

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

南微医学(688029)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

曹佳琳 医药行业分析师

执业编号: S1500523080011

邮箱: caojialin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

## 海外增速亮眼，创新驱动长期成长

2025年08月14日

**事件：**公司发布2025年中期报告，2025年上半年实现营业收入15.65亿元（yoy+17.36%），归母净利润3.63亿元（yoy+17.04%），扣非归母净利润3.64亿元（yoy+18.90%），经营性现金流3.02亿元（yoy+10.43%）。其中2025Q2实现营业收入8.66亿元（yoy+21.36%），归母净利润2.02亿元（yoy+21.22%）。

**点评：**

- **海外增速亮眼，全球化布局逐步完善。**2025年上半年公司实现营业收入15.65亿元（yoy+17.36%），在多方承压的形势下保持较快增长势头，彰显发展韧性。分区域来看，国内市场面临止血夹、扩张球囊、注射针等产品集采带来的压力，公司通过升级产品、扩大入院渠道，稳住了基本盘，实现收入6.56亿元（yoy-7.10%）。海外市场实现收入8.98亿元（yoy+43.81%），其中美洲区域营收3.41亿元（yoy+21.75%），欧洲、中东及非洲区域营收4.16亿元（yoy+89%），包括CME实现收入1.23亿元，公司海外营收占比已提升至总收入的58%，成为驱动公司成长的核心动力。我们认为随着公司国际市场布局逐步完善，海外产品准入加速推进，泰国制造中心建设与运营筹备有序进行，公司海外市场具备较强的持续增长潜力。
- **坚持创新驱动，新品放量提升公司盈利能力。**分产品来看，2025年上半年公司内镜诊疗器械实现收入12.18亿元（yoy+8.02%），集采压力下保持稳健增长，我们认为止血闭合类、EMR/ESD类仍是核心增长引擎，随着三臂夹等升级产品替代进口加速，放量可期。随着康友医疗不断优化肿瘤消融产品、构建肿瘤介入产品系，肿瘤介入业务实现收入1.14亿元（yoy+2.53%）。可视化业务实现收入0.16亿元（yoy+13.42%），我们认为主要是国内一次性内镜渗透率提升和海外市场加速拓展共同驱动。公司作为中国内镜诊疗器械耗材产品线最齐全的企业，坚持创新驱动成长的战略，持续加大研发投入，2025年上半年研发费用率达5.64%（yoy+0.42pp）。我们认为公司对研发的重视，将助力公司在激烈的市场竞争中保持领先的市场地位，未来高毛利的新产品放量增长，有助于公司在降本控费的医疗环境下保持较强的盈利能力。
- **盈利预测：**我们预计公司2025-2027年营业收入分别为32.86、39.15、46.35亿元，同比增速分别为19.3%、19.1%、18.4%，实现归母净利润为6.69、7.95、9.39亿元，同比分别增长21.0%、18.8%、18.1%，对应2025年8月13日收盘价，PE分别为27、23、20倍。
- **风险因素：**新产品注册不及预期；海外市场拓展不及预期；市场竞争加剧风险。

| 重要财务指标            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元)        | 2,411 | 2,755 | 3,286 | 3,915 | 4,635 |
| 增长率 YoY %         | 21.8% | 14.3% | 19.3% | 19.1% | 18.4% |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 486   | 553   | 669   | 795   | 939   |
| 增长率 YoY%          | 47.0% | 13.9% | 21.0% | 18.8% | 18.1% |
| 毛利率%              | 64.5% | 67.7% | 65.3% | 65.1% | 64.8% |
| 净资产收益率ROE%        | 13.5% | 14.5% | 14.8% | 15.2% | 15.5% |
| EPS(摊薄)(元)        | 2.59  | 2.95  | 3.56  | 4.23  | 5.00  |
| 市盈率 P/E(倍)        | 37.83 | 33.22 | 27.46 | 23.12 | 19.57 |
| 市净率 P/B(倍)        | 5.09  | 4.80  | 4.08  | 3.52  | 3.03  |

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 13 日收盘价

| 资产负债表     |       |       |       |       |       | 单位:百万元 |  |  |  |  |  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--|--|--|--|--|
| 会计年度      | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |        |  |  |  |  |  |
| 流动资产      | 3,291 | 3,321 | 4,143 | 5,107 | 6,220 |        |  |  |  |  |  |
| 货币资金      | 1,209 | 1,887 | 2,502 | 3,258 | 4,147 |        |  |  |  |  |  |
| 应收票据      | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |  |
| 应收账款      | 410   | 434   | 502   | 587   | 669   |        |  |  |  |  |  |
| 预付账款      | 28    | 32    | 40    | 48    | 57    |        |  |  |  |  |  |
| 存货        | 522   | 537   | 665   | 777   | 906   |        |  |  |  |  |  |
| 其他        | 1,121 | 431   | 434   | 437   | 441   |        |  |  |  |  |  |
| 非流动资产     | 1,102 | 1,459 | 1,462 | 1,433 | 1,410 |        |  |  |  |  |  |
| 长期股权投资    | 50    | 60    | 60    | 60    | 60    |        |  |  |  |  |  |
| 固定资产(合计)  | 295   | 926   | 875   | 827   | 780   |        |  |  |  |  |  |
| 无形资产      | 89    | 75    | 64    | 53    | 42    |        |  |  |  |  |  |
| 其他        | 668   | 398   | 463   | 493   | 528   |        |  |  |  |  |  |
| 资产总计      | 4,393 | 4,780 | 5,605 | 6,541 | 7,630 |        |  |  |  |  |  |
| 流动负债      | 650   | 806   | 935   | 1,134 | 1,359 |        |  |  |  |  |  |
| 短期借款      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |  |
| 应付票据      | 8     | 50    | 36    | 49    | 61    |        |  |  |  |  |  |
| 应付账款      | 265   | 460   | 494   | 601   | 735   |        |  |  |  |  |  |
| 其他        | 376   | 296   | 406   | 484   | 563   |        |  |  |  |  |  |
| 非流动负债     | 73    | 74    | 73    | 73    | 73    |        |  |  |  |  |  |
| 长期借款      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |  |
| 其他        | 73    | 74    | 73    | 73    | 73    |        |  |  |  |  |  |
| 负债合计      | 723   | 880   | 1,008 | 1,207 | 1,432 |        |  |  |  |  |  |
| 少数股东权益    | 58    | 73    | 87    | 105   | 126   |        |  |  |  |  |  |
| 归属母公司股东权益 | 3,612 | 3,826 | 4,510 | 5,229 | 6,072 |        |  |  |  |  |  |
| 负债和股东权益   | 4,393 | 4,780 | 5,605 | 6,541 | 7,630 |        |  |  |  |  |  |

  

| 重要财务指标     |       |       |       |       |       | 单位:百万元 |  |  |  |  |  |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--|--|--|--|--|
| 会计年度       | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |        |  |  |  |  |  |
| 营业总收入      | 2,411 | 2,755 | 3,286 | 3,915 | 4,635 |        |  |  |  |  |  |
| 同比(%)      | 21.8% | 14.3% | 19.3% | 19.1% | 18.4% |        |  |  |  |  |  |
| 归属母公司净利润   | 486   | 553   | 669   | 795   | 939   |        |  |  |  |  |  |
| 同比         | 47.0% | 13.9% | 21.0% | 18.8% | 18.1% |        |  |  |  |  |  |
| 毛利率(%)     | 64.5% | 67.7% | 65.3% | 65.1% | 64.8% |        |  |  |  |  |  |
| ROE%       | 13.5% | 14.5% | 14.8% | 15.2% | 15.5% |        |  |  |  |  |  |
| EPS(摊薄)(元) | 2.59  | 2.95  | 3.56  | 4.23  | 5.00  |        |  |  |  |  |  |
| P/E        | 37.83 | 33.22 | 27.46 | 23.12 | 19.57 |        |  |  |  |  |  |
| P/B        | 5.09  | 4.80  | 4.08  | 3.52  | 3.03  |        |  |  |  |  |  |
| EV/EBITDA  | 31.97 | 15.61 | 17.69 | 14.15 | 11.64 |        |  |  |  |  |  |

  

| 利润表        |       |       |       |       |       | 单位:百万元 |  |  |  |  |  |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--|--|--|--|--|
| 会计年度       | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |        |  |  |  |  |  |
| 营业总收入      | 2,411 | 2,755 | 3,286 | 3,915 | 4,635 |        |  |  |  |  |  |
| 营业成本       | 856   | 891   | 1,140 | 1,365 | 1,630 |        |  |  |  |  |  |
| 营业税金及附加    | 24    | 33    | 35    | 43    | 51    |        |  |  |  |  |  |
| 销售费用       | 573   | 646   | 756   | 885   | 1,043 |        |  |  |  |  |  |
| 管理费用       | 329   | 369   | 427   | 501   | 593   |        |  |  |  |  |  |
| 研发费用       | 151   | 174   | 197   | 235   | 278   |        |  |  |  |  |  |
| 财务费用       | -78   | -50   | -47   | -36   | -48   |        |  |  |  |  |  |
| 减值损失合计     | -35   | -57   | -30   | -30   | -30   |        |  |  |  |  |  |
| 投资净收益      | 28    | 21    | 26    | 33    | 38    |        |  |  |  |  |  |
| 其他         | 4     | 5     | 4     | 5     | 7     |        |  |  |  |  |  |
| 营业利润       | 555   | 659   | 778   | 931   | 1,101 |        |  |  |  |  |  |
| 营业外收支      | 10    | 0     | 4     | 4     | 3     |        |  |  |  |  |  |
| 利润总额       | 565   | 660   | 782   | 935   | 1,105 |        |  |  |  |  |  |
| 所得税        | 70    | 92    | 99    | 122   | 144   |        |  |  |  |  |  |
| 净利润        | 495   | 568   | 683   | 813   | 960   |        |  |  |  |  |  |
| 少数股东损益     | 9     | 15    | 14    | 18    | 21    |        |  |  |  |  |  |
| 归属母公司净利润   | 486   | 553   | 669   | 795   | 939   |        |  |  |  |  |  |
| EBITDA     | 532   | 695   | 900   | 1,072 | 1,226 |        |  |  |  |  |  |
| EPS(当年)(元) | 2.59  | 2.95  | 3.56  | 4.23  | 5.00  |        |  |  |  |  |  |

  

| 现金流量表   |        |       |       |       |       | 单位:百万元 |  |  |  |  |  |
|---------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--|--|--|--|--|
| 会计年度    | 2023A  | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |        |  |  |  |  |  |
| 经营活动现金流 | 546    | 613   | 772   | 975   | 1,125 |        |  |  |  |  |  |
| 净利润     | 495    | 568   | 683   | 813   | 960   |        |  |  |  |  |  |
| 折旧摊销    | 83     | 102   | 165   | 173   | 169   |        |  |  |  |  |  |
| 财务费用    | -77    | -30   | 1     | 1     | 1     |        |  |  |  |  |  |
| 投资损失    | -28    | -21   | -26   | -33   | -38   |        |  |  |  |  |  |
| 营运资金变动  | 46     | -64   | -78   | -10   | 1     |        |  |  |  |  |  |
| 其它      | 26     | 58    | 27    | 30    | 31    |        |  |  |  |  |  |
| 投资活动现金流 | -1,137 | 412   | -133  | -108  | -103  |        |  |  |  |  |  |
| 资本支出    | -253   | -263  | -140  | -140  | -141  |        |  |  |  |  |  |
| 长期投资    | -955   | 629   | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |  |
| 其他      | 71     | 46    | 7     | 33    | 38    |        |  |  |  |  |  |
| 筹资活动现金流 | -114   | -357  | -81   | -112  | -132  |        |  |  |  |  |  |
| 吸收投资    | 2      | 0     | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |  |
| 借款      | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |        |  |  |  |  |  |
| 支付利息或股息 | -105   | -283  | -95   | -112  | -132  |        |  |  |  |  |  |
| 现金流净增加额 | -666   | 661   | 615   | 755   | 889   |        |  |  |  |  |  |

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

**贺鑫**，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

**曹佳琳**，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

**章钟涛**，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                       | 股票投资评级                     | 行业投资评级                  |
|-------------------------------------------------|----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起6个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准15%以上；  | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|                                                 | <b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~15%； | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|                                                 | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间； | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|                                                 | <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准5%以下。   |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。