

内镜诊疗耗材龙头亮剑全球

华泰研究

2026年2月10日 | 中国内地

深度研究

医疗器械

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

97.65

南微医学是内镜诊疗耗材国产龙头,但部分投资者较为担心集采影响。我们认为集采冲击不能掩盖公司全球化能力和长远的发展趋势:一方面,公司凭借卓越的产品力、突出的性价比和完善的直销渠道,持续突破美国、欧洲、日本等发达国家,2014到2024年海外收入体量增长12.6倍,9M25海外收入占比近60%,国际化成为公司增长核心驱动;另一方面,京津冀联盟、广东等地集采已落地,同时2025年国务院发布会提出“集采坚持反内卷原则,提升质量要求”,稳定政策预期,我们认为未来国内集采影响边际减弱。我们看好公司长期发展趋势,净利润有望加速增长,维持“买入”评级。

海外: 国产医疗器械出海典范, 直销体系突破海外市场

公司2013-2024年海外收入CAGR达30%,持续高速增长。9M25公司海外收入14亿元,同比+42%,其中美洲区/EMEA区/亚太区分别增长20%/73%/32%,9M25海外收入占比达到59%。2023年全球内镜诊疗市场规模约为60亿美元,我们估计公司在海外市占率不足6%,潜力显著。公司凭借出色的性价比、紧密的医工合作和贴近临床的创新设计,赢得海外市场的认可,在持续构建了近20年的海外销售网络加持下,成为中国医疗器械出海的优秀典范。盈利方面,海外收入中直销模式占比逐年提高,从2016年的8.5%提高至2024年的49.4%,直销体系成为公司进军美国等发达国家市场的利器。公司海外毛利率1H25已持平国内,海外收入及利润贡献逐步提高。公司未来有望持续推进欧洲市场一体化,进军美国医院市场,以及亚太地区泰国生产基地计划于2026年投产,进一步增强出海实力。

国内: 反内卷打破唯低价论, 集采影响有望边际减弱

2024年初京津冀“3+N”联盟针对公司核心产品止血夹集采,南微医学中标,终端价格下降60-70%,波及出厂价,同时也影响了国内非集采区域经销商进货意愿。受此影响,公司9M25国内收入9.8亿元,同比-4.7%。2025年7月24日国务院发布会明确指出“集采坚持反内卷原则,提升质量要求”。公司止血夹2025年11月广东集采中标价格,较京津冀“3+N”联盟价格没有进一步下降,确认“反内卷”共识。我们预计未来随着集采持续落地和海外收入占比稳步提高,集采影响有望边际缓和。

与市场观点不同之处

1)部分投资者较为担心集采对于公司的影响,我们认为集采影响较为可控,并逐步减弱,且国内未集采的产品收入占比有望持续降低,未来集采即使扩面,“反内卷”下对相关产品影响相对较小。2)市场未充分重视公司出色的全球化业务能力,我们认为从长期收入CAGR(2014-2024年海外收入CAGR 30%)、最新收入占比(9M25海外收入占比59%)及收入体量(9M25达14亿元)三个维度定量分析,南微医学海外业务处于国产医疗器械的第一梯队,且最大区别在于公司海外业务多来自发达国家的直销模式。

国产内镜诊疗耗材龙头, 维持“买入”评级

考虑到国内集采对国内业务收入及毛利率均有影响,以及考虑到人民币升值对公司汇兑收益影响,参考9M25业绩下调各项费用率预测,我们预测25-27年归母净利润6.0/7.1/8.4亿元(相比前值下调5%/8%/8%),对应EPS 3.22/3.76/4.49元。考虑到公司海外业务高毛利率直销模式+发达国家市场拓展双轮驱动,为公司业绩主要增长引擎,且国内预期边际好转,可视化产品打造第二增长引擎,我们给予26年26x PE估值(可比公司26年Wind一致预期均值20x),目标价97.65元(前值106.48元,26年26x PE)。

风险提示:集采产品用量不及预期;海外关税政策影响;新品放量不及预期。

代雯, PhD

SAC No. S0570526010001
SFC No. BFI915

研究员

daiwen@htsc.com
+(86) 21 2897 2078

孔垂岩*, PhD

SAC No. S0570520010001

研究员

kongchuiyan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

王殷杰*

SAC No. S0570523070004

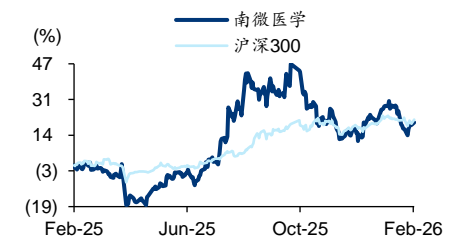
研究员

wangyinjie@htsc.com
+(86) 21 3847 6037

基本数据

收盘价(人民币 截至2月9日)	81.85
市值(人民币百万)	15,375
6个月平均日成交额(人民币百万)	215.81
52周价格范围(人民币)	56.98-100.35

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	2,755	3,300	3,928	4,706
+/-%	14.26	19.78	19.03	19.80
归属母公司净利润(百万)	553.23	604.72	705.49	843.32
+/-%	13.85	9.31	16.66	19.54
EPS(最新摊薄)	2.95	3.22	3.76	4.49
ROE(%)	14.57	14.65	15.55	16.76
PE(倍)	27.79	25.43	21.79	18.23
PB(倍)	4.02	3.70	3.38	3.05
EV EBITDA(倍)	18.99	17.12	14.86	12.43
股息率(%)	1.83	1.99	2.33	2.78

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,291	3,321	3,409	3,765	4,193
现金	1,209	1,887	1,732	1,812	1,913
应收账款	410.00	434.04	518.20	615.95	738.15
其他应收账款	11.72	13.55	16.24	19.32	23.15
预付账款	28.40	32.01	43.10	53.53	65.41
存货	521.51	536.58	681.33	846.29	1,035
其他流动资产	1,110	417.97	417.98	418.00	418.01
非流动资产	1,102	1,459	1,940	2,228	2,570
长期投资	49.71	59.80	59.80	59.80	59.80
固定投资	294.70	926.47	1,075	1,347	1,652
无形资产	89.08	74.82	64.52	57.08	51.71
其他非流动资产	668.37	397.75	741.12	763.32	807.14
资产总计	4,393	4,780	5,349	5,993	6,764
流动负债	649.52	806.49	1,035	1,261	1,524
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	265.41	460.22	619.62	769.68	940.48
其他流动负债	384.11	346.27	415.61	491.57	583.40
非流动负债	72.99	73.75	73.75	73.75	73.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	72.99	73.75	73.75	73.75	73.75
负债合计	722.51	880.24	1,109	1,335	1,598
少数股东权益	58.24	73.27	89.50	108.44	131.08
股本	187.85	187.85	187.85	187.85	187.85
资本公积	1,916	1,917	1,864	1,864	1,864
留存公积	1,501	1,774	2,098	2,497	2,983
归属母公司股东权益	3,612	3,826	4,150	4,549	5,035
负债和股东权益	4,393	4,780	5,349	5,993	6,764

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	545.57	613.02	697.71	762.65	899.51
净利润	494.70	568.08	620.95	724.43	865.96
折旧摊销	73.17	87.91	110.03	124.27	145.02
财务费用	(77.83)	(49.73)	0.58	(16.32)	(27.92)
投资损失	(27.82)	(20.50)	(20.50)	(20.50)	(20.50)
营运资金变动	(54.42)	153.07	(28.72)	(64.99)	(79.21)
其他经营现金	137.78	(125.80)	15.37	15.77	16.17
投资活动现金	(1,137)	412.37	(571.37)	(392.34)	(468.46)
资本支出	(256.09)	(269.62)	(322.94)	(384.39)	(460.51)
长期投资	(921.35)	632.83	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	40.08	49.16	(248.44)	(7.95)	(7.95)
筹资活动现金	(114.49)	(357.48)	(281.07)	(290.27)	(329.76)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2.24	0.28	(52.27)	0.00	0.00
其他筹资现金	(116.77)	(357.76)	(228.79)	(290.27)	(329.76)
现金净增加额	(666.10)	660.95	(154.72)	80.04	101.30

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,411	2,755	3,300	3,928	4,706
营业成本	855.98	891.29	1,200	1,491	1,821
营业税金及附加	24.09	33.26	39.83	47.41	56.80
营业费用	572.53	646.30	726.07	848.53	1,002
管理费用	328.74	368.83	429.04	494.97	578.88
财务费用	(77.83)	(49.73)	0.58	(16.32)	(27.92)
资产减值损失	(34.64)	(56.87)	(15.37)	(15.77)	(16.17)
公允价值变动收益	0.02	(0.47)	(0.47)	(0.47)	(0.47)
投资净收益	27.82	20.50	20.50	20.50	20.50
营业利润	554.67	659.41	720.82	841.00	1,005
营业外收入	17.18	1.06	1.06	1.06	1.06
营业外支出	6.94	0.70	0.70	0.70	0.70
利润总额	564.91	659.77	721.18	841.36	1,006
所得税	70.21	91.70	100.23	116.93	139.78
净利润	494.70	568.08	620.95	724.43	865.96
少数股东损益	8.78	14.85	16.23	18.94	22.64
归属母公司净利润	485.92	553.23	604.72	705.49	843.32
EBITDA	538.61	715.50	803.60	921.60	1,096
EPS (人民币, 基本)	2.59	2.95	3.22	3.76	4.49

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	21.78	14.26	19.78	19.03	19.80
营业利润	52.31	18.88	9.31	16.67	19.55
归属母公司净利润	46.99	13.85	9.31	16.66	19.54
获利能力 (%)					
毛利率	64.50	67.65	63.64	62.06	61.30
净利率	20.51	20.62	18.81	18.44	18.40
ROE	13.48	14.57	14.65	15.55	16.76
ROIC	12.22	14.77	15.18	15.97	17.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	16.45	18.42	20.73	22.28	23.62
净负债比率 (%)	(32.45)	(47.77)	(40.29)	(38.39)	(36.58)
流动比率	5.07	4.12	3.29	2.99	2.75
速动比率	2.51	2.89	2.19	1.94	1.76
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.60	0.65	0.69	0.74
应收账款周转率	6.97	6.53	6.93	6.93	6.95
应付账款周转率	2.86	2.46	2.22	2.15	2.13
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.59	2.95	3.22	3.76	4.49
每股经营现金流(最新摊薄)	2.90	3.26	3.71	4.06	4.79
每股净资产(最新摊薄)	19.23	20.37	22.09	24.22	26.80
估值比率					
PE (倍)	31.64	27.79	25.43	21.79	18.23
PB (倍)	4.26	4.02	3.70	3.38	3.05
EV EBITDA (倍)	26.44	18.99	17.12	14.86	12.43

正文目录

投资要点	5
海外：深耕发达国家市场，高增速、高占比驱动业绩向好	5
国内：集采影响趋缓，国内业务有望边际向好.....	5
我们与市场观点不同之处	5
南微医学：新征程，新起点	6
海外：中高值医疗耗材出海领头羊，发达国家直销体系先行者	9
全球内镜耗材市场稳定增长，南微医学发展潜力可观.....	9
建立差异化海外直销体系，深耕发达国家市场.....	10
美洲区：专利诉讼和解，直销渠道稳步推进，贸易战关税影响降低	12
欧洲、中东及非洲区（EMEA）：持续拓展销售渠道，推进欧洲营销一体化	13
亚太区：建立泰国生产基地，突破日本和澳大利亚市场	14
毛利率较高的直销渠道销售贡献持续提升，驱动海外盈利能力改善	15
国内：反内卷打破唯低价论，集采回归理性	19
创新产品：可视化业务打造第二增长曲线	21
投资建议：目标价 97.65 元，维持“买入”评级	24
盈利预测.....	24
估值分析.....	26
风险提示.....	27

图表目录

图表 1： 2013-9M25 年公司营业收入、归母净利润及国内外收入情况	6
图表 2： 2018-2024 年公司收入拆分（按业务）	7
图表 3： 2018-2024 年公司毛利润拆分（按业务）	7
图表 4： 2019-3Q25 年中科招商、南京微创、Huakang Limited 股权变化.....	8
图表 5： 2024 年我国医疗中高值耗材龙头企业海外收入及占比对比.....	9
图表 6： 2023-2026E 年全球内镜耗材市场规模.....	9
图表 7： 2023 年全球内镜耗材市场按病种划分	9
图表 8： 2013-9M25 年公司海外收入、同比增速及海外发展重点事件.....	10
图表 9： 2024 年波士顿科学、奥林巴斯、南微医学内镜耗材全球市占率.....	10
图表 10： 2023-2025E 年南微医学内镜耗材全球市占率.....	10
图表 11： 2014-9M25 年公司海外收入拆分（按地区）	11
图表 12： 2014-9M25 年公司美洲地区收入及同比增速	12
图表 13： 2014-9M25 年公司 EMEA 地区收入及同比增速	13
图表 14： 2014-9M25 年公司亚太地区（不含中国）收入及同比增速	14
图表 15： 2016-2024 年公司总收入各销售模式占比变化.....	15
图表 16： 2016-2024 年公司海外收入各销售模式占比变化.....	15

图表 17: 2020-2024 年公司各销售模式毛利率变化.....	15
图表 18: 2016-2024 年公司直销收入及同比增速	16
图表 19: 2020-2024 年公司直销模式毛利率变化	16
图表 20: 2016-2024 年公司经销收入及同比增速	16
图表 21: 2020-2024 年公司经销模式毛利率变化	16
图表 22: 2016-2024 年公司贴牌 (OEM/ODM) 收入及同比增速	17
图表 23: 2020-2024 年公司贴牌 (OEM/ODM) 模式毛利率变化	17
图表 24: 2019-1H25 南微医学海外收入和毛利润占比.....	17
图表 25: 2019-1H25 年公司海外及国内毛利率对比	18
图表 26: 2024 年公司国内和海外业务贡献净利润占比.....	18
图表 27: 2013-9M25 年公司国内收入及同比增速	19
图表 28: 2019-1H25 年公司国内毛利率	19
图表 29: 一次性使用支气管镜和传统内窥镜再入院率对比	21
图表 30: 一次性使用支气管镜和传统内窥镜患者反馈对比	21
图表 31: 全球内窥镜市场手术量	21
图表 32: 2024-2033E 年全球一次性内窥镜市场规模	21
图表 33: 2016-2024 财年 Ambu 可视化业务收入及同比增速	22
图表 34: 2020-2030E 年中国一次性内窥镜市场规模	22
图表 35: 2023-2027E 年南微医学盈利预测	25
图表 36: 盈利预测调整表	25
图表 37: 2023 年至今南微医学股价复盘	26
图表 38: 2019-2027E 年公司营业收入、归母净利润及其同比增速	26
图表 39: 可比公司估值	27
图表 40: 南微医学 PE-Bands	27
图表 41: 南微医学 PB-Bands	27

投资要点

海外持续突破，国内预期边际好转。南微医学持续突破美国、欧洲、日本等发达国家，2014 到 2024 年海外收入体量增长 12.6 倍，9M25 海外收入占比近 60%，国际化成为公司增长核心驱动；另一方面，京津冀联盟、广东等地集采已落地，同时 2025 年国务院发布会提出“集采坚持反内卷原则，提升质量要求”，稳定政策预期，我们认为未来国内集采影响边际减弱。随着海外贡献收入及利润占比持续提升，我们看好公司长期发展趋势。

海外：深耕发达国家市场，高增速、高占比驱动业绩向好

公司国际化战略布局以美洲、欧洲和日本为中心，9M25 亚太海外贡献海外收入占比约 20%，美洲地区约 37%，欧洲等地区约 43%。公司海外重点国家以直销模式为主，公司在直销渠道的品牌控制力、渠道拓展能力更强，特别适合 GPO 盛行的美国等地区。24 年直销毛利率为 73.1%，在公司三大销售模式中盈利能力最强，公司海外收入中直销模式贡献比例已从 2016 年的 8.5% 增长至 2024 年的 49.4%，我们看好随着海外收入结构中毛利率最高的直销模式贡献提升、毛利率进一步改善，毛利率较低的贴牌模式收入占比下降，海外业务盈利能力有望持续改善。我们认为未来海外收入增速将持续快于国内，且随着盈利能力提升，收入及利润贡献占比有望持续提升。

国内：集采影响趋缓，国内业务有望边际向好

2025 年 7 月 24 日国务院发布会明确指出“集采坚持反内卷原则，提升质量要求”。公司止血夹 2025 年 11 月广东集采中标价格，较京津冀“3+N”联盟价格没有进一步下降，确认“反内卷”共识。考虑到目前集采产品覆盖公司国内收入 15-20%，集采政策预期稳定，且目前海外收入占比已超过国内、国内集采影响趋缓，我们认为未来集采对于公司业绩影响有望边际降低，国内业务逐步企稳回暖。

我们与市场观点不同之处

我们与市场不同观点在于：

- 1) 部分投资者较为担心集采对于公司的影响，我们认为集采影响较为可控，并逐步减弱：**
一方面，公司 9M25 海外收入占比近 60%，未来或将进一步提高，国内未集采收入占比有望持续降低；另一方面，2025 年国务院发布会提出“集采坚持反内卷原则，提升质量要求”，稳定政策预期，各地集采螺旋降价可能性大幅降低，2025 年底落地的公司止血夹广东集采中标价格与京津冀联盟价格接近证明了这一点。未来集采即使扩面，“反内卷”下对相关产品影响或较小。
- 2) 市场未充分重视公司出色的全球化业务能力，我们再次强调公司出海能力出类拔萃：**
从长期收入 CAGR（2014-2024 年海外收入 CAGR 达 30%）、最新收入占比（9M25 海外收入占比 59%）及收入体量（9M25 达 14 亿元，超越 24 年全年海外收入）三个维度定量分析，南微医学的海外业务处于国产医疗器械的第一梯队。更难得的地方在于，公司的海外业务多来自发达国家的直销模式，这是和其他医疗器械公司出海的最大区别。

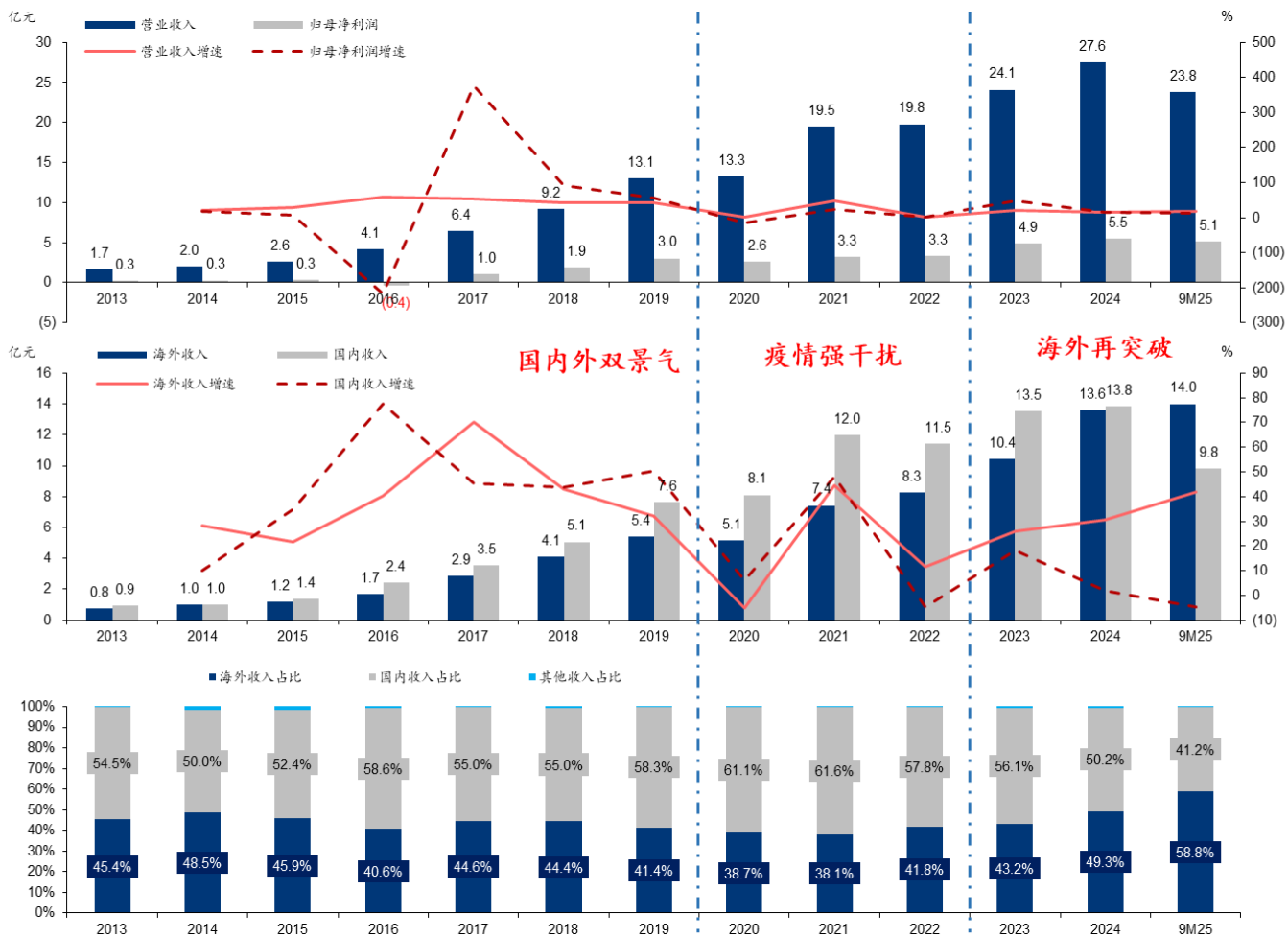
南微医学：新征程，新起点

南微医学科技股份有限公司(后文简称“南微医学”或“公司”)经过20余年的创新发展，已形成内镜耗材、肿瘤介入、可视化三大产品体系。

我们回顾公司业绩及近十年公司发展阶段如下：

- 1) 2019年及以前(疫情前)：**国内外双景气**，行业增长(国内内镜诊疗量15-20%增长)+进口替代(公司“和谐夹”为代表产品快速进口替代)；
- 2) 2020-2022年(疫情期间)：**疫情强干扰**，内镜诊疗属于可择期手术，受疫情影响明显，2020和2022年国内业务受疫情明显干扰，但海外业务发展迅速；
- 3) 2023年至今(疫情后)：**海外再突破**，国内后疫情时代受到集采等因素影响，国内收入明显放缓，但海外业务持续突破，海外收入占比不断提高。9M25海外收入占比达到59%，我们预计25年公司海外收入有望首次体量超越国内。

图表1：2013-9M25年公司营业收入、归母净利润及国内外收入情况



资料来源：公司公告，华泰研究

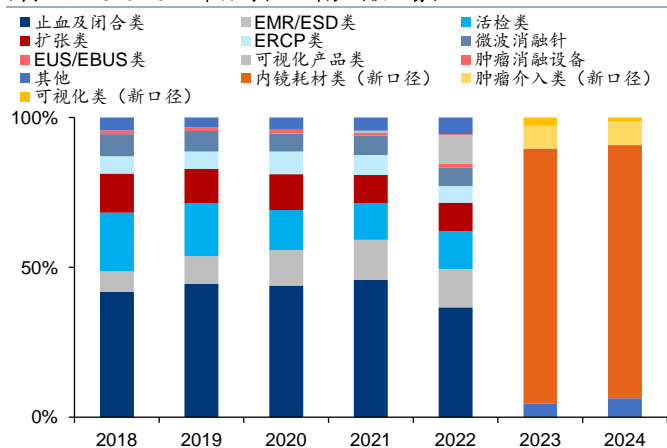
1H25 国内收入受集采影响，海外多地区收入同比快速增长。1H25 受国内集采覆盖面扩大影响，国内收入 6.6 亿元，同比-6.6%。面对行业竞争及河北等多地止血夹、扩张球囊、注射针等产品集采的压力，中国营销团队加快销售模式转型，可视化产品类终端销量稳步上升。1H25 海外收入 9.1 亿元，同比+45%，公司海外营收已达总收入的 58%。从地区情况看，亚太区收入 8.08 亿元，同比-1.7%，其中亚太海外收入 1.28 亿元，同比+10.3%；美洲区收入 3.41 亿元，同比+21.8%，克服关税冲击实现快速增长；欧洲、中东及非洲区收入(含 CME) 4.16 亿元，同比+89%，公司重点推进欧洲营销一体化建设，业绩显著提升。剔除 CME 并表影响，1H25 公司海外业务收入仍有 25%内生增速。

3Q25 利润增长短期承压，海外收入持续高速增长。9M25 收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 23.81/5.09/5.08 亿元，同比+18.3%/+12.9%/+13.9%；3Q25 收入/归母净利润/扣非归母净利润 8.15/1.46/1.44 亿元，同比+20.1%/+3.7%/+2.9%。3Q25 收入同比快速增长，净利润增速因部分产品毛利率下滑导致慢于收入增速。其中，海外市场作为第三季度增长的核心引擎，9M25 营收 14 亿元，同比+42%。按区域看，9M25 亚太海外区域收入 2.7 亿元，同比+32%；美洲区域收入 5.1 亿元，同比+20%；欧洲区域收入 6.0 亿元，同比+73%。

24 年内镜耗材及肿瘤介入收入稳定增长，部分产品受集采影响。公司 24 年更改业务口径，将主营产品重新分为三大产品体系，其中内镜耗材类包括之前的止血闭合、EMR/ESD、活检、扩张、ERCP、EUS/EBUS，并将一次性 ERCP 胆道子镜和镜下耗材归入内镜耗材类；肿瘤介入类包括原来的微波消融针、肿瘤消融设备等；可视化类为非内镜下可视化产品，主要包含一次性外科胆道镜、一次性支气管镜和可视化主机。24 年内镜耗材类/肿瘤介入类/可视化类收入分别为 23.28/2.18/0.35 亿元，分别同比+13.5%/+19.1%/-46.2%。24 年止血夹、扩张球囊、注射针等产品国内销售受到集采影响，一次性胆道镜终端销量稳步上升。就产品收入结构来看，内镜诊疗耗材是核心业务，24 年贡献公司 84%收入。

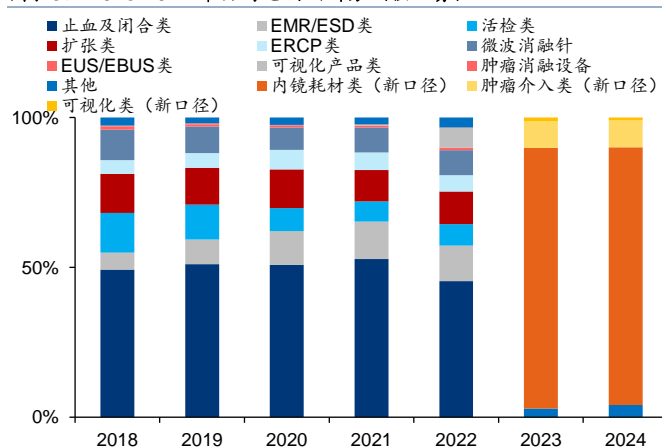
3Q25 各产品海外增长明显好于国内。GI 类产品 EMR/ESD、ERCP 及 EUS 是 3Q25 主要增长点，收入均实现 30-40%同比增长。止血夹 3Q25 国内销售收入同比持平，价格有所下调，销量实现两位数增长；海外销售收入同比+13%。微波消融方面，国内销售受黑龙江集采政策影响，同比-30%，海外市场保持两位数增长。可视化产品方面，3Q25 国内销售基本持平，海外收入同比+40%。

图表2：2018-2024 年公司收入拆分（按业务）



资料来源：公司公告，华泰研究

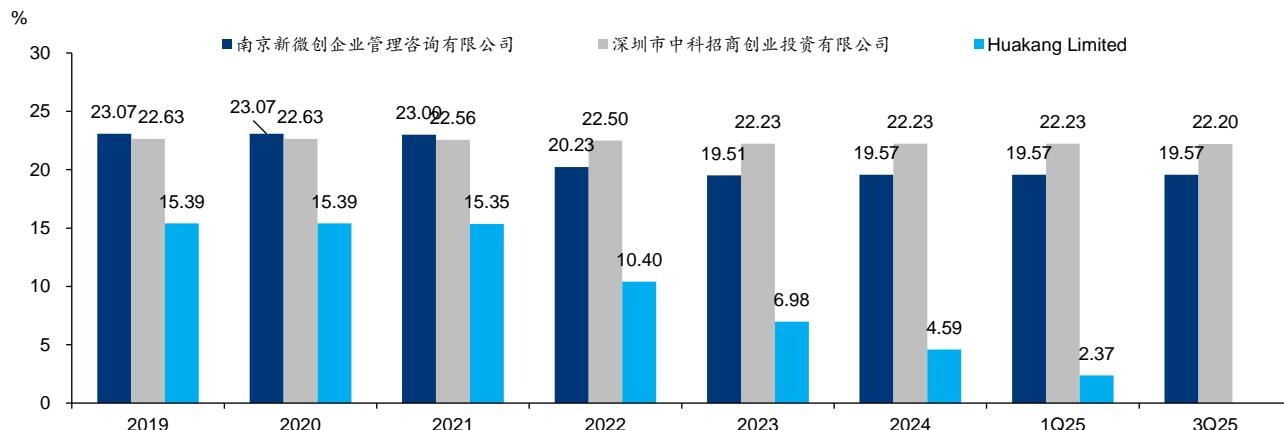
图表3：2018-2024 年公司毛利润拆分（按业务）



资料来源：公司公告，华泰研究

少数股东减持基本完毕。据公司公告，Huakang Limited 持股比例已从 2019 年的 15.39% 降至 1Q25 的 2.37%，并在 3Q25 中报披露时不再位于前十大持股股东。Huakang Limited 基本完成减持。前两大股东南京新微创咨询和中科招商股权近年相对稳定。

图表4：2019-3Q25 年中科招商、南京微创、Huakang Limited 股权变化



注：1H25 起 Huakang Limited 已不再位于前 10 大股东，公司定期公告不再公开其持股比例

资料来源：公司公告，华泰研究

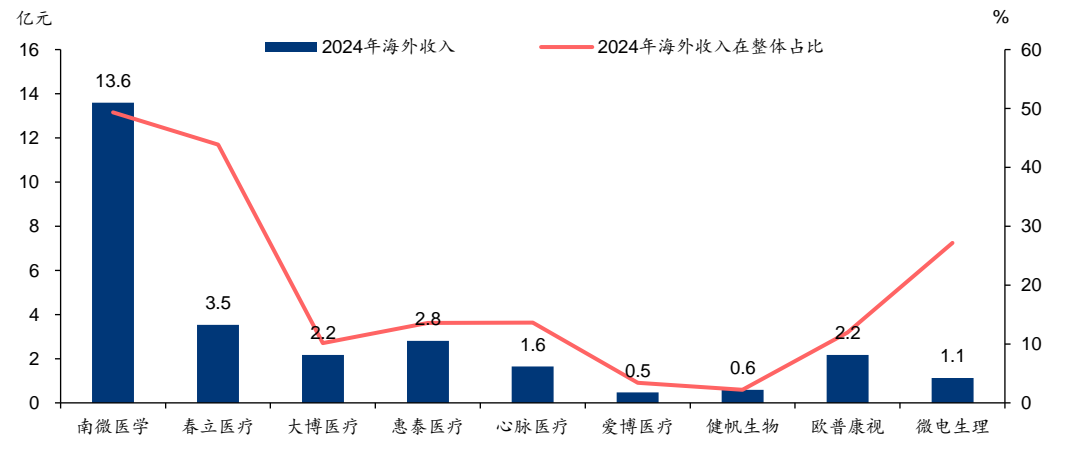
海外：中高值医疗耗材出海领头羊，发达国家直销体系先行者

中高值耗材出海较为困难，其特殊性在于：

- 1) 不同于医疗设备和 IVD：中高值医疗耗材往往涉及到人体植入，甚至是永久植入，所以世界各国将其归为最为严格的管控类别。医生考虑到安全性，更换策略也相对保守，为国产中高值耗材国际化带来困难；
- 2) 不同于低值耗材：低值耗材标准化和同质化，比拼的是成本控制，中高值耗材往往需要结合临床需求，产品壁垒高，产品差异大；

南微医学是我国中高值医疗耗材出海的龙头企业，其海外收入体量，及其增速都是业内翘楚，其对发达国家市场的突破更是我国医疗中高值耗材企业值得重点参考和借鉴的。

图表5：2024 年我国医疗中高值耗材龙头企业海外收入及占比对比

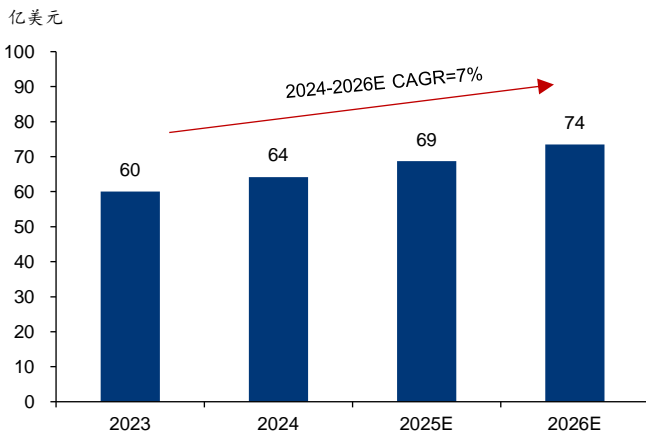


资料来源：各公司公告，华泰研究

全球内镜耗材市场稳定增长，南微医学发展潜力可观

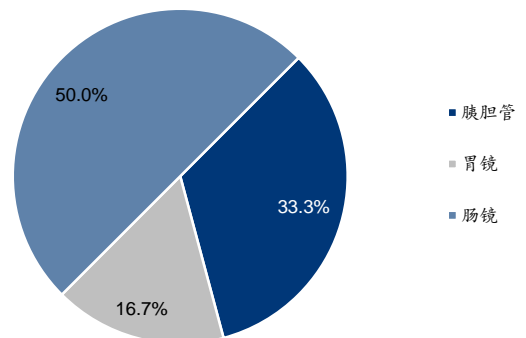
据波士顿科学公告，2023 年全球内镜诊疗市场规模约为 60 亿美元，并将以 7% 的 CAGR 增长至 2026 年的 74 亿美元。若按病种划分，胰胆管、胃镜和肠镜分别占据 33%/17%/50% 的市场。

图表6：2023-2026E 年全球内镜耗材市场规模



资料来源：波士顿科学公告，华泰研究

图表7：2023 年全球内镜耗材市场按病种划分



资料来源：波士顿科学公告，华泰研究

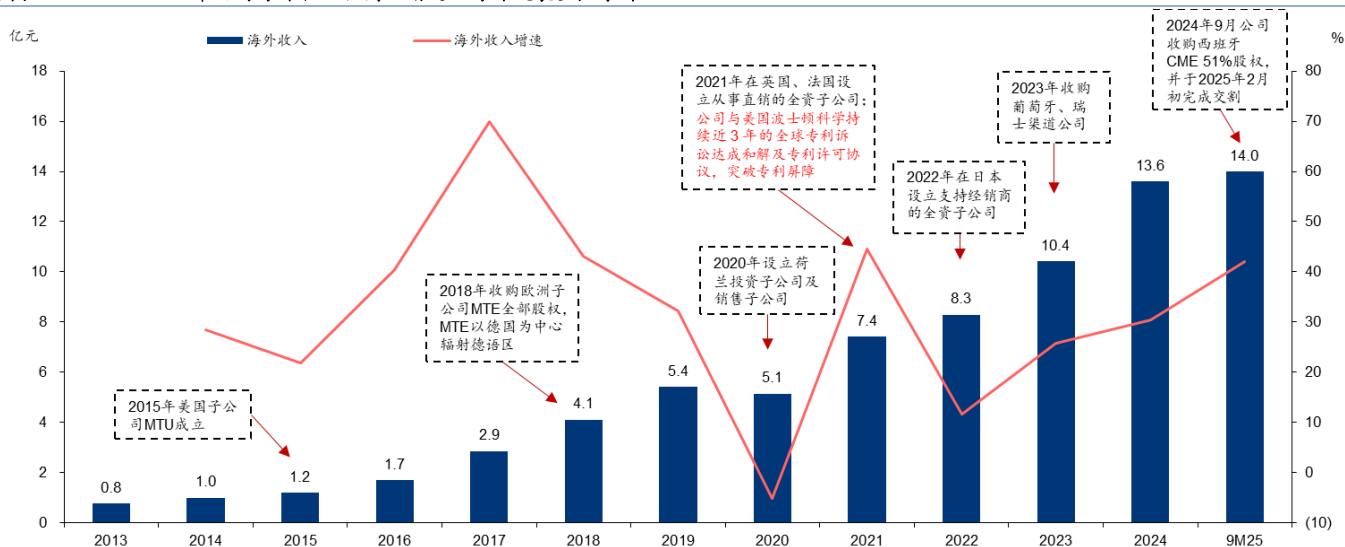
公司通过海外发展打开成长天花板，拓展发展上限。据 Grand View Research 数据，2023 年全球内镜市场按地区划分来看，欧洲占据全球 35% 市场，北美以 26% 位居第二，亚太地区占全球市场的 23%。我们按 2024 年全球市场规模及南微医学收入估算南微医学在全球市占率约 6%，考虑到公司在中国市占率更高，因此我们预期海外市占率低于 6%，海外市场空间仍然广阔。

建立差异化海外直销体系，深耕发达国家市场

公司海外 10 年间持续稳定高速发展。公司海外收入从早期贴牌为主，已进化到目前自主品牌占优，从 2016 年 57% 降到 2024 年 8%，海外收入也从 2013 年 0.8 亿元增长至 2024 年 13.6 亿元，期间复合增速达到 30%；2025 年前三季度公司海外收入实现 14 亿元，同比增长 42%，延续高速增长态势。

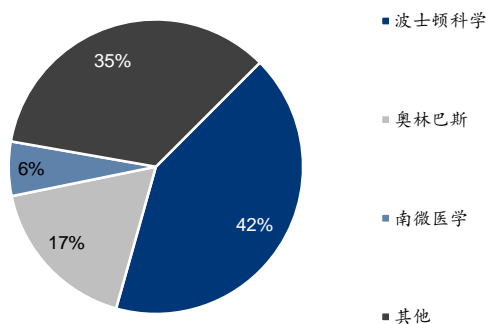
复盘公司海外业务发展历程：我们可以发现在美国、欧洲等地稳步发展，逐步通过并购和自建的形式，构建全球化稳定营销体系，特别是在美国、欧洲等发达地区，更是建立完善的直销体系，这是公司海外业务直面国际巨头竞争、拉开国内其他竞争对手的核心差异化优势。可以看到，南微医学全球市占率近年来不断提升。

图表8：2013-9M25 年公司海外收入、同比增速及海外发展重点事件



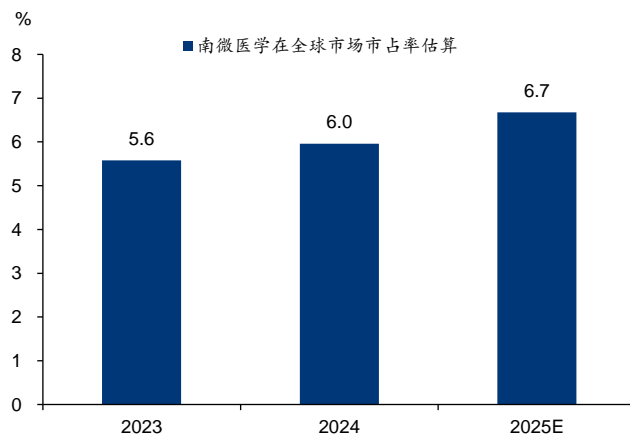
资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

图表9：2024 年波士顿科学、奥林巴斯、南微医学内镜耗材全球市占率



注：假设奥林巴斯内镜耗材收入按占内镜部门整体收入的 30% 计算
资料来源：各公司公告，华泰研究预测

图表10：2023-2025E 年南微医学内镜耗材全球市占率



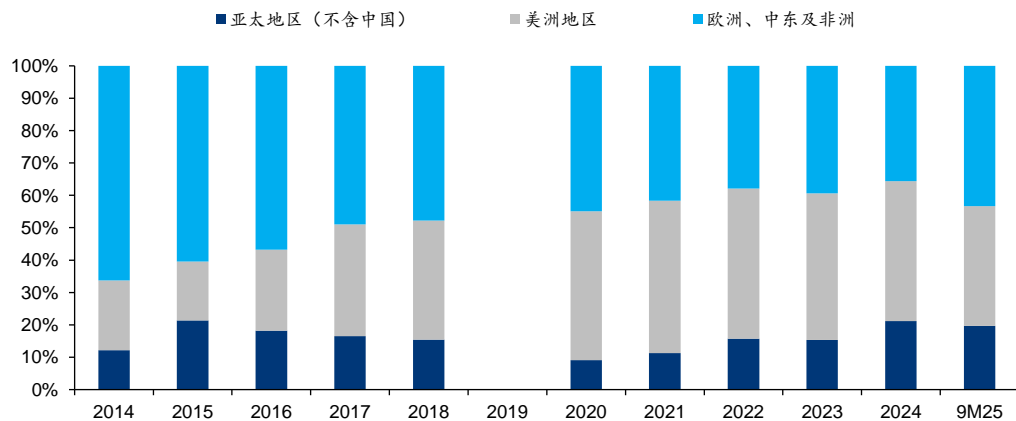
注：2025 年数据为我们预估收入计算
资料来源：公司公告，华泰研究预测

公司全球市占率持续提升，我们认为在海外的核心竞争优势在于：

- 1) **物美价廉**：公司核心产品止血夹，相对于进口竞品，自主创新弹簧结构，不仅可以 360 度旋转，而且可以反复开合，操作手感佳，收获国内外临床专家一致认可。公司产品不再是简单地模仿和追赶进口竞品，部分核心产品甚至实现超越，这是公司突破欧美发达市场的产品基础。同时，明显低于进口竞品的售价加速对海外原有产品的替代。
- 2) **医工结合**：公司高度重视临床专家的改进意见，往往可以快速响应和改进，这种医工结合的方式，不仅建立品牌影响力，提高产品性能，而且提高公司产品在海外临床专家的美誉度，促进公司产品真正走入海外核心市场。
- 3) **创新突破**：公司以可视化产品为代表的新一代创新产品持续推陈出新，在国际市场得到广泛认可，是公司突破客户的主要抓手之一。

深耕在美日欧等发达国家和地区。公司国际化战略布局以美洲、欧洲和日本为中心，并布局其他发展中国家市场，如东南亚、南美、中东等市场。按占比来看，24 年亚太地区（日本、韩国、澳洲）贡献 21% 海外收入，美洲（美国、拉美地区）贡献 43%、EMEA 地区（欧洲、中东和非洲等）贡献 36%，海外收入集中在欧美发达国家市场。9M25 亚太海外贡献海外收入占比约 20%，美洲地区约 37%，欧洲等地区约 43%。

图表11：2014-9M25 年公司海外收入拆分（按地区）



注：2014-2018 年数据来自公司招股说明书，公司未公布 2019 年海外收入按地区拆分
资料来源：公司公告，华泰研究

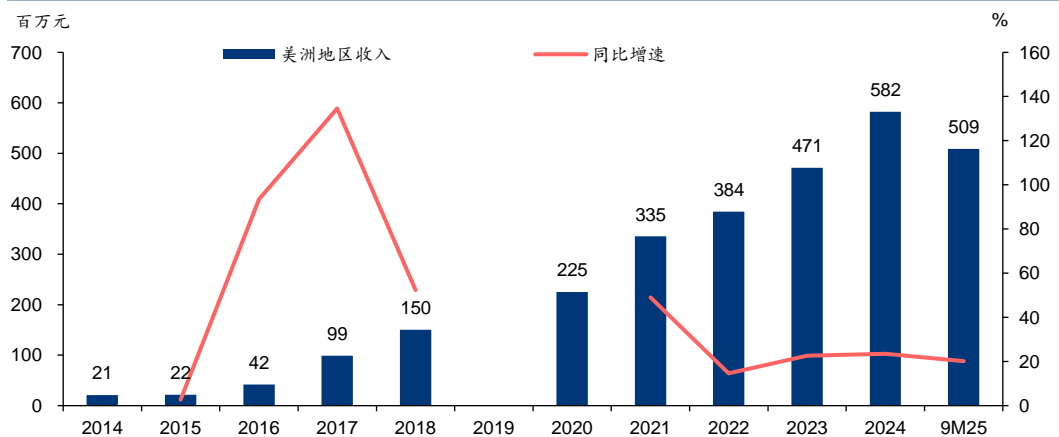
美洲区：专利诉讼和解，直销渠道稳步推进，贸易战关税影响降低

美国是公司最早成立子公司的地区之一。美国市场是全球最大的医疗器械市场，在内镜诊疗体系，市场玩家通常采用直销体系对接美国 GPO 组织。公司 2015 年成立美国子公司 MTU，通过性价比优势首先切入美国市场的日间诊所。目前开始逐步向更高端、体量更大的医院市场发力。

诉讼和解为海外发展奠定基础。波士顿科学及其旗下公司自 2018 年 11 月以来，在美国及德国多次对公司止血夹产品的专利提起侵权诉讼。波士顿科学及公司经持续进行和解谈判以达成全球范围内相关专利诉讼和解方案，并于 2021 年 10 月 19 日签署了《和解与许可协议》，波士顿科学及其相关子公司撤回全部诉讼，对于已生效判决放弃执行。此次在全球范围内专利诉讼达成和解，现有止血夹产品及公司后续无重大变更的止血夹产品免受波士顿科学专利诉讼影响，解决了赔偿、禁售等不确定性风险，有利于公司在欧美市场发挥产品和渠道优势。

目前来看中美贸易战关税影响已经趋于可控，美洲区快速发展。公司美洲区收入 2014 年到 2024 年，10 年间复合增速达到 39%。2024 年/9M25 美洲区收入 5.8/5.1 亿元，同比 +23.5%/+20.1%。目前中美贸易战明显缓和，我们预期关税对公司整体影响可控。而且 2026 年泰国生产基地开始为美国供货，一定程度上缓解关税的扰动。公司加强美洲地区团队建设，细化营销区域，优化营销策略，美国自有品牌得到较快发展。

图表 12：2014-9M25 年公司美洲地区收入及同比增速



注：2014-2018 年数据来自公司招股说明书，公司未公布 2019 年海外收入按地区拆分
资料来源：公司公告，华泰研究

欧洲、中东及非洲区 (EMEA)：持续拓展销售渠道，推进欧洲营销一体化 公司持续升级全球管理框架，在欧洲持续拓展销售渠道：

1) 2018 年收购 MTE 全部股权，MTE 以德国为中心辐射德语区。MTE 成立于 2007 年，由 Daniel Kuhn 和南微医学共同出资设立，双方持股比例分别为 80% 和 20%。MTE 主要从事产品的直销和分销，以德国为中心，辐射德语区国家。2017 年 12 月 22 日，公司子公司 MTH 与 Daniel Kuhn 签订股权转让协议，收购 Daniel Kuhn 持有的 MTE 剩余 80% 股权，受让价款为 752 万欧元。2024 年 MTE 收入 3.81 亿元 (同比+19.0%)，净利润 0.35 亿元 (同比+46.6%)；1H25 MTE 收入 2.36 亿元 (同比+34.3%)，净利润 0.20 亿元 (同比+76.0%)。

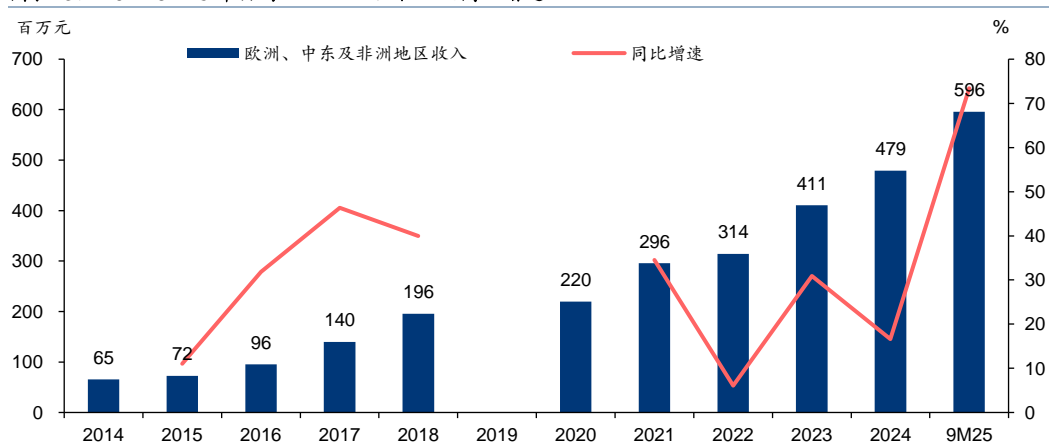
2) 2023 年收购葡萄牙和瑞士两家渠道公司，并加大对英法等子公司扶持，完善营销网络，进一步加快本地化布局。

3) 2024 年公司收购西班牙 CME 51% 股权，并于 2025 年初完成交割。Creo Medical S.L.U. (以下简称“CME”) 是英国上市公司 Creo Medical Group plc 的子公司，是医疗器械产品销售的渠道公司，内镜下耗材和一次性内镜等产品在 2023 年占其公司收入的近 70%。公司于 2024 年 9 月公告以自有资金不超过 3672 万欧元购买 Creo Medical Group plc 持有的 CME 51% 股权，并于 2025 年 2 月公告股权交割完成并合并报表。收购 CME 后其销售团队、客户关系将成为南微医学的重要资源，有助于南微医学提升在欧洲地区的产品销售能力，加速海外扩张，快速提升公司产品在欧洲市场的份额。未来公司导入 MTE 自主产品后，我们预期 CME 收入和净利率有望进一步提高。

4) 2024 年公司重点推进欧洲营销一体化建设，设立欧洲总部，优化管理欧洲各营销子公司及非洲、中东等地区业务资源，持续提升品牌在欧洲核心市场直达临床的营销能力，实现从“渠道推动”向“临床驱动”转型，欧洲区业绩显著提升。

公司在 EMEA 地区收入实现快速增长。公司 24 年 EMEA 区收入 4.79 亿元，同比+16.6%。据公司 1H25 中报，1H25 欧洲、中东及非洲区域收入 4.16 亿元 (含 CME)，同比+89%。其中，CME 自股权交割日至 1H25 末贡献 1.2 亿元收入。3Q25 欧洲区域收入 1.52 亿元，同比+23%，CME 收入 0.68 亿元；整体来看 9M25 公司 EMEA 地区收入 6.0 亿元，同比+73%。

图表13：2014-9M25 年公司 EMEA 地区收入及同比增速



注：2014-2018 年数据来自公司招股说明书，公司未公布 2019 年海外收入按地区拆分
资料来源：公司公告，华泰研究

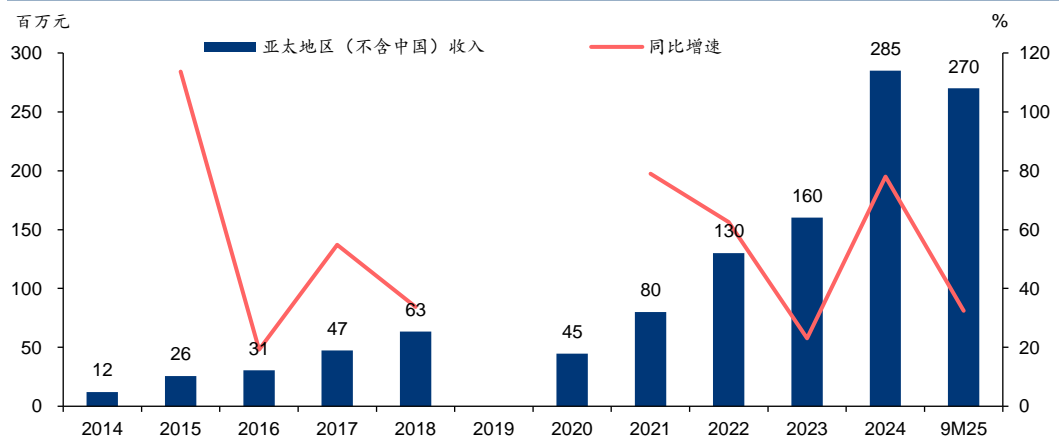
亚太区：建立泰国生产基地，突破日本和澳大利亚市场

泰国生产基地预计 2026 年投产，将成为支撑国内国际双循环的生产制造基地，有利于建立安全的全球供应链。泰国供应链使产品原产地确定为非中国，能有效缓解关税的扰动，继续维护和扩大成本优势。泰国工厂定位是在当前国际形势下使供应链多元化，未来产品供货地要根据关税情况、国内劳动力生产成本等做综合规划，产线建成后供货地可根据成本、收益核算决定。

深耕日本和澳大利亚市场：面对日本相对封闭且高要求的市场环境，公司在当地建立子公司，并与当地经销商深度合作十余年，同时公司一次性胆道镜在日本获得认可，日本市场快速发展；2024 年设立澳大利亚代表处，进一步促进澳洲区业务发展，2024 年公司在澳大利亚收入同比增长 47%。

24 年亚太区海外（不含中国）收入 2.85 亿元，同比+78%。据公司 1H25 中报，1H25 亚太海外收入 1.28 亿元，同比+10%。据公司 2025 年 10 月公开的投资者调研纪要，我们计算 9M25 亚太海外地区收入约 2.7 亿元，同比+32.4%。

图表14：2014-9M25 年公司亚太地区（不含中国）收入及同比增速

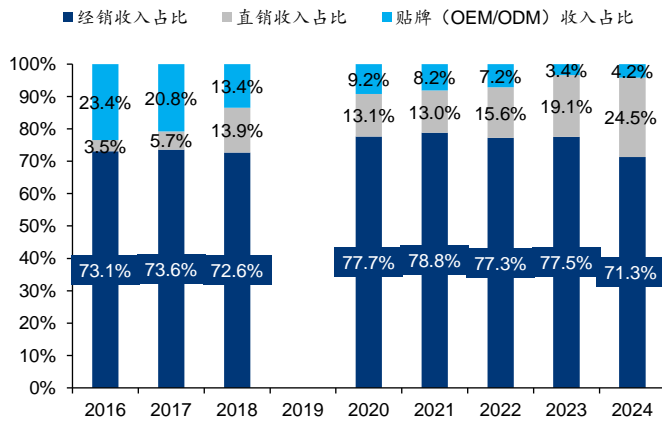


注：2014-2018 年数据来自公司招股说明书，公司未公布 2019 年海外收入按地区拆分
资料来源：公司公告，华泰研究估算

毛利率较高的直销渠道销售贡献持续提升，驱动海外盈利能力改善

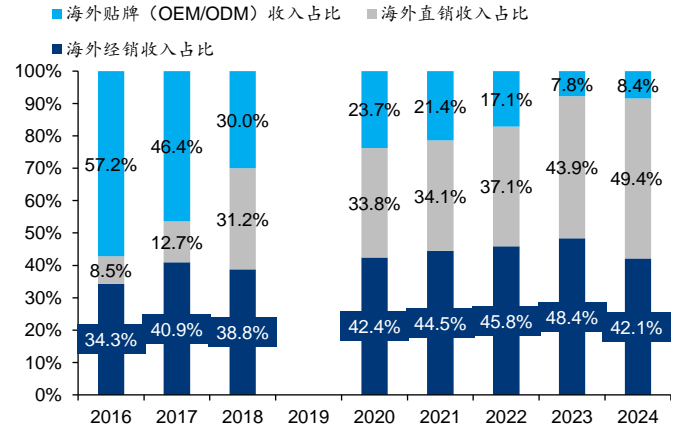
公司国内以经销为主，海外销售自主品牌占比明显提高。公司已在美国、德国、荷兰、英国、法国、葡萄牙、瑞士等地建立子公司，采用直销模式；在上述地区以外采取经销；对部分国际客户提供 OEM/ODM 服务。就海外业务收入结构来看，近年来公司海外收入中 OEM/ODM 比例总体呈降低趋势，直销模式占比持续提高。公司海外收入中直销模式贡献比例已从 2016 年的 8.5% 增长至 2024 年的 49.4%；经销模式贡献 24 年 42.1% 的海外收入；贴牌模式在海外收入占比则从 16 年的 57.2% 下降至 8.4%，自有品牌占比明显提升。

图表 15：2016-2024 年公司总收入各销售模式占比变化



注：公司未公布 2019 年各销售模式收入数据
资料来源：公司公告，华泰研究

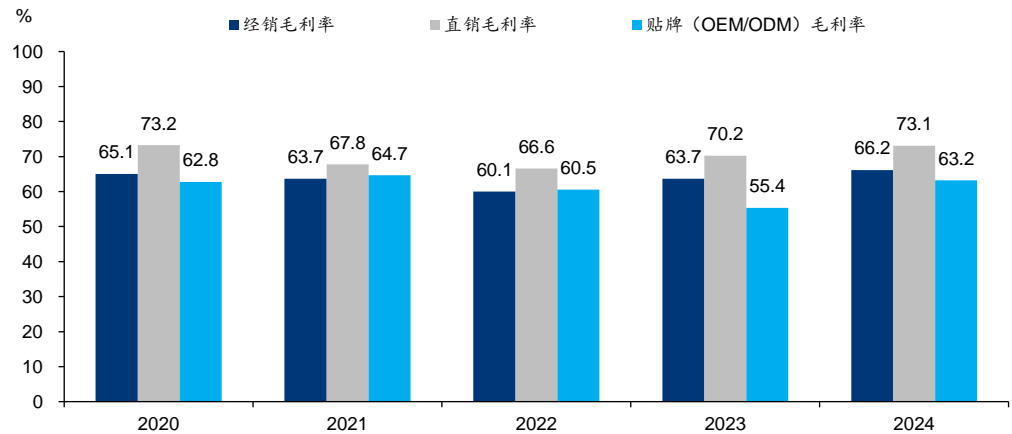
图表 16：2016-2024 年公司海外收入各销售模式占比变化



注：公司未公布 2019 年各销售模式收入数据
资料来源：公司公告，华泰研究

直销毛利率明显领先，驱动盈利能力提升。2020-2024 年，公司直销模式毛利率始终领先经销及贴牌。24 年直销毛利率达 73.1%，经销毛利率 66.2%，贴牌毛利率为 63.2%。2022 年起直销模式毛利率持续改善，我们看好随着海外收入结构中毛利率最高的直销模式贡献提升、毛利率进一步改善，毛利率较低的贴牌模式收入占比下降，海外业务盈利能力有望持续改善。

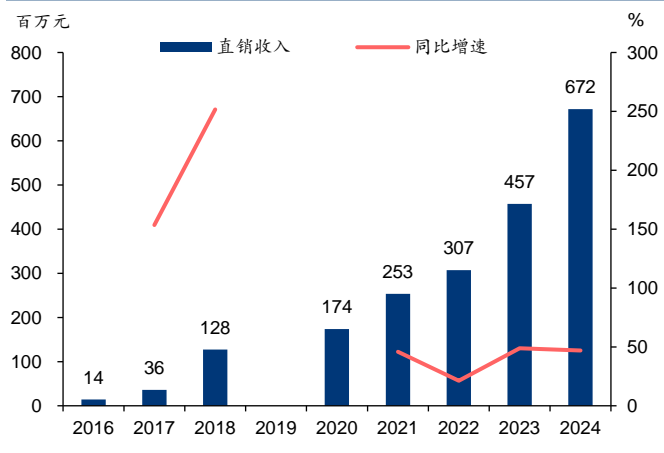
图表 17：2020-2024 年公司各销售模式毛利率变化



资料来源：公司公告，华泰研究

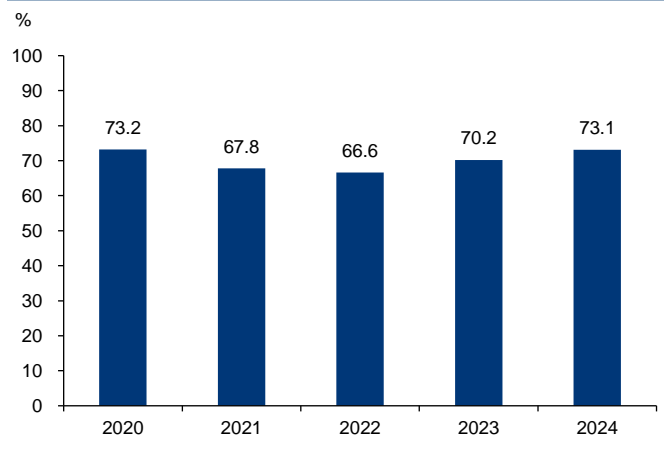
直销模式品牌控制力强，毛利率较高。公司主要在美国、德国、荷兰、英国、法国、葡萄牙、瑞士等地区，通过子公司开展直销。公司在直销区域的品牌控制力、渠道拓展能力更强，特别适合 GPO 盛行的美国等地区。24 年公司直销收入 6.72 亿元，同比增长 46.9%，2017-2024 年直销收入 CAGR 为 61.8%；24 年直销毛利率为 73.1%，在公司三大销售模式中盈利能力最强。

图表18：2016-2024 年公司直销收入及同比增速



注：公司未披露 2019 年各销售渠道数据
资料来源：公司公告，华泰研究

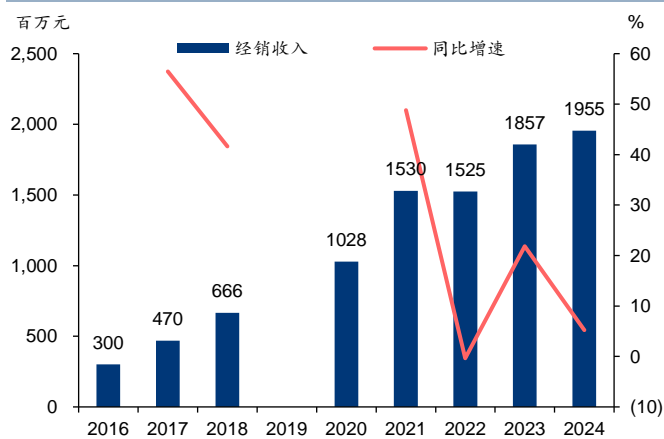
图表19：2020-2024 年公司直销模式毛利率变化



资料来源：公司公告，华泰研究

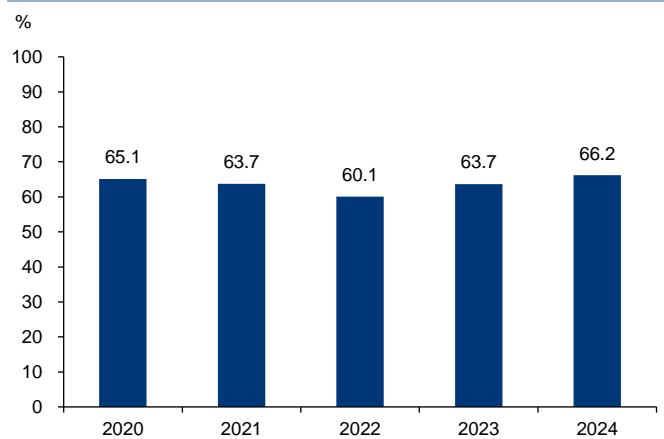
公司寻找可靠经销商在海外开展经销模式。公司在中国大陆和部分海外地区采取经销模式。经销模式通过和渠道合作，公司投入的销售成本及精力较少，适合新进入地区以及终端客户分散的地区（如中国等），也因此对渠道较为依赖。24 年公司经销（国内及海外）收入 19.55 亿元，同比增长 5.2%；24 年经销毛利率为 66.2%。

图表20：2016-2024 年公司经销收入及同比增速



注：公司未披露 2019 年各销售渠道数据
资料来源：公司公告，华泰研究

图表21：2020-2024 年公司经销模式毛利率变化

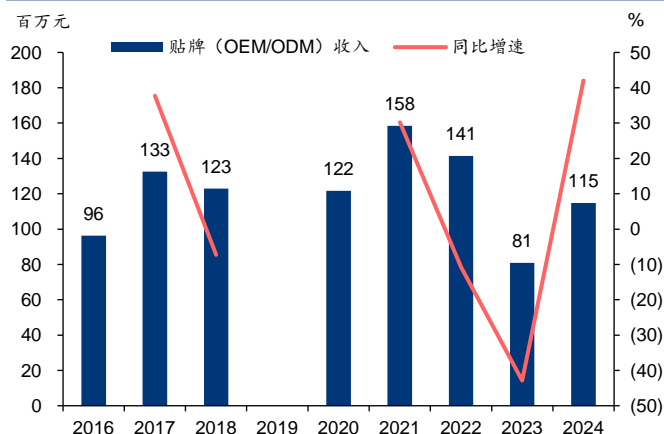


资料来源：公司公告，华泰研究

公司对部分国际客户提供 OEM/ODM 服务。贴牌是主要面向大客户的销售模式，销售相对简单，但不掌握终端，因此竞争激烈、收入波动较大，毛利率也相对较低。

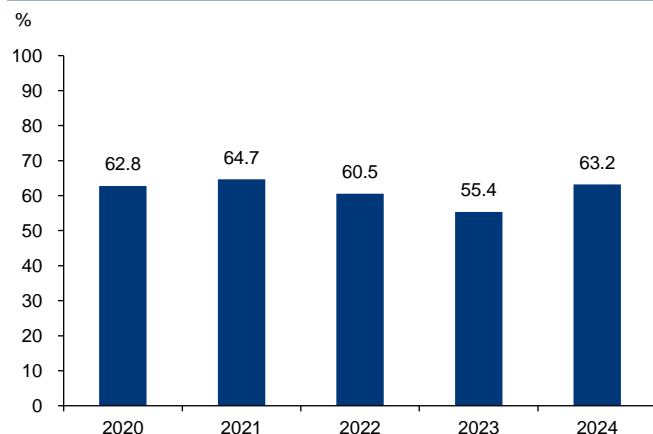
贴牌模式助力公司早期海外业务发展，但随着海外直销及经销模式逐步成长，近年来，已经不是目前发展主要方向。24 年公司贴牌 (OEM/ODM) 收入 6.72 亿元，同比增长 42.1% (主要由于 23 年低基数被动拉高增速)，21-24 年收入规模整体仍呈下降趋势；24 年贴牌 (OEM/ODM) 毛利率为 63.2%，在公司三大销售模式中毛利率最低。

图表22：2016-2024 年公司贴牌 (OEM/ODM) 收入及同比增速



注：公司未披露 2019 年各销售渠道数据
资料来源：公司公告，华泰研究

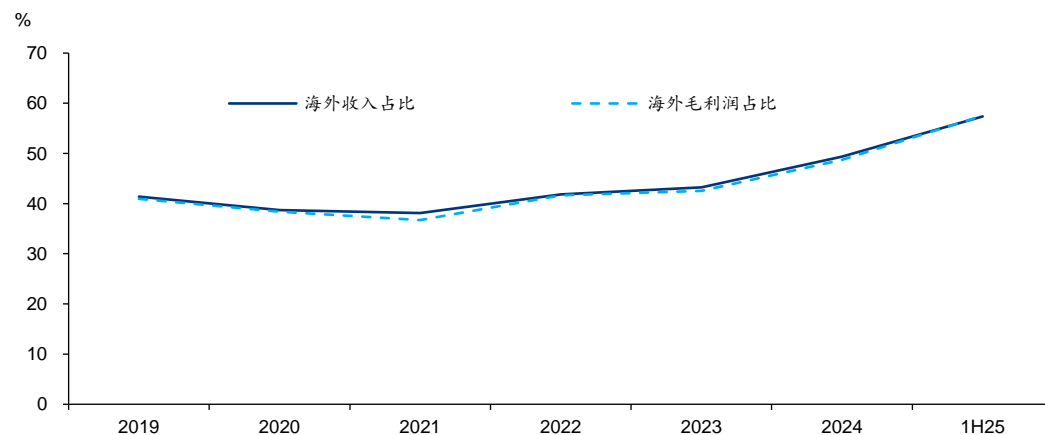
图表23：2020-2024 年公司贴牌 (OEM/ODM) 模式毛利率变化



资料来源：公司公告，华泰研究

1H25 海外收入 8.85 亿元，同比增长 45%，海外收入占比进一步提升，达到 57.4%。我们认为未来海外收入增速将持续快于国内，且随着盈利能力提升，收入及利润贡献占比有望持续提升。

图表24：2019-1H25 南微医学海外收入和毛利润占比

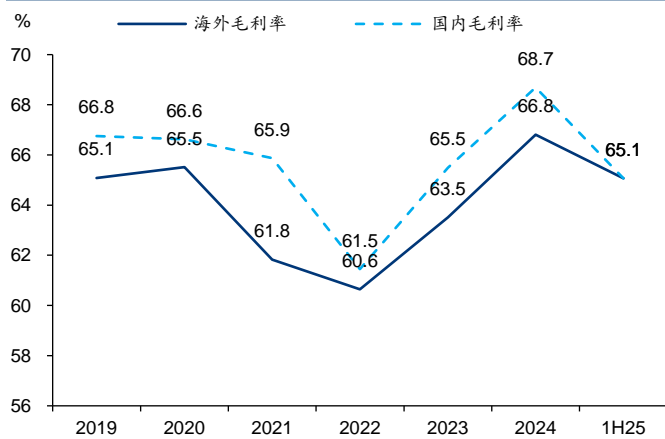


资料来源：公司公告，华泰研究

公司海外毛利率近几年逐步回升。公司海外毛利率 22 年起持续提升，24 年海外毛利率 66.8%，同比+3.3pct，海外毛利率和国内毛利率差距已经较小，1H25 国内外毛利率已持平。

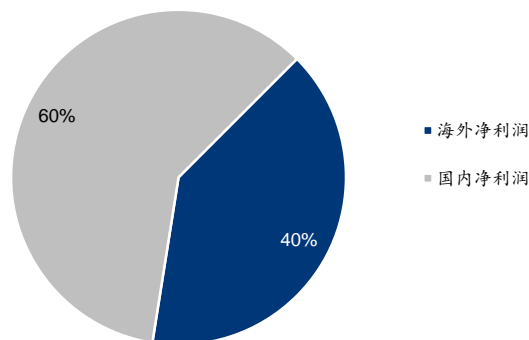
海外净利率低于国内，海外业务盈利有望逐步改善。近年来海外贡献收入占比持续提升，24 年公司海外营收已接近总收入的 50%，净利润贡献达到近 40%。按照此比例估算，2024 年公司总净利率为 20.6%，海外净利率约为 16%，国内净利率约为 24%。海外净利率目前低于国内，主要由于公司海外销售区域集中在美、日、欧等发达国家，销售人员薪资较高，未来随着收入体量扩大，海外销售体系规模效应将体现，净利率有望提高。

图表25：2019-1H25 年公司海外及国内毛利率对比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表26：2024 年公司国内和海外业务贡献净利润占比



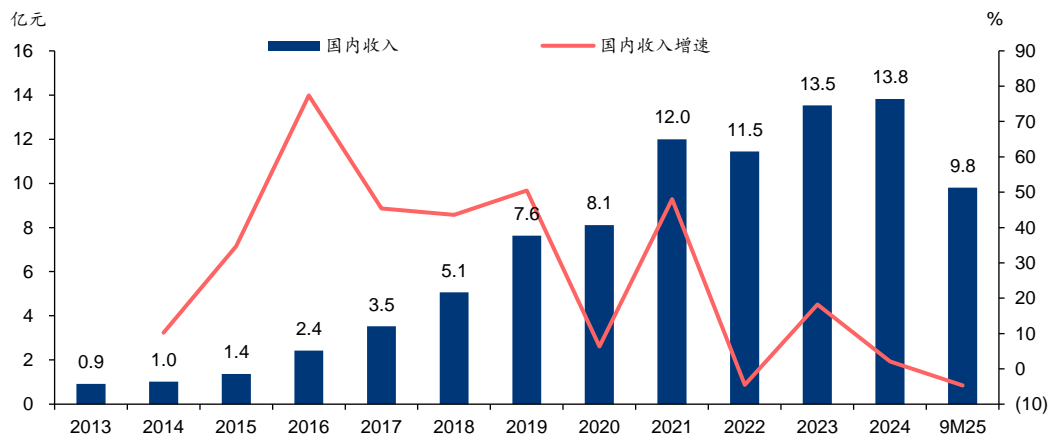
资料来源：公司公告，华泰研究

国内：反内卷打破唯低价论，集采回归理性

公司国内业务发展历经三个阶段：

- 1) **疫情前**：在行业渗透率提高和进口替代的双重驱动下，公司 2013-2019 年国内收入实现 27.9% 复合增速，公司并在 2019 年科创板上市。
- 2) **疫情中**：2020 和 2022 年疫情强烈干扰国内正常手术进行，收入增速显著放缓。
- 3) **疫情后**：受到集采因素的影响，国内收入开始承压，影响明显，特别是 2024 年京津冀联盟集采对于公司集采产品出厂价造成较大影响，影响国内收入。

图表27：2013-9M25 年公司国内收入及同比增速

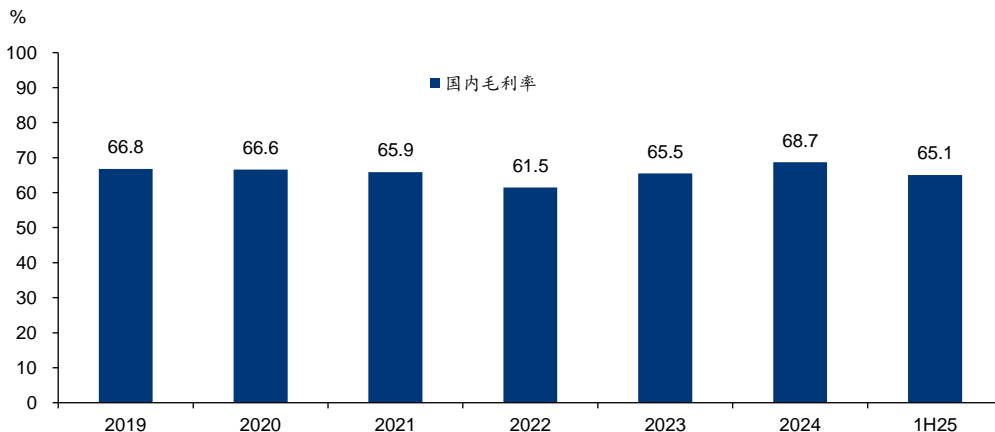


资料来源：公司公告，华泰研究

河北牵头止血央集采规则无保底条款，囚徒困境下倾向于低价竞争。2023 年 12 月 12 日京津冀“3+N”联盟采购办公室发布《京津冀“3+N”联盟 28 种医用耗材集中带量采购公告（第 1 号）》。在此次集采中，三进二的原则意味着必须有一家企业被淘汰，并且没有保底中标条款，囚徒困境显著，各厂商倾向于低价竞争。最终集采结果：南微医学中标，终端价格下降 60-70%，安杰思落标。从 24 年开始国内非集采区域经销商进货意愿大幅降低，国内持续出清。

集采影响公司收入和毛利率。9M25 国内收入 9.8 亿元，同比-4.7%，主要是因为国内渠道受集采影响持续降低库存。1H25 国内毛利率下降到 65.1%，我们认为主要原因是国内集采影响导致终端销售价格略有下降。

图表28：2019-1H25 年公司国内毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

集采反内卷或带来边际改善，无需担心集采螺旋式降价。2025年7月24日，国务院新闻办公室举行“高质量完成‘十四五’规划”系列新闻发布会，明确指出“集采坚持反内卷原则，提升质量要求”，具体主要包括：1) 在中选规则方面，优化了价差计算的“锚点”，不再以简单的最低价作为参考，同时报价最低企业要公开说明报价的合理性，并承诺不低于成本报价；2) 在报量方面，医药机构可通过选择报具体品牌的量，把自己认可、想用的品牌报上来；3) 在质量保证方面，要求投标药品的生产线两年内不存在违反药品生产质量管理规范的情形，质量要求更高。

广东省介入类耗材集采中标结果公布，南微医学止血夹品类中标价格联动京津冀集采，没有进一步降价。11月20日，深圳公共资源交易中心发布《关于公布广东省消化介入类医用耗材集中带量采购中选结果的通知》。此次集采采购周期3年，采购品种范围包括止血夹、消化介入注射针、圈套器、乳头切开刀。此次集采中，止血夹类别只要满足报价低于：1) 最高有效申报价；2) 过往带量最低中选价（过往未集采产品取和同采购品种同类别所有报价单元带量最低价最高值）；3) 非带量最低价这三者的最小值即可拟中选，考虑到过往集采中选、挂网价已公开，此次集采中选价格预期较明确，“反内卷”导向明显。根据中标结果，此次集采中选企业涵盖国内外主流厂商，企业中选率超93%。其中南微医学和安杰思均在止血夹品类中标，中标价格分别为39.49/33.21元。相比上次京津冀联盟集采，此次广东止血夹集采结果联动京津冀集采价格，没有进一步螺旋降价。

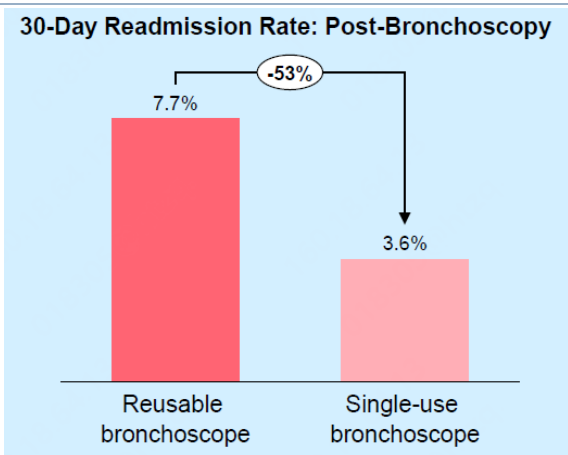
考虑到目前集采产品覆盖公司国内收入15-20%，集采政策预期稳定，且2026年海外收入占比有望超过60%（9M25占比59%），我们认为未来集采对于公司业绩影响有望边际降低，国内业务逐步企稳回暖。

创新产品：可视化业务打造第二增长曲线

除了传统的内窥镜诊疗耗材，公司持续创新，可视化、新款止血夹、海绵支架等创新产品在 9M25 收入 1.8 亿元，占比提高至 7.6%，同比增长 37%，其中一次性内窥镜等可视化产品是主要的创新产品，是公司第二增长曲线。

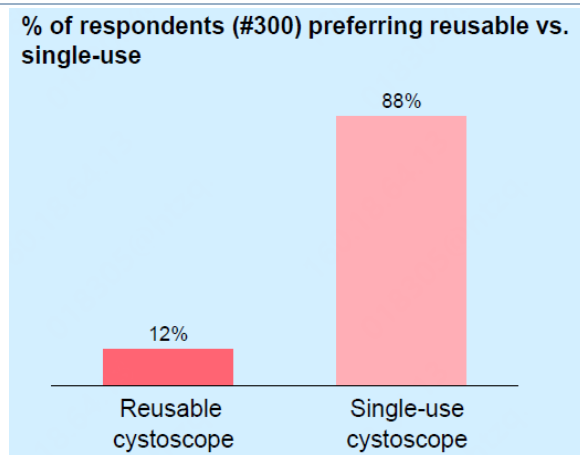
内窥镜购置成本高、使用寿命短、周转频率低、消毒难以及维修成本高，一次性内窥镜相较传统内窥镜可降低成本和感染风险。据 Ambu 公司公告，2021 年 10 月一项对美国 14000 多名患者数据的研究得出结论：一次性使用支气管镜可将再入院率降低 53%。据 Ambu 年度报告展示材料，目前全球每年进行约 1 亿次内窥镜检查，其中只有约 2-3% 已过渡到一次性内窥镜检查，这表明一次性内窥镜市场潜力较大。

图表29：一次性使用支气管镜和传统内窥镜再入院率对比



资料来源：Ambu 公司公告，华泰研究

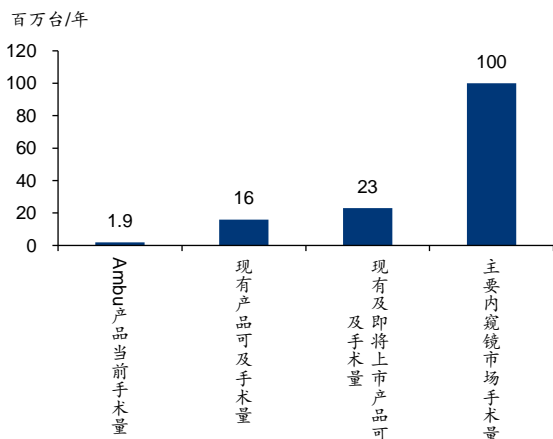
图表30：一次性使用支气管镜和传统内窥镜患者反馈对比



资料来源：Ambu 公司公告，华泰研究

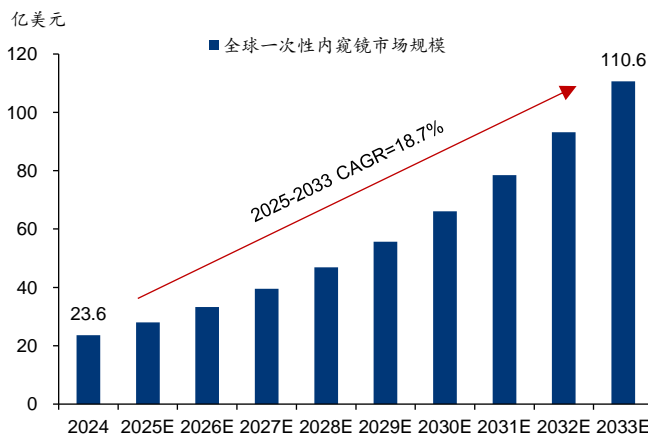
一次性内窥镜全球市场规模 2024 年达 24 亿美元。《美国感控杂志》2018 年发布的文章显示，内镜在医疗器械交叉感染风险排行榜中位列第一，70% 以上的内镜存在洗消不完全的问题，接近四分之三的常用内镜被细菌污染。美国 FDA 在 2022 年发布的安全提醒中表示，约有 6% 的十二指肠镜被高致病性微生物污染。随着技术的不断进步、成本大幅下降，一次性内镜逐渐获得市场认可，并在医疗领域得到了广泛的应用。根据 Straits Research 的统计，2024 年全球一次性内窥镜市场规模为 23.6 亿美元，并将在 2033 年达到 110.6 亿美元，2025-2033 年 CAGR 达 18.7%。

图表31：全球内窥镜市场手术量



资料来源：Ambu 公司公告，华泰研究

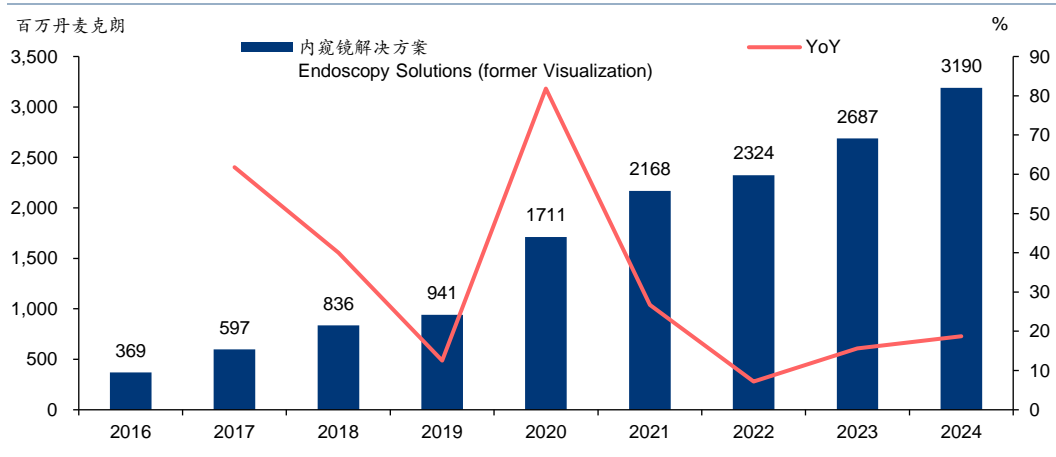
图表32：2024-2033E 年全球一次性内窥镜市场规模



资料来源：Straits Research，南微医学年报，华泰研究

目前一次性内镜全球龙头为丹麦 Ambu 公司，波士顿科学一次性内窥镜业务主要布局一次性胆道镜。一次性内镜方面，Ambu 目前主要布局一次性支气管镜、耳鼻喉镜、膀胱镜、十二指肠镜、胃镜等；波士顿科学主要布局一次性胆道镜，相对较少。Ambu 可视化业务收入 24 财年达 31.9 亿丹麦克朗（约 5.0 亿美元），同比增长 18.7%。根据 Ambu 可视化业务（现更名为内窥镜解决方案业务）收入规模，我们计算 2024 年 Ambu 市场份额约为 21%。

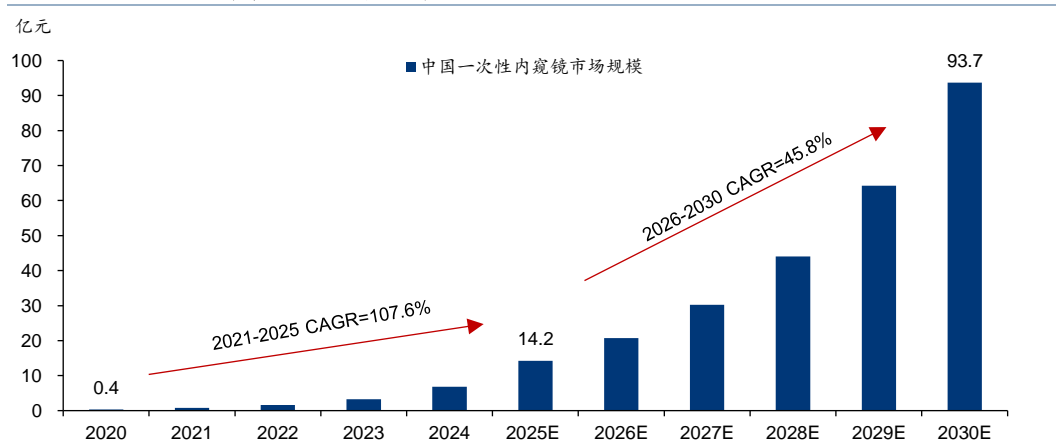
图表33：2016-2024 财年 Ambu 可视化业务收入及同比增速



资料来源：Ambu 公司公告，华泰研究

中国一次性内镜市场潜力可观。根据弗若斯特沙利文统计，中国一次性使用医用内镜市场规模 2025 年达 14.2 亿元人民币，2021-2025 年复合增长率为 107.6%；到 2030 年进一步增至 93.68 亿元人民币，2026-2030 年复合增长率为 45.8%。

图表34：2020-2030E 年中国一次性内窥镜市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，南微医学年报，华泰研究

南微医学目前一次性内镜主要包括一次性胆胰成像系统（胆道镜）、一次性支气管镜及相关耗材，产品策略凭借性价比优势竞争。

一次性支气管镜可替代重复用支气管镜，更具便携性且可有效避免交叉感染。一次性支气管镜在危重病医学领域有着重要作用，包括气道分泌物的清除，对下呼吸道感染提供了良好的病原学诊断方法，解除肺不张，建立有效气道，对咳血患者检查出血的部位及局部止血。据南微医学年报，一次性支气管镜全球潜在市场规模超过 500 万条。

公司一次性支气管镜正在成为一次性支气管镜领域的有力竞争者。据公司 24 年年报公开业绩会，南微支气管镜 2023 年上市，短短两年已覆盖 ICU 重症、呼吸介入等科室，进入 400+ 家各级医院，装机约 6700 台，市场占有率、销售额、使用量已超过进口品牌。南微采用低成本介入市场，临床快速配合医改，支气管镜在临床获得很高评价，在 ICU、重症等领域，清晰度和性能上远超进口产品。

南微医学的内科一次性胆道镜是国内第一个获得注册证的产品，外科胆道镜已获批上市。南微医学 ERCP 胆道镜的高清图像质量可以使医生直接观察病变，而其纤细的外径使医生可以轻松处理曾经是消化道最后一个盲区的肝内胆管和胆囊病变，同时还拥有更大的工作通道，可以使用更多器械开展各种镜下治疗，技术优势明显。公司外科胆道镜已于 2024 年获批上市，瞄准市场更大的外科胆道镜市场。

公司的一次性 ERCP 胆道镜、外科胆道镜、支气管镜等产品的市场覆盖迅速提升，受到行业的普遍认可，且公司正在积极储备适用于更多使用场景的一次性内镜。考虑到国内外一次性内镜市场替代空间可观，我们看好可视化内镜产品持续放量，贡献公司收入第二增长曲线。根据公司公告，公司 3Q25 可视化产品国内收入同比持平，海外收入同比增速超过 40%。

投资建议：目标价 97.65 元，维持“买入”评级

盈利预测

公司营业收入、毛利率和费用率预测关键假设：

(一) 公司营业收入和毛利率：

1) 内镜耗材（内镜诊疗器械）：

公司 24 年更改业务划分口径并追溯 23 年数据，内镜耗材业务 24 年收入同比 +13.5%，考虑到 25 年海外进展顺利，部分产品虽受集采影响业务增速有所放缓，但考虑到公司公告 EMR/ESD、ERCP 及 EUS 产品是 3Q25 主要增长点、收入均实现同比增速 30-40%，因此我们预计 25-27 年业务收入有望整体保持快速增长，整体来看我们预计内镜耗材业务 25-27 年收入增速 20.1%/19.0%/19.7%。

公司内镜耗材业务 23-24 年毛利率为 66.0%/68.9%。公司部分产品受集采影响降价，毛利率相应有所下滑，我们预计 25-27 年内镜耗材业务毛利率为 64.0%/62.0%/61.0%。

2) 肿瘤介入（微波/射频消融设备及耗材）：

肿瘤介入业务 24 年收入同比 +19.1%，消融产品未受集采影响，因此我们预计 25-27 年业务收入增速保持稳定，预计肿瘤介入业务 25-27 年收入增速 19.1%/19.2%/19.3%。

公司肿瘤介入业务 23-24 年毛利率为 75.2%/76.6%。随着规模效应及降本增效成果进一步体现，我们预计 25-27 年肿瘤介入业务毛利率为 77.0%/78.0%/79.0%。

3) 可视化（一次性内镜）：

公司可视化业务 24 年可视化收入同比 -46.2%，主要由于国内消化库存、销售放缓，我们预计 25 年起恢复快速放量，考虑到收入基数较低，收入有望高速增长，我们预计 25-27 年可视化收入同比 +50%/+50%/+50%。

公司可视化业务 23-24 年毛利率为 29.4%/50.6%。23 年上市之初毛利率较低，24 年优化成本、消化库存后毛利率明显增长，我们预计 25-27 年可视化业务毛利率保持稳定，为 50.0%/50.0%/50.0%。

(二) 费用率：

1) **销售和管理费用率**：9M25 销售费用率 21.81%，管理费用率 12.74%。考虑到公司规模效应持续体现，进一步加强费用管理，我们预计 25-27 年销售费用率为 22.0%/21.6%/21.3%，管理费用率为 13.0%/12.6%/12.3%。

2) **研发费用率**：9M25 研发费用率 5.62%。考虑到公司业务布局成熟，未来研发费用率有望保持平稳，我们预计 25-27 年研发费用率为 6.0%/6.0%/6.0%。

根据以上假设，我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 33.0/39.3/47.1 亿元，同比 +19.8%/+19.0%/+19.8%；归母净利润为 6.0/7.1/8.4 亿元，同比 +9.3%/+16.7%/+19.5%。

图表35: 2023-2027E 年南微医学盈利预测

单位: 百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2411.5	2755.4	3300.3	3928.4	4706.3
YOY		14.3%	19.8%	19.0%	19.8%
毛利率	64.5%	67.7%	63.6%	62.1%	61.3%
内镜耗材类收入	2051.1	2328.0	2796.0	3328.3	3985.4
YOY		13.5%	20.1%	19.0%	19.7%
毛利率	65.97%	68.85%	64.00%	62.00%	61.00%
肿瘤介入类收入	183.2	218.2	260.0	309.9	369.8
YOY		19.1%	19.1%	19.2%	19.3%
毛利率	75.23%	76.60%	77.00%	78.00%	79.00%
可视化类收入	66.1	35.5	53.3	79.9	119.9
YOY		-46.2%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利率	29.43%	50.59%	50.00%	50.00%	50.00%
销售费用率	23.7%	23.5%	22.0%	21.6%	21.3%
管理费用率	13.6%	13.4%	13.0%	12.6%	12.3%
研发费用率	6.3%	6.3%	6.0%	6.0%	6.0%
归母净利润	485.9	553.2	604.7	705.5	843.3
YOY		13.9%	9.3%	16.7%	19.5%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

考虑到国内集采影响持续, 我们下调内镜耗材业务收入及毛利率预测, 下调可视化业务毛利率预测, 参考 2025 年三季报业绩下调各项费用率预测, 预测 25-27 年归母净利润 6.0/7.1/8.4 亿元, 同比+9.3%/+16.7%/+19.5%, 对应 EPS 3.22/3.76/4.49 元。

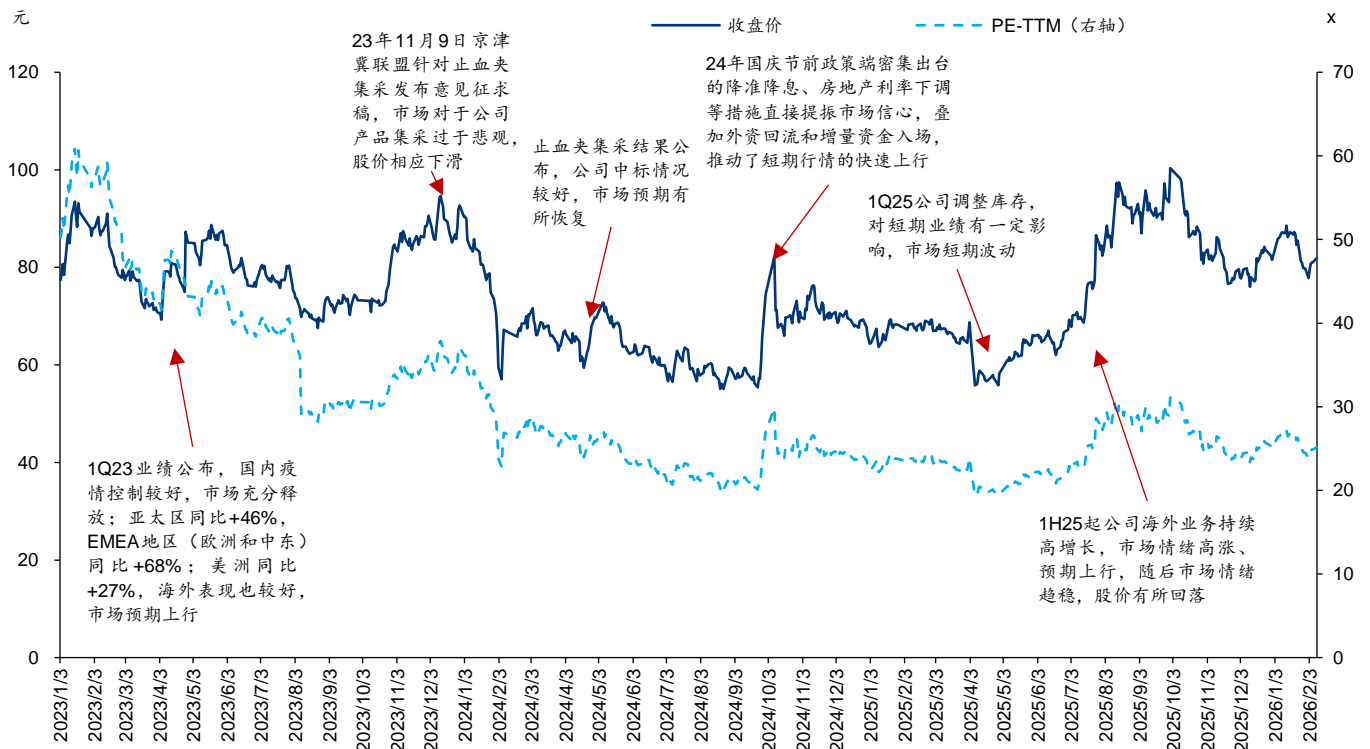
图表36: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度(pct)/%		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3373	4079	4865	3300	3928	4706	-2.15%	-3.69%	-3.25%
毛利率 (%)	63.7%	63.0%	62.4%	63.6%	62.1%	61.3%	-0.06pct	-0.97pct	-1.06pct
营业收入增速-内镜耗材类 (%)	23.2%	21.3%	19.1%	20.1%	19.0%	19.7%	-3.12pct	-2.24pct	0.64pct
营业收入增速-肿瘤介入类 (%)	19.1%	19.2%	19.3%	19.1%	19.2%	19.3%	0.00pct	0.00pct	0.00pct
营业收入增速-可视化类 (%)	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	0.00pct	0.00pct	0.00pct
营业收入增速-其他业务 (%)	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	0.00pct	0.00pct	0.00pct
毛利率-内镜耗材类 (%)	64.0%	63.0%	62.0%	64.0%	62.0%	61.0%	0.00pct	-1.00pct	-1.00pct
毛利率-肿瘤介入类 (%)	77.0%	78.0%	79.0%	77.0%	78.0%	79.0%	0.00pct	0.00pct	0.00pct
毛利率-可视化类 (%)	53.0%	56.0%	59.0%	50.0%	50.0%	50.0%	-3.00pct	-6.00pct	-9.00pct
毛利率-其他业务 (%)	44.0%	44.0%	44.0%	44.0%	44.0%	44.0%	0.00pct	0.00pct	0.00pct
期间费用率-销售费用率 (%)	22.5%	22.0%	21.5%	22.0%	21.6%	21.3%	-0.50pct	-0.40pct	-0.20pct
期间费用率-管理费用率 (%)	14.0%	13.5%	13.0%	13.0%	12.6%	12.3%	-1.00pct	-0.90pct	-0.70pct
期间费用率-研发费用率 (%)	6.50%	6.50%	6.50%	6.00%	6.00%	6.00%	-0.50pct	-0.50pct	-0.50pct
归属母公司净利润 (百万元)	638.9	769.3	917.3	604.7	705.5	843.3	-5.36%	-8.30%	-8.07%
净利率 (%)	19.5%	19.4%	19.4%	18.8%	18.4%	18.4%	-0.64pct	-0.93pct	-0.96pct

资料来源: 华泰研究预测

估值分析

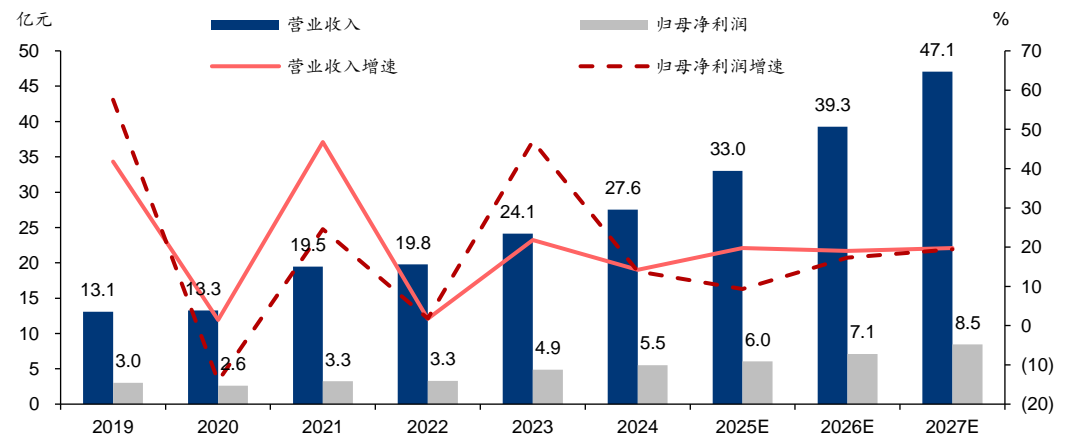
图表37：2023年至今南微医学股价复盘



注：截至2026年2月4日
资料来源：Wind, 华泰研究

我们看好后续海外业绩保持快速增长、集采“反内卷”预期下国内业绩有望边际改善，维持买入评级。考虑到公司海外业务高毛利率直销模式+发达国家市场拓展双轮驱动下海外收入及利润贡献占比有望不断提高，为公司业绩主要增长引擎，且国内因集采“反内卷”预期边际好转，可视化产品厚积薄发，打造第二增长引擎，我们给予26年26x PE估值（可比公司26年Wind一致预期均值20x），目标价97.65元（前值106.48元，26年26x PE）。

图表38：2019-2027E年公司营业收入、归母净利润及其同比增速



资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表39: 可比公司估值

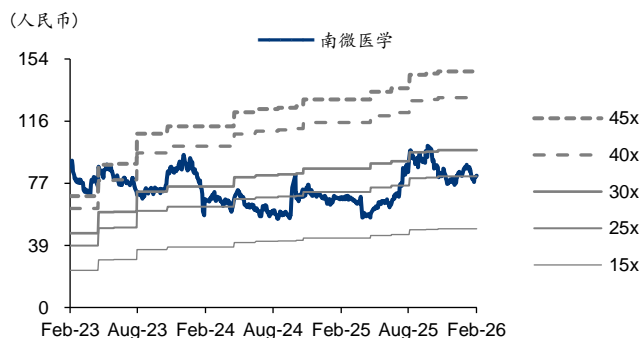
彭博代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	ROE	归母净利润 CAGR	P/E (x)			
		2026/2/9	2026/2/9	2024A	2025E-2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
688050 CH	爱博医疗	60.66	117.32	17.1%	16.9%	30x	28x	23x	19x
688016 CH	心脉医疗	98.30	121.17	13.2%	22.4%	24x	20x	16x	13x
688366 CH	昊海生科	47.40	100.65	7.5%	7.9%	24x	24x	21x	19x
	平均					26x	24x	20x	17x
688029 CH	南微医学	81.85	153.75	14.9%	15.1%	28x	25x	22x	18x

注: 盈利预测均来自各公司公告及 Wind 一致预期
资料来源: Wind, 华泰研究预测

风险提示

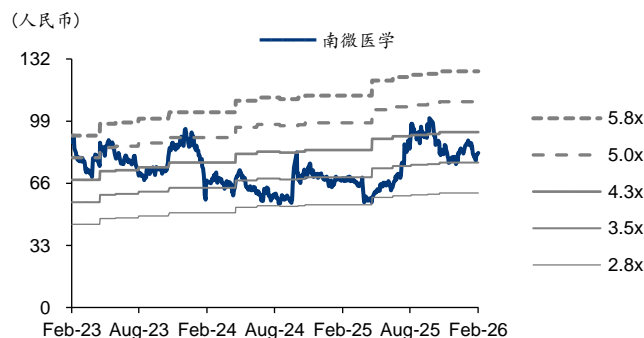
- 1) **集采产品用量不及预期:** 公司国内业务受集采影响, 若集采产品销量不及预期, 则可能无法弥补集采后价格下降的影响, 从而导致相关收入不及预期。
- 2) **海外关税政策影响:** 公司海外业务收入占比已近 60%, 为主要业务收入来源, 若因美国关税等政策因素导致海外业务发展受影响, 则可能导致相关收入及利润不及预期。
- 3) **新品放量不及预期:** 公司可视化新产品是未来收入增量, 若新产品销售不及预期则可能对收入造成影响。

图表40: 南微医学 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表41: 南微医学 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，代雯、孔垂岩、王殷杰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/或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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 南微医学（688029 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯、孔垂岩、王殷杰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 南微医学（688029 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司