

投资评级 优于大市 首次覆盖

内镜诊疗时代创新器械龙头 癌症早筛打开空间

投资要点:

当前癌症治疗有向早期发现、早期治疗发展的趋势，国外以精密科学为代表的癌症早筛公司创造了 10 年 155 倍的投资收益，癌症早筛方兴未艾，给癌症早期治疗带来巨大发展机遇。公司主营内镜诊疗器械和肿瘤消融器械，可内镜下治疗消化道早期肿瘤，目前公司止血夹爆发式增长，成为最重要增长点，中长期来看癌症早筛将进一步打开 EMR/ESD 百亿元级市场空间，值得期待。

美股器械牛股辈出，国产器械进入创新时代。美股过去十年（2009-1-1 至 2019-3-5）共诞生 14 支市值 100 亿美元以上的十倍医药股，这些牛股有三大特点：1、器械公司较多，占 8 支；2、市值位于 100-630 亿美元，也就意味着 10 年前市值不到 60 亿美元；3、多为创新公司。国内创新器械如介入瓣膜、可吸收支架、Castor 分支支架已经领先外企在国内获批，国内一边是创新器械特别审批，获批创新器械逐年增多，一边是心脉医疗、南微医学等创新器械公司登陆科创板，我们认为创新器械将是未来十年国内医药投资最重要的主线之一。

快速发展的内镜诊疗时代创新器械龙头，综合实力强。不同于传统器械，我们认为南微医学是创新器械公司，公司研发实力强劲，先后两次获得国家科技进步奖二等奖两项，获得国家技术发明奖二等奖一项；公司 EOCT 系统已获得美国 FDA 批准，国内该产品已进入国家药监局创新医疗器械审批绿色通道。公司近 5 年快速发展，2013-2018 年收入年复合增速达到 32.68%，期间归母净利润年复合增速达到 40.58%。我们认为公司内镜诊疗器械产品线齐全，性价比高，综合实力可与波士顿科学、奥林巴斯等外企竞争。

癌症早筛+EMR/ESD 将打开百亿元级市场空间。癌症早期筛查、早期治疗对癌症防治至关重要，美国精密科学的 Cologuard 让结直肠癌早筛变得精准、便利，得到美国癌症协会(ACS)及美国国立综合癌症网络(NCCN)推荐，潜力巨大，精密科学 2019-3-5 市值达 112 亿美元，10 年上涨了 155 倍，成为超级牛股。

公司 EOCT 适应症为内镜下 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，这项解决方案为食道癌的早期筛查和早期治疗提供了很好的途径，其具有广阔的市场需求。目前 EMR/ESD 在癌症早期诊断、早期治疗中应用越来越广泛，我们测算国内癌症早筛+EMR/ESD 市场空间百亿元级。

盈利预测及估值。我们预计公司 2019-2020 年全面摊薄 EPS 分别为 2.00、2.63、3.45 元，参照可比公司估值，我们给予公司 2019 年 35-40 倍 PE，对应合理价值区间 69.98 至 79.98 元，对应 PS 为 8-9 倍，可比公司 2019 年 PS 平均为 18 倍，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示。海外业务波动风险，贸易摩擦风险，新品研发不达预期风险，新品放量不达预期风险，汇率波动风险，产品价格下跌风险，医药行业政策风险等。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	640.67	922.11	1238.60	1612.11	2076.68
(+/-)YoY(%)	54.64%	43.93%	34.32%	30.16%	28.82%
净利润(百万元)	101.18	192.70	266.59	350.43	460.08
(+/-)YoY(%)	377.56%	90.45%	38.35%	31.45%	31.29%
全面摊薄 EPS(元)	0.76	1.45	2.00	2.63	3.45
毛利率(%)	60.57%	63.77%	65.64%	66.67%	67.52%
净资产收益率(%)	0.23	0.33	0.11	0.13	0.14

资料来源: wind, 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@htsec.com

证书:S0850513110005

分析师:贺文斌

Tel:(010)68067998

Email:hwb10850@htsec.com

证书:S0850519030001

目 录

1. 美股器械牛股辈出，国产器械进入创新	5
2. 内镜诊疗时代创新器械龙头	6
3. 主营内镜诊疗器械，止血夹高速增长	6
3.1 公司无实际控制人	6
3.2 公司收入及净利润快速增长	7
3.3 公司主营内镜诊疗器械，主要增长点为止血夹、EMR/ESD 等	8
3.4 公司销售毛利率呈上升趋势	9
3.5 国内外双轮驱动增长	9
4. 2017 年全球内镜诊疗器械市场规模 50 亿美元	10
5. 公司综合竞争力全国前三，止血夹性价比高	10
5.1 产品线齐全，综合竞争力国内前三	10
5.2 研发实力强劲，ESD、ERCP、EUS/EBUS 新品较多	11
5.3 止血夹可重复使用，性价比高	11
6. 癌症早筛+EMR/ESD 将打开百亿元级市场空间	13
6.1 癌症早筛早治成为癌症防治的关键	13
6.2 精密科学的 Cologuard 让结直肠癌早筛变得精准、便利	13
6.3 公司 EOCT 在癌症早期筛查、早期诊断中值得期待	14
6.4 EMR/ESD 成为治疗消化道早期癌症的重要方式	14
6.5 日本 EMR/ESD 快速发展，国内 EMR/ESD 市场空间百亿元级	15
7. 肿瘤消融产品具有潜力	17
8. 公司研发效率较高	17
9. 盈利预测及估值	18
10. 风险提示	20
财务报表分析和预测	21

图目录

图 1	获批创新器械逐渐增多	5
图 2	公司近 20 年发展历程	6
图 3	公司无实际控制人（发行前）	7
图 4	公司 2013-2018 年收入 CAGR32.68%	7
图 5	公司 2013-2018 归母净利润 CAGR40.58%	8
图 6	公司 2013-2018 扣非归母净利润 CAGR47.49%	8
图 7	公司主营内镜诊疗和肿瘤消融两大系列产品	8
图 8	公司最主要的六大产品和主要的收入来源	8
图 9	公司收入主要来源于止血及闭合类、活检类、扩张类产品	9
图 10	公司毛利率逐渐提升	9
图 11	公司在国内和国外的收入占比基本保持稳定	10
图 12	公司国内外双轮驱动增长	10
图 13	公司研发管线主要集中在 ESD、ERCP、ESU/EBUS 等领域	11
图 14	公司可旋转重复开闭止血夹	12
图 15	公司止血夹具有四大领先优势	12
图 16	结直肠癌早期发现预后要远好于晚期发现	13
图 17	Cologuard 在结直肠癌早筛中具有较高的敏感性和特异性	14
图 18	公司 EOCT 产品相对于竞争对手更快、更智能	14
图 19	ESD 示意图	15
图 20	各国肠镜开展情况对比（例/10 万人口）	16
图 21	各国胃镜开展情况对比（例/10 万人口）	16
图 22	中国每例 ESD 耗材花费为 1563 美元	17
图 23	肿瘤消融产品具有一定潜力，预计 2025 年市场规模达到 21.71 亿美元	17

表目录

表 1	美股创新器械牛股辈出	5
表 2	我国内镜诊疗器械细分品类市场规模测算（2018 年）	10
表 3	公司产品线齐全，竞争力较强	11
表 4	止血夹性价比高	13
表 5	日本 EMR/ESD 渗透率逐渐提升，中国 EMR/ESD 渗透率较低	15
表 6	日本最大内镜中心 EMR/ESD 渗透率逐渐提升	16
表 7	公司分项收入预测	19
表 8	可比公司估值	20

1. 美股器械牛股辈出，国产器械进入创新

我们 2019-4-6 发布的深度报告《黄金时代：中国医疗器械创新大潮开启》提出：美股过去十年（2009-1-1 至 2019-3-5）共诞生 14 支市值 100 亿美元以上的十倍医药股，大多数为创新医药标的，其中 8 支为创新医疗器械股票，包括直觉外科手术（达芬奇手术机器人）、ILLUMINA（基因测序仪）、德康医疗（无创动态血糖监护仪）、爱齐公司（隐适美）等明星公司，其他为 3 支创新药和 3 支医疗服务标的。

总结美股过去 10 年的牛股有三大特点：1、器械公司较多，2、市值位于 100-630 亿美元，也就意味着 10 年前市值不到 60 亿美元，3、多为创新公司。

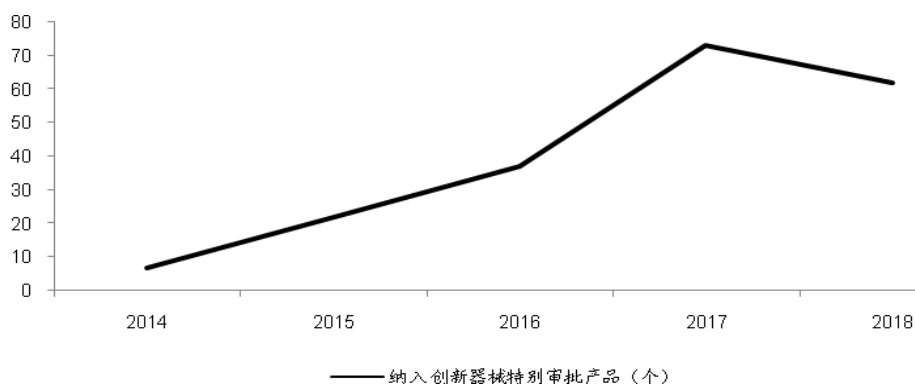
表 1 美股创新器械牛股辈出

公司	涨幅（倍）	市值（亿美元）	业务
精密科学公司	154.9	111.8	器械：粪便 DNA 大肠癌筛检
德康医疗公司	50.3	127.4	器械：“无创”连续血糖监测仪
Sarepta Therapeutics Inc	35.8	103.7	稀有传染病创新药
爱齐公司	28.3	205.0	器械：隐适美等
再生元制药股份有限公司	22.6	474.1	创新药
因塞特医疗公司	21.5	182.8	创新药
阿比奥梅德公司	19.6	152.5	器械：“人工心脏”
WellCare Health Plans Inc	18.0	122.1	医疗服务
库珀医疗公司	16.7	141.7	器械：隐形眼镜等
直觉外科手术公司	12.0	629.6	器械：达芬奇手术机器人
爱德华生命科学公司	11.5	355.7	器械：介入瓣膜等
Centene Corp	10.9	242.0	医疗服务
IDEXX 实验室公司	10.8	183.5	医疗服务
ILLUMINA INC	10.8	452.3	器械：基因测序仪

资料来源：wind，海通证券研究所（涨幅为 2009-1-1 至 2019-3-5，截止时间北京时间 2019-3-5 16:00）

自 2014 年开启创新器械特别审批，截止 2019 年 2 月 28 日，共有 57 项创新器械获批，其中 2018 年呈现爆发式增长，共 21 项创新产品获批，2019 年前两月，已经批准 3 项创新器械。2017 年起纳入创新器械特别审批的产品呈现爆发式增长，为 2018 年后创新器械的获批提供了深厚的积淀，我们认为中国创新器械时代正式开启。

图1 获批创新器械逐渐增多



资料来源：CFDA，海通证券研究所

国内创新器械如介入瓣膜、可吸收支架、Castor 分支支架已经领先外企在国内获批，国内一边是创新器械特别审批，获批创新器械逐年增多，一边是心脉医疗、南微医学等创新器械公司拟登录科创板，我们认为创新器械将是未来十年国内医药投资最重要的主线之一，值得高度重视！

2. 内镜诊疗时代创新器械龙头

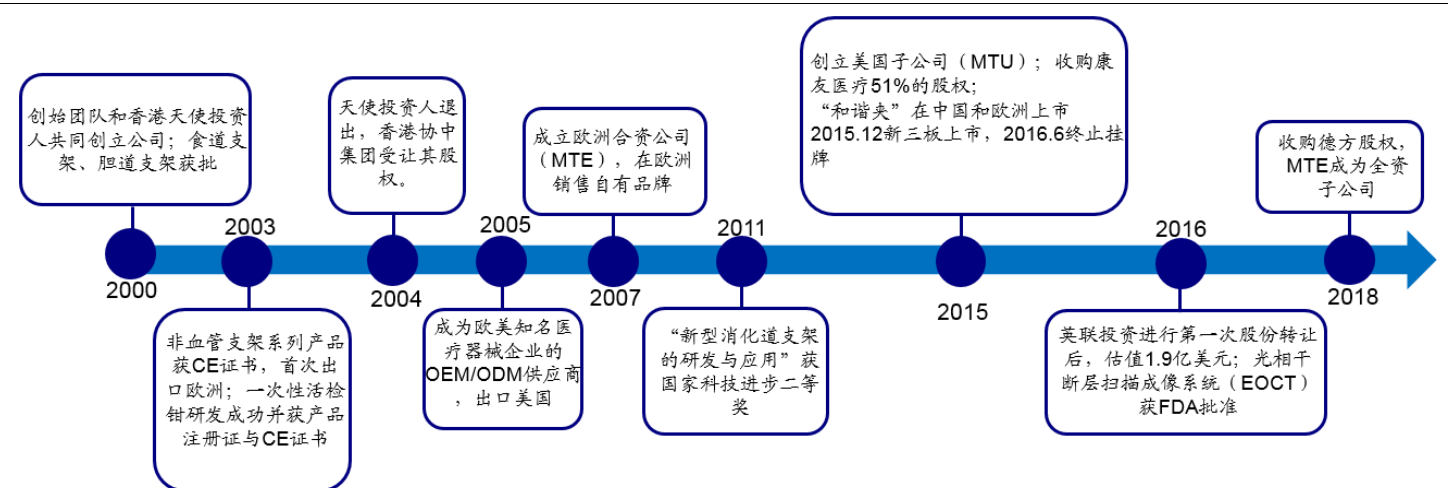
南京微创医学科技股份有限公司成立于 2000 年，主要产品包括内窥镜诊疗器械和肿瘤消融设备及耗材。经过长期技术创新和新产品开发，公司已经形成了活检类、止血及闭合类、EMR/ESD 类、扩张类、ERCP 类、EUS/EBUS 类等六大类内镜诊疗产品。

公司深耕行业十余年，我们认为公司内镜诊疗器械产品线齐全、性价比高，综合竞争力强，可与波士顿科学、奥林巴斯等外企竞争。

公司产品质量过硬，产品销往欧美等 70 多个国家和地区，子公司 MTU 最大的采购组织之一 HPG 的合格供应商。

公司研发实力强劲，先后两次获得国家科技进步奖二等奖，公司研发人员获得国家技术发明奖二等奖一次；公司 EOCT 系统已获得美国 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 ^{125}I 放疗粒子支架技术被评为世界首创。

图2 公司近 20 年发展历程



资料来源：公司招股书（注册稿），南微医学官网，海通证券研究所

3. 主营内镜诊疗器械，止血夹高速增长

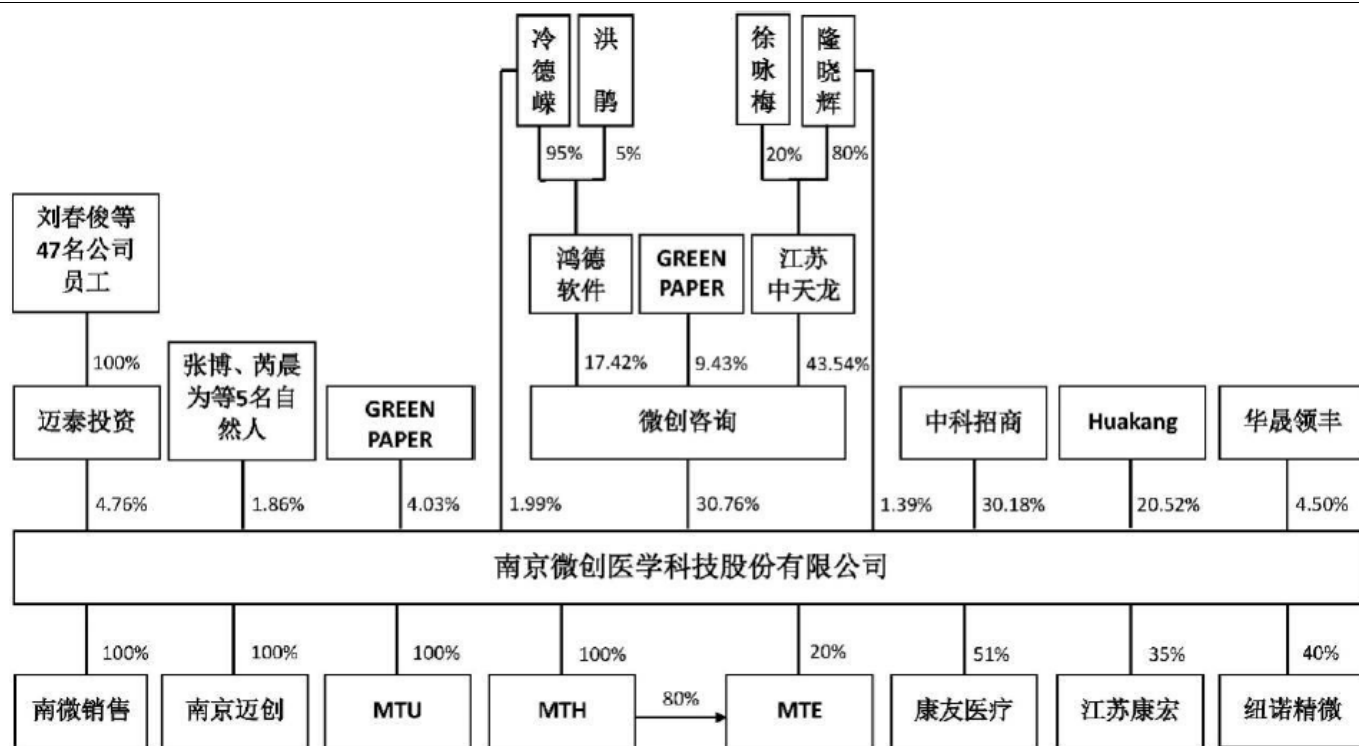
3.1 公司无实际控制人

公司目前不存在实际控制人。微创咨询、中科招商、Huakang 为公司前三大股东。

隆晓辉先生担任董事长，1959 年出生，南京大学在职研究生，曾任江苏中天投资、中天龙、南微有限董事长。2015 年 7 月至今，担任公司董事长。

冷德嵘先生担任公司董事、总经理，1963 年出生，武汉理工大学学士，曾任南微有限总经理，2015 年 7 月至今担任公司总经理。冷先生拥有发明专利 11 项，美国专利 1 项，日本专利 1 项，欧洲专利 1 项，获得国家科技进步二等奖 1 项。2013 年，获国务院政府特殊津贴。

图3 公司无实际控制人（发行前）

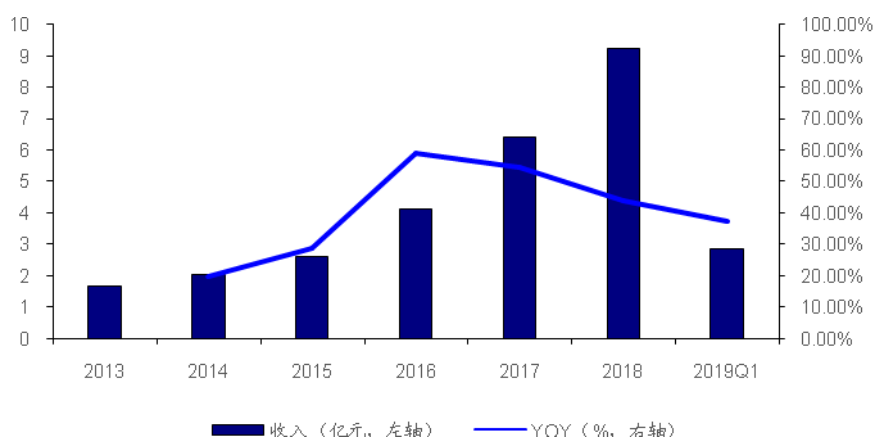


资料来源：公司招股书（注册稿），海通证券研究所

3.2 公司收入及净利润快速增长

公司收入从 2013 年 1.69 亿元增加到 2018 年 9.22 亿元，年复合增速达到 32.68%，2019 年一季度实现收入 2.87 亿元，同比增加 37.51%，公司预计 2019 年 1-6 月可实现营业收入区间在 5.9~6.1 亿元，同比增加 34.09%~38.64%。

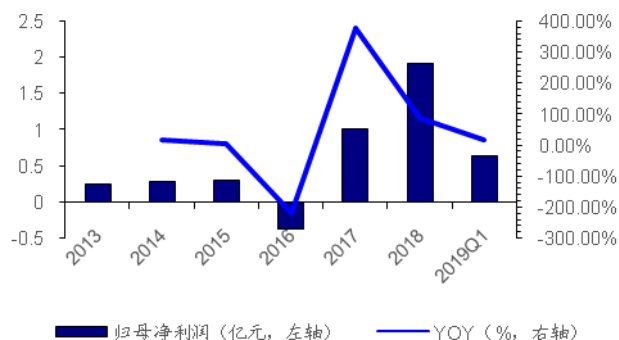
图4 公司 2013-2018 年收入 CAGR32.68%



资料来源：Wind，海通证券研究所

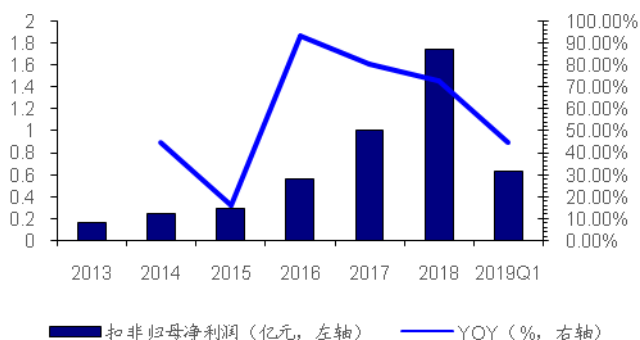
南微医学归母净利润从 2013 年 0.25 亿元增加到 2018 年 1.93 亿元，年复合增速达到 40.58%，扣非归母净利润从 2013 年的 0.17 亿元增加到 2018 年的 1.75 亿元，年复合增速达到 47.49%，2019 年一季度归母净利润 0.64 亿元，同比增加 18.94%，扣非归母净利润 0.63 亿元，同比增加 44.73%，公司预计 2019 年 1-6 月实现扣非归母净利润在 1.35~1.45 亿元，同比增加 32.35%~42.16%。

图5 公司 2013-2018 归母净利润 CAGR40.58%



资料来源：Wind，海通证券研究所

图6 公司 2013-2018 扣非归母净利润 CAGR47.49%

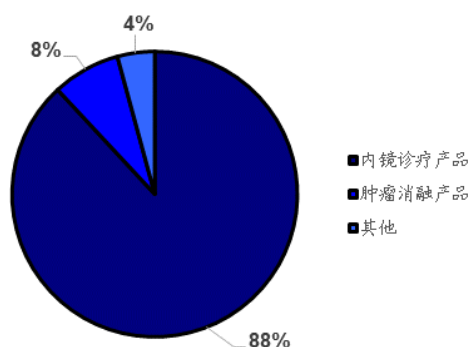


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.3公司主营内镜诊疗器械，主要增长点为止血夹、EMR/ESD 等

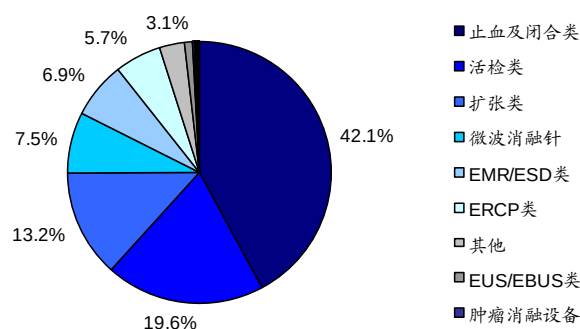
公司主要产品包括内镜诊疗器械和肿瘤消融设备及耗材，已经形成了六大类内镜诊疗产品，包括：活检类、止血及闭合类、EMR/ESD 类、扩张类、ERCP 类、EUS/EBUS 类等；肿瘤消融产品主要包括微波消融治疗仪和微波消融针等，2018 年内镜诊疗产品收入占比 88%，肿瘤消融产品占比 8%，分产品来看，止血及闭合类、活检类、扩张类、微波消融针、EMR/ESD 类和 ERCP 类占公司营收比例超过 5%，分别为 42.1%、19.6%、13.2%、7.5%、6.9%和 5.7%，是公司最主要的六大产品和主要的收入来源。

图7 公司主营内镜诊疗和肿瘤消融两大系列产品



资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 公司最主要的六大产品和主要的收入来源



资料来源：Wind，海通证券研究所

2018 年公司占比前六大产品止血及闭合类、活检类、扩张类、微波消融针、EMR/ESD 类和 ERCP 类分别收入 3.86、1.80、1.21、0.69、0.64、0.52 亿元，分别增长 82.08%、14.65%、23.47%、7.81%、93.94%和 33.33%，其中止血及闭合类和 EMR/ESD 类产品收入增长迅猛，止血及闭合类收入从 2013 年的 0.01 亿元增加到 2018 年的 3.86 亿元，年均复合增速达到 169.83%，EMR/ESD 类从 2014 年的 0.03 亿元增加到 2018 年的 0.64 亿元，年均复合增速达到 84.42%。

图9 公司收入主要来源于止血及闭合类、活检类、扩张类产品

单位：万元

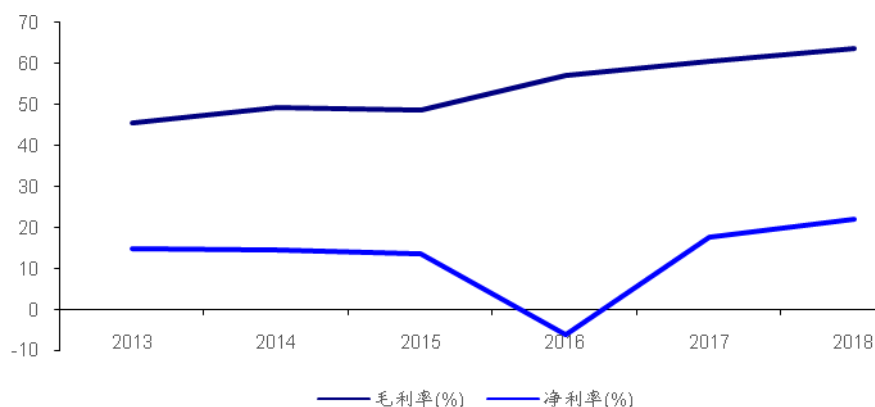
产品名称	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
1、自产产品	91,070.91	99.40%	63,883.34	100.00%	39,524.72	96.19%
止血及闭合类	38,559.82	42.09%	21,162.92	33.13%	9,167.70	22.31%
活检类	17,987.10	19.63%	15,714.16	24.60%	11,700.84	28.48%
扩张类	12,106.08	13.21%	9,803.51	15.35%	7,858.63	19.12%
ERCP 类	5,249.70	5.73%	3,895.24	6.10%	1,932.19	4.70%
EMR/ESD 类	6,356.30	6.94%	3,277.89	5.13%	1,431.01	3.48%
EUS/EBUS 类	898.74	0.98%	581.84	0.91%	95.46	0.23%
微波消融针	6,861.51	7.49%	6,384.30	9.99%	5,229.74	12.73%
肿瘤消融设备	227.47	0.25%	248.38	0.39%	303.30	0.74%
其他	2,824.18	3.08%	2,815.11	4.41%	1,805.85	4.39%
2、代理经销	552.52	0.60%	-	-	1,566.17	3.81%
合计	91,623.43	100.00%	63,883.34	100.00%	41,090.89	100.00%

资料来源：公司招股书（注册稿），海通证券研究所

3.4 公司销售毛利率呈上升趋势

公司销售毛利率呈现不断上升趋势，说明公司产品竞争力逐渐增强，净利率有所波动，主要因为公司 2016 年完善股权激励花费 0.96 亿元，2016 年后持续上升。2018 年公司销售毛利率 63.77%，净利率 22.06%。

图10 公司毛利率逐渐提升

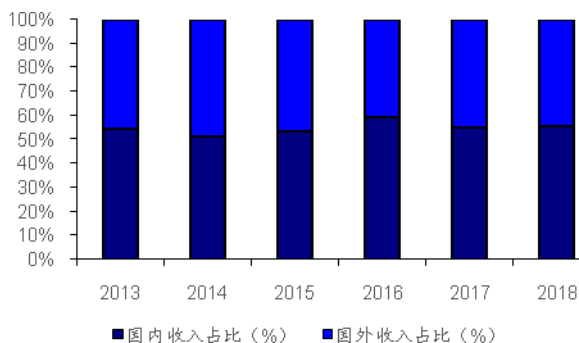


资料来源：Wind，海通证券研究所

3.5 国内外双轮驱动增长

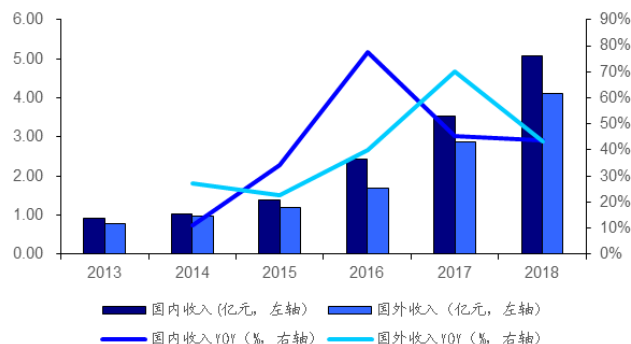
2013~2018 年期间，南微医学在国内和国外的收入占比基本保持稳定，2018 年国内收入占比 55.29%，国外收入占比 44.71%。国内与国外收入均快速增长，年均复合增速分别为 32.90%和 32.14%，而国外地区中，美洲地区增长迅猛，从 2014 年的 0.21 亿元增加到 2018 年的 1.5 亿元，年均复合增长率达到 48.17%。

图11 公司在国内和国外的收入占比基本保持稳定



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 公司国内外双轮驱动增长



资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 2017 年全球内镜诊疗器械市场规模 50 亿美元

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 (Flexible Endoscopy Devices) 市场规模为 50 亿美元, 根据其预测, 2017 年至 2020 年, 全球内镜诊疗器械市场规模的复合增长率将会达到 5%。在消化内镜诊疗领域, 2018 年全球应用于胆胰管疾病、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。

根据 Frost & Sullivan 出具的调查报告中显示, 在全球内镜诊疗器械市场, 波士顿科学的市场占有率为 36%、奥林巴斯为 34%、库克为 13%, 其余企业为 17%。2018 年波士顿科学内镜微创器械收入约 121 亿元。

表 2 我国内镜诊疗器械细分品类市场规模测算 (2018 年)

	数量 (万件/万套)	单价 (元)	市场规模 (亿元)
活检钳	2699	19.6	5.28
圈套器	769	58.9	4.53
注射针	769	59.0	4.54
软组织夹	769	65.3	5.02
超声穿刺活检针	7	567.6	0.40
ERCP	38	2999.0	11.25
非血管支架	-	-	3.33
合计			34.34

资料来源: 公司招股说明书 (注册稿), 海通证券研究所

根据 FROST&SULLIVAN 预测数据, 2018 年至 2022 年, 我国内窥镜市场复合增长率为 9.25%, 与内窥镜配套使用的诊疗器械市场增速应高于 9.25%, FROST&SULLIVAN 的研究报告, 2007 年至 2017 年间, 中国消化内镜耗材的年复合增长率为 19.30%。若以我们预计 2018-2022 年年复合增速 15% 左右, 以 2018 年我国内镜诊疗器械市场规模 34.34 亿元 (出厂价) 为基数, 则 2022 年市场规模达 60.06 亿元。

5. 公司综合竞争力全国前三, 止血夹性价比高

5.1 产品线齐全, 综合竞争力国内前三

我们认为行业缺乏重磅单品, 完整的产品线至关重要, 公司产品种类及规格众多, 六大类内镜诊疗产品聚焦主流术式, 覆盖从诊断、扩张、手术到闭合的全流程, 完善的产品线是竞争力的重要部分。我们根据南微医学、波士顿科学、常州久虹等公司官网统计, 公司内镜诊疗器械产品线齐全、性价比高, 综合竞争力强, 可与波士顿科学、奥林巴斯等外企竞争。

再加上公司经过多年的积累，在内镜诊疗器械领域形成了多项行业领先的核心技术，并广泛应用于公司产品中，使得公司产品在国内市场上具有较强的竞争力，部分产品已具备与国外主要竞争对手竞争的能力。根据 FDA(510K)的比较结果，公司的活检钳、软组织夹、扩张球囊等产品的用途与性能已达到与已在美国上市的知名国际医疗器械公司同类产品实质等同的水平。国内外研发及实验中心项目的实施将会进一步提升公司的研发能力和核心技术水平，使公司产品在国内外市场更具有竞争力。

表 3 公司产品线齐全，竞争力较强

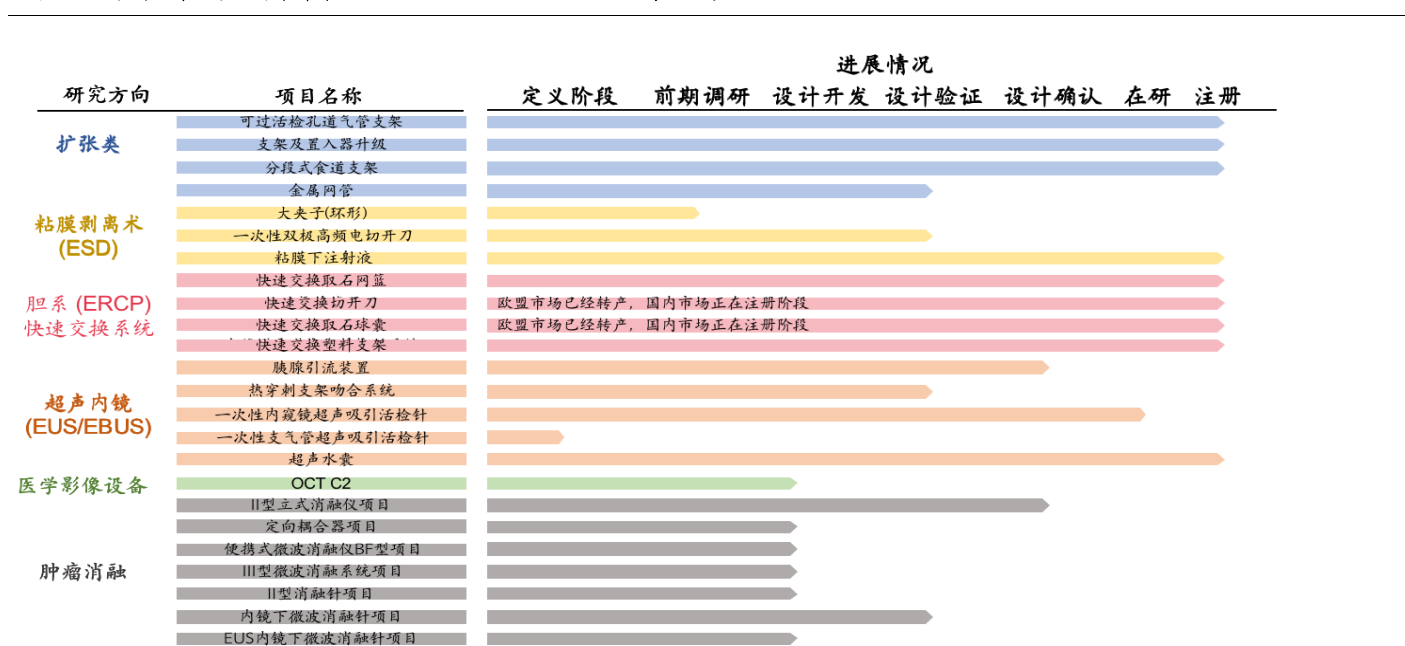
分类	南微医学	波士顿科学	常州久虹
止血和闭合	套扎器 和谐夹—可旋转重复开闭软组织夹	7 环套扎器 带有推送器的一次性使用止血夹	
活检类	消化道活检钳、气道取样钳 细胞刷、气道细胞刷 靛胭脂粘膜染色剂	消化道活检钳	消化道活检钳、气道取样钳 一次性使用细胞刷、隔离功能细胞刷
EMR/ESD 类	圈套器 一次性内窥镜用注射针 一次性使用高频电切刀	一次性息肉切除器	一次性使用息肉切除器（圈套器）
扩张类	可携带 125I 放射粒子支架、胆道支架、肠道支架、食道支架、气管支架 消化道球囊扩张导管、气道球囊扩张导管	胆道支架、肠道支架、食道支架 消化道球囊扩张导管、胆道球囊扩张导管	萨氏扩张器 消化道球囊扩张导管、椎体扩张球囊导管
ERCP 类	一次性乳头括约肌切开刀 取石网篮 取石球囊 鼻胆引流导管、一次性使用胆管内引流管 斑马导丝	括约肌切开刀 取石网篮 取石球囊导管 子镜推送导管 导丝 直视可视化探头和目镜	取石网篮 取石球囊 斑马导丝
EUS 类	一次性内窥镜超声吸引活检针		

资料来源：南微医学、波士顿科学、常州久虹公司官网，海通证券研究所

5.2 研发实力强劲，ESD、ERCP、EUS/EBUS 新品较多

根据公司招股说明书，公司在 ESD、ERCP、EUS/EBUS 领域研发较多，我们认为这也是将来内镜诊疗最有前景的领域之一，随着新品获批，产品线将进一步丰富。

图13 公司研发管线主要集中在 ESD、ERCP、ESU/EBUS 等领域

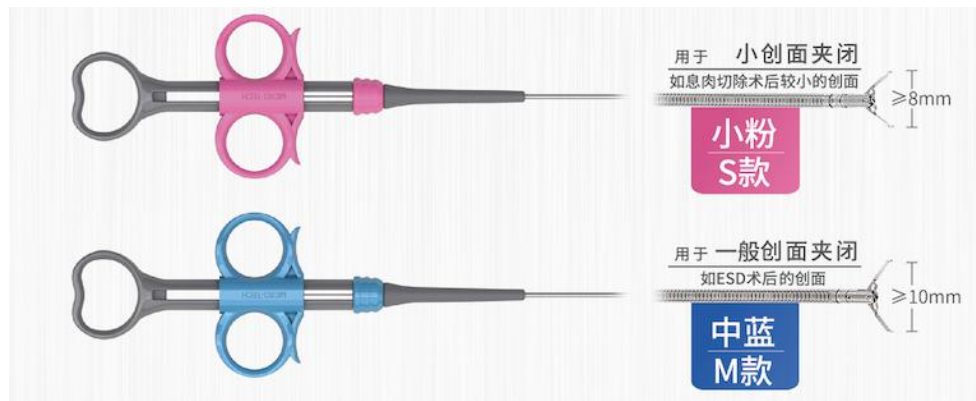


资料来源：公司招股书（注册稿），海通证券研究所

5.3 止血夹可重复使用，性价比高

公司自主研发的可旋转重复开闭软组织夹（止血夹）产品(SureClip)，又称“和谐夹”，通过精确旋转控制技术、凸轮滑槽闭合等五项国内外授权发明专利实现了世界首创的可通过十二指肠侧视内镜并精确旋转、无限次开闭、残留段最短的内镜下用于止血和创面闭合的夹子，该产品被广泛应用于息肉切除(EMR)、粘膜下剥离(ESD)及经口内镜下食道肌层切开(POEM)后的创面闭合，可有效提高手术的安全性及成功率，而且性价比高。

图14 公司可旋转重复开闭止血夹



资料来源：南微医学官网，海通证券研究所

与竞品相比它主要具有以下 4 项领先优势：1、精确旋转控制技术，可 360°旋转；2、不限次重复开闭技术，而竞品只能开闭 5 次左右；3、凸轮滑槽闭合技术，滞留人体的夹子组件长度较竞争对手同类产品短；4、连发技术，连发夹子可一次连续释放多枚夹子，适用于紧急止血。

图15 公司止血夹具有四大领先优势

核心技术名称	获奖情况	技术先进性
止血闭合类		
1、精确旋转控制技术	1、高等学校科学研究优秀奖	1、精确旋转控制技术：利用独有的内芯旋转技术，近端刚性大扭矩传递，远端柔顺性过弯同时兼备扭矩传递功能，从而实现夹子在人体病灶旋转方向 360°可控，而竞品是依靠外管旋转，旋转阻力大，不精确，只能实现 90°可控。
2、不限次重复开闭技术	秀成果奖技术发明一等奖	2、不限次重复开闭技术：每个夹头与夹座形成两个销槽副（pin-in-slot joint），从而构成一个单自由度平面机构。当夹头尾部的运动销的位置确定时，夹头的角度也相应确定。两个夹头的运动销用同一根轴固定，因此夹头的运动是不限次数重复开闭的，而竞品只能开闭 5 次左右。
3、凸轮滑槽闭合技术	2、上海市科技进步二等奖	3、凸轮滑槽闭合技术：利用凸轮滑槽尾部的自锁结构，锁止后，永久闭合。同时，滞留人体的夹子组件长度较竞争对手同类产品短（相同张开尺寸，竞品 16.8mm 残留，我产品为 9.8mm 残留），避免出现刺激性的迟发性穿孔。
4、连发技术		4、连发技术：与传统单发夹子相比较，连发夹子可一次连续释放多枚夹子，适用于紧急止血。

资料来源：公司招股书（注册稿），海通证券研究所

跟波士顿科学、奥林巴斯、库克同类竞品比较，公司止血夹价格约 142-200 元，性价比高。

表 4 止血夹性价比高

产品所有者	南微医学	波士顿科学	库克	奥林巴斯
最大插入直径*工作长度 (mm)	2.6*(1550/1650、1800/1950/2350/2700)	2.6*(1550/2350)	2.4*2350	2.6*(1650/1950、2300/2700)
参数	凸轮结构	弹性悬臂梁结构	连杆结构	弹性悬臂梁结构
	无限次重复开闭	5 次重复开闭	无限次重复开闭	不可重复开闭
	可在弯曲状态下实现 360 度精确旋转	360 度旋转	360 度旋转	可在弯曲状态下实现 360 度精确旋转
	残留体内长度 10mm	残留体内长度 16mm	残留体内长度 15mm	残留体内长度 10mm
价格	142-200 元	1280 元 (带推送器)		2050 元 (带推送器)

资料来源：公司招股书（注册稿），Wind 医药库，海通证券研究所

6. 癌症早筛+EMR/ESD 将打开百亿元级市场空间

6.1 癌症早筛早治成为癌症防治的关键

据健康界援引宣晟远程会诊《2017 年 NCCN 结直肠癌指南及最新治疗进展》，过去几年中，美国通过加强早期癌症筛查和治疗方法的改进，结肠癌早期发现率达到 39%，5 年生存率为 65.1%。反观中国，早期发现率仅为 10% 左右，而早期发现率低在一定程度上导致了 5 年生存率仅为 32%。随着城市化进程和人口老龄化，未来中国结直肠癌发病率预计还将继续升高。

根据公司招股说明书披露数据，早期食道癌的五年存活率可以达到 95%，而进入二期后就降到了 35%，扩散后的食管癌不足 10%。

根据结直肠癌早筛龙头精密科学 Corporate presentation 2019Q2 数据，结直肠癌早期发现预后要远好于晚期，I-II 期结直肠癌患者治疗后 5 年生存率为 90%，IV 期结直肠癌患者 5 年生存率仅 10%。

图16 结直肠癌早期发现预后要远好于晚期发现



Source: SEER 18 2004-2010 - colorectal cancer statistics

资料来源：精密科学 Corporate presentation 2019Q2，海通证券研究所

6.2 精密科学的 Cologuard 让结直肠癌早筛变得精准、便利

美国的精密科学公司 (EXAS) 的 Cologuard 代表了无创癌症筛查的技术前沿，2014 年，FDA 批准 Cologuard 作为首个结直肠癌早筛方法。EXAS 通过分析粪便 DNA 和便血中的生物标志物来筛查结直肠癌，通过大量临床试验证实，Cologuard 在普通风险人群中筛查结直肠癌的敏感性为 92%，筛查结直肠癌癌前病变的敏感性为 69%，整体特异性为 87%，得到美国癌症协会 (ACS) 及美国国立综合癌症网络 (NCCN) 推荐。

图17 Cologuard 在结直肠癌早筛中具有较高的敏感性和特异性

结直肠癌敏感性	92%
I-II 期结直肠癌敏感性	94%
重度非典型增生敏感性 (癌前病变)	69%
特异性	87%

资料来源: 精密科学 2017 年报, 海通证券研究所

Cologuard 推荐在 50 岁及以上普通人群作为结直肠癌早筛的一种方法, 能够很方便在家里自主开展, 只需取一管粪便寄往检测中心即可, 三年进行一次筛查。EXAS 2017 年报中估计如果美国 8500 万 50 岁以上的人群有 40% 进行结直肠癌早筛, 每三年进行一次, 每次价格为 500-525 美元, 则结直肠癌早筛市场高达 55 亿美元。

6.3 公司 EOCT 在癌症早期筛查、早期诊断中值得期待

公司 EOCT 系统已获得美国 FDA 批准, 并在美国梅奥诊所、斯坦福大学医院等地开展临床试验与合作研究; 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, 正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。根据公司招股说明书预计产品在 2020 年底或 2021 年初可在国内上市。

EOCT 适应症为内镜下 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。我们认为公司的这项解决方案为食道癌的早期筛查和早期治疗提供了很好的途径, 其具有广阔的市场需求。

用于消化道成像的 EOCT 在国内没有相同或类似的产品, 美国市场上 Ninepoint Medical 的 NvisionVLE 产品具有相同的预期用途与类似的产品性能, 为公司在 EOCT 产品市场上的竞争对手。公司的 EOCT 产品是国内首创, 扫描速度较美国 Ninepoint 产品高一倍, 可以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。由于公司 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。

图18 公司 EOCT 产品相对于竞争对手更快、更智能

项目	南微医学 EOCT	Ninepoint NvisionVLE
成像技术	采用 1300 纳米近红外光扫描光源的光学相干断层成像技术	采用 1300 纳米近红外光扫描光源的光学相干断层成像技术
成像扫描速度	A-scan 每秒 10 万线 (24.4 帧/每秒)	A-scan 每秒 5 万线 (12.2 帧/每秒)
球囊扩张方式	支持智能球囊导管压力扩张控制系统	每个耗材配套一个手动充气泵
耗材规格	分成球囊探头和非球囊探头两种型号。其中球囊探头有长度为 30, 55, 80 毫米, 直径 16, 18, 20 毫米共 9 种规格。	只有球囊探头一种型号。有长度 14, 17, 20 毫米, 直径 80 毫米共 3 种规格。
临床应用	针对亚洲地区的疾病特征, 主要用于食管高级别上皮内瘤变及鳞状上皮细胞癌的检查	针对欧美地区的疾病特征, 主要用于巴雷特食管, 食管高级别异性增生及食管腺体癌

资料来源: 公司招股说明书 (注册稿), 海通证券研究所

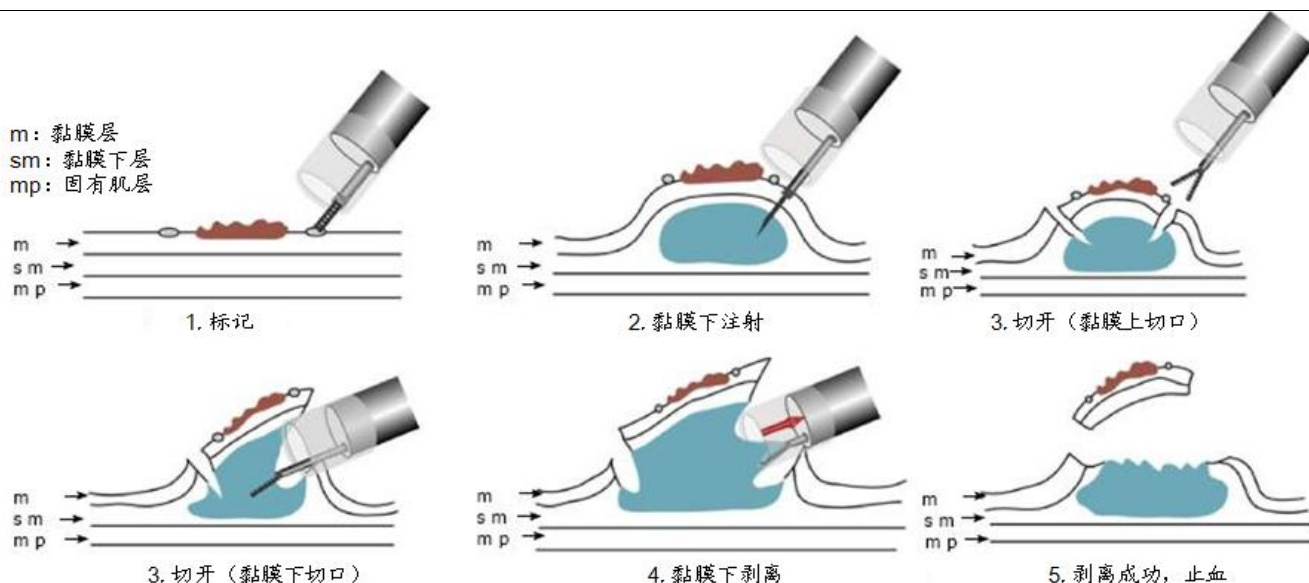
6.4 EMR/ESD 成为治疗消化道早期癌症的重要方式

随着消化内镜技术的发展, 对消化道早癌的内镜诊疗逐渐受到重视, 以内镜下黏膜切除术 (EMR) 和内镜下黏膜下剥离术 (ESD) 为代表的内镜下切除技术应运而生, 对消

化道癌前病变及早癌的治疗产生了深远影响。

EMR(Endoscopic Mucosal Resection)中文全称为内镜黏膜切除术,指针对黏膜病变,利用高频电切技术将病变所在黏膜剥离而达到治疗目的或作大块组织活检而协助诊断目的的内镜下操作技术,EMR 只能针对直径 $\leq 2\text{cm}$ 的病灶进行操作,大病灶只能分次切除,造成局部复发率高,不利于完整的病理学诊断。ESD(Endoscopic Submucosal Dissection)中文全称为内镜黏膜下剥离术,是在 EMR 基础上发展而来、利用改良电刀对 $> 2\text{cm}$ 病变进行黏膜下剥离的内镜微创技术,可实现较大病变的整块切除,提供准确的病理诊断分期。

图19 ESD 示意图



资料来源: Clinical outcomes of Clutch Cutter endoscopic submucosal dissection for older patients with early gastric cancer, 海通证券研究所

6.5 日本 EMR/ESD 快速发展, 国内 EMR/ESD 市场空间百亿元级

EMR 起源于日本, 目前 EMR/ESD 已在日本广泛应用。根据日本消化内镜第 5 次、第 6 次调查, EMR/ESD 在日本的渗透率快速提升。根据日本消化器内镜协会杂志刊登的《关于消化器内窥镜相关偶发症的第五次、第六次全国调查报告》显示, 其中 2003-2007 年 EMR/ESD 占总检查数的比例为 2.4%, 2008-2012 年五年间的 ESD/EMR 渗透率上涨至 3.4%。

2014 中国消化内镜学术大会发布的 2012 年度中国消化内镜技术应用普查数据显示, 2012 年我国共开展消化内镜 2877 万例, 整体内镜下治疗率为 9.3%, 开展上消化道内镜诊疗 2250 万例, ESD 为 3.4 万例, 比例 0.15%, 肠镜诊疗 583 万例, ESD1.7 万例, 渗透率为 0.29%。ESD 的整体渗透率为 0.18%, 远低于日本水平。

表 5 日本 EMR/ESD 渗透率逐渐提升, 中国 EMR/ESD 渗透率较低

	总检查数(例)	肠镜 (例)	上消化道内窥镜 (例)	ESD(例)	EMR(例)	EMR/ESD 渗透率	ERCP(例)	EUS(例)
日本 2003-2007	12563287	2561472	7408688	46598	260875	2.4%	268922	5542
日本 2008-2012	17087111	3838370	11265684	108630	464110	3.4%	229075	45226
中国 2012	28770000	5832000	22504000	51000		0.18%	196000	

资料来源: 日本消化器内窥镜相关偶发症的第五次、第六次全国调查报告, 2012 年度中国消化内镜技术应用普查, 海通证券研究所

根据日本癌症中心 (), 日本最大的内镜中心 (15 间内镜室) 过去 10 年内窥镜发展情况显示, 2012 年 EMR/ESD 渗透率为 13.0%, 2016 年 EMR/ESD 渗透率为 18.7%, 明显有所提升, 相较于日本 2008-2012 年的全国调查报告渗透率更高。

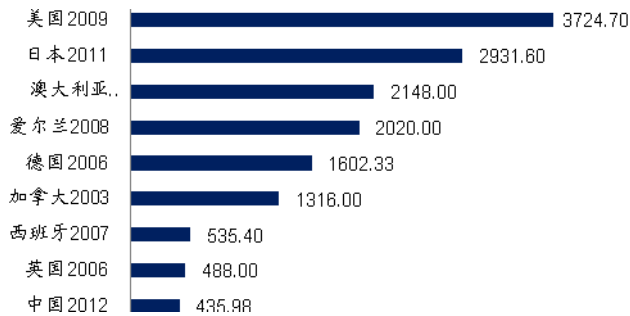
表 6 日本最大内镜中心 EMR/ESD 渗透率逐渐提升

例数 \ 年份	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
上消化道内镜检查	10910	10909	10174	10644	10810	11193	11314	11481	12478	12597
结直肠镜检查	3569	3161	2670	2756	2924	3232	3367	3881	4333	4391
EUS (超声内镜)	373	375	402	395	372	393	477	496	537	482
总治疗例数	1854	1848	1849	1756	1984	2077	2146	2164	3039	3312
咽部 EMR/ESD	18	7	8	9	20	24	34	23	9	3
食管 EMR/ESD	89/25	94/25	95/43	102/45	132/61	115/66	97/92	65/100	68/91	86/125
胃部 EMR/ESD	24/410	19/397	36/375	23/334	23/343	361	375	340	370	388
结直肠 EMR/ESD	1212/97	1216/97	1177/123	1132/120	1210/125	1402/133	1398/184	1465/194	1898/206	2106/214
十二指肠 EMR	7	7	9	11	8	23	38	32	25	36
ERCP, etc.					49	104	140	175	250	224

资料来源: National Cancer Center Japan, 海通证券研究所

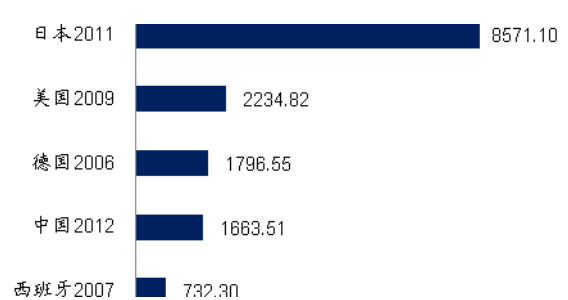
2012 年我国开展胃镜诊疗 2250 万例, 渗透率约为 1664 例/10 万人, 跟日本比还有 4.2 倍空间, 我国开展肠镜诊疗 583 万例, 渗透率约为 437 例/10 万人, 跟日本比较, 渗透率还有 5.7 倍空间。

图20 各国肠镜开展情况对比 (例/10 万人口)



资料来源: 2012 年度中国消化内镜技术应用普查, 海通证券研究所

图21 各国胃镜开展情况对比 (例/10 万人口)



资料来源: 2012 年度中国消化内镜技术应用普查, 海通证券研究所

我们估计未来胃镜渗透率达到 4000 例/10 万人口, 结肠镜达到 1600 例/10 万人口, 以 2018 年全国 14 亿人口为基数, 则全国胃肠镜空间达 7840 万例。考虑到未来癌症早筛技术的发展, 如果中国 EMR/ESD 渗透率能达到 5%, 则每年行 EMR/ESD 392 万例。根据《Cost Analysis of Endoscopic Submucosal Dissection for the Treatment of Colorectal Lesions in China》, 中国每例 ESD 耗材花费为 1563 美元, 约为 10000 元, 如果未来单例耗材花费降到 8000 元, 则 EMR/ESD 市场空间达 300 多亿元 (终端), 假设出厂价为终端价的 1/3, 则出厂市场空间达 100 亿元。

图22 中国每例 ESD 耗材花费为 1563 美元

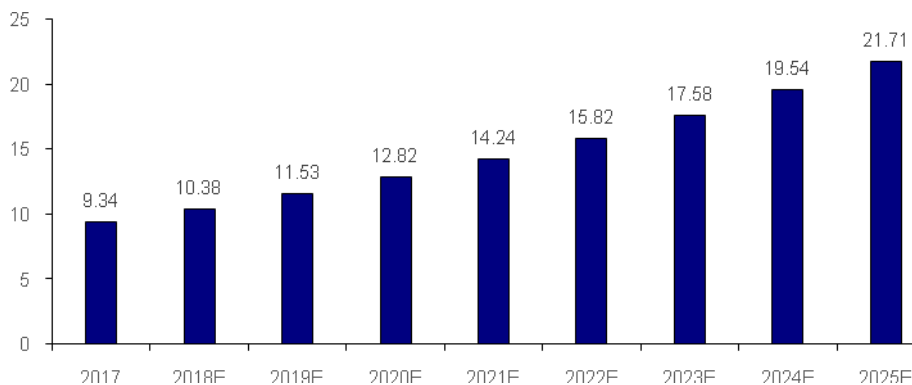
Category	USD
Hospitalization	178 (117-242)
Laboratory	452 (395-674)
Radiology	474 (422-790)
Nursing	191 (163-227)
Medication	2151 (1135-3465)
Anesthesia	385 (352-411)
Consumable items	1563 (1043-2667)
Operation	433 (379-796)
Covered by NHI	2757 (2039-3370)
Paid by patient	3070 (2882-3496)
Total	5927 (4615-9984)

资料来源: Cost Analysis of Endoscopic Submucosal Dissection for the Treatment of Colorectal Lesions in China, 海通证券研究所

7. 肿瘤消融产品具有潜力

根据招股说明书援引 Grand View Research 的统计数据, 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%。根据中科国际信息咨询中心发布的《2018-2022 年中国微波射频肿瘤消融系统市场调研与发展前景预测专题报告》, 2017 年中国热消融产品销售额约合 7 亿元人民币, 年复合增长率约 20%。由此推算, 2018 年中国肿瘤消融市场空间约为 8.4 亿元人民币, 以此作为基数进行测算, 我们预计 2020 年, 我国肿瘤消融市场将会达到 11.2 亿元。

图23 肿瘤消融产品具有一定潜力, 预计 2025 年市场规模达到 21.71 亿美元



资料来源: Grand View Research, 公司招股说明书 (注册稿), 海通证券研究所

8. 公司研发效率较高

公司 2013-2018 累计投入 1.52 亿元。公司研发人员占 17.03%, 其中研究生及以上学历研发人员 71 名, 占全部研发人员的比例为 5.19%。

公司科研创新实力获得权威认可。国家科学技术奖励是国务院批准的国家最高科技奖项。公司先后获得国家科技进步奖二等奖 2 项, 公司研发人员获得国家技术发明奖二等奖 1 项。公司是行业内少数几家多次获得国家级科技奖项的企业之一。另外, 公司先后承担国家级科研项目 3 项, 拥有国内外发明专利 36 项, 获得三类医疗器械注册证 28 项、二类医疗器械注册证 46 项。

9. 盈利预测及估值

我们认为公司现阶段增长主要来自内镜治疗患者比例的提升带来的止血夹等耗材高速增长，中长期来看我们认为癌症早筛将进一步打开 EMR/ESD 百亿元市场空间，我们预计公司未来三年收入高增长，关键假设有：

- 1) 止血及闭合类性价比高，竞争力强，适应场景广，2019-21 年收入保持 50%、35%、30%增长。
- 2) EMR/ESD、EUS/EBUS 等业务高增长，EMR/ESD 在 2019-21 年收入保持 60% 增长，EUS/EBUS 在 2019-21 年收入保持 40%、35%、30%增长。
- 3) 活检类、扩张类 2019-21 年收入分别保持 20%增长。公司整合康友后肿瘤消融设备和微波消融针 2019-21 年收入保持 20%增长。

表 7 公司分项收入预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
自产产品	395.25	638.83	910.71	1232.73	1606.24	2070.81
YoY (%)		61.63%	42.56%	35.36%	30.30%	28.92%
毛利率(%)	58.07%	60.75%	64.21%	65.82%	66.82%	67.64%
止血及闭合类	91.68	211.63	385.60	578.40	780.84	1,015.09
YoY (%)		130.84%	82.20%	50.00%	35.00%	30.00%
毛利率(%)	71.61%	72.73%	75.10%	76.00%	76.00%	76.00%
活检类	117.01	157.14	179.87	215.84	259.01	310.82
YoY (%)		34.30%	14.46%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率(%)	41.00%	41.76%	43.53%	44.00%	45.00%	46.00%
扩张类	78.59	98.04	121.06	145.27	174.33	209.19
YoY (%)		24.75%	23.48%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率(%)	58.86%	61.07%	63.18%	64.00%	64.00%	64.00%
EMR/ESD 类	14.31	32.78	63.56	101.70	162.71	260.34
YoY (%)		129.07%	93.90%	60.00%	60.00%	60.00%
毛利率(%)	27.25%	41.12%	52.02%	55.00%	60.00%	64.00%
ERCP 类	19.32	38.95	52.50	65.63	82.03	102.54
YoY (%)		101.60%	34.79%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率(%)	52.79%	51.74%	51.85%	52.00%	52.00%	52.00%
EUS/EBUS 类	0.95	5.82	8.99	12.59	16.99	22.09
YoY (%)		512.63%	54.47%	40.00%	35.00%	30.00%
毛利率(%)	70.32%	76.07%	68.99%	68.00%	68.00%	68.00%
微波消融针	52.30	63.84	68.62	82.34	98.81	118.58
YoY (%)		22.07%	7.49%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率(%)	86.41%	88.66%	87.10%	86.00%	86.00%	86.00%
肿瘤消融设备	3.03	2.48	2.27	2.72	3.27	3.92
YoY (%)		-18.15%	-8.47%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率(%)	84.22%	77.66%	74.14%	74.00%	74.00%	74.00%
其他	18.06	28.15	28.24	28.24	28.24	28.24
YoY (%)		55.87%	0.32%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	39.57%	42.99%	44.01%	44.01%	44.01%	44.01%
代理经销	15.66		5.53	0	0	0
毛利率(%)	43.25%		31.14%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务	3.40	1.84	5.87	5.87	5.87	5.87
YoY (%)		-45.88%	219.02%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	20.49%	-4.14%	27.64%	27.64%	27.64%	27.64%
合计	414.31	640.67	922.11	1238.60	1612.11	2076.68
YoY (%)		54.64%	43.93%	34.32%	30.16%	28.82%
毛利率(%)	57.20%	60.57%	63.77%	65.64%	66.67%	67.52%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

我们预计公司 2019-2020 年全面摊薄 EPS 分别为 2.00、2.63、3.45 元, 参照可比公司估值, 我们给予公司 2019 年 35-40 倍 PE, 对应合理价值区间 69.98 至 79.98 元, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

若以市销率计算, 若股价为 69.98 元, 对应公司市值为 93.31 亿元 (发行后), 对应公司 2019 年 PS 为 8 倍; 若股价为 79.98 元, 对应公司市值为 106.64 亿元, 对应公司 2019 年 PS 为 9 倍, 可比公司 2019 年 PS 为 11-22 倍, 平均为 18 倍, 南微医学股价在 69.98 至 79.98 元时, PS 在合理区间内。

表 8 可比公司估值

可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E
迈瑞医疗	156.60	3.06	3.76	4.59	51	42	34	11
健帆生物	62.99	0.96	1.31	1.73	66	48	36	19
欧普康视	35.02	0.96	0.73	0.97	36	48	36	22
均值					51	46	36	18

资料来源: Wnd, 海通证券研究所 (2019-07-19)

10. 风险提示

海外业务波动风险, 贸易摩擦风险, 新品研发不达预期风险, 新品放量不达预期风险, 汇率波动风险, 产品价格下跌风险, 医药行业政策风险等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	922.11	1238.60	1612.11	2076.68
每股收益	1.45	2.00	2.63	3.45	营业成本	334.04	425.57	537.26	674.46
每股净资产	4.35	18.16	20.79	24.24	毛利率%	63.77%	65.64%	66.67%	67.52%
每股经营现金流	1.44	1.97	2.70	3.68	营业税金及附加	14.63	18.58	24.18	31.15
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.59%	1.50%	1.50%	1.50%
价值评估 (倍)					营业费用	185.16	235.33	322.42	415.34
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用率%	20.08%	19.00%	20.00%	20.00%
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	127.23	170.93	230.53	296.96
P/S	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用率%	13.80%	13.80%	14.30%	14.30%
EV/EBITDA	-1.06	-5.68	-3.04	-1.47	EBIT	211.92	313.87	400.99	534.16
股息率%	—	—	—	—	财务费用	1.06	1.15	(6.95)	(4.55)
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.11%	0.09%	-0.43%	-0.22%
毛利率	63.77%	65.64%	66.67%	67.52%	资产减值损失	7.01	1.53	2.45	3.71
净利率	20.90%	21.52%	21.74%	22.15%	投资收益	21.40	5.00	10.00	10.00
净资产收益率	33.24%	11.01%	12.64%	14.23%	营业利润	225.69	316.20	415.49	545.01
资产回报率	19.88%	9.38%	10.69%	11.98%	营业外收支	8.39	3.00	3.00	3.00
投资回报率	48.97%	39.81%	22.82%	18.93%	利润总额	234.07	319.20	418.49	548.01
盈利增长 (%)					EBITDA	231.07	314.87	429.99	586.16
营业收入增长率	43.93%	34.32%	30.16%	28.82%	所得税	30.68	41.50	54.40	71.24
EBIT 增长率	53.76%	48.11%	27.76%	33.21%	有效所得税率%	13.11%	13.00%	13.00%	13.00%
净利润增长率	90.45%	38.35%	31.45%	31.29%	少数股东损益	10.69	11.11	13.65	16.69
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	192.70	266.59	350.43	460.08
资产负债率	35.99%	12.99%	13.40%	13.67%					
流动比率	2.02	6.41	4.39	2.96	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.57	5.93	3.88	2.43	货币资金	340.56	1869.12	1390.12	941.16
现金比率	1.11	5.46	3.37	1.89	应收账款及应收票据	133.97	152.70	198.75	256.03
经营效率指标					存货	132.93	157.40	198.71	249.46
应收帐款周转天数	45.19	45.00	45.00	45.00	其它流动资产	13.19	16.32	20.91	26.58
存货周转天数	131.71	135.00	135.00	135.00	流动资产合计	620.65	2195.55	1808.49	1473.23
总资产周转率	1.09	0.65	0.53	0.58	长期股权投资	21.08	71.08	271.08	471.08
固定资产周转率	7.08	6.84	5.50	5.06	固定资产	131.69	230.69	355.69	465.69
					在建工程	39.14	189.14	489.14	689.14
					无形资产	15.08	15.08	111.08	299.08
					非流动资产合计	348.57	647.57	1468.57	2366.57
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	969.22	2843.12	3277.06	3839.80
净利润	192.70	266.59	350.43	460.08	短期借款	40.00	40.00	40.00	40.00
少数股东损益	10.69	11.11	13.65	16.69	应付票据及应付账款	80.96	93.28	117.75	147.83
非现金支出	26.16	2.53	31.45	55.71	预收账款	11.65	16.10	20.96	27.00
非经营收益	-23.89	-5.15	-10.60	-10.60	其它流动负债	174.42	193.05	233.58	283.44
营运资金变动	-13.34	-12.47	-24.54	-31.43	流动负债合计	307.03	342.43	412.29	498.26
经营活动现金流	192.32	262.61	360.40	490.45	长期借款	15.00	0.00	0.00	0.00
资产	-48.65	-247.00	-647.00	-747.00	其它长期负债	26.83	26.83	26.83	26.83
投资	-0.14	-50.00	-200.00	-200.00	非流动负债合计	41.83	26.83	26.83	26.83
其他	22.49	5.00	10.00	10.00	负债总计	348.85	369.26	439.11	525.08
投资活动现金流	-26.30	-292.00	-837.00	-937.00	实收资本	100.00	133.34	133.34	133.34
债权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	579.70	2422.09	2772.52	3232.61
股权募资	0.00	1577.15	0.00	0.00	少数股东权益	40.66	51.77	65.43	82.11
其他	-4.72	-19.20	-2.40	-2.40	负债和所有者权益合计	969.22	2843.12	3277.06	3839.80
融资活动现金流	-4.72	1557.95	-2.40	-2.40					
现金净流量	161.30	1528.56	-479.00	-448.95					

资料来源: wind, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
贺文斌 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 京新药业,凯莱英,迈瑞医疗,华兰生物,片仔癀,信立泰,贝达药业,中国生物制药,鱼跃医疗,泰格医药,贝瑞基因,华东医药,老百姓,通策医疗,益丰药房,艾德生物,恒瑞医药,大参林,一心堂,恩华药业,石药集团,长春高新,透景生命,天坛生物,爱尔眼科,国药一致,通化东宝

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长

(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长

(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长

(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长

(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长

(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理

(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com

于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com

李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com

联系人

宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com

陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com

冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com

郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com

罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com

沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com

余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com

袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com

姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com

吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com

张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com

联系人

颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com

倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com

陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com

唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com

宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com

皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com

徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com

谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com

王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com

蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com

庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com

联系人

谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com

吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com

朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com

周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com

姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com

杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

联系人

李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com

高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com

李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com

姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com

周旭辉 zxh12382@htsec.com

张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com

李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com

曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com

联系人

唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com

郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com

王一满(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com

孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com

潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com

联系人

程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com

陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com

吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com

朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com

周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com

王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com

朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com

联系人

胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com

贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com

联系人

范国钦 02123154384 fgg12116@htsec.com

梁广楷(010)56760096 lgg12371@htsec.com

吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@htsec.com

朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com

杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com

联系人

曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

联系人

傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com

联系人

史 岳 sy11542@htsec.com

高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com

孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com

联系人

陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com

联系人

陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com

甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com

谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com

金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
联系人
石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
联系人
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
联系人
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
张戈 01050949962 zy12258@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
联系人
任广博 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
联系人
李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
联系人
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
周丹 zd12213@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
联系人
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
张欣劼 zxx12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

军工行业

蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
张恒昶 zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
联系人
刘瑞(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
杜飞 df12021@htsec.com
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金珪 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com