

近年来，内窥镜行业备受资本市场关注，其被视作未来牛股诞生的重要细分领域。从该领域跨国巨头的表现来看，奥林巴斯在2021财年实现了7305.44亿日元的营收，稳居全球内窥镜榜首地位。资本市场也十分认可其所处赛道与亮眼业绩，奥林巴斯的股价呈现出十年十倍的长牛行情，目前市值已达3.05万亿日元。

图一：奥林巴斯近十年的股价表现

资料来源：英为财经，格隆汇整理

截至2022年4月22日收盘

聚焦国内，中国的内窥镜市场长期以来被海外巨头所垄断，但是随着国家政策的扶持、企业自主研发能力的提高，国产内窥镜公司迎来快速发展期。而在近日，专注于医用内窥镜及相关创新产品的研发及商业化的新光维医疗科技（苏州）股份有限公司（“新光维医疗”）已通过联交所官网更新其招股书，上市节奏趋近，有望成为香港市场的“内窥镜第一股”。

那么，在赛道潜力和稀缺性标签下，新光维医疗成色究竟如何？是否具备成长为与国际巨头抗衡的“龙头”潜质，在资本市场演绎大牛股走势？

国产替代趋势下，内窥镜行业“水大鱼大”

在
中国的医用内窥镜市场中，国产品牌的市场份额极低，按销售收入计其占比仅为5.6%。但是
伴随核心技术的突破，国产替代加速，国产品牌的内窥镜企业开始颠覆行业原有的市场格局。尤其是
在市场下沉的趋势中，这些拥有高性价比优势的国产品牌也更容易渗透至基层，收获更高增速。

图二：中国内窥镜市场的参与者情况

资料来源：新光维医疗招股书，格隆汇整理

在行业政策层面，
国家亦发布了一系列政策促进国产品牌内窥镜的发展，
将进一步打开该行业的成长空间。内窥镜作为高端医疗诊断检验设备，国产替代的进程有望再次加快，相关企业将迎来发展的黄金窗口期。

图三：与医用内窥镜相关的政策

资料来源：公开资料，格隆汇整理

整体来看，在国产替代加速、政策支持引导等多重因素的推动下，我国的内窥镜行业有望持续获得较大的发展。据弗若斯特沙利文数据显示，预计该行业的市场规模将于2030年达到624亿元，市场体量十分可观。

这意味着在这“水大鱼大”的黄金赛道之中，国产内窥镜企业将赢来历史性的发展机遇。

图四：中国医用内窥镜的市场规模

资料来源：新光维医疗招股书，格隆汇整理

“港股内窥镜第一股” 凸显稀缺价值，多重优势奠定高成长潜能

此次冲刺上市的新光维医疗，作为港股市场纯正的“内窥镜第一股”，凭借其附着的稀缺性标签势必也将引得资金的高度关注。在潜力巨大的内窥镜市场之中，如何看待新光维医疗的既有优势？

笔者认为可以从如下几个层面进行探讨。

一、前瞻性产品布局，抢占发展制高点

从新光维医疗的产品管线来看，其产品布局较为全面且具前瞻性。市场上大多数内窥镜企业局限于单产品、单技术路径，而新光维医疗与之不同，其内窥镜产品涵盖了符合耗材化趋势的一次性使用电子内窥镜、改善影像质量与视觉体验的可重复使用医用内窥镜（4K超高清、3D图像、荧光图像等新一代高端内窥镜）以及相应的内窥镜设备。

其中，新光维医疗的核心产品是一次性使用电子内窥镜产品系列。

这些一次性使用电子内窥镜产品能为存在高交叉感染风险的临床科室（如妇科、呼

吸内科、泌尿外科等）提供更卫生的解决方案。

而在可重复使用医用内窥镜方面，新光维医疗的4K超高清医用内窥镜（像素密度比全高清分辨率高四倍）拥有除雾、血管增强、高动态范围、暗处修正、曝光校正、特殊摄像等6项显著功能，因此在实际使用时医生能够更清楚地识别缝合线和血管这样的微小物体，大幅提升医生的使用体验感。

同时，

新光维医疗拥有多元化的产品矩阵，产品适用范围较广。

其产品能够满足包括妇科、呼吸科、泌尿外科、肝胆外科、耳鼻喉科、骨科等各个科室在内的多种类内窥镜需求，而这些也是较为常见、需求量较大的医用内窥镜类型。

一般而言，医疗机构往往也更愿意与产品管线多元化的企业展开长期稳定的合作，以此降低沟通成本，而新光维医疗正是这样的企业之一，丰富的产品能够全面响应市场下沉的需要，抢占发展的制高点。

图五：新光维医疗一次性使用医用内窥镜产品管线

资料来源：新光维医疗招股书，格隆汇整理

图六：新光维医疗可重复使用内窥镜产品管线

资料来源：新光维医疗招股书，格隆汇整理

图七：新光维医疗内窥镜设备产品管线

资料来源：新光维医疗招股书，格隆汇整理

新光维医疗除了在产品布

局方面彰显出超前的眼光，而且

在产品进展方面也呈现出强

劲的先发优势。截至目前，

其已有4款一次性使用电子内窥镜获批商业化，另外10款正处于不同的开发阶段。

据新光维医疗招股书

显示，在一次性使用电子内窥镜领域内，

新光维医疗是国产品牌中研发进展最快的公司之一，旗下的一次性使用电子输尿管

肾盂内窥镜、一次性使用电子胆道内窥镜相继于2021年9月、2022年2月在中国获批上市。

而新光维医疗的可重复使用医用内窥镜、内窥镜设备分别已有3款和6款获批商业化，另外分别有7款可重复使用医用内窥镜和4款内窥镜设备的在研产品。

透过以上数据可以看出，新光维医疗在一次性使用电子内窥镜产品进展方面的强劲态势，而其在可重复使用医用内窥镜及内窥镜设备上的产品布局表现同样毫不逊色于前者，未来将占据先发优势，有望加速国产替代进程。

图八：新光维医疗产品进展情况概览

资料来源：新光维医疗招股书，格隆汇整理

二、专业团队加持，可持续的创新迭代能力

从公司领头人角度来看，新光维医疗的联合创始人、执行董事、总经理兼首席技术官陈博士在医用内窥镜行业内浸润多年，拥有超过17年的经验，其曾就职于国际巨头奥林巴斯，先后负责过医用内窥镜相关产品的研发和临床研究工作等，可见其在医用内窥镜研发及内窥镜临床研究领域，特别是在外科内窥镜的成像、结构设计及参与医工转化方面经验之丰富。陈博士在业界也享有较高的声誉，在多个行业高级协会担任重要岗位，其从2012年就开始参与医用内窥镜相关标准的制定工作，对行业前沿技术以及发展趋势有着深刻的理解。

新光维医疗的联合创始人、董事长兼非执行董事张博士，在介入医疗器械行业同样也是成就斐然的行业知名带头人。其在介入医疗器械行业拥有逾20年经验，曾先后任职于全球器械龙头美敦力、Guidant Corporation等知名企业，能够为公司提供高水平的技术指导和建设性的战略意见。

此外，由陈博士直接领导的研发团队，团队成员中拥有多名资深工程师，履历丰富，部分成员亦有任职于日本奥林巴斯、索尼及日本电气等知名企业的经历，具备卓越的专业技术储备以及丰富的内窥镜研发经验。

在顶尖的团队带头人领导下，新光维医疗构筑了强大的自主研发能力。其拥有业界先进的五

大核心技术，即一

次性使用内窥镜技术、超高清医用成像技术、

3D医用成像技术、
特殊光医用成像技术及超细内窥镜成像
技术,形成了可持续的研发能力。

在现有产品成功研发和商业化的基础上,新光维医疗凭借五大核心技术,有望高效率地开发出更多高性能、高质量的新一代内窥镜。

三、品牌壁垒叠加渠道优势,筑高行业护城河

正是由于新光维医疗掌握了内窥镜核心技术,其制造出的产品在性能、品牌等多个方面均优于同类产品。例如,其一次性使用电子输尿管肾盂内窥镜,在衡量内窥镜的精确控制能力指标,如后/远端角度范围及旋转度,以及影响医生手术体验感方面的指标,如景深、色彩、画面大小等关键区分指标,全都优于竞争产品,甚至媲美国际顶尖品牌。

而且,随着多年的品牌积累,新光维
医疗已经

形成显著的品牌效应,根据弗若斯特沙利文的统计,新光维医疗是国内极少数成功将高性能内窥镜系统销往中国

三甲医院的公司之一。

同时,新光维医疗也建立了广泛的国内及海外经销网络,构筑起强大的渠道优势。

伴随新光维医疗研发进展的提速,未来更多高性能产品的陆续推出,其品牌认可度将不断提升,行业护城河也将持续垒高。

四、优质资源助力,加速商业化兑现

在新光维医疗的发展过程中,其呈现出的强大成长潜能也引起资本与实业的密切关注。与此同时,其也合理利用了这
些外部资源。

在新光维医疗的A轮融资中,获得了由高瓴创投、礼来亚洲基金联合领投,经纬创投、成为创伴、以及其产业合作伙伴美敦力和韦豪创芯投资等知名股东的共同加持,并以近4亿元的融资额一举创下行业融资之最。

而在临床应用当中,新光维医疗不断深化医工合作,与KOL密切合作加强医生培训、产品介绍等学术推广活动,并与国际巨头美敦力达成了研发、商业化等方面的战略合作。

新光维医疗也充分地发挥其资源禀赋,在多方位的助力下,其商业化兑现提速,成长潜力不断释放。

五、营收高速增长，实现盈利可期

2019年至2021年，新光维医疗的营收规模分别为1038.9万元、3222.2万元和6961.8万元。营收规模呈逐年翻番的增长趋势，增速迅猛，商业扩张步伐不断加速。同期利润亏损分别为3086.1万元、1501.1万元和49701万元。虽然最近一期亏损较上年同期差异较大，但仔细阅读其招股书后不难发现，主要原因是归属于一次性非经常性损益的管理费用在当期的大额一次性计提所导致的。

这一现象在医疗初创企业十分常见，它们大多会在上市前对公司贡献较大的相关人员实行股权激励，而按照相关国际会计处理准则，此举必然会产生一个大额管理费用计提的结果。

新光维

医疗在加速产

品管线研发布局的同时，其营业收入也呈现快速增长。

随着公司逐步成长，未来将实现规模经济，或许在接下来的两到三年内，在优质资源的加持和持续商业化布局下，公司有望实现盈利。

小结

目前，新光维医疗的收入来源主要为可重复使用医用内窥镜设备，尤其是4K医用内窥镜摄像系统及3D图像成像装置贡献了大部分的收入，其核心产品正处于商业化早期阶段，暂未实现大规模的销售。未来随着公司商业化渠道的不断铺设，公司的高端可重复使用医用内窥镜将持续放量，核心产品一次性使用医用内窥镜也有望实现跨越式发展。

而站在资本市场的角度来看，医药板块正处于估值修复的阶段，市场迫切渴望优质公司的出现。在医药行业步入高质量发展进化期，新光维医疗精准抓住了内窥镜赛道这样的新成长机遇，且其自身优势显著、实力强劲，具备较大的成长空间，值得长期关注。

本文源自格隆汇