

南微医学(688029)

国内微创医疗器械领先企业，立足研发核心优势

分析日期 2019年07月09日

投资评级：中性/首次

证券分析师：胡斯佳

执业证书编号：S0630518010001

电话：20333449

邮箱：husj@longone.com.cn

◎主要观点：

◆**国内微创医疗器械领先企业。**公司是一家主要从事微创医疗器械研发、制造和销售的企业。公司主要产品包括内镜诊疗器械和肿瘤消融设备及耗材。公司作为我国内镜诊疗器械行业的重要生产商，部分产品已经具备与国外主要竞争对手竞争的能力。公司子公司微创美国是美国最大的采购组织之一 HPG 的合格供应商，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，产销规模占据行业突出位置。公司主要销售模式有经销、直销及贴牌销售。公司重视研发，建立了内镜诊疗、肿瘤消融、光学相干断层扫描成像(OTC)三大技术平台，形成了多项行业领先的核心技术。

◆**业绩稳健增长，业务结构明确，毛利率保持高水平。**2016-2018 年公司营业收入分别为 4.14 亿元、6.41 亿、9.22 亿，三年的营业收入复合增长率为 49.19%。2016-2018 年公司的净利润分别为-0.36 亿、1.01 亿、1.93 亿，2018 年同比增长达到 90.45%。其中，2016 年公司归母净利润为-0.36 亿元，主要因为员工实施股权激励费用 1.0 亿元导致当期管理费用大幅提升。止血及闭合类、活检类和扩张类分别为公司主要的营收贡献业务，2018 年营收占比分别为 41.82%、19.51%和 13.13%。公司近三年毛利率维持 57%以上。2016-2018 年，公司主营业务综合毛利率分别为 57.20%、60.57%和 63.77%，毛利率水平较高。公司近三年净利率分别为-6.28%、17.50%和 22.06%，净利率水平近三年持续增长。

◆**较强竞争实力：**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，2017 年 2 月，公司子公司微创美国成为 HPG (HealthTrust Purchasing Group) 的合格供应商，HPG 是美国最大的医疗器械集中采购组织之一，代表着众多医院及其他医疗机构，这在一定程度上表明公司的产品已获得美国市场的认可。

◆**强大研发实力。**公司拥有一支多学科交叉、高素质、国际化的技术人才团队，在内镜诊疗器械、肿瘤消融设备及耗材领域拥有丰富的产品开发经验。截至 2017 年 6 月 30 日，本公司及下属子公司研发人员共 159 人，占比 14.83%。此外，公司及子公司拥有丰富的新产品开发及现有产品升级计划，在研项目储备丰富，公司研发能力突出。

◆**募集资金用途：**本次发行股份不超过 3,334 万股，拟募集资金净额 89,434.01 万元。募集资金主要是用于生产基地扩建项目、国内外研发及实验中心建设项目和营销网络及品牌建设项目。

◆**盈利预测及估值：**我们预计公司 2019-2021 年归母净利分别为 2.84、3.79 和 5.03 亿元。以发行后总股本 1.33 亿股计算，2019-2021 年 EPS 分别为 2.14、2.85 和 3.78 元。我们以产品类似的凯利泰、大博医疗作为对比公司，以 PE 估值法，给予公司 24-30 倍估值，对应合理价格区间为 51.25-64.06 元。

◆**风险提示：**政策风险；研发进展不及预期；新产品市场反应不达预期

正文目录

1. 国内微创医疗器械领先企业	3
1.1. 公司发展历程	3
1.2. 股权结构	3
1.3. 公司财务状况	4
2. 行业情况分析	5
2.1. 内镜诊疗器械行业发展迅速	5
2.1.1. 行业竞争格局和市场化程度	5
2.2. 肿瘤消融设备及耗材技术优势	8
3. 公司业务分析	8
3.1. 公司具有较强竞争实力	14
3.2. 强大的研发实力	14
4. 募集资金用途	15
5. 盈利预测与估值	15
6. 风险提示	15

图表目录

图 1 发行上市前公司股权结构	4
图 2 2016-2018 年营业收入	4
图 3 2016-2018 年归母净利润	4
图 4 2018 年公司主营业务结构	5
图 5 2016-2018 年毛利率和净利率	5
图 6 2011-2016 年中国医疗器械行业工业总产值及增长率	6
图 7 2012-2017 年我国内镜诊疗设备市场规模及占医疗器械规模比重	6
图 8 2012-2017 年中国内镜诊疗器械产业规模情况	7
图 9 2012-2017 年中国内镜诊疗器械行业产值情况	7
图 10 2012-2017 年中国内镜诊疗器械细分产品需求规模情况	8
表 1 内镜诊疗器械	10
表 2 肿瘤消融设备及耗材	13
表 3 募投项目及投资金额	15
表 4 可比公司市盈率	15

1.国内微创医疗器械领先企业

公司是一家主要从事微创医疗器械研发、制造和销售的企业。公司主要产品包括内镜诊疗器械和肿瘤消融设备及耗材。公司作为我国内镜诊疗器械行业的重要生产商，部分产品已经具备与国外主要竞争对手竞争的能力。公司子公司微创美国是美国最大的采购组织之一 HPG 的合格供应商，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，产销规模占据行业突出位置。公司主要销售模式有经销、直销及贴牌销售。公司重视研发，建立了内镜诊疗、肿瘤消融、光学相干断层扫描成像(OTC)三大技术平台，形成了多项行业领先的核心技术。此外，公司建立起了覆盖国内外的营销网络，形成了广阔的市场覆盖，产品已销售至 50 多个国家和地区。

1.1.公司发展历程

2000 年至 2003 年，公司先后成功开发出食道支架、胆道支架、肠道支架及前列腺支架，并获得三类注册证书。与当时市场同类产品相比，其主要特点为采用“杯口球头”式形状设计，可有效降低并发症，减少病人痛苦。经过不断的改进与优化，公司的支架类产品质量稳定、品种及规格齐全，并可进行个性化定制，满足临床多样化需求。目前，公司的支架类产品已销售至美国、欧盟等海外市场，是公司重要的收入来源之一。

2003 年 4 月，公司成功研制出活检钳产品（注册证号：苏宁药管械（准）字 2003 第 1080010 号）并生产、销售。公司是国内最先引入活检钳一次性使用理念的生产厂家之一，公司利用 MIM 工艺活检钳钳头，大幅降低活检钳成本，使活检钳一次性使用成为现实，可有效降低病人交叉感染的风险。目前，公司的活检钳产品已销售至美国、欧盟等海外市场，是公司重要的收入来源之一。

2004 年至 2013 年，公司专注于消化内镜领域产品的研发，在这一阶段，公司先后建立了 ERCP 类、EUS/EBUS 类、EMR/ESD 类、止血及闭合类内镜诊疗器械产品线，并不断完善扩张类、活检类产品线，形成了公司现有产品线的框架，公司发展迈上新台阶。

2013 年 6 月，公司根据医生内镜手术的实际需求研发出新型软组织夹产品，经过不断地改进优化，于 2015 年 1 月获得改进产品注册证（注册证号：苏械注准 20152220125）。公司的软组织夹产品能够不限次数的重复开闭且残留段更短，可提高手术成功率及安全性。同时，产品功能定位于组织缝合，在内镜诊疗技术日益普及的情况下，能够有效满足临床需求。自 2015 年以来，软组织夹产品销售量呈大幅增长态势，已成为公司重要的收入来源。

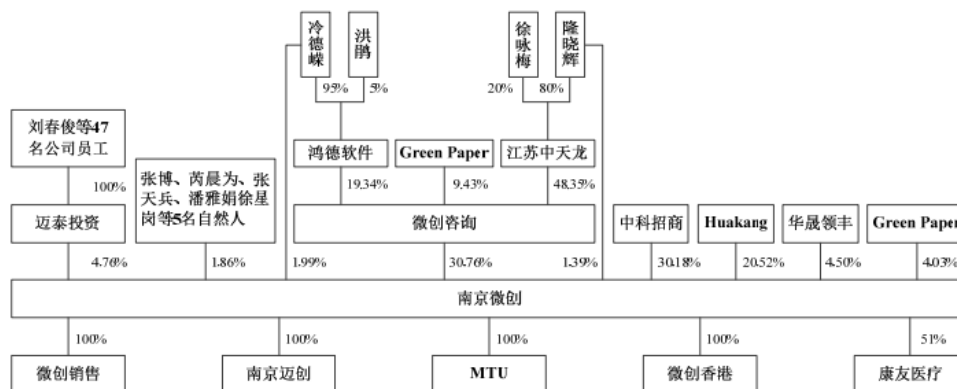
2015 年 9 月，公司收购康友医疗 51% 控股权。康友医疗是国内领先的肿瘤消融设备及耗材制造商之一（肿瘤微波消融领域），其核心产品为微波消融治疗仪及与之配套使用的微波消融针，并均已获得三类注册证书。康友医疗微波消融产品的优势在于可通过微波消融针穿刺进入肿瘤内直接进行消融治疗，具有创伤小、痛苦小、时间短以及费用低等特点。目前，康友医疗的微波消融产品主要应用于肝脏肿瘤的治疗，随着微波消融技术的不断发展与成熟，将会逐渐应用至肺部肿瘤、骨肿瘤、子宫肌瘤、甲状腺结节、乳腺结节等领域，市场前景广阔。

1.2.股权结构

股权结构比较松散：隆晓辉先生及其控制的第一大股东微创咨询合计持有发行人 32.15% 的股份，第二大股东中科招商持有发行人 30.18% 的股份，第三大股东 Huakang 持有发行人 20.52% 的股份，隆晓辉先生及其控制的微创咨询与中科招商均持有发行人 30%

以上的表决权股份，持股比例接近，第一大股东无明显持股优势。目前，发行人股权比例相对集中于前3大股东，但任何单一股东所持表决权均不足1/3，除隆晓辉及其控制的微创咨询外，发行人其他股东之间不存在一致行动关系，不存在对股东大会特别决议拥有否决权的情形。

图1 发行上市前公司股权结构

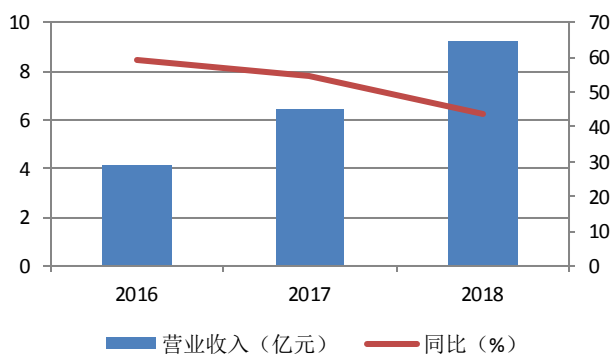


资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

1.3. 公司财务状况

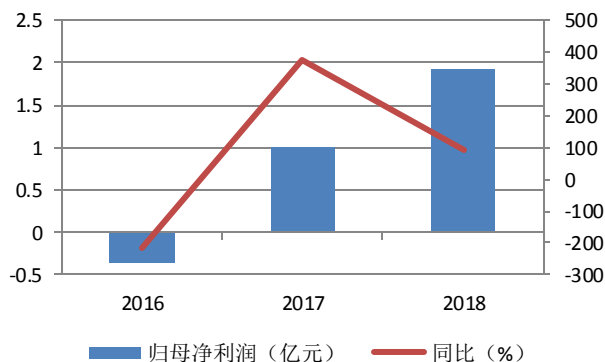
业绩稳健增长:2016-2018年公司营业收入分别为4.14亿元、6.41亿、9.22亿，三年的营业收入复合增长率为49.19%。2016-2018年公司的净利润分别为-0.36亿、1.01亿、1.93亿，2018年同比增长达到90.45%。其中，2016年公司归母净利润为-0.36亿元，主要因为员工实施股权激励费用1.0亿元导致当期管理费用大幅提升。

图2 2016-2018年营业收入



资料来源：wind，东海证券研究所

图3 2016-2018年归母净利润

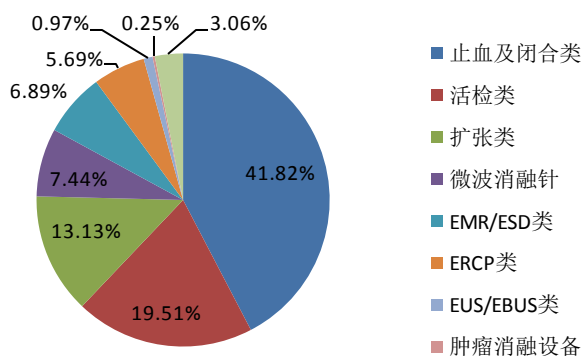


资料来源：wind，东海证券研究所

止血及闭合类、活检类和扩张类分别为公司主要的营收贡献业务，2018年营收占比分别为41.82%、19.51%和13.13%。

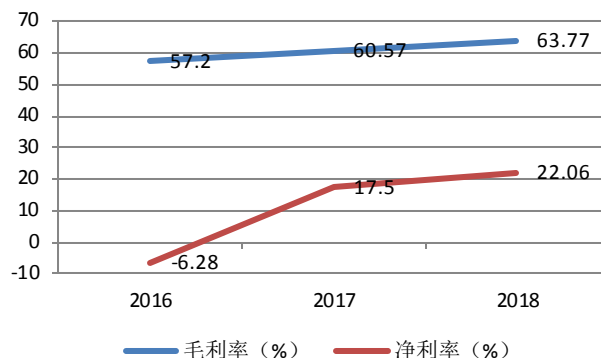
公司近三年毛利率维持57%以上。2016-2018年，公司主营业务综合毛利率分别为57.20%、60.57%和63.77%，毛利率水平较高。公司近三年净利率分别为-6.28%、17.50%和22.06%，净利率水平近三年持续增长。

图 4 2018 年公司主营业务结构



资料来源：wind，东海证券研究所

图 5 2016-2018 年毛利率和净利率



资料来源：wind，东海证券研究所

2. 行业情况分析

内镜诊疗技术、肿瘤消融技术等微创治疗技术的发展水平与内镜诊疗器械行业、肿瘤消融设备及耗材行业的发展密切相关，微创治疗因其创口小、痛苦小、术后恢复快以及费用相对较低等优点带动了微创手术类医疗器械的快速发展。

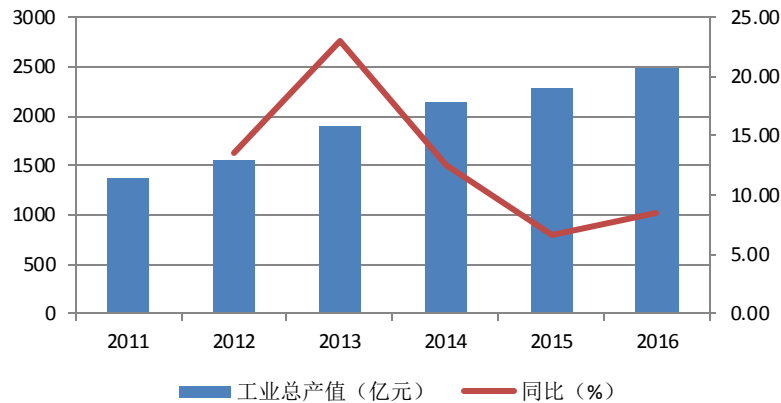
2.1. 内镜诊疗器械行业发展迅速

内镜诊疗器械是指与内窥镜配套使用的辅助性的、消耗性的诊断、治疗器械及耗材。随着内镜诊疗技术的推广和普及，内镜诊疗器械行业发展迅速，已广泛应用于消化道、呼吸道、泌尿系统等领域疾病的诊断与治疗。

2.1.1. 行业竞争格局和市场化程度

据前瞻产业研究院发布的《医疗器械行业市场需求预测与投资战略规划分析报告》数据显示，2016 年中国医疗器械行业共实现销售收入 2448 亿元，同比增长 7.9%；工业总产值也达 2479 亿元，同比增长 8.5%。从近年来医疗器械和医药工业总产值增速来看，医疗器械的发展速度总体上快于医药工业。

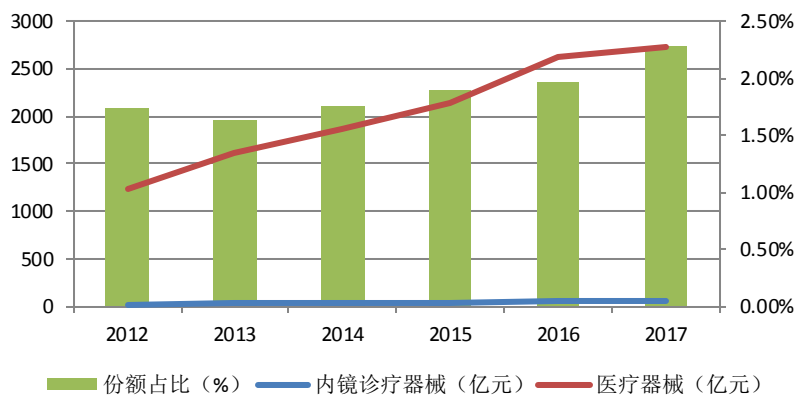
图 6 2011-2016 年中国医疗器械行业工业总产值及增长率



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院整理，东海证券研究所

近年来，国内内镜诊疗设备行业发展较快，2017 年我国内镜诊疗设备市场规模为 62.4 亿元，我国内镜诊疗设备占医疗器械产业比重从 2012 年的 1.74% 增长至 2017 年的 2.28%。

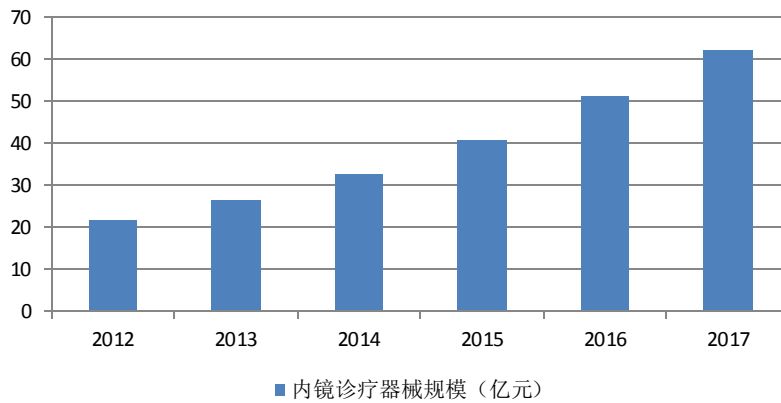
图 7 2012-2017 年我国内镜诊疗设备市场规模及占医疗器械规模比重



资料来源：智研咨询整理，东海证券研究所

目前，国内内镜生产企业较多，普遍规模不大，加之研发投入不足，产品技术水平较低，因此行业产品同质化较为严重，因此决定了大部分公司竞争力较弱。尽管中国开展内镜微创治疗的时间较晚，但发展速度和普及程度非常快。2012 年国内内镜诊疗器械规模约 21.6 亿元，到 2017 年国内内镜诊疗器械规模达到了 62.4 亿元。

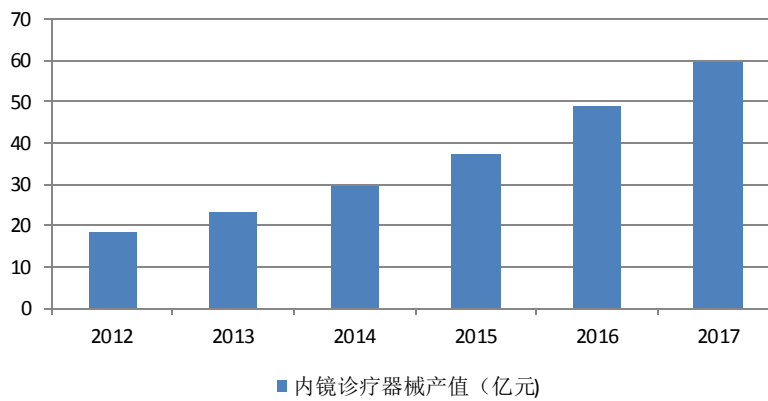
图 8 2012-2017 年中国内镜诊疗器械产业规模情况



资料来源：智研咨询整理，东海证券研究所

目前，国内内镜诊疗器械产值快速增长，国内产品基本满足国内需求，部分内镜诊疗器械产品还需要从国外进口。国产产品替代进口产品将是未来发展趋势。

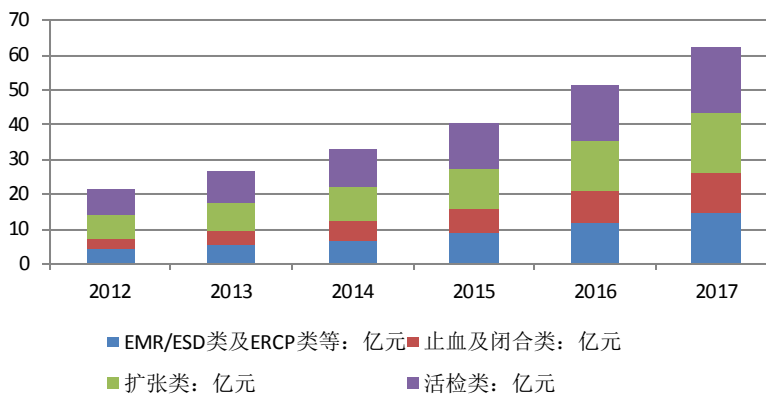
图 9 2012-2017 年中国内镜诊疗器械行业产值情况



资料来源：智研咨询整理，东海证券研究所

目前，内镜诊疗器械需求产品主要分为：活检类、扩张类、止血及闭合类、EMR/ESD 类、ERCP 类产品。2017 年 EMR/ESD 类及 ERCP 类产品等产品市场规模为 14.7 亿元；止血及闭合类规模 11.4 亿元；扩张类规模 17.3 亿元；活检类规模 19 亿元。

图 10 2012-2017 年中国内镜诊疗器械细分产品需求规模情况



资料来源：智研咨询整理，东海证券研究所

2.2. 肿瘤消融设备及耗材技术优势

近年来我国肿瘤消融设备及耗材市场发展迅速，已成为全球肿瘤消融设备及耗材市场的重要组成部分，未来发展前景广阔。主要背景因素包括以下几个方面：

① 市场需求不断增长

近年来，我国的癌症发病率与死亡率呈上升趋势，已成为影响我国人民健康的重要因素。2015 年我国新增癌症患者约 429.16 万例，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的不断增长。

② 肿瘤消融技术快速推广

肿瘤消融技术具有微创性、有效性以及安全性等优点，近年来已成为我国发展最为迅速的肿瘤治疗手段之一，成为肿瘤医学界的热点，代表着肿瘤治疗的最新发展方向。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。目前，国内越来越多的肿瘤患者接受肿瘤消融术的治疗，就微波消融领域来看，我国每年的手术量高达 10 万例，占世界的 48%，市场规模不断增长。

● 行业竞争格局

目前，在国内外肿瘤消融治疗领域，国际上已应用于临床的肿瘤消融治疗技术，我国均已开展。受益于我国人口基数庞大、临床病例丰富等因素，国内的肿瘤消融治疗病例数量均居世界前列，临床治疗经验更加丰富。综合来看，国内的肿瘤消融技术处于世界先进水平。就微波消融领域而言，全球著名的肿瘤微波消融设备厂家国内约占一半，国内生产厂商具备与国际厂商直接竞争的能力。

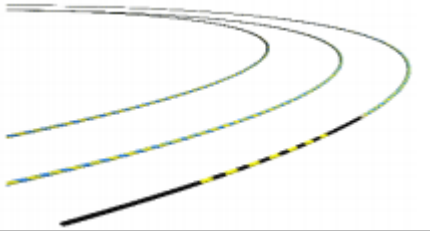




3. 公司业务分析



公司的主营业务是内镜诊疗器械、肿瘤消融设备及耗材的研发、生产及销售。自公司成立以来，通过技术创新与外延式并购，公司的产品种类及规格不断丰富，其中内镜诊疗器械已形成包括活检类、扩张类、ERCP 类、EMR/ESD 类、EUS/EBUS 类、止血及闭合类在内的六大产品系列，并广泛应用于消化道、呼吸道疾病的临床诊断及治疗。肿瘤消


融设备及耗材由控股子公司康友医疗研发、制造，主要产品包括微波消融治疗仪和微波消融针等，目前主要应用于肝脏肿瘤的微波消融治疗。

表 1 内镜诊疗器械

具体产品	用途	图示
活检类		
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,通过软性内镜钳道进入消化道等人体自然腔道进行灌洗、药液喷洒、造影等操作	
靛胭脂粘膜染色剂	由食品级的靛胭脂粉末制成,外观为均匀的深蓝色溶液,主要用于消化道粘膜染色,以帮助发现具备诊断价值的早期病变	
扩张类		
扩张球囊	一次性使用,包括一次性使用球囊扩张导管和一次性使用三级球囊扩张导管,用于内镜下消化道狭窄扩张或辅助扩张治疗	
支架及置入器	一次性使用,主要包括肠道支架及置入器、胆道支架及置入器、食道支架及置入器、气管支架及置入器等,主要用消化道、呼吸道狭窄或梗阻的扩张治疗	
超硬导丝	一次性使用,用于非血管腔道治疗中引导导管、置入器等	
ERCP 类		



斑马导丝	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	
切开刀	一次性使用,用于胰胆管系统插管及括约肌切开术	
引流管	一次性使用,包括鼻胆引流导管和一次性使用胆管内引流管及置入器,用于胆汁引流	
取石网篮	一次性使用,用于取出胆管内的胆石或上下消化道中的异物	
取石球囊	一次性使用,用于胆道内取石,包括泥沙样结石,机械碎石后残留在胆管中的残余结石以及内引流管置换时取出胆系统内的残留混浊物	
EMR/ESD 类		
圈套器/冷圈套器	一次性使用,适用于切除消化道粘膜层单发或多发性息肉	
注射针	一次性使用,适用于EMR/ESD手术中向病变组织注射医用溶液	
EUS/EBUS 类		

<p>取样针</p>	<p>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</p>	
<p>止血及闭合类</p>		
<p>套扎器</p>	<p>一次性使用,用于对食道静脉曲张的血管进行结扎</p>	
<p>热活检钳</p>	<p>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</p>	
<p>软组织夹</p>	<p>一次性使用,用于夹合消化道内软组织</p>	
<p>其他</p>		
<p>口腔开口器</p>	<p>一次性使用,用于手术中保持口腔开启</p>	
<p>输卵管通液器</p>	<p>一次性使用,用于输卵管通液</p>	
<p>钳道帽</p>	<p>一次性使用,用于密封内镜钳道口,避免内镜钳道内内容物回流妨碍正常的内镜手术操作</p>	

<p>清洁刷</p>	<p>一次性使用，用于清洁内窥镜钳道</p>	
------------	------------------------	---

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

表 2 肿瘤消融设备及耗材

具体产品	用途	图示
肿瘤消融设备		
<p>微波消融治疗仪</p>	<p>适用于肝脏肿瘤治疗</p>	
<p>微波治疗仪</p>	<p>适用于消化道出血止血、胃肠道息肉的凝固治疗、康复理疗</p>	
<p>微波热疗仪</p>	<p>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、消炎的外照射治疗</p>	
耗材类		
<p>微波消融针</p>	<p>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</p>	
<p>微波刀</p>	<p>与特定微波消融治疗仪配套，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</p>	

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

3.1. 公司具有较强竞争实力

南京微创公司自成立以来一直深耕于内镜诊疗器械领域，目前已发展成为我国主要的内镜诊疗器械制造商之一，公司的活检钳、软组织夹、支架等产品产销规模居国内同类企业前列，主要自产产品已销往美国、德国、加拿大等 50 多个国家或地区，国内市场已覆盖逾 700 家三甲医院，在行业内具有较高的市场知名度。公司作为我国内镜诊疗器械行业的重要生产商，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) 的注册规则，注册前产品要与已注册的产品进行比较分析。根据比较结果，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，2017 年 2 月，公司子公司微创美国成为 HPG (HealthTrust Purchasing Group) 的合格供应商，HPG 是美国最大的医疗器械集中采购组织之一，代表着众多医院及其他医疗机构，这在一定程度上表明公司的产品已获得美国市场的认可，美国市场业务将得到进一步拓展。随着公司资金实力和技术水平的提升，产品种类及规格不断丰富，涵盖医疗领域不断延伸，公司整体竞争力将不断加强。

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，其中微波消融治疗设备被江苏省经信委认定为江苏省首台（套）重大装备产品，微波消融针被江苏省科技厅认定为高新技术产品，产品整体技术水平居行业前列，且产销规模占据行业突出位置，市场整体竞争力较强。

3.2. 强大的研发实力

公司是高新技术企业，设有省级技术中心，并拥有一支多学科交叉、高素质、国际化的技术人才团队，在内镜诊疗器械、肿瘤消融设备及耗材领域拥有丰富的产品开发经验。2015 年，公司的超高分辨率内窥式光学相干层析三维成像 (OCT-3D) 系统关键技术研究及开发团队入选南京市“高端人才团队引进计划”名单，为公司开发探索性新产品提供了强有力的人才及智力支持，目前该技术产品已获得 FDA 认证。

公司自成立以来已承担多项国家、省部级科研项目，其中公司与东南大学共同承担的国家重大科技成果转化项目“微创介入非血管腔道功能性支架产业化开发”经江苏省经信委、江苏省财政厅验收认定，项目整体技术处于国际先进水平。

截至 2017 年 6 月 30 日，本公司及下属子公司研发人员共 159 人，占比 14.83%。此外，公司及子公司拥有丰富的新产品开发及现有产品升级计划，在研项目储备丰富，公司研发能力突出。

● 产学研协同创新的研发模式

公司在自主研发的基础上，与国内外高校、医疗卫生机构、行业学术专家开展广泛交流与合作，形成产学研协同创新的研发模式。公司的转化医学部直接负责接洽医工合作项目和技术开发合作项目，将医生的临床想法转化为具体产品，有效提高了公司新产品、新技术的开发效率与质量。

2012 年，公司与东南大学、上海长宁区同仁医院、上海交通大学的合作项目“新型消化道支架的研发与应用”获得 2011 年度国家科学技术进步奖二等奖；2015 年，公司与上海市同仁医院、东南大学附属中大医院、郑州大学第一附属医院合作的“食道、胃肠道支架的研发与应用”项目科研成果荣获上海市科学技术二等奖；

2016年，公司与中国人民解放军某大学的合作项目“ALI/ARDS 发病的关键机制和救治新策略”获得陕西省科学技术进步一等奖。

4. 募集资金用途

本次发行股份不超过 3,334 万股，拟募集资金净额 89,434.01 万元。募集资金主要是用于生产基地扩建项目、国内外研发及实验中心建设项目和营销网络及品牌建设项目。

表 3 募投项目及投资金额

序号	募集资金投资项目	拟使用募集资金金额（万元）
1	生产基地扩建项目	65,592.00
2	国内外研发及实验中心建设项目	15,259.01
3	营销网络及品牌建设项目	8,583.00
合计		89,434.01

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

5. 盈利预测与估值

我们假设如下：

- 1、2019-2021 年毛利率分别为 64%、64%、64%；
- 2、2019-2021 年营收分别为 12.2 亿元、16.1 亿元、21.2 亿元；
- 3、2019-2021 年营业费用率持续稳定。

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.84、3.79 和 5.03 亿元。以发行后总股本 1.33 亿股计算，2019-2021 年 EPS 分别为 2.14、2.85 和 3.78 元。

我们以产品类似的凯利泰、大博医疗作为对比公司，以 PE 估值法，给予公司 24-30 倍估值，对应合理价格区间为 51.25-64.06 元。

表 4 可比公司市盈率

证券代码	证券简称	市值	19E 净利润（亿）	19E 市盈率
300326	凯利泰	68.33	3.09	22.11
002901	大博医疗	143.77	4.64	30.98

资料来源：wind，东海证券研究所

6. 风险提示

政策风险；研发进展不及预期；新产品市场反应不达预期

附录：三大报表预测值
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	227.47	375.40	734.11	1,077.48
应收和预付款项	133.97	202.85	241.75	345.12
存货	132.93	221.69	246.41	371.48
其他流动资产	0.01	0.01	0.01	0.01
长期股权投资	21.08	21.08	21.08	21.08
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	170.83	148.09	125.35	102.61
无形资产和开发支出	15.08	13.05	11.01	8.97
其他非流动资产	6.75	6.75	6.75	6.75
资产总计	845.87	1,128.20	1,521.92	2,080.70
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	80.96	125.63	147.06	212.89
长期借款	15.00	15.00	15.00	15.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	203.30	210.84	237.78	309.15
股本	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	265.47	265.47	265.47	265.47
留存收益	214.24	473.26	819.00	1,278.45
归属母公司股东权益	579.70	838.73	1,184.46	1,643.91
少数股东权益	40.66	56.43	77.47	105.44
股东权益合计	895.16	1,261.94	1,749.35	2,395.83
负债和股东权益合计	1,105.99	1,499.71	2,058.50	2,763.39

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	190.65	207.64	379.89	367.43
投资性现金净流量	-26.30	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-4.72	-59.71	-21.17	-24.06
现金流量净额	153.66	205.42	377.73	365.21

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	922.11	1,217.18	1,606.68	2,120.82
营业成本	334.04	555.24	846.73	1,291.24
营业税金及附加	14.63	19.31	25.49	33.65
营业费用	185.16	244.41	322.63	425.87
管理费用	127.23	167.95	221.69	292.63
财务费用	2.73	-4.86	-11.62	-19.52
资产减值损失	7.01	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-49.12	0.00	0.00	0.00
营业利润	177.14	302.66	464.75	177.14
其他非经营损益	8.39	0.00	0.00	0.00
利润总额	203.86	352.18	470.09	624.70
所得税	26.72	52.83	70.51	93.70
净利润	203.08	299.35	399.57	530.99
少数股东损益	10.69	15.76	21.04	27.96
归属母公司股东净利	192.38	283.59	378.53	503.03

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
收益率				
毛利率	63.77%	64.00%	64.00%	64.00%
三费/销售收入	33.99%	33.48%	33.16%	32.96%
EBIT/销售收入	25.63%	28.54%	28.54%	28.54%
EBITDA/销售收入	27.71%	31.12%	30.49%	29.70%
销售净利率	22.02%	24.59%	24.87%	25.04%
增长率				
销售收入增长率	43.93%	32.00%	32.00%	32.00%
EBIT 增长率	74.83%	52.77%	33.48%	32.89%
EBITDA 增长率	75.71%	46.94%	32.00%	32.00%
净利润增长率	81.58%	47.41%	33.48%	32.89%
总资产增长率	26.82%	33.38%	34.90%	36.72%
股东权益增长率	33.04%	44.68%	41.22%	38.79%
经营营运资本增长率	11.89%	86.00%	16.56%	56.91%
业绩和估值指标				
EBIT	236.38	347.32	458.47	605.18
EBITDA	255.53	378.78	489.93	629.96
NOPLAT	198.27	295.23	389.70	514.40
净利润	203.08	299.35	399.57	530.99
EPS	1.924	2.836	3.785	5.030
BPS	5.797	8.387	11.845	16.439

资料来源：Wind，东海证券研究所预测

分析师简介:

胡斯佳, 北安普顿大学硕士, 具有两年以上行业研究经验。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、新股风险揭示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。郑重提示投资者关注新股上市初期可能出现的异常波动风险。建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 66216231

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089