

医药

行业研究/动态报告

南微医学：内镜介入类微创医疗器械领先者

—科创板生物医药公司上市跟踪系列

动态研究报告/医药

2019年07月22日

报告摘要：

- 南微医学将于7月22日登陆科创板，成为第一批科创板上市企业

科创板第一批企业将于7月22日正式上市，我们对即将登陆科创板上市的南微医学的基本情况进行再次梳理，为投资者提供公司基本面的数据。南微医学于6月17日成功过会，6月19日提交注册申请，7月2日注册生效，7月8日完成初步询价，7月11日完成申购，公司发行价为52.45元/股，发行市盈率39.92，略高于专用设备制造业行业的市盈率31.92。股票代码688029.SH。

- 南微医学：内镜介入类微创医疗器械领先者

——公司主要从事微创医疗器械研发、制造和销售，内镜诊疗器械是公司的主要收入来源；

——公司不存在控股股东和实际控制人；

——全球医疗器械市场稳步增长助力行业发展，公司内镜诊疗器械国内三甲医院覆盖率达到55%以上；

——公司业务仍处于高速发展期，营收和归母净利润双向高增长；

——公司打造了“1+3+N”的医疗器械持续创新模式，为医疗器械创新提供覆盖全周期的支持；

——拟募集资金8.94亿元，主要用于生产基地建设。

- 投资建议

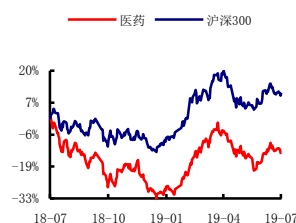
科创板是反映国内医药板块增量的关键变量。在当前政策环境下，建议关注受益产业转型升级方向的公司，包括创新研发、服务外包、API、优质器械等领域的领军企业。我们建议关注研发投入金额和占比较高的公司，包括微芯生物、博瑞医药、泽璟医药，同时关注微芯生物、南微医学、心脉医疗和昊海生科等有望第一批登陆科创板的生物医药企业。

- 风险提示

公司上市进度不及预期，临床失败风险，政策风险。

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较


资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

相关研究

- 1.昊海生科下周上会，新增百奥泰和成都先导——科创板生物医药公司系列研究第12期
- 2.民生医药外包行业周报 20190715：生物药高景气，进口临床申报或加速

目录

一、南微医学：内镜介入类微创医疗器械领先者.....	3
二、投资建议.....	8
三、风险提示.....	8
插图目录.....	9
表格目录.....	9

一、南微医学：内镜介入类微创医疗器械领先者

（一）公司主要从事微创医疗器械研发、制造和销售，内镜诊疗器械是公司的主要收入来源

南微医学主要从事微创医疗器械研发、制造和销售。经过近 20 年的创新发展，公司逐步由非血管支架单产品研发到形成内镜诊疗、肿瘤消融、光学相干断层扫描成像（OCT）三大技术平台，由国内市场为主到国内国际市场双轮驱动发展。其中，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；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和治疗，其中可携带 ^{125}I 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；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。

公司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。控股子公司康友医疗研发制造微波消融治疗仪和微波消融针等肿瘤消融产品。

表 1：南微医学主要产品

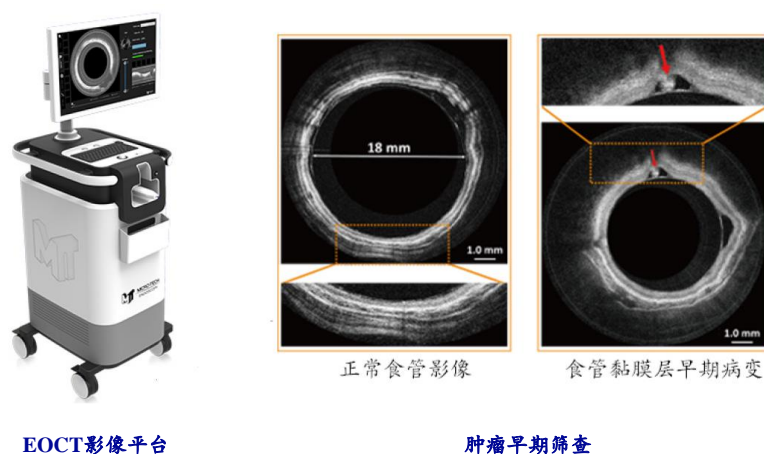
产品线	类别	产品	用途
内镜诊疗器械	活检类	活检钳	用于钳取消化道、呼吸道活体组织样本
		细胞刷	供临床刷取细胞样品用
		靛胭脂粘膜染色剂	用于消化道粘膜染色
	止血和闭合	可旋转重复开闭软组织夹	适用于临床在内窥镜引导下夹合消化道内软组织
		套扎器	与内窥镜配套，用于食道静脉曲张的血管结扎
	EMR/ESD 类	圈套器	与内窥镜和高频发生器配合使用，适用于切除消化道粘膜层单发或多发性息肉
		一次性内窥镜用注射针	与内窥镜配合使用，用于消化道粘膜下注射
		高频电刀	与内窥镜和高频电刀配合使用，利用高频电流切开消化道内组织
	扩张类	扩张球囊	供消化道、气管狭窄扩张或辅助扩张治疗用
		三级扩张球囊	适用于临床内窥镜下对消化道、气道狭窄的扩张。球囊在三种压力下达到三种直径
		食道支架	用于食道、贲门和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	用于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 胆道支架	用于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	与放射粒子配合使用。用于对失去手术机会又不愿意接受外放疗的中晚期癌症患者，可将放射粒子（ ^{125}I ）固定在支架外表面，与支架一同植入到人体病变部位，从而达到既保持管腔通畅又可以对肿瘤进行治疗的目的
	ERCP 类	气管支架	用于治疗因恶性病变造成的气管狭窄
		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	产品适用于胰胆管系统插管及括约肌切开术

		取石球囊	用于胆管内取石，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的混浊物
		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置入胆道引流用
		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，用于对病变组织（胃肠道黏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，用于对病变组织（胃肠道黏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
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。

资料来源：南微医学招股书，民生证券研究院

此外，EOCT 系统已在美国梅奥诊所、斯坦福大学医院等地开展临床试验与合作研究，在国内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。

图 1：南微医学 EOCT 产品



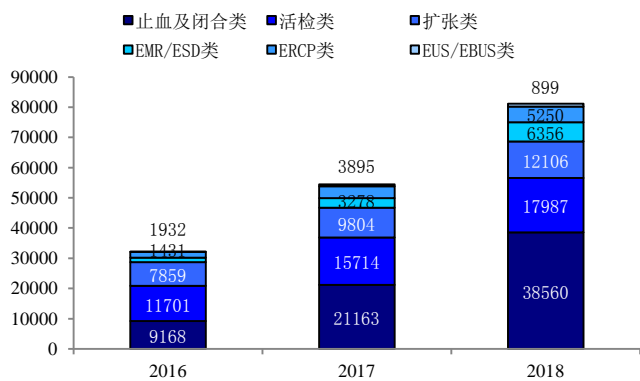
EOCT 影像平台

肿瘤早期筛查

资料来源：南微医学招股书，民生证券研究院

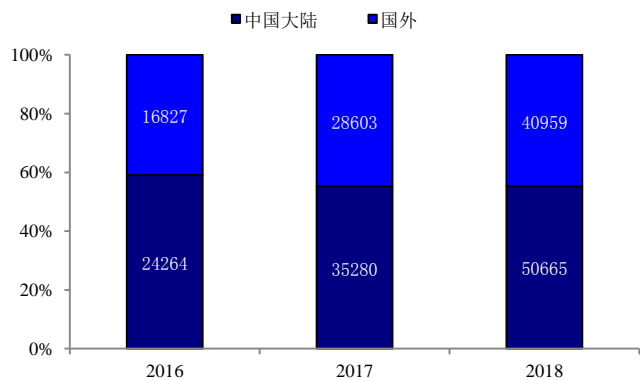
内镜诊疗器械是目前公司的主要收入来源，其中止血及闭合类占比最大，2018 年贡献收入 3.86 亿元，2016 至 2018 年的 CAGR 为 105.1%，占公司营收比例为 42.09%。活检类和扩张类 2018 年分别贡献收入 1.80 亿元、1.21 亿元，占公司营收比例分别为 19.63%、13.21%。2016 年至 2018 年，公司境外收入占比保持在 40% 以上，其中 2018 年收入 4.10 亿元，占营收比例达 44.70%。

图 2：南微医学主营业务收入拆分（万元）



资料来源：南微医学招股书，民生证券研究院

图 3：南微医学各地区收入拆分（万元）

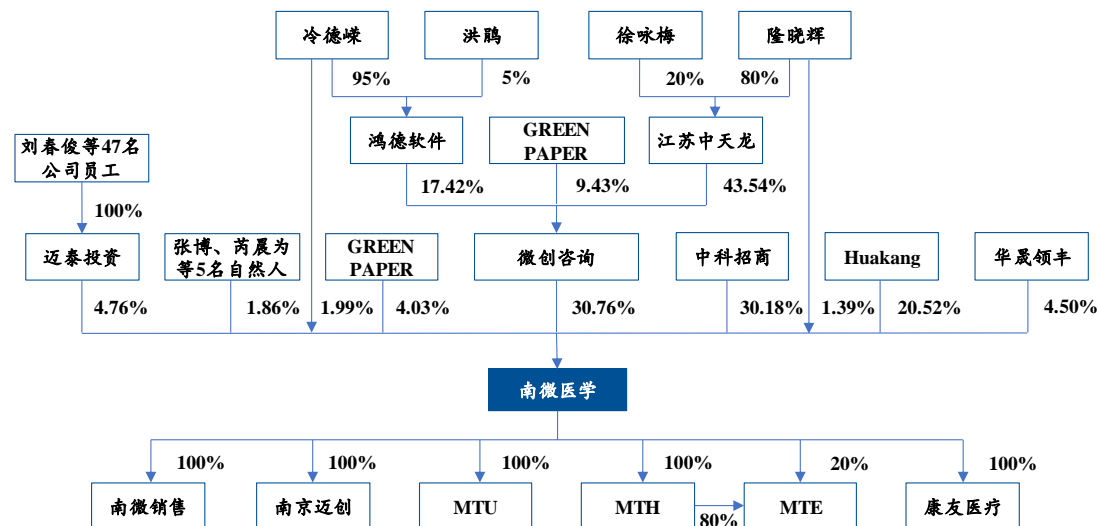


资料来源：南微医学招股书，民生证券研究院

（二）公司不存在控股股东和实际控制人

公司不存在控股股东和实际控制人。董事长隆晓辉直接持股 1.39%、并通过微创咨询股东江苏中天龙间接持股 10.72%，总经理冷德嵘直接持股 1.99%、并通过微创咨询股东鸿德软件间接持股 5.09%。持股比例超过 30%的股东包括微创咨询、中科招商和 Huakang。其他股东持股比例均不超过 5%。

图 4：南微医学股权结构



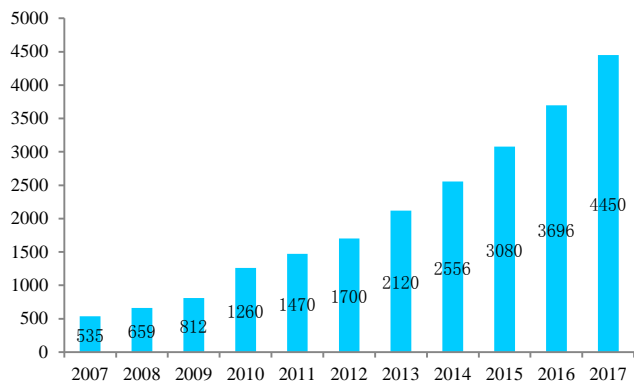
资料来源：南微医学招股书，民生证券研究院

（三）全球医疗器械市场稳步增长助力行业发展，公司内镜诊疗器械国内三甲医院覆盖率达到 55%以上

全球医疗器械行业近年来稳步增长。根据 EvaluateMedTech 的统计，2017 年全球医疗器械销售规模为 4,050 亿美元，同比增长 4.65%。我国已成为全球第二大医疗器械市场。根据中国医药物资协会的统计，2007 年至 2017 年间，我国医疗器械行业市场规模从 535 亿增长到了

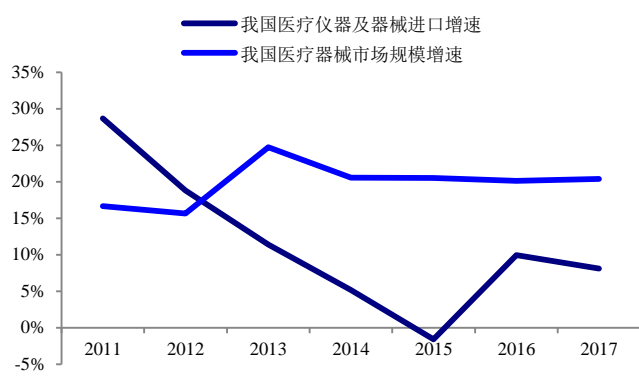
4,450 亿元，年复合增长率为 23.59%，远超全球市场的增长速度。

图 5：中国医疗器械行业市场规模（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：我国医疗器械进口增速与市场规模增速对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

根据波士顿科学的统计和预测数据，全球内镜诊疗器械市场规模为 50 亿美元，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。我国消化系统疾病高发，消化内镜治疗需求大，但胃镜检查开展率、肠镜检查开展率、ERCP 开展率均较低，有较大提升空间。在肿瘤消融领域，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，我国每年的手术量高达 10 万例，占世界的 48%，市场规模庞大。

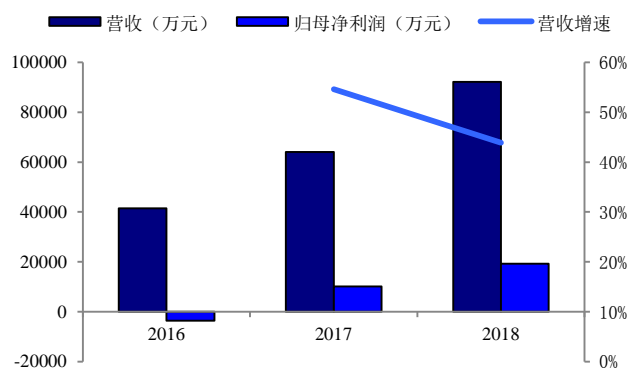
公司产品覆盖全球主要国家。其中内镜诊疗器械国内市场覆盖率较高，相关产品覆盖了全国 2,900 多家医院，其中三甲医院超过 780 家，三甲医院覆盖率达到 55% 以上；海外市场，产品远销包括美国、德国、日本等发达国家在内的七十多个国家和地区，在美国，公司产品覆盖了 1,126 家医疗机构，并销往梅奥诊所、西达赛奈医院、加州大学洛杉矶分校医学中心等知名医疗机构；在德国，公司产品覆盖了 601 家医疗机构，柏林大学附属 Charité (夏里特) 医院、德国汉堡大学附属埃彭多夫医院、纽伦堡医院等是公司的重要客户。康友医疗的微波消融针覆盖了全国 525 家医院，并进入了 301 医院、东方肝胆外科医院、中国医学科学院肿瘤医院等国内知名肿瘤医院。

公司在国际市场的竞争对手包括波士顿科学、库克、奥林巴斯，在国内市场的竞争对手包括常州市久虹医疗、安瑞医疗、南京长城信息系统有限公司等。

(四) 公司业务仍处于高速发展期，营收和归母净利润双向高增长

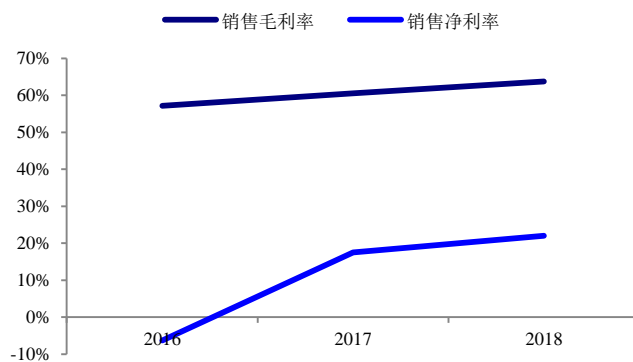
公司业务处于高速成长期。2016 年至 2018 年，公司营业收入分别为 4.14 亿元、6.41 亿元、9.22 亿元，CAGR 超过 49%；归母净利润 2017 年扭亏为盈，2018 年达到 1.93 亿元，同比增长 90.45%。2016 年至 2018 年，公司销售毛利率分别为 57.20%、60.57%、63.77%，呈逐年提升趋势。

图 7：南微医学历年营业收入和归母净利润及增速变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：南微医学历年综合毛利率和净利率变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

（五）公司打造了“1+3+N”的医疗器械持续创新模式，为医疗器械创新提供覆盖全周期的支持

核心技术领先：公司打造了“1+3+N”的医疗器械持续创新模式。经过多年的积累，公司逐步在医工合作、试制预研、产品立项、设计开发、质量管理、生产制造、法规注册、市场营销、品牌运营等环节建立了专业化的团队和系统化的流程，可为医疗器械创新提供覆盖全周期的支持，可不断将来自于临床医学实践的医学创新构想通过医学创新成果转化平台转化为具有商业价值的医疗器械产品。

图 9：南微医学技术创新体系



资料来源：南微医学招股书，民生证券研究院

（六）拟募集资金 8.94 亿元，主要用于生产基地建设

表 2：南微医学募集资金金额及用途（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	计划利用募集资金额
1	生产基地建设项目	65,592	65,592
2	国内外研发及实验中心建设项目	15,259.01	15,259.01
3	营销网络及信息化建设项目	8,583	8,583
	合计	89,434.01	89,434.01

资料来源：南微医学招股说明书，民生证券研究院

二、投资建议

科创板是反映国内医药板块增量的关键变量。在当前政策环境下，建议关注受益产业转型升级方向的公司，包括创新研发、服务外包、API、优质器械等领域的领军企业。我们建议关注研发投入金额和占比较高的公司，包括微芯生物、博瑞医药、泽璟医药，同时关注微芯生物、南微医学、心脉医疗和昊海生科等有望第一批登陆科创板的生物医药企业。

三、风险提示

公司上市进度不及预期，临床失败风险，政策风险。

插图目录

图 1: 南微医学 EOCT 产品	4
图 2: 南微医学主营业务收入拆分 (万元)	5
图 3: 南微医学各地区收入拆分 (万元)	5
图 4: 南微医学股权结构	5
图 5: 中国医疗器械行业市场规模 (亿元)	6
图 6: 我国医疗器械进口增速与市场规模增速对比	6
图 7: 南微医学历年营业收入和归母净利润及增速变化	7
图 8: 南微医学历年综合毛利率和净利率变化情况	7
图 9: 南微医学技术创新体系	7

表格目录

表 1: 南微医学主要产品	3
表 2: 南微医学募集资金金额及用途 (单位: 万元)	7

分析师简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。