中有升；而微波消融仪近几年毛利率有所下降，但同时其占比较小且呈缩减趋势，总体毛利率较为稳定。

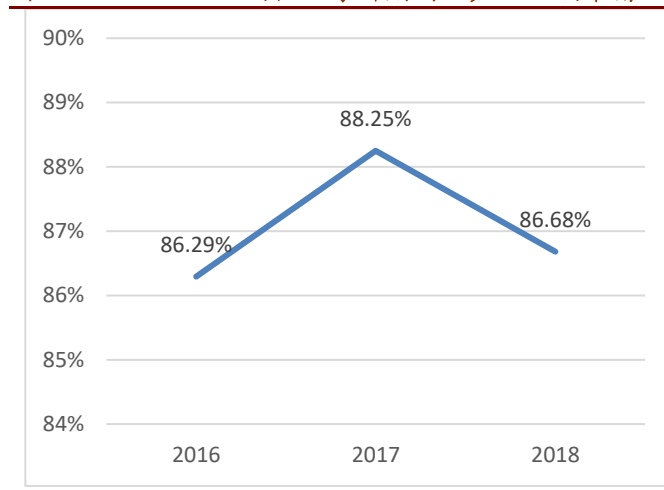
未来技术的应用会渗透到肺部肿瘤、骨肿瘤、子宫肌瘤、甲状腺结节、乳腺结节等领域。公司在肿瘤消融领域的在研项目储备丰富，截止 2018 年底项目累计投入了近 1000 万元，未来将持续推出新产品抢占市场份额。

图 16: 2016-2018 南微医学肿瘤消融产品收入及利润情况



资料来源：招股说明书，招商证券

图 17: 2016-2018 南微医学肿瘤消融产品毛利率情况



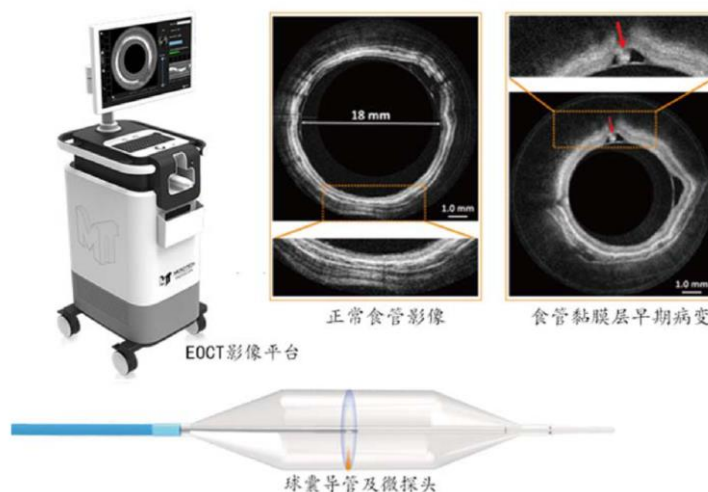
资料来源：招股说明书，招商证券

3) EOCT 与内镜配合，未来应用场景广泛

内窥式光学相干断层成像技术 (EOCT) 开创性的将光学相干断层技术与内镜技术进行结合，其纵向分辨率可达 6 至 7 微米，比超声内镜分辨率高 10 至 15 倍，并可提供 5 毫米的成像深度，足以探查消化道常见疾病所出现的位置，推动了消化内镜诊断的深入化。EOCT 主要与内镜配合使用，可用于早癌筛查和手术

规划，有望发展成为“无创光学活检”的主要手段。

图 18: EOCT 影像诊断技术



资料来源：招股说明书、招商证券

EOCT 将成为公司业务新的增长点，带动公司未来 3-5 年业务维度的持续增长。EOCT 弥补了消化内镜介入微创诊断领域的空白，可以与公司已有的内镜微创器械类产品结合，产生协同作用，提供消化内镜介入细分领域包括早期疾病筛查发现和确诊（EOCT 系列产品）、治疗（ESD 电刀及止血系列产品）、治疗后评价（EOCT 系列产品）以及晚期姑息治疗（支架及其他扩张系列产品）在内的系统化完整解决方案。随着 EOCT 技术的持续开发，将可应用到其他消化道疾病（如食管、胃肠道、十二指肠、小肠、结肠、胆胰病变）等各大治疗领域。

表 3: EOCT 产品种类

产品线	类别	产品	用途	产品图片
EOCT 产品	EOCT 系统	消化道成像 EOCT	内镜下 ESD 治疗指征提供影像学依据、高级别上瘤变及食管早癌筛查。	

资料来源：招股说明书，招商证券

表 4: EOCT 产品核心技术和优势

核心技术名称	技术优势
超高分辨率断层成像技术	利用中心波长 1300nm 的宽带红外光对组织进行相干成像，可获取高达 10 微米纵向分辨率。
三维快速扫描成像技术	利用快速旋转电机和线性移动平台，旋转电机每分钟 1500 转扫描成像，线性移动平台高达 80mm 的行程，可对食管进行全覆盖快速扫描成像。
图像三维重建技术	对纵向及横向扫描获取的数据进行快速处理，重建三维立体图像，可快速重现病变位置。

球囊压力智能控制技术

与传统球囊充盈方式不同，采用自动充盈及抽吸技术，可以动态控制球囊的充盈和抽吸，使用更为方便。具备过压保护功能，提高产品安全性。

微成像导管技术

具备超细的成像导管技术，产品可进入较细人体管腔，实现三维成像。

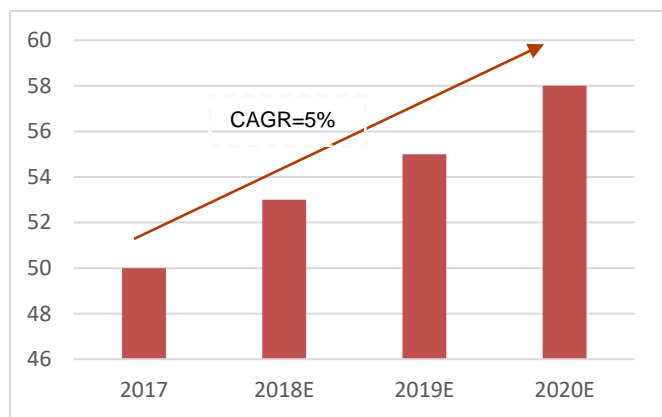
资料来源：招股说明书，招商证券

二、内镜诊疗市场持续扩张，肿瘤消融与 EOCT 市场前景广阔

1、我国内镜诊疗器械市场规模将以 20% 的高增速持续扩张

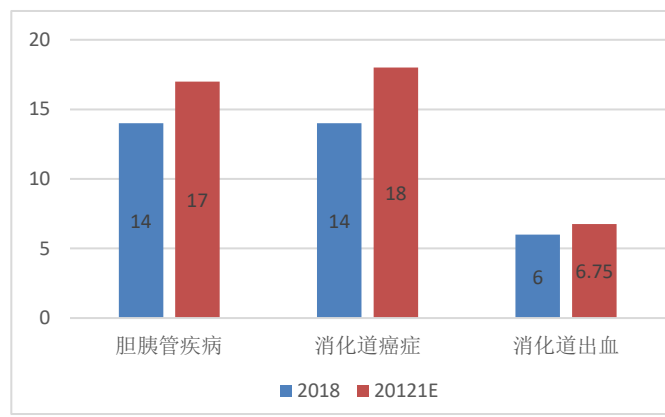
根据波士顿科学的统计和预测数据，2017 年全球内镜诊疗器械市场规模为 50 亿美元，预计 2017 年至 2020 年全球内镜诊疗器械市场规模年均复合增长率将达到 5%。其中在消化内镜诊疗领域，2018 年全球用于胆胰管疾病、消化道癌症、消化道出血领域的内镜器械市场规模分别为 14 亿美元、14 亿美元及 6 亿美元，预计到 2021 年将会分别达到 17 亿美元、18 亿美元及 6.75 亿美元。

图 19：全球内镜诊疗市场规模（亿美元）



资料来源：招股说明书，招商证券

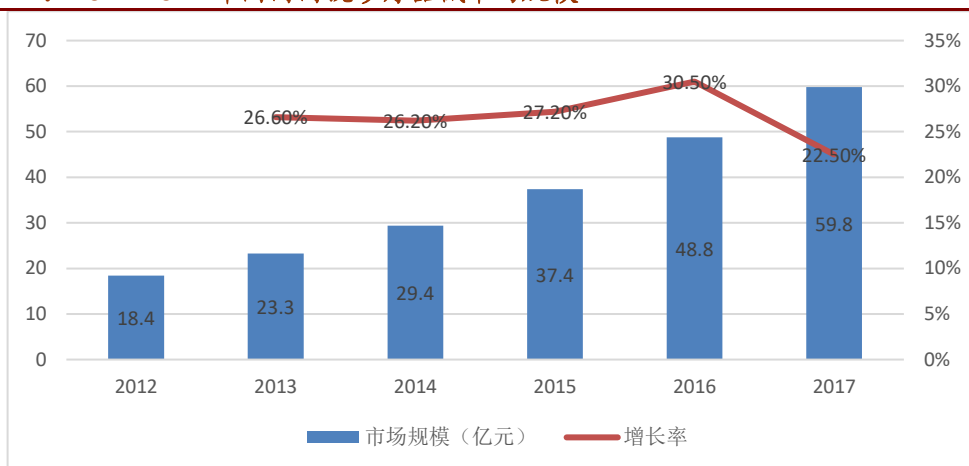
图 20：全球消化内镜诊疗细分市场（亿美元）



资料来源：招股说明书，招商证券

我国内镜诊疗市场近几年快速发展，增速远超全球。根据智研咨询数据，2012 至 2017 年国内市场内镜诊疗器械市场由 18.4 亿元增长至 59.8 亿元，年均复合增长率为 26.6%，预计市场规模将以 20% 以上的增速持续扩张。根据 FROST&SULLIVAN 的预测数据，2018 年至 2022 年，我国内窥镜市场复合增长率为 9.25%，对应的内镜诊疗器械市场增速将更高，预计至 2022 年我国消化内镜诊疗器械市场规模将会至少达到 48.92 亿元。

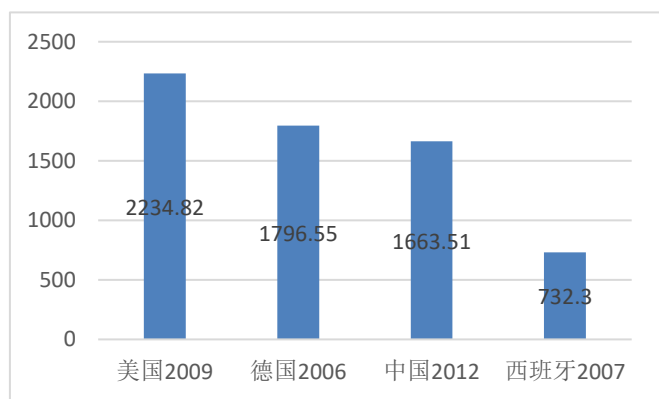
图 21: 2012-2017 年国内内镜诊疗器械市场规模



资料来源: 智研咨询、招商证券

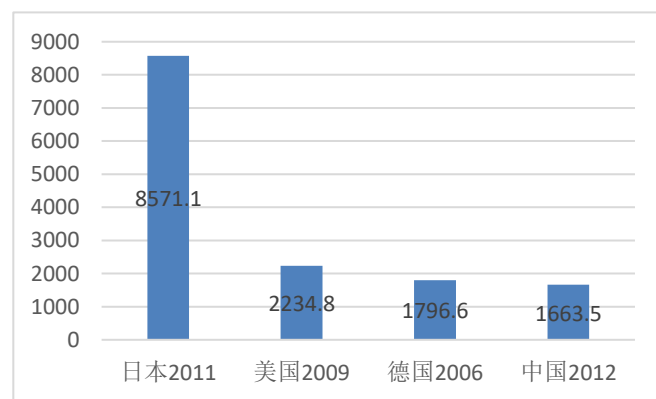
我国上消化道（包括胃和食管）癌症发病率高于世界平均水平，而胃肠镜开展率却大幅低于发达国家，国内的消化内镜市场有巨大的提升空间。我国新发胃癌病例占比超过了全球的 30%，新发食管癌病例占比更是超过了全球的 50%，而 2012 年我国每 10 万人胃镜检查开展率为 1664 例，肠镜检查开展率仅为 436 例。消化道内镜早筛能够有效降低癌症发病率、提高存活率，对于内镜检查出的消化道早期癌症，以 ESD/EMR 手术为代表的内镜下治疗手术具有与传统外科手术相当的疗效。未来胃镜及结肠镜普及率的提升将带动公司相关产品（活检钳、软组织夹）等的需求增加。

图 22: 中国与部分发达国家肠镜开展率比较（每 10 万人）



资料来源: 中国消化内镜技术发展现状、招股说明书、招商证券

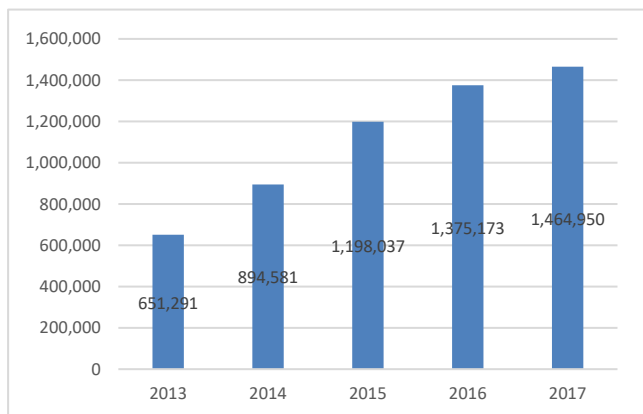
图 23: 中国与部分发达国家胃镜开展率比较（每 10 万人）



资料来源: 中国消化内镜技术发展现状、招股说明书、招商证券

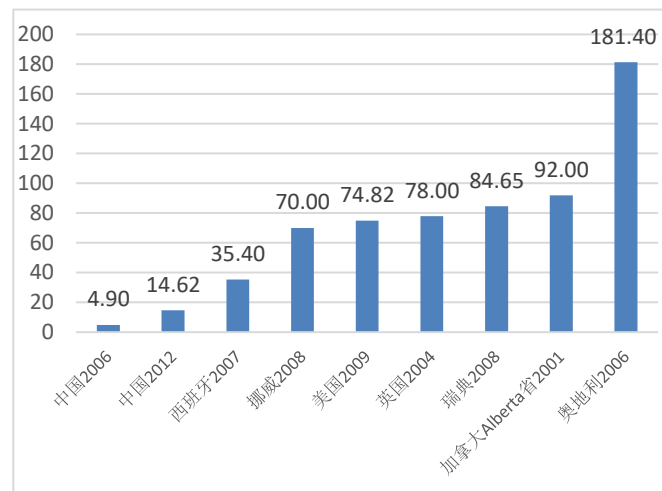
根据国家卫计委统计数据，2011 年至 2017 年，我国医院胆石病、胆囊炎及胰腺炎的出院患者人数从 76.39 万人增长到 146.50 万人，年复合增长率为 11.46%。而 ERCP 是胆胰系统最重要的内镜手术之一，目前普及率较低，内镜的开展和胆胰疾病患者的增加将会带动 ERCP 手术器械需求量的增加。

图 24: 我国医院胆石病、胆囊炎及胰腺炎的出院患者人数



资料来源: 招股说明书、招商证券

图 25: 中国与部分发达国家 ERCP 开展率比较 (每 10 万人)



资料来源: 公司官网、招商证券

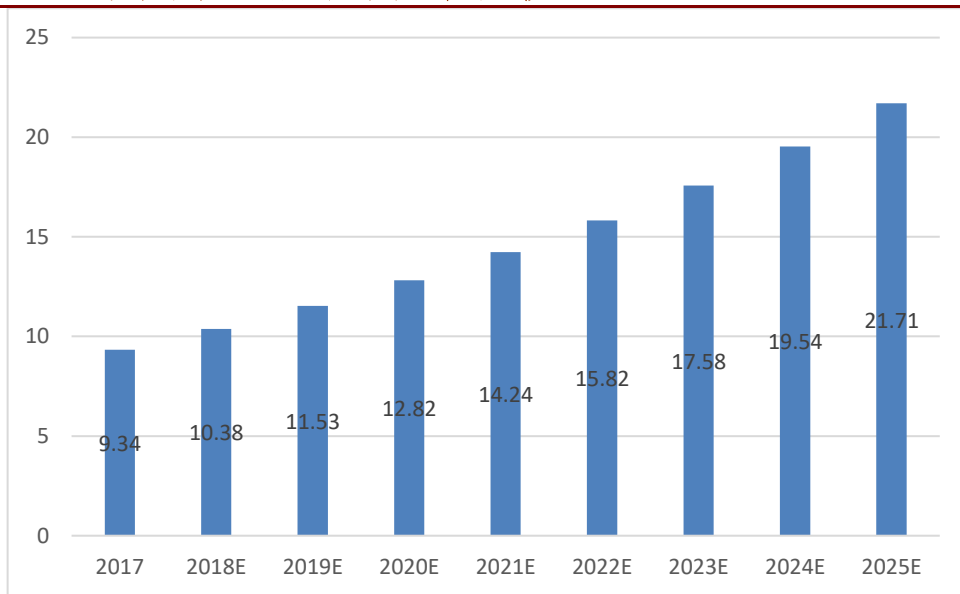
2、肿瘤微波消融需求逐渐扩大

根据 CACANCERJCLIN 数据, 2018 年全球新增癌症患者 1,807.90 万人, 增长势头迅猛, 肿瘤消融设备及耗材的市场需求量很大。根据 GrandViewResearch 数据, 2017 年全球肿瘤消融设备及耗材相关行业市场规模为 9.34 亿美元, 预计 2025 年市场规模将会达到 21.71 亿美元, 年复合增长率达到 11.12%。

根据中华医学会 2018 年公布的数据, 我国癌症发病率为每十万人 210 例, 占全球的 22%, 癌症患者数量的增长将会促进肿瘤消融设备及耗材市场需求继续扩张。我国每年的癌症手术量高达 10 万例, 占世界的 48%, 市场规模较大。

热消融在国内是肿瘤消融的主流办法, 随着今年热消融技术所代表的微创肿瘤介入治疗的快速普及, 以及在肺癌、子宫肌瘤、甲状腺结节、肾癌、骨肿瘤等领域的临床探索推动下, 肿瘤消融技术的普及率和应用量逐年增长, 预计未来肿瘤消融设备市场将保持稳定的增速。

图 26: 全球肿瘤消融设备及耗材行业市场规模 (亿美元)



资料来源: GrandViewResearch、招商证券

3、EOCT 具有广阔的市场需求

EOCT 产品主要为内镜下 ESD 治疗指征提供影像学依据、高级别上皮内瘤变及食管早癌的筛查, 为食道癌的早期筛查和早期治疗提供了很好的途径。根据 2019 年 1 月国家癌症中心发布的最新一期的全国癌症统计数据显示, 2015 年恶性肿瘤发病约 392.9 万人 (其中男性约为 215.1 万例, 女性约为 177.8 万例), 平均每天超过 1 万人被确诊为癌症, 每分钟有 7.5 个人被确诊为癌症, 恶性肿瘤发病率每年持续约 3.9% 的增幅, 其中食管癌发病率为 6.26% (24.6 万例)。EOCT 产品的出现能提高早期诊断的效率, 未来其具有广阔的市场需求。

表 5: EOCT 产品应用前景

消化道疾病类型	应用前景
食管疾病	EOCT 对食管癌鳞状细胞癌的术前分期具有较高的准确性。
胃肠道疾病	EOCT 成像可区分 4 层结构, 即腺上皮、黏膜肌层、黏膜下层和肌, 其中黏膜下层可见血管。
十二指肠和小肠疾病	EOCT 可清晰地识别黏膜层和黏膜下层, 并可见到黏膜下层血管。
结肠病变	EOCT 成像可辨别结肠腺瘤、增生性息肉等正常组织。
胰胆疾病	主胰管腺癌的 EOCT 成像与正常组织有明显差别, 与组织病理学诊断吻合率高达 100%, 且 EOCT 对其诊断准确性明显高于导管内刷检细胞学检测。

资料来源: 招股说明书, 招商证券

4、行业内同类产品对比，公司具备核心竞争力

1) 内镜诊疗类产品

公司是我国主要的内镜诊疗器械制造商之一，市场覆盖率较高。公司自成立以来一直深耕于内镜诊疗器械领域，开发的支架、活检钳、软组织夹等产品产销规模居国内同类企业前列。同时，公司致力于为全球医疗机构提供优质的内镜诊疗器械解决方案，截至目前，公司产品远销包括美国、德国、日本等发达国家在内的七十多个国家和地区。

公司的六大类内镜诊疗核心技术和产品可提供系统性解决方案，其中可携带放疗粒子食道支架通过近距离组织间放疗延长了患者的产生存期，为世界首创；超声内镜引导下的吻合支架和电植入系统在超声内镜引导下治疗胰腺假性囊肿，使重症胰腺炎后胰周积液死亡率从 60% 下降到 5% 以下，为中国首创。这两项医工合作成果先后获得了国家科技进步奖二等奖。

公司内镜诊疗产品的主要竞争对手包括波士顿科学、库克和奥林巴斯等。根据 Frost & Sullivan 数据，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%。

表 6: 南微医学内镜诊疗系列独创产品

产品品类	独创性产品
可旋转重复开闭软组织夹（和谐夹）	适用于临床在内窥镜引导下夹合消化道内软组织。可实现十二指肠侧视内镜，可用于 EMR/ESD/POEM。
可携带 125I 放射粒子支架	将碘离子内照技术结合支架技术，将碘离子固定在支架外表面植入体内，替代中晚期癌症的放疗，可在保持管腔畅通同时对肿瘤进行治疗。被欧洲肠胃病学会列入食管癌治疗指南。
TTS 气管支架	世界首个实现可内镜直视下放置的主气道支架。
Y 型气管支架	可应用于气管隆突部位治疗的气管支架。

资料来源：招股说明书，招商证券

表 7: 软组织夹参数及对比

产品所有者	南微医学	波士顿科学	库克	奥林巴斯
型号最大插入直径*工作长度 (mm)	2.6*(1550/1650/1800/1950/2300/2350/2700)	2.6*(1550/2350)	2.4*2300	2.6*(1650/1950/2300/2700)
结构	凸轮结构	弹性悬臂梁结构	连杆结构	弹性悬臂梁结构
使用次数	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
旋转参数	弯曲状态下 360° 精确旋转	可 360° 旋转	可 360° 旋转	弯曲状态下 360° 精确旋转
残留体内长度 (mm)	10	16	15	10

资料来源：招股说明书，招商证券

公司子公司康友医疗是我国领先的肿瘤消融设备及耗材制造商之一，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，产品整体技术水平居行业前列，市场整体竞争力较强，覆盖了全国 525 家医院。公司肿瘤消融设备及耗材已经得到国内知名肿瘤医院的认可。

表 8: 肿瘤消融行业可比公司产品对比

可比公司	康友医疗(公司子公司)	南京维京九洲医疗器械研发中心	南京亿高微波系统工程有 限公司	南京长城医疗设备有限公 司
型号	消融治疗仪: 2450MHz、 915MHz (工作频率) 微波消融针: 外径 (14G-18G) *长度 (70mm-300mm) 同机双源双频: 输出功率 范围: 0~100W	消融治疗仪: 2450MHz (工 作频率) 微波消融针: 外径 (14G-18G) *长度 (100mm-250mm) 单源单频: 输出功率范围: 5~100W	治疗仪: 2450MHz (工作频 率) 微波消融针: 外径 (15G-17G) *长度 (100mm-250mm) 同机双源单频: 输出功率 范围: 0~150W	治疗仪: 2450MHz (工作频 率) 微波消融针: 外径 (15G-17G) *长度 (140mm-200mm) 同机双源单频: 输出功率 范围: 0~120W
参数 (微波消 融仪)	工作方式: 连续或间歇。 间歇比值为 3:1。在间歇 工作状态功率输出 3s, 停 止 2s 工作时间可在 1-30 分钟 内任意设定 具有杆温测量功能, 测量 范围 10.0° C - 45.0° C 可测量肿瘤边缘组织温 度, 范围为 35.0° C - 99.9° C 有天线检测	工作方式: 连续 工作时间可在 0-30 分钟 内任意设定 无杆温测量功能 无此功能	工作方式: 连续 工作时间可在 0-30 分钟 内任意设定 具有杆温测量功能, 测量 范围 10.0° C - 45.0° C 无此功能	工作方式: 连续 工作时间可在 0-30 分钟 内任意设定 具有杆温测量功能, 测量 范围 10.0° C - 45.0° C 无此功能
参数 (微波消 融针)	有监控和病例管理软件	无此功能	无此功能	无此功能
市场占有率	23%	5%	38%	15%

资料来源: 招股说明书, 招商证券

南微医学 OCT 技术产品国际领先, 公司在约翰霍普金斯大学独家授权专利基础上进行自主开发的 EOCT 系统已于 2016 年成为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, 目前已在首都医科大学附属北京友谊医院、中国人民解放军总医院(301 医院)、复旦大学附属中山医院等地开展临床试验, 预计将于 2020 年底或 2021 年初在国内上市, 成为公司新的增长点。

公司 EOCT 系统在国内主要应用于检查食管高级别上皮内瘤变及鳞状上皮细胞癌, 为更方便国内临床应用的需求, 配套开发了丰富的成像导管规格型号, 适用于各种类型病人的检查。

与外企可比产品对比, 南微医学 EOCT 产品的扫描速度达到美国 Ninepoint 产品的一倍, 可大大降低由于食道蠕动造成的图像失真, 自主研发的球囊导管扩张压力智能控制系统, 能够实现球囊自动扩张及回缩, 无需人工操作, 减少了手术操作的时间, 降低医护人员的负担。

表 9: EOCT 系统参数及对比

项目	南微医学 EOCT	NinepointNvisionVLE
成像技术	1300 米近红外光扫描光源的光学相干断层成像	-
扫描频率	Acan10 万线 (24.4 帧) 每秒	A-scan5 万线 (12.2 帧) 每秒
球囊扩张方式	智能球囊导管压力扩张控制系统	手动充气扩张
耗材规格	球囊探头 (长度 30mm/55mm/80mm, 直径 16mm/18mm/20mm 共 9 种规格), 及非球囊探头	球囊探头 (长度 14mm/17mm/20mm, 直径 80mm 三种规格)
临床应用	主要应用于食管高级别上皮肉瘤及林庄上皮细胞检查, 针对亚洲地区疾病特征开发	主要应用于巴雷特食管, 高级别异性增生及食管腺体癌, 针对欧美地区疾病特征开发

资料来源: 招股说明书, 招商证券

三、募集资金主要用于产能提升

公司本次 IPO 将发行不超过 3334 万股普通股股票, 拟募集资金 8.94 亿元, 主要用于生产基地建设、研发中心建设以及营销网络升级, 其中生产基地项目计划投入 6.56 亿元, 占本次募集资金的 73%, 预计将对未来公司产能有较大幅度提升, 进一步提高公司的盈利能力。

表 10: 南微医学本次募集资金使用计划

项目名称	项目内容	投资总额 (万元)
生产基地建设	支架产能提升 10.5 万件, 活检钳产能提升 1905 万件, 可开闭软组织夹产能提升 583 万件, 圈套器产能提升 159 万件	65592
国内外研发及实验中心建设	新建国内研发和实验中心以及美国研发中心, 国内中心将专注于 ERCP、ESD 等产品, 美国中心将专注于新技术方向的布局	15259
营销网络及信息化建设	国内外 7 个营销网点, 南京一体化信息中心机房	8583
	合计	89434

资料来源: 招股说明书, 招商证券

四、盈利预测与估值及风险提示

核心假设:

(1) 公司核心产品止血类耗材维持较快增长, 2019-2021 年增速分别为 58%、44%、35%, 活检和扩张类耗材维持稳定增长不变。

(2) EMR、ESD、ERCP 等腔内手术耗材正处于市场培育期, 可拓展空间较大, 未来三年继续维持较快的增长速度。

(3) 公司消融设备类产品在国内已有较高市占率, 未来增速将趋于平缓。

(4) 公司主要产品均已占据稳定的市场份额, 价格维护能力较强, 但考虑招标政策和耗材降价的影响, 我们认为未来三年公司内窥镜下耗材产品的毛利率将维持稳中有降, 但是 EMR、EUS 等新型产品的毛利率仍有提升空间, 公司整体毛利率将稳中有升。

表 11: 南微医学分产品收入预测 (万元)

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
止血类耗材	收入	21162.9	38559.8	60925	87731	118437
	增速		82.2%	58.0%	44.0%	35.0%
	毛利率	72.73%	75.10%	76.0%	76.5%	76.5%
活检类耗材	收入	15714.16	17987.10	20685	23788	27356
	增速		14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	41.76%	43.52%	43.0%	42.0%	42.0%
扩张类耗材	收入	9803.51	12106.08	14890	18241	22254
	增速		23.5%	23.0%	22.5%	22.0%
	毛利率	61.07%	63.18%	63.0%	62.5%	62.5%
微波消融针	收入	6384.30	6861.51	7410	8003	8644
	增速		7.5%	8.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	88.7%	87.1%	47.5%	47.0%	44.0%
EMR/ESD	收入	3277.89	6356.30	9534	13348	17353
	增速		93.9%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	41.12%	52.02%	55.0%	60.0%	60.0%
ERCP	收入	3895.24	5249.70	6982	9147	11708
	增速		34.8%	33.0%	31.0%	28.0%
	毛利率	51.74%	51.85%	52.0%	51.0%	51.0%
EUS/EBUS	收入	581.84	898.74	1348	1955	2737
	增速		54.5%	50.0%	45.0%	40.0%
	毛利率	76.07%	68.99%	69.0%	70.0%	70.0%
肿瘤消融设备	收入	248.38	227.47	227	239	251
	增速		-8.4%	0.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	77.66%	74.14%	73.0%	71.0%	70.0%
其他业务	收入	2999.06	3964.21	4361	4797	5276
	增速		32.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	40.10%	39.79%	40.0%	40.0%	40.0%
总计	收入	64067	92211	126363	167248	214015
	增速		43.9%	37.0%	32.4%	28.0%
	毛利率	60.6%	63.8%	63.2%	64.8%	65.6%

资料来源: 招股说明书, wind, 招商证券

我们预测南微医学 2019-2021 年收入 12.63 亿、16.72 亿和 21.40 亿，同比增速分别为 37%、32.4%和 28%；归母净利润 2.80 亿、3.80 亿和 4.96 亿，增速分别为 46%、35%、31%。

南微医学此次预计发行不超过 3334 万股，按发行后总股本为 13334 万股，2019-2021 年对应发行后 EPS 分别为 2.10、2.85 和 3.72 元，结合公司未来预测成长性并参照可比器械公司估值水平，给予公司 2019 年 PE 30-40 倍估值，对应合理价格区间为 63 元-84 元。

表 12: 南微医学 A 股可比公司经营数据对比

	毛利率	销售费用率	管理费用率	研发费用率	财务费用率	应收账款周转率	存货周转率	流动比率	资产负债率
乐普医疗	72.89%	29.40%	8.32%	5.92%	3.55%	3.53	2.33	1.13	56.41%
维力医疗	35.62%	9.93%	13.18%	2.24%	-0.11%	8.98	5.46	1.51	33.54%
和佳股份	50.24%	13.54%	7.45%	6.34%	8.14%	1.2	6.78	2.07	55.05%
凯利泰	60.23%	20.91%	13.07%	4.67%	2.32%	2.29	2.59	3.05	29.91%
平均值	54.75%	18.45%	10.51%	4.79%	3.48%	4.00	4.29	1.94	43.73%
南微医学	64.01%	20.08%	13.80%	5.33%	0.11%	7.83	2.64	2.02	35.99%

资料来源: wind, 招商证券

表 13: A 股可比上市公司估值参照

	股价	市值(亿)	预测 EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019	2020	2021
乐普医疗	25.07	447	0.95	1.26	1.66	26.4	19.9	15.1
维力医疗	17.27	34.5	0.35	0.38	0.42	49.3	45.4	41.1
和佳股份	6.47	51.4	0.14	0.16	0.19	46.2	40.4	34.1
凯利泰	9.64	69	0.44	0.58	0.73	21.9	16.6	13.2
可比公司平均			0.47	0.60	0.75	36.0	30.6	25.9
南微医学(按发行价)	52.45	70	2.10	2.85	3.72	25.0	18.4	14.1

资料来源: WIND, 招商证券

公司可比的其它上市企业 2019 年平均估值为 36 倍 PE，考虑到公司在内窥镜下耗材领域已获得稳定市场份额，且相对于其它国产厂商已具备一定竞争优势，近年来业绩持续快速发展。未来三年内公司内窥镜耗材业务预计将继续维持较快的增长速度，同时公司重点布局的 EOCT 等新领域具备较大成长潜力，有望在未来成为公司新的增长动力。综上所述，我们认为给予公司 2019 年 30-40 倍 PE 估值较为合理，不存在明显高估。

五、风险提示

(1) 产品大幅降价的风险：近期国家医保局和各省市纷纷针对医疗耗材价格展开专项行动，未来可能将开展全国性的耗材集中招标采购，若公司耗材产品因政策变化出现大幅降价，将对公司业绩产生不利影响。

(2) 研发进度不及预期的风险：公司目前在研产品较多，若部分在研产品上市进度晚于预期，可能对公司长期发展产生不利影响。

(3) 海外市场波动风险：公司海外收入占比较高，若汇率、贸易政策、关税等发生超预期变化，可能对公司业绩造成不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	387	621	939	1206	1623
现金	173	341	581	743	1038
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	1	2	2	3
应收款项	94	133	153	202	259
其它应收款	5	7	10	13	16
存货	108	133	185	234	293
其他	6	6	9	11	14
非流动资产	332	349	381	408	431
长期股权投资	22	21	21	21	21
固定资产	129	132	168	198	224
无形资产	10	15	14	12	11
其他	171	181	178	176	174
资产总计	718	969	1319	1613	2053
流动负债	172	307	412	396	437
短期借款	30	40	150	100	100
应付账款	65	81	113	143	178
预收账款	9	12	16	21	26
其他	69	174	133	133	133
长期负债	80	42	42	42	42
长期借款	56	15	15	15	15
其他	24	27	27	27	27
负债合计	252	349	454	438	479
股本	100	100	133	133	133
资本公积金	266	267	1899	1899	1899
留存收益	70	213	393	661	1005
少数股东权益	30	41	72	114	169
归属于母公司所有者权益	436	580	794	1061	1405
负债及权益合计	718	969	1319	1613	2053

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	140	192	296	380	498
净利润	101	193	280	380	496
折旧摊销	15	19	25	31	35
财务费用	7	(1)	2	0	(4)
投资收益	(8)	(21)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	4	(17)	(45)	(80)	(92)
其它	22	20	38	54	68
投资活动现金流	(100)	(26)	(55)	(55)	(55)
资本支出	(53)	(49)	(60)	(60)	(60)
其他投资	(47)	22	5	5	5
筹资活动现金流	(14)	(5)	(0)	(163)	(148)
借款变动	18	93	69	(50)	0
普通股增加	0	0	33	0	0
资本公积增加	0	1	0	0	0
股利分配	(30)	(100)	(100)	(112)	(152)
其他	(2)	1	(2)	(0)	4
现金净增加额	26	161	240	162	295

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	641	922	1264	1672	2140
营业成本	253	334	466	589	736
营业税金及附加	8	15	20	27	34
营业费用	114	185	240	326	417
管理费用	90	127	177	243	310
财务费用	7	1	2	0	(4)
资产减值损失	8	7	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	21	5	5	5
营业利润	132	226	359	488	646
营业外收入	3	9	8	8	10
营业外支出	3	1	1	1	1
利润总额	131	234	366	495	655
所得税	19	31	54	74	104
净利润	112	203	312	422	551
少数股东损益	11	11	31	42	55
归属于母公司净利润	101	193	280	380	496
EPS (元)	1.01	1.93	2.10	2.85	3.72

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	55%	44%	37%	32%	28%
营业利润	3907%	71%	59%	36%	32%
净利润	-638%	90%	46%	35%	31%
获利能力					
毛利率	60.6%	63.8%	63.2%	64.8%	65.6%
净利率	15.8%	20.9%	22.2%	22.7%	23.2%
ROE	23.2%	33.2%	35.3%	35.8%	35.3%
ROIC	20.8%	27.1%	29.8%	32.2%	31.9%
偿债能力					
资产负债率	35.1%	36.0%	34.4%	27.2%	23.3%
净负债比率	13.4%	9.9%	12.5%	7.1%	5.6%
流动比率	2.3	2.0	2.3	3.0	3.7
速动比率	1.6	1.6	1.8	2.5	3.0
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	2.5	2.8	2.9	2.8	2.8
应收帐款周转率	7.9	8.1	8.9	9.4	9.3
应付帐款周转率	4.4	4.6	4.8	4.6	4.6
每股资料 (元)					
每股收益	1.01	1.93	2.10	2.85	3.72
每股经营现金	1.40	1.92	2.22	2.85	3.73
每股净资产	4.36	5.80	5.95	7.96	10.54
每股股利	1.00	1.00	0.84	1.14	1.12
估值比率					
PE	51.8	27.2	24.9	18.4	14.1
PB	12.0	9.0	8.8	6.6	5.0
EV/EBITDA	88.8	55.2	34.4	25.6	19.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴斌，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，10年证券从业经验，2017年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

李勇剑，北京大学医学部药物化学系硕士，1年医药行业经验，2013年7月加入招商证券，任医药行业分析师。

李点典，香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

漆经纬，美国乔治华盛顿大学硕士，1年美国私募对冲基金研究经验，2年国内证券从业经验，2018年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。