

南微医学 (688029 CH)

国际化渠道深耕与可视化新曲线共振

南微医学是国内消化内镜诊疗器械龙头，近年来公司的增长驱动力正由国内进口替代逐步转向海外市场扩张。公司正持续推进美国、欧洲、日本等重点区域的本地化布局，海外收入占比不断提升。我们认为，海外营销网络和直销体系的持续完善有望驱动海外业务快速增长。国内业务则有望在集采落地后边际修复。此外，一次性胆道镜等可视化产品将打开中长期成长空间。基于公司较强的产品矩阵以及持续推进的国际化布局，我们看好公司的长期稳健增长。首次覆盖给予“买入”评级，目标价为 92.13 元人民币。

■ **国际化战略成效显著，海外直销网络构建核心壁垒。**全球内镜诊疗器械市场规模稳步扩张，但行业竞争格局仍高度集中（CR3 约 83%）。据波士顿科学，2025 年内镜诊疗器械可及市场规模约为 80 亿美元，预计将以 6% 的 CAGR 稳健增长。按 2025 年收入粗略估算，南微医学的全球市占率仅约 6%，提升空间巨大。近年来，公司持续推进国际化，已在美国、欧洲、日本等区域建立直销体系，海外收入占比持续提升，海外业务已成公司增长的核心引擎。2021-24 年海外收入 CAGR 达 22%，2025 年前三季度同比增长 42%，体量首次超越国内。我们预计，公司将在海外主要市场持续通过自建与收购拓展直销渠道。直销有助于增强终端医院覆盖与临床反馈效率，且直销毛利率远超经销。渠道结构优化及规模效应逐步体现将为公司中长期利润率改善提供支撑。此外，泰国基地投产将增强供应链韧性，全球化运营的规模效应有望加速释放。

■ **集采影响边际减弱，国内基本盘有望改善。**我们认为，国内内镜诊疗需求增长得益于老龄化、早癌筛查渗透率提升及微创术式普及，行业长期增长动能较为明确。尽管国内业务短期仍受集采执行和渠道去库存影响，但随着集采落地，以及集采规则优化缓和极端低价竞争预期，国内业务有望在 2026 年筑底，2027 年改善趋势或更为清晰。此外，叠加海外收入占比的快速提升，公司的增长韧性有望增强。

■ **可视化业务打造第二增长曲线。**公司以 eyeMax 胆道镜切入一次性内镜市场，灼识预计 2032 年全球一次性内镜市场将达 90 亿美元。2024 年南微医学在中国一次性胆道镜市场份额已达 24%，仅次于波士顿科学（46%）。我们认为，传统复用式软镜面临着清洗消毒成本高、交叉感染风险高的痛点，一次性内镜是内镜诊疗领域的重要发展方向。公司依托既有消化内镜渠道和医生资源，有望持续推进产品入院，并带动配套内镜耗材销售增长。

■ **首次覆盖给予“买入”评级，目标价 92.13 元人民币。**我们看好南微医学的稳健增长，预计公司 2025-28E 收入和归母净利润的 CAGR 分别为 14.6% 和 13.6%。首次覆盖给予“买入”评级，基于 10 年 DCF 模型，目标价 92.13 元人民币（WACC: 10.7%，永续增长率: 2.0%）。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
销售收入 (百万人民币)	2,755	3,190	3,553	4,124	4,805
同比增长 (%)	14.3	15.8	11.4	16.1	16.5
归母净利润 (百万人民币)	553	570	588	698	835
同比增长 (%)	13.9	3.0	3.2	18.6	19.6
每股收益 (人民币)	2.95	3.03	3.13	3.72	4.44
市盈率 (倍)	24.4	23.7	23.0	19.4	16.2
净负债比率 (%)	(49.3)	(48.4)	(49.9)	(51.5)	(53.5)

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (首次覆盖)

目标价 **92.13 人民币**
潜在升幅 **27.9%**
当前股价 **72.05 人民币**

中国医药

王云逸

(852) 3916 1729
cathywang@cmbi.com.hk

武煜, CFA

(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	13,534.4
3月平均流通量(百万人民币)	143.5
52周内股价高/低(人民币)	100.35/56.98
总股本(百万)	187.8

资料来源：FactSet

股东结构

中招招商	22.2%
南京新微创	19.6%

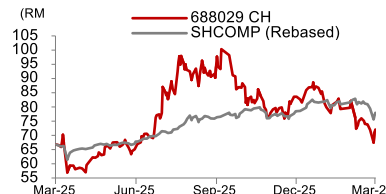
资料来源：上交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-12.3%	-7.5%
3-月	-13.8%	-13.2%
6-月	-26.3%	-27.7%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

目录

投资亮点	3
国际化战略成效显著，海外业务成为新增长引擎.....	3
集采阵痛期步入尾声，国内基本盘有望边际改善.....	3
可视化产品打造第二增长曲线.....	4
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 92.13 元人民币.....	4
投资风险.....	4
南微医学，内镜耗材领导者	5
营收端：海外接棒，成长韧性凸显.....	5
利润端：短期增长承压，直销占比提升和产品结构优化驱动盈利能力改善.....	6
内镜耗材业务：国内集采出清接近尾声，海外市场稳健增长	8
国内市场焦点：如何看待“集采”常态化？.....	12
国际市场：从“国产替代”走向“全球输出”.....	13
国际化战略：广阔天地大有可为，深度本土化构筑渠道壁垒	15
第二增长曲线：可视化产品有望为公司打开新的成长空间	18
行业逻辑：为什么是一次性内镜？.....	18
核心单品：eyeMax 胆道镜.....	19
盈利预测	27
估值	31
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 92.13 元人民币.....	31
投资风险	32
财务分析	33

投资亮点

国际化战略成效显著，海外业务成为新增长引擎

公司坚定推进国际化战略，正逐步成长为拥有自主品牌与自主渠道的全球化医疗器械企业。我们认为，南微医学当前的核心驱动力正从国内市场的进口替代转向全球市场的份额扩张。放眼全球，内镜诊疗器械市场稳步扩容。波士顿科学预计2025年内镜诊疗器械可及市场规模约为80亿美元，至2028年可及市场规模预计可达近100亿美元。然而，当前全球市场长期被波士顿科学、奥林巴斯等国际巨头垄断（CR3约83%）。基于2025年营收和波士顿科学所披露的可及市场空间粗略估算，南微医学在全球市场的占有率仅约6%，向上渗透的天花板极高。依托“工程师红利”赋予的快速迭代能力与“供应链红利”带来的成本优势，公司国际化战略已步入收获期。2021-2024年，公司海外收入由7.4亿元增至13.6亿元，CAGR达22%；2025年前三季度，海外业务收入同比大增42%，营收占比提升至约59%，体量首次超越国内业务，成为业绩增长的核心引擎。

南微医学在海外市场的突围并非简单的贸易出口，而是深度的本土化运营。通过在美国、欧洲及日本等核心市场设立全资子公司或收购成熟渠道，公司持续拓展海外直销体系建设。贴近临床的直销模式能更直接地覆盖终端医院和核心临床专家，强化市场反馈、产品迭代和学术推广效率，从而构筑高粘性的渠道护城河。2021年至2025年上半年，公司的直销收入占比由13%快速提升至32%。2025年上半年，直销模式毛利率达68.5%，高于经销模式的63.6%。考虑到直销模式具备更高毛利率，我们认为，渠道结构的持续优化叠加规模效应，将驱动海外业务盈利能力长期向上。

此外，在宏观地缘博弈加剧的背景下，公司前瞻性的供应链与合规布局凸显了极强的抗风险韧性。公司位于泰国的生产基地已按计划于2026年初落成投产。“国内+海外”双循环的供应链体系有望帮助公司规避了潜在的地缘政治与关税壁垒风险。同时，涉诉核心专利陆续到期后，专利诉讼带来的不确定性较此前已明显下降。公司持续完善了知识产权管理体系，建立全球IP检索与规避体系。截至2024年底，公司累计持有有效知识产权656项（含国外发明专利72项）。持续夯实的合规底座与产能布局，将为公司在海外市场的长远发展保驾护航。

集采阵痛期步入尾声，国内基本盘有望边际改善

随着人口老龄化进程加速，中老年人群慢性病共病率已攀升至约50%，创伤小、预后佳的内镜微创治疗成为临床优选。同时，中国消化道肿瘤发病率居高不下，带来巨大消化内镜诊疗需求。在政策推动下，我国早期胃肠道肿瘤的内镜下检出率已由2015年的11.1%提升至2023年的23.4%，但对标日本超50%的检出率仍具广阔空间。长期来看，老龄化、消化道肿瘤筛查需求增加以及内镜微创术式普及，将继续支撑内镜诊疗器械行业扩容。据灼识咨询，南微医学凭借在中国消化系统微创介入耗材约46.4%的市占率稳居龙头，但ERCP等手术领域仍由外资主导。我们认为，公司不仅将在EMR/ESD管线充分享受行业扩容红利，还有望在ERCP、EUS等高壁垒领域持续实现技术突破。

短期来看，受2024-2025年“京津冀3+N”及广东止血夹等耗材集采影响，止血夹终端价格降幅较大并引发渠道去库存，导致国内业务阶段性承压。但我们判断，集采的负面冲击已开始进入筑底阶段。首先，公司超八成产品已纳入集采，价格体系重塑接近尾声；且凭借全产业链智能制造的成本优势，公司盈利能力展现出较强韧性。其次，近期国家医保局政策导向更强调“质价平衡”。在广东消化介入类医用耗材集采中，公司止血夹的中标价企稳，验证了集采中的极端低价竞争可能已经结束。我们预计，随着2026年集采产品逐步完成价格调整，经销商重新回到采购周期，国内业务基本面有望在27年迎来边际改善。公

公司将凭借极致的成本控制与丰富的产品矩阵，在后集采时代实现“以价换量”与“强者恒强”。公司快速增长的海外业务也将帮助公司有效对冲集采影响。

可视化产品打造第二增长曲线

在夯实传统内镜诊疗耗材基本盘的同时，南微医学以 eyeMax 胆道镜切入一次性内镜赛道。据灼识咨询预计，全球一次性内窥镜市场 2032 年将达 90 亿美元，2024-2032 年 CAGR 达 17.2%。

公司核心可视化产品 eyeMax 一次性胆道镜针对传统 ERCP 手术中 X 光造影“看不见、取不准”的临床痛点，对标波士顿科学的 SpyGlass。据灼识咨询数据，2024 年南微医学在中国一次性胆道镜市场份额已达 24%，紧追波士顿科学（46%），在美洲、欧洲等区域也获得临床高度认可，2025 年上半年和第三季度，可视化产品海外收入（主要为一次性内科胆道镜）分别同比增长 88% 和 40+%。现有临床数据表明，eyeMax 在活检效率和部分诊断指标上已展现出较强竞争力，如在不明原因胆道狭窄诊断中，eyeMax 凭借 2.0mm 超大器械通道（可容纳 4.5mm 大活检钳），使单次活检组织提取成功率高达 92%，优于 SpyGlass 的 61.7%，视觉诊断准确率达 96.0%。我们认为，当前中国 ERCP 手术渗透率仅约 21 例/10 万人，一次性胆道镜和胰管镜的渗透率仅约 5%，提升潜力巨大。灼识咨询预计到 2030 年，中国一次性胆道镜市场规模将达到 4.7 亿元，全球一次性胆道镜市场规模将达到 9.4 亿美元，2024 年至 2030 年的年复合增长率分别为 32.3% 和 14.5%。

此外，一次性内镜与南微传统的消化内镜耗材在核心客户群上高度重叠。极高的渠道复用率不仅将加速 eyeMax 的进院放量，更将带动活检钳、取石网篮等传统 ERCP 耗材的销售增长，为公司打造中长期增长引擎。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 92.13 元人民币

我们看好南微医学稳健的增长能力，预计公司 2025-28E 收入年复合增速为 14.6%，归母净利润年复合增速为 13.6%。首次覆盖给予“买入”评级，基于 10 年 DCF 模型，目标价 92.13 人民币（WACC: 10.7%，永续增长率: 2.0%），对应 29 倍 26 年市盈率。

投资风险

- 1) 集采价格影响超出预期
- 2) 地缘政治和关税政策等影响海外业务增长
- 3) 可视化等新品放量不及预期

南微医学，内镜耗材领导者

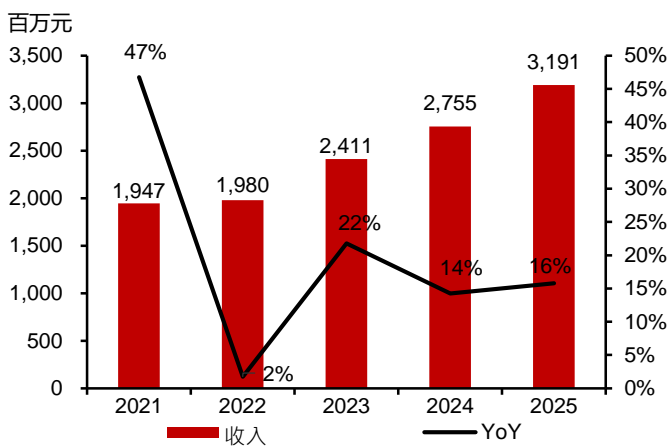
南微医学成立于 2000 年，长期深耕非血管介入医疗器械领域，现已成长为中国内镜诊疗器械的龙头企业。经过二十余年的创新积淀，公司构建了清晰的“三驾马车”业务布局：内镜诊疗耗材、肿瘤介入设备及耗材、一次性内镜（即可视化业务）。更值得关注的是，公司正大步迈向国际化，产品远销全球 90 多个国家和地区，并在美国、欧洲等地区设立了多个全资子公司。2025 年前三季度，公司海外收入占比已提升至 58%。

内镜诊疗耗材是南微医学的基石业务，内镜诊疗耗材主要与软镜配合使用，广泛用于消化科、泌尿科、呼吸科、妇科等微创手术场景。作为中国内镜诊疗耗材龙头，公司产品涵盖了基于内镜的微创手术所需的各类耗材，主要包括活检类、止血和闭合类、EMR/ESD（内镜下黏膜切除术/内镜黏膜剥离术）类、扩张类、ERCP（经内镜逆行胰胆管造影术）类、EUS/EBUS（超声内镜）类六大类，拥有 60 多种、上百种规格系列的产品。换言之，公司的产品矩阵丰富，全面覆盖内镜诊疗中切割、止血、取石、活检等各类手术操作环节的耗材需求。2025 年上半年，公司内镜耗材类业务实现收入 12.2 亿元，收入占比达 78.4%。此外，南微医学通过子公司康友医疗不断丰富肿瘤介入产品线，推出微波消融仪和消融针等，主要用于肿瘤的热微波消融治疗。同时，公司正加速布局一次性内镜领域，以打造第二增长引擎。目前公司已推出一一次性内科胆道镜、一次性外科胆道镜、一次性支气管镜，以及 EOCT 成像系统。

营收端：海外接棒，成长韧性凸显

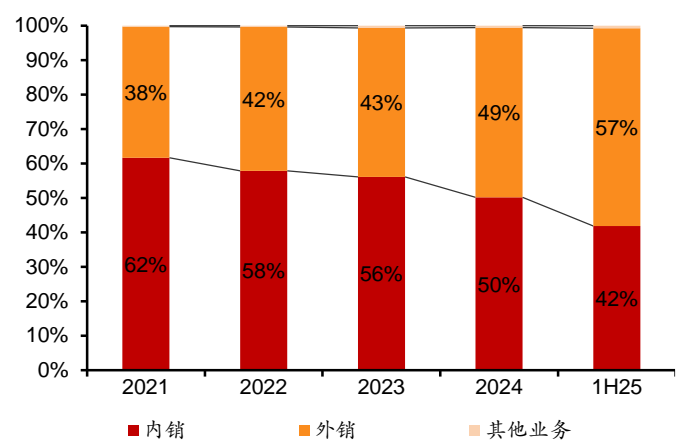
南微医学作为国内内镜诊疗器械的龙头企业，尽管面临国内集采政策的短期扰动，近年来仍然展现出较强的成长韧性。2021-2024 年，公司营收由 19.5 亿元增至 27.6 亿元，CAGR 达 12%。受核心产品之一止血夹集采的影响，公司国内业务阶段性承压。2024 年及 2025 年前三季度国内收入同比分别+2%和-5%。然而，海外市场已成为驱动公司增长的核心引擎。2024 年，公司海外收入同比增长 30%至 13.6 亿元，占比接近 50%；2025 年前三季度，海外收入同比大增 42%至约 14 亿元，营收占比进一步提升至约 59%，体量首次超越国内业务。得益于海外市场的强劲爆发，公司 2025 年继续保持稳健增长，实现收入 31.9 亿元，同比增长 16%。我们认为，在国内医用耗材集采持续推进、价格承压的背景下，海外业务的快速增长将有效对冲国内市场的波动，提升公司的增长韧性。

图 1: 南微医学收入及增速



资料来源：南微医学，招银国际环球市场

图 2: 南微医学收入占比（按地区）

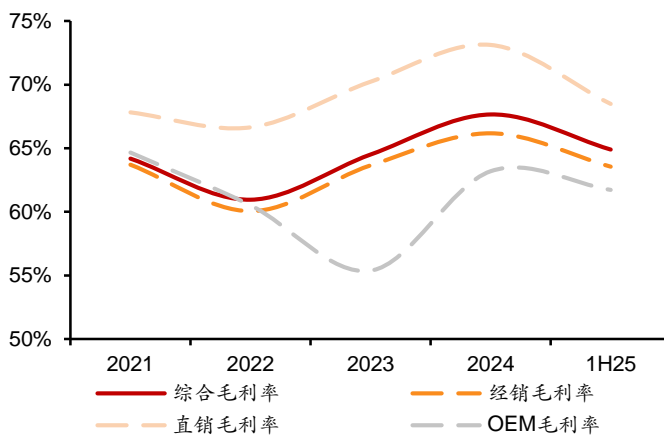


资料来源：南微医学，招银国际环球市场

利润端：短期增长承压，直销占比提升和产品结构优化驱动盈利能力改善

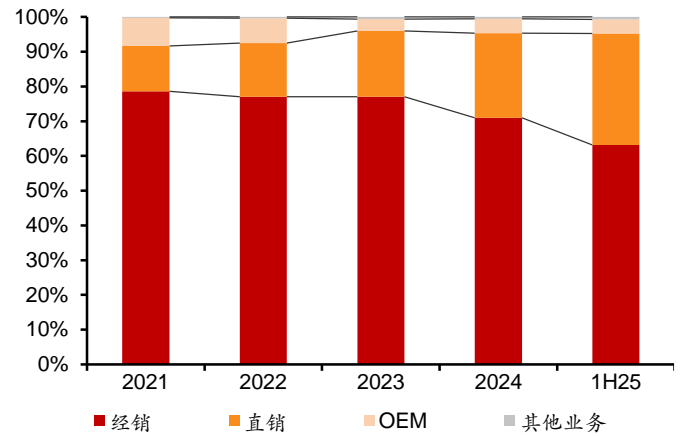
公司短期盈利能力有所波动，2025年前三季度公司的综合毛利率同比下滑3.1个百分点至64.55%。主要受两方面因素影响：1) 国内集采及价格竞争导致国内业务毛利率下行；2) 海外业务面临阶段性成本扰动，包括国际物流及关税成本的攀升，以及公司并购的海外子公司CME毛利率偏低，约为50%，拉低了整体盈利水平。但我们认为，公司中长期的盈利能力仍具有改善潜力。从销售模式来看，公司在美国、德国、日本等主要海外市场主要依托子公司开展直销，而在中国大陆及部分海外地区采用经销模式，同时为库克医疗(Cook)等国际巨头提供OEM/ODM服务。不同模式的盈利能力差异显著，以2024年为例，公司直销模式毛利率高达73.1%，显著优于经销模式(66.2%)与OEM模式(63.2%)。我们预计，随着公司在欧美等成熟市场的直销体系日益成熟，高毛利的海外直销收入占比将持续扩大，低毛利的OEM业务收缩，有望在长期维度上驱动海外业务毛利率中枢上移，并对冲国内集采带来的短期利润冲击。

图3：南微医学毛利率变化



资料来源：南微医学，招银国际环球市场

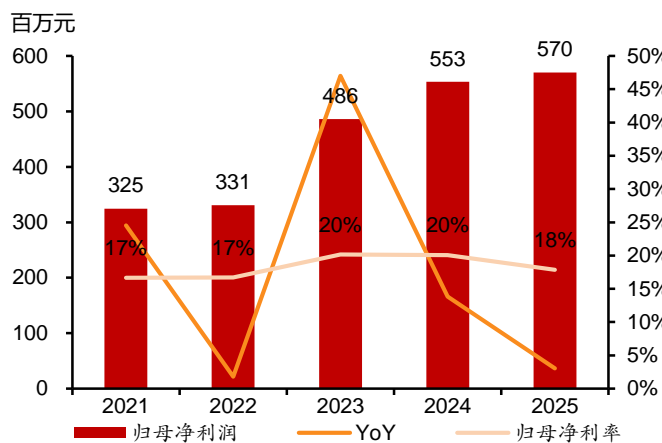
图4：南微医学各销售模式收入占比



资料来源：南微医学，招银国际环球市场

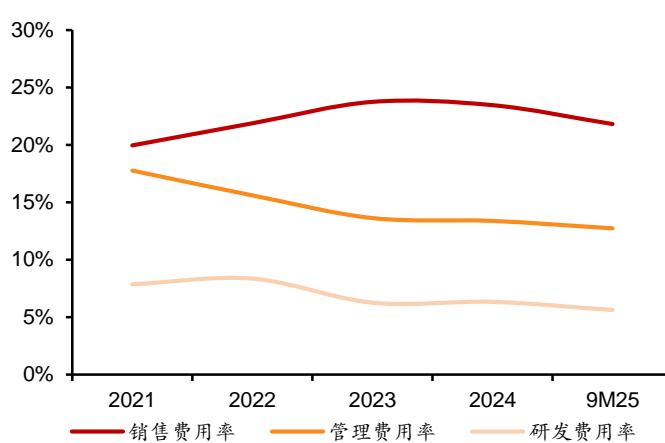
得益于公司持续深化精益运营管理体系，以及国际化运营架构的日益成熟，南微医学的管理费用率不断优化。同时，随着海外业务的快速扩张，规模效应逐步显现，公司的销售费用率亦呈现稳中有降的态势。在良好的费用管控下，2021-2024年，公司归母净利润从3.25亿元稳步增长至5.5亿元，年复合增长率达19%。利润端增速快于收入端增速(12%)，驱动公司归母净利率稳步提升至20%左右。2025年，受止血夹与微波消融针国内集采降价的影响，公司综合毛利率阶段性下滑。此外，公司正积极推进海内外投资并购布局，导致项目前期调研、中介咨询等管理费用阶段性增加；叠加汇兑损失，公司的盈利增长短期承压。展望未来，我们判断国内集采对公司的边际影响正逐步出清。随着海外业务规模效应的进一步释放，以及一次性内镜(可视化业务)等高附加值创新产品的快速放量，公司产品结构将持续优化，整体盈利能力有望长期向上。

图 5: 南微医学归母净利润



资料来源：公司数据，招银国际环球市场

图 6: 南微医学费用率



资料来源：公司数据，招银国际环球市场

内镜耗材业务：国内集采出清接近尾声，海外市场稳健增长

公司围绕消化内镜诊疗场景构建了较为完整的产品体系，覆盖活检、止血、扩张、EMR/ESD、ERCP、EUS 等主要技术/术式，并延伸布局微波消融治疗仪和消融针等肿瘤消融设备及耗材，和一次性内镜等可视化产品。

内镜诊疗技术是将内镜插入人体自然腔道，并通过内镜工作管道插入器械进行检查和治疗的临床技术，是微创医学的重要分支之一。借助软镜系统及工作通道，医生可在内镜影像（直视、超声影像、X 射线等）引导下进行胃肠镜检查、组织活检、息肉切除、肿瘤剥离、止血、胆道取石及组织消融等诊疗操作。相较传统开放手术，内镜诊疗通常具有创伤更小、恢复更快、住院时间更短等优势。

从需求侧看，内镜诊疗行业中长期增长的核心支撑，来自于人口老龄化、慢病负担上升以及消化道肿瘤早筛早治的持续推进。国家统计局披露，2025 年末我国 60 岁及以上人口已达 3.23 亿人，较上年末同比增加约 4%。中国全科医学杂志及中国疾病预防控制中心周报的数据显示，中国中老年人群的慢性病共病率也呈现上升趋势，2024 年老年人共病率已达约 50%。由于老年共病患者心肺储备功能相对有限，能够减少生理压力、加速康复的微创手术成为临床优选。此外，针对消化系统疾病尤其是早癌筛查，ESD 与 EMR 等内镜微创术式可在筛查同时实现早期干预。2025 年发表于 *Gastroenterology* 的一项中国多中心随机对照研究显示（[链接](#)），在高风险地区，接受内镜筛查邀请的人群其上消化道癌死亡风险显著低于常规护理组，进一步验证了内镜筛查在早诊早治中的公共卫生价值。据《2024 年全国癌症报告》显示，2022 年中国发病率前十大癌种中，有 5 个为消化道肿瘤，包括结直肠癌、肝癌、胃癌、食管癌和胰腺癌。因此，作为消化道肿瘤高发国，我国有着巨大的消化内镜诊疗需求。我们认为，老龄化带来的诊疗需求扩容与筛查意识提升将为内镜诊疗器械行业提供较强的中长期需求支撑。

从供给侧看，国内内镜基础设施和医生诊疗能力近年来亦在加快完善。根据《中华医学杂志（英文版）》的文献报道（[Chen Z, et al., Summary of the 2024 report on gastroenterology and digestive endoscopy in China, Chin Med J \(Engl\), 2025](#)），2023 年中国内镜诊疗基础设施建设成效显著，在纳入统计的 4,620 家医院中，平均拥有消化内镜医师 6.7 名，且全国 70.3% 的消化科医师具备内镜操作资质。全国参与统计的医院共完成消化内镜诊疗高达 4,330 万例，单院平均内镜手术量超 9,432 例，较 2019 年增长 14.0%。更重要的是，中国早期胃肠道肿瘤的内镜下检出率已由 2015 年的 11.1% 提升至 2023 年的 23.4%。检出率的提高也直接转化为治疗性手术的需求，如 2023 年治疗性胃镜和肠镜的手术量分别达到约 294 万例和 421 万例。然而，该数据仍显著低于日本超 50% 的检出率，意味着国内内镜早筛渗透率还有广阔提升空间。我们认为，人口老龄化和消化道疾病高发需求+早癌筛查渗透+治疗术式普及构成的三轮驱动模型，将推动内镜耗材市场长期保持较高景气度。

图 7: 南微医学内镜耗材和肿瘤介入的主要产品和涉及术式

类型	项目	常见术式	部分涉及的南微医学产品
内镜诊疗	胃镜检查术	粘膜染色、活检、细胞刷检	活检类: 活检钳 (用于钳取消化道、呼吸道活体组织样本) 细胞刷 (供临床刷取细胞样品用) 靛胭脂粘膜染色剂 (用于消化道粘膜染色) 等
	息肉电切除术	粘膜下注射、微小息肉切除、息肉切除、金属夹创面缝合	止血和闭合类: 可旋转重复开闭软组织夹 (和谐夹/GT 黄金夹, 用于临床在内窥镜引导下夹合消化道内软组织) 等
	扩张术	球囊扩张	扩张类: 扩张球囊、三级扩张球囊 (用于下消化道、气管狭窄扩张)、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塞治疗)、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)、胆道支架/TTS 肠道支架、可携带 ¹²⁵ I 放射粒子支架 (保持管腔通畅+肿瘤治疗, 适用于失去手术机会又不愿意接受外放疗的患者)、气管支架等
	支架置入术	食道/肠道/胆道/气管支架置入术	
	消化道出血治疗	硬化剂注射止血、血管夹夹闭止血	一次性使用止血夹、一次性使用高频止血钳等
	静脉曲张套扎术	静脉曲张套扎术	止血和闭合类: 套扎器 (与内窥镜配套, 用于食道静脉曲张的血管结扎) 等
	内镜粘膜下剥离术 (ESD)	粘膜下注射/剥离、金属夹创面缝合、尼龙圈+夹子荷包缝合	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) 一次性内窥镜用注射针 (用于消化道粘膜下注射) 高频电刀 (利用高频电流切开消化道内组织) 一次性使用内镜下牵拉组织夹 (牵拉夹) 等
	胆管取石、扩张、引流 (ERCP)	乳头括约肌切开/扩张、胆管取石、鼻胆管引流术、胆管内引流术、金属胆道支架引流	ERCP 类: 斑马导丝 (引导其他器械)、切开刀 (用于胰胆管系统插管及括约肌切开术)、取石球囊、取石网篮、塑料支架 (胆道引流)、鼻胆引流管等
	超声内镜 (EUS)	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	EUS/EBUS 类: FNA 穿刺活检针、FNB 穿刺活检针等
经人体自然腔道内镜下手术 (NOTES)	经胃腔胆囊切除术	高频电刀、一次性内窥镜用注射针、球囊扩张导管、一次性使用软组织夹 (三臂夹) 等	
肿瘤消融	肿瘤消融术: 经皮穿刺或经自然腔道到达肿瘤部位进行消融 微波消融术、射频消融术、冷冻消融术	微波消融仪 (适用于治疗肝肿瘤) 微波消融针	

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

注: 仅包括部分南微医学产品, 且各产品也可能用于多种术式。

南微医学作为国产内镜耗材领军企业, 凭借持续的技术创新与丰富的产品矩阵, 在消化内镜诊疗领域已牢牢占据领先地位。据灼识咨询的数据, 在 2024 年中国消化系统微创介入耗材市场中, 南微医学的市场份额达 46.4%, 远超第二名的国产企业和第三名的波士顿科学。

图 8: 2024 年中国消化系统微创介入耗材市场份额 (按出厂价销售额)

排名	公司	按销售额计算的市场份额
1	南微医学	46.4%
2	麦科田	19.2%
3	波士顿科学	18.0%
4	安杰思	8.0%
5	公司 Y	5.6%

资料来源: 灼识咨询, 麦科田招股书, 招银国际环球市场

注: 公司 Y 是一家成立于 21 世纪初的私人公司, 总部位于杭州, 主要从事一次性微创胃肠外科手术器械、内窥镜相关产品及其他医疗器械的医疗制造公司。

止血闭合类：全球竞争力的基石，现金牛产品

该品类主要包括可旋转重复开闭软组织夹（如 SureClip 和谐夹）和套扎器。2023 年，公司止血闭合类产品的收入达到 9.2 亿元，收入占比达 38.5%，2019-2023 年的复合增长率达 12.2%。2024 年起，公司不再拆分内镜耗材细分品类收入，我们预计其占比仍维持在 30% 左右。

2015 年以前，国内止血夹市场主要被波士顿科学、奥林巴斯等进口品牌垄断，存在定位不准、旋转卡顿、无法无限次开闭等临床痛点。南微医学针对性地研发出和谐夹，实现了 360 度旋转、无限次开闭及多种开口尺寸，解决了临床痛点。据南微医学披露，FDA (510k) 的比较结果显示，其性能已达到国际一线同类产品水平。南微医学秉持医工结合的创新模式，积极收集临床反馈，持续推进产品迭代。我们认为，这将有助于提升医生使用黏性，并强化其在消化内镜诊疗耗材领域的竞争壁垒。比如，公司在手柄芯杆和手柄上增加了限位功能以优化医生操作手感，并针对美国市场推出侧视镜下顺畅使用的迭代版本。

短期来看，国内止血闭合类业务正在逐步消化集采压力。2023 年底，京津冀“3+N”联盟启动《京津冀“3+N”联盟 28 种医用耗材集中带量采购》，并于 2024 年 3 月公布中选结果。公司在开口<13mm 及 13mm≤开口<20mm 止血夹两个组别均以 A 组第二名高份额中选。具体来看，开口<13mm 止血夹品类总报量约为 139.4 万支，其中南微医学报量 73.6 万支，占比达 52.8%，排名第一。13mm≤开口<20mm 止血夹品类总报量约为 18.24 万支，南微医学报量 4.3 万支，占比 23.6%，排名第二。主要竞争对手唯德康在<13mm 和 13mm≤开口<20mm 止血夹品类中分别获得报量 21.6 万支（占比 15.5%）和 2.1 万支（占比 11.5%），均以 A 组第一名中选，安杰思则在两个止血夹品类中均落选。由于此次集采并未设置“保底降幅”或“保底中选价”，因此价格降幅较大。据财联社报道，唯德康和南微医学的止血夹价格降幅约为 70%。受集采落地执行影响，公司 2025 年第三季度止血夹的国内收入同比持平。

此外，2025 年 8 月启动广东省消化介入类医用耗材集中带量采购已于 2026 年 2 月落地执行。南微医学成功中选，首年协议采购量超 49 万支，占总协议采购量的 54%，中选价格为 39.49 元/支，我们估计与京津冀“3+N”联盟集采价格相近。2025 年 12 月 26 日，温州医科大学附属第一医院发布关于公开征求《一体式可反复开合止血夹浙江省省级公立医疗机构组团采购文件（征求意见稿）》的通知。本轮浙江省止血夹集采规则温和，在 24 年 4 月 1 日以来的省级/省际联盟耗材集采中已中选的企业，申报价格仅需不高于曾中选价格和全国最低价，即可拟中选。我们认为，全国范围内止血夹的价差难以长期维持，发达省份集采的落地大概率会带动全国范围内止血夹的价格联动，最终驱使全国范围内的止血夹价格趋于一致。尽管出厂价短期承压，但我们预计，集采和价格调整有望在 2026 年逐步完成，其负面影响将逐渐出清，国内止血闭合类业务有望在 2027 年企稳回升。同时，受益于海外市场的拓展和产品的性价比优势，海外止血闭合类业务保持良好增长动能，2025 年第三季度海外收入同比增长 13%，有效对冲了国内集采降价风险。

图 9: 部分止血夹集采梳理

集采名称	中选结果公示时间	执行时间	南微医学中标结果
《京津冀“3+N”联盟 28 种医用耗材集中带量采购》	2024.3.19	各省自 2024 年下半年起陆续开始执行，为期 2 年	止血夹-13mm≤止血夹开口<20mm: A 组第 2 名中选 止血夹-止血夹开口<13mm: A 组第 2 名中选 气管支气管支架-非覆膜: 第 3 名中选 气管支气管支架-覆膜: 第 4 名中选 经皮胆道支架: A 组第 2 名中选
《广东省消化介入类医用耗材集中带量采购》	2026.1.14	自 2026 年 2 月 10 日起执行, 采购周期为 3 年	止血夹、圈套器、消化介入注射针、乳头切开刀、静脉曲张套扎器均中选
《一体式可反复开合止血夹浙江省省级公立医疗机构组团采购文件（征求意见稿）》	-	2025 年 12 月 26 日发布征求意见稿，采购周期为 2 年。	一体式可反复开合止血夹首年采购需求量为 1,240,234 个，其中南微医学的首年采购需求量为 644,656 个，占比达 52%。

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

注：仅包括部分止血夹集采。

EMR/ESD 类：术式普及带来的增量红利

随着早癌筛查的普及，内镜下黏膜切除术（EMR）及内镜下黏膜剥离术（ESD）成为治疗早期消化道肿瘤的主流术式。EMR/ESD 是在内镜黏膜下注射的基础上，利用圈套器或高频电刀（一次性使用高频切开刀），将病变组织所在黏膜剥离，从而根治消化道肿瘤。相比传统外科手术，EMR/ESD 具有创伤小、恢复快、医疗费用低、能完整保留器官功能等优势。根据国家癌症中心数据，中国胃癌、食管癌和结直肠癌等消化道肿瘤的发病率较高，但内镜检出率早期诊断率不到 25%，远低于日本（超 50%）。随着国家推行内镜筛查，早癌发现率逐年提升，将持续带动 EMR/ESD 手术量的增长。EMR/ESD 类产品已成为公司主要增长点之一，2025 年第三季度收入同比增长 30-40%。

南微医学拥有完整的 EMR/ESD 解决方案，包括注射针、圈套器、高频电刀等。其中，在注射针和圈套器市场，南微医学已占据领先地位。在 2026 年落地的广东省消化介入类医用耗材集中带量采购的注射针和圈套器品类中，公司获得最大的协议采购量，占比分别达到了 32%和 26%。公司推出的高频电刀（如黄金刀）利用刀丝涂层技术减少术中的组织碳化和刀头结痂现象，有效解决了术中组织粘连与切割效率低下的问题，并采用镭射雕刻和高分子腹膜工艺，赋予产品超柔顺性能，实现在极限情况下刀身的顺畅进出。

ERCP 类：复杂术式的国产替代

经内镜逆行性胰胆管造影（ERCP）涉及胆胰系统，是消化内镜中难度最高的手术之一。随着中国老龄化进程加速导致的胆胰疾病高发，以及分级诊疗推动的基层医疗能力提升，ERCP 手术量有望稳健增长。

ERCP 手术主要用于胆总管结石取石、胆胰肿瘤支架引流等高危病症，其操作涉及十二指肠乳头插管、造影、切开、取石及引流等多个复杂步骤，因此对耗材的精密度、操控性及显影效果要求极高。一台 ERCP 手术通常需要使用斑马导丝、十二指肠乳头切开刀、取石球囊（或网篮）、鼻胆引流管等多种医疗耗材。长期以来，波士顿科学凭借先发优势、完善的成套解决方案以及深厚的临床学术积淀，在中国 ERCP 耗材市场占据主导地位，尤其是在导丝和切开刀这两个核心单品上，凭借卓越的扭控性能和通过性，构筑了强大的护城河。比如，2025 年启动的广东省消化介入类医用耗材集中带量采购的乳头切开刀品类中，波士顿科学获得的协议采购量占比达到 50%，远超排名第二的南微医学（12%）。

近年来，南微医学成立 ERCP 改进小组，通过临床实用与反馈改进，持续提升产品性能。我们预计，在医保控费的背景下，南微医学凭借极强的产品性价比，有望持续推进国产替代。2025 年第三季度，ERCP 已成为公司内镜耗材业务的主要增长点之一，同比增长 30-40%。

国内市场焦点：如何看待“集采”常态化？

整体而言，我们认为集采对于南微医学的冲击已开始筑底。而自 2025 年中起，随着国家医保局“反内卷”和“优化集采规则”政策导向的逐步确立，内镜耗材相关集采的边际影响有望减弱。

核心产品集采落地，渠道去库存压制短期业绩。2024 年至 2025 年，南微医学的核心单品之一止血夹（和谐夹）面临了严峻的考验。受河北牵头的京津冀“3+N”联盟集采影响，止血夹终端价格大幅下降。这一价格重塑不仅直接制约了集采区域的增长，更引发

了非集采区域经销商的观望情绪，导致渠道端出现明显的进货意愿降低和去库存行为。受此影响，2025年前三季度公司国内收入同比下降4.7%至9.8亿元。然而，我们认为集采的影响相对可控。首先，随着止血夹的价格调整在2026年逐渐完成，我们预计止血夹集采对表现业绩的负面影响有望在2026年出清，并在2027年企稳回暖。其次，公司约80%的品类均已被纳入集采范围，且多数价格降幅相对温和。南微作为拥有极强成本控制能力的龙头，具备较强的增长韧性。更值得注意的是，公司海外业务保持强劲增长，海外收入占比持续提高，已由2021年的38%提升至2025年前三季度的约59%。快速增长的海外业务将持续对冲国内市场的集采压力，驱动公司稳健增长。

政策风向转向“反内卷”，中标价格企稳有望修复市场预期。2025年7月，国务院新闻办公室发布会明确提出“集采坚持反内卷原则，提升质量要求”，意味着国家集采政策从单纯的“唯低价论”向“质价平衡”转变。这一政策拐点在随后的第六批国家组织高值医用耗材集采中得到印证，即坚持稳临床、保质量、反内卷、防国标的原则，通过优化中选规则，引入“锚点价”和多重复活机制，引导企业合理报价。在广东省消化介入类医用耗材集采中，南微医学止血夹的中标价格相较于京津冀联盟集采价格并未出现进一步的螺旋式降价，价格体系呈现企稳态势，进一步验证了集采“低价竞争”的时代可能已经过去。我们认为，随着广东等经济大省集采的落地，全国范围内的价格预期将趋于明朗，即止血夹的价格可能会陆续通过集采或价格联动机制趋于统一。经销商对价格继续下探的顾虑一旦消除，国内渠道有望在2026或2027年重新进入常态化的采购周期，从而带来国内收入的企稳回升。

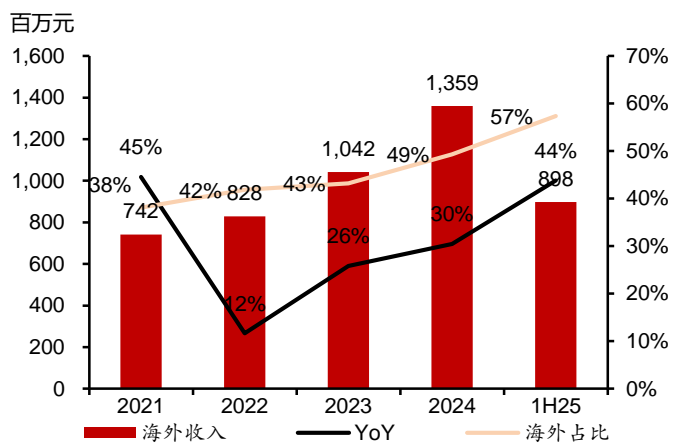
以价换量逻辑兑现，头部集中度提升驱动长期良性增长。集采虽然短期内带来了价格阵痛，但从长期竞争格局来看，却是头部企业提升市占率的良机。一方面，大幅降低的终端价格加速了止血夹等耗材在低线城市和基层医院的渗透，释放临床需求；另一方面，极低的价格门槛使得缺乏规模效应和成本控制能力的中小厂商被迫退出市场，行业集中度加速向南微医学等具备全产业链成本优势的龙头企业靠拢。

展望未来，随着集采影响的边际减弱，以及国内内镜诊疗手术量的持续增长，叠加可视化产品在国内市场的放量，我们预计南微医学国内业务将继续保持良性增长。

国际市场：从“国产替代”走向“全球输出”

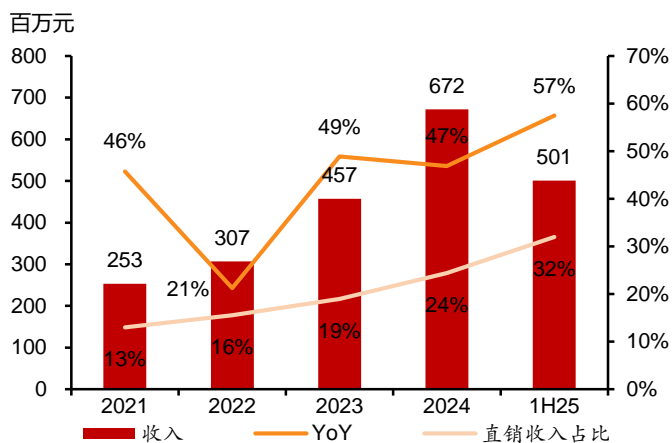
我们认为，目前南微医学的成长逻辑已从早期的国内市场进口替代转为全球扩张。自2000年成立以来，公司历经二十余年深耕，已从早期OEM代工模式向拥有自主品牌与核心渠道的国际化医疗器械企业转型。2021-2024年，公司海外收入CAGR高达22%，海外占比由38%提升至49%。2025年前三季度，海外业务实现收入约14亿元，同比增长42%，营收占比进一步提升至约59%，已成为驱动公司业绩增长的新核心引擎。其海外业务增速和收入占比均位于国内医疗器械企业前列。更值得注意的是，海外市场的快速拓展更充当了公司业绩的“减震器”，提升了公司的发展韧性。当国内面临政策波动（如反腐、集采）时，海外市场的快速增长确保了公司整体业绩的稳健向上。

图 10: 南微医学海外收入增速及占比



资料来源：南微医学，招银国际环球市场

图 11: 南微医学直销收入及增速



资料来源：南微医学，招银国际环球市场

国际化战略：广阔天地大有可为，深度本土化构筑渠道壁垒

随着微创治疗理念的深化与内镜技术的迭代，内镜诊疗在消化内科、呼吸科等领域的应用持续扩大。全球范围内，消化道肿瘤的高发态势进一步巩固了消化内镜作为筛查与治疗的重要地位，驱动全球内镜诊疗器械市场稳步扩容。Ambu 管理层在电话会中表示，预计 2025 年至 2030 年，内镜手术量将以 5% 的 CAGR 增长。据波士顿科学 2025 年投资者日披露，2025 年其内窥镜板块覆盖的可及市场规模约为 80 亿美元，预计 2026-2028 年将以约 6% 的复合年增长率增长。波士顿科学的内窥镜业务结构（EMR 类、EUS 类、止血类、活检类及一次性内镜等）与南微医学相近，以此推算，2028 年南微医学可及的全球内镜诊疗器械潜在市场将接近 100 亿美元。

从竞争格局看，全球内镜诊疗器械市场目前仍以国际龙头为主导。据弗若斯特沙利文数据，波士顿科学、奥林巴斯及库克三者合计占据约 83% 的市场份额。以波士顿科学 2025 年内窥镜业务 29.2 亿美元的收入测算，其全球份额达 36.5%。相比之下，南微医学 2025 年收入约为 32 亿元人民币，以此粗略估算南微医学 2025 年在全球内窥镜市场的份额仅约 6%（按 1 美元=6.8 元人民币测算）。这意味着在广阔的海外市场，公司仍拥有较大的增长空间和份额提升潜力。

国际化战略核心优势：深度本土化与研产销闭环

南微医学在海外的突破并非依赖简单的贸易出口，而是建立在深度的本土化运营之上。通过多年深耕，公司已在海外构建起成熟的全球营销网络和直销体系，拥有超 400 人的本土化团队。这种贴近临床一线的布局使公司能敏锐洞察临床痛点，不仅增强了客户粘性，还能第一时间捕捉临床痛点反馈至研发中心及时对产品进行调整优化，形成“临床需求-产品迭代”闭环，从而提升海外市场对于公司产品的认可度，推动海外收入增长。例如，Sureclip 进入美国后，针对当地医生在侧视镜下顺畅使用的诉求，公司迅速完成产品升级并于 2019 年推向市场。目前，公司已在美国、德国、英国、法国、荷兰、日本、葡萄牙和瑞士设立全资子公司开展直销。2021 年至 2025 年上半年，公司直销收入占比已从 13% 快速攀升至 32%，渠道掌控力显著增强。

图 12: 南微医学主要海外子公司设立情况梳理

时间	区域和子公司设立情况	主要目的
2007	在德国成立联营公司 MTE (Micro-Tech Europe GmbH, 持股 20%)	调动欧洲合作伙伴的积极性，在德国区域负责直销，在欧洲其他地区承担平台经销商职责
2015	美国子公司 MTU	进军美国市场
2018	全资收购 MTE	确立其为欧洲总部，以德国为中心辐射欧洲其他国家
2023	收购葡萄牙和瑞士两家渠道公司	拓展直销渠道
2025	完成收购 CME (Creo Medical S.L.U.) 51% 股权	CME 在主要欧洲国家拥有完整的销售渠道，可提升在欧洲地区的产品销售能力，加速海外扩张

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

全球供应链与合规壁垒：泰国基地投产在即，知识产权护航长远发展

为了支撑国际化战略的深入实施，南微医学在供应链韧性和合规方面也构建了坚实的护城河。为应对地缘政治风险和关税波动，公司在泰国投资建设了生产基地，已于 2026 年初正式投产。泰国工厂将作为支撑国内、国际“双循环”的重要制造中心，初期主要供应美国市场，随后拓展至欧洲及东南亚市场。我们认为，这有望帮助公司规避贸易壁

垒，使公司能够更灵活地应对宏观环境波动等可能带来的潜在不利影响，保障全球交付韧性。

2021年，南微医学与波士顿科学就止血夹产品的专利诉讼达成和解，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。南微医学在2022-2026年需每年向波士顿科学支付240万美元/年（约合1,545万元人民币/年）的专利许可费。值得注意的是，该诉讼涉及的EP1328199B1号专利（THROUGH THE SCOPE ENDOSCOPIC HEMOSTATIC CLIPPING DEVICE，通过内镜的止血夹装置）、EP3023061B1号专利（ENDOSCOPIC DEVICE FOR CAUSING HEMOSTASIS，用于止血的内窥镜装置）、US9980725号专利（THROUGH THE SCOPE TENSION MEMBER RELEASE CLIP，通过范围拉紧元件释放夹）、US7094245号专利（DEVICE AND METHOD FOR THROUGH THE SCOPE ENDOSCOPIC HEMOSTATIC CLIPPING，内镜下止血夹闭装置及方法）和US8974371号专利（THROUGH THE SCOPE TENSION MEMBER RELEASE CLIP，通过范围拉紧元件释放夹）均已到期。这意味着公司已基本消化专利诉讼造成的财务影响，且随着历史涉诉核心专利陆续到期，相关禁售风险较此前已有所缓释。经历过与波士顿科学的专利诉讼洗礼，南微医学在知识产权保护领域构建了系统化、全流程的管理体系，并完善了全球IP检索与规避体系，强化上市前知识产权专项审查。截至2024年底，公司累计持有有效知识产权656项，其中包括国外发明专利72项。我们认为，持续完善的IP管理和规避体系将为南微医学在海外市场的长远发展保驾护航。

EMEA市场：持续拓展渠道布局

欧洲是南微医学最早布局的海外市场，也是近年来增长较快的区域。2021-2024年，EMEA区域的收入由3亿元增长至4.8亿元，年复合增长率达17%；2025年上半年，公司在EMEA区域（含CME）实现收入4.2亿元，同比增长89%，其中CME贡献收入约1.2亿元。剔除CME并表影响，2025年上半年，公司在EMEA区域的内生收入增速仍达33%。

公司通过“自建+并购”的双轮驱动模式，持续完善本地化营销网络。早在2007年，南微医学就与Daniel Kuhn在德国共同出资成立MTE，并在2017年完成全资收购，将其打造为欧洲总部，以德国为中心向周边市场辐射。其后，公司陆续在荷兰、英国和法国成立全资子公司，持续推进重点国家的直销布局。2023年公司通过收购葡萄牙和瑞士两家渠道公司，进一步拓展在欧洲的直销渠道。2024年，公司收购英国上市公司Creo Medical旗下的欧洲渠道公司CME 51%的股权，并于2025年初完成交割。CME是西欧地区消化和泌尿领域的重要经销商之一，覆盖法国、英国、比利时、西班牙、德国、意大利、卢森堡等多个国家。我们认为，此次并购不仅直接增厚了公司营收，更重要的是帮助公司获得了CME在西欧多个国家数千家医院的成熟渠道资源。从行业环境看，欧洲市场虽然区域分散，但欧盟MDR实施后，行业合规门槛显著提高。对于中小厂商而言，持续合规经营难度加大；而对于已具备较完善质量管理体系、产品注册储备和本地服务能力企业，反而有望带来份额提升的机会。截至2024年底，公司已有85个产品获得欧盟CE认证。通过整合CME及其他欧洲子公司的业务资源，公司正在推进欧洲营销一体化建设，从单纯的渠道销售转向更注重学术推广和医工结合的“临床驱动”模式。这有望进一步提升现有产品的渗透率，并推动海绵支架、可视化产品等创新品类在欧洲市场放量。

美国市场：以差异化路径切入，从 ASC 逐步向医院端拓展

美国是全球最大的单一医疗器械市场，也是南微医学海外布局的重点区域之一。公司于 2015 年设立美国子公司 MTU，并逐步建立以直销为主的本地化经营体系。尽管美国市场长期由波士顿科学等龙头厂商主导，竞争壁垒较高，但公司凭借产品力、性价比和本地化运营能力，近年来在美洲市场保持较快增长。2021-2024 年，公司的美洲收入由 3.4 亿元增长至 5.8 亿元，年复合增长率约为 20%。2025 年前三季度，公司在美洲市场实现收入 5.1 亿元，同比增长约 20%。

在进入美国市场初期，公司采取了差异化的竞争策略。考虑到大型医院采购体系较为成熟，头部厂商通过长期协议和组合销售占据较强优势，公司优先切入价格敏感度相对更高、决策链条更短的门诊手术中心（ASC）。ASC 主要开展息肉切除等日间手术，对产品性价比、配送效率和临床使用便利性更为关注。凭借 SureClip 等产品在性能和价格上的综合优势，公司在 ASC 市场逐步建立起客户基础和品牌认知。近年来，公司正由 ASC 逐步向更高壁垒的医院端拓展。一方面，随着产品矩阵持续丰富，公司能够以差异化单品如二代套扎器等作为切入口，逐步带动常规耗材入院；另一方面，随着品牌认可度提升和本地团队成熟，公司在医院终端的学术推广和临床覆盖能力也在持续增强。截至 2024 年底，公司已有 69 个产品获得美国 FDA 认证，为后续产品导入提供了较好的注册基础。针对一次性胆道镜等创新产品，公司亦在通过临床试用、医生反馈优化和重点客户教育等方式稳步推进市场开拓。

在运营层面，公司坚持本地化组织建设，美国子公司由具备行业经验的本土团队负责管理。同时，为应对地缘政治和潜在关税扰动，公司已在泰国布局生产基地，旨在构建“国内+海外”双循环的供应链体系。随着泰国工厂的投产，公司在美洲市场的交付稳定性和供应链韧性有望进一步提升，从而为中长期拓展提供支撑。

亚太及新兴市场：因地制宜突破高壁垒市场，打造区域增长新极。

除欧美市场外，亚太及其他新兴市场也是南微医学海外业务的重要增长来源。2021-2024 年，公司亚太区域的海外收入由 8,000 万元增长至 2.85 亿元，年复合增长率超 50%。2025 年上半年，公司在亚太海外市场实现收入 1.3 亿元，同比增长 10%。在亚太新兴市场，公司灵活调整竞争策略，利用高性价比优势快速抢占市场份额。而在以封闭和高要求著称的日本市场，公司通过设立全资子公司，并与当地经销商深度合作十余年，凭借过硬的产品质量获得了日本临床医生的认可。截至 2025 年第一季度，公司的一次性胆道镜在日本超 100 家医院完成装机。

第二增长曲线：可视化产品有望为公司打开新的成长空间

医用内窥镜是一种成像器械，通常经自然腔道或微创手术的小切口进入人体，帮助医生进行疾病的观测、病理活检，亦可用于辅助介入手术或植入治疗性器械。按使用次数划分，内窥镜可分为复用型（可重复使用）与一次性内窥镜。长期以来，复用型内窥镜一直是临床的标准设备，这主要是由于一次性内窥镜在实现低成本制造的同时需兼顾高图像质量，在过去存在较高的技术壁垒。据统计，2022年复用型内窥镜在非血管介入手术中的渗透率超过98%。

图 13: 内窥镜的分类

分类方法	内窥镜细分品类	特点
按使用次数	可重复使用内窥镜	可重复使用，使用寿命长（耗材部件可使用1-2年）； 需长期维护，且需在每次使用前进行清洗、消毒； 可集成高性能技术（如4K及3D成像），分辨率范围较广，由标准分辨率（704x240像素尺寸）至高清及超高清不等。对一次性内镜而言，这种集成在经济上或不可行； 影像模组为电子及视觉； 环管器晶片为CMOS及CCD； 医疗机构购置成本较高。
	一次性内窥镜	单次诊疗、单次使用，一般无需维护； 在包装前由生产厂商进行消毒，采购后可随时使用； 适用于交叉污染风险高的临床科室，如消化内科、泌尿科、妇科及呼吸科； 大部分为标准分辨率（704x240像素尺寸）； 影像模组大部分为电子； 传感器晶片大部分为CMOS； 医疗机构采购成本较低。
按产品结构	硬性医用内窥镜	插入部由硬金属材料制成，操作中一般不能弯曲； 通过自然腔道或手术进入人体进行诊断或治疗； 典型使用如腹腔镜、宫腔镜和关节镜。
	软性医用内窥镜	插入部由柔软可弯曲的高强度材料制成； 通过人体自然腔道进入，多用于观察和诊断； 典型使用如胃肠镜、胆道镜、支气管镜。

资料来源：弗若斯特沙利文，新光维招股书，招银国际环球市场

行业逻辑：为什么是一次性内镜？

复用型内窥镜的耐用性损耗、交叉感染风险及成本效益，一直是临床痛点。近年来，美国FDA多次发布安全警告，呼吁行业从复用型向一次性内窥镜过渡，尤其是针对十二指肠镜、泌尿内窥镜等交叉感染风险较高的品类。例如，FDA曾对奥林巴斯、宾得、富士开展了“522十二指肠镜再处理后污染率”的上市后监督研究。2018年的中期结果显示，高达3%的十二指肠镜在严格的清洗消毒后，仍检出低关注度微生物，证明洗消失败；另有3%检出大肠杆菌、铜绿假单胞菌等与疾病传播直接相关的高度关注细菌。随后，FDA发布安全通讯（FDA Safety Communication），明确建议医疗机构优先使用一次性端盖或全一次性十二指肠镜。Ambu的数据显示，在ERCP（经内镜逆行性胰胆管造影术）手术中，使用一次性内窥镜可降低约60%的感染风险。

一次性内镜曾受限于成本，仅能搭载低端传感器，图像质量较低。但近年来，CMOS传感器与微型光学技术的飞速迭代，实现了成本的极度压缩与性能的跨越式提升，促使内镜架构从传统的“光学纤维传导”向数字化的“头端芯片（Chip-on-Tip）”技术范式转移。这一变革摒弃了昂贵且易损的玻璃透镜组与光导纤维，改用数字信号传输，在大幅降低物料成本的同时，通过底层图像算法弥补了硬件光学的物理短板，解决了传统复用镜“维修贵、极易损”的结构痛点。在性能维度，虽然目前一次性内镜在色彩还原度、分辨率（如4K）上与顶配复用镜仍有客观差距，但这并未阻碍其商业化进程。我们认

为，其核心逻辑在于满足临床充足性。在胆道碎石、异物取出等介入治疗场景中，临床的核心诉求是异物直视与器械操作的实时反馈，而非病理级的微观筛查诊断。因此，一次性内镜并非要全方位颠覆复用镜在早癌筛查、微小肿瘤病灶切除等精密诊疗领域中的主导地位，而是以“够用的性能+低交叉感染风险+极简维护”的优势，在消化内科、泌尿科、呼吸科等高感染风险科室实现部分诊疗场景的替代。

多项研究表明，由于无需消毒且维护成本低，一次性使用内窥镜较可重复使用内窥镜更具成本效率。成本方面，《Anaesthesia》期刊发表的一项研究指出，一家每年做约 1,000 例手术的大型医院，使用复用软性支气管镜的单次成本高达 511 英镑，包括 116 英镑的设备摊销支出+93 英镑的维修成本+40 英镑的消毒维护成本+2.8%的交叉感染率及后续平均治疗成本约 9,454 英镑。而一次性支气管镜的成本仅为 220 英镑（[链接](#)）。据弗若斯特沙利文统计测算，一次性内窥镜单次使用成本约为 240-2,000 美元，其中位数低于复用镜。此外，随着 CMOS 成像模组等核心部件的技术进步与规模化效应，一次性内窥镜的制造成本仍有进一步的下降空间，其经济学优势将愈发凸显。效率方面，Ambu 在电话会上曾提及，平均清洗消毒一根复用内窥镜需要耗时 1 小时 16 分钟，而由于省去了清洗消毒环节，使用一次性膀胱镜可以减少 80% 的医护人员操作时间，相比复用型，手术量增加了 50%。同时，对于美国市场而言，一次性内窥镜不需要洗消间，非常适合空间有限、周转快的门诊环境，也顺应了医疗服务向门诊或日间手术中心下沉的大趋势。

图 14: 可重复使用内窥镜和一次性内窥镜单次使用成本对比

	一次性内窥镜	可重复使用内窥镜
前期投入成本（设备采购）	23-180 美元/次	112-910 美元/次
耗材成本	205-1,620 美元/次	48-390 美元/次
消毒维护成本	15-200 美元/次	60-520 美元/每次
感染治疗成本	0（假设使用一次性产品不会发生交叉感染）	120-1,040 美元（假设感染率为 1.2%）
合计	240-2,000 美元	400-2,600 美元

资料来源：新光维招股书，弗若斯特沙利文，招银国际环球市场

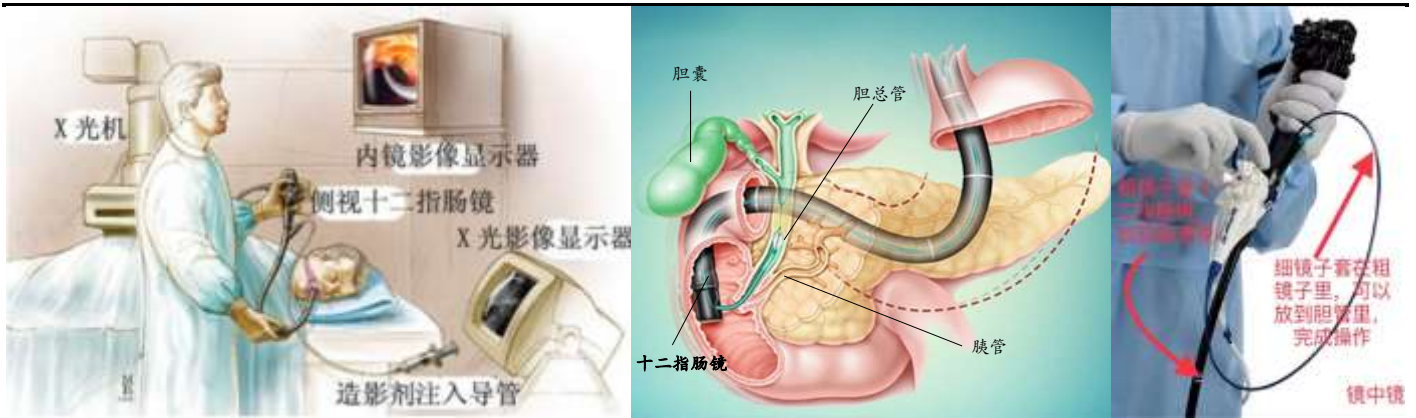
尽管传统复用内窥镜厂商在光学成像与精密制造领域拥有深厚的历史积淀，但在向一次性内窥镜赛道切换的过程中，却面临着从底层技术架构到商业模式的结构性错位。复用镜的研发制造本质是“做加法”光学仪器工业，追求极致性能和延长寿命，发展方向主要为图像质量的提高和多功能集成。而一次性内窥镜的工程核心在于“做减法”，即在成本约束下实现性能最大化。这要求厂商必须在成本限制下，寻找能够模拟复用镜机械性能的替代材料，并拥有 CMOS 等零部件的大规模采购与管理能力。因此，我们认为，一次性内窥镜的新兴厂商在材料科学领域的积累将会是他们的重要护城河，即通过多年的研发积累和生产供应链的开发以获得具有成本效益的原材料，在低成本基础上实现临床所需的推力、拉力、柔韧性及扭矩响应。此外，一次性内窥镜的成像质量提升不再依赖昂贵的光学模组，而是借助影像处理算法，如噪点过滤、增强对比、异常组织识别等，从而实现了画质的越级表现。这类算法也需要多年的研发数据积累和算法迭代。因此，我们认为，一次性内镜市场并非复用镜技术的简单降级，而是一个在材料科学、图像算法及供应链管理上具有独立逻辑的全新赛道。传统巨头在材料和影像处理算法的积累以及低成本制造基因上的缺失，构成了其进入该市场的隐形门槛，为公司一次性内镜领域的发展带来机遇。

核心单品：eyeMax 胆道镜

ERCP（经内镜逆行性胰胆管造影术），是一种结合内镜与 X 光成像的胆胰微创手术，通过口腔将十二指肠镜（母镜）送至十二指肠降部，直接观察十二指肠乳头及开口。十

十二指肠乳头为胆管、胰管在十二指肠的开口，也就是胆汁和胰液的排出口，经此插入导管注入造影剂，可在 X 光透视下观察胰管、胆管显影并摄片。在此基础上，还可进行括约肌切开、取石、置管引流、支架置入等介入治疗操作。ERCP 属于四级内镜操作技术，是内镜操作中最困难且风险最高的技术之一，可用于治疗各类胆胰疾病，如胆道结石、胆道狭窄、急性胆源性胰腺炎、胆胰肿瘤、梗阻性黄疸、胆道手术后胆漏等。因为 ERCP 经自然腔道处理胆胰疾病，不破坏正常的生理解剖结构，具有创伤小、手术时间短、并缩短住院时间等优势，作为胆胰疾病的重要微创诊治技术，在世界范围内得到广泛应用。近年来，欧美国家已逐步将常规 ERCP 纳入日间手术管理，患者约 24 小时即可完成住院、手术操作、术后观察、康复出院等相关流程。

图 15: ERCP 手术以及胆道镜使用示意图



资料来源：普东医疗，丁香园，天津市第三中心医院，招银国际环球市场

据南方医科大学南方医院消化内科，ERCP 也存在一些痛点，包括 1) 依赖 X 光透视，医患均面临辐射风险；2) 只提供二维造影影像，无法直接观察胆道粘膜，医生只能根据管腔形状变化，如占位、狭窄、扩张或走行异常等情况来判断病情。在确定病变胆管位置、准确进入目标单管以及一些复杂治疗方面存在困难，如处理巨大胆管结石、判断胰腺导管内乳头状黏液瘤（IPMN）的病变部位等。

胆道镜作为实现胆道“直视化”诊疗的核心器械，可直视下观察胆道内部情况，有效提升胆胰管疾病诊疗的精准度。其技术路径涵盖经 T 管、术中探查、经皮经肝及经口直接胆道镜等多种术式。其中，经口直接胆道镜（Direct Peroral Cholangioscopy, DPOC）因其无创性和操作便捷性成为当前临床关注的焦点。DPOC 主要分为两大流派：

1. 基于内镜的 DPOC：主要包括传统的“子母镜”。尽管子母镜图像清晰，但因需双人操作、易损且维护成本高昂，已逐渐退出临床主流。
2. 基于导管的 DPOC：为克服上述局限，基于导管的一次性胆道镜系统应运而生，成为目前的技术主流，实现了单人操作下的 ERCP 直视诊疗，是胆胰管疾病治疗的突破性进展。

波士顿科学的 SpyGlass 系统是全球首款经导管胆道子镜直视系统，由成像控制器（主机）和一次性胰胆成像导管组成。2007 年，SpyGlass 胆道子镜光纤直视系统获得 FDA 批准，并于 2013 年引入国内市场。其核心优势在于确立了单人操作标准，极大简化了手术流程。2015 年，数字成像的 SpyGlass DS System 获得 FDA 批准，采用 CMOS 芯片，极大的提升了图像清晰度，并在 2017 年获得中国 NMPA 批准。随后第二代 SpyGlass DS II System 在 2019 年和 2022 年相继获得美国 FDA 和中国 NMPA 批准。SpyGlass 系统是目前国内应用最为广泛的胆道直视系统之一。据波士顿科学，

SpyGlass 解决了传统 ERCP “看不见、取不准”的痛点，在针对不明原因胆道狭窄的研究中，SpyGlass DS II 实现了 98.6% 的病变可视化率，这意味着绝大多数过去只能靠造影“猜”的病灶，现在医生可以直接“看”到。诊断方面，在随机临床试验（RCT）中，传统 ERCP 引导的细胞刷检敏感性仅为 21.4%，而 SpyGlass 引导下的直视活检将敏感性显著提升至 68.2% ($p < 0.01$)，对与恶性肿瘤诊断的敏感性和特异性分别达到了 86% 和 100%。

南微医学的 eyeMax 系统则是国产胆胰管子镜的领军产品，于 2021 年获得中国 NMPA 批准，是首个获批的国产一次性胆道镜。2023 年，eyeMax 陆续获得美国 FDA、欧盟 CE、日本等国家和地区的注册证。该系统具备 16 万像素高清画质及 120° 广角视野，并配合超滑涂层设计，有效提升了临床诊断的准确性与操作的顺应性。一项前瞻性研究 (Takeshi Ogura, et al, *J Gastroenterol Hepatol*, 2025) 比较了 eyeMax (前瞻性) 和 SpyGlass DS II (历史对照组) 诊断不确定胆道疾病 (即 CT/MRI 或常规 ERCP 刷检都无法确诊的患者) 的准确率。结果表明，1) 活检效率：为了达到 MOSE 阳性 (即取到临床医生满意的组织)，eyeMax 组 92% 的患者仅需 1 次活检就能取到满意组织，而 SpyGlass 只有 61.7% 的患者能 1 次成功，近 40% 的患者需要 2 次甚至 3 次反复钳夹。eyeMax 组所需活检次数显著少于 SpyGlass 组 ($p = 0.001$)。2) 视觉诊断准确率，即在直视下判断良恶性：eyeMax 组的敏感性为 91.3%，准确率 96.0%；而 SpyGlass 组的敏感性 66.7%，准确率 80.9%。eyeMax 组的最终确诊率达 93.5%，略高于 SpyGlass 组的 89.3%。尽管 SpyGlass 组表现较差可能与该组较难判断的隆起型病变较多有关，但 eyeMax 的成像质量已被验证，能提供极高的诊断信心。3) 安全性：两组的不良事件 (胰腺炎、胆管炎、出血) 发生率相似。此外，由于 eyeMax 具有 2.0mm 的粗钳道，可容纳开口宽度达 4.5mm 的大活检钳；而 SpyGlass 即使配合 SpyBite MAX，开口也略小 (1.0mm 钳道和 4.2mm 开口宽度)。因此，eyeMax 组取出的平均组织面积为 2.96 mm²，略大于 SpyGlass 组的 1.80 mm² ($p = 0.3718$)。我们认为，在不明原因胆道狭窄的诊断上，国产 eyeMax 凭借“大通道+大活检”的物理优势，在活检效率和单次取样质量上已经具备了与 SpyGlass DS II 竞争的实力，在价格方面也具备极强的竞争优势。因此，对于追求高效确诊的内镜医生来说，eyeMax 是一个极具竞争力的选择。

图 16: 一次性胆道镜参数对比

	SpyGlass DS II (波士顿科学)	eyeMax (南微医学)	一次性使用胆胰管成像导管 (莱恩瑟特)	一次性使用胆胰管成像导管 (唯德康)
成像导管直径	10.5F-10.8F (3.5-3.6 mm)	9F (3 mm) 11F (3.7 mm)	2.6 mm 3.5 mm	2.5mm 4.8 mm 5.2 mm
器械通道直径	1.2 mm	≥ 1.2 mm ≥ 2.0 mm	1.2 mm 1.4 mm 2.0 mm	1.2 mm 2.2 mm
工作长度	2140 mm	2200 mm	2140 mm	-
视野角度	120°	120°	-	120°
配套手术耗材	取石网篮、活检钳、激光光纤 (用于碎石)、圈套器等	取石网篮、胰胆组织取样钳等	-	取石网篮、活检钳等
中标价格	200-300 万元 (设备)	10-30 万元 (设备) 6,798 元 (耗材)	5,000 元 (耗材)	19 万元 (设备) 6,900 元 (耗材)

资料来源：波士顿科学、南微医学、莱恩瑟特、唯德康，中国政府采购网，招银国际环球市场

图 17: 中国主要已获批一次性内科胆道镜

公司	产品名称	国内获批时间	国内注册证号
波士顿科学	一次性使用胆胰管成像导管 SpyScope DS Access and Delivery Catheter (分第一代 DS 和第二代 DS II)	2017 和 2022 (2015 和 2019 年 FDA 获批)	国械注进 20173220265
南微医学	一次性使用成像导管 (原用名: 一次性胰胆成像导管)	2021.11.11	苏械注准 20212061554
	一次性使用胰胆成像导管	2025.8.22	苏械注准 20252061660
莱恩瑟特	一次性使用成像导管 (原用名: 一次性使用胆胰管内窥镜导管)	2021.12.3	浙械注准 20212060560
新光维	一次性使用胰胆成像导管	2022.2.15	苏械注准 20222060730
图云医疗	一次性使用成像导管 (原用名: 一次性使用胆胰管成像导管)	2022.9.14	苏械注准 20222061739
唯德康医疗	一次性使用胆胰管成像导管	2022.11.4	湘械注准 20222062022
	一次性使用胆胰管成像导管	2023.12.14	湘械注准 20232061188
微创优通	一次性使用胆胰管成像导管	2023.3.21	浙械注准 20232061141
鑫海合星	一次性使用胰胆成像导管	2023.8.2	辽械注准 20232060067
宏济医疗	一次性使用胆胰管成像导管	2023.10.25	湘械注准 20232061030
视介光电	一次性使用胆胰管成像导管	2024.4.16	沪械注准 20242060118
桐庐医疗	一次性使用胆胰管成像导管	2024.4.21	浙械注准 20242061342
英术生命科技	一次性使用胆胰管成像导管	2024.4.24	湘械注准 20242060307
易镜医疗	一次性使用胆胰管成像导管	2024.11.1	苏械注准 20242062103
朗信医疗	一次性使用成像导管 (原用名: 一次性胰胆成像导管)	2024.5.27	苏械注准 20242061175
医高医疗	一次性使用胆胰管成像导管	2025.4.1	浙械注准 20252061235

资料来源：南微医学年报，国家药监局，招银国际环球市场

注：按产品名称“一次性使用胰胆成像导管”、“一次性使用胆胰管成像导管”检索

由于经口胆道镜（内科胆道镜）必须穿过十二指肠镜（母镜）极其狭窄的工作通道，因此必须经历食管、胃、十二指肠的多次极限弯曲，且在极细的镜身内，需集成图像传感器、光纤、水气通道、器械通道，还需满足较高的操控性要求，因此研发壁垒较高。但自 2022 年，也陆续有多款产品获批，竞争有所加剧。

LCBDE（腹腔镜胆总管探查术）和 PTCS（经皮经肝胆道镜取石术）是肝胆外科的成熟手术。外科胆道镜（经皮胆道镜）是通过小切口插入，路径相对笔直，口径相对宽裕。因此对镜身的粗细、集成度以及操控性的要求较内科胆道镜更低。南微医学将一次性内科胆道镜技术“改短”应用外科，切中了外科医生对“高像素、免消毒、即拿即用”的需求，有效替代了昂贵的传统复用软镜。2023 年，南微医学的一次性外科胆道镜获得 NMPA 医疗器械注册证。此外，公司的一次性支气管镜也于 2022 年获批上市。

由于结构相对简单，技术门槛相对较低，因此一次性外科胆道镜的竞争比一次性内科胆道镜更激烈。通过检索国家药监局公布的医疗器械注册证（含“一次性使用电子胆道成像导管”、“一次性使用成像导管”、“一次性使用电子胆道内窥镜导管”、“一次性胆道成像导管”），截至 2026 年 2 月 12 日，国内已有 25 款国产外科胆道镜获批上市。尽管一次性外科胆道镜市场可能因竞争引发价格战，但我们认为，南微医学通过外科镜可大幅提升上游核心元器件（如 CMOS 图像传感器）的采购量级，通过规模效应摊薄了单位采购成本，从而为内科胆道镜提供更大的成本优势与定价灵活性。此外，南微医学拓展一次性外科胆道镜，实现了内外科双轨并行，通过内科胆道镜攻占高端临床高地，利用外科胆道镜扩大规模效应，两者互为支撑，构建起“技术+成本+品牌”的综合竞争壁垒。

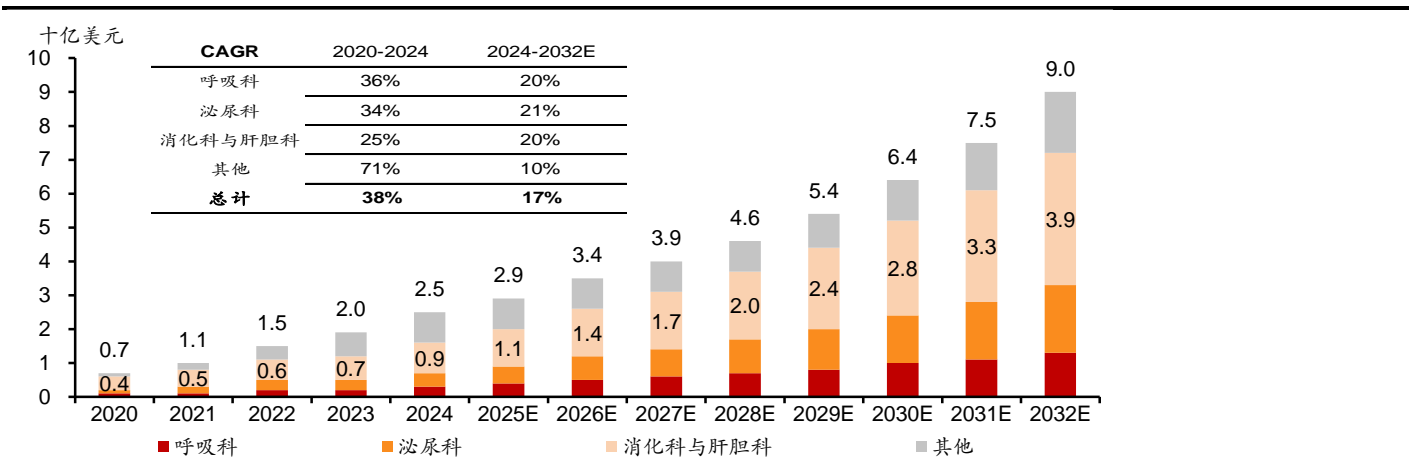
据南微医学年报，2022年南微医学的一次性内镜业务实现收入1.9亿元，一次性胆道镜产品实现装机超100家医院，但存在一定的渠道铺货和库存压力。尽管由于医疗反腐和设备招标采购放缓，叠加国内医生操作基础薄弱，导致中国临床终端起量缓慢，但海外市场快速增长。2025年上半年可视化产品的海外收入（含一次性内科胆道镜）同比增长88%，第三季度可视化产品（含一次性内科胆道镜）海外收入同比增长超40%。在国内市场，面对库存压力，公司展现了强大的纠错与执行能力。2024年，公司组织各类学术活动约700场，其中包括近250场自有品牌培训、66场动物实验训练营，覆盖医院近1,000家，培训基层内镜医生约1,500人。通过科室培训，公司推动操作门槛较高的ERCP直视技术的应用，为中国市场的增长奠定基础。截至2025年一季度末，公司可视化产品已在国内装机超1,000家医院。我们预计，公司的一次性胆道镜的国内库存已在2025年基本消化完成，且随着院内招标活动的复苏，公司一次性内镜国内业务有望在2026年重回良性增长轨道。而南微医学在过去数年基于学术推广构建起的临床使用粘性，将构筑起公司在一次性胆道镜领域的重要护城河。

此外，我们认为南微医学作为内镜耗材的龙头企业，切入一次性内镜赛道，其核心竞争力还在于极高的渠道复用与科室协同效应。一次性内镜的商业化痛点往往在于进院与医生教育，而这恰是南微医学的优势所在。公司在传统的内镜诊疗耗材领域已深耕多年，其核心客户群体消化内科、肝胆科医生，与一次性胆道镜的使用者高度重叠。这意味着，南微医学无需重新搭建销售网络并进行品牌宣传。同时，胆道镜的入院也会带动公司ERCP相关耗材的销量增长，比如活检钳、取石网篮、取石球囊等，从而形成“主机+一次性内镜+配套耗材”的闭环生态，通过内部研发系统提升各产品之间的适应性，增强客户粘性。

市场规模：全球一次性内窥镜市场有望达到近百亿美元

据灼识咨询，全球一次性内窥镜市场由2020年的7亿美元增长至2024年的25亿美元，年复合增长率达到37.8%。预计到2032年，全球一次性内窥镜市场将增长至90亿美元，2024年至2032年的年复合增长率达到17.2%，其中消化科与肝胆科一次性内窥镜市场预计将以19.7%的年复合增长率增长至39亿美元。

图 18: 全球一次性内窥镜市场规模

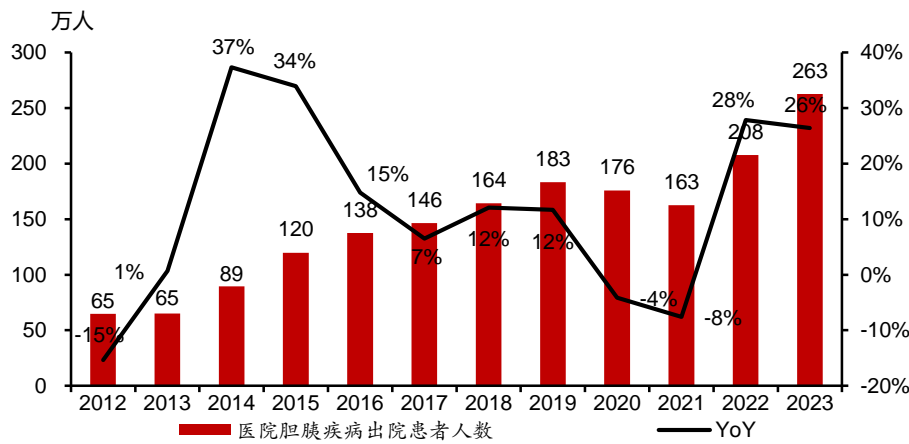


资料来源：灼识咨询，招银国际环球市场

聚焦中国一次性胆道镜市场，即南微医学可视化核心产品所处赛道，中国胆胰疾病患者群体庞大，但ERCP手术渗透率仍处于较低水平。根据国家卫健委的统计数据，2012年中国胆胰疾病（胆石病、胆囊炎及胰腺炎）的出院患者人数为64.7万，2023年增长至262.7万人，年复合增长率达13.6%，胆胰管疾病治疗需求持续提升。然而，受限于

ERCP 技术的高门槛以及合格术者、开展医院的短缺，中国实际完成的手术量并未完全匹配患者需求的增长，ERCP 手术的渗透率远低于发达国家。据《中消化内镜技术发展现状》和《中国外科 ERCP 医师培训专家共识意见（2022 版）》，2012 年全国 ERCP 手术共开展 19.56 万例，而随着 ERCP 手术技术逐步下沉至县级医院，目前全国每年开展的 ERCP 手术量已增长至约 30 万例。以 14 亿人口测算，中国 ERCP 手术的渗透率仅约 21 例/10 万人；而美国年 ERCP 手术量达到约 50-60 万例，以 3.4 亿人口测算，ERCP 手术的渗透率达到约 147-176 例/10 万人，约为中国的 7-8 倍。据《中国外科 ERCP 医师培训专家共识意见（2022 版）》，目前中国 ERCP 手术的年需求量为 80-100 万例，因此，中国 ERCP 手术量仍有巨大增长空间。随着内镜医师培训体系的完善及基层医疗能力的提升，ERCP 市场将有望稳健增长。

图 19: 中国胆胰疾病出院患者人数



资料来源：国家卫健委，招银国际环球市场

目前，中国一次性胆道镜市场尚处于早期发展阶段，渗透率仍较低。据灼识咨询，在中国肝胆科，一次性胆道镜和胰管镜的渗透率仅为 5%，是一次性内镜使用渗透率最低的科室之一。因此，2024 年中国一次性胆道镜市场规模仅为 8,760 万元，仍有巨大增长空间。波士顿科学和南微医学主导中国一次性胆道镜市场，合计市场份额达近 70%。我们认为，中国 ERCP 手术以及术者培训均长期以 X 光下胆胰管造影获取间接影像为主，一次性胆道镜直视系统尚未普及。因此，一次性胆道镜的入院及销售放量仍需依靠大量的学术推广和医生培训。相比新兴厂家，南微医学通过多年在内镜耗材领域的深耕，拥有广泛的医院资源和强大的学术推广实力；而相较波士顿科学，南微医学的一次性内科胆道镜拥有工作通道更大、管径更小等差异化以及性价比优势。因此，我们认为南微医学有望持续巩固自己的领先优势，并持续提升市场份额。

图 20: 2024 年中国一次性胆道镜市场份额（按销售额）

排名	公司	按销售额计算的市场份额
1	波士顿科学	45.7%
2	南微医学	24.0%
3	公司 Z	9.7%
4	麦科田	7.5%
5	公司 AA	6.8%

资料来源：灼识咨询，麦科田招股书，招银国际环球市场

注：销售额根据出厂价计算。公司 Z 是一家成立于 21 世纪初的私人公司，总部位于杭州，主要从事胃肠内窥镜、微创介入设备及成像系统。公司 AA 是一家成立于 21 世纪 10 年代的私人公司，总部位于嘉兴，是一家上市公司的附属公司，主要从事非血管介入医疗器械（主要集中在胃肠道干预、泌尿科及妇科以及呼吸介入）的研发、生产及销售。

灼识咨询预计，到 2030 年，中国一次性胆道镜市场规模有望增长至 4.7 亿元，全球一次性胆道镜市场规模将达到 9.4 亿美元，2024 年至 2030 年的年复合增长率分别为 32.3% 和 14.5%。我们保守测算，中国 ERCP 手术量将以 5% 的年复合增长率稳步增长。至 2030 年，中国 ERCP 手术量将超 38 万例。若一次性胆道镜在 ERCP 手术中的渗透率可提升至 20%，按一次性使用胆胰管成像导管 5,000 元/根测算，中国一次性胆道镜耗材的市场空间将增长至 3.8 亿元。若乐观假设，至 2030 年，中国 ERCP 手术量可满足实际需求，即达 90 万例，且一次性胆道镜在 ERCP 手术中的渗透率达 25%，按一次性使用胆胰管成像导管 5,000 元/根测算，中国一次性胆道镜耗材的市场空间将增长至 11.3 亿元。

我们认为，一次性胆道镜市场的增长潜力正在快速释放，其核心驱动力源自对交叉感染的重视以及卫生经济学的拐点。胆道镜结构复杂，极难彻底清洗消毒，存在交叉感染的高风险。而一次性胆道镜是无菌包装，可极大地降低交叉感染风险。此外，复用型胆道镜在清洗、消毒和使用过程中极易损坏，而一次性胆道镜用完即扔，消除了“维修”这个无底洞。对于医院来说，虽然单次耗材比较贵，但省下了巨额的设备购置费和维修费。且随着人力成本与洗消成本的上升，对于低频次使用场景或基层医院而言，一次性内镜的单次使用成本已逐渐低于复用式内镜的全生命周期成本，经济性拐点凸显。因此，一次性胆道镜渗透率有望快速提升，叠加 ERCP 手术量的增长，我们预计一次性胆道镜市场将保持快速增长。

图 21: 一次性内镜分类和渗透率

应用科室	描述	临床应用	渗透率
泌尿科	包括专为尿道内可视化及介入治疗而设计的一次性膀胱镜和输尿管镜	结石、狭窄； 肿瘤/血尿检查； 支架置入	~15%
呼吸科	涵盖用于气道检查及治疗的一次性支气管镜	重症监护室气道检查； 吸引/分泌物清除； 支气管肺泡清洗； 异物取出	~12%
肝胆科	主要指用于胆管可视化及治疗的一次性胆道镜和胰管镜	经内镜逆行胰胆管造影术辅助； 胆管结石； 狭窄； 靶向活检/治疗	~5%
妇科	包括用于宫腔评估及小型手术操作的一次性宫腔镜	异常子宫出血/子宫内膜评估； 息肉/粘连切除； 不孕症检查	~8%
耳鼻喉科	包括用于上呼吸道评估的一次性鼻咽镜和喉镜	鼻腔/喉部评估； 声带评估； 床边/门诊	~2%
胃肠科	涵盖用于上下消化道可视化的一次性胃镜和结肠镜	筛查； 出血/溃疡评估； 息肉检测/切除	~1%

资料来源：灼识咨询，明智科技招股书，招银国际环球市场

管线延展：聚焦消化科，升级迭代

面对广阔的一次性内镜赛道，南微医学展现了极强的战略定力。首先，在赛道选择上，公司坚持差异化战略。尽管泌尿镜、妇科用镜等是当前一次性内镜市场的主要品类，但一方面，公司在上述领域积累尚浅，若无法研发出差异化的产品，便极易陷入价格战的红海泥潭。且跨科室扩张意味着需要组建全新的销售团队并承担高昂的市场推广费用，这并不符合公司的经营理念。因此，南微医学选择深耕其具备深厚渠道优势的消化科领

域，这不仅能够充分复用现有的营销网络与专家资源，实现商业协同效应，更能避免陷入低维度的成本博弈，确立了以技术创新驱动价值增长的发展基调。

其次，在产品创新层面，公司预计将推出一款“超细胆道镜”，针对现有胆道镜外径仍偏粗的临床痛点，进一步缩小外径，实现无创或微创地直接进入十二指肠乳头，医生无需进行传统的乳头切开术，从而避免了破坏括约肌闭合功能，改善患者预后。此外，超细镜体可直接探入胆管或胰管，无需依赖造影剂即可成像，有望降低 ERCP 手术中常见的胰腺炎并发症风险。医疗技术正从微创向“超级微创”乃至“无创”发展，南微医学的研发思路正是紧跟这一大趋势，从单纯的耗材替代迈向了术式改良。此外，公司通过持续优化后期图像处理，提升图像质量，并积极配合临床医生开展 NOTES（经自然腔道内镜手术）、POEM 等跨器官创新术式，首创“阑尾镜”疗法，利用胆道镜清除粪石以保留阑尾，颠覆了传统阑尾切除手术的治疗范式。我们认为，这种围绕消化道核心场景，把业务做深、做透的策略，将筑牢公司的护城河。

图 22: 南微医学已获批一次性内镜

内镜类型	产品名称	国内获批时间	国内注册证号	海外获批区域
一次性内科胆道镜 (一次性 ERCP 胆道子镜)	一次性使用成像导管 (原用名: 一次性胰胆成像导管)	2021.11.11	苏械注准 20212061554	美国、欧盟、日本
一次性外科胆道镜		2023.5.23		美国、欧盟
一次性支气管镜	一次性使用支气管成像导管	2022.6.23	苏械注准 20222061376	美国、欧盟
一次性外科胆道镜	一次性使用成像导管	2024.9.26	苏械注准 20242061820	-
	一次性使用成像导管	2025.2.7	苏械注准 20252060196	-
一次性内科胆道镜	一次性使用胰胆成像导管	2025.8.22	苏械注准 20252061660	-

资料来源：南微医学年报，国家药监局，招银国际环球市场

注：南微医学的 21 年首次获批的一次性内科胆道镜和 23 年首次获批的外科胆道镜导管为同一注册证。2021 年 11 月 11 日，内科胆道镜导管以“一次性胰胆成像导管”获批，2023 年 5 月 23 日，变更产品名称、结构组成、适用范围以及产品技术要求，即外科胆道镜获批。

盈利预测

预计 2025-28 年收入复合增速 14.6%，归母净利润复合增速 13.6%

我们预计南微医学在 2025-2028E 年将继续保持稳健增长，2026E/2027E/2028E 的收入将分别达到 35.5/ 41.2/ 48.0 亿元，25-28E 年复合增长率达 14.6%。

内镜耗材业务：我们预计，随着广东省消化介入类耗材集采落地，以及潜在的其他省份的价格联动，2026 年部分产品如止血夹的收入增长仍将承压。但国内消化内镜手术量自然增长叠加早癌筛查渗透，EMR/ESD、ERCP 类产品有望延续良好增长趋势。同时，公司海外业务的强劲增长，以及一次性内科胆道镜（EyeMax）、三臂夹等创新产品在海内外的放量也将助力公司内镜耗材业务维持稳健增长。2027-2028 年，随着集采影响逐步消化，我们预计内镜耗材板块有望提速。整体而言，我们预计 26E/27E/28E 内镜耗材类产品收入将分别同比增长 12.0%/ 17.0%/ 17.0% 至 29.0/ 33.9/ 39.7 亿元。

肿瘤介入业务：2016 至 2023 年，公司微波消融针收入实现快速增长，年复合增长率达到 19%。2024 年起，多个省份如安徽省联盟、黑龙江 22 省联盟陆续启动微波消融电极（针、刀）集采，导致 2025 年该业务阶段性承压。我们预计，集采影响在 2026 年仍将持续，但有望边际减弱，收入同比将基本持平。随着集采影响出清，叠加公司积极推进新品研发和海外拓展，我们预计 2027-28 年肿瘤介入业务将逐步回暖，同比分别增长 8.0% 和 13.0%。整体而言，我们预计 26E/27E/28E 肿瘤介入类产品收入将达 1.9/ 2.1/ 2.4 亿元。

可视化业务：公司业绩披露口径的可视化业务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，而一次性 ERCP 胆道子镜（即一次性内科胆道镜）则归入内镜耗材类。我们预计可视化类产品（不含一次性内科胆道镜）将保持同比 13% 的稳健增长，26E/27E/28E 收入将分别达到 4,537/ 5,127/ 5,794 万元。

其他类业务：主要包括 CME 的收入。考虑到南微医学对 CME 的渠道整合尚未完成，CME 仍以销售原有产品为主，我们预计 2026 年其他类业务将保持稳健增长。随着整合完成，南微医学逐渐将自有产品导入 CME 渠道销售，我们预计 CME（即体现为其它类业务）的收入增速将稳中有升。我们预计，26E/27E/28E 其他类收入将分别达到 4.0/ 4.5/ 5.2 亿元。

图 23: 公司收入预测 (2023-2028E)

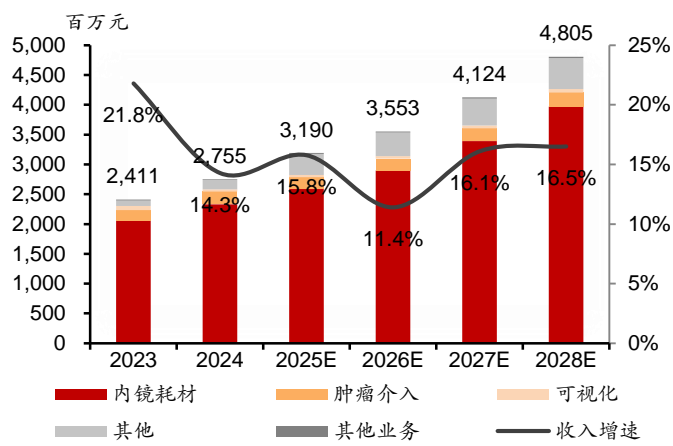
		2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
内镜耗材类	收入 (百万元)	2,051	2,328	2,589	2,899	3,392	3,969
	YoY		13.5%	11.2%	12.0%	17.0%	17.0%
肿瘤介入类	收入 (百万元)	183	218	194	194	210	237
	YoY		19.1%	-11.0%	0.0%	8.0%	13.0%
可视化类	收入 (百万元)	66	36	40	45	51	58
	YoY		-46.2%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
其他类	收入 (百万元)	95	160	351	397	452	520
	YoY		67.4%	120.0%	13.0%	14.0%	15.0%
其他业务	收入 (百万元)	16	14	16	17	19	21
	YoY		-10.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
总收入 (百万元)		2,411	2,755	3,190	3,553	4,124	4,805
YoY			21.8%	14.3%	15.8%	11.4%	16.5%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

注: 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; 一次性 ERCP 胆道子镜和镜下耗材归入内镜耗材类统计。

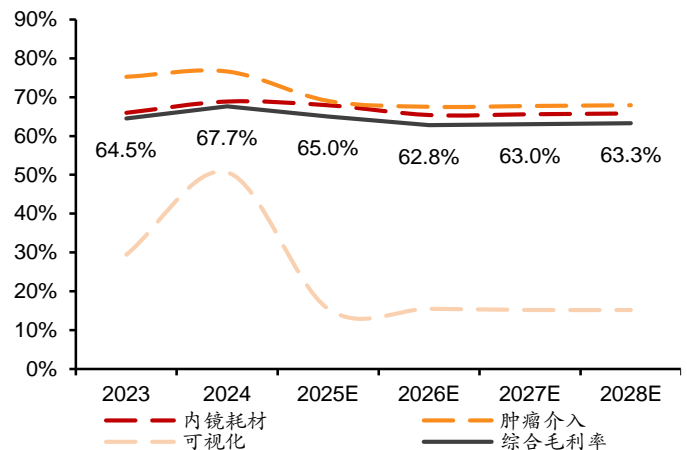
我们预计, 受止血夹、肿瘤消融针等品类省际联盟集采以及低毛利率的 CME 并表影响, 2026 年公司的综合毛利率将有所下滑。但随着集采出清, 高毛利的海外直销 (欧美市场) 收入占比持续攀升, 规模效应逐步释放, 叠加创新产品收入占比的提升, 公司综合毛利率有望回升。我们预计, 26E/27E/28E 的内镜耗材和肿瘤介入业务的毛利率将分别为 65.4%/ 65.6%/ 65.8% 和 67.5%/ 67.7%/ 67.9%。一次性外科胆道镜和支气管镜 (即财报披露口径的可视化业务) 因竞争较为激烈, 因此毛利率可能将保持较低水平。其他类业务以 CME 为主, 我们预计毛利率将维持稳定。整体而言, 我们预计公司 26E/27E/28E 的综合毛利率将分别为 62.8%/ 63.0%/ 63.3%。

图 24: 南微医学收入预测 (2023-2028E)



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

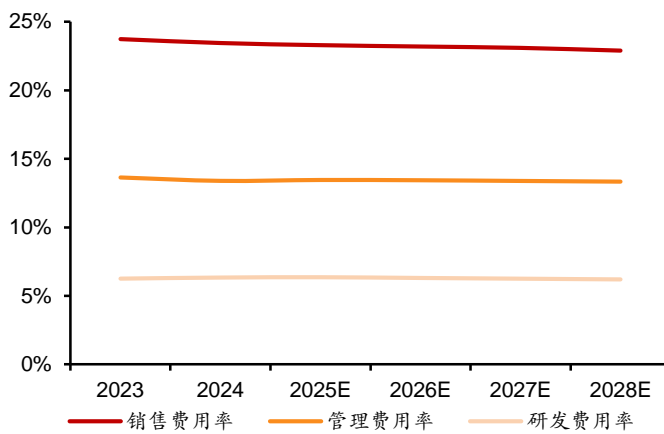
图 25: 南微医学毛利率预测



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

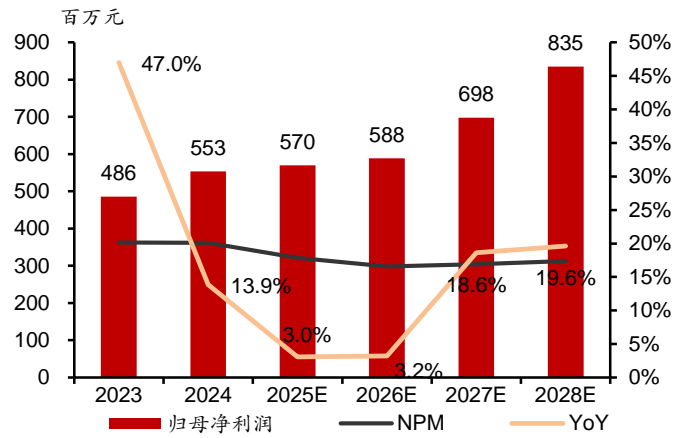
随着公司海外业务规模化效应逐渐显现, 国内业务稳健发展, 我们预计公司的销售、管理费用率将稳中有降。由于 2026 年公司的毛利率将受到集采的不利影响, 我们预计公司归母净利率将有所下滑。但随着集采影响出清, 公司净利率有望改善, 2026E/2027E/2028E 的归母净利率分别为 16.6%/ 16.9%/ 17.4%, 归母净利润将分别同比增长 3.2%/ 18.6%/ 19.6% 至 5.9/ 7.0/ 8.3 亿元。

图 26: 南微医学费用率预测



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 27: 南微医学归母净利润预测



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 28: 公司盈利预测

人民币 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,411	2,755	3,190	3,553	4,124	4,805
年同比增长率	21.8%	14.3%	15.8%	11.4%	16.1%	16.5%
营业成本	-856	-891	-1,117	-1,321	-1,524	-1,764
占营收比重	-35.5%	-32.3%	-35.0%	-37.2%	-37.0%	-36.7%
毛利	1,555	1,864	2,073	2,232	2,600	3,040
毛利率	64.5%	67.7%	65.0%	62.8%	63.0%	63.3%
税金及附加	-24	-33	-38	-43	-49	-58
占营收比重	-1.0%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.2%
销售费用	-573	-646	-743	-824	-953	-1,100
销售费用率	-23.7%	-23.5%	-23.3%	-23.2%	-23.1%	-22.9%
管理费用	-329	-369	-429	-477	-552	-640
管理费用率	-13.6%	-13.4%	-13.5%	-13.4%	-13.4%	-13.3%
研发费用	-151	-174	-203	-224	-258	-298
研发费用率	-6.3%	-6.3%	-6.4%	-6.3%	-6.3%	-6.2%
财务费用	78	50	65	83	93	106
财务费用率	3.2%	1.8%	2.0%	2.3%	2.3%	2.2%
资产减值损失	-35	-57	-50	-50	-50	-50
占营收比重	-1.4%	-2.1%	-1.6%	-1.4%	-1.2%	-1.0%
信用减值损失	-1	-6	-6	-6	-6	-6
占营收比重	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
其他收益	5	10	10	10	10	10
占营收比重	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
投资收益	28	21	21	21	21	21
占营收比重	1.2%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0	-0
占营收比重	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产处置收益	0	1	1	1	1	1
占营收比重	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业外收入和支出	10	0	0	0	0	0
占营收比重	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
税前利润	565	660	700	723	857	1,025
税前利润率	23.4%	23.9%	21.9%	20.3%	20.8%	21.3%
所得税	-70	-92	-105	-108	-129	-154
净利润	495	568	595	614	729	872
少数股东损益	-9	-15	-25	-26	-31	-37
归属于上市公司股东的净利润	486	553	570	588	698	835
净利润率	20.2%	20.1%	17.9%	16.6%	16.9%	17.4%
年同比增长	47.0%	13.9%	3.0%	3.2%	18.6%	19.6%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 29: 招银国际与市场预测对比

人民币 百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	3,553	4,124	4,805	4,165	4,940	NA	-14.70%	-16.51%	NA
毛利	2,232	2,600	3,040	2,659	3,151	NA	-16.06%	-17.47%	NA
营业利润	722	857	1,025	922	1,087	NA	-21.63%	-21.18%	NA
归母净利润	588	698	835	808	934	NA	-27.18%	-25.27%	NA
基本每股收益 (元)	3.13	3.72	4.44	4.24	5.09	NA	-26.17%	-27.00%	NA
毛利率	62.82%	63.04%	63.28%	63.84%	63.78%	NA	-1.02ppt	-0.73ppt	NA
营业利润率	20.33%	20.78%	21.33%	22.13%	22.00%	NA	-1.8ppt	-1.23ppt	NA
净利润率	16.56%	16.92%	17.38%	19.40%	18.91%	NA	-2.84ppt	-1.98ppt	NA

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

估值

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 **92.13** 元人民币

我们首次覆盖南微医学，给予“买入”评级，基于 10 年的 DCF 模型，目标价为 92.13 元人民币（WACC: 10.7%，永续增长率: 2.0%）。

图 30: DCF 估值分析

DCF 估值 (人民币百万元)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
息税前利润	640	764	919	1,111	1,334	1,585	1,875	2,210	2,608	3,051
税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.0%	15.0%
息税前利润*(1-税率)	544	649	781	944	1,134	1,348	1,594	1,879	2,217	2,594
+折旧与摊销	136	141	145	148	153	157	161	164	194	227
-营运资金变化	-49	-72	-81	-88	-93	-96	-99	-104	-123	-144
-资本支出	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-354	-414
自由现金流	331	418	545	703	894	1,108	1,356	1,639	1,933	2,262
终值										26,445
永续增长率	2.0%									
加权平均资本成本 WACC	10.7%									
股本成本	13.5%									
债务成本	5.0%									
市场风险系数 β	1.00									
无风险利率	3.0%									
市场风险溢价	10.5%									
目标负债率	30.0%									
有效公司税率	15.0%									
终值	9,548									
现值	15,174									
净负债	-2,256									
少数股东权益	124									
股权价值 (百万元人民币)	17,306									
股份数 (百万股)	188									
DCF 每股价值 (人民币)	92.13									

资料来源：招银国际环球市场预测

图 31: 敏感性分析

		加权平均资本成本 WACC				
		9.7%	10.2%	10.7%	11.2%	11.7%
永续增长率	3.0%	116.01	107.03	99.27	92.50	86.55
	2.5%	110.64	102.54	95.48	89.28	83.80
	2.0%	105.96	98.60	92.13	86.41	81.32
	1.5%	101.85	95.10	89.14	83.83	79.09
	1.0%	98.21	91.99	86.46	81.51	77.06

资料来源：招银国际环球市场预测

图 32: 同业估值对比

公司	代码	评级	当前股价 (LC)	市值 (百万元人民币)	市盈率 (x)		净资产收益率 (%)	
					FY26E	FY27E	FY26E	FY27E
A 股市场								
心脉医疗	688016 CH	未评级	106.00	13,066	18.6	15.2	15.8	17.2
爱博医疗	688050 CH	未评级	50.39	9,746	20.3	16.8	14.4	15.2
安杰思	688581 CH	未评级	54.27	4,402	12.3	10.4	12.6	13.4
南微医学	688029 CH	买入	72.05	13,534	23.0	19.4	13.5	14.8
				平均	18.5	15.4	14.4	15.5

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

注：数据截至 2026 年 3 月 25 日收盘

投资风险

- 1) 集采价格影响超出预期
- 2) 地缘政治和关税政策等影响海外业务增长
- 3) 可视化等新品放量不及预期

财务分析

损益表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	2,411	2,755	3,190	3,553	4,124	4,805
销售成本	(856)	(891)	(1,117)	(1,321)	(1,524)	(1,764)
毛利润	1,555	1,864	2,073	2,232	2,600	3,040
销售费用	(573)	(646)	(743)	(824)	(953)	(1,100)
行政费用	(329)	(369)	(429)	(477)	(552)	(640)
研发费用	(151)	(174)	(203)	(224)	(258)	(298)
以公允价值计量的盈亏	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
投资盈亏	28	21	21	21	21	21
其他盈亏	23	(35)	(19)	(4)	(1)	3
运营利润	555	659	700	722	857	1,025
营业外收入与支出	10	0	0	0	0	0
税前利润	565	660	700	723	857	1,025
所得税	(70)	(92)	(105)	(108)	(129)	(154)
非控股权益	(9)	(15)	(25)	(26)	(31)	(37)
归母净利润	486	553	570	588	698	835
总股息	187	280	285	294	349	417
资产负债表						
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	3,291	3,321	3,538	3,881	4,287	4,788
现金与现金等价物	1,209	1,887	2,017	2,256	2,537	2,886
应收账款	411	434	481	526	599	684
存货	522	537	612	706	793	894
预付款项	28	32	32	32	32	32
其他流动资产	1,121	431	396	361	326	291
非流动资产	1,102	1,459	1,588	1,711	1,830	1,946
物业及厂房及设备 (净额)	295	926	1,001	1,068	1,128	1,183
递延税项	29	33	33	33	33	33
无形资产	89	75	105	135	165	195
商誉	178	170	170	170	170	170
其他非流动资产	511	254	279	306	334	365
总资产	4,393	4,780	5,126	5,592	6,118	6,734
流动负债	650	806	786	875	965	1,070
短期债务	0	0	0	0	0	0
应付账款	274	510	489	579	668	773
应付税款	46	49	49	49	49	49
其他流动负债	329	248	248	248	248	248
非流动负债	73	74	74	74	74	74
长期债务	0	0	0	0	0	0
递延收入	7	9	9	9	9	9
其他非流动负债	66	64	64	64	64	64
总负债	723	880	860	949	1,038	1,144
股本	188	188	188	188	188	188
资本盈余	110	110	110	110	110	110
其他	3,314	3,529	3,870	4,221	4,627	5,102
股东权益总额	3,612	3,826	4,168	4,519	4,925	5,399
少数股东权益	58	73	98	124	155	191
总负债和股东权益	4,393	4,780	5,126	5,592	6,118	6,734

现金流量表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	495	568	595	614	729	872
折旧摊销	83	102	131	136	141	145
税款	(70)	(92)	(105)	(108)	(129)	(154)
营运资金变化	46	(61)	(142)	(49)	(72)	(81)
其他	(8)	96	75	60	70	83
净经营现金流	546	613	554	653	739	864
投资现金流						
资本开支	(256)	(270)	(300)	(300)	(300)	(300)
收购	(34)	(3)	0	0	0	0
其他	(848)	685	97	97	97	97
净投资现金流	(1,137)	412	(203)	(203)	(203)	(203)
融资现金流						
已支付股息	(105)	(283)	(220)	(211)	(256)	(312)
净借贷	0	0	0	0	0	0
发行股票所得现金	2	0	0	0	0	0
其他	(12)	(74)	0	0	0	0
净融资现金流	(114)	(357)	(220)	(211)	(256)	(312)
净现金流变动						
年初现金	1,875	1,209	1,887	2,017	2,256	2,537
汇率变动	40	(7)	0	0	0	0
年末现金	1,249	1,863	2,017	2,256	2,537	2,886
增长率						
年结 12 月 31 日						
销售收入	21.8%	14.3%	15.8%	11.4%	16.1%	16.5%
毛利润	28.9%	19.8%	11.2%	7.7%	16.5%	16.9%
经营利润	52.3%	18.9%	6.1%	3.2%	18.6%	19.6%
净利润	47.0%	13.9%	3.0%	3.2%	18.6%	19.6%
调整后净利润	54.7%	17.5%	4.3%	3.3%	18.7%	19.7%
盈利能力比率						
年结 12 月 31 日						
毛利率	64.5%	67.7%	65.0%	62.8%	63.0%	63.3%
营业利润率	23.0%	23.9%	21.9%	20.3%	20.8%	21.3%
调整后净利润率	19.2%	19.7%	17.8%	16.5%	16.9%	17.3%
股本回报率	14.2%	14.9%	14.3%	13.5%	14.8%	16.2%
资产负债比率						
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.3)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
流动比率 (倍)	5.1	4.1	4.5	4.4	4.4	4.5
应收账款周转天数	52.4	56.0	55.0	54.0	53.0	52.0
存货周转天数	232.1	216.7	200.0	195.0	190.0	185.0
应付帐款周转天数	129.2	160.5	160.0	160.0	160.0	160.0
估值指标						
年结 12 月 31 日						
市盈率	27.8	24.4	23.7	23.0	19.4	16.2
市盈率 (摊薄)	27.8	24.4	23.7	23.0	19.4	16.2
市帐率	17.8	14.7	15.1	13.7	12.6	11.5
股息 (%)	1.4	2.1	2.1	2.2	2.6	3.1
企业价值 / 销售额	5.1	4.2	3.6	3.2	2.7	2.3
企业价值 / EBITDA	21.7	16.4	15.1	14.7	12.3	10.2
企业价值 / EBIT	25.4	19.2	18.3	17.8	14.6	11.8

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。