

2020年09月27日

证券研究报告·新股分析报告

天臣医疗(688013) 医药生物

合理价格区间

57.6~64.8元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

高端外科手术吻合器龙头，境内境外双线发力

投资要点

- 公司是专注于高端外科手术吻合器研发创新和生产销售的高新技术企业。吻合器作为一种替代传统手工缝合来闭合手术切口的医疗器械，具有易操作、高效率、低感染、少并发症等优点，解决了肿瘤切除痛点，被广泛应用于心胸外科、胃肠外科、肝胆脾胰外科、普外科、泌尿外科等手术领域。2019年我国吻合器市场规模为94.8亿元，预计2024年达到190.6亿元(CAGR=15%)。公司2017-2019年营业收入由0.9亿元增至1.7亿元(CAGR=38.8%)，归母净利润由1390.6万元增至4200.6万元(CAGR=73.8%)，2020年受疫情影响，海外业务下滑较大拖累全年业绩，预计2021年重回高增长。
- “需求+政策”双重驱动吻合器市场长久增长。从需求端看，随人口老龄化，人们对非传染性疾病的纠正治疗和医疗机构对手术诊疗器械的需求将不断增加；从政策面看，分级诊疗带动基层手术放量，促进吻合器下沉市场，医保覆盖同国家战略规划鼓励高性能医疗器械进口替代。
- “MWS+MVP+PK”模式促进高效研发，创新产品布局微创手术市场。公司注重创新技术积累，采用“临床需求、内部竞争、快速迭代”的研发模式，通过结合MWS(工程师/外科医生见面会)与MVP(最小可行产品)，运用独特的PK机制提高研发效率，激发研发人员创新活力，保证产品原创性与技术先进性。中国微创外科手术渗透率仅达38.1%，未来微创手术空间巨大。公司腔镜吻合器系微创手术典型器械，2019年实现营收6811.6万元，占收入比重39.4%，较2017年占比提升18.7%；此外全球首创TST系列产品成功实现对跨国巨头PPH产品的进口替代，成为治疗脱垂性痔病的首选。
- 出口先锋领航高性能医疗器械进军国际市场。2019年中国国产吻合器产品出口额约7229万美元(+96%)，其中天臣医疗占比14.8%，位列第二；同年公司境外销售业绩同比增长113.04%，进军国际市场前景广阔。公司建立了较完善的境外营销体系，通过签订长期业务及经销协议加速扩展国际营销网络，实现终端快速对接，逐步加强品牌建设与市场影响力。
- 盈利预测与投资建议。公司作为国产吻合器龙头之一，境内境外双线发力带动业绩成长，预计2020~2022年EPS分别为0.47、0.72、1.07元，参考可比公司给予2021年80-90倍PE，对应股价区间57.6~64.8元。
- 风险提示：1) 高值耗材带量采购未中标或大幅降价风险；2) 全球新冠疫情蔓延致境外销售业绩下滑的风险；3) 新产品研发失败的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	172.76	172.59	239.44	320.17
增长率	45.14%	-0.10%	38.73%	33.71%
归属母公司净利润(百万元)	42.01	37.29	57.48	85.64
增长率	81.60%	-11.23%	54.15%	48.99%
每股收益EPS(元)	0.53	0.47	0.72	1.07
净资产收益率ROE	39.19%	8.11%	11.27%	14.66%

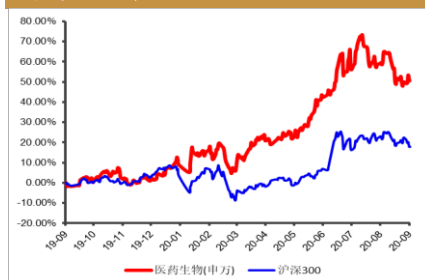
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
 执业证号: S1250520030002
 电话: 021-68416017
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

联系人: 周章庆
 电话: 021-68416017
 邮箱: zzq@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: wind

本次发行情况

发行前总股本(万股)	6000
本次发行(万股)	2000
发行后总股本(万股)	8000
2019年每股收益(摊薄后)(元)	0.70
2019年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.65

主要指标(2019)

每股净资产	1.7864
毛利率	60.04
流动比率	2.97
速动比率	1.34
应收账款周转率	105.78
资产负债率	14.19
净资产收益率	39.19

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 高端外科手术吻合器出口先锋，打破外资巨头垄断局面	1
2 吻合器市场稳健增长，公司进口替代和国际化双线推进	5
2.1 “需求+政策”六大因素驱动吻合器市场持续增长	6
2.2“MWS+MVP+PK”模式实现高效创新研发和技术积累	9
2.3 公司通过 ELC 和 TST 布局微创手术吻合器	10
2.4 出口先锋领航高性能医疗器械进军国际市场	13
3 募资资金主要用于研发项目布局	14
4 盈利预测与估值	16
4.1 盈利预测	16
4.2 相对估值	17
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 2017-2020H1 公司营业收入及增速.....	3
图 4: 2017-2020H1 公司归母净利润及增速.....	3
图 5: 公司 2019 年主营业务结构情况 (万元).....	4
图 6: 公司 2019 年主营业务毛利情况 (万元).....	4
图 7: 2017-2019 年主营业务收入结构变化.....	4
图 8: 2017-2019 年主营业务毛利结构变化.....	4
图 9: 2017-2020H1 公司期间费用率变化.....	5
图 10: 2017-2020H1 公司毛利率和归母净利率变化.....	5
图 11: 2015-2024 年全球吻合器市场规模.....	5
图 12: 2015-2024 年中国吻合器市场规模.....	5
图 13: 2017 年中国开放吻合器市场竞争格局.....	6
图 14: 2017 年中国腔镜吻合器市场竞争格局.....	6
图 15: 2010-2018 年我国医疗卫生机构住院病人手术人次 (万人次).....	7
图 16: 医疗卫生支出在 GDP 中的比重.....	7
图 17: 2013-2018 年我国居民可支配收入情况 (元).....	8
图 18: 2017 年各级城市所属医院吻合器使用率.....	8
图 19: 创新研发模式及管理机制架构.....	10
图 20: 2017-2019 年研发投入 (万元) 及占比.....	10
图 21: 2015-2024 年中国 MASIA 市场规模.....	11
图 22: 2009-2018 年我国不同类型吻合器市场规模 (亿元).....	11
图 23: 2018 年开放与腔镜吻合器销售金额 (亿元).....	11
图 24: 2018 年开放与腔镜吻合器销量 (万个).....	11
图 25: 腔镜用切割吻合器技术特性.....	12
图 26: 2019 年中国吻合器出口格局.....	13
图 27: 2019 年国产品牌吻合器出口企业份额占比.....	13
图 28: 公司海外收入规模及增速.....	14
图 29: 2019 年公司海外出口市场分布.....	14

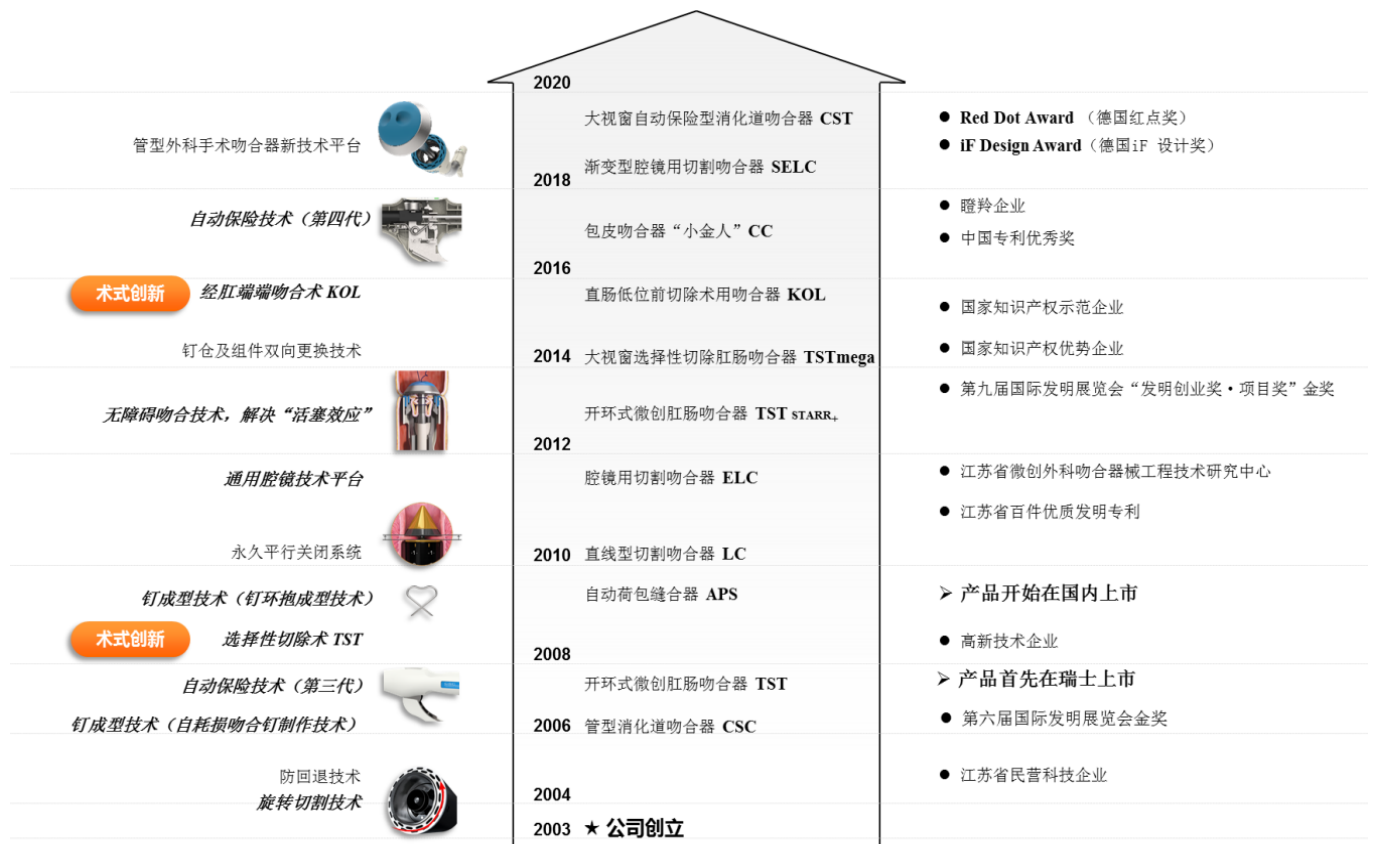
表 目 录

表 1: 公司发行前后股权结构对比	2
表 2: 公司主要产品及用途	2
表 3: 公司在研项目主要方向、应用前景及与行业技术水平比较	9
表 4: 创新研发模式及管理机制	10
表 5: 2019 年中国吻合器设备部分出口国家情况	13
表 6: 公司募投项目情况 (单位: 万元)	15
表 7: 分业务收入及毛利率	16
表 8: 可比公司估值情况	17
附表: 财务预测与估值	18

1 高端外科手术吻合器出口先锋，打破外资巨头垄断局面

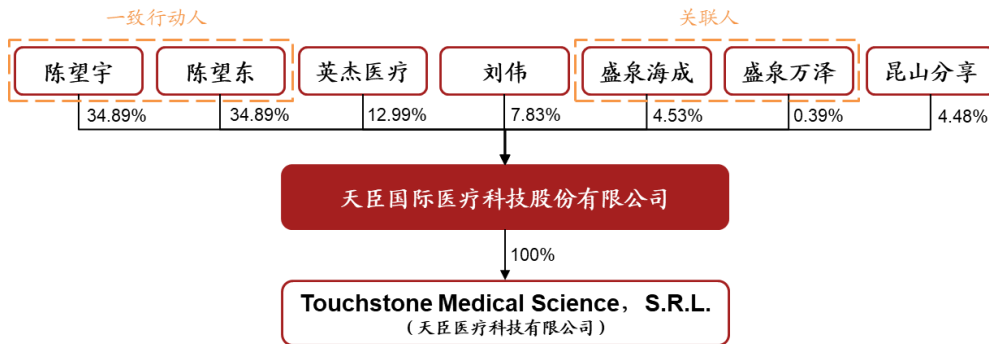
天臣医疗于 2003 年 8 月成立，是一家专注于高端外科手术吻合器研发创新和生产销售的高新技术企业。公司已拥有管型吻合器、腔镜吻合器、线型切割吻合器、荷包吻合器和线型缝合吻合器 5 大类产品，应用范围涵盖心胸外科、胃肠外科、肝胆脾胰外科、普外科、泌尿外科等手术领域。凭借创新驱动，公司已积累了丰富的吻合器产品和技术 know-how，截至 2019 年底，公司拥有境内外专利 380 项，其中发明专利 228 项，覆盖中国、欧洲、美国、日本等国家和地区，有效突破了美国医疗器械巨头在该领域垄断多年的知识产权壁垒，成为国内高端外科手术吻合器出口的领先企业。

图 1：公司发展历程



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司实控人持股较为集中。截至本次科创板上市前，公司控股股东、实际控制人陈望宇和陈望东各持有天臣医疗 34.89% 的股份，两人一直共同参与对公司的经营管理，陈望宇担任董事长，主要负责公司战略、销售、财务等事务，陈望东担任董事、总经理及首席研发师，主要负责公司的研发、采购、生产、质量管控等事务。

图 2：公司股权结构


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司本次发行前的总股本为 6000 万股，本次公开发行股票数量为不超过 2000 万股，不低于发行后总股本的 25%，不涉及原股东公开发售股份的情形。陈望宇和陈望东是公司的控股股东及实际控制人，发行后持股比例为 26.17%。



表 1：公司发行前后股权结构对比

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
陈望宇	2093.4	34.89	2093.4	26.17
陈望东	2093.4	34.89	2093.4	26.17
英杰医疗	779.226	12.99	779.226	9.74
刘伟	469.926	7.83	469.926	5.87
盛泉海成	271.908	4.53	271.908	3.40
昆山分享	268.812	4.48	268.812	3.36
盛泉万泽	23.328	0.39	23.328	0.29
本次公开发行股票	-	-	2000	25.00
合计	6000	100	8000	100

数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 2：公司主要产品及用途

产品类别	产品系列	主要具体产品	用途及技术特点	产品图片
管型吻合器类	管型消化道吻合器	管型消化道吻合器 (CSC)	用于食管、胃、肠肿瘤患者消化道重建手术中的端端、端侧和侧侧吻合；旋转切割技术实现组织高效切割防撕裂	
		直肠低位前切除术用吻合器 (KOL)	用于低位直肠癌手术治疗中低位直肠的功能重建，完成肠道和直肠残端真正的端端吻合；无障碍吻合技术及永久平行关闭系统，有效消除“猫耳朵”	
	管型肛肠吻合器	开环式微创肛肠吻合器 (TST)	供齿状线上组织选择性切除用，适用于点状、多点、环状及重度脱垂性病变组织的手术治疗；高密度吻合钉设计及钉成型技术实现有效闭血和术后脱落	
		管型痔吻合器 (PPH)	供人体肛管内直肠黏膜脱垂或痔黏膜组织环状钉合修复用；永久平行关闭系统保证不同厚度组织成钉一致	

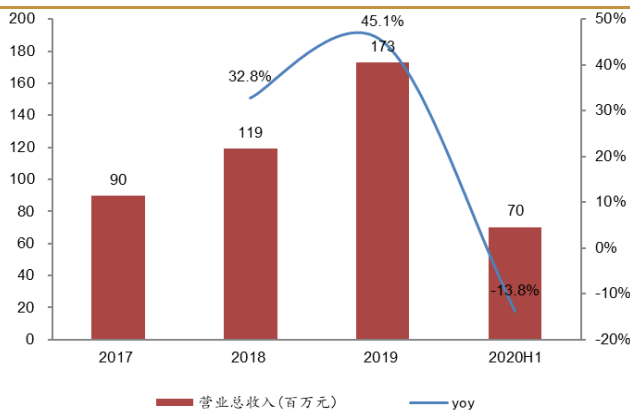
产品类别	产品系列	主要具体产品	用途及技术特点	产品图片
	管型泌尿吻合器	包皮吻合器 (CC, 小金人)	适用于临床包皮切割吻合手术; 超大视窗技术实现组织精准调节, 蜂窝辅片技术自调吻合口压力实现良好闭血和快速术后脱钉	
腔镜吻合器类	腔镜用切割吻合器	腔镜用切割吻合器 (ELC) 及钉仓组件	用于心胸外科、胃肠外科、肝胆脾胰外科、普外科等各种微创外科手术, 进行组织的闭合、切除或器官功能重建	
线型切割吻合器类	直线型切割吻合器	直线型切割吻合器 (LC) 及组件	用于胸外科的肺部肿瘤、肺大泡、食管肿瘤患者, 以及普外科、胃肠外科等胃肠道肿瘤及肥胖、代谢类手术中的消化道切除、重建及残端或切口的闭合; 宽唇边设计增强吻合口强度, 提升手术安全性	
荷包吻合器类	自动荷包缝合器	自动荷包缝合器 (APS)	供临床外科在各脏器组织上做荷包缝合用; 钉成型技术有效锚定荷包线抓牢组织成一体; 自动引线技术简化操作, 提高产品稳定性; U型弹性限位设计有效防组织过压	
线型缝合吻合器类	直线型吻合器	直线型吻合器 (LS) 及组件	用于消化道重建及脏器切除手术中的残端或切口的闭合; 精益钉砧结构利于窄小空间内吻合	

数据来源: 公司官网, 招股说明书, 西南证券整理

公司业绩状况: 2017-2019 年期间, 公司分别实现营业收入 8964.85 万元、1.19 亿元、1.73 亿元, 2018 年度及 2019 年度分别同比增长 32.77%、45.14%, 年复合增长率为 38.82%; 2017-2019 分别实现归母净利润 1390.6 万元、2313.07 万元、4200.6 万元, 2018 年度及 2019 年度分别同比增长 66.34%、81.6%, 年复合增长率达 73.8%。公司整体经营情况良好, 营业收入规模、盈利水平均保持稳定快速增长。

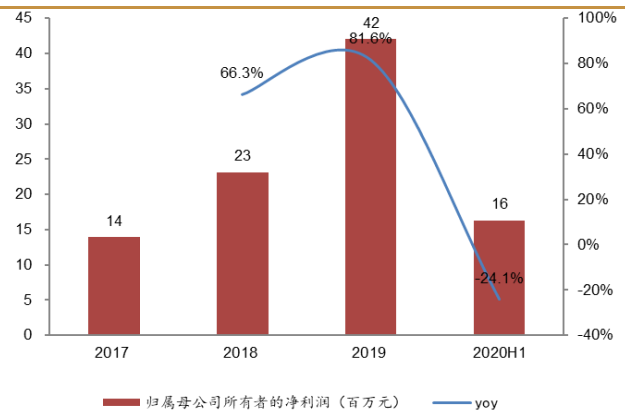
受疫情影响, 境外收入下滑拖累 2020 年整体业绩。 2020 年上半年医院手术量取消或延迟影响公司产品销售, 上半年收入 7000 万元, 同比下降 13.8%, 其中境内销售收入 4931 万元, 较上年同期增长 2%, 境外销售收入 2083 万元, 较上年同期下降 36.7%, 上半年公司归母净利润 1629 万元, 同比下降 24.1%。根据招股书预计, 2020 年 1-9 月收入为 10800 万元至 12000 万元, 同比下降 17.6%~8.4%; 归母净利润为 1920 万元至 2330 万元, 同比下降 46.1%~34.6%; 其中预计 2020 年 1-9 月境外销售收入同比下降 44.6%~38.2%, 2019 年公司境外收入占比接近 40%, 境外收入下降是公司 2020 年前三季度预计营业收入下降的主要原因。

图 3: 2017-2020H1 公司营业收入及增速



数据来源: wind, 西南证券整理

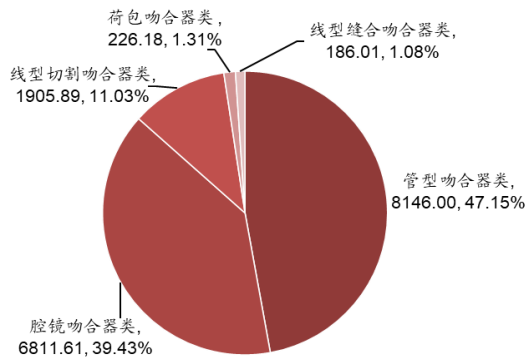
图 4: 2017-2020H1 公司归母净利润及增速



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

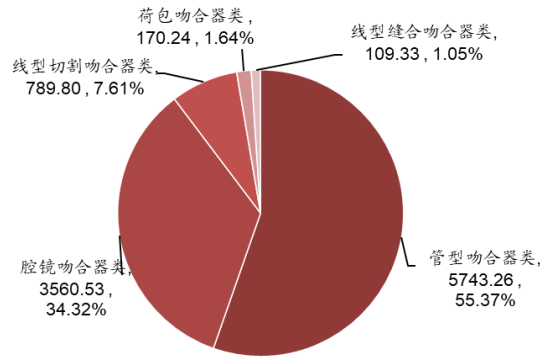
公司主营业务结构及主要产品: 公司主要产品为高端外科手术吻合器, 由管型吻合器类、腔镜吻合器类、线型切割吻合器类、荷包吻合器类和线型缝合吻合器类 5 大类构成, 2019 年分别贡献营业收入 8146 万元、6811.6 万元、1905.9 万元、226.2 万元、186 万元, 贡献毛利 5743.3 万元、3560.5 万元、789.8 万元、170.2 万元、109.3 万元。公司主营业务的收入和毛利占总收入和总毛利均超过 99%。

图 5: 公司 2019 年主营业务结构情况 (万元)



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

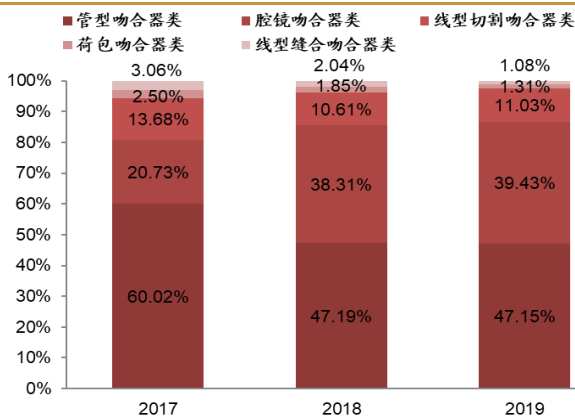
图 6: 公司 2019 年主营业务毛利情况 (万元)



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

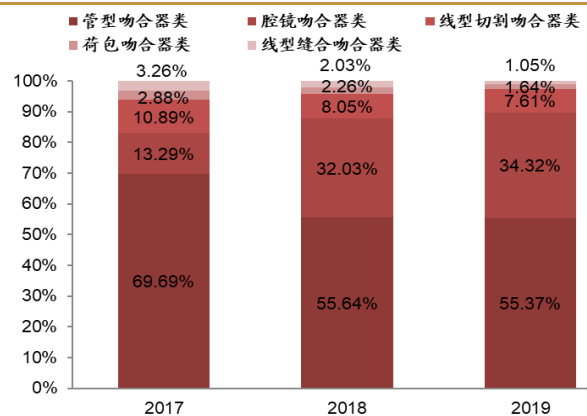
管型吻合器类和腔镜吻合器类是公司核心业务。 2017-2019 年期间, 每年管型吻合器类和腔镜吻合器类对主营业务营收及毛利的合计贡献比例均超过 80%, 且呈逐年上升趋势。这主要是因为近年来国内术式变化, 使各类医院大幅增加腔镜类产品使用量, 销售规模扩大带动销量上涨; 同时, 随着采购规模不断扩大, 腔镜吻合器类产品单位成本出现明显下降, 其主要原材料采购价格于 2018 年和 2019 年分别较前一年同期下降了 15.16% 和 14.94%, 致使腔镜吻合器类产品毛利率出现明显提升, 由 2017 年的 38.98% 增长为 2019 年的 52.27%。

图 7: 2017-2019 年主营业务收入结构变化



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

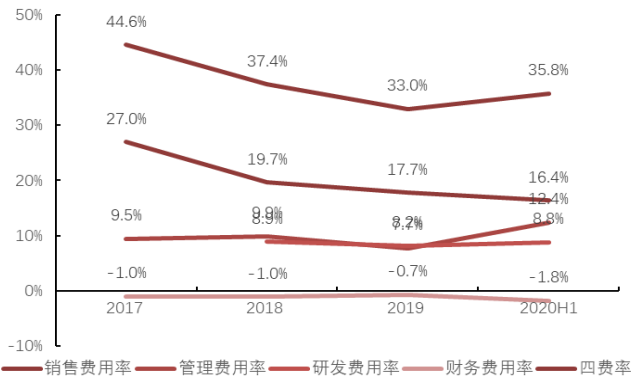
图 8: 2017-2019 年主营业务毛利结构变化



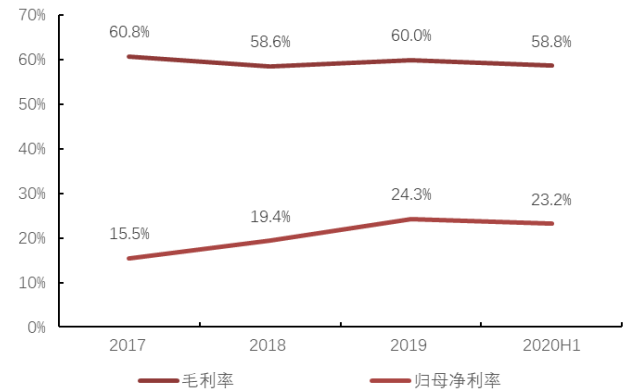
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

公司盈利能力: 2017-2019 年期间, 公司毛利率水平总体稳定, 综合毛利率分别为 60.8%、58.6%、60%, 其中 2018 年综合毛利率水平较去年同期出现略有下滑, 主要原因系当年占公司收入比重较大的管型吻合器类中销售单价较低的部分型号的销售占比略高, 导致该类产品总体毛利率略有下降, 同时毛利率较低的腔镜吻合器类产品占收入比重上升。2017~2019 年公司费用率总体递减, 其中销售费用率因公司销售规模扩大效应, 实现较大幅

度下降，因此归母净利率从 2017 年的 15.5% 提升至 24.3%。2020 年受疫情影响，毛利率和费用率有所承压，预计后续随着疫情逐渐控制，盈利能力将回归正轨。

图 9：2017-2020H1 公司期间费用率变化


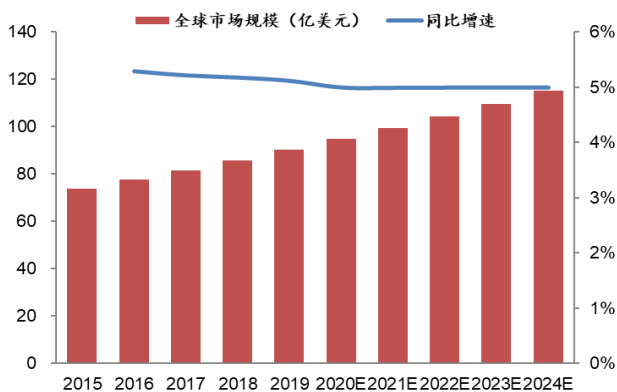
数据来源：wind，西南证券整理

图 10：2017-2020H1 公司毛利率和归母净利率变化


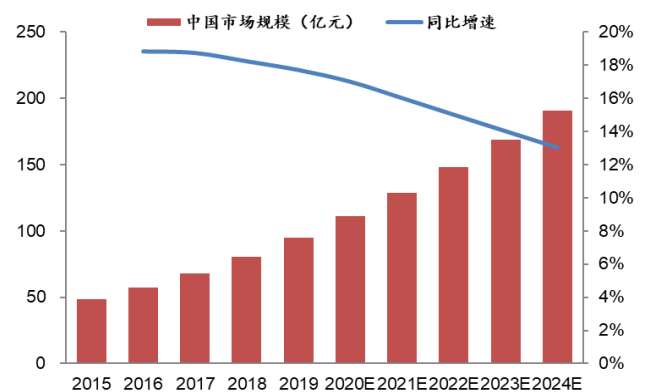
数据来源：wind，西南证券整理

2 吻合器市场稳健增长，公司进口替代和国际化双线推进

吻合器市场稳健增长。吻合器是临床使用的代替传统手工吻合的设备，主要工作原理类似于订书机，通过向组织内击发并植入几排相互交错的钛钉，对器官进行组织离断、关闭及功能重建，且每颗钛钉缝合处呈现一定的形状。基于缝合高效，操作简便，严密、松紧合适，组织对缝钉适应性强，少有副作用和手术并发症，手术成功率高等优点，吻合器备受临床及外科医生青睐，目前广泛运用于各类外科手术。根据丁香园《吻合器行业发展概况》，2015-2019 年，全球吻合器市场规模由 73.64 亿美元增长至 90.18 亿美元，复合增长率约为 5%，增速稳健；我国吻合器市场规模由 48.27 亿元增长至 94.79 亿元，复合增长率约为 18%，增速趋缓。预计到 2024 年，全球吻合器市场规模将达到 115.09 亿美元（CAGR=5%），我国吻合器市场规模将达到 190.58 亿元（CAGR=15%）。

图 11：2015-2024 年全球吻合器市场规模


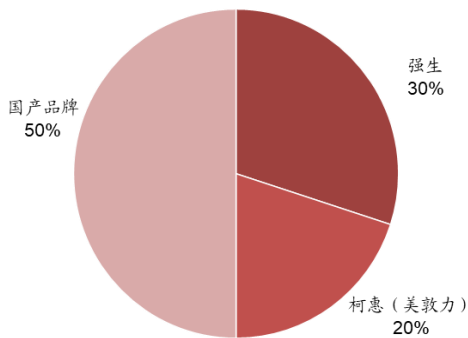
数据来源：丁香园，西南证券整理

图 12：2015-2024 年中国吻合器市场规模


数据来源：丁香园，西南证券整理

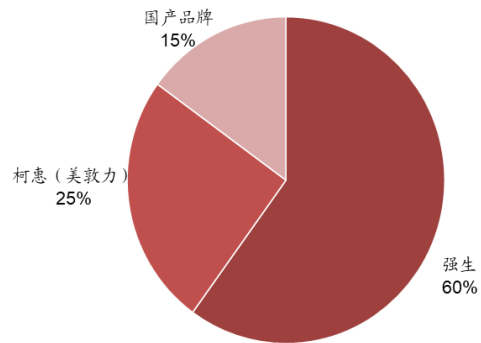
腔镜吻合器国产化率低。吻合器分类多种多样，根据适用范围不同，吻合器主要可分为线性吻合器、环形吻合器、线性切割吻合器、荷包吻合器、皮肤筋膜吻合器和腹腔镜专用吻合器等。其中腔镜吻合器由于技术要求较高、专利壁垒高，基本为以强生、美敦力为代表的外资厂商所垄断，是进口替代率最低的产品。而其余传统开放吻合器因其技术难度略低，近几年国产品牌逐步涌现，凭借质量、售后服务等方面日益提升的表现结合价格优势，不断实现进口替代，市场竞争力不断增强，现已占据国内市场份额半壁江山，并成功赢得包含意大利、英国、韩国、巴西、伊朗等国家地区在内的部分市场。

图 13：2017 年中国开放吻合器市场竞争格局



数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 14：2017 年中国腔镜吻合器市场竞争格局



数据来源：智研咨询，西南证券整理

公司为吻合器国产龙头之一。从国际市场看，吻合器市场主要由强生、美敦力为代表的跨国医疗器械龙头企业主导和把持大部分市场份额，尤其是在技术要求高、专业壁垒高的腔镜吻合器领域。我国吻合器起步较晚，加之外资品牌多年持续发展带来的品牌影响与质量优势，国产吻合器企业在生产规模、研发能力与资金投入等方面不如全球领先企业，行业整体呈现高度依赖进口产品的局面。目前我国国内市场竞争格局主要分为三个梯队：第一梯队是以强生、美敦力为代表的跨国医疗器械企业，合计占比超过 60%，其凭借完整产品线、强技术能力和多年的品牌影响力占据我国外科手术吻合器市场的领先地位；第二梯队是以派尔特、天臣医疗、瑞奇、法兰克曼和博朗森思等为代表的国产吻合器阵营，占比超过 30%，其部分核心产品已逐步实现进口替代并不断扩大在国际市场影响力；第三梯队则是一些小规模生产企业，但因资金、技术、生产经验实力有限，整体竞争能力较弱。

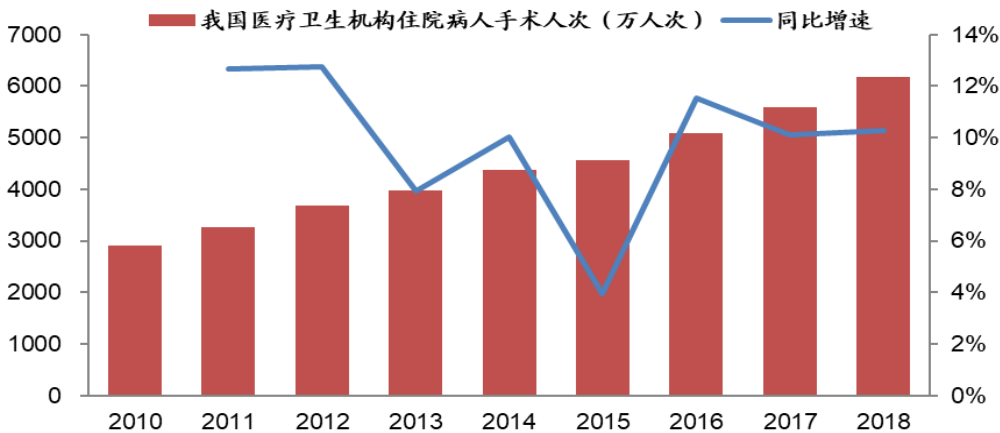
2.1 “需求+政策”六大因素驱动吻合器市场持续增长

非传染性疾病负担的加重为吻合器行业提供广阔发展空间。根据《国务院关于实施健康中国行动的意见》（国发〔2019〕13 号），我国心脑血管疾病、癌症、慢性呼吸系统疾病、糖尿病等非传染性疾病导致的死亡人数占总死亡人数的 88%，导致的疾病负担占疾病总负担的 70% 以上。目前，吻合器应用领域涉及肿瘤、癌症、肥胖、II 型糖尿病、结直肠良性病、心脑血管等疾病的治疗，非传染性疾病负担的加重将持续提升人们对相应疾病的诊治需求将持续提升，从而为吻合器行业提供广阔的发展空间。

手术治疗需求的持续增长将带动吻合器市场的不断增长。吻合器作为一种替代传统手工缝合来闭合手术切口的医疗器械，具有易操作、省时间、高效率、低感染、少并发症等优点，还解决了肿瘤切除痛点，深受下游医疗机构和临床医师的青睐。目前吻合器已被广泛应用于

心胸外科、胃肠外科、肝胆脾胰外科、普外科、泌尿外科等手术领域。根据国家统计局统计，近年来我国医疗卫生机构住院病人手术人次不断增长，由 2010 年的 2904.34 万人次增长到 2018 年的 6171.58 万人次，年均复合增长率为 9.88%。吻合器作为必不可少的手术医疗器械，其市场规模也将随手术治疗需求增长而不断扩大。

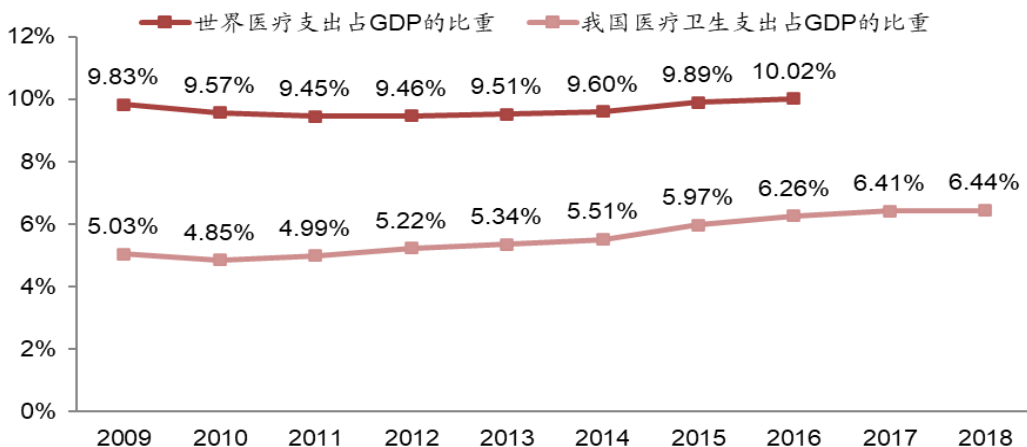
图 15: 2010-2018 年我国医疗卫生机构住院病人手术人次 (万人次)



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

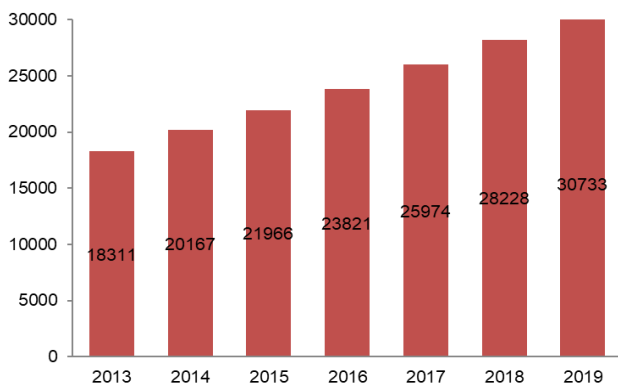
吻合器行业随医疗卫生支出费用增长缺口填补而获益。根据世界银行数据，全球卫生支出费用占 GDP 的比重由 9.83% 增长至 2016 年的 10.02%；根据国家统计局数据，我国的卫生支出费用占 GDP 的比重由 2009 年 5.03% 增长至 2018 年的 6.44%。由此可知，随着全球经济的不断发展及全球卫生支出占 GDP 比重的提高，人们的医疗卫生支出费用仍将保持持续增长，而我国卫生支出费用目前远低于世界平均水平，仍有较大增长缺口可供进步。因此，随着我国卫生费用总支出将向世界水平逐步靠拢，包括吻合器在内的各类医疗器械产品仍有较大拓展获益空间。

图 16: 医疗卫生支出在 GDP 中的比重

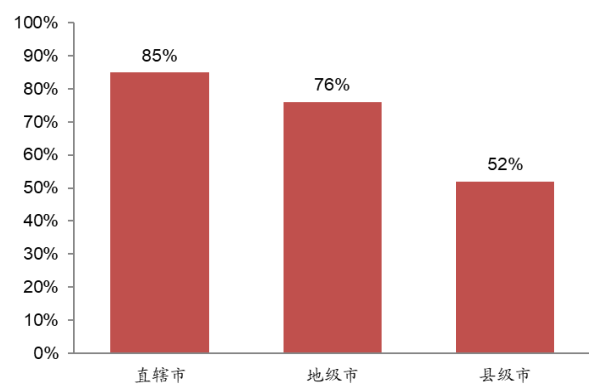


数据来源: 世界银行, 国家统计局, 西南证券整理

居民支付能力与医保覆盖情况也是影响吻合器市场容量的重要因素。2019 年参加全国基本医疗保险达到 135407 万人, 参保率稳定在 95% 以上, 基本实现人员全覆盖, 其中职工医保、城乡居民住院费用报销水平提高到 60% 以上。根据国家统计局统计, 2019 年我国居民人均可支配收入为 30733 元, 较去年名义增长 8.9%。根据《全国医疗服务价格项目规范(2012 年版)》及各省发布的医疗服务项目价格相关文件, 吻合器产品属于“根据临床需要所使用的, 市场价格波动较大、使用数量和规格不可预先确定的, 可以单独收费的一次性医用耗材”。随着国家医疗保障制度的不断完善, 医保覆盖范围与深度的不断扩大, 人均可支配收入的不断增长, 人们对高质量医疗器械的消费意愿和能力不断增加, 为我国医疗器械市场需求的不断增长提供了保障。

图 17: 2013-2018 年我国居民可支配收入情况 (元)


数据来源: 智研咨询, 西南证券整理

图 18: 2017 年各级城市所属医院吻合器使用率


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

分级诊疗促基层放量, 推动吻合器市场渗透率持续增长。吻合器在外科手术的使用已经相对普遍, 2017 年我国直辖市所属医院外科手术中吻合器的使用率约为 85%, 地级市和县级市的使用率分别为 76% 和 52%。基层受限于医生的水平, 使用率还相对较低, 有较大的提升空间。近年来随着分级诊疗的推行, 国家鼓励一般疾病的手术尽量在县级医院层面得到解决, 促使吻合器市场在基层放量, 耗占比及单病种收费降低, 甚至有些各省市及医院招标也开始强制要求国产品牌进入, 下沉市场, 加速吻合器进口替代进程。目前, 吻合器在直辖市使用率已经超过 90%, 地级市超过 70%。

政策持续催化释放红利, 为国产吻合器企业的崛起创造了良好环境。国家鼓励高性能医疗器械的发展和进口替代, 致力打破国产集中于中低端、外企主导中高端吻合器市场的僵局, 减轻医保支付压力及患者经济负担。《中国制造 2025》提出要重点发展生物医药及高性能医疗器械领域, 《<中国制造 2025>重点领域技术路线图 (2015 版)》提出高性能医疗器械到 2020 年, 年产业规模达 6000 亿, 县级医院国产中高端医疗器械占有率达 50%, 国产核心部件国内市场占有率达到 60%; 到 2025 年, 年产业规模达 1.2 万亿, 县级医院国产中高端医疗器械占有率达 70%, 国产核心部件国内市场占有率达到 80%。“十三五”期间国家大力支持国产医疗器械发展, 实施集中招标采购时, 优先采购国产医疗器械。

2.2 “MWS+MVP+PK”模式实现高效创新研发和技术积累

天臣医疗秉持“领先源于创新”的理念，自成立以来始终专注于高端外科手术吻合器的创新研发，现已建立了管型吻合器、腔镜吻合器、直线型切割吻合器荷包吻合器和线型缝合吻合器五大产品技术平台和包括无障碍吻合技术、通用腔镜技术平台、旋转切割技术、自动保险技术和钉成型技术等多项行业内领先的核心技术。公司核心技术均源于自主研发，通过结合业务需要，以五大技术平台为研究基底，多项核心技术为实操骨架，围绕外科手术中器官的组织离断和功能重建等预期用途，构建更微小创伤和智能化相结合的产品研究体系，使其成为保持公司在业内长期技术竞争优势的驱动力。公司目前在研项目主要方向、应用前景及与行业技术水平比较如下：

表 3：公司在研项目主要方向、应用前景及与行业技术水平比较

项目名称	主要方向	应用前景	与行业技术水平比较
一次性使用大视窗自动保险型消化道吻合器 (CST)	围绕第四代全自动保险、无障碍吻合和可视化操作的技术研究，形成新一代的管型吻合器技术平台。	广泛应用于各类消化道良性及恶性病变的外科手术。	具有技术创新性，实现了可视化操作、无障碍吻合以及人性化的全自动保险，最大限度地保证了手术的安全性和有效性，处于行业领先水平。
一次性使用渐变型腔镜用切割吻合器 (SELC)	围绕更微小创伤的研究方向，通过优化通用腔镜技术平台，在术中进一步减少创伤，改善吻合口血供，缩短病人康复时间。	广泛应用于各类肺、消化道良性及恶性病变的外科手术。	通过改善吻合口血供，缩短病人康复时间；通过钉仓组件和钉仓的双向更换技术，降低手术成本，具有技术创新性，达到了行业先进水平。
一次性使用儿童版包皮吻合器	针对儿童手术的特殊性，采用更微创的方式，实现手术目标，降低伤害，改善血肿、水肿和吻合口出血等并发症。	用于儿童泌尿外科包皮手术的专用产品。	具有创新的蜂窝辅片技术，有效防止出血和水肿，脱钉更容易，创伤更小，处于行业先进技术水平。
一次性使用直肠低位前切除术用吻合器 (KOL)	增加新功能适用于直肠残端和结肠的端端连接，满足低位直肠癌手术治疗的临床术式发展趋势，实现真实意义的自然腔道吻合。	针对低位直肠癌手术细分市场的专用产品。	跟随低位直肠癌 TaTME 术式的临床研究热点，结合产品技术结构创新，形成公司在细分市场的产品优势和竞争力，将处于行业先进水平。
第三代腔镜吻合器	围绕更微小创伤和智能化相结合的产品发展趋势研究，主要用于组织离断和脏器重建，具有减少伤害、快速恢复、减少形成疝等优点。	广泛应用于血管吻合及肺、消化道良性及恶性病变的外科手术。	是行业内目前主流的一代、二代腔镜产品的技术升级，创建新的产品技术平台，对接下一代智能吻合器，并且扩大适应症范围，具有明显的创新优势，将处于行业领先水平。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司重视专利竞争，自设立起就着力构建知识产权壁垒，一方面在进军海外市场前充分做好专利防御，另一方面运用专利权来巩固技术创新成果。截至 2019 年底，公司拥有境内外专利 380 项，其中发明专利 228 项，覆盖中国、美国、欧洲、日本等国家和地区，有效突破了美国医疗器械巨头在吻合器领域垄断多年的知识产权壁垒。

掌握核心技术与构筑专利壁垒的同时，公司还在自主研发的道路上不断探索创新管理机制。公司采用“临床需求、内部竞争、快速迭代”的研发模式，通过结合 MWS（工程师/外科医生见面会）与 MVP（最小可行产品），运用独特的 PK 机制提高研发效率，激发研发人员创新活力，促使研发体系高效运作并持续转化成果，实现临床需求的深度挖掘和技术方案的快速实现，驱动公司经营业绩高质量增长。根据第一财经研究院与复旦大学联合发布的 2017 年《中国城市和产业创新力报告》，天臣医疗同迈瑞医疗、谊安医疗、理邦仪器和微创医疗位列医疗技术领域企业创新指数前五名。

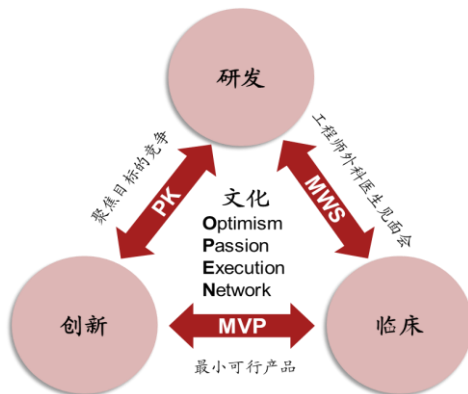
表 4：创新研发模式及管理机制

模式/机制名称	内容
MWS (Meeting with engineers/surgeon) 工程师/外科医生见面会	通过组织世界各地的外科医生与公司研发工程师进行各种形式的直接对话建立了创意和技术之间的绿色通道，让创造者和使用者之间产生了有效连接，整合资源，大大提高公司产品安全性、有效性和创新性。
MVP (Minimum Viable Product) 最小可行产品机制	进行创意转化，通过使用快速建模、3D 打印、实验手板、体外测试等方式，快速进行创意验证，推动技术迭代更新，使研发团队能够更早识别产品是否满足临床需求，以及能否创造商业价值，从而降低研发风险，缩短研发周期，也促使团队始终保持创新氛围。
PK 机制	将协同竞争贯穿企业创新文化，使公司内部有创新思想的成员能够更加聚焦在用户需求、产品开发和精进、质量和成本等核心价值上。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

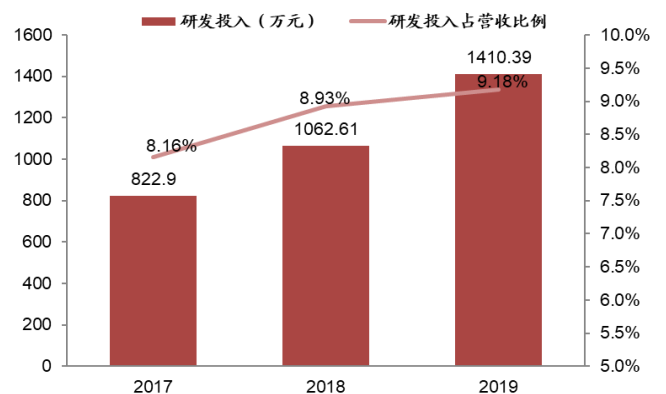
2017-2019 年期间，公司研发投入不断增长，占营收比例均保持在 8% 以上；截至 2019 年底，公司研发人员有 30 人，占员工总数的 16.85%，其中硕士 8 人。公司对研发投入的重视，保证了企业创新自研机制下的持续发展和竞争优势，为维持产品技术先进性与研发机制创新性协同效应提供了动力。

图 19：创新研发模式及管理机制架构



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 20：2017-2019 年研发投入（万元）及占比



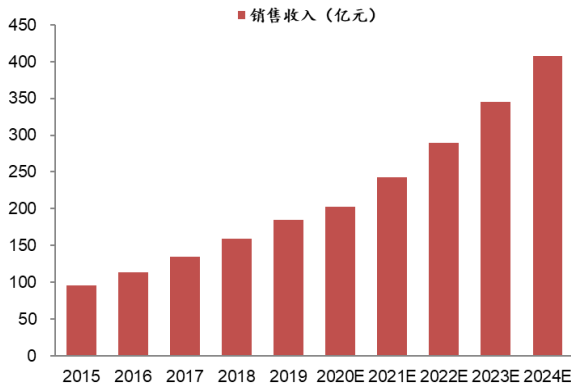
数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.3 公司通过 ELC 和 TST 布局微创手术吻合器

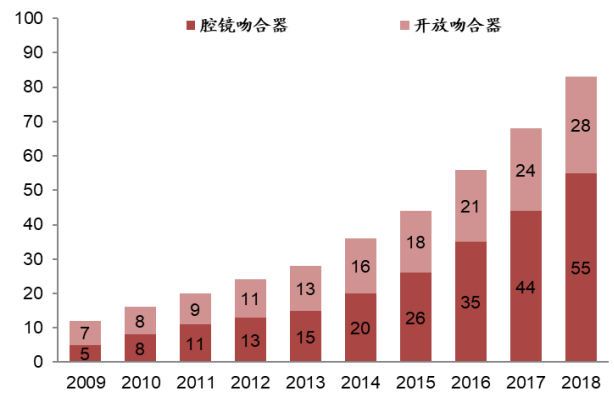
手术微创化，即减少创伤同时提升治疗效果，是外科医生及相关配套手术器械企业面临的永恒课题。开放式手术会形成较大的创伤，给患者带来较大的生理和经济负担，使老年人、癌症中晚期患者或低收入人群因身体无法承受开放手术或无法负担手术费用而丧失治疗机会。而微创手术通过先进的、具有高精密度的手术器械辅助，在微创术式的规范下，实现对患者进行最小化损伤的疾病治疗，具有创伤小、出血少、恢复快、住院时间短等特点。

微创外科手术器械及配件 (MISIA) 是微创外科手术 (MIS) 中使用的主要医疗器械 (不包括内窥镜)。2015-2019 年，中国 MISIA 市场销售收入由 96 亿元增加到 185 亿元，年复合增长率达 17.8%，预计 2024 年销售规模将达 408 亿元 (CAGR=17.2%)。其中，普外科、妇产科、泌尿外科和胸外科等外科专科的销售收入分别占 2015 年和 2019 年中国 MISIA 市场的 88.1% 和 89.3%，且有望于 2024 年占得 90.5%。

然而，根据 CIC 资料，目前中国微创外科手术渗透率较低，每百万人口实施 MIS 的数量及 MIS 的渗透率分别为 8514 及 38.1%，最好的医院微创手术比例仅达 70%，对比同期美国分别为 16877 次/百万人口的 MIS 实施数量及 80.1% 的渗透率，仍有较大发展空间。不过，随着中国外科手术数量不断增加，医疗器械产品精密度越来越高，用 MIS 替代开放手术日益盛行以及采用 MIS 的可能性将不断提高。预计在 2024 年，中国每百万人口实施 MIS 的数量及 MIS 的渗透率预计将分别增至 18242 及 49.0%。

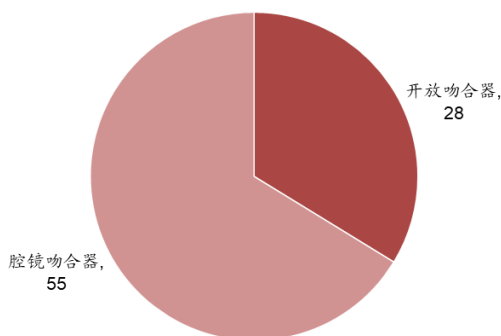
图 21：2015-2024 年中国 MASIA 市场规模


数据来源：CIC，康基医疗招股书，西南证券整理

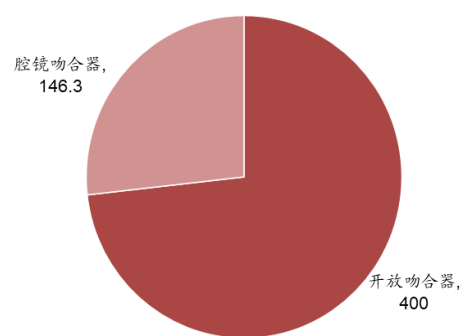
图 22：2009-2018 年我国不同类型吻合器市场规模（亿元）


数据来源：智研咨询，西南证券整理

腔镜吻合器受益微创手术趋势实现快速增长。腹腔镜手术是一门新兴微创方法，具有低感染、出血少、术后创伤小、恢复轻松、避免神经损伤等优点，是未来手术方法发展的一个必然趋势。腔镜吻合器是外科腔镜手术中的重要工具。《中国制造 2025》、《反垄断法》中也都提出，腔镜吻合器及超声刀外资主导，内资为辅，国产优质产品机会巨大。根据智研咨询统计，我国开放吻合器规模从 2009 年的 7 亿元增长至 2018 年的 28 亿元，年均复合增长 14.87%；腔镜吻合器规模从 2009 年的 5 亿元增长至 2018 年的 55 亿元，年均复合增长 27.10%。从销量上看，2018 年腔镜吻合器销量 146.3 万个，开放吻合器销量 400 万个，开放吻合器销量上仍领先腔镜吻合器。未来随着微创手术渗透率提升，相比开放吻合器，腔镜吻合器用量有望保持更快增长态势，其销售额占比和销量占比有望持续稳步提升，进一步推动行业市场规模快速增长。

图 23：2018 年开放与腔镜吻合器销售金额（亿元）


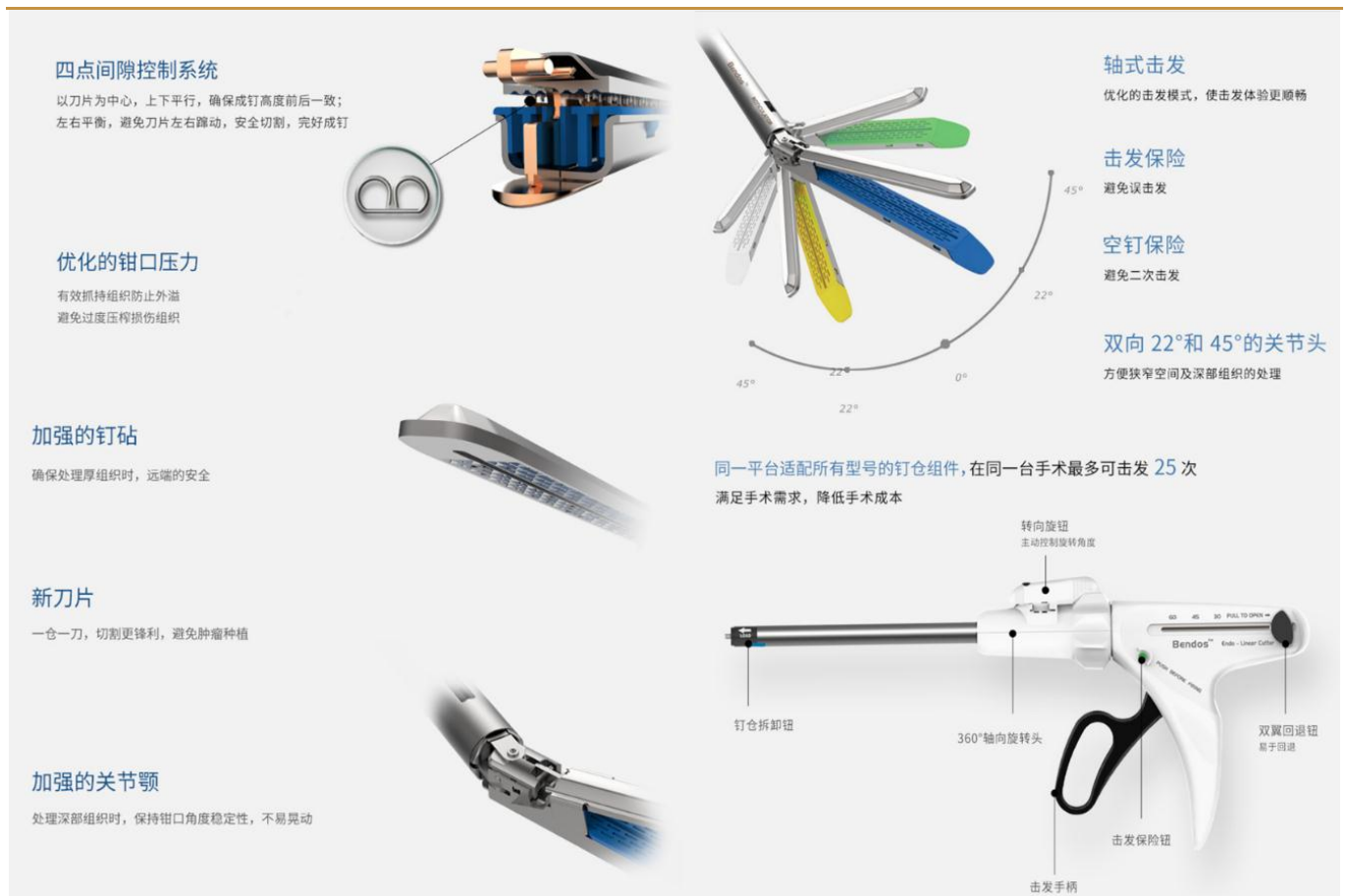
数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 24：2018 年开放与腔镜吻合器销量（万个）


数据来源：智研咨询，西南证券整理

公司的腔镜吻合器类产品快速成长。该产品系列包括一次性使用腔镜用切割吻合器（ELC）和钉仓组件，用于心胸外科、胃肠外科、肝胆脾胰外科、普外科等各种微创外科手术，进行组织的闭合、切除或器官功能重建。产品通过机械结构的创新设计，优化了钳口压力，有效抓持组织防止外溢，又避免过度压榨、损伤组织；增强了关节锁的稳定性，避免对周边组织的损伤；人性化的保险设计，避免误击发以及二次击发；独特的间隙控制，保证钉成型高度前后一致，组织切割安全可靠。该 ELC 产品通过通用腔镜技术平台的设计，实现了枪身和组件的自由组合更换，既提高了操作便利性，又降低了手术成本，使高效安全的腔镜吻合器惠及更多病患，在国内外市场得到了广泛认可。2017-2019 年营收分别为 1858.7 万元、4559.5 万元、6811.6 万元，年均复合增长率达 91.43%；毛利率分别为 39%、49%、52.3%，逐年提升。后续预计腔镜吻合器单价总体保持稳定，销量增长迅猛，盈利空间可观。

图 25：腔镜用切割吻合器技术特性



数据来源：公司官网，西南证券整理

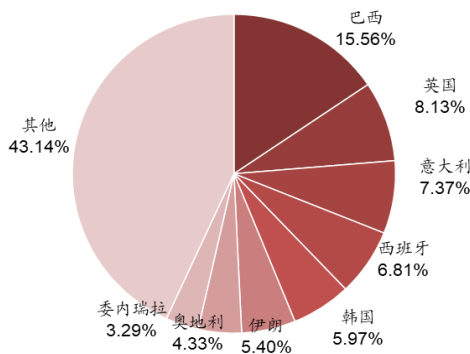
除腔镜类产品，公司管型吻合器类产品在微创领域也具有技术创新突破。2009 年，公司首创 TST 产品（一次性使用开环式微创肛肠吻合器），运用了选择性切割技术，开创了选择性切除新术式，用微创的方式有效解决了传统痔病采用的痔上黏膜环切术过度治疗及吻合口狭窄等问题，上市后得到国内外临床医生的广泛认同，逐步实现对跨国巨头垄断的吻合器痔上黏膜环切术及其所采用 PPH 产品（一次性使用管型痔吻合器）的替代，成为治疗脱垂性痔病的首选术式。该系列产品以临床需要和学术研究为基础研发，在第九届国际发明展览会上荣获“发明创业奖·项目奖”金奖。

通过海内外多中心临床研究和实际应用，TST 产品作为一款在肛肠领域引领术式创新的产品，进行选择性切除的术式可以实现对病灶的“精准”切除，达到微创治疗、“精准”治疗的效果。TST_{STARR+}和 TST_{mega}（一次性使用大视窗选择性切除肛肠吻合器）在 TST 的基础上进一步运用了无障碍吻合技术，有利于吻合钉成型一致，解决吻合时产生的活塞效应，有效解决重度痔和大脱垂痔病变的手术难题，不仅提高了手术安全和可靠性，而且通过减少单台手术中吻合器的使用数量，降低了手术成本。

2.4 出口先锋领航高性能医疗器械进军国际市场

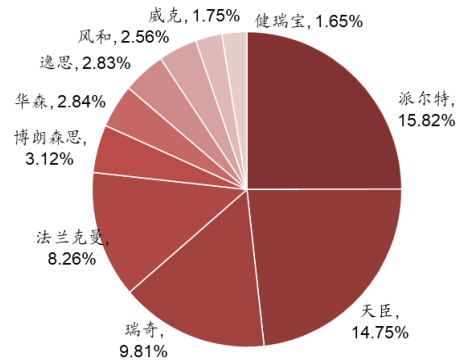
根据大连维斯马医疗器械研究中心发布的《2019 年吻合器中国出口简析》，2019 年国内吻合器设备共向 106 个国家和地区出口，出口总额约 7229 万美元，同比 2018 年增加 96%，其中出口额前五名的国家和占比分别为：巴西 15.56%、英国 8.13%、意大利 7.37%、西班牙 6.81%、韩国 5.97%。

图 26：2019 年中国吻合器出口格局



数据来源：大连维斯马医疗器械研究中心，西南证券整理

图 27：2019 年国产品牌吻合器出口企业份额占比



数据来源：大连维斯马医疗器械研究中心，西南证券整理

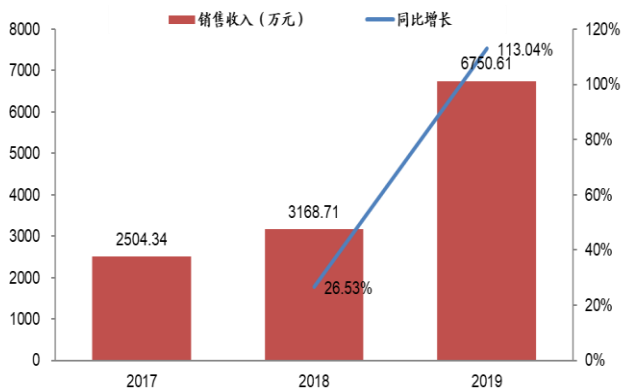
天臣医疗吻合器出口产品在国内自主品牌产品中占据较高的市场地位，2019 年出口额占中国自主品牌吻合器出口总额的 14.75%，位列国产吻合器出口企业第二，在欧洲市场如意大利、西班牙、奥地利等主要出口国均位居中国自主品牌出口商第一，在吻合器出口国前五名巴西、英国、意大利、西班牙和韩国的出口占比均处于前三名。2019 年，公司吻合器产品出口额在欧洲市场如意大利、西班牙、奥地利等主要出口国均位居中国自主品牌出口商第一。天臣医疗品牌在吻合器细分领域已成为中国制造高端医疗器械的代表，并在全球市场对国际大品牌发起挑战。

表 5：2019 年中国吻合器设备部分出口国家情况

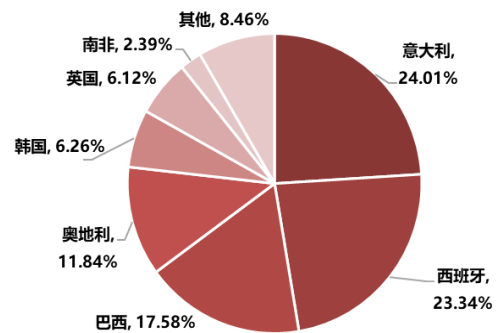
出口额排名	国家名称	中国出口商数量 (个)	天臣医疗占比	天臣医疗占比排名
1	巴西	9	23.00%	2
2	意大利	10	66.30%	1
3	英国	11	15.34%	3
4	西班牙	10	69.74%	1
5	韩国	9	21.35%	3

数据来源：大连维斯马医疗器械研究中心，西南证券整理

公司海外收入增速迅猛。公司产品销售的起步与突破从海外市场开始，首款吻合器产品 CSC 于 2007 年去的欧盟 CE 证书获准入市，就此在欧洲市场打开局面进而拓展国内市场。截至目前，公司产品销往欧洲、南美洲、亚洲、非洲和大洋洲，覆盖意大利、西班牙、奥地利、巴西、韩国、英国、澳大利亚等 32 个国家和地区。2017-2019 年期间，公司境外销售收入增幅较大，由 2017 年的 2504.34 万元增长至 2019 年的 6750.61 万元，2018 年度较上年同期增长 26.53%，2019 年度较上年同期增长 113.04%，整体态势迅猛。2020 年受疫情影响，海外收入明显下滑，我们预计后续随着海外疫情逐渐进入常态，公司海外业务有望企稳并回升。

图 28：公司海外收入规模及增速


数据来源：wind，西南证券整理

图 29：2019 年公司海外出口市场分布


数据来源：大连维斯马医疗器械研究中心，西南证券整理

公司现已建立较完善的境外营销体系，在带领国产中高端吻合器品牌冲击国际市场上具有一定的营销优势。公司营销团队秉持“围绕终端临床需求开展服务”的营销理念，遵循自主研发机制参加或组织国内外知名学术会议活动、培训等活动，使公司近年来营业收入快速提升，提高了品牌知名度，丰富了营销网络，优化了经销商结构，提高了营销能力。目前，公司已与世界领先的专业医疗设备、医药产品以及手术医疗器械制造商 B. Braun（德国贝朗医疗）开展长期业务合作，并分别与其西班牙、巴西、捷克子公司签订经销协议，由其代理天臣自主品牌产品在相关区域的销售。

未来，以临床术式创新引领配套手术器械迭代升级或更替的研发模式将成为公司维持产品质量与技术优势、进而提高全球市场渗透率的有效保障；经销商团队建立的专业销售与终端医院对接网络将加大公司在海外市场推广的深度与广度，成为打破欧美出口垄断局面、扩大市场影响力和品牌知名度的推进器。

3 募资资金主要用于研发项目布局

本次公开发行股份数量不超过 2000 万股，不低于发行后总股本的 25%，公司股东不在本次发行过程中进行老股转让。本次募集资金项目总投资 35983.8 万元，扣除发行费用后的净额全部用于公司主营业务相关的项目。

从募集资金用途来看，公司本次募集资金将全部重点投向高端外科手术吻合器等高值医用耗材所属的科技创新领域。其中，“研发及实验中心建设项目”将通过实验室与办公场地扩建、先进设备引进、高端技术人才引入与研发团队优化等从硬件和软件上协同提升公司研发能力，推进新产品开发和生产工艺改进。目前公司的产品研发主要集中于无源产品，随着

公司的快速发展、规模的逐步增长、下游市场需求的不断细化，公司的研发方向也将进一步拓展。随着项目推进，公司研发布局将扩展至儿童版包皮吻合器、第三代腔镜吻合器、电动智能吻合器（有源产品）、能量平台（有源产品）、血管吻合器及生物补片增强吻合器等产品类别。

“生产自动化技术改造项目”将以提高生产工艺智能化水平和产能扩张为核心，进一步丰富公司在高端外科手术吻合器领域的产品生产线，实现产品升级，进一步提升公司核心竞争力。

“营销网络及信息化建设项目”一方面通过营销网络建设、网点铺设、人才引入加深公司在国内外市场的布局，加以学术会议等推广活动扩大市场影响力及品牌知名度；另一方面凭借补充和完善现有 ERP、CRM 等管理信息系统，通过信息化建设助力公司整体管理、运营效率的提升。

表 6：公司募投项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	总投资	拟用募集资金投入金额	项目内容
1	研发及实验中心建设项目	17104.05	17104.05	通过扩大研发及创新中心的规模并新建实验中心，进一步增强公司的科研开发能力，拓宽实验室的实验范围，提升实验室的实验水平和检测能力。本项目将配套完整、先进的研发及实验设备，打造技术创新及实验平台，从而提升研发及创新中心新技术的开发、新产品的工业化实现、工艺的改进创新、产品的性能检测等研发能力。本项目将促进公司研发和生产技术不断优化创新，产品质量和技术附加值不断提高，为公司业务持续快速增长提供有力的技术支持。
2	生产自动化技术改造项目	8714.78	8714.78	本项目将布设四条智能自动化生产线，购进智能数控全自动超声波清洗一体机、全自动烘箱等自动化生产设备，以及智能化生产管理系统（MES）和智能化仓储管理系统（WMS）等智能化软件设备，进一步提高公司生产流程自动化、管理信息化和物流智能化的水平。本项目涉及生产线的技术改造以及新产品的产业化生产，可有效提升公司产能，满足公司业务扩张的需要。本项目实施后，一方面将大幅提高公司自动化制造水平和生产能力，另一方面将实现公司部分现有产品的升级换代，进一步提升公司核心竞争力。结合公司过去积累的行业技术以及成功的项目管理和产品推广经验，该项目的建设将使公司继续保持行业领先地位，提升公司盈利水平。
3	营销网络及信息化建设项目	7165.01	7165.01	本项目包含营销网络建设和信息化建设两部分。其中，营销网络建设将提升公司销售网点在全球的覆盖面，通过设立营销培训中心和临床培训中心的发展模式，争取实现对目标区域的全覆盖。同时，项目的建设还将着力于促进与所合作的销售终端的资源进一步整合。信息化建设则是在公司现有信息化建设基础上，通过建设和完善企业资源计划管理系统（ERP）、商业智能分析（BI）、客户关系管理（CRM）、产品生命周期管理（PLM）、供应链管理（SCM）、办公自动化（OA）等信息化模块，进一步优化公司业务流程，加快公司运营效率，提升公司市场反应速度，促进公司业绩提升。
4	补充流动资金	3000.00	3000.00	-
	合计	35983.84	35983.84	-

数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1: 2017-2019 年管型吻合器平均出厂价分别为 1082、1036、1035 元, 假设管型吻合器出厂均未来几年稳定在 1000 元/支, 预计 2020-2022 年销量增速分别为 0%、30%、30%, 毛利率稳定在 70%的水平。

假设 2: 2017-2019 年腔镜吻合器平均出厂价分别为 730、730、696 元, 腔镜吻合器今年受疫情影响增速放缓, 预计明后年回归高增长, 假设未来几年出厂均价维持 700 元/支, 2020-2022 年销量增速分别为 10%、50%、40%; 毛利率逐渐提升, 分别为 55%、60%、65%;

假设 3: 假设线型切割吻合器、荷包吻合器、线型缝合吻合器类产品 2020-2022 年销量增速分别为-20%、30%、20%, 毛利率基本稳定。

表 7: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
管型吻合器类	收入	81	79	102	133
	增速	45.0%	-3.4%	30.0%	30.0%
	毛利率	70.5%	70.0%	70.0%	70.0%
腔镜吻合器类	收入	68	75	113	158
	增速	49.4%	10.6%	50.0%	40.0%
	毛利率	52.3%	55.0%	60.0%	65.0%
线型切割吻合器类	收入	19	15	20	24
	增速	50.9%	-20.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	41.4%	40.0%	41.0%	42.0%
荷包吻合器类	收入	2	2	2	3
	增速	106.0%	-20.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	75.2%	75.0%	75.0%	75.0%
线型缝合吻合器类	收入	2	1	2	2
	增速	106.0%	-20.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	58.6%	58.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	173	173	239	320
	增速	45.1%	-0.1%	38.7%	33.7%
	毛利率	60.0%	60.7%	62.8%	65.4%

数据来源: Wind, 西南证券

根据上述假设, 预计 2020-2022 年收入分别为 1.7、2.4、3.2 亿元, 归母净利润分别为 3729、5748、8564 万元, 对应 EPS 分别为 0.47、0.72、1.07 元。今年受疫情影响, 收入、净利润略有下滑, 预计 2021、2022 年重回高增长。

4.2 相对估值

我们选取科创板高值耗材相关公司作为可比公司，公司作为一家立足于全球竞争市场的高端外科手术吻合器公司，凭其产品技术先进性及研发模式创新性，提高了国产吻合器的国际竞争力，有望实现国内进口替代+国际市场开拓双线发力，未来业绩向好。参考可比公司，给予 2021 年 80-90 倍 PE 估值，对应 57.6~64.8 元/股。

表 8：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS (元)			PE (倍)		
		(元)	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
688016.SH	心脉医疗	259.34	2.68	3.65	4.86	97	71	53
688050.SH	爱博医疗	209.60	0.91	1.36	1.86	231	154	113
688085.SH	三友医疗	53.04	0.58	0.86	1.20	91	62	44
688029.SH	南微医学	218.00	2.15	3.35	4.51	101	65	48
平均值						130	88	65

数据来源：Wind，西南证券整理。截止 2020-9-24

5 风险提示

- 1) 高值耗材带量集采未中标或大幅降价的风险；
- 2) 全球新冠疫情蔓延致境外销售业绩下滑的风险；
- 3) 新产品研发失败的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	172.76	172.59	239.44	320.17	净利润	42.01	37.29	57.48	85.64
营业成本	69.03	67.74	88.96	110.71	折旧与摊销	5.56	4.02	4.02	4.02
营业税金及附加	1.73	2.00	2.74	3.60	财务费用	-1.17	-2.21	-3.52	-4.44
销售费用	30.65	32.79	43.10	54.43	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	13.38	18.99	23.94	32.02	经营营运资本变动	-12.96	5.25	-4.28	-3.68
财务费用	-1.17	-2.21	-3.52	-4.44	其他	1.39	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	34.82	44.35	55.70	80.53
投资收益	0.04	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-3.66	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5.89	0.00	0.00	0.00
营业利润	45.15	39.48	62.67	95.04	短期借款	-9.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.45	3.38	3.40	3.40	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	48.60	42.86	66.07	98.43	股权融资	34.16	323.97	0.00	0.00
所得税	6.59	5.57	8.59	12.80	支付股利	-18.00	-8.40	-7.46	-11.50
净利润	42.01	37.29	57.48	85.64	其他	-36.91	2.14	3.52	4.44
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-29.75	317.71	-3.94	-7.05
归属母公司股东净利润	42.01	37.29	57.48	85.64	现金流量净额	0.88	362.06	51.76	73.48
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	18.84	380.90	432.66	506.14	成长能力				
应收和预付款项	2.47	3.11	4.15	5.37	销售收入增长率	45.14%	-0.10%	38.73%	33.71%
存货	27.10	26.59	32.92	42.46	营业利润增长率	89.67%	-12.57%	58.75%	51.65%
其他流动资产	1.04	1.04	1.45	1.93	净利润增长率	81.60%	-11.23%	54.15%	48.99%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	87.52%	-16.66%	53.00%	49.78%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	71.91	68.34	64.77	61.21	毛利率	60.04%	60.75%	62.85%	65.42%
无形资产和开发支出	3.35	2.91	2.46	2.02	三费率	24.80%	28.72%	26.53%	25.61%
其他非流动资产	0.19	0.19	0.19	0.18	净利率	24.32%	21.60%	24.01%	26.75%
资产总计	124.91	483.09	538.60	619.31	ROE	39.19%	8.11%	11.27%	14.66%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	33.63%	7.72%	10.67%	13.83%
应付和预收款项	12.61	18.08	22.33	27.63	ROIC	39.96%	32.16%	52.16%	74.71%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.67%	23.92%	26.38%	29.55%
其他负债	5.11	5.03	6.27	7.54	营运能力				
负债合计	17.72	23.11	28.60	35.17	总资产周转率	1.43	0.57	0.47	0.55
股本	60.00	80.00	80.00	80.00	固定资产周转率	2.75	2.91	4.29	6.13
资本公积	46.94	350.91	350.91	350.91	应收账款周转率	105.78	96.19	99.06	101.22
留存收益	0.18	29.06	79.09	153.22	存货周转率	3.07	2.52	2.89	2.82
归属母公司股东权益	107.18	459.98	510.00	584.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.77%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	107.18	459.98	510.00	584.14	资产负债率	14.19%	4.78%	5.31%	5.68%
负债和股东权益合计	124.91	483.09	538.60	619.31	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.97	18.68	17.12	16.31
					速动比率	1.34	17.48	15.92	15.06
					股利支付率	42.85%	22.53%	12.97%	13.42%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	49.54	41.29	63.17	94.61	每股收益	0.53	0.47	0.72	1.07
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	1.34	5.75	6.37	7.30
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.44	0.55	0.70	1.01
PS	0.00	0.00	0.00	0.00	每股股利	0.23	0.11	0.09	0.14
EV/EBITDA	—	—	—	—					
股息率									

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn