

一次性内镜定义新增长，出海空间可期

南微医学（688029.SH）深度报告

评级：买入（维持）

分析师：周平 SAC 执业证书编号 S0910523020001

- ◆ **内镜诊疗器械品类繁多，中高端治疗器械稳步进口替代。**2019年我国消化内镜诊疗器械市场规模约37亿元，其中，活检钳类2020-2025年CAGR为11%，内镜下切除诊疗品类2020-2025年CAGR为15%，ERCP品类2020-2025年CAGR为15%，均处于快速发展期。全球市场以进口为主，波士顿科学、奥林巴斯和库克占据超83%市场份额，预计2018年南微医学市占为2%，未来潜在提升空间巨大。内镜诊疗器械中国产活检钳、软组织夹等基础品类基本完成进口替代，电频切刀等中高端器械有望凭借性价比优势加速放量，ERCP类、EUS/EBUS类高端品类仍被进口厂商所主导，随着手术普及及国产产品技术升级，未来有望持续加快中高端品类进口替代。
- ◆ **内镜诊疗器械品类齐全，常规业务有望恢复快速增长。**公司的软组织夹凭借优异性能和性价比优势高速放量，2016-2021年营收CAGR约58%；中高端重磅产品黄金刀自2019上市以来，放量表现抢眼，ESD/EMR品类2016-2021年营收CAGR约46%，保持高速增长；同时布局高端ERCP类、EUS/EBUS类器械，打造内镜消化耗材全品类，未来有望借助基础耗材渠道优势和品牌优势打开进院通道，实现中高端器械快速放量。同时聚焦临床需求，加速推进创新产品更新迭代，2022年牵拉夹、三臂夹、闭合夹、合金夹等止血类产品相继获得国内注册，为公司提供新的增长点。2023年随着院内诊疗有序复苏，公司常规业务有望恢复快速增长。
- ◆ **一次性内镜成重要增长引擎，打开第二成长曲线。**中国一次性使用医用内镜市场规模2020年市场规模为3680万元，预计到2025年将增至14.2亿元，2021-2025年CAGR为108%，呈现快速发展趋势。公司的一次性胆道镜上市后快速放量，2022年实现营收1.9亿元；一次性支气管镜于2022年获得国内注册证，有望接力新增长；一次性胆道镜延伸产品等其他一次性内镜产品研发进展顺利。
- ◆ **国内外业务双轮驱动，器械出海打开成长空间。**公司以活检钳、支架及软组织夹等基础耗材打通渠道，后逐步导入ERCP、ESD、EUS/EBUS等高端耗材加速提升市场渗透；海外市场产品准入许可获批亮眼，三臂夹、星霸夹等创新产品陆续取得FDA认证，公司国际化进程提速。2022年公司海外营收占比42%，美洲市场实现同比增长15%；EMEA（欧洲、中东及非洲）市场同比增长6%。随着公司海外销售渠道持续优化，针对客户需求细化销售区域服务，服务协同有望进一步推动海外销售。
- ◆ **风险提示：产品销售不及预期风险，集中带量采购风险，海外销售的风险及费用控制不及预期风险。**

- ◆ 投资建议：预计公司2023-2025年归母净利润分别为4.98/6.40/8.32亿元，增速分别为51%/29%/30%，对应PE分别为32/25/19倍。考虑到今年院内诊疗复苏带动公司产品快速放量，一次性内镜成为第二增长引擎，公司业绩有望恢复快速增长。同时，公司目标从追求规模增长变为追求利润增长，严格控制费用，因此我们调整费用率，上调盈利预测，预计降费提效下利润改善预期向好，维持“买入”建议。
- ◆ 风险提示：产品销售不及预期风险，集中带量采购风险，海外销售的风险及费用控制不及预期风险。

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,947	1,980	2,629	3,421	4,425
YoY(%)	46.8	1.7	32.8	30.1	29.3
净利润(百万元)	325	331	498	640	832
YoY(%)	24.5	1.8	50.5	28.5	30.0
毛利率(%)	64.2	60.9	63.4	63.5	63.7
EPS(摊薄/元)	1.73	1.76	2.65	3.40	4.43
ROE(%)	11.0	10.2	13.7	15.4	17.1
P/E(倍)	48.7	47.8	31.8	24.7	19.0
P/B(倍)	5.4	4.9	4.4	3.8	3.3
净利率(%)	16.7	16.7	18.9	18.7	18.8

- 01 南微医学，内镜诊疗器械龙头
- 02 内镜诊疗器械品类繁多，中高端治疗器械稳步进口替代
- 03 内镜诊疗器械稳步增长，一次性内镜打开第二增长曲线
- 04 布局肿瘤消融+EOCT，丰富产品梯度
- 05 研发驱动产品创新迭代，出海空间可期
- 06 盈利预测与投资建议
- 07 风险提示

南微医学：国产内镜诊疗器械龙头

- ◆ 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。经过近20年的创新发展，公司逐步由非血管支架单一产品到三大技术平台，由国内市场为主到国内国际市场双轮驱动，已成为微创诊疗领域内具有较高科研创新实力和核心产品竞争优势，业绩高速增长的行业龙头公司。

南京微创医学科技有限公司成立；
食道支架、胆道支架获NMPA批准

天使投资者退出，香港协中（集团）有限公司受让其股权；

成立欧洲合资公司（MTE），在欧洲销售自有品牌产品；

2000年

2003年

2004年

2005年

2007年

2011年

获得国内风投的股权投资；
非血管支架系列产品获得CE证书，首次出口欧洲；
一次性活检钳研发成功并获得产品注册证和CE证书

成为欧美知名医疗器械企业的OEM/ODM供应商，出口美国；

“新型消化道支架的研发与应用”项目荣获国家科学技术进步奖二等奖；

获得外资私募基金投资，组建新管理团队、大力开发新产品

光相干断层扫描成像系统（EOCT）获美国FDA批准上市；

公司在科创板上市

2013年

2015年

2016年

2018年

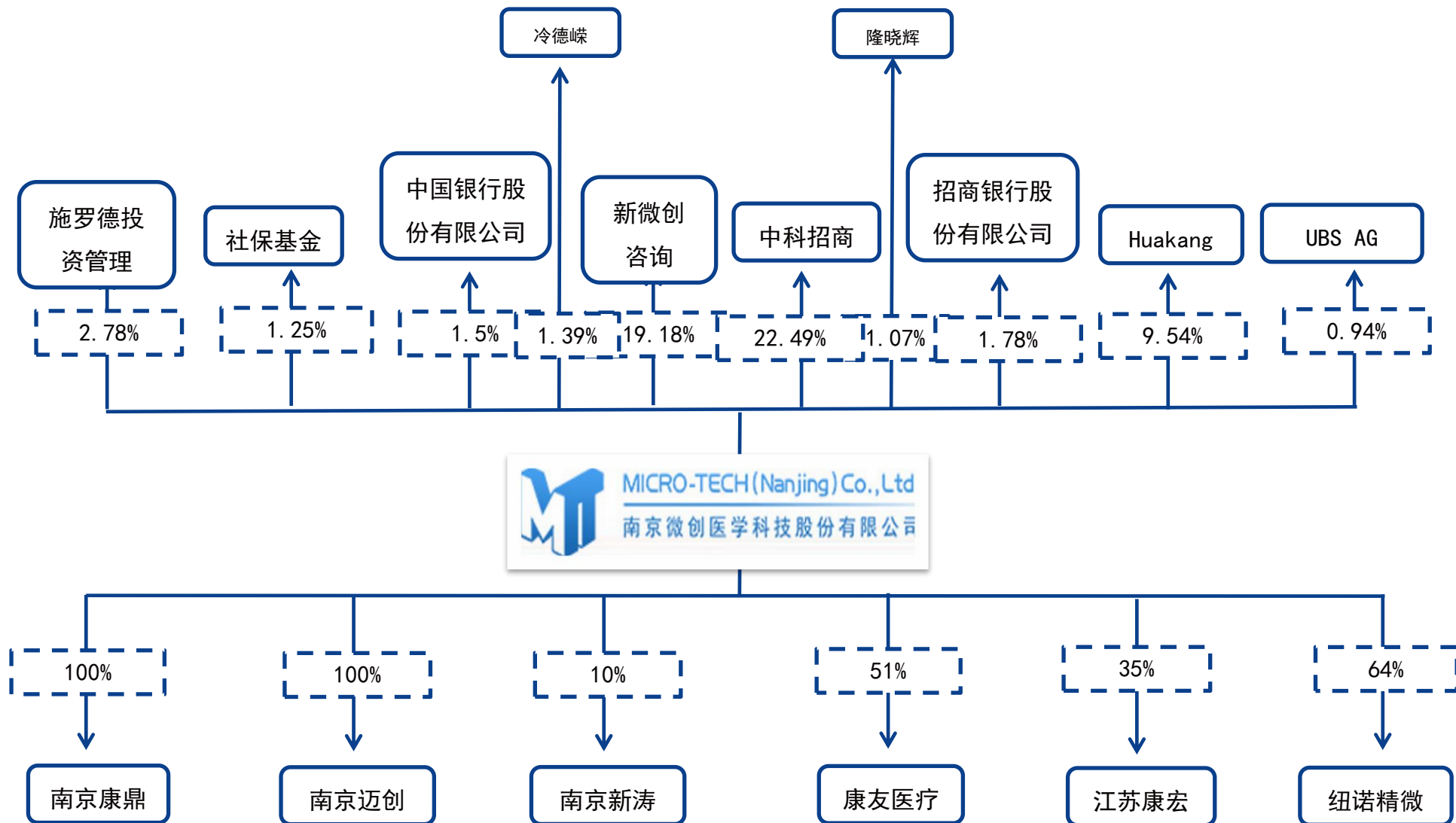
2019年

整体变更为股份公司；
“和谐夹”在中国和欧洲上市，基本形成内镜下微创诊疗器械产品线

收购德方股权，MTE成为全资子公司；
“内镜超声微创诊疗体系的建立与应用”项目荣获国家科技进步奖二等奖

公司的股权结构较为分散

图表：公司股权结构图示



管理层经验丰富

姓名	职务	介绍
隆晓辉	董事长	南京大学在职研究生。隆晓辉先生于1978年8月参加工作，曾先后任职于南京钟厂、南京市公安局、东方企业集团海宁公司、康福来有限公司、南京昌泰公司。1998年2月至2002年5月，任江苏中天投资发展有限公司董事长、总经理；2002年6月至今，任江苏中天龙董事长、总裁。2004年3月至2015年7月，任南微有限董事长。2015年7月至今，任本公司董事长。
冷德嵘	董事、总经理	本科学历，高级工程师。冷德嵘先生于1985年7月参加工作，曾先后任职于昆明手扶拖拉机厂、江苏周林频谱公司；1999年联合创办南京微创医疗产品有限公司。2000年5月至2015年7月，历任南微有限董事、副总经理、总经理。2015年7月至今，任本公司董事、总经理。冷德嵘作为发明人先后获得发明专利11项，美国专利1项，日本专利1项，欧洲专利1项，中国实用新型专利20项，曾主持省部级科技项目5项，获得国家科技进步二等奖1项。2013年，获国务院颁发的政府特殊津贴。
龚星亮	副总裁兼董事会秘书	1991年8月参军，1995年从解放军南京政治学院毕业，先后在解放军福州医学高等专科学校、南京军区联勤部司令部、安徽省军区政治部工作，2010年至2016年任安徽省国防动员委员会政治动员办公室、安徽省国防教育办公室专职副主任。2016年从部队自主择业。2016年7月至2018年4月先后任南京大生现代农业控股有限责任公司宣传总监、办公室主任、工会主席、监事。2018年1月当选为南京市第十六届人大代表。2018年5月，任本公司董事会办公室主任。2020年1月，任本公司董事会办公室主任兼投资法务高级总监。2020年3月，任本公司董事会秘书兼投资法务高级总监。2021年4月至今，任本公司副总裁兼董事会秘书。
李常青	董事、研发及业务拓展副总经理	硕士研究生学历。1998年12月至2001年2月，任Sigma-Aldrich Co., Ltd. 化学工程工程师；2001年2月至2008年5月，任Boston Scientific Corporation高级研发工程师、过程工艺部经理；2008年5月至2013年5月，任Interplex Industries, Inc. 技术总监以及其下属子公司Anrei Medical (Hangzhou) Co., Ltd. 副总经理。2013年5月至2015年4月，担任微创技术顾问。2015年4月至今，担任MTU总经理。2015年7月起，任本公司董事、研发及业务拓展副总经理。李常青先生作为发明人先后获得美国发明专利5项，曾主导多项新产品研发、上市、临床合作项目。
张博	营销副总经理	本科学历。张博先生于1994年3月参加工作，曾先后任职于山东三株实业有限公司、河南省富源实业有限公司，1998年3月至2010年9月，历任RADIONICS、Tyco Healthcare、Mediforce Technologies limited 大中华区培训师及推广主管、产品线全国管理经理；销售总监、产品推广总监；2011年5月至2013年5月，担任Anrei Medical (Hangzhou) Co., Ltd. 副总经理、销售总监。2013年5月至2015年7月，任南微有限副总经理。2015年7月至今，任本公司营销副总经理。2016年11月至今，任本公司董事。
芮晨为	副总经理兼财务总监	本科学历，注册会计师。2001年8月至2005年2月，任江苏公证会计师事务所审计师；2005年3月至2007年11月，任德勤华永会计师事务所高级审计师；2007年12月至2013年3月，历任天合光能集团有限公司财务经理、财务总监；2013年4月至2015年7月，任南微有限财务总监。2015年7月至2017年1月，任本公司财务总监。2017年1月至今，任本公司副总经理兼财务总监。
奚杰峰	首席科学家	博士学位。2002年毕业于清华大学并获精密仪器与测控学士学位，2005年毕业于清华大学并获光学工程硕士学位，2014年毕业于约翰霍普金斯大学并获生物医学工程博士学位，2014年7月至今，任本公司首席科学家。奚杰峰先生作为发明人先后获得发明专利3项。曾先后主持多个省市级科技项目，2016年，奚杰峰获得美国西贝尔学者，2016年入选南京市“高端人才团队引进计划”，2018年获得上海市科技进步二等奖。
李宁	质量法规总监	本科学历，中级质量工程师。2002年7月至2006年6月，历任南京万福金安有限公司研发工程师，质量工程师，研发主管；2006年9月加入南微有限，历任质量工程师、体系主管、质量经理、运营部经理、采购经理、质量总监、法规经理，2012年至今任本公司质量法规总监。
韦建宇	转化医学部资深工程师	本科学历，中级工程师。1997年至1999年，任柳州工程机械股份有限公司工程师；1999年至2008年，任南京强通机械电器有限公司副总经理；2008年至2013年，任施利博格（南京）数控磨床有限公司首席工程师；2013年2月加入南微有限，任转化医学部资深工程师。韦建宇先生先后主持或参与多项关键技术及新产品的研发。作为发明人先后获得了17项发明专利。2017年获得华夏医学科技奖、中华医学科技奖、辽宁省科学进步一等奖，2018年，获得国家科学进步奖二等奖。
潘长网	支架产品部质量法规经理	硕士研究生学历，医药工程中级职称。2005年7月加入微创有限，历任工程师、技术部副经理、运营部技术主任、江苏省微纳生物医疗器械设计与制造重点实验室及江苏省非血管腔道内支架工程技术研究中心主任工程师；2017年1月至今，任本公司支架产品部质量法规经理。潘长网先生从事公司非血管腔道系列支架的研究与开发工作，作为发明人先后获得了8项专利。

布局内镜诊疗+肿瘤消融+EOCT三大技术平台

内镜诊疗技术

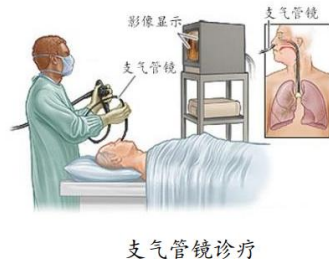
内镜诊疗器械应用于消化道和呼吸道疾病的临床诊断及治疗；运用内镜诊疗技术，医生可在内镜影像（直视、超声影像、EOCT影像等）引导下进行组织活检、息肉切除、肿瘤剥离、狭窄扩张、止血、静脉曲张套扎、胆汁引流、胆道取石、胰腺假性囊肿引流、胃-空肠吻合、组织消融等检查和治疗。



胃镜诊疗



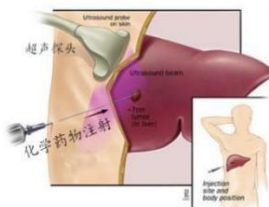
肠镜诊疗



支气管镜诊疗

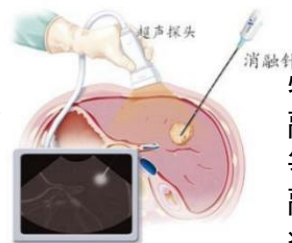
肿瘤消融技术

肿瘤消融技术是在影像设备，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。



化学消融

化学消融是在影像的引导下，向肿瘤内注射化学药物，从而灭活肿瘤病灶，而使肿瘤消融。



物理消融

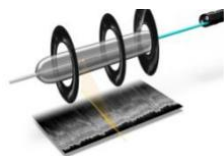
物理消融主要包括微波消融、射频消融、冷冻消融等。微波消融是一种热消融手段，通过加热使得肿瘤组织凝固坏死。

EOCT技术

EOCT内窥式光学相干断层成像系统由设备及探头两部分组成。医生将一根高速旋转的光纤及成像探头通过内窥镜工作管道插入人体腔道，对腔道横截面进行逐层扫描。

项目	常见术式
内窥式光学相干断层成像检查术	EOCT检查术

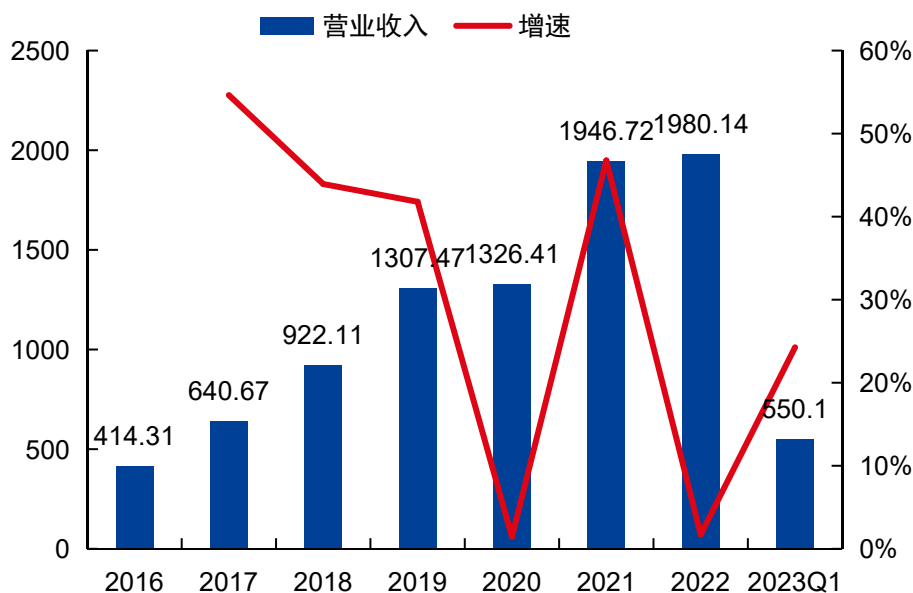
内窥式光学相干断层成像检查术



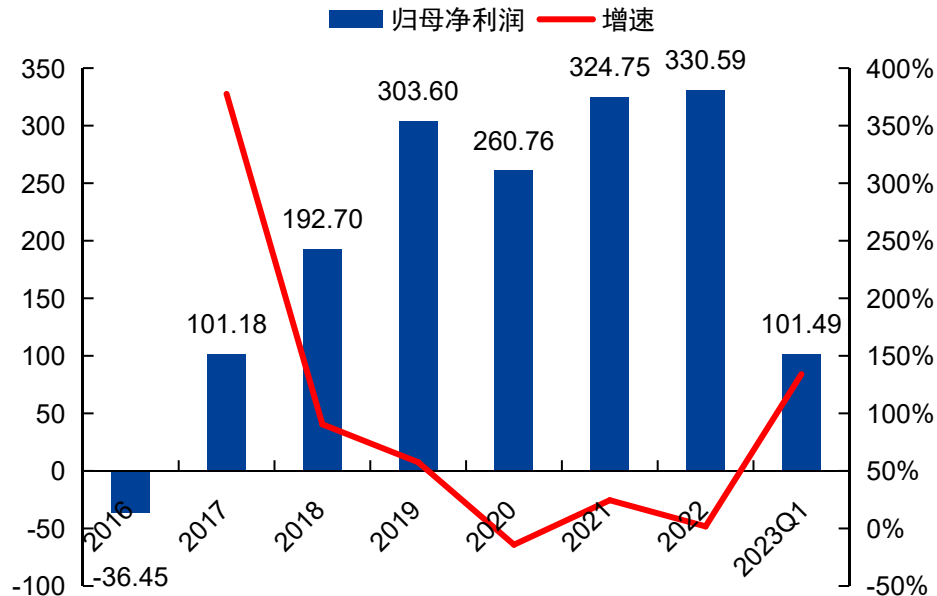
EOCT检查术

- ◆ 疫情影响出清，公司业绩有望重回高增长。公司营收从2016年4.14亿元增长至2022年19.80亿元，复合增速约30%，2020年和2022年因疫情影响同比略有增长。2023年Q1随着内镜诊疗需求逐步恢复，公司实现营业收入5.5亿，同比增加24%。未来随着疫情影响出清，公司业绩有望重回高增长。
- ◆ 从归母净利润来看，2016-2022年分别为-0.36、1.01、1.93、3.04、2.61、3.25和3.31亿元。2023年Q1实现归属上市公司股东净利润1.01亿元，同比增加134%，实现高速增长，主要系公司销售收入增长，降本增效所致。

图表：公司营收情况(百万)



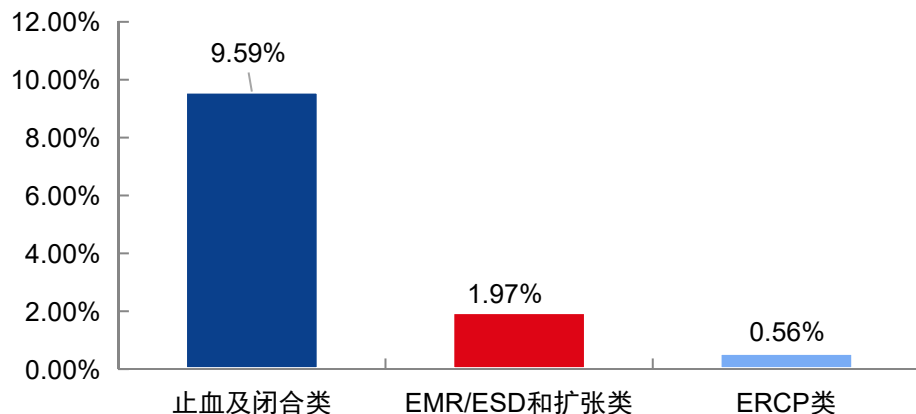
图表：公司归母净利润情况(百万)



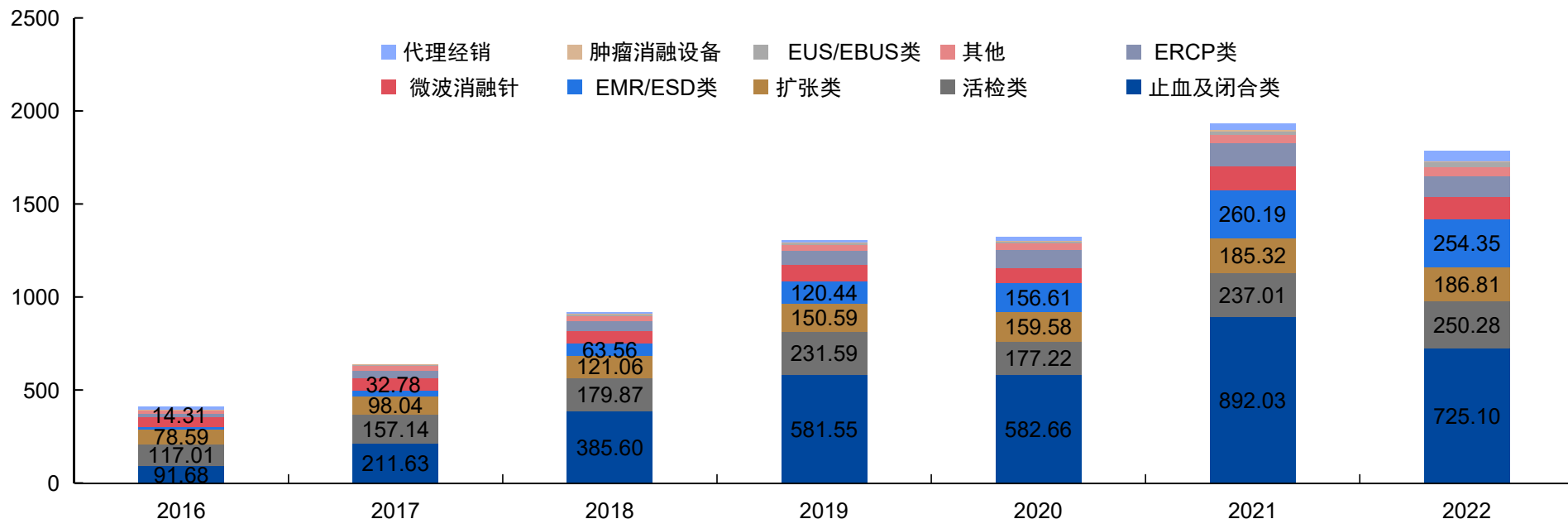
基础品类稳步增长，创新产品逐步放量

- ◆ **基础类产品稳步增长。**细分产品来看，闭合类产品营收占比最高，系公司主要营收来源之一；EMR/ESD类产品快速放量，营收占比逐年提升。因疫情影响胃肠手术诊疗开展，2022年公司基础耗材类产品营收有部分下滑。
- ◆ **创新产品逐步放量。**公司的ESD刀、痔疮套扎枪、食道支架、气道支架、Protrap（息肉瓶）等10多项新产品逐步获批上市，开始放量创收。

图：南微细分产品全球市占率情况（按2018年收入计）

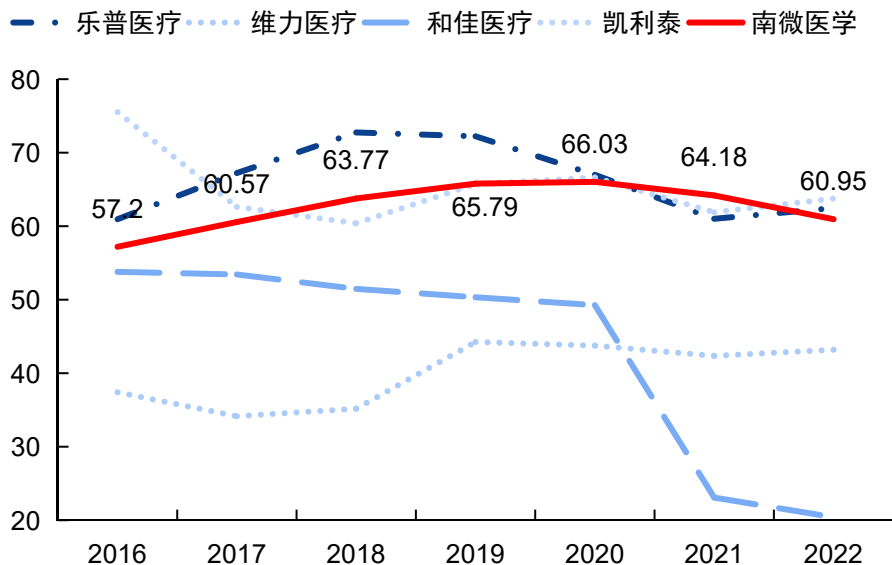


图：公司细分产品营收情况（百万）

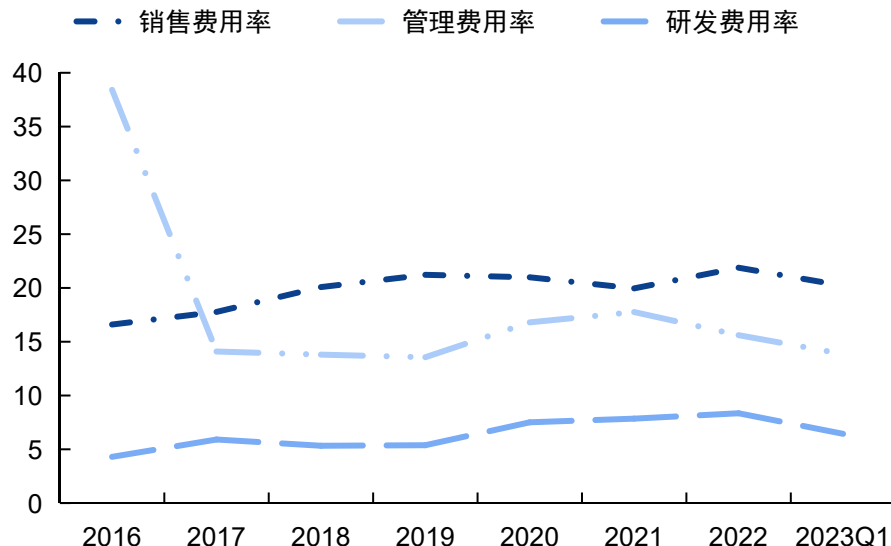


- ◆ **公司毛利率稳中有升。**2016年-2022年公司的毛利率分别为57.2%、60.57%、63.77%、65.79%、66.03%、64.18%及60.95%，整体保持稳定，2022年毛利率略有下降，主要系公司毛利略低的可视化产品快速放量，营收占比提升，未来随着新品规模化放量，毛利有望改善。
- ◆ **降本控费渐有成效，费用率呈下降趋势。**公司不断推动自动化设备导入，通过工艺改进及供应商的优化推动成本降低。研发费用方面，公司从追求规模转到注重投入回报比，针对性的加大关键项目研发投入；销售费用端来看，随着国内疫情放开，公司会相关学术会议及差旅费会有部分增长；管理费用保持稳定。

图：可比公司毛利率情况（%）



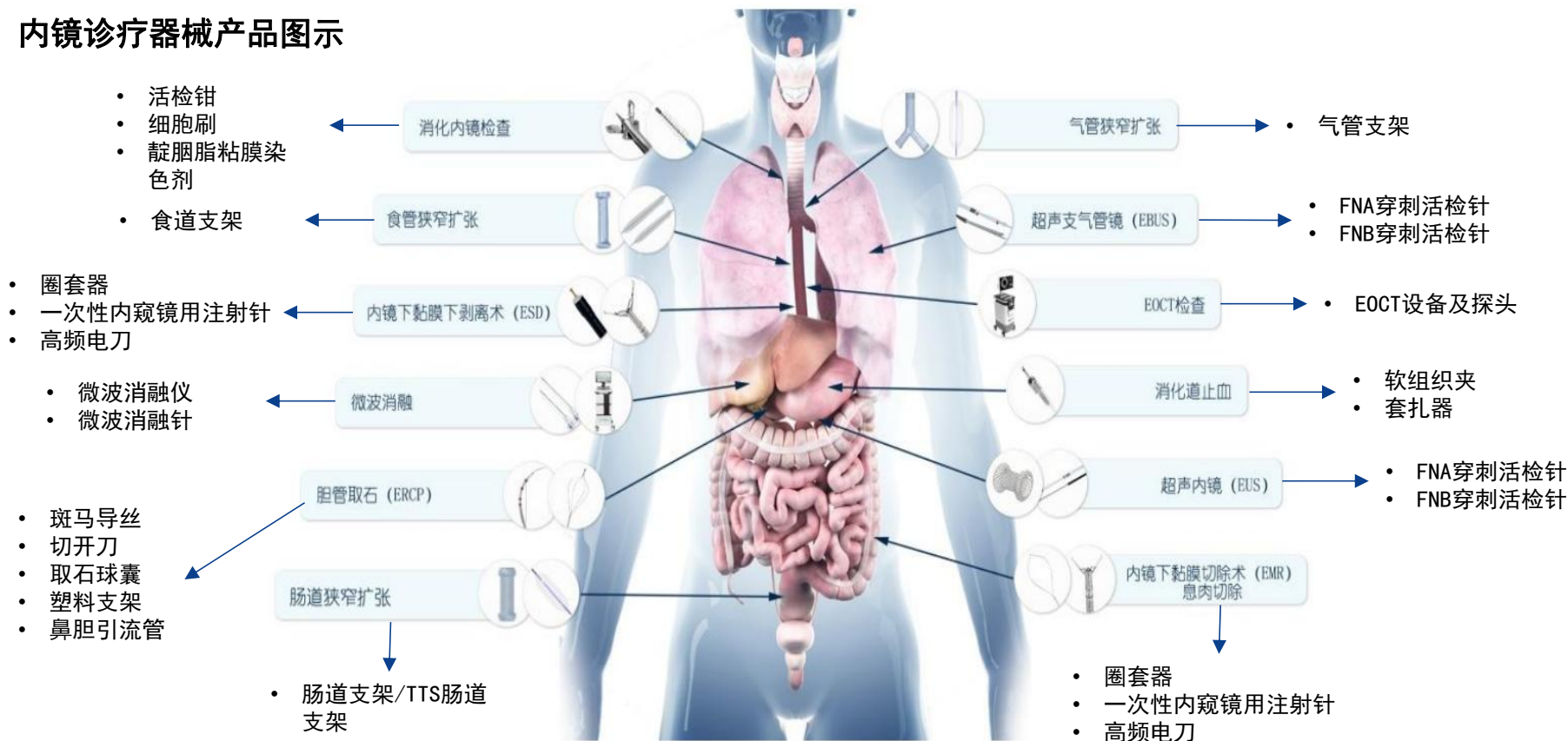
图：公司费用率情况（%）







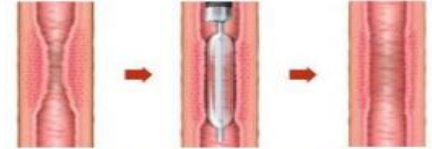
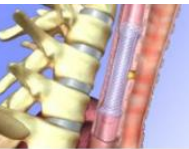



- 01 南微医学，内镜诊疗器械龙头
- 02 内镜诊疗器械品类繁多，中高端治疗器械稳步进口替代
- 03 内镜诊疗器械稳步增长，一次性内镜打开第二增长曲线
- 04 布局肿瘤消融+EOCT，丰富产品梯度
- 05 研发驱动产品创新迭代，出海空间可期
- 06 盈利预测与投资建议
- 07 风险提示

- ◆ 消化内镜配套微创诊疗器械，用于消化道疾病的临床诊断和治疗。临床医生通过内镜获得人体腔道内的实时动态图像诊断病症，利用合适的器械取得活体组织进行体外检测，而后根据检测结果选择专用的微创手术器械开展特定的手术治疗。
- ◆ 按照治疗用途主要分为活检类、止血与闭合类、EMR/ESD类、扩张类、ERCP类、EUS/EBUS类及其他类器械。

图：内镜诊疗器械产品图示



内镜诊疗术式繁多，配套器械种类多样

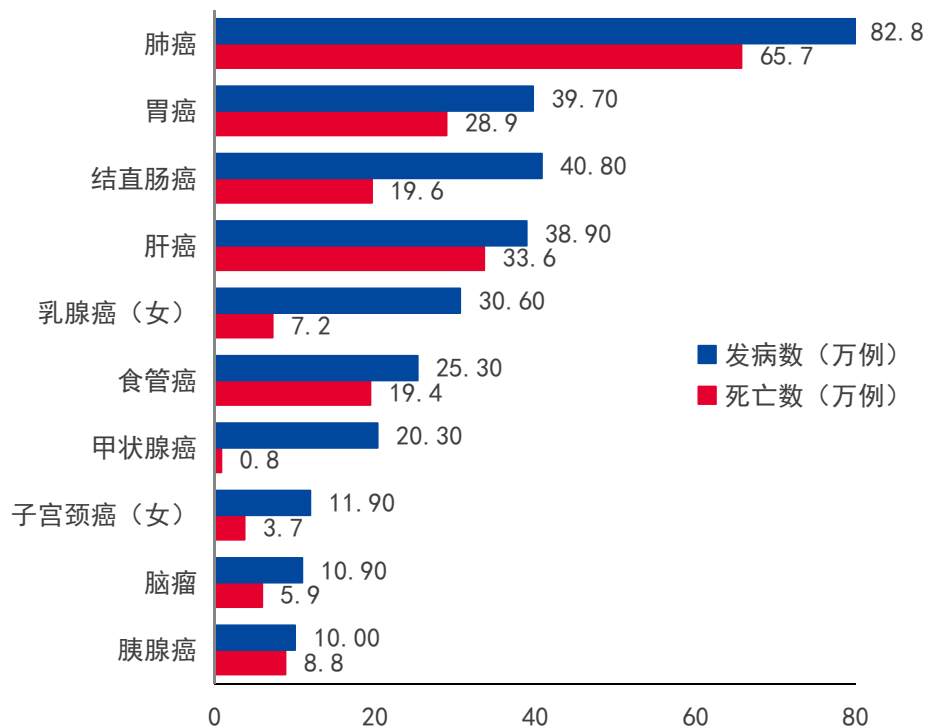
术式	图示	配套器械
 <p>胃肠镜检查术</p>	 <p>黏膜染色 活检 细胞刷检</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 黏膜染色剂 • 活检钳 • 细胞刷
 <p>息肉电切除术</p>	 <p>黏膜下注射 微小息肉切除 息肉切除 金属夹创面缝合</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 注射针 • 圈套器 • 抓钳 • 高频电发生器 • 黏膜切开刀 • 软组织夹
 <p>扩张术</p>	 <p>球囊扩张</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 扩张球囊
 <p>支架植入术</p>	 <p>食道支架置入术 肠道支架置入术 胆道支架置入术 气管支架置入术</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 食道/肠道/胆道/气管支架 • 可携带放射粒子支架 • 气管支架
 <p>消化道出血治疗</p>	 <p>硬化剂注射止血 血管夹夹闭止血</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 可旋转重复开闭软组织夹 • 套扎器 • 注射针

内镜诊疗术式繁多，配套器械种类多样

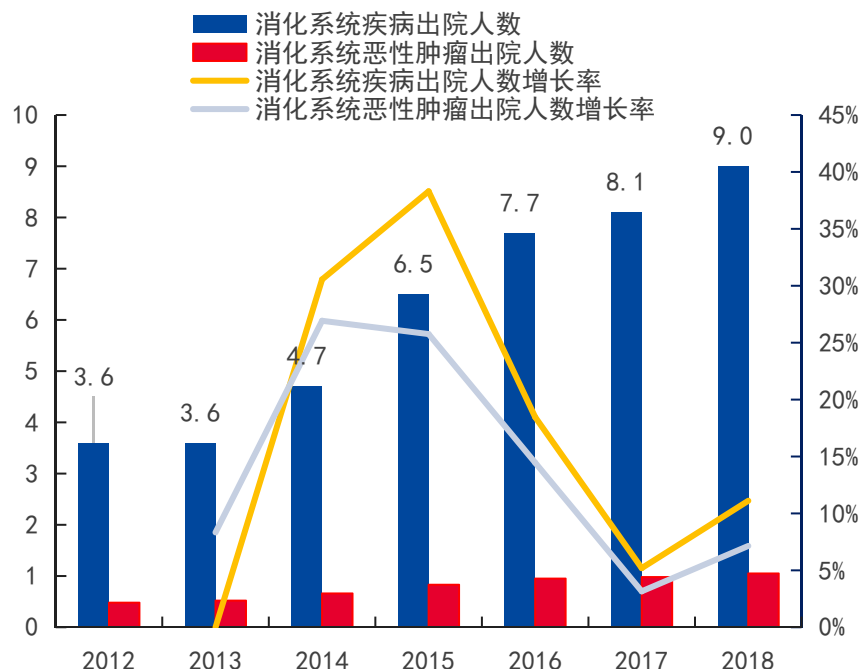
术式	图示	配套器械
 <p>内镜黏膜下剥离术 (ESD)</p>	 <p>黏膜下注射 黏膜下剥离 金属夹创面缝合 尼龙圈+夹子荷包缝合</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 针式电刀 • 透明帽 • 注射针 • 活检钳 • 钛夹或和谐夹 • ESD专用刀
 <p>胆管取石、扩张、引流 (ERCP)</p>	 <p>乳头括约肌切开 乳头括约肌扩张 胆管取石 鼻胆管引流术</p>  <p>胆管内引流术 金属胆道支架引流</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 高频电发生器 • 取石球囊 • 切开刀 • 扩张球囊 • 导丝 • 鼻胆/胰引流管碎石/取石网篮/造影导管
 <p>静脉曲张套扎术</p>	 <p>静脉曲张套扎术</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 扩张球囊
 <p>超声内镜 (EUS)</p>	 <p>超声穿刺活检术 超声穿刺抽吸术 胰腺囊肿引流术 胃-空肠吻合术</p>	<ul style="list-style-type: none"> • FNA穿刺活检针 • FNB穿刺活检针
 <p>经人体自然腔道内镜下手术</p>	 <p>经胃腔胆囊切除术</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 金属钛夹

- ◆ **我国消化道疾病新发与死亡病例多。**根据国家癌症中心2022年发布的统计数据，2016年全国新发恶性肿瘤约406.40万例，恶性肿瘤死亡例数约241.35万例。结直肠癌、胃癌、食管癌等消化道癌症的新发病例数超过100万例，死亡例数超过60万例。
- ◆ **消化系统疾病患者基数持续扩大。**从趋势上看，2014年和2015年全国因消化系统疾病及恶性肿瘤而住院的病例数显著增加，2016年至2018年增速放缓，年均增长率在10%左右，基数不断扩大。

图：2016年中国前10位恶性肿瘤发病及死亡情况统计



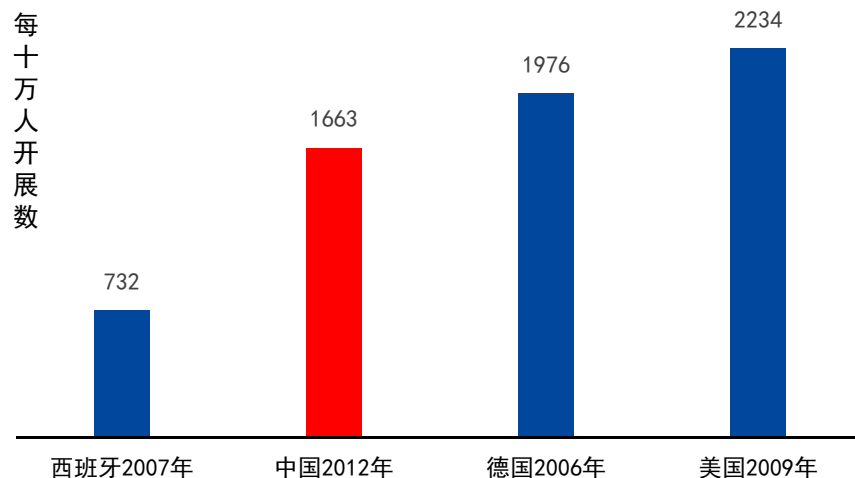
图：中国消化系统疾病及恶性肿瘤出院人数情况



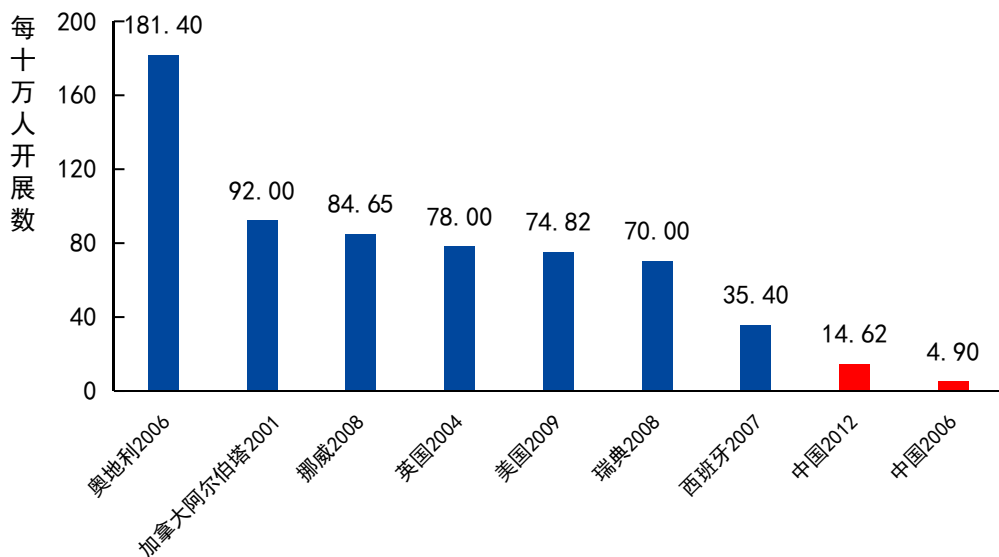
中国胃肠镜及ERCP开展率较部分发达国家低

- ◆ 与部分发达国家胃镜开展率对比来看，美国的胃镜开展率最高，中国2012年的开展量仅接近德国2006年的胃镜开展量，与美国差距较大，未来潜在增长空间较大；
- ◆ 与部分发达国家肠镜开展率对比来看，2009年美国的肠镜开展率已达到最高，而中国每10万仅435人开展，差距巨大。
- ◆ 与部分发达国家每10万人ERCP开展率相比，中国同样处于起步阶段。纵向来看，2012年较2006年进步很大，未来发展空间巨大。

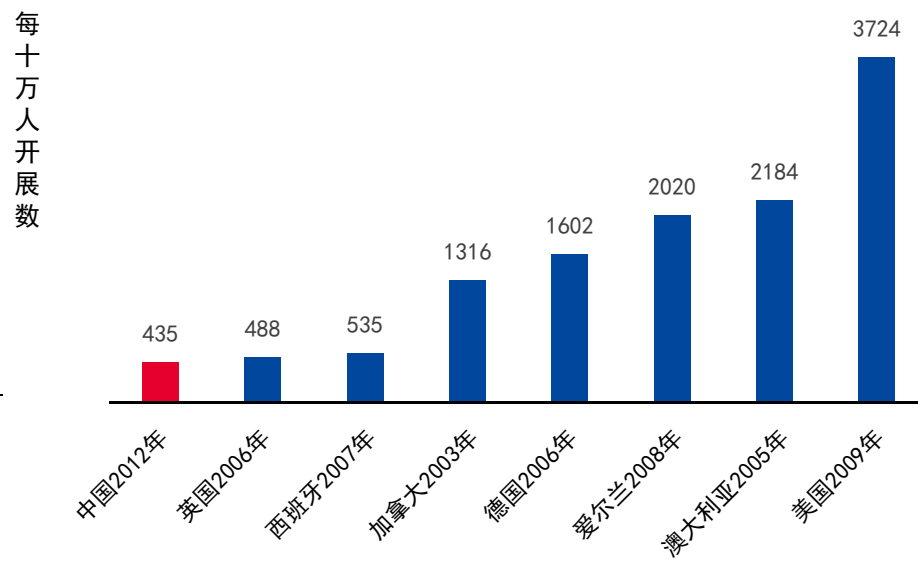
图：中国与部分发达国家胃镜开展率比较



图：中国与部分发达国家ERCP开展率比较



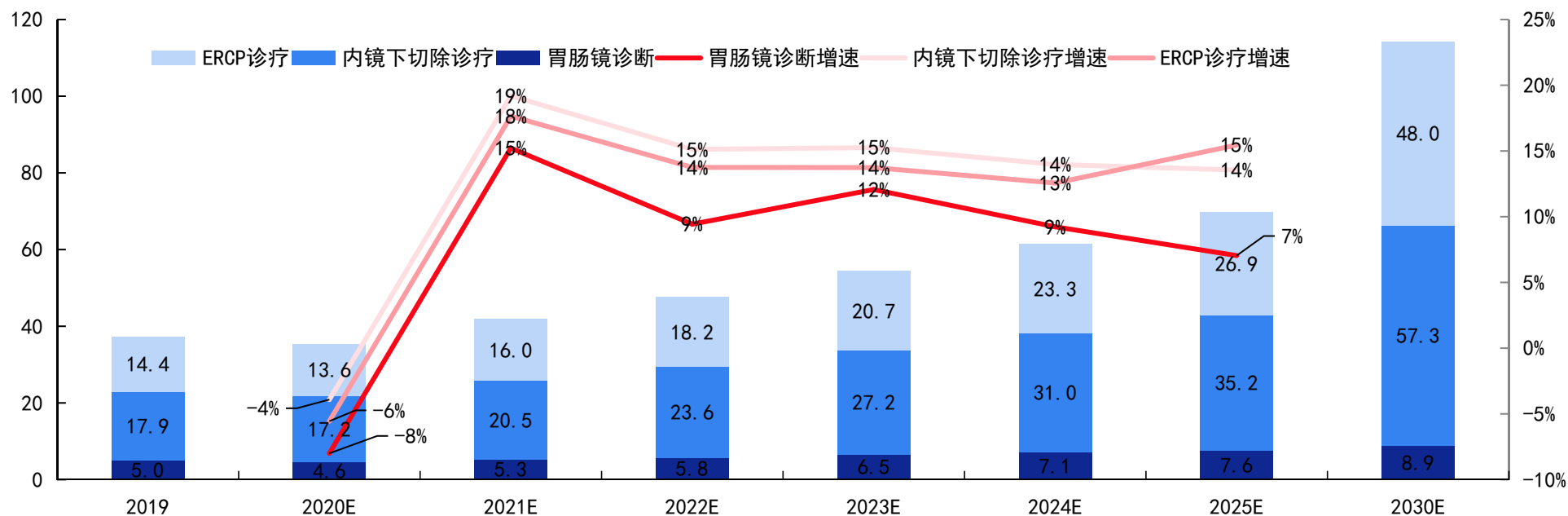
图：中国与部分发达国家肠镜开展率比较



我国消化内镜检查早筛早治比例偏低

- ◆ 我国消化内镜检查早筛早治比例偏低。研究表明，相比影像学检查方法，内镜检查可使胃癌死亡率下降50%至67%。以2012年的数据计算，我国40岁以上人群胃癌筛查率不超过4%，远低于韩国的43.9%。我国消化内镜诊疗市场的发展动力主要来源于40岁以上人口数量的增加以及消化内镜检查率的提升。
- ◆ 我国消化内镜诊疗器械细分来看，胃肠镜诊断器械2019年市场规模为5亿元，预计2030年市场规模增长为8.9亿元，复合增长率为9%；内镜下切除诊疗涉及器械2019年市场规模为17.9%，预计将以11%的增速增长至2030年的57.3亿元；ERCP类产品2019年市场规模14.4亿元，预计2030年市场规模将达到48亿元，CAGR为12%，保持快速增长。随着未来消化内镜检查率的提升，我国消化内镜器械将持续扩容。

图：我国消化内镜诊疗器械市场规模（亿元）

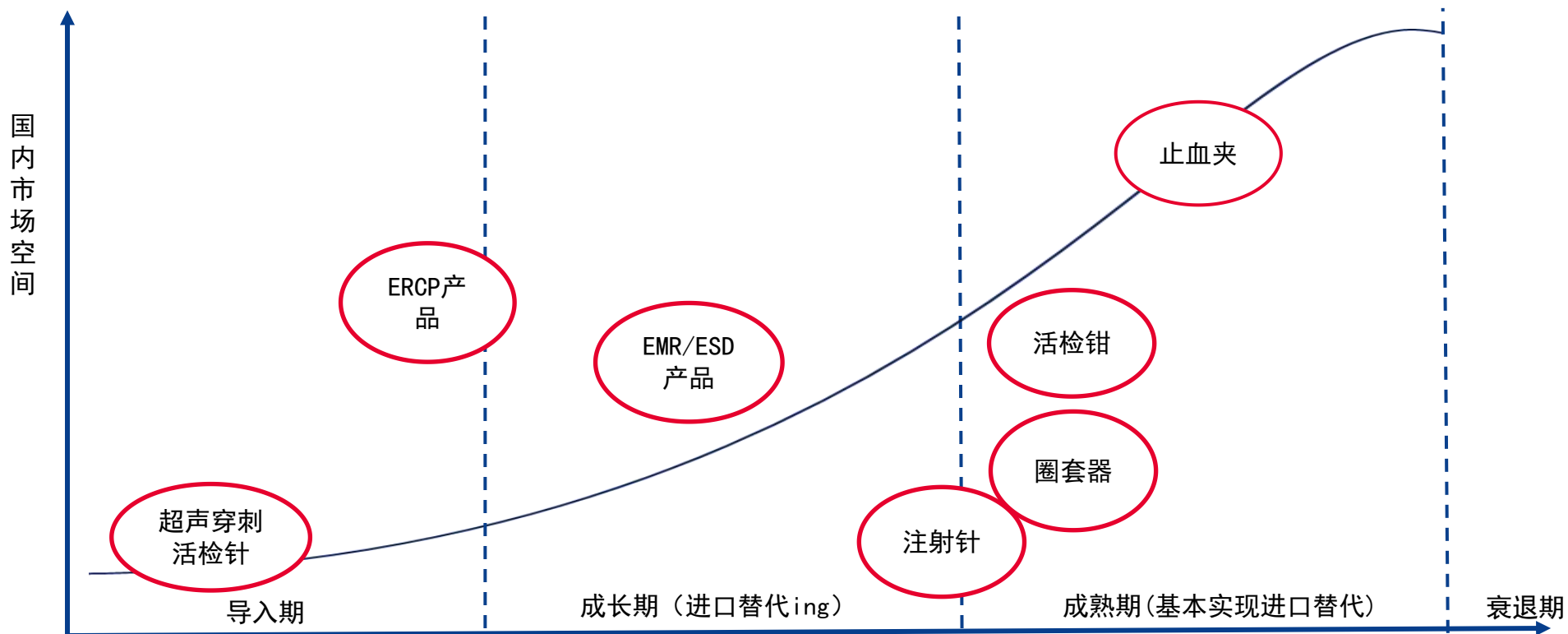


注：胃肠镜诊断涉及产品为活检钳；内镜下切除诊疗涉及产品为注射针、圈套器、黏膜切开刀、止血夹；ERCP诊疗涉及产品为ERCP类产品

国内消化内镜诊疗耗材转向中高端替代

- ◆ 活检钳、软组织夹等基础类品类已基本完成进口替代，电频切刀等中高端器械有望凭借性价比优势加速进口替代，ERCP类、EUS/EBUS类高端器械仍被进口厂商所主导，随着ERCP类、EUS/EBUS复杂手术普及及国产产品技术升级，未来有望持续加快中高端器械进口替代。

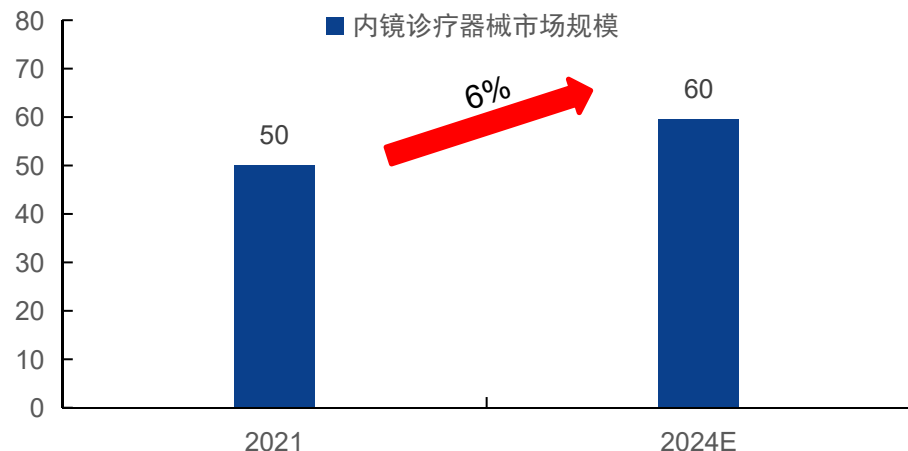
图：我国消化内镜诊疗器械市场发展情况



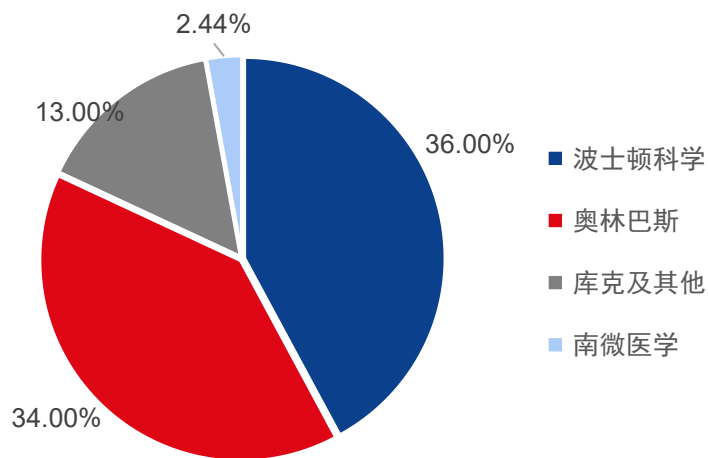
内镜诊疗器械市场以进口厂商为主

- ◆ 据波科披露，2021 年全球内镜微创诊疗器械市场规模预计为 50 亿美元，其中应用于胆胰管疾病、消化道癌症和消化道出血治疗的器械分别为 16 亿美元、14 亿美元和 7 亿美元，预计分别以 7%、3% 以及 8% 的增速增长至 2024 年的 19、17 和 8 亿美元。
- ◆ 全球内镜诊疗器械市场以进口厂商为主，据 Frost&Sullivan 调查显示，波士顿科学的市占率为 36%、奥林巴斯为 34%、库克为 13%。据南微医学推算，2018 年公司全球市占率约为 2.44%，公司未来潜在提升空间巨大。

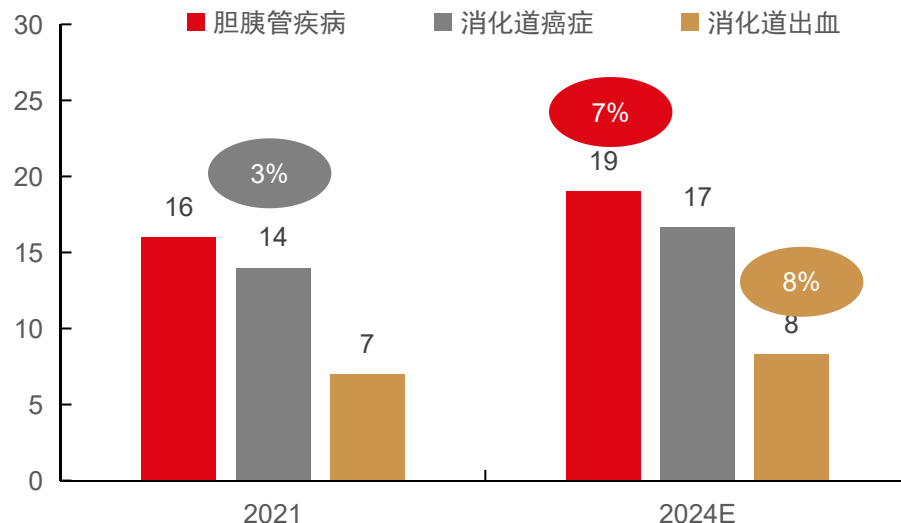
图：全球内镜诊疗器械市场规模（亿美元）



图：全球内镜诊疗市占率情况（按2018年收入计）



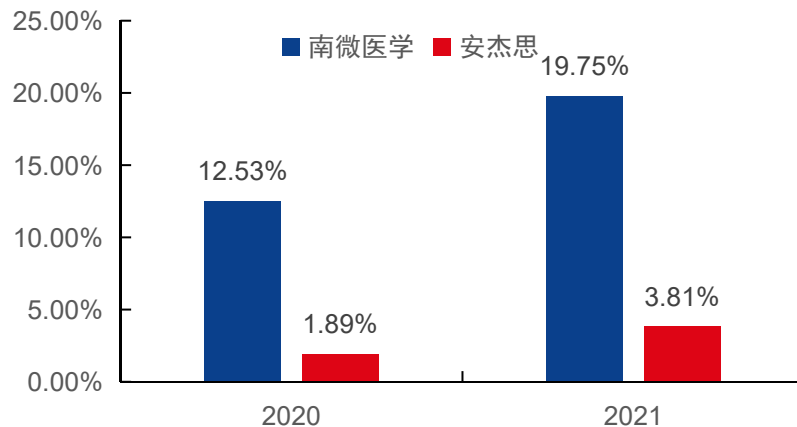
图：全球内镜诊疗器械细分领域市场规模（亿美元）



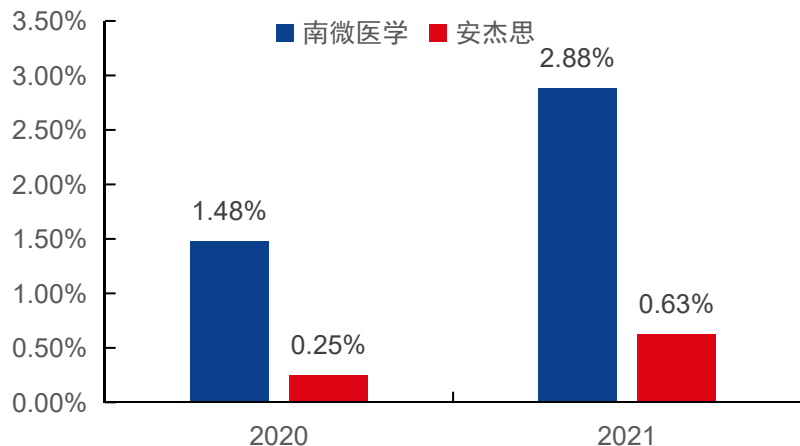
国产中高端消化内镜器械的市占率逐步提升

- ◆ 从国产主要消化内镜器械厂商的全球市占率来看，止血闭合夹等基础器械市占率较高，2021年南微医学的市占率近20%，较2020年有较大提升；安杰思产品市占率也稳步提升；
- ◆ EMR/ESD以及ERCP等中高端消化器械2021年市占率较2020年也有小幅增长。南微医学的EMR/ESD产品市占由2020年的1.48%增长至2021年2.88%，接近翻倍增长。安杰思EMR/ESD以及ERCP产品的市占率逐步提升。

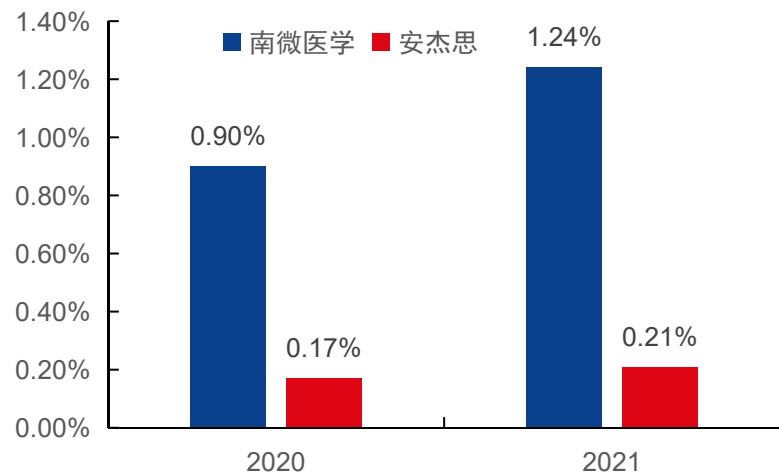
图：止血闭合类南微医学和安杰思全球市占率情况



图：EMR/ESD类南微医学和安杰思全球市占率情况



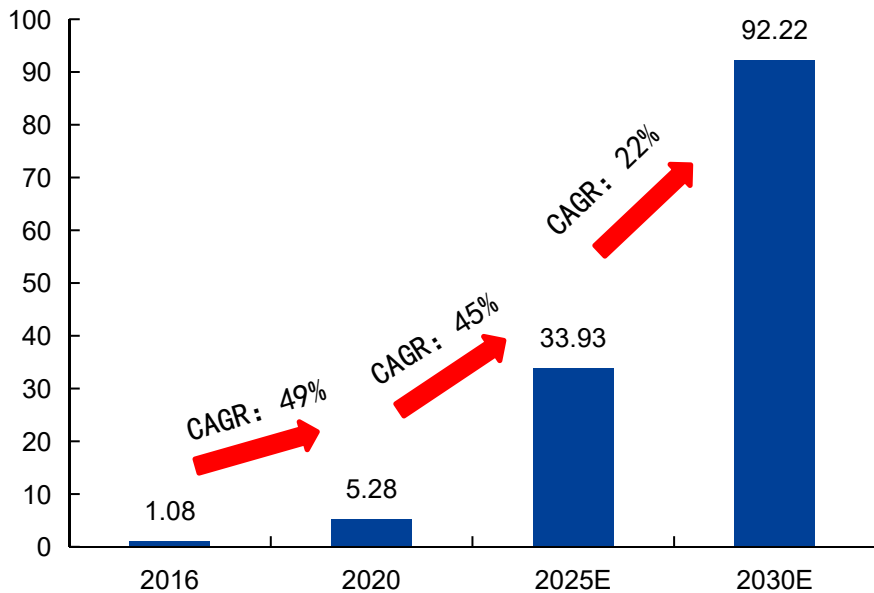
图：ERCP类南微医学和安杰思全球市占率情况



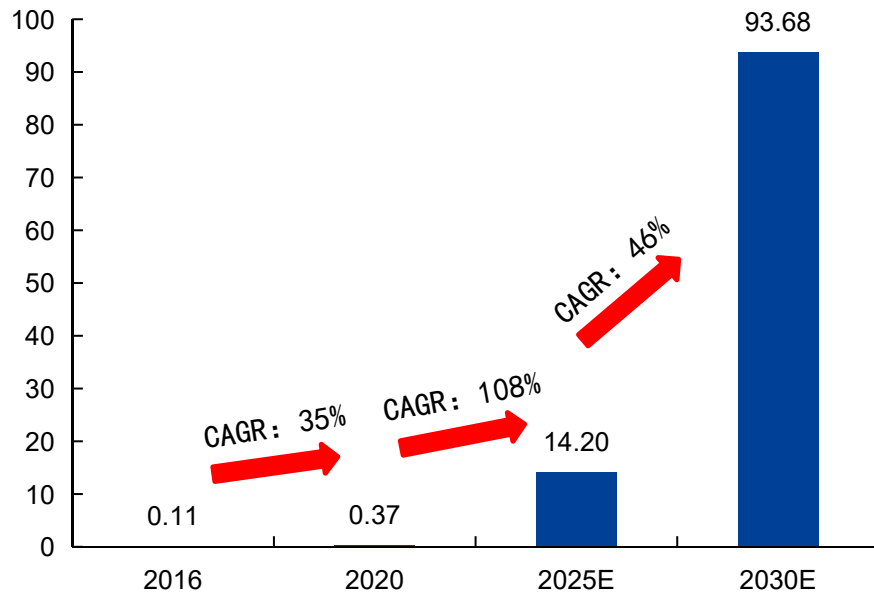
内镜耗材化趋势渐成，行业呈快速增长趋势

- ◆ 内镜耗材化趋势逐渐形成，一次性内镜开始得到广泛应用。相比传统重复使用内镜，一次性内镜具有结构简单、无需消毒、避免交叉感染、方便使用等优点。
- ◆ 根据 Frost&Sullivan 统计，全球一次性内镜市场规模从2016年的1.08亿美元增长至2020年的5.28亿美元，CAGR为49%；预计到 2025 年将增至33.93亿美元，CAGR为45%。中国一次性使用医用内镜市场规模自 2016 年的 1120 万元人民币增至 2020 年的 3680 万元，年增长率为 35%；预计到 2025 年将增至 14.2 亿元人民币，2021-2025 年复合增长率为 108%，呈现快速发展趋势。

图：全球一次性内镜市场规模（亿美元）



图：中国一次性内镜市场规模（亿元）



- 01 南微医学，内镜诊疗器械龙头
- 02 内镜诊疗器械品类繁多，中高端治疗器械稳步进口替代
- 03 内镜诊疗器械稳步增长，一次性内镜打开第二增长曲线
- 04 布局肿瘤消融+EOCT，丰富产品梯度
- 05 研发驱动产品创新迭代，出海空间可期
- 06 盈利预测与投资建议
- 07 风险提示

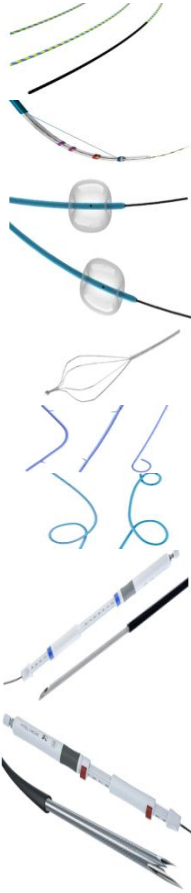
内镜诊疗：公司内镜诊疗器械品类丰富

图：公司内镜诊疗产品品类

类别	产品	用途	获批时间	产品图片
活检类	活检钳	用于钳取消化道、呼吸道活体组织样本	2016	
	细胞刷	供临床刷取细胞样品用	2016/2017	
	靛胭脂粘膜染色剂	用于消化道黏膜染色	-	
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	2015	
	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	2016	
	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	2014	
	高频电刀	与内窥镜配合使用，利用高频电流切开消化道内组织	2019	
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	2014	
	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	2016	
	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	2019	
	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	2016	
	胆道支架/TTS胆道支架	用于因恶变造成的胆道狭窄或梗阻的扩张治疗	2016	
	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	-	
	气管支架	用于治疗因恶性病变造成的气管狭窄	2020	

内镜诊疗：公司内镜诊疗器械品类丰富

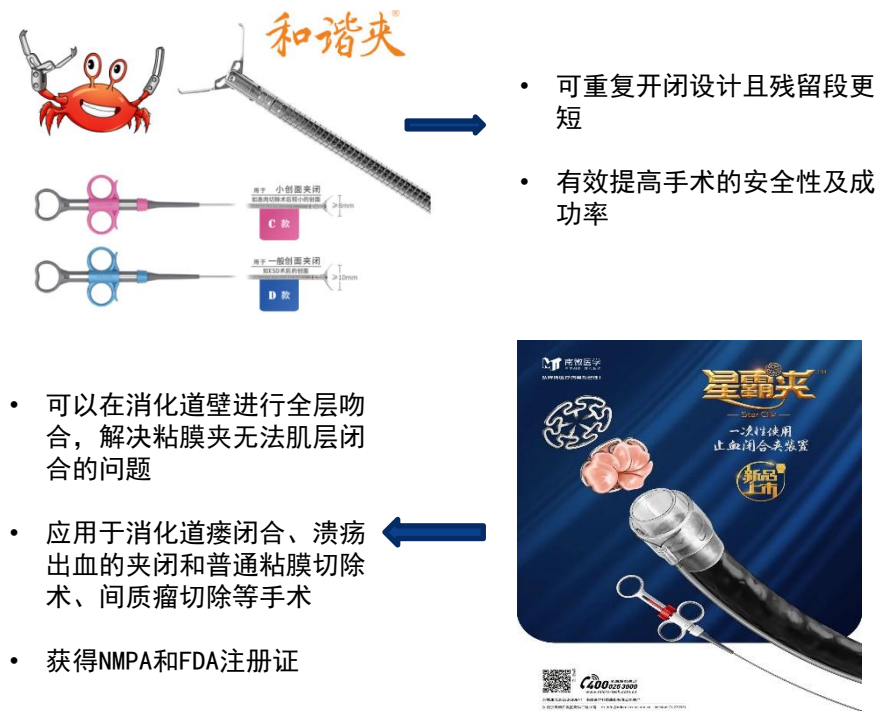
图：公司内镜诊疗产品品类

类别	产品	用途	获批时间	产品图片
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	2016	
	切开刀	产品适用于胰胆管系统插管及括约肌切开术	2016	
	取石球囊	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残留的混浊物	2016	
	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	2016	
	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	2014	
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	2020	
	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	2020	
一次性内镜	一次性胰胆成像导管	产品与成像控制器连接使用，专为胰胆系统的内镜手术过程的诊疗应用提供显像，并为其他诊疗附件提供工作通道。	2021. 11. 11	
	一次性使用支气管成像导管	一次性使用支气管成像导管可与电子内窥镜图像处理器、内窥镜附件以及其他辅助设备配套使用以用于导气管及气管支气管树内的内窥镜检查。	2022. 07. 05	

爆款单品：软组织夹

- ◆ 公司的爆款单品软组织夹采用可重复开闭设计且残留段更短，有效提高手术的安全性及成功率，更好的满足临床需求，且与国外巨头产品相比，产品性能基本持平。公司的止血闭合类产品凭借较高的性价比优势基本实现国产替代，同时公司加大海外市场布局，加速产品海外推广。
- ◆ 医工结合针对临床痛点开发新产品，产品升级迭代速度。公司开发的一次性止血闭合夹装置（星霸夹）有较好的生物相容性，可以在消化道壁进行全层吻合，解决粘膜夹无法肌层闭合的问题，可应用于消化道瘘闭合、溃疡出血的夹闭和普通粘膜切除术、间质瘤切除等手术，更好地满足临床需求。

图：公司止血夹产品图示



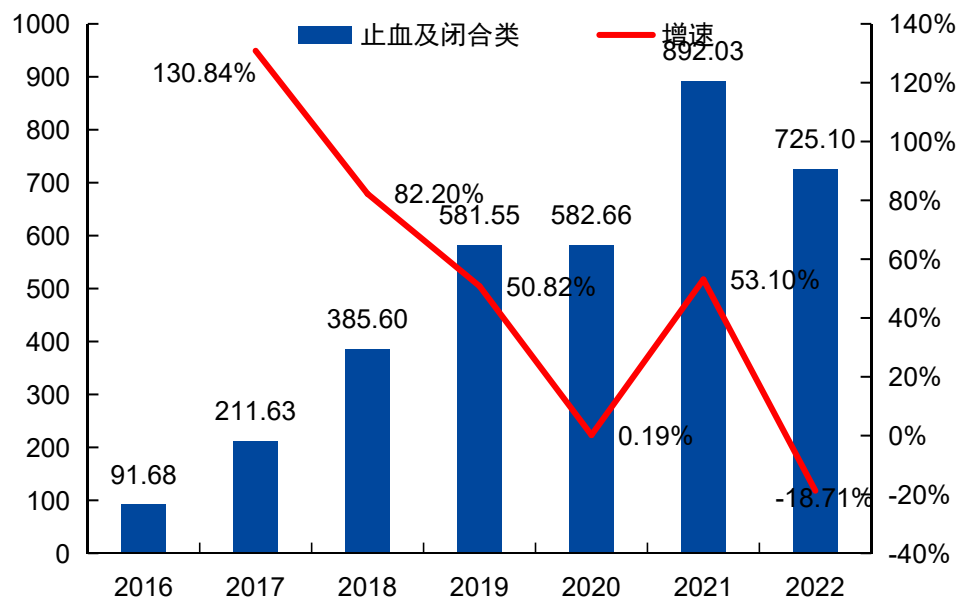
图：公司止血夹产品与竞品比较

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、 1800/1950/2 300/2350/27 00)	2.6* (1550/2350)	2.4*2300	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

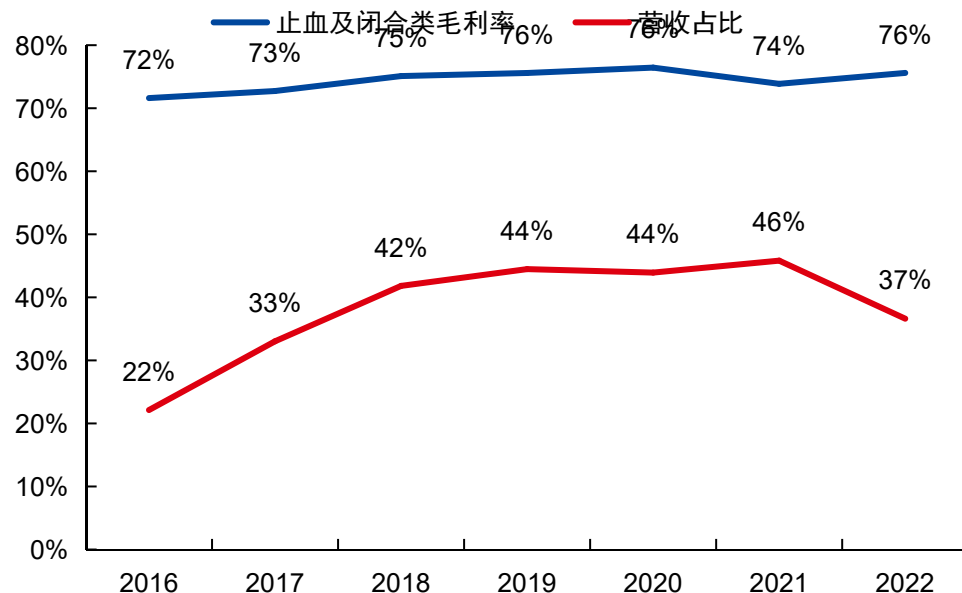
止血闭合夹类：贡献主要营收

- ◆ 公司止血闭合夹产品贡献主要营收，2023年营收占比略有下滑约37%。除2020和2022年疫情影响外，止血闭合夹类产品营收均保持较高增速，2016-2021年复合增速58%。预计23年疫情影响出清，随着院内诊疗稳步复苏，内窥镜诊疗等择期手术有望实现恢复性增长，带动公司基础品类耗材恢复放量，同时公司牵拉夹、三臂夹、闭合夹等新品陆续上市销售，为公司带来新的营收增长点。
- ◆ 毛利率端来看，止血闭合夹产品毛利率稳中有升，保持在较高水平。

图：公司止血夹产品营收情况（百万）



图：公司止血夹产品毛利率和营收占比情况 (%)



- ◆ 公司产品黄金刀于2019年获批上市。2020年产品营收来看，黄金刀放量表现抢眼，销售收入同比增长200%，受到市场广泛认可。
- ◆ 公司的一次性高频切开刀（黄金刀及钛金刀）紧贴临床需求，切割锋利，可有效防止术中粘连，术中标记方便，操作更安全。钛金刀已申报国际发明专利的双注液通道可以不通过器械交换进行给组织补液维持黏膜与基层分离，ESD剥离更安全，同时，第二注液通道可以随时清洗电极，保持电极没有结痂，简化手术过程，提高效率。

图：公司黄金刀产品图示



- 黄金、钛电极涂层，可有效防止术中粘连，提高电导率
- 陶瓷绝缘末端的设计方便术中标记，操作更安全

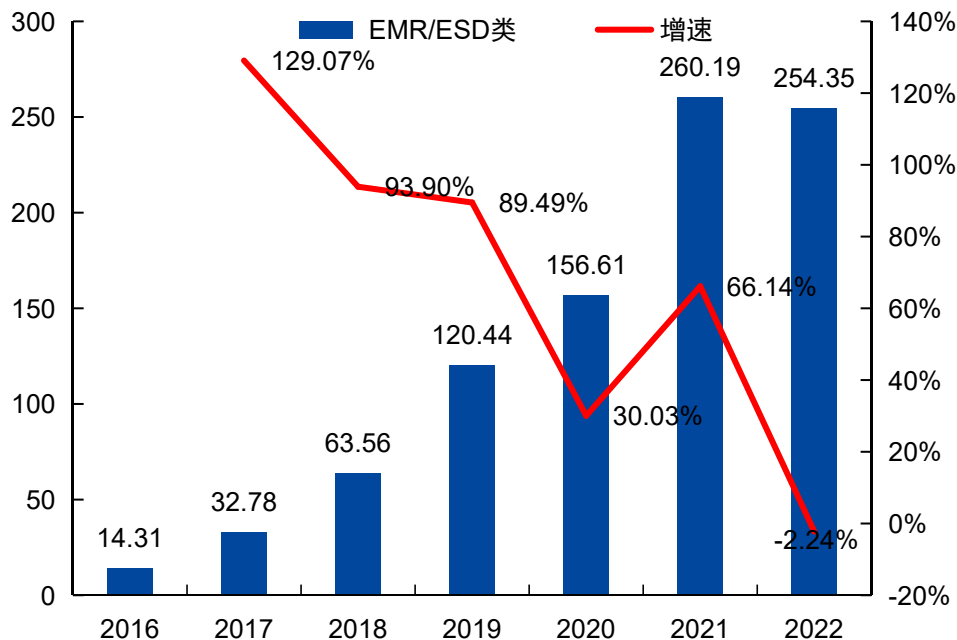
图：公司黄金刀与竞品比较情况

产品所有者	南微医学	奥林巴斯	爱尔博	宾得
产品名称	高频电刀/一次性使用高频电刀			
型号 直径*长度 (mm)	2.7*1650/1950/2350	2.7*1650/1950/2350	2.3*1900	(2.5/2.6/2.7)* (1800/2200)
参数	电极细且具有低阻抗涂层，切割性能好、鞘管纤细顺应性高；防导线缠绕手柄	具有电切和注液冲洗功能；球头结构可勾拉组织，提高切割的灵活性	电刀、水刀一体式设计，不需进行器械交换	单侧切割电极，具有切割方向性，可旋转

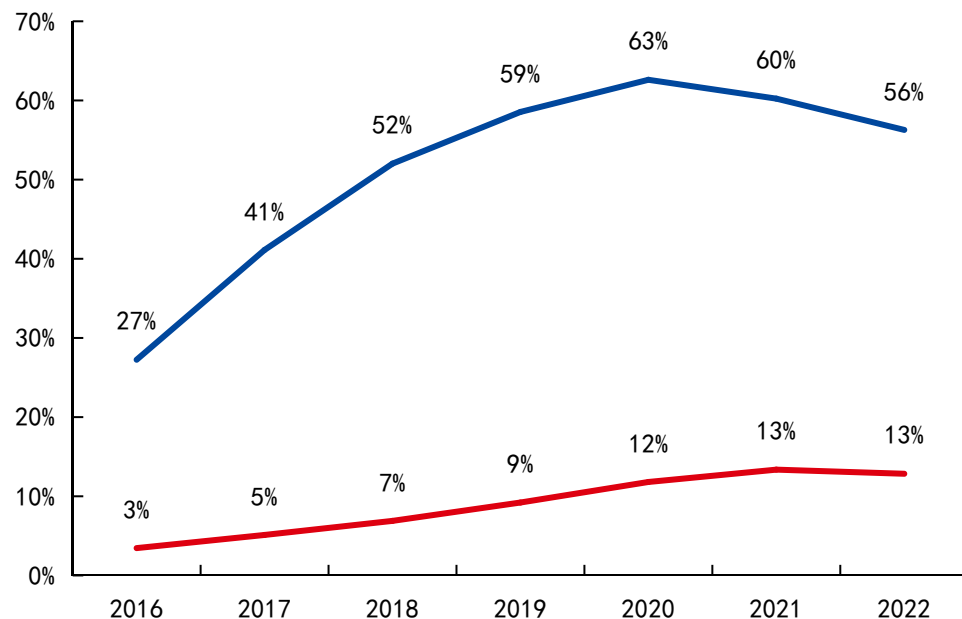
EMR/ESD类：产品快速放量，营收占比逐年提升

- ◆ 公司EMR/ESD产品保持快速增长，2016-2021年营收CAGR为46%，营收占比由3%提升至13%。未来随着早诊早筛率提升，EMR/ESD手术作为早期胃癌内镜治疗方案，预计随着检出率提升预计将带动手术量增长，推动相关诊疗器械产品快速放量。
- ◆ 毛利率端来看，随着EMR/ESD产品生产工艺不断改进，且批量采购下原材料成本下降，预计公司产品毛利有望改善。

图：公司EMR/ESD产品营收情况（百万）



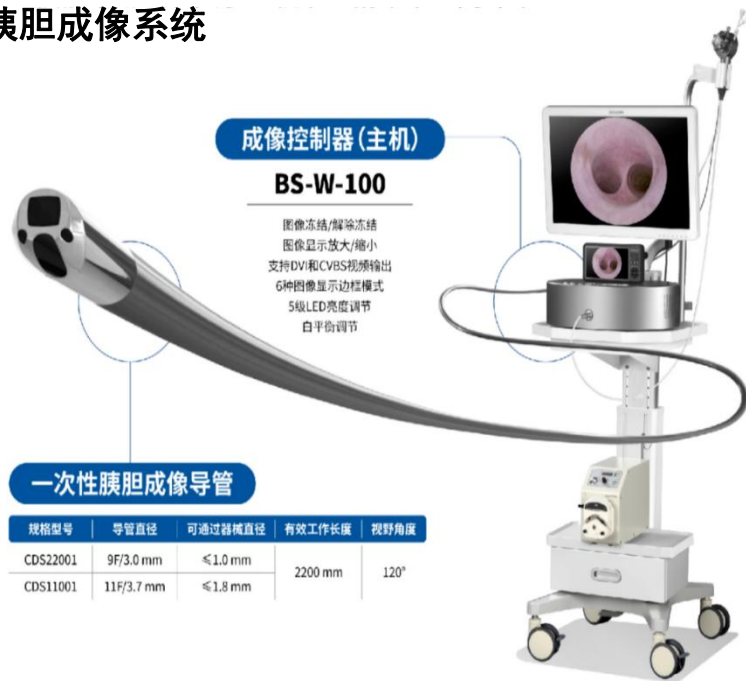
图：公司EMR/ESD毛利率和营收占比情况 (%)



布局一次性内镜，打开第二增长曲线

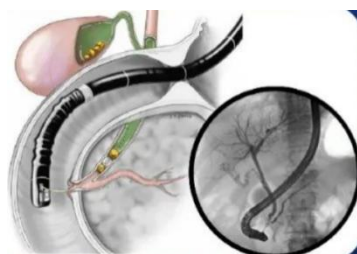
- ◆ 公司一次性胆道镜产品销售顺利，已实现100多家医院装机；
- ◆ 一次性支气管镜抓住年底ICU扩容机遇入局重症医学新市场，快速迭代改进，投标入院，有望成为公司新的增长点。
- ◆ 公司一次性内镜2022年实现营收1.9亿元，营收快速增加，未来将持续加大对一次性内镜投入，逐步发力境外市场。

图：胰胆成像系统

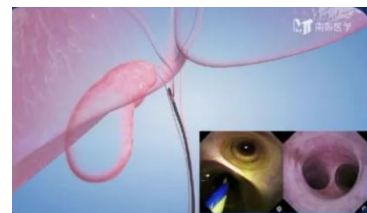


图：公司一次性内镜获批情况

种类	适用范围	获批时间
一次性胰胆成像导管	产品与成像控制器连接使用，专为胰胆系统的内镜手术过程的诊疗应用提供显像，并为其他诊疗附件提供工作通道。	2021. 11. 11
一次性使用支气管成像导管	一次性使用支气管成像导管可与电子内窥镜图像处理器、内窥镜附件以及其他辅助设备配套使用以用于导气管及气管支气管树内的内窥镜检查。	2022. 07. 05



X光引导下ERCP



直视下ERCP

- 传统ERCP：X光引导下进行取石、碎石等操作，存在探查盲区；
- 直视下ERCP：探查胰胆管疾病，进行精准活检和治疗。

- ◆ 集采端来看，公司目前涉及集采品种较少。从主要集采区域南京地区来看，整体产品降价幅度约36%，价格降幅较为温和。在国家集中带量采购常态化下，公司将加快产品更新迭代以及海外业务拓展。

图：公司涉及集采品种情况



政策	时间	集采品种	价格降幅
浙江省医疗保障局等5部门关于印发浙江省药品医用耗材集中带量采购暂行办法的通知	2021.7.16	一次性使用圈套器 国械注准 20163011647	/
关于发布浙江省公立医疗机构第二批医用耗材集中带量采购的公告	2021.9.23	一次性使用可旋转电圈套器 国械注准 20193010389	/
南京市医保局组织南京地区医疗机构联盟与微创诊疗领域的全球领先企业南微医学开展整体性价格谈判	2021.9.9	消化介入、呼吸介入2类 176个医用耗材	整体降价36.29%
河北省医用耗材集中带量采购文件	2022.6.4	一次性鼻胆引流管	/
关于公开征求《福建省第三批医用耗材集中带量采购文件（征求意见稿）》意见的通知	2022.4.8	一次性使用圈套器 国械注准 20163011647	平均降幅78.27%

- 01 南微医学，内镜诊疗器械龙头
- 02 内镜诊疗器械品类繁多，中高端治疗器械稳步进口替代
- 03 内镜诊疗器械稳步增长，一次性内镜打开第二增长曲线
- 04 布局肿瘤消融+EOCT+神经介入赛道，丰富产品梯度
- 05 研发驱动产品创新迭代，出海空间可期
- 06 盈利预测与投资建议
- 07 风险提示

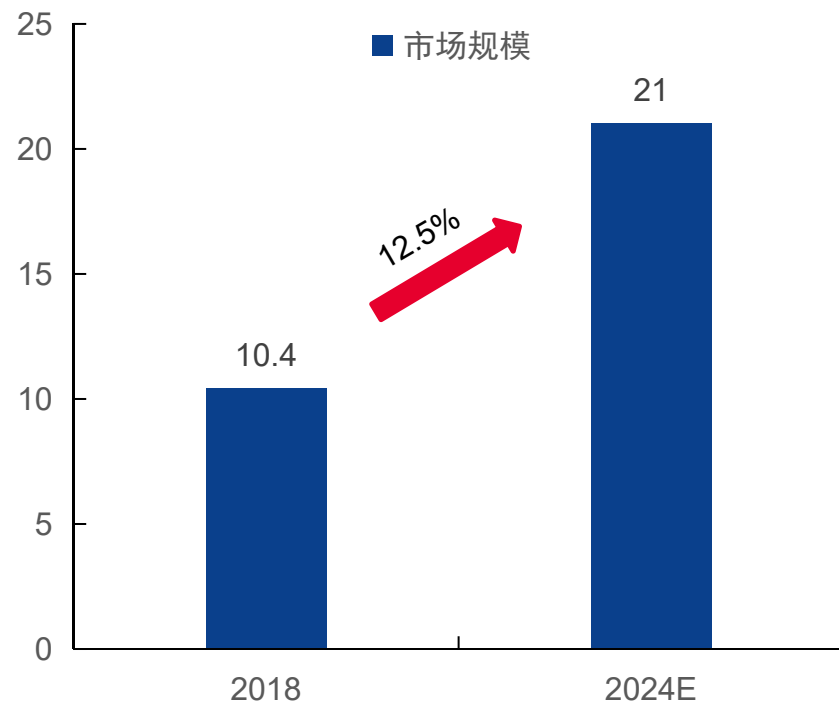
康友聚焦肿瘤消融产品，多科室延伸拓宽应用

- ◆ 2015年公司收购康友医疗，将产品结构进一步拓展至肿瘤消融产品，可利用公司放射介入渠道优势打通产品入院途径；2022年康友医疗营收同比增长 10%，呈现稳健的发展势头。
- ◆ 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，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，公司微波消融针销量稳步增长。

图：公司肿瘤消融产品图示

类别	产品	用途	获批时间	产品图片
微波消融	微波消融仪	适用于治疗肝肿瘤	2014	
	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。微波消融治疗仪产生的微波能量，通过消融针辐射到治疗组织部位，微波振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。	2015	

图：全球肿瘤消融市场规模（亿美元）



肿瘤消融产品竞争力较强

- ◆ 肿瘤消融产品整体竞争力较强，目前已覆盖525家医院，也得到中国人民解放军总医院（301医院）、中国人民解放军第二军医大学第三附属医院（东方肝胆外科医院，东方肝胆外科研究所）、西京医院等头部医院的认可。

图：公司肿瘤消融产品与竞品比较情况

可比公司	康友医疗	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）	消融治疗仪：2450MHz（工作频率）	消融治疗仪：2450MHz（工作频率）	微波消融针：外径消融治疗仪：2450MHz（工作频率）
	微波消融针：外径（14G-18G）*长度（70mm-300mm）	微波消融针：外径（14G-18G）*长度（100mm-250mm）	微波消融针：外径（15G-17G）*长度（100mm-250mm）	微波消融针：外径（15G-17G）*长度（140mm-200mm）
参数（微波消融仪）	同机双源双频；输出功率范围：0~120W	单源单频；输出功率范围：5~100W	同机双源单频；输出功率范围：0~150W	同机双源单频；输出功率范围：0~120W
	工作方式：连续或间歇。 间歇比值为3:。在间歇工作状态功率输出3S，停止2S；	工作方式：连续	工作方式：连续	工作方式：连续
	工作时间可在1~30分钟内任意设定；	工作时间可在0~30分钟内任意设定；	工作时间可在0~30分钟内任意设定；	工作时间可在0~30分钟内任意设定；
	具有杆温测量功能，范围：10.0℃~45.0℃	无杆温测量功能	具有杆温测量功能，范围：10.0℃~45.0℃	具有杆温测量功能，范围：10.0℃~45.0℃
	可测量肿瘤边缘组织温度，范围为35℃~99.9℃；	无此功能	无此功能	无此功能
	有天线检测	无天线检测	无天线检测	无天线检测
	有监控和病例管理软件	无监控和病例管理软件	无监控和病例管理软件	无监控和病例管理软件
参数（微波消融针）	包含圆锥形、三棱型、斜楞型多种形状供临床选择；两种手柄可满足不同客户操作手法；具有杆温监测功能	一种圆锥型针头；一种手柄形式；无杆温监测功能	包含圆锥形、三棱型两种针头供临床选择；两种手柄可满足不同客户操作手法；具有杆温监测功能	一种圆锥形针头；两种手柄可满足不同客户操作手法；具有杆温监测功能
市场占有率	23%	5%	38%	15%

公司EOCT产品极具稀缺性，助力早期诊断

- ◆ EOCT技术以近红外光为探测源，避免X射线、电子辐射对人体的潜在危害，安全性高，适用人群更广泛；其分辨率远高于CT、MRI和超声等传统成像手段，诊断早期病变优势明显。
- ◆ 公司EOCT产品于2016年获得美国510（K）批准，公司已于2020年12月31日取得NMPA注册证书，正在同步拟制EOCT图谱以及扩大适应症范围的研究工作。

图：公司EOCT产品情况



临床痛点

- 食管钡餐X射线诊疗法、胃镜或食管镜等消化内镜诊察法对中晚期食管癌确诊率较高，但对早期细微癌变效果甚微；
- 细胞学检查与组织学漏检率较高，离体细胞或组织退变等受人为因素的影响较大，造成病变分型困难；
- 超声内镜分辨率低于100微米，较难发现低于该分辨率数量级的早期病变。

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

核心部件

EOCT产品核心部件为光学微探头和成像导管；实现核心零部件自制，可有效降低成本。

EOCT临床优势

- EOCT产品比现在临床应用的超声内镜分辨率至少高10至15倍；
- 横向分辨率比现在的传统OCT内窥镜探头至少高1倍，并解决其在临床使用中所遇到的光学相差问题，使其横向分辨率接近理论极限以提高图像清晰度；
- 最大5mm的成像深度，探查消化道粘膜及粘膜下层，可提供非常高的成像分辨率与清晰度；
- 高速三维扫描特性可以对消化道局部可疑病变区域提供全覆盖扫描，降低现有技术所带来的漏检率高的问题。

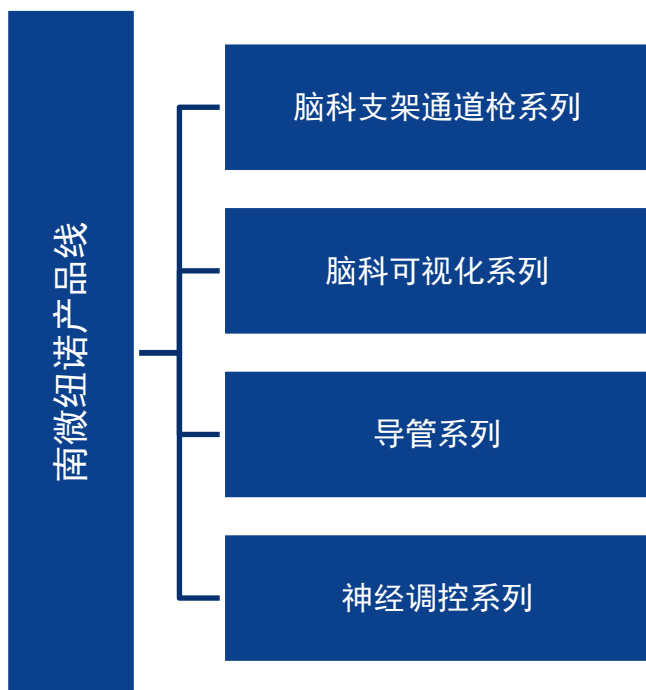
- ◆ 公司EOCT产品扫描速度超Ninepoint一倍，可极大降低图像失真。

图：公司EOCT产品与竞品比较情况

项目	南微医学EOCT	Ninepoint Nvision VLE
成像技术	采用1300纳米近红外光扫频光源的光学相干断层成像技术	采用1300纳米近红外光扫频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

- ◆ 2019年下半年，公司完成对南京纽诺精微的增资，持有其64%股权，使其成为控股子公司，布局神经外科领域；
- ◆ 南京纽诺精微医学科技有限公司成立于2016年12月，主要从事神经外科类医疗设备和耗材的设计、生产和销售。南微纽诺的首款上市产品--三叉神经压迫球囊装置，借助南微医学完善的市场准入和渠道建设优势，快速推进全国营销布局，并已于2022年7月获得首批销售回款。

图：南微纽诺的产品线情况



图：南微纽诺在研产品进展

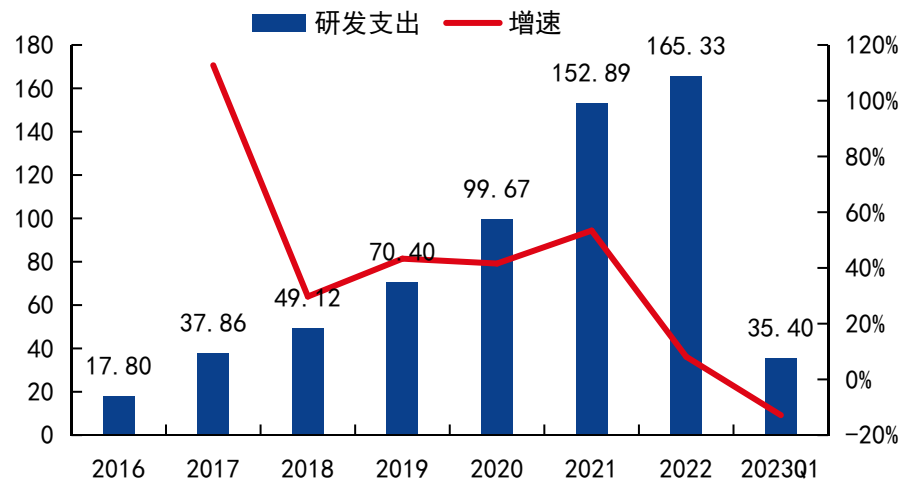
	颅内隧道牵开手术系统进入国内临床阶段，准备FDA注册资料，预计2022年初提交FDA注册；
在研产品进展	一次性可视化脑部灌洗系统，计划年内提交国内型检，预计2022年初提交FDA注册；
	脑科球囊等其他神经外科类微创产品处于设计开发中

- 01 南微医学，内镜诊疗器械龙头
- 02 内镜诊疗器械品类繁多，中高端治疗器械稳步进口替代
- 03 内镜诊疗器械稳步增长，一次性内镜打开第二增长曲线
- 04 布局肿瘤消融+EOCT+神经介入赛道，丰富产品梯度
- 05 研发驱动产品创新迭代，出海空间可期
- 06 盈利预测与投资建议
- 07 风险提示

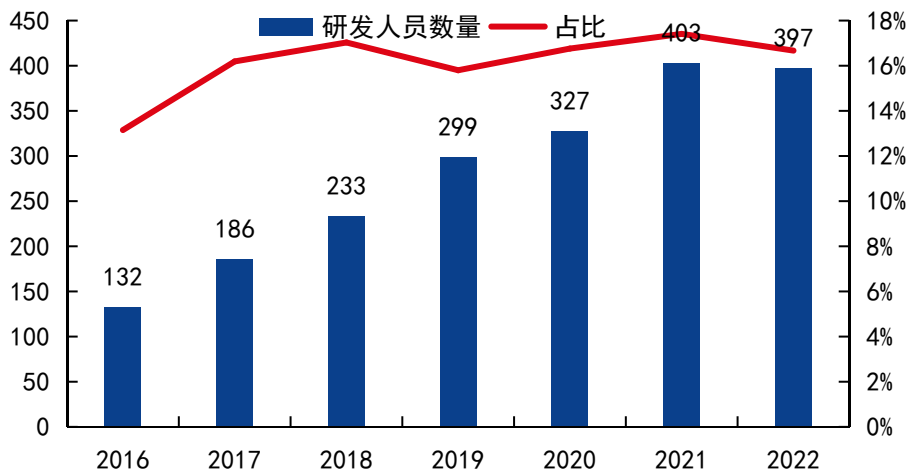
研发驱动，产品迭代快速

- ◆ 高度重视研发，持续加码研发投入。2016-2023Q1公司研发支出分别为17.80、37.86、49.12、70.40、99.67、152.89、165.33以及35.40百万元，研发投入呈持续增长态势；
- ◆ 公司研发人员招聘力度逐年提升，截至2022年底，公司研发团队成员397人，占员工总人数的17%。
- ◆ 产品迭代快速。2022年公司共有255个产品获批/获证，其中境内产品65个，境外产品190个（重点国家中美国：14个；欧盟：11个；日本：6个；巴西：3个）。牵拉夹、三臂夹、闭合夹、合金夹等止血类产品相继获得国内注册。

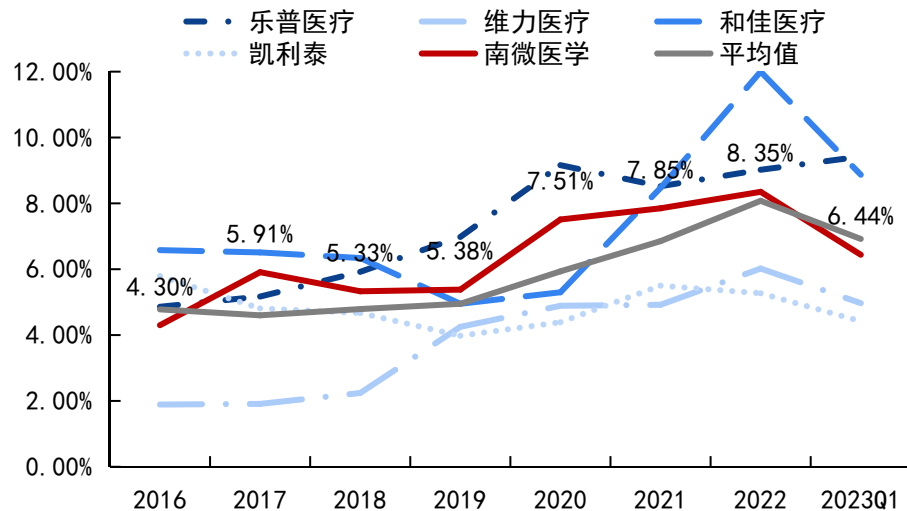
图：公司研发支出情况（百万）



图：公司研发人员情况（截止2022年底）



图：可比公司研发费用率情况



在研管线丰富，加快产品创新迭代

项目名称	预计总投资规模	2022年投入金额	累积投入金额	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
止血闭合类	7,037.89	1,517.96	7,493.94	公司持续优化完善夹子系列产品，三臂夹获国内和FDA注册证书；闭合夹获国内注册证书及FDA注册；钴铬合金夹获国内注册证书；其他止血闭合类产品正在开发中	优化产品性能质量，开发系列产品，形成产品家族，满足各种临床需求	国际领先	广泛应用于EMR、ESD、POEM等手术，降低手术风险、难度及缩短手术时间
活检类	4,814.55	346.51	4,955.02	活检钳升级产品完成多个国家的注册批准；其他活检类产品正在开发中	活检钳升级产品系为适应全自动装配而开发，同时开发出可视化下的活检耗材	国内领先	广泛应用于消化、呼吸内镜检查
扩张类	5,118.82	1,380.67	4,079.08	自膨式覆膜食道支架系列产品获国内注册证书；TTS气管支架获得FDA注册；其他扩张类产品正在开发中	布局全球市场，以解决消化道及气道狭窄区域的扩张治疗；机编系列产品旨在实现支架编织的自动化	国内领先、国际一流	用于消化道及气道狭窄的扩张
ERCP类	3,819.51	872.58	3,124.12	导丝锁、取石球囊已获得FDA注册；导丝锁、快速交换切开口已获得国内注册；其他ERCP类产品正在开发中	布局全球市场，并完成ERCP手术器械成套注册；同步开发快速交换系列产品和胆道镜下系列耗材产品	国内领先	相关ERCP类器械广泛应用于ERCP手术。
EMR/ESD	6,530.32	1,181.77	5,515.62	申报ESD新型器械专利多项，逐步完善专利布局；ESD牵引类产品正在进行注册资料准备；一次性使用高频切开口（单极）获得日本注册；其他EMR/ESD产品正在开发中	致力于解决现行内镜微创术式EMR/ESD痛点，提高手术效率，降低手术费用	国内领先	为EMR/ESD术式提供标记、注射、剥离、切开等全套解决方案
EUS/EBUS	2,393.56	410.38	2,393.26	新一代EUS-Flex和EBUS钳均已获得国内和FDA注册，其他EUS/EBUS产品正在开发中	致力于解决现行内镜微创术式EUS/EBUS临床痛点，降低手术费用	国内领先	广泛用于超声内镜引导下活体取样
OCT类	6,414.23	532.55	6,271.62	2020年12月通过国家药监局创新医疗器械审批绿色通道获得国内注册证，相关研究正在进行中	消化道早癌筛查和ESD手术规划	国际一流	一种消化系统早癌筛查的新方法，还可用于ESD手术规划、评估
肿瘤消融类	11,355.21	3,071.29	9,440.37	微波消融系统研发升级进展顺利；一次性使用活检针及同轴针获CE认证；其他肿瘤消融类产品正在开发中	研发微波消融手术规划、保护、治疗的成套装备和耗材，实现对肿瘤精准、适型消融	国内领先	肿瘤消融的主要手段之一
神经外科类	4,117.13	1,096.49	3,323.63	颅内隧道牵开手术系统进入国内临床阶段，准备FDA注册资料，预计2022年初提交FDA注册；一次性可视化脑部灌洗系统，计划年内提交国内型检，预计2022年初提交FDA注册；脑科球囊等其他神经外科类微创产品处于设计开发中	减小创伤，降低并发症，改善预后	国内领先	应用于颅内以及脑室内相关手术，具有广阔的市场前景
可视化类	8,116.48	5,819.28	12,364.29	一次性胆道镜下微型耗材系列研发和注册进展顺利，微型胆道活检钳获国内注册证及FDA认证，微型取石网篮和异物套圈获国内注册；一次性支气管镜获得国内、FDA及CE注册，其他可视化产品正在研发中	可视化类产品为胰胆系统、呼吸系统的内镜手术过程的诊疗应用提供实时影像，并为其他诊疗附件提供工作通道	国内领先国际一流	可视化类产品实现在直视下完成胆道系统、呼吸系统诊断与治疗，具有对病变进行直视观察、精准活检、等诊治操作的优势
其他类	595.11	595.11	637.25	/	/	/	/
合计	60,312.81	16,532.60	59,598.20	/	/	/	/

完善海外渠道管理，服务协同加快产品放量

- ◆ 2021年上半年，公司结合地理区域重新优化国际营销区域，将国际销售区域调整为MTU、MTE、亚太海外区三大板块，提高客户服务速度和本地化响应效率，加快国际市场开拓和产品推广。
- ◆ 产品方面，公司以活检钳、支架及软组织夹等基础耗材以产品性能和性价比优势打通渠道，后逐步导入ERCP、ESD、EUS/EBUS等高端耗材加大市场渗透，逐步提升细分产品市占份额。

图：公司海外市场情况整理

欧洲市场：德国、英国、法国及荷兰等都是直销为主。

产品方面：产品全面推进，保持现有耗材稳定增长。

2022年营收增速



美洲：公司2015年在美国成立全资子公司MTU。2023年针对美国市场进行营销改革，把美国33个分区划分为40个区域，使资源分配和调配的划分更加精确，同时调整销售人员提成奖励制度。

产品方面：以活检钳等检查类耗材为主销产品，逐步导入球囊、支架等治疗类产品。

国内市场：持续推进营销体系建设，设立7个营销分中心；

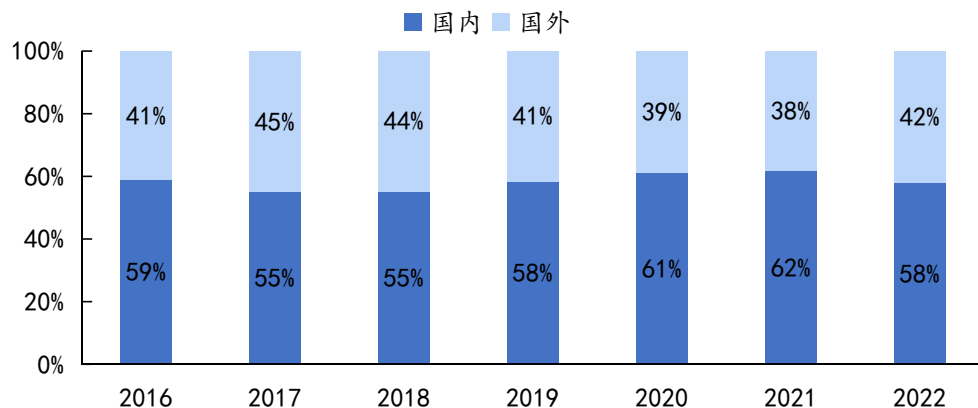
产品方面：以支架、活检钳和软组织夹为传统产品，以ERCP、ESD、EUS/EBUS作为趋势性产品，以EOCT产品树立品牌。

日本市场：以特色产品为敲门砖，逐步渗透。

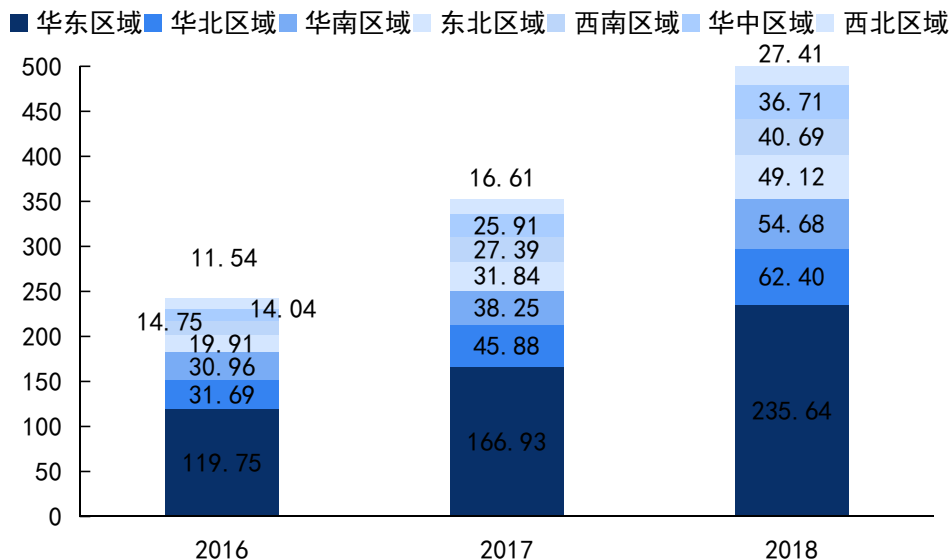
国内外双轮驱动，持续加大海外布局

- ◆ 国内外业务双轮驱动。2022年国外收入占比约42%，实现营收8.28亿元，同比增加12%；国外市场重点突破市场准入，持续提升产品覆盖率。公司持续开拓海外市场，截至2022年底，已拓展至90多个国家和地区，其中美国市场和其他一些新兴国家市场发展较快。
- ◆ 国内市场渠道下沉，拓展基层县级医院等新兴市场；分区域来看，华东等发达地区贡献主要营收，未来渠道下沉，开拓新兴市场增量空间。

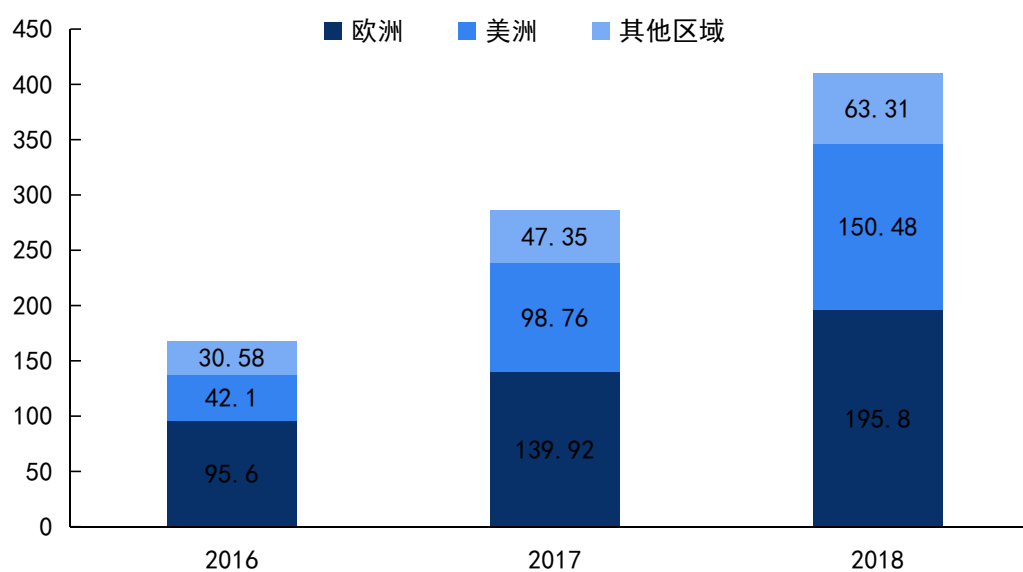
图：公司国内外营收占比情况



图：公司境内各地区营收情况



图：公司境外各地区营收情况



- 01 南微医学，内镜诊疗器械龙头
- 02 内镜诊疗器械品类繁多，中高端治疗器械稳步进口替代
- 03 内镜诊疗器械稳步增长，一次性内镜打开第二增长曲线
- 04 布局肿瘤消融+EOCT+神经介入赛道，丰富产品梯度
- 05 研发驱动产品创新迭代，出海空间可期
- 06 盈利预测与投资建议
- 07 风险提示

- ◆ 关键假设：考虑到消化内镜诊疗择期手术恢复，推动公司产品快速放量。参考公司疫情前产品放量情况，预计2023-2025年止血及闭合类产品增速分别为55%、30%、30%；活检类产品增速为45%、35%、30%；扩张类产品增速为35%、25%、25%；EMR/ESD产品增速为50%、30%、30%；ERCP类产品增速为50%、30%、30%；EUS/EBUS类产品增速为35%、30%、30%；微波消融针和肿瘤消融设备产品增速为30%、30%、30%；一次性内镜产品增速15%、30%、30%。

图：公司盈利预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营收（百万）		1946.72	1980.12	2629.31	3421.34	4424.72
yoy		46.77%	1.72%	32.79%	30.12%	29.33%
毛利率		64.2%	60.9%	63.4%	63.5%	63.7%
止血及闭合类	营收（百万）	892.03	725.10	1123.91	1461.08	1899.40
	yoy	53.10%	-18.71%	55.00%	30.00%	30.00%
活检类	营收（百万）	237.01	250.28	362.91	489.92	636.90
	yoy	33.74%	5.60%	45.00%	35.00%	30.00%
扩张类	营收（百万）	185.32	186.81	252.19	315.24	394.05
	yoy	16.13%	0.80%	35.00%	25.00%	25.00%
EMR/ESD类	营收（百万）	260.19	254.35	381.53	495.98	644.78
	yoy	66.13%	-2.24%	50.00%	30.00%	30.00%

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
ERCP类	营收（百万）	127.99	109.69	164.54	213.90	278.06
	yoy	28.70%	-14.29%	50.00%	30.00%	30.00%
EUS/EBUS类	营收（百万）	18.05	23.82	32.16	41.80	54.35
	yoy	48.47%	31.95%	35.00%	30.00%	30.00%
微波消融针	营收（百万）	126.09	123.37	160.38	208.50	271.04
	yoy	58.87%	-2.16%	30.00%	30.00%	30.00%
肿瘤消融设备	营收（百万）	5.08	5.84	7.59	9.87	12.83
	yoy	5.48%	14.90%	30.00%	30.00%	30.00%
一次性内镜	营收（百万）	9.75	190.24	218.78	284.41	369.73
	yoy		1851.18%	15.00%	30.00%	30.00%
其他主营业务	营收（百万）	46.03	50.41	60.49	72.59	87.11
	yoy	41.81%	9.50%	20.00%	20.00%	20.00%
代理经销	营收（百万）	34.44	53.51	74.91	101.13	131.47
	yoy	75.90%	55.38%	40.00%	35.00%	30.00%

- ◆ **投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润分别为4.98/6.40/8.32亿元，增速分别为51%/29%/30%，对应PE分别为32/25/19倍。考虑到今年院内诊疗复苏带动公司产品快速放量，一次性内镜成为第二增长引擎，公司业绩有望恢复快速增长。同时，公司目标从追求规模增长变为追求利润增长，严格控制费用，因此我们调整费用率，上调盈利预测，预计降费提效下利润改善预期向好，维持“买入”建议。
- ◆ **风险提示：**产品销售不及预期风险，集中带量采购风险，海外销售的风险及费用控制不及预期风险。

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,947	1,980	2,629	3,421	4,425
YoY(%)	46.8	1.7	32.8	30.1	29.3
净利润(百万元)	325	331	498	640	832
YoY(%)	24.5	1.8	50.5	28.5	30.0
毛利率(%)	64.2	60.9	63.4	63.5	63.7
EPS(摊薄/元)	1.73	1.76	2.65	3.40	4.43
ROE(%)	11.0	10.2	13.7	15.4	17.1
P/E(倍)	48.7	47.8	31.8	24.7	19.0
P/B(倍)	5.4	4.9	4.4	3.8	3.3
净利率(%)	16.7	16.7	18.9	18.7	18.8

- 01 南微医学，内镜诊疗器械龙头
- 02 内镜诊疗器械品类繁多，中高端治疗器械稳步进口替代
- 03 内镜诊疗器械稳步增长，一次性内镜打开第二增长曲线
- 04 布局肿瘤消融+EOCT+神经介入赛道，丰富产品梯度
- 05 研发驱动产品创新迭代，出海空间可期
- 06 盈利预测与投资建议
- 07 风险提示

- ◆ 产品销售不及预期风险。公司消化器械基础产品销售增长很大程度取决于院内诊疗量的恢复以及新产品上市后放量创收。若产品销售不及预期，会对公司的业绩造成影响。
- ◆ 集中带量采购风险。目前随着国家集中带量采购政策常态化推进，集采品种和覆盖区域逐步扩大，公司目前仅少数品种被纳入集中带量采购。若消化内镜耗材被纳入国家带量采购范畴，则可能会制约公司的未来业绩增长。
- ◆ 海外销售的风险。公司海外销售的国家和地区主要包括美国、欧洲、加拿大、澳大利亚等国家和地区。近年来全球贸易纠纷逐渐增多，在全球贸易摩擦中，目前暂时没有针对公司产品的关税等歧视性政策，但随着全球贸易纠纷的发展，未来某些国家或地区可能采取贸易保护措施如提高关税或限制销售等，会对公司的海外销售业务带来不利影响。
- ◆ 费用控制不及预期。随着疫情影响逐步消退，公司人员差旅及学术推广等会议正常开展，因此可能导致销售费用控制不及预期。

财务报表预测与估值数据汇总

南微医学 (688029.SH) 股价 (2023-06-06) : 84.11元 投资评级: 买入

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	2807	2983	3301	3910	4458	
现金	1163	1875	1520	1526	2204	
应收票据及应收账款	356	282	449	551	752	
预付账款	39	28	26	60	57	
存货	394	567	328	897	693	
其他流动资产	854	230	978	875	753	
非流动资产	825	911	1055	1253	1495	
长期投资	49	44	61	77	97	
固定资产	278	283	432	599	792	
无形资产	97	98	104	111	121	
其他非流动资产	401	487	459	465	485	
资产总计	3632	3894	4356	5163	5953	
流动负债	602	558	646	942	1011	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据及应付账款	384	332	440	647	738	
其他流动负债	217	226	207	295	273	
非流动负债	40	61	38	40	45	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	40	61	38	40	45	
负债合计	641	620	684	982	1056	
少数股东权益	47	49	54	59	67	
股本	134	188	188	188	188	
资本公积	1926	1914	1914	1914	1914	
留存收益	889	1119	1449	1890	2460	
归属母公司股东权益	2943	3225	3618	4122	4830	
负债和股东权益	3632	3894	4356	5163	5953	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	1947	1980	2629	3421	4425	
营业成本	697	773	963	1249	1607	
营业税金及附加	16	16	18	24	31	
营业费用	389	433	558	716	922	
管理费用	346	309	379	469	593	
研发费用	153	165	193	265	356	
财务费用	21	-61	-8	13	10	
资产减值损失	-24	-23	-17	-20	-21	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	65	43	47	51	52	
营业利润	367	364	557	717	937	
营业外收入	13	10	14	15	13	
营业外支出	3	6	4	4	4	
利润总额	377	368	567	727	945	
所得税	48	35	65	82	107	
净利润	329	333	502	645	839	
少数股东损益	5	2	5	5	7	
归属母公司净利润	325	331	498	640	832	
EBITDA	391	359	567	748	974	

财务报表预测与估值数据汇总

南微医学 (688029.SH) 股价 (2023-06-06) : 84.11元 投资评级: 买入

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	173	250	807	251	930
净利润	329	333	502	645	839
折旧摊销	49	47	50	66	85
财务费用	21	-61	-8	13	10
投资损失	-65	-43	-47	-51	-52
营运资金变动	-274	-97	307	-421	49
其他经营现金流	113	71	4	-1	-1
投资活动现金流	246	669	-1037	-98	-123
筹资活动现金流	-66	-74	-125	-147	-129
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.73	1.76	2.65	3.40	4.43
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.92	1.33	4.30	1.34	4.95
每股净资产 (最新摊薄)	15.67	17.17	19.27	21.95	25.72

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	46.8	1.7	32.8	30.1	29.3
营业利润(%)	30.1	-0.8	53.1	28.6	30.7
归属于母公司净利润(%)	24.5	1.8	50.5	28.5	30.0
获利能力					
毛利率(%)	64.2	60.9	63.4	63.5	63.7
净利率(%)	16.7	16.7	18.9	18.7	18.8
ROE(%)	11.0	10.2	13.7	15.4	17.1
ROIC(%)	10.1	8.7	12.6	14.6	16.3
偿债能力					
资产负债率(%)	17.7	15.9	15.7	19.0	17.7
流动比率	4.7	5.3	5.1	4.2	4.4
速动比率	3.9	3.9	4.5	3.1	3.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	6.9	6.2	7.2	6.8	6.8
应付账款周转率	2.3	2.2	2.5	2.3	2.3
估值比率					
P/E	48.7	47.8	31.8	24.7	19.0
P/B	5.4	4.9	4.4	3.8	3.3
EV/EBITDA	35.5	39.0	23.7	18.1	13.4

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上。

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

分析师声明

周平声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址:

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场30层

北京市朝阳区建国路108号横琴人寿大厦17层

深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦10楼05单元

电话: 021-20655588

网址: www.huajinsc.cn