

2026年05月03日

证券研究报告·2025年年报及2026年一季报点评

当前价：85.02元

南微医学（688029）医药生物

目标价：——元（6个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

25年业绩稳健增长，海外收入高增

投资要点

- **事件：**公司发布2025年年报，实现收入31.84亿元（+15.55%），实现归母净利润5.70亿元（+3.09%）。同日，发布2026年一季报，实现收入8.54亿元（+22.11%），归母净利润1.46亿元（-8.99%），25年业绩稳健增长，海外收入高增，26Q1利润端受汇兑阶段性影响。
- **25年业绩稳健增长，海外收入高增。**分季度看，25Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为6.99/8.66/8.15/8.03亿元；从盈利能力看，2025年毛利率为64.32%(-3.44pp)，主要系1)国内集采政策及价格竞争；2)CME并购稀释；3)美国关税及产品结构变化等因素共同影响；从费用来看，销售费用率23.4%，管理费用率13.6%，研发费用率6.25%。
- **海外高速放量，成为核心增长引擎。**分区域看，2025年国内市场销售收入约12.51亿元(-9.72%)，国际市场销售收入约19.33亿元(+40.84%)。报告期内，国内行业竞争加剧，多地区、多品种集采常态化落地，公司灵活调整经营策略，稳住国内业务基本盘。公司坚定推进全球化战略，海外营收已超过总收入的60%。美洲区域营收7.01亿元(+21%)，欧洲、中东及非洲区域（不含CME）营收6.18亿元(+29%)。公司完成对Creo Medical S.L.U.（CME）51%股权收购并于2025年2月并表，显著提升欧洲区域的渠道覆盖与本地化运营水平。2026年1月，南微泰国制造中心正式落成启用，为公司提升全球交付效率、供应链韧性提供保障。
- **创新产品开始上量，产品结构逐步优化。**2025年，公司创新产品销售占比持续提升，同比增幅超40%，已占总收入8%。公司成立创新研究院，致力于以术式创新引领器械设计创新。一系列创新产品取得进展，一次性堵瘘装置获准进入《创新医疗器械特别审查程序》，新一代三臂夹、新一代套扎器等多个创新产品取得全球化注册。热穿刺胰腺囊肿支架等高临床价值产品研发进展顺利，有望为公司构筑更深的技术护城河。
- **盈利预测与投资建议：**预计2026-2028年归母净利润分别为6.6、7.7、9.3亿元，公司作为内镜诊疗创新器械龙头，全球竞争力不断提升，建议持续关注。
- **风险提示：**国际贸易关税风险、研发失败风险、政策控费风险、汇率风险、新品放量不及预期风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3183.78	3630.32	4202.60	4901.23
增长率	15.55%	14.03%	15.76%	16.62%
归属母公司净利润(百万元)	570.33	663.12	773.04	931.78
增长率	3.09%	16.27%	16.58%	20.53%
每股收益EPS(元)	3.04	3.53	4.12	4.96
净资产收益率ROE	13.42%	13.94%	14.33%	15.07%
PE	28	24	21	17
PB	3.87	3.45	3.03	2.64

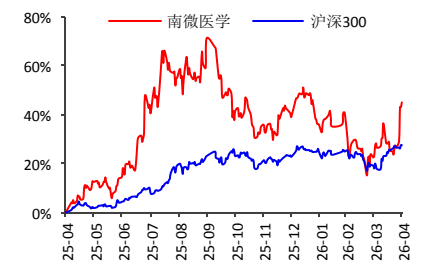
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

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

分析师：陈辰
执业证号：S1250524120002
电话：021-68416017
邮箱：chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.88
流通A股(亿股)	1.88
52周内股价区间(元)	55.81-101.09
总市值(亿元)	159.71
总资产(亿元)	53.37
每股净资产(元)	22.58

相关研究

1. 南微医学（688029）：24年业绩符合预期，海外收入高增（2025-05-06）

盈利预测

关键假设：

假设 1：内镜耗材类：内镜诊疗器械主要包括活检类、止血和闭合类、EMR/ESD 类、扩张类、ERCP 类、EUS/EBUS 类等六大类 60 多种上百个规格系列的产品。25 年整体来看国内受到 DRGs 控费以及集采压力，海外增速较高。预计 26 年国内预计企稳，2026-2028 年销量分别上涨 12%、15%、17%。由于集采、规模效应、以及自动化和生产环境技术改进，预计价格及毛利率短期内维持稳定，毛利率维持在 67~69%。

假设 2：肿瘤介入类：微波/射频消融主要包括消融仪和消融针系列产品。目前体量较小且受到集采影响。随着后续产品的陆续上市和渠道的铺设，预计 2026-2028 年销量分别上涨 15%、15%、17%，价格及毛利率短期内维持稳定。

假设 3：可视化产品类：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等产品。整体行业增长逻辑主要在于一次性对重复性产品的替代。目前体量较小，预计 2026-2028 年销量分别上涨 60%、50%、40%，由于后续规模效应的提升，预计毛利率短期内随着规模效应会逐步增加。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
内镜耗材类	收入	2506	2807	3228	3777
	增速	7.7%	12.0%	15.0%	17.0%
	毛利率	68.0%	68.0%	68.0%	68.0%
肿瘤介入类	收入	193	222	255	298
	增速	-11.7%	15.0%	15.0%	17.0%
	毛利率	65.3%	65.0%	65.0%	65.0%
可视化产品类	收入	40	64	95	133
	增速	11.7%	60.0%	50.0%	40.0%
	毛利率	14.1%	25.0%	30.0%	35.0%
其他	收入	445	538	625	693
	增速	156%	21%	16%	11%
	毛利率	46.1%	46.1%	46.0%	45.8%
合计	收入	3,184	3,630	4,203	4,901
	增速	15.5%	14.0%	15.8%	16.6%
	毛利率	64.1%	63.8%	63.7%	63.8%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3183.78	3630.32	4202.60	4901.23	净利润	582.56	677.12	790.04	950.78
营业成本	1143.17	1313.51	1526.23	1774.88	折旧与摊销	125.30	82.83	85.60	87.67
营业税金及附加	25.18	36.30	42.03	49.01	财务费用	-66.04	-72.64	-79.91	-87.90
销售费用	745.96	828.02	952.22	1095.05	资产减值损失	-42.51	-50.00	-50.00	-50.00
管理费用	433.57	498.61	573.40	659.41	经营营运资本变动	-503.44	-172.93	-214.66	-289.74
财务费用	-66.04	-72.64	-79.91	-87.90	其他	592.08	48.18	25.25	43.67
资产减值损失	-42.51	-50.00	-50.00	-50.00	经营活动现金流净额	687.95	512.55	556.32	654.48
投资收益	16.94	15.00	15.00	15.00	资本支出	-253.77	-50.00	-20.00	-40.00
公允价值变动损益	0.93	1.00	1.00	1.00	其他	-671.24	69.71	16.00	16.00
其他经营损益	24.77	30.00	30.00	30.00	投资活动现金流净额	-925.01	19.71	-4.00	-24.00
营业利润	691.69	797.61	930.46	1119.56	短期借款	190.39	19.61	-30.00	20.00
其他非经营损益	-0.54	-1.00	-1.00	-1.00	长期借款	0.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	691.15	796.61	929.46	1118.56	股权融资	3.05	0.00	0.00	0.00
所得税	108.60	119.49	139.42	167.78	支付股利	-280.02	-114.07	-132.62	-154.61
净利润	582.56	677.12	790.04	950.78	其他	-117.52	6.52	79.91	87.90
少数股东损益	12.23	14.00	17.00	19.00	筹资活动现金流净额	-203.83	-87.93	-82.71	-46.71
归属母公司股东净利润	570.33	663.12	773.04	931.78	现金流量净额	-433.54	444.32	469.61	583.77
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1437.67	1881.99	2351.60	2935.37	成长能力				
应收和预付款项	573.83	651.03	750.74	878.70	销售收入增长率	15.55%	14.03%	15.76%	16.62%
存货	621.10	697.77	827.23	958.04	营业利润增长率	4.89%	15.31%	16.66%	20.32%
其他流动资产	1009.60	1063.41	1201.22	1369.45	净利润增长率	2.55%	16.23%	16.68%	20.35%
长期股权投资	55.82	55.82	55.82	55.82	EBITDA 增长率	7.65%	7.57%	15.89%	19.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1009.22	1003.49	964.99	944.42	毛利率	64.09%	63.82%	63.68%	63.79%
无形资产和开发支出	587.37	564.85	542.33	519.81	三费率	34.97%	34.54%	34.40%	34.00%
其他非流动资产	169.18	164.60	160.02	155.44	净利率	18.30%	18.65%	18.80%	19.40%
资产总计	5463.79	6082.97	6853.95	7817.05	ROE	13.42%	13.94%	14.33%	15.07%
短期借款	190.39	210.00	180.00	200.00	ROA	10.66%	11.13%	11.53%	12.16%
应付和预收款项	622.88	822.73	953.93	1086.41	ROIC	20.72%	19.90%	21.95%	24.66%
长期借款	0.27	0.27	0.27	0.27	EBITDA/销售收入	23.59%	22.25%	22.28%	22.84%
其他负债	308.07	193.82	206.19	220.64	营运能力				
负债合计	1121.62	1226.83	1340.39	1507.32	总资产周转率	0.62	0.63	0.65	0.67
股本	187.85	187.85	187.85	187.85	固定资产周转率	3.47	3.95	4.56	5.39
资本公积	1919.67	1919.67	1919.67	1919.67	应收账款周转率	6.29	6.12	6.24	6.24
留存收益	2063.88	2612.93	3253.35	4030.52	存货周转率	1.92	1.97	1.98	1.98
归属母公司股东权益	4130.44	4630.41	5270.83	6048.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.72%	—	—	—
少数股东权益	211.73	225.73	242.73	261.73	资本结构				
股东权益合计	4342.17	4856.14	5513.56	6309.73	资产负债率	20.53%	20.17%	19.56%	19.28%
负债和股东权益合计	5463.79	6082.97	6853.95	7817.05	带息债务/总负债	17.00%	17.14%	13.45%	13.29%
					流动比率	3.63	3.87	4.20	4.42
					速动比率	3.01	3.24	3.52	3.73
					股利支付率	49.10%	17.20%	17.16%	16.59%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	750.95	807.79	936.16	1119.33	每股收益	3.04	3.53	4.12	4.96
PE	28.00	24.08	20.66	17.14	每股净资产	21.99	24.65	28.06	32.20
PB	3.87	3.45	3.03	2.64	每股经营现金	3.66	2.73	2.96	3.48
PS	5.02	4.40	3.80	3.26	每股股利	1.49	0.61	0.71	0.82
EV/EBITDA	19.21	17.31	14.41	11.55					
股息率	1.75%	0.71%	0.83%	0.97%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

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

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
