

南微医学(688029)

海外拓展持续推进，聚焦转变价值增长

投资要点：

南微医学 20 多年来专注于内镜微创诊疗器械领域，是行业内创新能力强、产品线丰富、规模优势明显、国际渠道广泛的龙头企业。2023 年公司提出从规模增长转变为价值增长新理念，通过开源、提效、降本的具体举措，积极推进战略转型，在新的市场环境下实现高质量的可持续增长。

► 消化内镜普及率提升推动内镜诊疗器械行业扩容

2022 年全球内镜耗材市场规模超 60 亿美元，未来几年有望保持 6%-7% 的复合增速；中国市场因为胃肠镜开展率提升、消化道肿瘤早诊早筛推动，行业增速高于全球。海外三巨头波士顿科学、库克、奥林巴斯垄断全球内镜耗材市场 70% 以上份额，国内企业积极缩小技术差距，突破海外垄断局面；国内集采政策和 DRG 医保控费背景下，国产替代趋势逐步加深。

► 聚焦一次性内镜技术打开第二成长曲线

公司是中国内镜诊疗器械耗材产品线最齐全的企业，近年来聚焦可视化产品研发，通过首款国产一次性胆道镜获得市场认可，并取得美国、欧盟、日本注册证；同时拓展应用领域至肝胆外科、ICU 等科室，开发一次性支气管镜、外科胆道镜，并围绕一次性内镜开发微型胆道活检钳、微型取石球囊等镜下配套耗材，为相关疾病的诊断、治疗提供更完善的解决方案。2023 年可视化产品收入近 1 亿元，占公司总收入 4%，毛利率提升空间大。

► 销售渠道逐步完善，国际化战略成果显著

公司持续深耕海外市场，早期通过 OEM 与海外品牌合作，逐步完善自身产品设计、质量体系建设；2007 年开始，公司建立自有品牌，逐步拓展直销渠道，到目前公司已经在美国、德国、英国、法国、荷兰、日本、葡萄牙和瑞士设有全资子公司，直销占比持续提升。2023 年海外业务收入 10.42 亿元，同比增长 26%，好于国内增速，海外收入占比达 43%。同时，公司投资新建泰国生产基地，实施海外战略布局，进一步扩大海外生态优势。

► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 29.36/35.84/43.71 亿元，同比增速分别为 21.76%/22.07%/21.96%，归母净利润分别为 5.97/7.58/9.66 亿元，同比增速分别为 22.93%/26.87%/27.47%，3 年 CAGR 为 25.74%，对应 PE 为 20/16/12 倍。考虑公司是国内内镜诊疗耗材龙头，全球布局完善，并通过一次性内镜打造第二成长曲线，首次覆盖并给予“买入”评级。

风险提示：海外市场拓展风险；竞争加剧风险；带量采购风险。

行业：医药生物/医疗器械
投资评级：买入（首次）
当前价格：62.83 元

基本数据

总股本/流通股(百万股)	187.85/187.85
流通 A 股市值(百万元)	11,802.45
每股净资产(元)	19.81
资产负债率(%)	13.57
一年内最高/最低(元)	100.80/57.42

股价相对走势



作者

分析师：许津华
执业证书编号：S0590523070004
邮箱：xujh@glsc.com.cn
分析师：郑薇
执业证书编号：S0590521070002
邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1980	2411	2936	3584	4371
增长率(%)	1.72%	21.78%	21.76%	22.07%	21.96%
EBITDA(百万元)	385	570	821	1037	1299
归母净利润(百万元)	331	486	597	758	966
增长率(%)	1.80%	46.99%	22.93%	26.87%	27.47%
EPS(元/股)	1.76	2.59	3.18	4.03	5.14
市盈率(P/E)	35.7	24.3	19.8	15.6	12.2
市净率(P/B)	3.7	3.3	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	36.3	30.7	12.8	10.0	7.8

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 07 月 11 日收盘价

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

公司是内镜诊疗耗材行业产品线丰富、规模优势明显、国际渠道广泛的龙头企业。2023年公司提出从规模增长转变为价值增长新理念,通过持续拓展的海外直销渠道,以及一次性内镜等新产品的放量,推动公司盈利能力的持续提升,实现在国内面临集采、海外贸易存在摩擦的环境下实现高质量可持续增长。

不同于市场的观点

市场认为,止血夹集采将大幅影响公司业绩。我们认为,止血夹国产成熟度较高,竞争较为激烈,价格和利润水平本就低于国外,公司可以通过规模优势以及海外增长抵消部分影响;且国内止血夹集采落地执行仍需时间,公司在未来的时间将积极降低经销商库存水平,有助于公司平稳过渡。

市场认为,一次性内镜临床推广难度较大。我们认为,一次性内镜临床意义显著,公司一次性胆道镜产品优势突出、耗材配套齐全,且有望凭借在消化科的渠道优势、以及海外直销渠道打开国内外市场;一次性支气管镜有望受益 ICU 建设等持续放量。

核心假设

1) 内镜诊疗耗材:假设成熟的止血夹等产品稳定增长,手术相关耗材快速增长。我们预计 2024-2026 年止血闭合类收入增速分别为 10%/10%/11%;活检类收入增速分别为 15%/15%/15%;扩张类收入增速分别为 15%/15%/15%;EMR/ESD 类收入增速分别为 30%/30%/30%;ERCP 类收入增速分别为 45%/40%/35%;EUS/EBUS 类收入增速分别为 70%/60%/50%。毛利率随规模效应和直销占比增加稳中有升。

2) 可视化产品:假设国内外快速增长,我们预计 2024-2026 年公司可视化产品收入增速分别为 79.60%/53.71%/38.03%,毛利率分别为 58.57%/62.24%/65.91%。

盈利预测、估值与建议

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 29.36/35.84/43.71 亿元,同比增速分别为 21.76%/22.07%/21.96%,归母净利润分别为 5.97/7.58/9.66 亿元,同比增速分别为 22.93%/26.87%/27.47%,3 年 CAGR 为 25.74%,对应 PE 为 20/16/12 倍。考虑公司是国内内镜诊疗耗材龙头,全球布局完善,并通过一次性内镜打造第二成长曲线,首次覆盖并给予“买入”评级。

正文目录

1. 内镜耗材龙头企业，打造第二增长曲线	5
1.1 20 年发展铸就中国内镜诊疗王者	5
1.2 管理层行业经验丰富	5
1.3 业务恢复良好，盈利能力回升	6
2. 内镜诊疗发展推动耗材市场持续增长	8
2.1 全球内镜诊疗耗材市场空间广阔	8
2.2 内镜耗材化推动一次性内镜行业发展	12
3. 巩固优势打造全球化内镜耗材龙头企业	14
3.1 产品种类丰富，规模优势领先	14
3.2 聚焦一次性内镜，打造第二成长曲线	17
3.3 销售渠道逐步完善，国际化战略成果显著	18
4. 盈利预测与投资建议	21
4.1 盈利预测	21
4.2 投资建议	23
5. 风险提示	23

图表目录

图表 1: 南微医学发展历程	5
图表 2: 公司股权结构图	6
图表 3: 公司主要管理层	6
图表 4: 2018-2023 年公司营收及增速	7
图表 5: 2018-2023 年公司归母净利润及增速	7
图表 6: 2018-2023 年公司主营业务构成	7
图表 7: 公司主要产品毛利率情况	7
图表 8: 2018-2023 年公司毛利率及净利率	8
图表 9: 2018-2023 年公司管理费用（百万元）及费用率	8
图表 10: 消化内镜主要诊疗手段示意图	8
图表 11: 内镜耗材主要分类	9
图表 12: 全球医用内窥镜市场规模及增速	9
图表 13: 中国医用内窥镜市场规模及增速	9
图表 14: 2019 年全球内镜市场产品拆分（亿美元）	10
图表 15: 2019 年中国内镜市场产品拆分（亿元）	10
图表 16: 2020 年全球新发癌症病例（万人）	10
图表 17: 2020 年中国新发癌症病例（万人）	10
图表 18: 中国胃镜开展率较低	11
图表 19: 中国肠镜开展率较低	11
图表 20: 中国消化系统疾病及恶性肿瘤出院人数情况	11
图表 21: 全球内镜诊疗器械市场竞争格局（2018 年）	12
图表 22: 全球主要上市公司内镜诊疗收入（亿美元）	12
图表 23: 京津冀 3+N 联盟带量采购止血夹产品需求量分布	12
图表 24: 一次性内窥镜主要产品类别	13
图表 25: 全球一次性内镜市场规模持续提升	13
图表 26: 中国一次性内镜市场规模持续提升	13
图表 27: 全球一次性内镜具体细分市场（百万美元）	14
图表 28: 中国一次性内镜具体细分市场（百万元）	14
图表 29: 公司内镜耗材主要产品	14
图表 30: 公司主要内镜耗材收入构成（百万元）	15
图表 31: 公司主要内镜耗材产品毛利率	15
图表 32: 止血夹产品销量及单价同行比较	15

图表 33:	止血夹产品成本及毛利率同行比较	15
图表 34:	子公司康友医疗聚焦消融业务	16
图表 35:	公司肿瘤消融业务收入 (百万元) 及增速	16
图表 36:	公司肿瘤消融产品毛利率	16
图表 37:	公司一次性内镜领域布局完善	17
图表 38:	eyeMAX 洞察性胰胆成像系统示意图	18
图表 39:	公司一次性胆道镜临床应用广	18
图表 40:	公司可视化产品收入及毛利率	18
图表 41:	公司可视化相关研发投入及占比	18
图表 42:	高效的营销网络带来较高的人均创收	19
图表 43:	公司主要海外地区销售模式	19
图表 44:	公司直销收入占比提升	20
图表 45:	公司国内和海外收入及增速	20
图表 46:	2014-2023 年海外业务收入地区分布 (百万元)	20
图表 47:	2019-2023 年公司国内外业务毛利率	20
图表 48:	2020-2023 年公司首次获批注册证情况	21
图表 49:	公司营收拆分及预测	22
图表 50:	南微医学盈利预测	23

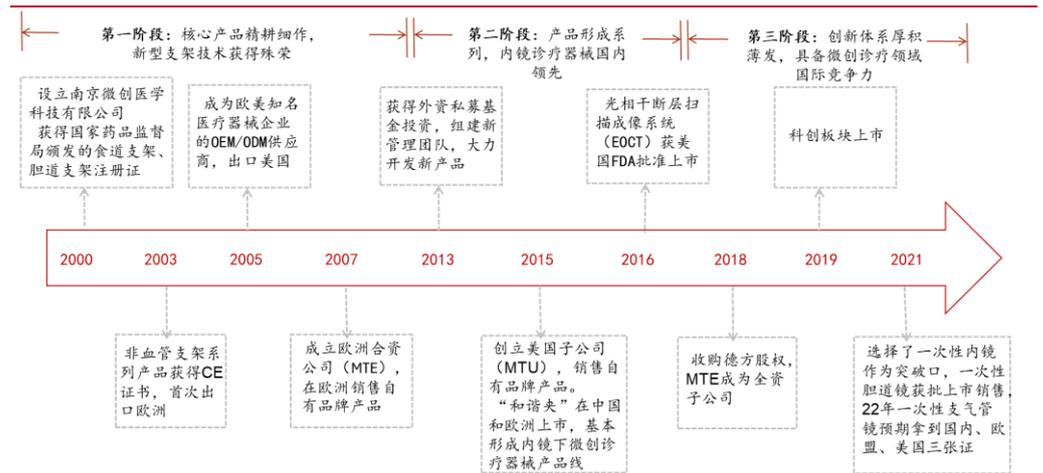
1. 内镜耗材龙头企业，打造第二增长曲线

1.1 20 年发展铸就中国内镜诊疗王者

南微医学成立于 2000 年，主要从事消化内镜耗材的研发、生产和销售，经过 20 多年的发展产品逐步从早期的非血管支架拓展到内镜诊疗+肿瘤消融+EOCT（光学相干断层扫描成像）多个技术平台；从 2021 年开始，公司开始发力一次性内镜，将成为新的增长动力，进一步巩固微创诊疗器械领域的龙头位置。

公司经历三个发展阶段，逐步成为微创诊疗器械引领者：2000-2012 年为公司创立初期，有活检钳、支架两个主要产品，是欧美知名医疗器械企业的 OEM/ODM 供应商；2012-2015 年是产品体系化阶段，2012 年公司获得英联 2000 多万美金投资，扩充团队，逐步建立了内镜诊疗领域六大子产品系；2015 年以后创新体系厚积薄发，创立美国、欧洲子公司，进入国内国际市场双轮驱动发展阶段。

图表1：南微医学发展历程

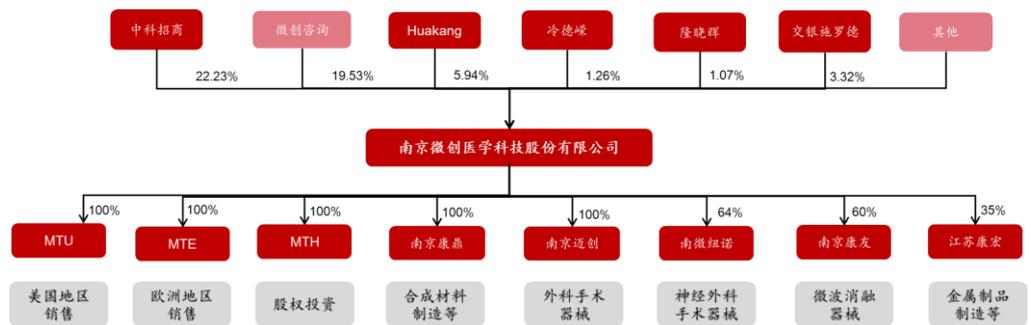


资料来源：公司官网，国联证券研究所

1.2 管理层行业经验丰富

第一大股东中科招商控制公司 22.23%的股权，董事长隆晓辉先生及其控制的第二大股东微创咨询合计持有公司 20.59%的股权，第三大股东 Huakang 持有 5.94%的股权。公司旗下控股子公司各司其职：MTU 主要负责公司产品在美国地区的销售，MTE 主要负责公司产品在欧洲地区销售，MTH 主要负责股权投资，南京康鼎、南京迈创、南微纽诺、江苏康宏、康友医疗等主要负责创新医疗器械的研发和生产。

图表2：公司股权结构图



资料来源：公司公告，iFind，国联证券研究所 注：截止 2024 年 5 月 17 日

公司核心管理团队具备多年内镜诊疗产品研发、生产、销售经验。总经理冷德嵘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，获国务院颁发的政府特殊津贴；高级副总裁张博历任美国多家公司销售总监、产品推广总监；首席科学家奚杰峰博士毕业于约翰霍普金斯大学生物医学工程专业，具备丰富的研发经验。

图表3：公司主要管理层

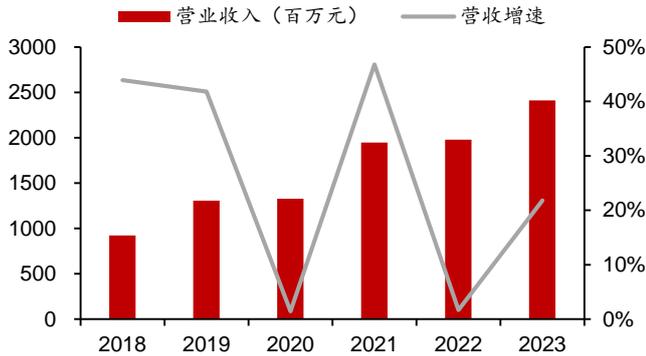
<p>隆晓群 董事长</p> <p>曾先后任职于南京钟厂、南京市公安局、东方企业集团海宁公司、康福来有限公司、南京昌泰公司。 1998年2月至2002年5月，任江苏中天投资发展有限公司董事长、总经理； 2002年6月至今，任江苏中天龙投资集团有限公司董事长、总裁。 2004年3月至2015年7月，任南京微创医学科技股份有限公司董事长。 2015年7月至今，任南微医学科技股份有限公司董事长。</p>	<p>奚杰峰 首席科学家</p> <ul style="list-style-type: none"> 奚杰峰先生作为发明人先后获得发明专利 3 项。 曾先后主持多个省市级科技项目； 2016 年，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。
<p>冷德嵘 董事，总经理</p> <ul style="list-style-type: none"> 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月历任南京微创医学科技股份有限公司董事、副总经理、总经理。 2015年7月至今任南微医学科技股份有限公司董事、总经理； 2020年9月至今任南京麦澜德医疗科技股份有限公司独立董事。 	<p>潘长网 支架产品部质量法规经理</p> <ul style="list-style-type: none"> 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、江苏省微创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。
<p>张博 董事，高级副总裁</p> <ul style="list-style-type: none"> 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AnreiMedical(Hangzhou)Co.,Ltd 副总经理、销售总监； 2013年5月至2015年7月，任南京微创医学科技股份有限公司副总经理。 2015年7月至2020年4月，任南微医学科技股份有限公司营销副总裁，至今，任南微医学科技股份有限公司董事、高级副总裁。 	<p>韦建宇 转化医学部资深工程师</p> <ul style="list-style-type: none"> 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，任南京强强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。

资料来源：公司官网，iFind，国联证券研究所

1.3 业务恢复良好，盈利能力回升

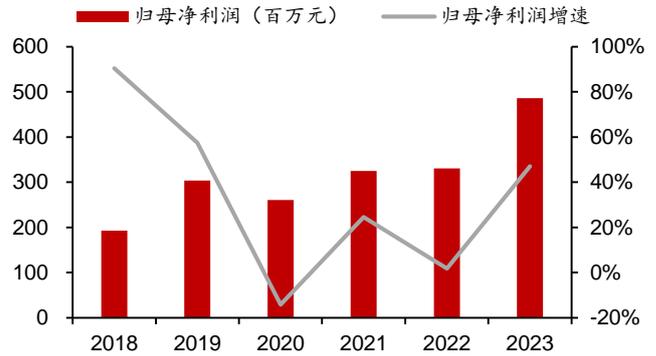
近年来公司业绩稳步增长，2018-2023 年公司营收由 9.22 亿元增长至 24.11 亿元，CAGR 为 21.20%；归母净利润由 1.93 亿元增长至 4.86 亿元，CAGR 为 29.89%。2023 年国内医院终端诊疗全面恢复，受公共卫生事件影响较大的择期手术快速复苏，消化内镜诊疗耗材的采购需求放量明显。2023 年公司实现营业收入 24.11 亿元，同比增长 21.78%；归母净利润 4.86 亿元，同比增长 47.01%；扣非归母净利润 4.63 亿元，同比增长 54.67%。

图表4：2018-2023 年公司营收及增速



资料来源：iFind，国联证券研究所

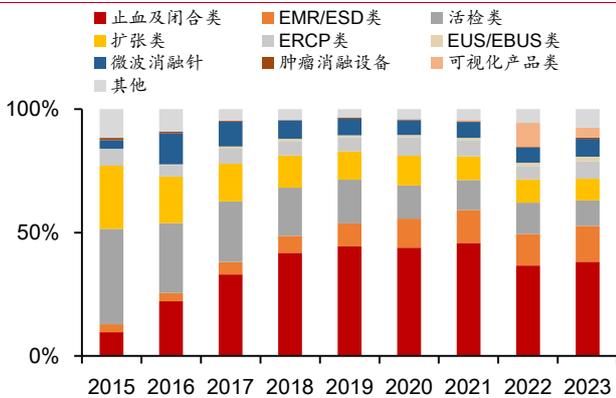
图表5：2018-2023 年公司归母净利润及增速



资料来源：iFind，国联证券研究所

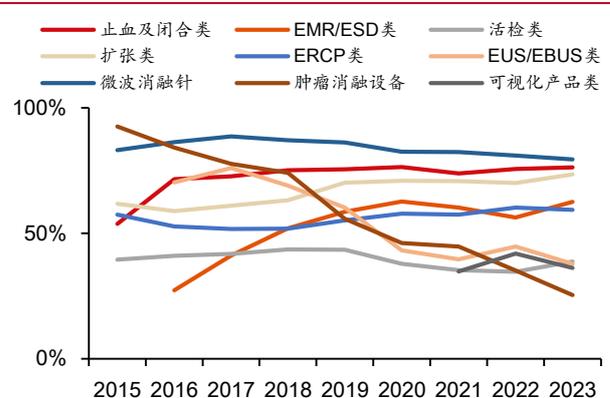
分业务来看，公司业务以内镜诊疗耗材为主，肿瘤消融为辅，并拓展可视化产品。其中内镜耗材主要分为六大类，包括止血闭合类、活检类、扩张类、EMR/ESD 类、ERCP 类、EUS/EBUS 类，以止血闭合类为核心产品，2023 年内镜耗材类收入合计占比 80.8%，其中止血闭合类为核心，占公司总收入 38.2%；肿瘤消融类产品占比 7.7%，其中以肿瘤消融针为主；可视化产品收入占比 4.0%，同比略有波动。

图表6：2018-2023 年公司主营业务构成



资料来源：iFind，国联证券研究所

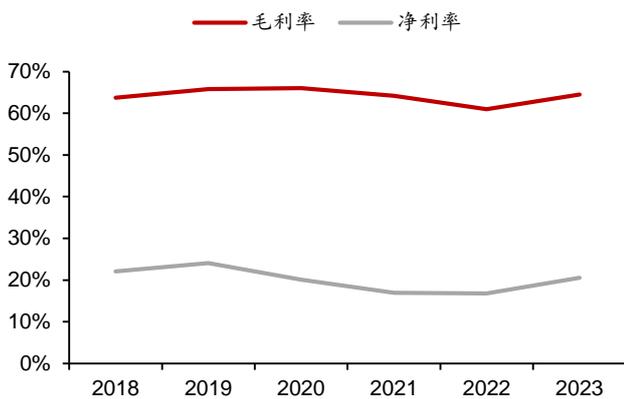
图表7：公司主要产品毛利率情况



资料来源：iFind，国联证券研究所

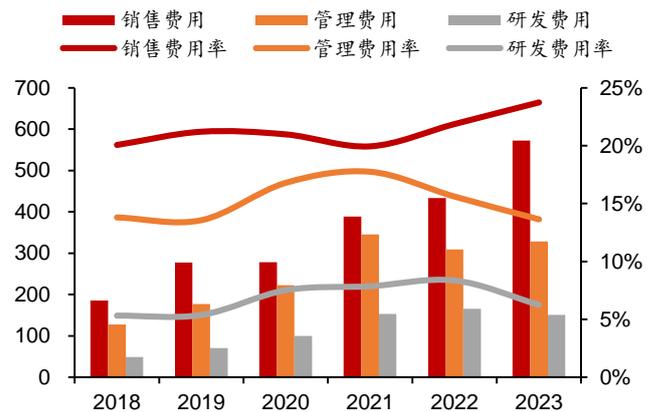
2023 年公司整体毛利率为 64.50%，净利率为 20.51%，分别同比提升 3.55 和 3.71 个百分点；销售费用率为 23.74%，管理费用率为 13.63%，研发费用率为 6.25%，财务费用率为 -3.23%。随着公司自动化生产水平提升、新产品占比提升，规模效应逐步显现，公司毛利率和净利率水平仍有提升空间。

图表8：2018-2023 年公司毛利率及净利率



资料来源：iFind, 国联证券研究所

图表9：2018-2023 年公司管理费用（百万元）及费用率



资料来源：iFind, 国联证券研究所

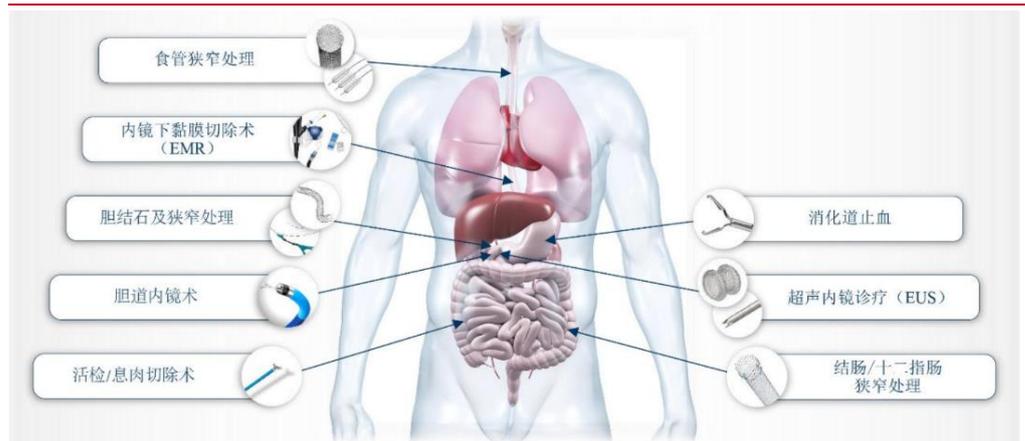
2. 内镜诊疗发展推动耗材市场持续增长

2.1 全球内镜诊疗耗材市场空间广阔

2.1.1 消化内镜普及率提升推动市场持续扩容

内镜诊疗是消化科、呼吸科等常见的微创诊疗方式，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，达到对人体腔道内疾病诊疗目的。内镜诊疗具备创伤小、恢复快、诊断准确等特点，是消化科手术的常见方式。

图表10：消化内镜主要诊疗手段示意图



资料来源：MedSurg: Endoscopy Presentation for the Investment Community at DDW, 国联证券研究所

内镜下的诊断和治疗，需要一系列诊疗器械与内镜配合使用。例如在胃镜、肠镜诊断中，需要使用活检钳对病灶部位活体组织进行取样；在消化道治疗手术中，需要使用止血夹进行组织闭合或止血处理；在 ERCP 手术中，需要使用导丝进行支撑和引导、使用取石网篮进行取石；在 EMR 手术中，需要使用圈套器切除息肉；在 ESD 手术中，需要使用黏膜切开刀切除病变组织。

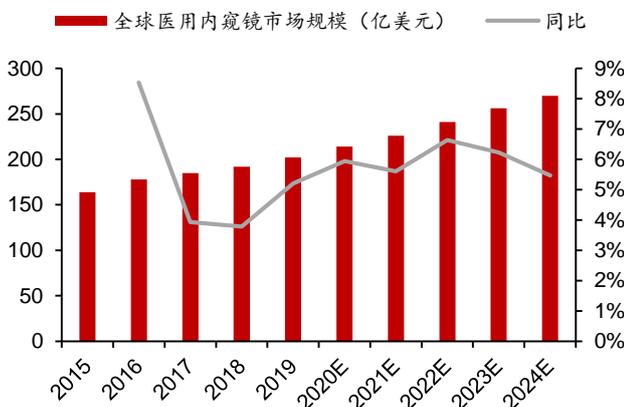
图表11：内镜耗材主要分类

种类	产品	代表品牌
基础类	手术钳、活检钳、细胞刷、止血夹、穿刺器等	奥林巴斯、库克、南微医学、唯德康、安杰思等
扩张类	扩张球囊、食道/肠道/胆道/气管支架	波科、库克、南微医学、常州智业、维心医疗、常州久虹等
EMR（内镜下黏膜切除术）/ESD（内镜黏膜下剥离术）类	圈套器、注射针、高频电刀等	奥林巴斯、美敦力、爱尔博、南微医学、安杰思等
ERCP（经内镜逆行性胰胆管造影术）类	斑马导丝、切开刀、取石球囊、取石网篮、鼻胆引流管等	库克、奥林巴斯、波科、南微医学、上海英诺伟、安杰思、湖南科迈森等
EUS（超声内镜）类	超声穿刺针、超声内镜下细胞刷、穿刺活检针等	波科、奥林巴斯、南微医学、安杰思等

资料来源：南微医学招股书、安杰思招股书，国联证券研究所整理

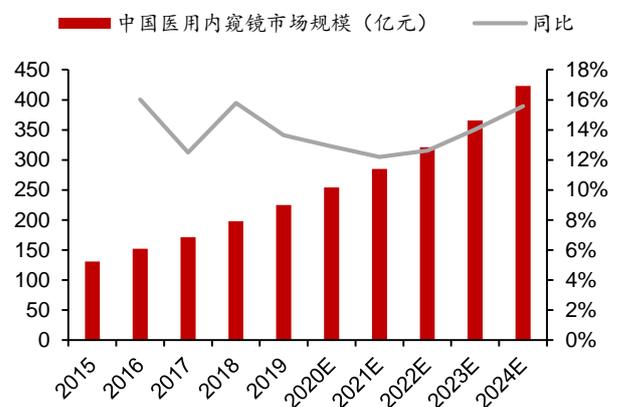
全球内镜诊疗市场空间大，国内市场仍有提升空间。根据弗若斯特沙利文统计，全球医用内窥镜器械市场规模于 2019 年达到 202 亿美元，2015-2019 年复合增长率为 5.4%，预计未来几年依然保持稳健增长。中国医用内窥镜由于起步较晚，处于快速发展阶段，其市场规模从 2015 年的 131 亿元增长到 2019 年的 225 亿元，年复合增长率为 14.5%，高于全球同期增速。

图表12：全球医用内窥镜市场规模及增速



资料来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表13：中国医用内窥镜市场规模及增速

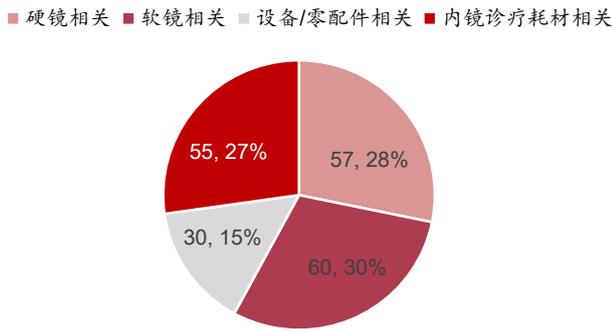


资料来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

内窥镜诊疗耗材市场约占整个内窥镜市场的 1/4，2019 年全球内镜诊疗耗材市场规模为 55 亿美元，中国为 57 亿元；根据固定的结构占比，我们预计 2022 年全球内镜诊疗耗材市场规模 66 亿美元，这与波士顿科学在 2023 年 JP 摩根健康大会演示材料中提到的约 60 亿美元的可及市场相吻合，未来几年全球行业规模仍将保持 6-7% 的复合增长，其中用于内镜下手术治疗相关的止血、减肥、胆胰器械等增速较快。

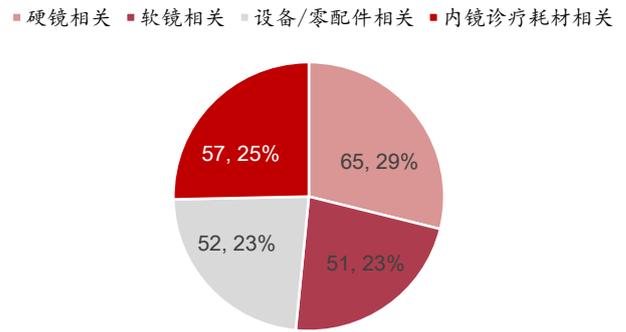
类似的，按照内镜诊疗耗材占整个市场 25% 计算，预计 2022 年中国消化内镜诊疗器械市场规模达 81 亿元。由于国内消化系统疾病高发、内镜诊疗普及率仍处于提升阶段，未来行业规模增速高于全球增速。

图表14: 2019 年全球内镜市场产品拆分 (亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国联证券研究所

图表15: 2019 年中国内镜市场产品拆分 (亿元)

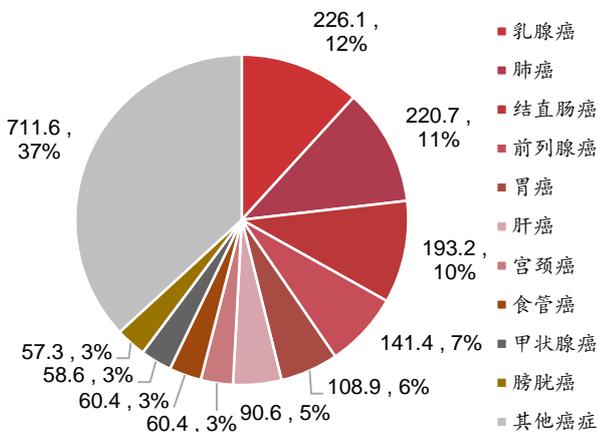


资料来源: 弗若斯特沙利文, 国联证券研究所

我国消化内镜及相关诊疗耗材市场前景广阔, 主要受以下因素推动:

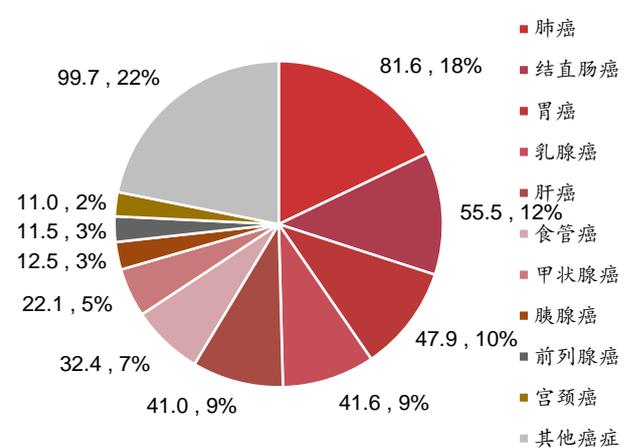
1) 我国消化系统疾病高发, 诊断和治疗需求大。受饮食习惯等因素影响, 中国消化道癌症发病率显著高于全球水平。据国际癌症研究机构 (IARC) 统计, 2020 年全球新发癌症病例中, 结直肠癌、胃癌和食管癌等消化道癌症的发病人数占比 20.1%, 而这一比例在中国高达 29.7%; 其中结直肠癌、胃癌和食管癌的发病人数分别占全球新发病人数的 29%、44%和 54%。

图表16: 2020 年全球新发癌症病例 (万人)



资料来源: IARC, 国联证券研究所

图表17: 2020 年中国新发癌症病例 (万人)

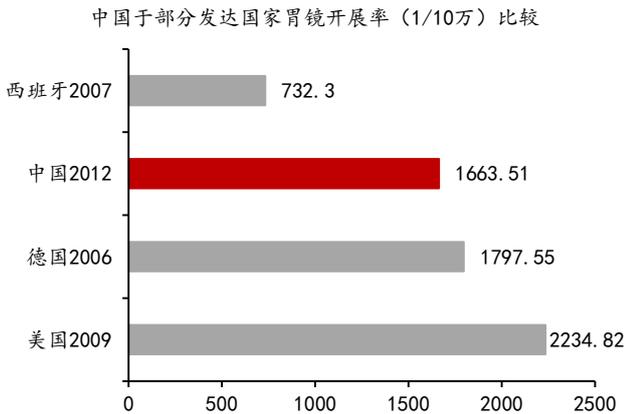


资料来源: IARC, 国联证券研究所

2) 我国胃镜、肠镜开展率较低。根据《消化内镜技术发展报告》, 中国的胃镜、结肠镜开展率与国际发达国家相比, 均存在不小的差距。其中, 美国开展率最高, 2009 年胃镜、肠镜开展率分别为每 10 万人 2235 人和 3725 人; 而中国 2012 年开展率仅分别为每 10 万人 1664 人和 436 人, 差距较大。

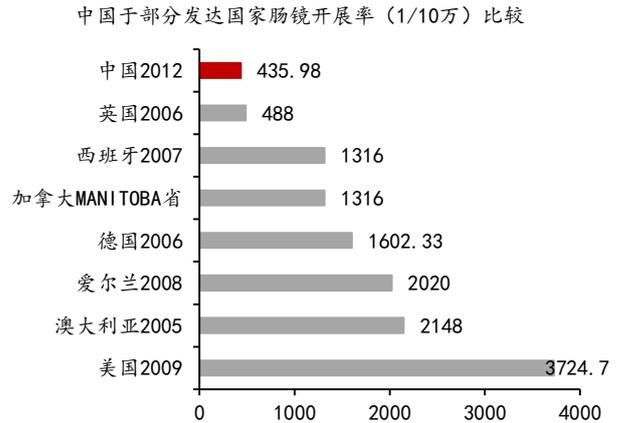
消化内镜下的微创治疗在消化系统疾病早期筛查中的作用越来越大。以食管癌为例, 通过大量样本研究 ESD 治疗食管早期鳞癌可达到近乎 100%的整块切除率和 80%以上的根治率。除此之外, 与普通外科手术相比, 微创治疗具有操作相对简便、创伤性小、可重复性强等优点, 是 21 世纪外科的主力方向。

图表18: 中国胃镜开展率较低



资料来源: 澳华内镜招股书, 国联证券研究所

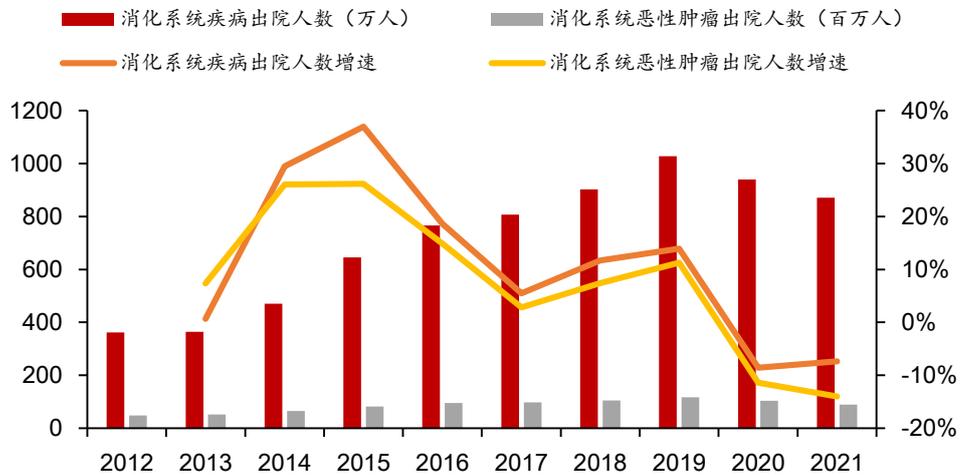
图表19: 中国肠镜开展率较低



资料来源: 澳华内镜招股书, 国联证券研究所

3) 肿瘤早诊早治渐成共识, 有望实现全面筛查。日本在全面推行胃镜筛查之后, 胃癌5年生存率达到60%以上, 而我国目前只有35.9%。2018年4月13日“国家消化道肿瘤筛查及早诊早治计划”正式启动, 开展消化道内窥镜肿瘤筛查进入黄金发展期。2020-2021年期间, 受公共卫生事件影响, 国内消化系统疾病及恶性肿瘤治疗人数增速放缓, 预计未来仍将保持较高的增速。

图表20: 中国消化系统疾病及恶性肿瘤出院人数情况



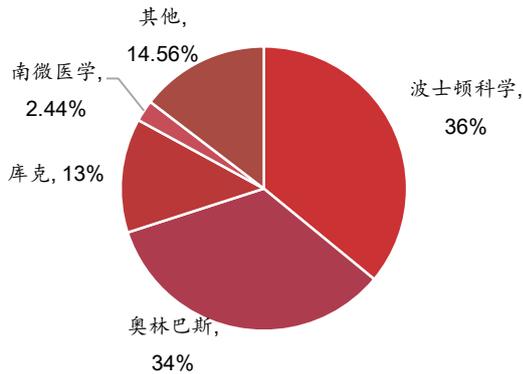
资料来源: Wind, 卫健委, 国联证券研究所

2.1.2 国产替代初步实现, 海外认可提升份额

内镜微创诊疗器械市场相对集中。全球市场由波士顿科学、奥林巴斯、库克医疗等企业占据, 三家合计占据70%以上的市场份额。内镜微创诊疗器械的高端市场目前虽然仍以美日品牌为主, 但中国企业也在加快技术追赶步伐, 逐步缩小与美日品牌的技术差距, 在某些领域甚至已实现了技术领先。

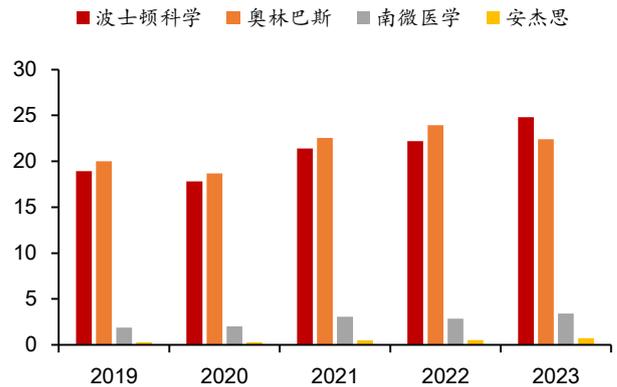
根据弗若斯特沙利文统计, 2018年波士顿科学、库克和奥林巴斯市占率合计83%; 南微医学市占率2.44%。2023年若按全球内镜诊疗器械市场规模70亿美金估算, 预计国产的南微医学和安杰思市占率分别为5%和1%左右。

图表21: 全球内镜诊疗器械市场竞争格局 (2018年)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国联证券研究所

图表22: 全球主要上市公司内镜诊疗收入 (亿美元)

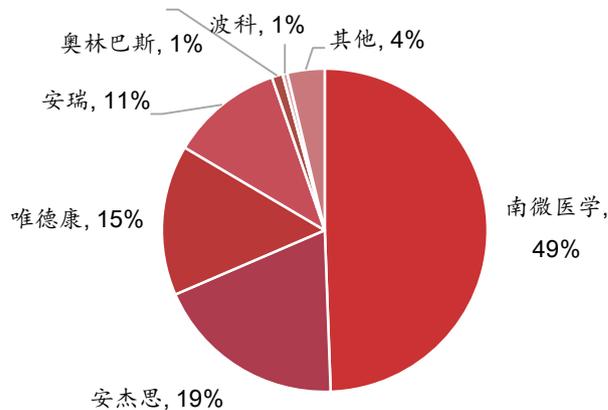


资料来源: Wind, 国联证券研究所

注: 以历史汇率转换; 南微医学和安杰思以公司整体收入作为内镜诊疗收入

国内市场进口替代趋势显著。2014年以前, 国内内镜微创诊疗器械市场主要由国际品牌垄断。随着国内企业加大技术投入、产品逐步获证并销售, 南微医学、安杰思等国产品牌不断缩小与跨国巨头的技术差距, 特别是在止血夹等产品领域国产份额逐步提升。根据2024年京津冀“3+N”联盟28种医用耗材集中带量采购产品约定采购量, 可以看到集采地区止血夹产品基本实现国产替代, 不同尺寸的止血夹总需求量158万只, 南微医学、安杰思、唯德康分别占比49%、19%、15%。

图表23: 京津冀3+N联盟带量采购止血夹产品需求量分布



资料来源: 河北省医保局, 国联证券研究所

2.2 内镜耗材化推动一次性内镜行业发展

内窥镜可分为可重复使用内窥镜以及一次性内窥镜。可重复使用内窥镜长期以来成为非血管介入手术的标准设备, 使用广泛, 但是其耐用性、交叉感染及成本效益问题仍有待解决。《美国感控杂志》2018年发布文章显示, 内镜在医疗器械交叉感染风险排行榜中位列第一, 70%以上的内镜存在洗消不完全的问题, 接近四分之三的常用内镜被细菌污染。

近年来，随着内镜设备耗材化的趋势逐渐形成，一次性内镜开始在医疗行业的各个领域中得到广泛应用。相比传统的重复使用内镜，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。随着一次性内镜的技术不断进步和成本的不下降，越来越多的医疗机构和科室已经开始认可和采用一次性内镜，包括泌尿外科、呼吸科、消化科等领域。

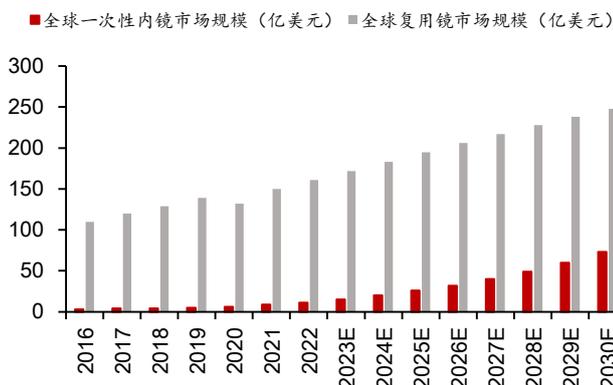
图表24：一次性内窥镜主要产品类别

应用方向	主要产品	代表公司
泌尿外科	一次性输尿管肾镜	Lumenis、波科、OTU Medical、幸福工场等
	一次性膀胱镜	Ambu、UroViu、广州瑞派、南昌沃克
肝胆外科	一次性胆道镜	新光维、波科、OTU Medical、视介光电
呼吸科、胸外科、耳鼻喉科	一次性支气管镜	Ambu、Prosurg、新光维、英诺伟、南微
	一次性鼻咽喉镜	Medrobotics、3nt、Ambu、卡尔史托斯、Zsquare
消化科	一次性十二指肠镜	波科、Ambu
	一次性胆道子镜	波科、新光维、南微、莱恩瑟特
普外科	一次性腹腔镜	Prosurg、Xenacor
妇科	一次性宫腔镜	Endosee、CooperSurgical、LiNA Medical、AcuVu

资料来源：英诺伟招股书，国联证券研究所整理

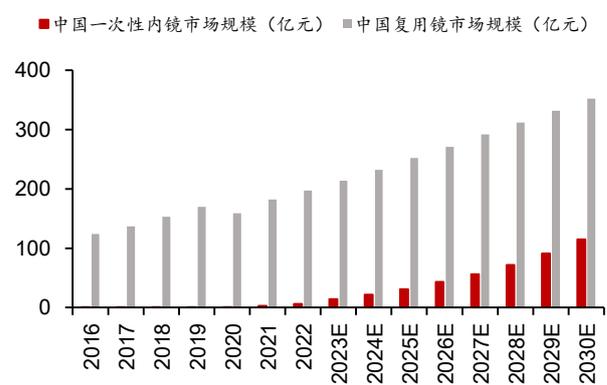
根据灼识咨询统计，全球一次性内镜市场规模从2016年的3亿美元增长至2022年的11亿美元，2016-2022年的CAGR为26.0%；预计到2030年将增至73亿美元，2022-2030年的CAGR为26.3%。随着一次性内镜的技术不断进步，图像质量不断提升，同时成本具备竞争力，使用渗透率有望逐步提升。

图表25：全球一次性内窥镜市场规模持续提升



资料来源：英诺伟招股书，灼识咨询，国联证券研究所

图表26：中国一次性内窥镜市场规模持续提升

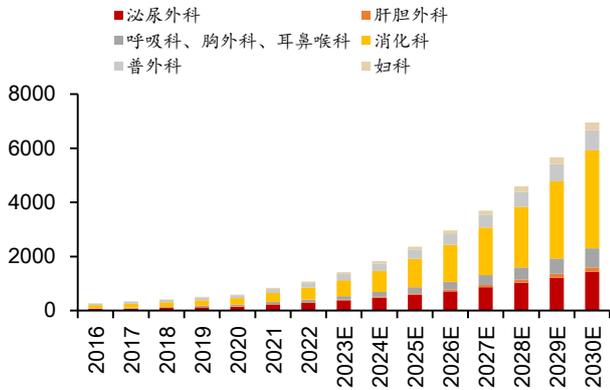


资料来源：英诺伟招股书，灼识咨询，国联证券研究所

中国的一次性内镜行业正在快速发展，并呈现出快速增长的趋势。随着医疗卫生水平的提高和对卫生安全的要求不断加强，越来越多的医疗机构开始采用一次性内镜。预计中国一次性使用医用内镜市场规模将从2022年的6亿元增长至2030年的115亿元，2022-2030年CAGR为44.0%，年复合增速远超复用镜。

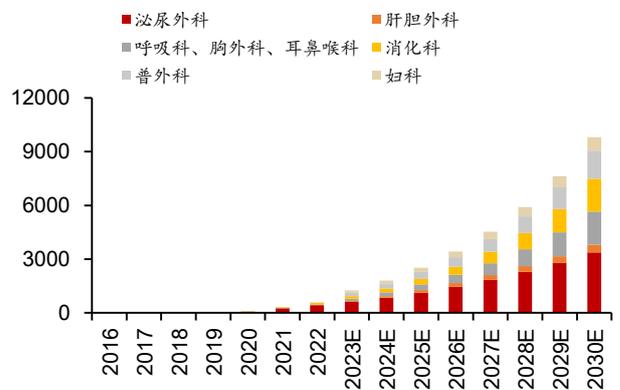
从细分市场看，全球一次性内镜市场最大的应用科室为消化科，其次是泌尿外科；国内最大的应用在泌尿外科，其他主要应用在呼吸科、耳鼻喉科、消化科、胸外科等预防感染需求较高的科室。

图表27：全球一次性内镜具体细分市场（百万美元）



资料来源：英诺伟招股书，灼识咨询，国联证券研究所

图表28：中国一次性内镜具体细分市场（百万元）



资料来源：英诺伟招股书，灼识咨询，国联证券研究所

3. 巩固优势打造全球化内镜耗材龙头企业

3.1 产品种类丰富，规模优势领先

经过长期技术创新和新产品开发，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；肿瘤消融产品主要包括微波消融治疗仪和微波消融针等，主要由康友医疗研发、制造。

图表29：公司内镜耗材主要产品

消化内镜 诊疗器械	ESD/EMR/ 息肉专用 诊疗器械	一次性使用高 频切开刀	可旋转重复开 闭软组织夹 (和谐夹)	热活检钳	一次性使用圈 套器	一次性内窥镜 用注射针
	ERCP专用 诊疗器械	一次性使用内 镜喷洒管	靛胭脂粘膜染 色剂	一次性使用网 兜套圈	一次性标本收 集瓶	
		ERCP医保包	一次性乳头括 约肌切开刀	胆道用导丝 (斑马导丝)	一次性使用球 囊扩张导管	一次性使用胆 管内引流管
		一次性使用三 级球囊扩张导 管	一次性使用取 石网篮	一次性使用取 石球囊	鼻胆引流导管	胆道支架
	EUS专用诊 疗器械	胆道支架套装	覆膜胆道支架	覆膜胆道支架 套装		
	导丝	一次性内窥镜 超声吸引活检	一次性使用超 声水囊			
	球囊扩张 导管	非血管腔道导 丝(超硬导 丝)	胆道用导丝 (斑马导丝)			
	食道支架	一次性使用球 囊扩张导管	一次性使用三 级球囊扩张导 管	一次性使用固 定丝球囊扩张		
胆道支架	覆膜食道食 道支架系统	覆膜食道支架 套装	分段式食道支 架系统			
肠道支架	胆道支架	胆道支架套装	覆膜胆道支架	覆膜胆道支架		
呼吸内镜 诊疗器械	肠道支架	肠道支架	肠道支架套装	覆膜肠道支架	可过活检孔道 肠道支架套装	
	一次性/带涂层 一次性气道取 样钳	一次性气道喷 洒管	一次性气道导 丝	覆膜气管支架	可过活检孔道 气管支架	
	气管支架	一次性气道三 级球囊扩张导 管	一次性气道球 囊扩张导管	一次性气道细 胞刷		

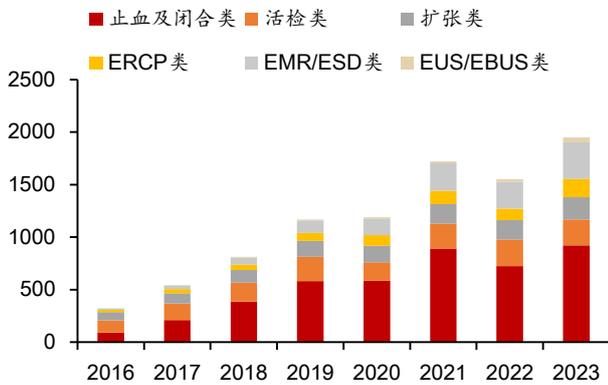
资料来源：公司官网，国联证券研究所

3.1.1 内镜耗材

品类齐全的产品布局。公司坚持医工结合的创新研发模式，通过与医疗机构的交流合作，密切跟踪临床科室的新需求、新设想，将临床需求转化为产品。公司聚焦内镜诊疗领域，开发了扩张类、活检类、止血和闭合类、EMR/ESD、ERCP、EUS 等六大子系列产品，为基于消化内镜的微创手术提供了整体解决方案，是中国内镜诊疗器械耗材产品线最齐全的企业。

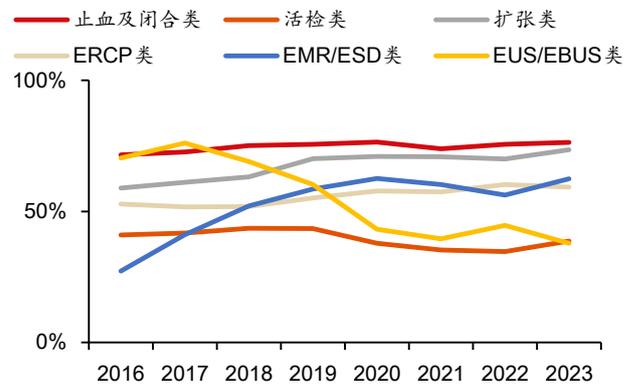
公司通过产品的迭代升级推动业务持续增长，如明星产品和谐夹（可旋转重复开闭软组织夹）自 2015 年上市后驱动公司收入和利润大幅增长，叠加早癌筛查和 ESD 技术推动消化内镜市场总量快速扩大的大背景，公司规模快速扩张；黄金刀（一次性高频切开刀）2019 年上市以来推动 EMR/ESD 类产品营收快速增长。

图表30：公司主要内镜耗材收入构成（百万元）



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

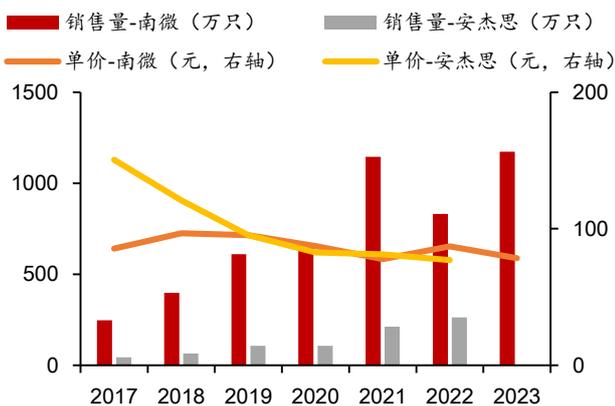
图表31：公司主要内镜耗材产品毛利率



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

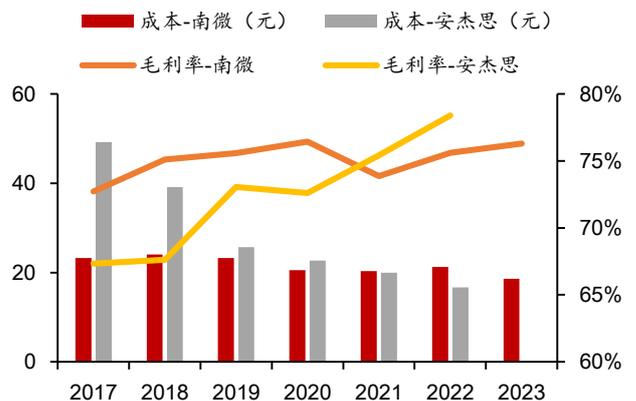
公司作为国内规模最大的内镜耗材企业之一，相比其他国产竞争对手，具备更低成本和价格优势。以止血夹产品为例，公司较早通过和谐夹以及不断性能升级抢占较大市场份额，2023 年止血夹国内外销售量 1174 万只，平均单价 78 元，毛利率达 76%，随着规模效应的不断显现，毛利率整体处于上升趋势，成本亦有下降空间。

图表32：止血夹产品销量及单价同行比较



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所
注：单价以平均单价计算，不能全部反应各品类以及国内外的价格差异

图表33：止血夹产品成本及毛利率同行比较



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

3.1.2 微波消融

除了以医工结合的模式进行自主研发外，公司具有强大的外延整合能力，以消化内镜器械为核心和起点，在微创诊疗领域内拓展和延伸，目前已经拓展至肿瘤微波消融和无创光学活检的 EOCT 领域。子公司康友医疗紧紧围绕肿瘤介入方向，以消融为切入点，完善产品管线，向多科室延伸。同时，加速呼吸介入耗材、引流活检、血管介入等新品转产、市场准入和推广，打造肿瘤介入一站式解决方案平台。

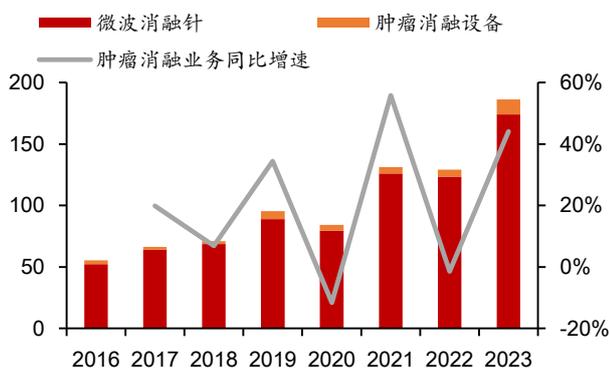
图表34：子公司康友医疗聚焦消融业务



资料来源：公司微信公众号，国联证券研究所

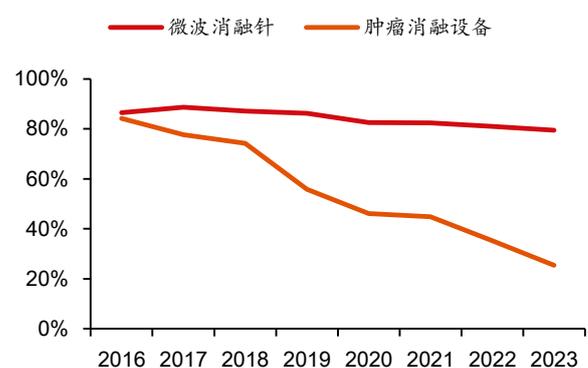
2023 年公司肿瘤消融类产品实现收入 1.86 亿元，同比增长 44.09%；其中微波消融针产品实现收入 1.74 亿元，同比增长 41.06%。微波消融针亦贡献主要毛利，2023 年毛利率为 79.5%，高于其他耗材类产品。

图表35：公司肿瘤消融业务收入（百万元）及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表36：公司肿瘤消融产品毛利率



资料来源：Wind，国联证券研究所

3.2 聚焦一次性内镜，打造第二成长曲线

聚焦一次性内镜的研发，不断推出迭代新产品。2021年公司一次性胆道镜在国内获批上市，与国外竞品相比，可进入其无法进入的“盲区”进行诊疗；该产品陆续获得FDA、CE及日本注册，为全球化奠定基础。2022年公司一次性支气管镜在国内获批，拓展呼吸科室，并在ICU建设中发挥重要作用。2023年公司一次性外科用胆道镜取得国内注册证并量产出货，一次性脑血肿灌洗系统等新产品研发进展顺利。

一次性内镜研发依旧是公司目前研发重点，将着眼长远，制定开发和迭代规划，追求研发一次成功率，确保新品上市后有一定时间的市场领先期。此外，公司围绕一次性内镜开发的微型胆道活检钳获得日本注册、微型取石球囊等镜下配套耗材获得国内注册，为相关疾病的诊断、治疗提供更完善的解决方案。

图表37：公司一次性内镜领域布局完善

产品	图片	应用范围	国内获批时间	海外获批情况
一次性支气管镜		ICU、麻醉、急诊、呼吸等多科室	2022	美国、欧盟
一次性内科胆道镜		适用于巨大胆管结石、部分胆总管结石、胆管冲洗及引流、部分肝内胆管结石、胆总管多发结石以及怀疑胆管占位等	2021	美国、欧盟、日本
一次性外科胆道镜		肝胆管结石病	2023	美国、欧盟
微型胆道活检钳		微型胆道活检钳主要用于胆道疾病的诊断，通过夹取组织样本进行病理检查，以确定样本是否为癌、良性肿瘤或感染等情况。	2022	2023 获得日本注册
微型取石球囊		用于胆道内取石和胰胆管系统取石	2023	

资料来源：公司微信公众号，公司公告，国联证券研究所

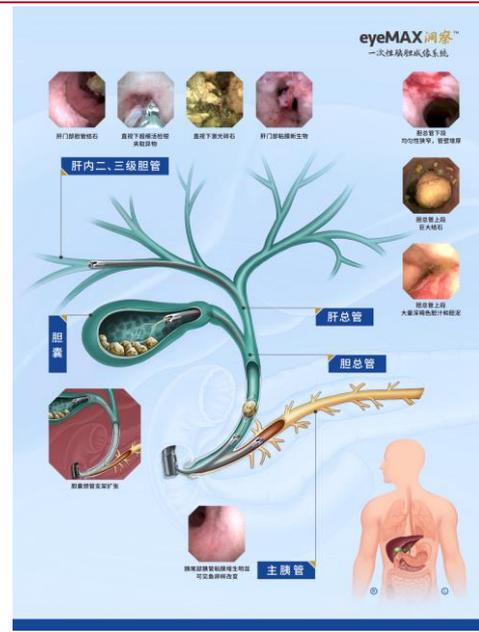
2021年11月11日，公司“一次性胰胆成像导管”获得NMPA注册证，标志着自主研发的“eyeMAX洞察”胰胆成像系统正式获批上市，是第一个获得注册证的一次性胆道镜国产产品，其高清的图像质量使得医生可以通过直视诊断病变；纤细的外径使得医生可以处理肝内胆管和胆管的病变，打破了消化道最后一个盲区；更大的工作通道可通过更多的器械，从而可以开展各种镜下治疗。

图表38: eyeMAX 洞察性胰胆成像系统示意图



资料来源: 公司微信公众号, 国联证券研究所

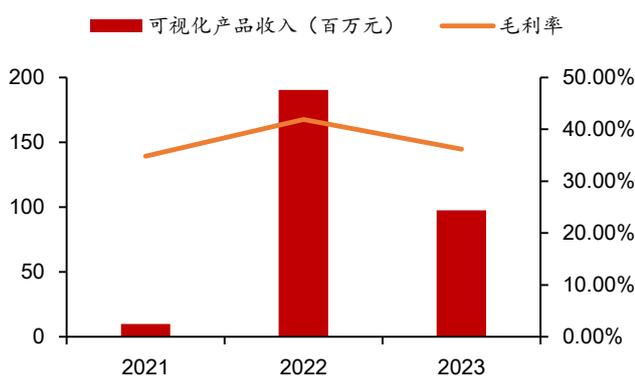
图表39: 公司一次性胆道镜临床应用广



资料来源: 公司微信公众号, 国联证券研究所

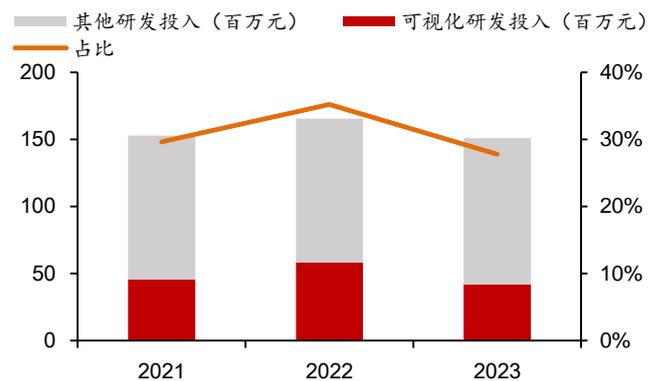
公司持续加大可视化产品研发, 构建底层技术, 不断提升性能, 确保领先优势, 满足临床需求, 并积极探索引领型新概念内镜; 公司一次性内镜从消化领域延伸至肝胆外科、重症 ICU 等科室。2023 年公司可视化产品收入约 0.97 亿元, 同比下降 48.78%, 毛利率为 36.17%, 占公司总收入 4%。随着一次性外科胆道镜等产品的陆续上市, 国内渠道库存逐步消化, 院内推广工作持续进行, 海外渠道持续铺开, 公司可视化产品有望恢复高速增长; 同时在规模效应的体现下毛利率有较大提升空间。

图表40: 公司可视化产品收入及毛利率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表41: 公司可视化相关研发投入及占比



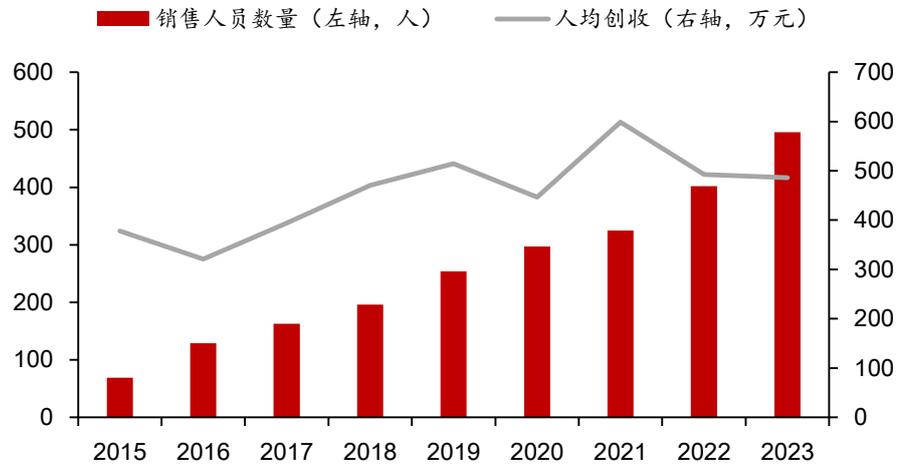
资料来源: Wind, 公司年报, 国联证券研究所

3.3 销售渠道逐步完善, 国际化战略成果显著

深耕行业多年建立高效营销网络。公司多年深耕消化内镜诊疗领域, 建立了覆盖国内外的广泛的营销网络。在国内公司采取矩阵化的营销渠道管理体系, 设有 18 个营销分中心, 在渠道开发、产品、市场、商务、准入等方面拥有强大资源, 同时总部开设专业部门进行业务指导, 凭借专业化的销售团队和经销商优势互补, 目前与多家

大型经销商建立了稳定的合作关系，产品已销售至全国 6,000 多家医院。

图表42：高效的营销网络带来较高的人均创收



资料来源：iFind，国联证券研究所

海外渠道逐步完善。公司早期即确立了国际化战略，国内国际两个市场双轮驱动，海内海外相关资源联动互补，既有效开拓市场，又利于防御风险。近年来，随着公司产品线丰富、市场准入推进，国际国内两个市场大体均衡发展。目前，海外市场已拓展至 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，较好地起到了优势互补、相得益彰的作用。

海外市场采取直销为主的销售模式。公司早期凭借成本优势通过 OEM 与日本、美国的品牌合作，逐步完善自身产品设计、质量管理体系建设。2007 年开始，公司建立自己的品牌，组建经销公司并实现直销。到目前公司已经在美国、德国、英国、法国、荷兰、日本、葡萄牙和瑞士设有全资子公司，作为进入美国、欧洲等国际市场的桥头堡，逐步建立稳定的营销网络，并与部分世界知名企业保持了良好的合作关系。

图表43：公司主要海外地区销售模式

地区	子公司	销售模式
美国	MTU	子公司直销为主；是美国最大的医疗器械集中采购组织之一的 HPG (HealthTrust Purchasing Group) 的合格供应商
欧洲	MTE	1) 在收购 MTE 之前由国际销售部负责欧洲地区的销售管理，销售模式以经销为主，同时有部分的贴牌销售 (MTE 为公司在欧洲最大的自有产品经销客户) 2) 2018 年将 MTE 收购为全资子公司后，欧洲地区销售业务由 MTE 进行管理，公司在欧洲的销售模式变为德国地区以直销为主；除德国外的其他欧洲地区以经销为主 3) 随着英国、法国、荷兰、葡萄牙、瑞士等地子公司逐步成立，更多地区采取直销形式
日本	マイクロテックジ ャパン株式会社	目前主要是和三菱代理，已经建立了子公司

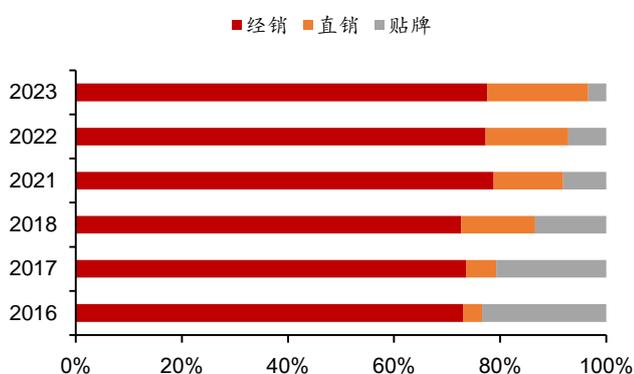
其他

由公司国际销售部统一管理，实行大区经理负责制，由大区经理负责辖区内的渠道开发及客户维护。

资料来源：公司招股书，公司公告，国联证券研究所

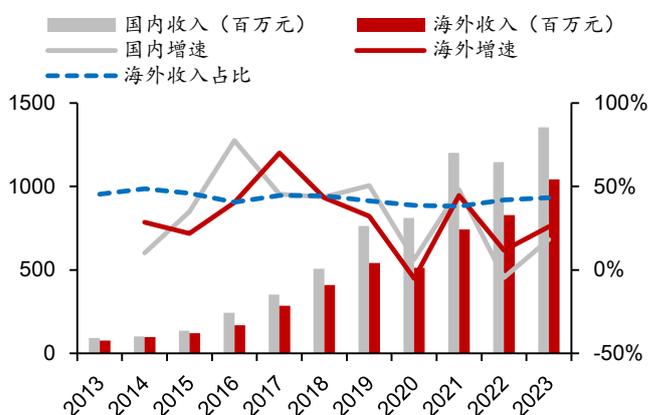
由于公司较早布局全球市场，海外业务收入占比持续较高，2023年海外业务收入10.42亿元，同比增长26%，好于国内增速，海外收入占比达43%。早期海外收入占比较高主要是OEM业务为主。2021年公司推出一次性可视化产品，国内率先推广，因此国内收入占比有所增加。随着公司一次性胆道镜陆续获得FDA、CE及日本注册，为进一步全球推广奠定基础，海外收入占比有望提升。

图表44：公司直销收入占比提升



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表45：公司国内和海外收入及增速



资料来源：iFind，国联证券研究所

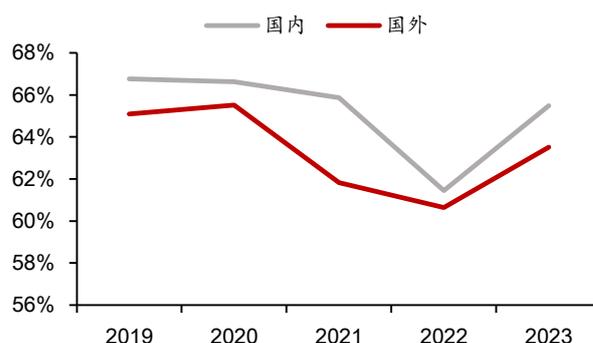
目前公司海外收入主要集中在欧洲和美国地区，随着公司产品逐步进入日本、韩国等更多国家和地区，以及相应的营销渠道建设，其他地区收入占比有望持续提升。根据公司年报，2023年亚太营收13亿元，同比增长18.9%；EMEA营收4.11亿元，同比增长30.9%；MTU营收4.71亿元，同比增长22.6%。2023年公司海外毛利率63.51%，略低于国内的65.49%，随着海外更多新产品和升级产品获证、以及自主品牌直销占比的提升，海外业务毛利率仍有提升的空间。

图表46：2014-2023年海外业务收入地区分布（百万元）



资料来源：iFind，国联证券研究所

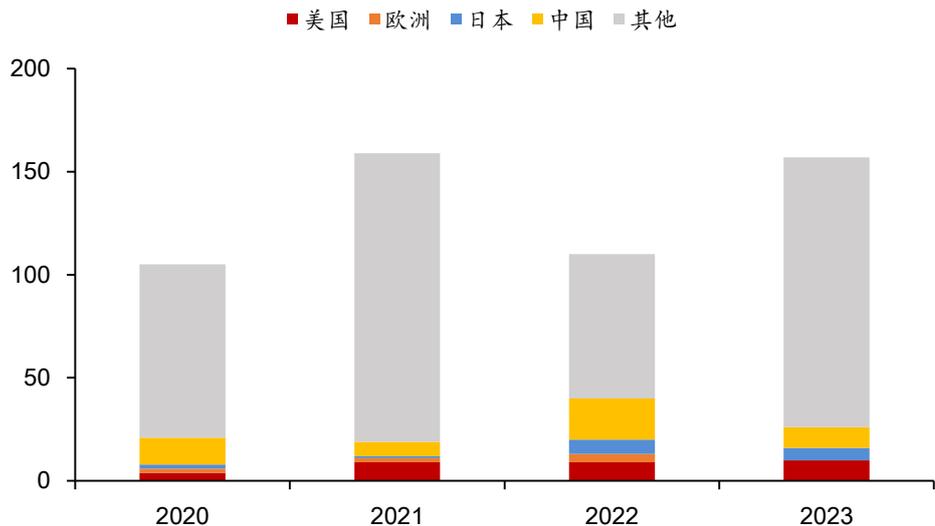
图表47：2019-2023年公司国内外业务毛利率



资料来源：iFind，国联证券研究所

持续推进海外产品获证，为全球化销售奠定基础。2023 年公司相关产品在国内外市场首次获得注册证书共计 157 张，进一步加大全球市场准入能力。除重点布局的美国、欧洲、日本等国家和地区外，如泰国、秘鲁、巴西、厄瓜多尔、科威特等国家和地区都有较多产品注册证布局。2023 年，公司还启动泰国生产基地建设项目，旨在建立安全的海外供应链，并进一步拓展东南亚市场。

图表48：2020-2023 年公司首次获批注册证情况



资料来源：公司年报，国联证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司主要业务的收入和毛利率进行预测，主要假设如下：

- 1) 内镜诊疗耗材：**公司基本盘业务，其中止血闭合类、活检类、扩张类随着诊疗量增长稳健增长；止血夹产品河北集采之后国内价格受到部分影响，海外仍保持稳健增长；ERCP 类、EMR/ESD 类、EUS/EBUS 类因新技术的普及、一次性内镜的带动、国外的推广销售而高速增长。

我们预计 2024-2026 年止血闭合类收入增速分别为 9.93%/10.43%/11.47%；活检类收入增速分别为 15%/15%/15%；扩张类收入增速分别为 15%/15%/15%；EMR/ESD 类收入增速分别为 30%/30%/30%；ERCP 类收入增速分别为 45%/40%/35%；EUS/EBUS 类收入增速分别为 70%/60%/50%。毛利率整体稳中有升，随规模效应和直销占比增加提升。

- 2) 微波消融类：**全球肿瘤消融市场仍处于发展阶段，我们预计该板块将保持稳定增长，预计 2024-2026 年公司微波消融针收入增速分别为 20%/20%/20%，毛利率保持稳定，分别为 80%/80%/80%；肿瘤消融设备收入增速分别为

20%/20%/20%，毛利率分别为 26%/28%/30%。

- 3) **可视化产品**: 随着一次性内镜产品逐步完善, 内外科胆道镜、ICU 支气管镜以及配套耗材逐步获证, 国内外拓展空间大, 我们预计 2024-2026 年公司可视化产品收入增速分别为 79.60%/53.71%/38.03%, 随着规模化效应逐步显现, 毛利率提升, 预计毛利率分别为 58.57%/62.24%/65.91%。

图表49: 公司营收拆分及预测

	百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入		1946.72	1980.14	2411.47	2936.12	3584.26	4371.21
	YoY	46.77%	1.72%	21.78%	21.76%	22.07%	21.96%
	毛利率	64.18%	60.95%	64.50%	64.73%	64.54%	64.60%
止血闭合类		892.03	725.10	921.37	1012.84	1118.44	1246.70
	YoY	53.10%	-18.71%	27.07%	9.93%	10.43%	11.47%
	毛利率	73.87%	75.60%	76.29%	76.15%	76.05%	76.10%
活检类		237.01	250.28	246.85	283.88	326.46	375.43
	YoY	33.74%	5.60%	-1.37%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	35.28%	34.63%	38.69%	39.00%	40.00%	41.00%
扩张类		185.32	186.81	212.15	243.97	280.57	322.65
	YoY	16.13%	0.80%	13.56%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	70.86%	70.05%	73.50%	74.00%	74.50%	75.00%
内镜耗材	EMR/ESD 类	260.19	254.35	350.85	456.11	592.94	770.82
	YoY	66.14%	-2.24%	37.94%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	60.23%	56.28%	62.49%	62.50%	63.00%	63.50%
ERCP 类		127.99	109.69	172.87	250.66	350.93	473.75
	YoY	28.70%	-14.30%	57.60%	45.00%	40.00%	35.00%
	毛利率	57.43%	60.20%	59.33%	60.00%	60.00%	60.00%
EUS/EBUS		18.05	23.82	43.44	73.85	118.16	177.24
	YoY	48.44%	31.97%	82.37%	70.00%	60.00%	50.00%
	毛利率	39.57%	44.69%	37.86%	38.00%	39.00%	40.00%
肿瘤消融设备		5.08	5.84	12.14	14.57	17.48	20.98
	YoY	5.39%	14.96%	107.88%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	44.75%	35.22%	25.37%	26.00%	28.00%	30.00%
肿瘤消融	微波消融针	126.09	123.37	174.04	208.85	250.62	300.74
	YoY	58.86%	-2.16%	41.07%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	82.42%	81.02%	79.45%	80.00%	80.00%	80.00%
可视化产品		9.75	190.24	97.44	175.00	269.00	371.30
	YoY		1851.18%	-48.78%	79.60%	53.71%	38.03%
	毛利率	34.78%	41.86%	36.17%	58.57%	62.24%	65.91%

资料来源: iFind, 国联证券研究所

综合考虑上述公司各项主营业务情况, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 29.36/35.84/43.71 亿元, 同比增速分别为 21.76%/22.07%/21.96%, 归母净利润分别为 5.97/7.58/9.66 亿元, 同比增速分别为 22.93%/26.87%/27.47%, 3 年 CAGR 为 25.74%, EPS 分别为 3.18/4.03/5.14 元/股, 对应 PE 分别为 20/16/12 倍。

图表50：南微医学盈利预测

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1980	2411	2936	3584	4371
增长率（%）	1.72%	21.78%	21.76%	22.07%	21.96%
EBITDA（百万元）	385	570	821	1037	1299
归母净利润（百万元）	331	486	597	758	966
增长率（%）	1.80%	46.99%	22.93%	26.87%	27.47%
EPS（元/股）	1.76	2.59	3.18	4.03	5.14
市盈率（P/E）	35.7	24.3	19.8	15.6	12.2
市净率（P/B）	3.7	3.3	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	36.3	30.7	12.8	10.0	7.8

资料来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 07 月 11 日收盘价

4.2 投资建议

考虑公司是国内内镜诊疗耗材龙头，全球布局日益完善，并积极探索新的成长动力，盈利能力有望提升，首次覆盖并给予“买入”评级。

5. 风险提示

海外市场拓展风险：公司海外销售市场主要包括美国、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，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，或对公司的海外销售业务带来不利影响。

竞争加剧风险：在国内，随着国家医药卫生领域改革进一步推进，医疗器械和耗材的价格将进一步透明，国内市场竞争加剧，从而导致产品销售价格下降；在国际市场，市场竞争更为激烈，公司面临的市场不确定性增加。

带量采购风险：2023 年河北省牵头组织京津冀“3+N”联盟医用耗材集中带量采购，项目涉及止血夹等公司多个产品。在集中带量采购常态化、制度化的形势下，如果重要产品在重点市场未能中标，有可能会影响公司的盈利能力。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1875	1209	1972	2233	2665	营业收入	1980	2411	2936	3584	4371
应收账款+票据	282	411	485	592	722	营业成本	773	856	1035	1271	1548
预付账款	28	28	45	55	67	营业税金及附加	16	24	26	32	38
存货	567	522	659	808	984	营业费用	433	573	687	824	989
其他	230	1121	572	698	852	管理费用	474	480	529	608	699
流动资产合计	2983	3291	3732	4387	5290	财务费用	-61	-78	-4	-6	-8
长期股权投资	44	50	62	74	86	资产减值损失	-22	-35	-36	-44	-54
固定资产	295	331	386	474	572	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	277	364	458	435	312	投资净收益	43	28	45	45	45
无形资产	98	89	64	38	13	其他	-1	4	4	3	3
其他非流动资产	198	268	253	238	238	营业利润	364	555	676	860	1098
非流动资产合计	911	1102	1222	1259	1221	营业外净收益	4	10	8	8	8
资产总计	3894	4393	4955	5647	6511	利润总额	368	565	684	868	1106
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	35	70	79	100	128
应付账款+票据	332	274	449	551	671	净利润	333	495	605	768	979
其他	226	376	362	443	539	少数股东损益	2	9	8	10	13
流动负债合计	558	650	811	994	1211	归属于母公司净利润	331	486	597	758	966
长期带息负债	5	25	21	16	10	财务比率					
长期应付款	45	39	39	39	39		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	11	9	9	9	9	成长能力					
非流动负债合计	61	73	69	64	58	营业收入	1.72%	21.78%	21.76%	22.07%	21.96%
负债合计	620	723	880	1058	1269	EBIT	-22.85%	58.55%	39.55%	26.75%	27.50%
少数股东权益	49	58	66	76	88	EBITDA	-15.51%	48.11%	44.14%	26.21%	25.34%
股本	188	188	188	188	188	归属于母公司净利润	1.80%	46.99%	22.93%	26.87%	27.47%
资本公积	1914	1916	1916	1916	1916	获利能力					
留存收益	1123	1508	1905	2408	3050	毛利率	60.95%	64.50%	64.73%	64.54%	64.60%
股东权益合计	3274	3670	4075	4588	5243	净利率	16.81%	20.51%	20.61%	21.42%	22.39%
负债和股东权益总计	3894	4393	4955	5647	6511	ROE	10.25%	13.45%	14.90%	16.80%	18.74%
						ROIC	18.12%	22.83%	20.16%	28.07%	31.46%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	15.91%	16.45%	17.76%	18.75%	19.48%
净利润	333	495	605	768	979	流动比率	5.3	5.1	4.6	4.4	4.4
折旧摊销	78	83	142	175	201	速动比率	3.9	2.5	3.0	2.9	2.8
财务费用	-61	-78	-4	-6	-8	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	-173	46	-137	-150	-176	应收账款周转率	7.0	5.9	6.1	6.1	6.1
营运资金变动	-97	46	482	-210	-255	存货周转率	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6
其它	170	-46	98	111	137	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
经营活动现金流	250	546	1185	688	877	每股指标(元)					
资本支出	-190	-264	-250	-200	-150	每股收益	1.8	2.6	3.2	4.0	5.1
长期投资	832	-955	0	0	0	每股经营现金流	1.3	2.9	6.3	3.7	4.7
其他	26	82	27	27	27	每股净资产	17.2	19.2	21.3	24.0	27.4
投资活动现金流	669	-1137	-223	-173	-123	估值比率					
债权融资	-2	20	-4	-5	-6	市盈率	35.7	24.3	19.8	15.6	12.2
股权融资	54	0	0	0	0	市净率	3.7	3.3	2.9	2.6	2.3
其他	-126	-134	-196	-248	-316	EV/EBITDA	36.3	30.7	12.8	10.0	7.8
筹资活动现金流	-74	-114	-200	-253	-322	EV/EBIT	45.5	36.0	15.4	12.0	9.2
现金净增加额	908	-666	762	262	432						

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 07 月 11 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20% 以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20% 之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~5% 之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10% 以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~10% 之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼
无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇一座 37 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼