

奥林巴斯 Olympus Corporation (7733 JP)

首次覆盖：全球内窥镜龙头，光学融合医疗科技的领航者

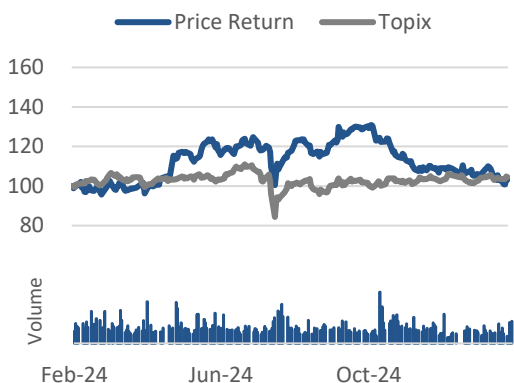
The Global Leader in Endoscopy, Pioneering the Integration of Optics and Medical Technology: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	¥ 2,275
目标价	¥ 3,412
市值	¥ 2,591bn / US\$17.03bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$1.32mn
发行股票数目	1,139mn
自由流通股 (%)	89%
1 年股价最高最低值	¥ 2,850 - ¥ 2,038

注：现价 ¥2,275 为 2025 年 02 月 14 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-2.9%	-9.4%	9.2%
绝对值 (美元)	0.7%	-7.2%	8.1%
相对 Topix	-5.8%	-11.6%	2.5%

¥ bn	Mar-23A	Mar-24A	Mar-25E	Mar-26E
Revenue	882	936	1,025	1,100
Revenue (+/-)	2%	6%	10%	7%
Net profit	144	243	127	180
Net profit (+/-)	24%	69%	-48%	42%
Diluted EPS (¥)	113	200	105	148
GPM	67.7%	66.8%	67.8%	68.2%
ROE	22.4%	32.1%	14.7%	17.8%
P/E	20	11	22	15

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

全球内窥镜龙头，长期保持领先的市场地位。奥林巴斯成立于 1919 年，经过百年发展，已成为全球内窥镜行业的领导者。其内窥镜产品覆盖软镜、硬镜、内镜诊疗耗材等多个领域。公司在全球内窥镜市场的市占率达 24%，尤其在胃肠镜领域拥有绝对龙头地位，市占率超过 70%，有较好的品牌知名度。

欧美核心市场需求稳定，中、印等新兴市场增长较快。受益于老龄化加剧、微创手术渗透率提升，以及新兴市场需求增长，全球内窥镜市场预计未来 5 年复合增速为 7.1%。奥林巴斯拥有全球化运营能力，海外收入占比达 87%。欧美核心市场需求稳定，新兴市场如中国、印度、拉美等增长较快，市场增长潜力巨大。

技术创新驱动，产品持续迭代。公司以光学和数字技术为核心壁垒，具备强大的精密制造、产品创新和迭代能力。公司平均每 6-8 年推出新一代软镜产品。2020 年推出的新一代软镜产品 EVIS X1，集合了扩展景深、红色双色成像、纹理和颜色增强成像、窄带成像等多种图像处理技术，并增加 AI 辅助诊断功能，有望进一步巩固其市场地位。我们预计，人工智能辅助可能成为下一个内窥镜行业发展的关键技术领域。2024 年 9 月，奥林巴斯的 Caddie 计算机辅助检测设备获得 FDA 510(k) 认证，持续引领技术创新。

培训及维保服务体系完善，客户粘性和转换成本高。公司构建了遍布全球约 40 个国家的维修、培训服务网络，拥有超过 200 个维修中心，可为客户提供及时、高效的设备维修服务。同时，公司每年支持超过 150 个内窥镜培训项目，显著增强了客户粘性。

盈利预测及估值

我们预计公司未来 3 年收入保持稳健增长，EVIS X1 在北美的持续放量对冲一部分中国市场入院受阻带来的影响，中国市场预计在 2026 财年恢复性增长，待市场监管环境企稳，逐渐进入新品的换代和放量期。我们预计公司 2025-2027 财年分别实现收入 10,254.4/11,001.3/11,669.5 亿日元，同比增长 10%/7%/6%；实现可持续经营净利润 1,268.4/1,800.4/1,999.7 亿日元，同比增长 -48%/42%/11%。

我们认为公司作为全球内窥镜市场龙头，技术和精密制造能力领先，产品持续迭代，具有长期品牌价值和壁垒。根据行业可比公司平均水平，给予 2025 年（2026 财年）23xPE，对应市值 41,400 亿日元，3411.90 日元/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

产品医疗质量及法规的风险、汇率波动风险、关税等地缘政治风险、行业竞争加剧的风险、产品研发和上市进展不及预期的风险。

孟科舍 Kehan Meng
kh.meng@htsec.com

孙旭东 Xudong Sun
xd.sun@htsec.com

目录

一、奥林巴斯：全球内窥镜龙头，光学融合医疗科技的领航者	3
1.1 业务概览：全球拓展业务的医疗器械公司，百年铸就胃肠镜绝对龙头地位.....	3
1.2 发展历程：对清晰度不懈追求，打造全品类的医用内窥镜体系	4
1.3 治理结构：信托银行等金融机构持有主要股权，高度国际化的管理团队	6
二、行业：受益于老龄化和微创诊疗技术发展，产品清晰度和功能性不断迭代.....	8
2.1 内窥镜行业：2020 年全球内窥镜市场规模约 203 亿美金，预计未来 5 年复合增速为 7.1%.....	8
2.2 竞争格局：奥林巴斯是全球胃肠镜市场绝对龙头，市占率超过 70%	10
2.3 发展趋势：我们预计高端市场长期稳定增长，注重性能和复杂临床案例的检测能力；中端市场注重产品性价比。市场将在硬件和软件两方面进一步竞争，硬件侧重诊疗一体化，软件侧重影像功能集成和 AI 辅助增强性能.....	11
三、财务：新一代产品 EVIS X1 逐渐进入放量窗口，我们预计 QARA 相关资本开支逐步减少后利润率逐渐回升.....	13
3.1FY3/24 收入 9,362.1 亿日元，同比增长 6.2%，持续经营净利率约为 2.9% (-12.8pp)，主要因 QARA 资本开支的大幅增长	13
3.2 北美和欧洲是核心市场，收入占整体的 63.4%。新兴市场增速略快于整体，FY3/21-FY3/24 增速为 11.5%	14
3.3FY3/24 毛利率为 66.8%，在新产品放量及 TSD 产品体系完善的带动下稳步提升.....	15
四、壁垒：品牌声誉、产品迭代能力、培训及维修一体的服务能力	17
4.1 品牌声誉：从教学入手，发展能够使用内窥镜的医生，用 20 年培育一个市场.....	17
4.2 产品迭代和精密制造能力：技术领先带动产品迭代，融合光学、工程学的精密制造能力	18
4.2 服务能力：全球本地化部署培训和维修中心	21
五、盈利预测及估值.....	21
5.1 盈利预测.....	21
5.2 估值	22
六、风险提示.....	23

一、奥林巴斯：全球内窥镜龙头，光学融合医疗科技的领航者

1.1 业务概览：全球拓展业务的医疗器械公司，百年铸就胃肠镜绝对龙头地位

日本奥林巴斯成立于 1919 年，至今已有百年历史。公司的维修、培训服务网络遍布全球约 40 个国家，通过直销和经销结合的销售策略提供内窥镜和治疗解决方案。公司的内窥镜产品覆盖软镜、硬镜、内镜诊疗耗材，主要应用于消化内科、呼吸科、泌尿科等科室。截至 FY3/24 公司海外收入占比达到 87.0%，为全球内窥镜龙头企业，市占率 23.6%。

图 1 奥林巴斯的全球维修、培训服务网络



数据来源：公司官网

公司业务主要分为内窥镜解决方案（Endoscopic Solutions Division, ESD）和治疗解决方案（Therapeutic Solution Division, TSD）。其中，ESD 主要包括胃肠镜、硬镜等产品销售、内窥镜维修等医疗服务业务。凭借其先进制造技术和 300 多种不同类型的内镜产品，公司在胃肠道内镜领域占据全球超过 70% 的市场份额，并在重要市场如美国、欧洲、日本和中国不断迭代和优化产品，以保持领先地位；TSD 主要聚焦胃肠道内镜治疗耗材、泌尿外科治疗器械、呼吸科治疗器械三大领域。公司针对临床需求持续开发产品并形成了较强的竞争力。例如，在泌尿外科领域，公司针对前列腺增生、尿路结石、膀胱肿瘤等疾病，推出 iTind 等多种微创治疗设备。

图 2 奥林巴斯的主营业务

板块	业务	具体
内窥镜解决方案 (ESD)	胃肠镜	胃肠内镜系统、胃肠镜体、内镜洗消机
	硬镜	外科内镜系统、硬镜镜体、客户解决方案
	相关医疗服务	维保维修等服务
治疗解决方案 (TSD)	胃肠镜诊疗耗材	耗材
	泌尿外科器械	泌尿内镜、治疗器械
	呼吸科器械	支气管镜、导航/超声、治疗器械
	其他治疗器械	耳鼻喉科治疗器械、外科能量设备、妇科治疗器械

数据来源：公司官网

1.2 发展历程：对清晰度不懈追求，打造全品类的医用内窥镜体系

奥林巴斯的发展可按照技术水平划分三个阶段：1950 年公司首次开发医用内窥镜，成为世界癌症防治领域重要手段，亦奠定了公司在微创诊疗领域的领先地位。公司的核心壁垒是光学和数字技术，核心能力是精密制造、产品创新和迭代能力、提供配套服务的能力。1950-1980 年对软镜进行工程学探索，构造软镜雏形；1980-2010 年对清晰度不懈追求，提高分辨率；2010 年后聚焦不同手术场景下产品的功能性，集成多场景成像技术。历经百年，公司已经发展起全品类的医用内窥镜体系，行业知名度和服务质量享誉全球。

公司以持续迭代产品的策略保持行业领先地位，平均每 6-8 年迭代一次。1985 年公司推出首个电子内镜系统以来，至 2020 年内镜产品迭代 5 次，新一代产品 EVIS X1 处于全球推广和放量期。

- 1) 1985 年，推出电子内镜系统 EVIS-1，以微型图像传感技术替代光导纤维；
- 2) 2002 年，推出世界首台高清内镜 EVIS LUCERA，可变刚度提高可插入性；
- 3) 2006 年，推出软镜 EVIS EXERA II，应用窄带成像技术 (NBI) 提高血管和黏膜可视性；
- 4) 2012 年，推出软镜 EVIS EXERA III 和 EVIS LUCERA ELETE，分辨率首次达 1920*1080p (高清)。
- 5) 2020 年，推出软镜 EVIS X1，集合扩展景深、红色双色成像、纹理和颜色增强成像、窄带成像等多种图像技术，增加 AI 辅助诊断功能；

图 3 奥林巴斯的发展历程，每 6-8 年迭代新一代软镜

时间	里程碑	时间	里程碑	时间	里程碑	时间	里程碑	
1950	研发世界首台胃照相机	1990	推出EVIS 100/200系列内窥镜视频信息系统					
1952	胃照相机GT-I商业化	1993	设立俄罗斯公司					
1964	推出GTF纤维镜胃照相机	1999	设立泰国公司	2008	收购英国Gyrus plc.		推出3D手术视频内窥镜系统	
	建立欧洲公司	2000	在欧洲和北美推出EVIS EXERA系列内窥镜视频系统		建立越南医疗器械生产工厂		设立中国广州培训中心	
1966	推出用于活检的GFB纤维镜	2001	在医疗设备领域与泰尔茂全面合作		在德国和中国上海设立培训中心		推出集成4K技术的VISERA 4K UHD手术内窥镜系统	
1968	成立美国公司	2002	推出用于内窥镜手术的VISERA系列视频系统	2009	设立印度医疗器械市场营销公司		2016	设立泰国培训中心
1974	合作德国Winter & Ibe GmbH，进入外科内窥镜领域		在日本、英国和部分亚洲地区推出世界首个高清内窥镜视频系统EVIS LUCERA		在捷克共和国设立工厂		设立迪拜培训中心	
1979	收购Winter & Ibe GmbH		设立巴西公司				2017	推出VISERA ELITE II手术内窥镜系统
	设立美国办事处（现世界最大内窥镜服务中心）	2004	在中国设立医疗器械市场营销/服务公司	2010	设立中国北京培训中心			收购美国Image Stream Medical, Inc.
1982	推出超声内窥镜系统		收购德国Celon AG	2011	收购美国Spirus Medical, Inc.		2019	设立美国为新的TSD全球总部
1985	推出EVIS 1内窥镜视频系统	2005	在欧洲推出小肠胶囊内窥镜系统，后推广到全球		推出VESERA ELETE手术影像平台		2020	推出EVIS X1胃肠内窥镜系统
1987	收购英国KeyMed Ltd.		在日本设立内窥镜维修中心		奥林巴斯NBI技术获得日本发明协会认可			收购英国 Arc Medical Design Ltd.
1989	设立北京办事处	2006	推出集成NBI技术的EVIS EXERA II和EVIS LUCERA SPECTRUM内窥镜视频系统	2012	推出EVIS EXERA III和EVIS LUCERA ELETE胃肠镜内窥镜系统		2021	为内窥镜系统推出ENDO-AID AI-powered平台
	设立新加坡公司		推出VISERA PRO手术视频内窥镜系统		推出世界首个结合双极高频电流和超声的电外科设备THUNDERBEAT			收购荷兰 Quest Photonic Devices B.V.
				2013	与索尼成立合资公司			收购以色列 Medi - Tate Ltd.
							2022	推出VISERA ELITE III手术可视化平台；收购英国 Odin Medical

数据来源：公司官网，HTI；注释：蓝色标注为设立公司扩张海外市场或收购

公司的收购主要目的为获取先进技术或扩充产品线。每次迭代新品后，公司收购节奏更为频繁，以储备技术和产品组合。我们预计公司将继续在 AI 技术结合微创诊疗、治疗类器械领域持续加大布局。例如，2020 年公司推出软镜 EVIS X1 后，公司进行或计划进行了多项收购，包括英国 Arc Medical、美国 Veran Medical、荷兰 Quest Photonic Devices、以色列 Medi-Tate、英国 Odin、韩国 Taewoong Medical，以提升公司的荧光成像、AI 技术，并在胃肠道、呼吸科、泌尿科领域重点扩充治疗类产品线。

图 4 奥林巴斯的收购历史与标的简况，收购主要因获得内窥镜领域成像、工程、AI 技术，以及扩充治疗器械产品线

时间	事件	标的行业	收购目的
1979	收购德国 Winter & Ibe GmbH	内窥镜（硬镜）及配件，擅长泌尿科	进军硬镜，获取技术、产品、欧洲市场渠道
1987	收购英国 KeyMed Ltd.	医疗和工业设备制造国际企业	获得其光学和电子技术，拓展英国市场。公司拥有高分辨率成像技术、视频摄像与图像处理技术（出色的真色彩再现能力）、数字信息存储与传输技术
2004	收购德国 Celon AG	高频电外科设备和配件	增强电外科技术，整合其高频电外科技术到公司产品线，配合内窥镜使用
2008	收购英国 Gyrus plc.	电外科技术和器械，擅长泌尿科	获得低温切割、气化等能量技术，其双极等离子体汽化电切系统是前列腺切除金标准
2010	收购美国 Spiration, Inc.	治疗肺部急性和慢性疾病的微创设备	填补呼吸领域产品线空白，包括IBV 瓣膜系统等，与公司等支气管镜形成互补，开发新一代呼吸科内镜
2011	收购美国 Spirus Medical, Inc.	内窥镜插入辅助装置	获得动力螺旋内窥镜插入技术，增强工程能力
2013	与索尼成立合资公司	医疗成像和光学技术	开发应用4K、3D等影像技术至内窥镜，资金支持
2017	收购美国 Image Stream Medical, Inc.	临床视觉协作解决方案	获得临床视觉协作技术，提升手术室效率
2020	收购英国 Arc Medical Design Ltd.	结肠镜检查配套设备	获得Endocuff Vision产品线及稳定、扩大视野的结肠镜相关辅助设计
	收购美国 Veran Medical Technologies, Inc.	介入肺科治疗医疗器械	扩充呼吸科产品组合，其电磁导航技术和专有的呼吸门控技术具有独特优势
2021	收购荷兰 Quest Photonic Devices B.V.	荧光成像系统	获得荧光成像技术，结合内窥镜系统，增强病变视野
2021	收购以色列 Medi - Tate Ltd.	前列腺治疗设备	获得前列腺增生治疗产品ITIND，扩充泌尿产品线
2022	收购英国 Odin Medical	AI集成内窥镜检查	获得AI技术，Caddie 和 Cadu等在结肠镜和胃镜检查中识别癌或癌前组织的AI系统
2023	计划收购韩国 Taewoong Medical Co.	胃肠道支架等医疗设备	扩充胃肠道治疗器械产品线

数据来源：公司官网，HTI；注释：蓝色标注为收购的主要目的

1.3 治理结构：信托银行等金融机构持有主要股权，高度国际化的管理团队

截至 FY3/24，奥林巴斯的前 5 大持股股东主要为信托银行等金融机构，分别为，日本万事达信托银行、日本卡斯特迪银行、三井住友信托银行、SSBIC 客户综合账户、摩根大通银行。其中，日本万事达信托银行为最大股东，持股比例约 20.4%。日本信托银行等金融机构的持股均相对稳定，追求稳定持续的股东回报。

图 5 奥林巴斯股东持股情况及持股比例

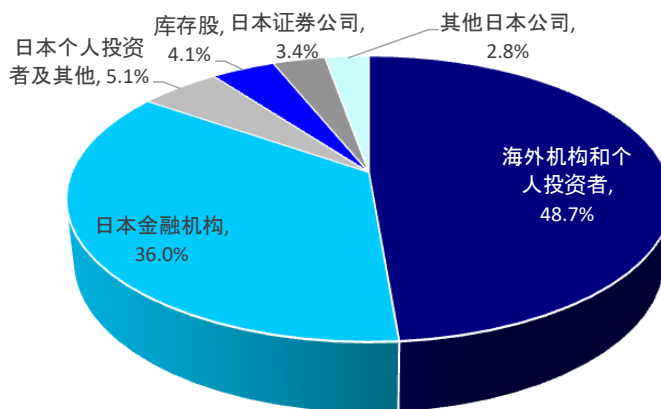
FY3/24	股东	持股数量 (百万股)	持股比例 (%)
1	日本万事达信托银行 (信托账户) The Master Trust Bank of Japan, Ltd. (trust accounts)	237.2	20.4
2	日本卡斯特迪银行 (信托账户) Custody Bank of Japan, Ltd. (trust accounts)	90.3	7.7
3	三井住友信托银行 (退休福利信托账户) SMBC Trust Bank Ltd. (Sumitomo Mitsui Banking Corporation's retirement benefit trust account)	39.5	3.4
4	SSBIC 客户综合账户 SSBTC CLIENT OMNIBUS ACCOUNT	38.0	3.3
5	摩根大通银行 JP MORGAN CHASE BANK 385632	27.2	2.3
6	道富银行 STATE STREET BANK WEST CLIENT - TREATY 505234	22.7	2.0
7	道富银行与信托公司 STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505223	21.8	1.9
8	日本生命保险公司 Nippon Life Insurance Company	21.3	1.8
9	高盛集团 GOLDMAN, SACHS & CO. REG	17.0	1.5
10	BNYM AS AGT / CLTS 10 PERCENT	16.1	1.4

数据来源：奥林巴斯年报

海外机构投资者占主要持股份额，持股比例达 48.7%。公司的主要投资者来自海外机构和个人投资者，以及日本金融机构，分别占总股本的 48.75 和 36.0%。日本个人投资者及其他、日本证券公司、其他日本公司分别持股 5.1%、3.4%和 2.8%。

图 6 奥林巴斯国内外投资者持股比例和机构类别，截止 FY3/24

类别	持股比例
海外机构和个人投资者	48.7%
日本金融机构	36.0%
日本个人投资者及其他	5.1%
库存股	4.1%
日本证券公司	3.4%
其他日本公司	2.8%



数据来源：奥林巴斯年报

2019 年以来公司持续贯彻向全球化公司全面转型建设，尤其在管理层面，公司推动按区域的横向管理转变至按全球部门划分的纵向管理体制，以提高决策效率和决策质量，公司的治理体制正在发生深层次转变。2019 年 1 月奥林巴斯公布企业转型计划“Transform Olympus”，面向下一个百年，打造全球医疗科技公司，包括变更管理体制、将治疗仪器业务统括据点迁移至美国、引入质量提升方案等。在治理结构持续改善的背景下，产品和部门主管拥有更多的自主权，以及鼓励一名日本人和一名国际高管组成团队提高决策质量。目前，公司拥有 1 位董事长，10 位职能部门高管组成执行委员会。

图 7 奥林巴斯执行董事及执行委员会成员及履历

序号	执行董事及执行委员会成员	姓名	履历
1	董事长，代表首席执行官，执行主席，ESG 总监	竹内康雄/ Yasuo Takeuchi	1980 年加入奥林巴斯，曾担任首席财务官、集团管理办公室负责人、美洲和亚太地区董事长。2019 年就任公司董事长、总裁兼首席执行官。
2	内窥镜解决方案部门主管	弗兰克·德雷巴罗斯基/ Frank Drewalowski	1993 年加入奥林巴斯欧洲公司，2005 年担任奥林巴斯医疗系统欧洲公司的医疗内窥镜和外科总经理。2011 年成为奥林巴斯欧洲的医疗系统总经理。2020 年成为奥林巴斯全球内窥镜解决方案部门负责人。
3	治疗解决方案部门主管	仓本圣治/ Seiji Kuramoto	1988 年加入奥林巴斯，2005 年成为奥林巴斯美国工业和外科公司副总裁。2017 年成为索尼奥林巴斯医疗解决方案的执行副总裁。2024 年至今担任治疗解决方案部门的负责人。
4	首席医疗官	约翰·德·塞佩尔/ John de Csepel	2018 年成为美敦力公司微创治疗小组的首席医疗官和副总裁，2022 年成为全球地区首席医疗官和副总裁。2023 年 10 月加入奥林巴斯，担任首席医疗官至今。
5	首席财务官	泉龙也/ Tatsuya Izumi	1987 年加入伊藤忠商事株式会社，2019 年成为伊藤忠商事株式会社总会计控制部部长。2024 年加入奥林巴斯，担任首席财务官。
6	首席战略官	加布里埃拉·凯纳/ Gabriela Kaynor	2000 年加入强生服务公司，2016 年加入奥林巴斯美洲公司担任战略发展和投资组合管理执行董事。2019 年晋升为奥林巴斯公司全球投资组合管理高级副总裁。2024 年至今担任奥林巴斯首席战略官。
7	首席人力资源官	大月重人/ Shigeto Ohtsuki	1984 年加入日立有限公司，1999 年成为通用电气日本人力资源经理。2008 年担任惠普日本公司人力资源总监。2011 年成为资生堂人事部部长。2019 年加入奥林巴斯，2022 年至今担任首席人力资源官。
8	制造与供应链总监	小林哲生/ Tetsuo Kobayashi	1983 年加入奥林巴斯。2006 年成为奥林巴斯医疗系统公司企业规划部部长，2021 年担任首席战略官，2022 年至今担任奥林巴斯制造与供应链总监。
9	首席技术官	安德烈·洛根/ Andre Roggan	2008 年担任 Celon AG 医疗器械首席执行官。2010 年加入 Olympus Winter & Ibe GmbH 担任董事总经理。2019 年 4 月成为奥林巴斯公司治疗系统部门的全球开发负责人。2022 年成为奥林巴斯首席技术官。
10	首席质量官	鲍里斯/ Boris Shkolnik	2005 年在 Becton, Dickinson and Company 担任质量管理高级总监，2019 年晋升为高级副总裁。2022 年加入奥林巴斯美洲公司，担任产品质量高级副总裁。2024 年至今担任奥林巴斯的首席质量官。
11	全球总法律顾问	尼尔·坦纳/ Neil Boyden Tanner	2005 年担任 Aramark 的国际首席法律顾问。2022 年担任 Cigna 集团的首席法律顾问。2024 年加入奥林巴斯，至今担任奥林巴斯的全球总法律顾问。

数据来源：奥林巴斯官网，截至 2024/10/28

伴随奥林巴斯全面转型的推进，我们认为公司的企业文化、治理结构、制造和创新策略变革将驱动主业的长期增长。2019 年开推动的 Transform Olympus 将聚焦 4 项战略，包括 ① 聚焦医疗主业，改善利润率和效率；② 强化内窥镜业务的领先地位。未来三年，内窥镜业务目标实现年均增长率 6% 的目标。同时，公司将扩大业务以满足中国等新兴市场需求，目标实现双位数增长；③ 通过扩充产品组合、有机增长及并购，发力治疗器械业务。未来三年目标实现 8% 的年均增长率；④ 引领新一代微创手术产品和技术开发，包括外部合作手段探索新技术。

在指导战略部署下，公司预计 FY24-FY26 投入约 600 亿日元，搭建 QARA 组织、建立全球报告体系，推动全球统一的质量体系和流程转型。同时，为尽快解决 FDA 合规警告的问题，以及将患者安全和产品质量作为公司长期竞争优势发展，公司推进了 Elevate 全面修复与转型项目。该项目将各部门职能单元化，包括研发、运营、供应链、服务、维修等，并引入了超过 20 个工作组。公司计划 FY26 完成对 FDA 的质量承诺，未来有望通过 QARA 提效产品研发和推出。

图 8 奥林巴斯 Transform Olympus 及 QA&RA 战略

战略	执行时间	战略目标	执行方案	战略重点
Transform Olympus	2019年发布, 剑指下一个百年	向真正的全球医疗科技公司转变	<ol style="list-style-type: none"> 集团向全球集中式管理模式转变 整合全球人力资源管理 优化并聚焦医疗器械业务 优化成本控制, 提高资本投资效率 转变为全球多元化董事会成员的三个委员会管理结构 	<ol style="list-style-type: none"> 聚焦医疗, 提升其效率和回报率 (2021年剥离映像业务, 2023年出售科学业务Evident给美国贝思资本) 强化内窥镜业务的压倒性地位。持续迭代内窥镜技术, 扩充一次性内窥镜产品组合等手段, 强化公司的全球领先地位。未来三年, 公司内窥镜业务预计年均增长率达6%。此外, 以中国为首的新兴市场预计实现两位数增长。 发力治疗器械业务 (消化科、泌尿科、呼吸科领域)。计划通过扩充产品组合、内生和外延的途径, 在未来三年实现8%的年均增长率, 并将治疗器械全球事业总部移到美国。 引领新一代微创手术发展的产品和技术开发。探索管腔手动操作等新技术等可能性。同时, 公司将与外部伙伴合作开发微创手术全流程的解决方案。
QARA质量保障与法规项目 (Quality Assurance and Regulatory Affairs)	2023年	<ul style="list-style-type: none"> 投资成立QARA组织; 建立全球报告体系; 保障患者安全, 实现长期增长 	<ul style="list-style-type: none"> 公司计划FY24-FY26投入约600亿日元, 以改善全球化的运营, 包括IT系统、FDA合规问题等。 FY24预计为230亿元; FY26预计少于FY25 (FY23业绩会) 	<ol style="list-style-type: none"> 向全球统一的质量体系和流程转型。包括合规管理与医疗器械法规 (MDR)、过程验证、设计控制、管理评审、内部审计、法规承诺跟踪等。 加强全球质量和合规部门以确保质量一致性。包括建立健全的组织架构和工作流程、合规风险的识别、整合质量工程和质量领导组织。 解决合规问题并完成整改。
QARA: Elevate全面修复与转型项目	2023年	<ul style="list-style-type: none"> 聚焦于患者安全和产品质量; 单元化包括研发、运营、供应链、服务、维修等工作组 	<ul style="list-style-type: none"> 通过建立更强的生产和合规系统, 优化运营来提升质量管理, 引入超过20个工作组; 计划FY26完成对FDA对质量承诺 (完成Aizu、Hinode和Hachioji工厂的三方审验), 进入Elevate项目的下一阶段; 计划FY27及未来, 投入Elevate项目的费用将减少。 	<ol style="list-style-type: none"> 聚焦患者安全和产品质量文化。 深化可持续、可重复的流程并确保合规。 与卫生监管部门建立建设性关系。 确立质量公司的竞争优势。

数据来源: 奥林巴斯年报及业绩会, HTI

二、行业: 受益于老龄化和微创诊疗技术发展, 产品清晰度和功能性不断迭代

2.1 内窥镜行业: 2020 年全球内窥镜市场规模约 203 亿美金, 预计未来 5 年复合增速为 7.1%

医用内窥镜通过自然腔道或微创手术切口进入人体, 帮助医生进行临床诊断, 协同微创手术器械进行治疗。内窥镜主要由图像采集系统、图像处理系统和照明系统组成, 是结合了光学、电子、计算机、工程学等多学科的精密检测仪器。其中, 镜体和图像传感器是核心组件, 按照可弯曲、不可弯曲分为软镜和硬镜, 软镜灵活性更高, 主要用于消化内科、呼吸科等科室。软镜强调图像清晰度和操作灵活性; 硬镜的图像质量高, 较多用于普外科等科室。硬镜强调手术配合度, 对图像质量要求高。

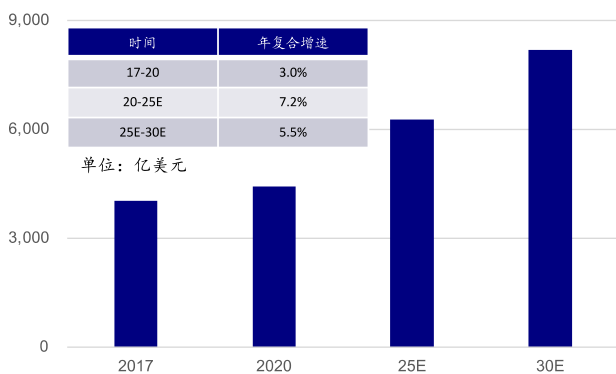
图 9 内窥镜构成及分类

内窥镜构成	图像采集系统	图像处理系统	照明系统
核心组件	<ul style="list-style-type: none"> 图像采集: 软、硬镜体 信号传输: 光纤或电缆 	<ul style="list-style-type: none"> 图像传感器: CDD (感光耦合元件)、CMOS (互补式金属氧化物半导体) 信号传导光纤/电缆 图像处理模块 显示器 	<ul style="list-style-type: none"> 光源: LED (发光二极管)、Xe (氙气) 等
使用特点	<ul style="list-style-type: none"> 通过透镜采集图像, 通过光纤/电缆传输至图像传感器 	<ul style="list-style-type: none"> 通过图像传感器对图像进行数字化处理并传输至图像处理模块, 图像处理模块内置图像识别和视觉增强算法 	<ul style="list-style-type: none"> LED光源使用寿命长, 能效高; Xe灯具有高能量密度和光强度
区别	软性内窥镜 (可弯曲)	硬性内窥镜 (不可弯曲)	
按进入人体方式分类	<ul style="list-style-type: none"> 经自然腔道: 消化内镜、支气管镜、十二指肠镜、胆道镜等 	<ul style="list-style-type: none"> 经自然腔道: 喉镜、鼻窦镜、尿道膀胱镜、宫腔镜等 经微创手术切口: 腹腔镜、关节镜、椎间盘镜、胸腔镜等 	
临床应用	<ul style="list-style-type: none"> 软镜主要用于消化内科、呼吸科等科室的诊断筛查, 强调图像清晰度和操作灵活性 	<ul style="list-style-type: none"> 硬镜主要用于普外科等科室的微创手术, 强调手术配合度, 对图像质量要求高 	

数据来源: Frost & Sullivan 《内窥镜行业现状与发展趋势蓝皮书》

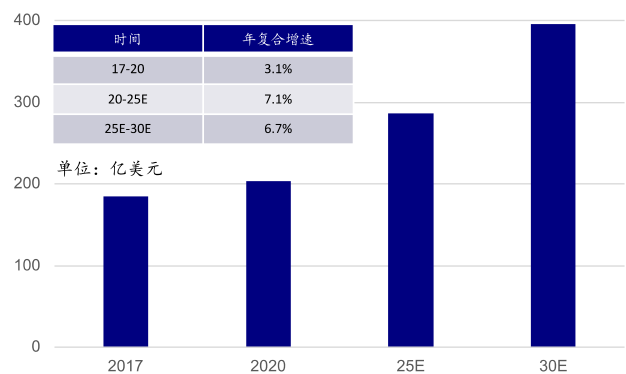
据 Frost & Sullivan 测算, 2020 年全球内窥镜市场规模约 203 亿美金, 预计未来 5 年以 7.1% 的年复合增速增长。对比 2017-2020 年, 全球内窥镜市场增长显著提速, 主要得益于老龄化下肺癌、胃癌等检查检验需求增长, 以及微创手术渗透率的提升。根据同数据来源, 预计 2025-30 年全球内窥镜市场将以 6.7% 的增速增长, 到 2030 年达到 396 亿美元, 行业将持续受益于微创手术技术的发展、新兴市场国家的需求增长、以及可操作内窥镜医师数量的增加。

图 10 全球医疗器械市场规模及增速



数据来源: 灼识咨询

图 11 全球内窥镜市场规模及增速



数据来源: Frost & Sullivan

内窥镜市场中, 软镜市场最大, 约为 60 亿美金。核心市场是美国和欧洲, 潜力市场是以中国为主的亚太地区及其他发展中国家。软镜、硬镜、内窥镜耗材、配套设备分别占全球内窥镜市场的 29.7%、28.2%、27.2%和 14.9%。从区域来看, 美国、欧盟五国、中国、日本分别占全球内窥镜市场的 43.6%、19.3%、16.5%和 7.6%。美国长期保持内窥镜第一大市场的地位。

根据 Frost & Sullivan，在分级诊疗、医院基础设施建设以及医师培训体系进一步健全的背景下，未来 10 年中国内窥镜市场将以超过 10% 的年复合增速增长，到 2030 年达到约 87 亿美元，有望成为除美国外的第二大市场。

图 12 全球内窥镜市场规模，按产品划分，2019 年

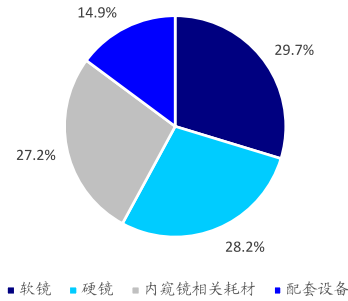
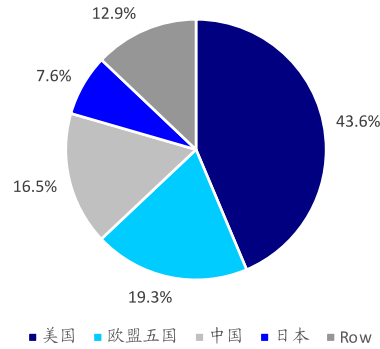


图 13 全球内窥镜市场规模，按区域划分，2020 年



数据来源：Frost & Sullivan；配套设备主要包括显示器、摄像机、冷光源等 数据来源：Frost & Sullivan

2.2 竞争格局：奥林巴斯是全球胃肠镜市场绝对龙头，市占率超过 70%

根据 Frost & Sullivan，2020 年全球内窥镜市场前三大参与者为奥林巴斯、卡尔史托斯、史赛克，分别占市场份额的 23.6%、10.3%和 8.4%，前三大参与者占市场份额的 42.3%，竞争格局较为集中。

奥林巴斯在软镜领域处于绝对优势地位，市场竞争格局处于寡头垄断的态势。其中，胃肠镜是软镜赛道的最主要领域，且绝大部分为软镜，奥林巴斯在胃肠镜市占率超过 70%，是全球胃肠镜市场的绝对龙头，其他参与者主要为富士、豪雅（2008 年收购宾得）。

图 14 全球内窥镜市场竞争格局，2020 年

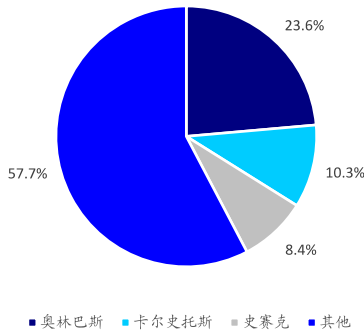
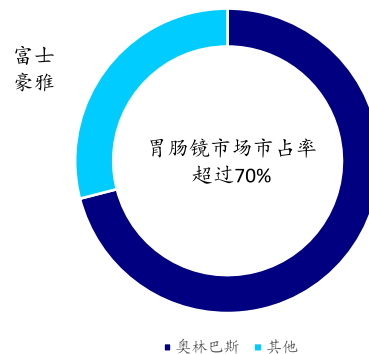


图 15 全球胃肠镜市场竞争格局，2020 年

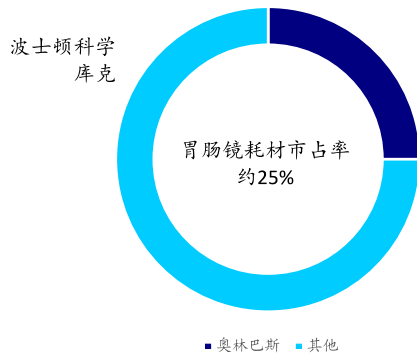


数据来源：Frost & Sullivan

数据来源：奥林巴斯年报

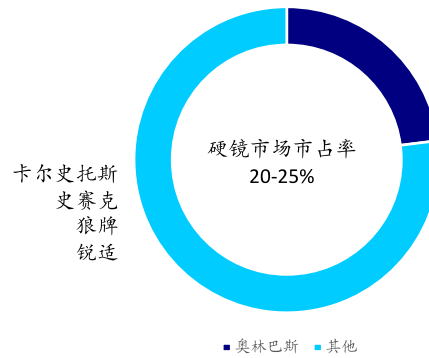
奥林巴斯在胃肠镜耗材领域市占率约 25%，其他参与者主要为波士顿科学和库克。卡尔史托斯和史赛克为硬镜领域主要参与者，与狼牌、锐适等厂商合计占硬镜市场的 75-80%。奥林巴斯占硬镜市场份额约为 20-25%。相比而言，硬镜的市场集中度低于软镜，主要因硬镜发展早，参与者众多，且硬镜在技术、临床要求及专利垄断等方面壁垒低于软镜，上游供应链对于下游厂商的整机集成更为灵活开放。

图 16 全球胃肠镜耗材市场竞争格局，2020 年



数据来源：奥林巴斯年报

图 17 全球硬镜市场竞争格局，2020 年



数据来源：奥林巴斯年报

奥林巴斯在软镜领域长期保持龙头地位，主要因成体系的服务网络以及产品切换成本高。第一，奥林巴斯注重拿下学术和再教育高地。例如，公司在全球多地区设立培训中心。2009 年后，公司先后在上海、北京、广州设立了医疗技术培训中心。在美国，公司为医疗专业人员提供多种形式的继续教育项目，包括现场指导课程、线上学习模块、异地指导的专家培训项目。面向医学生，公司亦提供大量内镜操作及微创手术培训课程。医学生从学校即接触奥林巴斯的产品，进入临床后自然转化为使用群体。在维修方面，公司在全球有超过 200 个维修中心，提供定期检查、原厂零件更换、技术人员维护和修理、运输服务等，响应质量高且及时。由于内窥镜的产品成本高、人员培训成本高、临床应用复杂且直接存在患者安全风险，因此医院和医生切换成本高，厂商的品牌声誉和口碑一旦建立就成为长期护城河。

2.3 发展趋势：我们预计高端市场长期稳定增长，注重性能和复杂临床案例的检测能力；中端市场注重产品性价比。市场将在硬件和软件两方面进一步竞争，硬件侧重诊疗一体化，软件侧重影像功能集成和 AI 辅助增强性能

我们认为过去内窥镜行业的发展可以概括为 2 个阶段，分别经历工程学与图像性能改进阶段，与功能扩展与集成阶段，并向诊断与治疗一体化方向发展。未来，行业基于临床需求的变化，可能出现在工程学、性能方面的进一步迭代。在工程学与图像性能改进阶段，驱动产品发展的核心技术是光导纤维技术和半导体技术。此阶段，从硬管式内窥镜、到半可屈式内镜、到纤维内镜、到电子内镜，产品的光源清晰度、柔软性、操作便捷性得到大幅提升。图像质量由粗至精、由自然光到电子和数据化。

趋势 1：面对新的临床需求，行业在早诊和复杂案例诊断中继续追求清晰度，并呈现诊疗一体化趋势，兼具诊断和治疗产品线的厂商更有优势。

当前行业正处于功能扩展与集成阶段，驱动行业发展的核心技术是半导体技术和图像增强技术。因患者的疾病早检查早治疗意识进一步提升，医生的临床需求也从简单的看到病灶增长至看清病灶，对黏膜组织、毛细血管等的成像对比度提出更高要求。

趋势 2：面对新的技术挑战，行业参与者正积极布局多场景应用、储备新技术。AI 辅助诊断可能成为下一代内窥镜产品的核心竞争领域。

行业围绕扩大检查范围、无痛便捷、解决交叉感染问题、提升空间视觉效果、以及更清晰图像发展了超声内镜、胶囊内镜、一次性内镜、3D 内镜，以及 4K 超高清内镜和荧光内镜等多个细分产品。由奥林巴斯推出的 NBI（窄带成像技术）和富士推出的 FICE（智能分光比色技术）显著提升了图像质量，也奠定了其行业地位。同时，行业正逐渐应用人工智能实现内窥镜诊疗的精准化、自动识别和智能化。奥林巴斯推出的新一代 EXIS X1 已经集成了 AI 辅助功能。

图 18 内窥镜行业发展历程及趋势

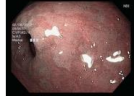
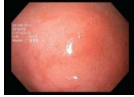
发展阶段	核心技术	解决的问题	里程碑事件
一、工程学 与图像性能 改进	<ul style="list-style-type: none"> 光导纤维技术; 半导体技术 	<ul style="list-style-type: none"> 光源弱; 柔软性差; 视觉疲劳; 多人配合手术 	硬管式内窥镜: 1881年, 奥地利Mikulicz等使用白炽灯, 结合棱镜, 用于胃部检查。 半可屈式内镜: 1932年, 由德国Schinder等使用多个透镜研发, 可在胃内弯曲30-40度。 纤维内镜: 1960年, 在Hirschowitz研发的基础上, 美国ACMI发布首款商业化纤维内镜。 电子内镜: 1983年, 美国Welch Allyn公司首次将CDD用于内窥镜, 分辨率显著提升。
二、功能扩 展与集成 (当前)	<ul style="list-style-type: none"> 半导体技术; 图像增强技术; (人工智能) 	<ul style="list-style-type: none"> 检查范围扩大; 无痛便捷; 交叉感染; 空间视觉效果提升; 更清晰 	超声内镜: 1990年, 日本宾得推出首台电子超声内镜, 奥林巴斯和富士也陆续推出。 胶囊内镜: 2001年, 以色列Given公司商业化首个胶囊内镜, 为一种可吞咽的照相机。 一次性内镜: 2009年, 丹麦Ambu推出世界首个一次性支气管镜。 3D内镜: 3D成像技术可更好地帮助医生感知深度、空间和位置, 提高手术准确度。 4K超高清内镜和荧光内镜: 为术者提供更清晰的手术视野和画面。 图像增强技术: 2005年, 富士推出FICE (智能分光比色技术), FICE的优点是图像逼真。 2006年, 奥林巴斯推出NBI (窄带成像技术), 使早期癌症的变化特征在特殊的蓝光照射下更明显。NBI的优点是对比度高, 血管与黏膜组织的边界较为清晰。 图像传感器芯片: 1995年, Omni Vision成立并开始研发CMOS芯片, 其拥有体积小、成本低等优势, 目前已有部分国际厂商开始使用CMOS传感器。
三、诊断与 治疗一体化 (未来)		基于临床需求的变化, 在工程学、性能方面进一步迭代	1974年, 日本和德国的胃肠病专家发明了内镜下括约肌切开术 (EST)。 1999年, 日本专家Gotoda等首先报道了应用IT刀对早起胃癌进行完全切除, 并正式命名为内镜黏膜下剥离术 (ESD)。

数据来源: 公开资料, Shao-qian, T. (2009). Comparative Research of the Electronic Endoscopy Technology between Narrow-band Imaging and Fuji Intelligent Chromo Endoscopy. China Medical Devices., HTI

趋势 3: 面对中国等性价比产品走向全球的冲击, 我们预计, 中端市场可能进入性价比竞争, 高端市场长期稳定增长, 龙头地位稳固。

高端产品性能优越、服务体系完善, 在早筛、复杂案例诊断、复杂手术中有难以替代的地位, 主要体现在较高的诊断率、低感染率等方面。毫无疑问, 在早筛和复杂术式中使用高端设备能够提前发现、精准定位病灶, 节约长期成本并提升诊疗效率。例如, 在临床研究中, 高端产品配备的图像获取、图像处理能力如窄带成像 (NBI) 能够显著提升疾病检出率。在中端市场, 日本的富士胶片和宾得、中国的开立医疗、澳华内镜的产品, 尽管在舒适度方面与奥林巴斯仍有相当差距, 但其产品性能和解决特定临床需求的能力正持续提升。中国厂商可能依靠性价比优势逐渐提升其产品在国际中端市场份额。

图 19 一项多中心、大样本、随机研究应用 NBI 技术对比白光对检出率的提升影响

	NBI (窄带成像)	白光
研究方法	试验为一项多中心、大样本量、随机研究，使用奥林巴斯EVIS LUCERA ELETE 290或EVIS EXERA III 190，对NBI和白光两种条件下检测肠化生（IM）、胃局部病变或胃癌。试验为亚太地区5所三级医疗机构进行的多中心研究，共有579名年龄在50岁以上接受上消化道内窥镜检查的患者被随机分配到NBI组和白光组。	
肠化生（IM）检出率	18%（52/293例）	8%（22/286例）
检测IM准确率	93%	89%
		
胃局部病变检出率	41%（119/293例）	29%（83/286例）
胃癌检出率	1%（3/293例）	2%（7/286例）
检测恶性准确率	81%	74%
研究结论	与白光相比，NBI显著提高了IM的检出率。	

数据来源：Ang, Tiing Leong; Pittayanon, Rapat; Lau, James Yun Wong; Rerknimitr, Rungsun; Ho, Shiaw Hooi; Singh, Rajvinder; Kwek, Andrew Boon Eu; Ang, Daphne Shih Wen; Chiu, Philip Wai Yan; Luk, Sally; Goh, Khean Lee; Ong, Jeannie Peng Lan; Tan, Jessica Yi-Lyn; Teo, Eng Kiong; Fock, Kwong Ming . (2015). A multicenter randomized comparison between high-definition white light endoscopy and narrow band imaging for detection of gastric lesions. European Journal of Gastroenterology & Hepatology, 27(12), 1473–1478. . HTI

三、财务：新一代产品 EVIS X1 逐渐进入放量窗口，我们预计 QARA 相关资本开支逐步减少后利润率逐渐回升

3.1 FY3/24 收入 9,362.1 亿日元，同比增长 6.2%，持续经营净利率约为 2.9%（-12.8pp），主要因 QARA 资本开支的大幅增长

FY3/24 公司收入规模达到 9,362.1 亿日元，同比增长 6.2%；实现净利润 2,429.3 亿日元，净利率为 25.9%，可持续经营净利率为 2.9%。收入的稳步提升主要归因于内窥镜解决方案（ESD）和治疗解决方案（TSD）的持续增长。其中，ESD 和 TSD 业务同步增长，增速分别为 6.3%和 6.0%。截至 FY3/24，ESD 收入占比为 62.7%；TSD 收入占比为 36.0%，整体业务结构相对稳定。因剥离科学解决方案业务，公司实现收益 3,490.0 亿日元，带来净利率大幅提升。但受到 QARA 资本投入的影响，可持续经营净利率同比下滑 12.8 个百分点，见后文具体分析。

近年剥离映像和科学业务聚焦主业，疫情导致新一代产品 EVIS X1 的上市和推广节奏递延，FY3/20-FY3/24 收入实现年复合增长 4.1%。2020 年，奥林巴斯在欧洲和亚洲推出“EVIS X1”内窥镜系统。受到 COVID-19 下消化内镜检测、手术等诊疗行为被推迟或取消的影响，销售拜访和推广新设备的行为被限制。因此，FY3/21 公司收入有一定下滑，疫情影响出清后经营和诊疗活动逐步恢复。2021 年和 2023 年在转型计划的推进下，公司剥离映像业务和科学业务。

2023 年 5 月 EVIS X1 在美国获批上市，有望显著拉动全年业绩。FY25H1 整体实现收入增长 9.8%。其中，ESD 和 TSD 分别同比增长 10.3%和 9.6%，疫情后收入恢复增长。尽管受到中国市场监管趋严的影响，FY25H1 中国区域收入同比下滑 17.9%，但北美区域收入同比增长 27.4%，对冲了相关影响并拉动整体业绩。

图 20 公司收入及增速

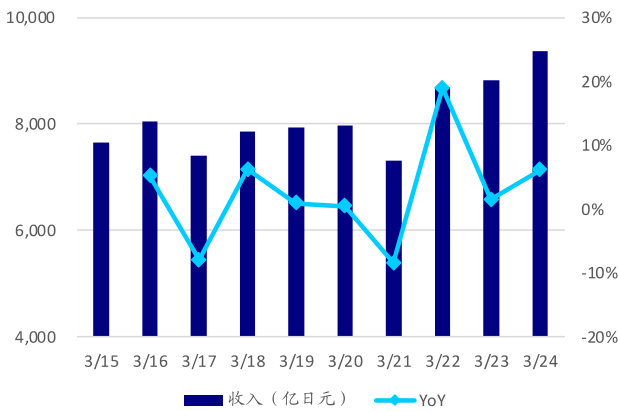
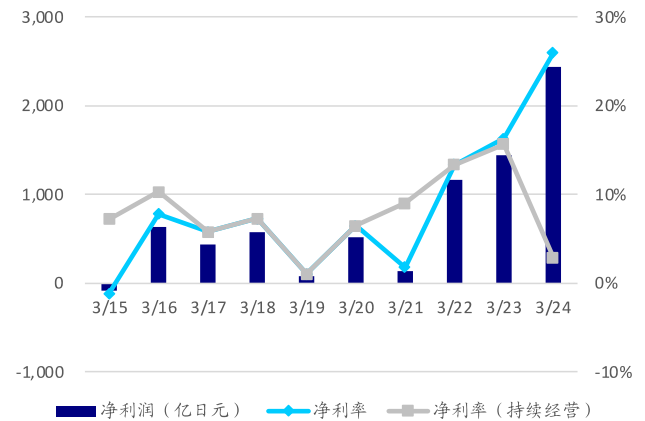


图 21 公司净利润及净利率



数据来源：奥林巴斯年报，HTI

数据来源：奥林巴斯年报，HTI

3.2 北美和欧洲是核心市场，收入占整体的 63.4%。新兴市场增速略快于整体，FY3/21-FY3/24 增速为 11.5%

公司海外收入占比高达 87.0%，北美和欧洲是公司核心市场，拉美、中非、印度、其他亚太发展中国家等市场增长较快。截至 FY3/24，北美和欧洲占总收入的 37.5%和 25.9%。日本、中国、亚洲和大洋洲、其他地区的收入分别占总收入的 13.0%、11.4%、9.4%、2.8%。此外，FY3/21-FY3/24 公司在拉美、中非、印度、其他亚太发展中国家实现了约 11.5%的年复合收入增长，略快于整体增速。

图 22 公司收入，按业务拆分

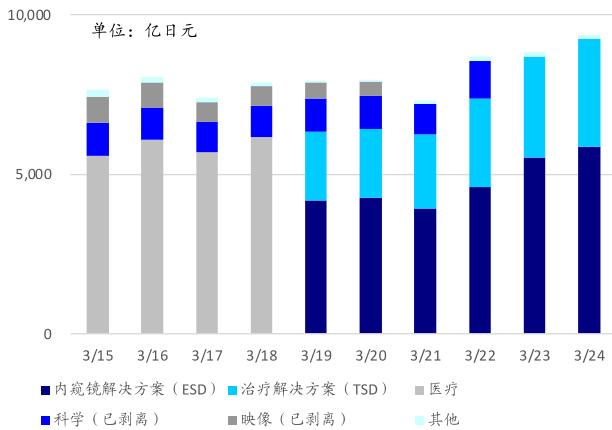
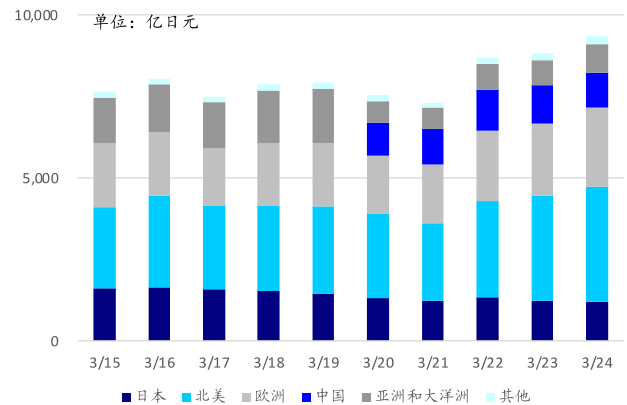


图 23 公司收入，按地区拆分



数据来源：奥林巴斯年报，HTI

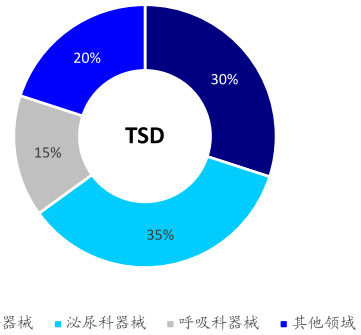
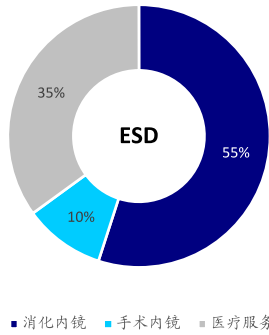
数据来源：奥林巴斯年报，HTI

ESD 业务收入中，消化内镜、手术内镜和医疗服务分别占 ESD 收入的 55%、10%和 35%。北美、欧洲、中国、日本是 ESD 业务的核心区域，分别占 ESD 收入的 37%、25%、13%和 12%。ESD 业务的增长主要受到以下因素驱动：①新一代内窥镜 EVIS X1 的全球推广；②下一代内镜超声系统 Aplio i800 EUS 的上市和推广（EU、JP、AP）③手术内镜 VISERA ELETE III 美国（FY25）和中国（FY26）上市。

TSD 收入中，消化科器械、泌尿科器械、呼吸科器械及其他领域器械分别占 TSD 收入的 30%、35%、15%和 20%。北美、欧洲、日本是 TSD 业务的核心区域，占 TSD 收入比例分别为 40%、27%、13%。公司聚焦加深现有消化、泌尿、呼吸系统产品销售并持续迭代。

图 24 ESD 业务收入按产品和服务类型拆分，FY3/24

图 25 TSD 业务收入按产品类型拆分，FY3/24

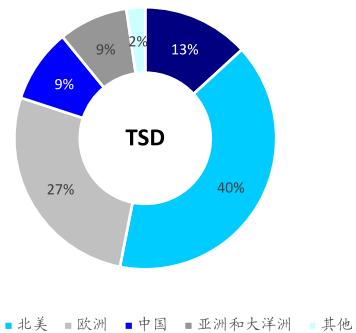
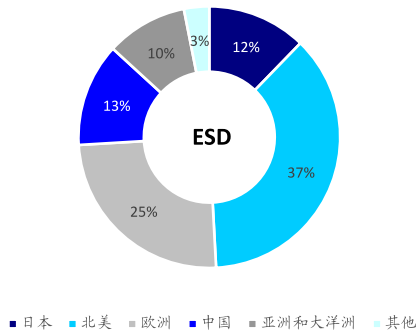


数据来源：奥林巴斯年报，HTI

数据来源：奥林巴斯年报，HTI

图 26 ESD 业务收入按区域拆分

图 27 TSD 收入按区域拆分



数据来源：奥林巴斯年报，HTI

数据来源：奥林巴斯年报，HTI

3.3 FY3/24 毛利率为 66.8%，在新产品放量及 TSD 产品体系完善的带动下稳步提升

FY3/20-FY3/24 公司毛利率从 62.6%提升至 66.8%，主要得益于 EVIS X1 的放量和 TSD 产品系列的完善。FY3/24 毛利率小幅下滑 0.9 个百分点，主要因 ESD 中高流量吹气装置的市场调整措施产生费用约 52 亿日元，以及 ESD 中自愿召回部分内窥镜产品产生费用 42 亿日元。FY3/24 公司销售/管理费用率和研发费用率分别为 50.5%和 10.2%，因新产品上市推广、研发力度加大有一定提升趋势。

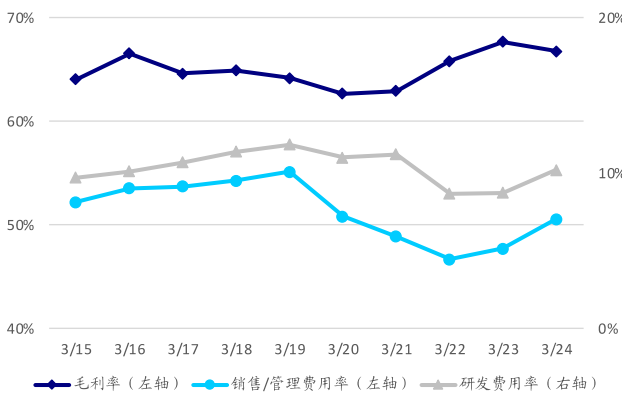
公司 FY24 利润端出现大幅波动，主要因①外部因素，未及时处理 FDA 关于其内窥镜配件、支气管镜、高流量腹部吹气装置的质量、故障问题；②推动经营质量提升计划 QARA，大幅增加资本投入。FY24 公司实现经营利润 436.0 亿日元，同比减少 1,430.1 亿日元。经营利润率的下滑主要因 ESD 和 TSD 的利润率均有一定程度下滑。剔除一次性成本和费用、资产剥离影响，公司经调整经营利润从 FY3/23 的 1,767.9 亿日元下滑至 FY3/24 的 1,515.3 亿日元，同比减少 252.6 亿日元。

①ESD 业务经营利润率下滑至 17.8%，同比减少 480.9 亿日元。下滑主要系市场调整措施、Elevate 项目、减值计提相关的成本和费用共 347 亿日元，包括与高流量吹气装置的市场调整措施有关的成本约 52 亿日元，与自愿召回小肠内窥镜系统有关的成本约 42 亿日元。此外，ESD 销售费用增加也摊薄了经营利润，主要由于销售人员薪酬增加，以及与质量转型计划 Elevate 相关的一次性费用投入 147 亿日元，以及计入其他费用的资产和研发项目减值损失分别为 60 亿日元和 46 亿日元。

②TSD 业务经营亏损 84.7 亿日元，同比减少 721.6 亿日元。亏损主要系①停止生产和销售 Veran Medical Technologies (2020/12/30 收购) 的电磁导航系统产生损失 519 亿日元；②与质量提升项目 Elevate 相关的一次性费用 84 亿日元；③撤销 Taewoong Medical 并购协议产生的成本 20 亿日元；④计提 TSD 研发项目的资产减值损失 23 亿日元。

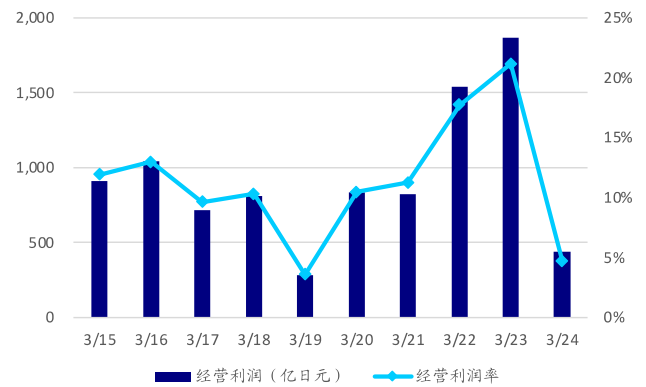
为实现综合经营质量转型 (QARA)，以解决 FDA 警告信问题及提升国际化经营水平，公司预计在 FY3/24-FY/26 投入总计约 600 亿日元。我们预计，伴随 FY25-FY26 公司对 QARA 的投入逐步减少后，经营利润率有望回升至常规水平 (15-20%)。

图 28 公司毛利率及费用率



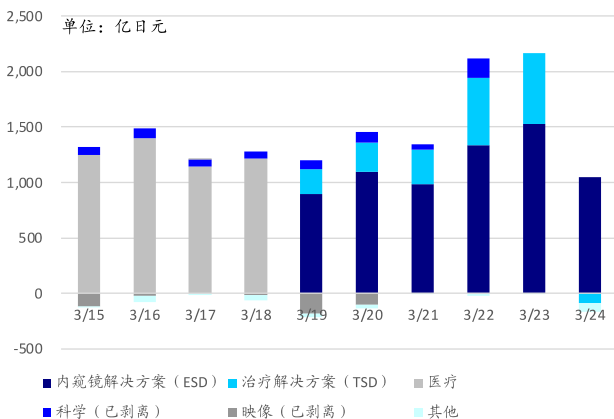
数据来源：奥林巴斯年报，HTI

图 29 公司经营利润及经营利润率



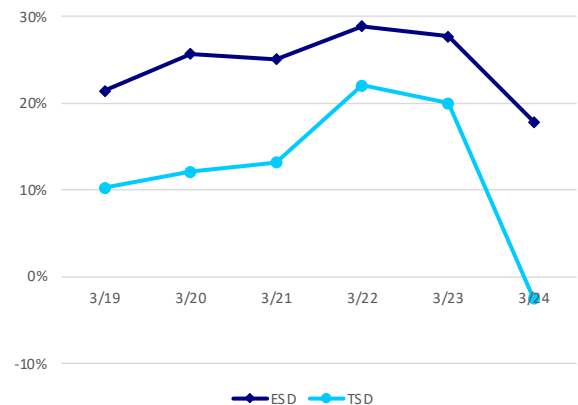
数据来源：奥林巴斯年报，HTI

图 30 公司经营利润，按业务拆分



数据来源：奥林巴斯年报，HTI

图 31 ESD 和 TSD 业务的经营利润率



数据来源：奥林巴斯年报，HTI

FY3/24, 公司经营性现金净流量、投资性现金净流量、融资性现金净流量分别为 423.7 亿日元、3,599.9 亿日元、-2,760.1 亿日元。经营性现金净流量下降 561.3 亿日元, 主要系经营利润的显著下滑, 同前所述。此外, 投资性现金净流量的大幅增长主要因科学业务处置产生 3,790.9 亿日元资金流入; 融资性现金净流量的大幅增长主要因回购股票 1,800.0 亿日元。截至 FY3/24, 公司账面现金及现金等价物约为 3,409.3 亿日元, 资本储备充裕。

图 32 公司现金净流量

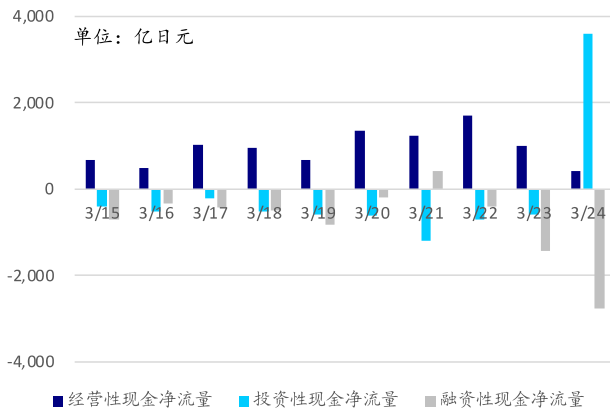
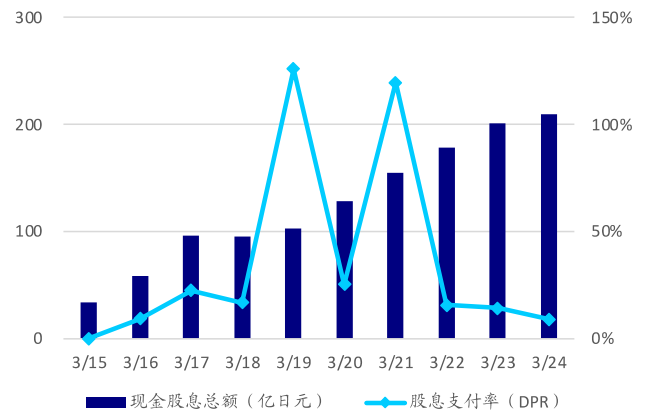


图 33 公司年度现金股息总额及股息支付率 (DPR)



数据来源: 奥林巴斯年报, HTI

数据来源: 奥林巴斯年报, HTI

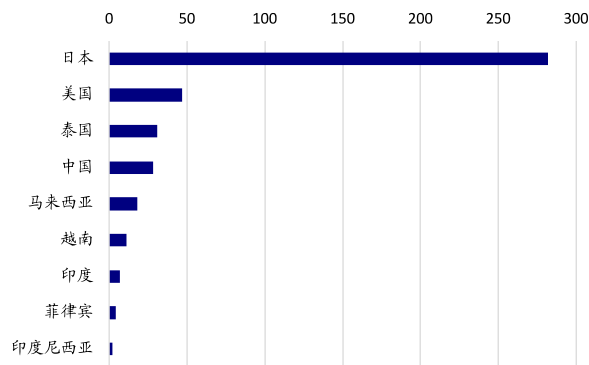
四、壁垒: 品牌声誉、产品迭代能力、培训及维修一体的服务能力

4.1 品牌声誉: 从教学入手, 发展能够使用内窥镜的医生, 用 20 年培育一个市场

公司深耕一个市场的策略是从培训入手, 提高能够操作内窥镜的医生数量。印度是继中国的下一个前景市场。从全球各国家每百人可操作内窥镜的医师数量来看, 日本较为领先, 达到 282 名/百万人, 美国亦达到 47 名/百万人的水平, 中国仍有一定提升空间, 约为 28 名/百万人, 印度人口多, 潜力大, 目前仅约 7 名/百万人。此外, 奥林巴斯培育市场的策略包括但不限于支持临床指南的研究、专家共识的发表、学术会议、国际医学期刊等。

奥林巴斯目前与全球医疗机构和组织合作, 每年支持超过 150 个内窥镜培训项目。公司自 1987 年设立北京办公室, 截至 FY24 中国市场实现 1,063.4 亿日元, 占总收入比例达到 11.4%。据公司年报, 过去 5 年间, 公司在中国市场培训了约 10.6 万名医生, FY24 在印度、印度尼西亚、菲律宾、巴西、墨西哥等新兴市场培训了约 1900 名医生。公司 2009 年于印度设立营销公司, 基于其较大的人口基数, 较低的癌症生存率, 拥有较大的发展潜力。

图 34 各国家每百万人可操作内窥镜的医师数量

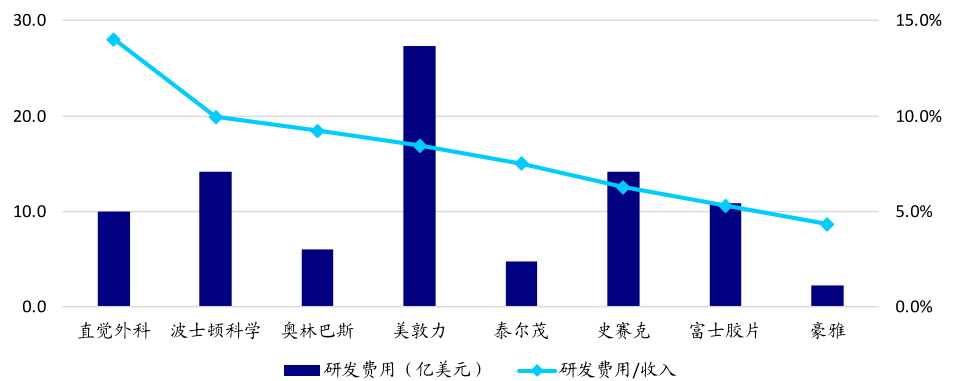


数据来源：奥林巴斯年报，HTI

4.2 产品迭代和精密制造能力：技术领先带动产品迭代，融合光学、工程学的精密制造能力

2023 年（FY24）奥林巴斯研发投入约 6.0 亿美元，占收入比例 9.2%，对比其他全球医疗器械公司保持了较高的研发投入水平。此外，直觉外科和波士顿科学研发投入占比也较高，分别达到 14.0%、9.9%的水平。

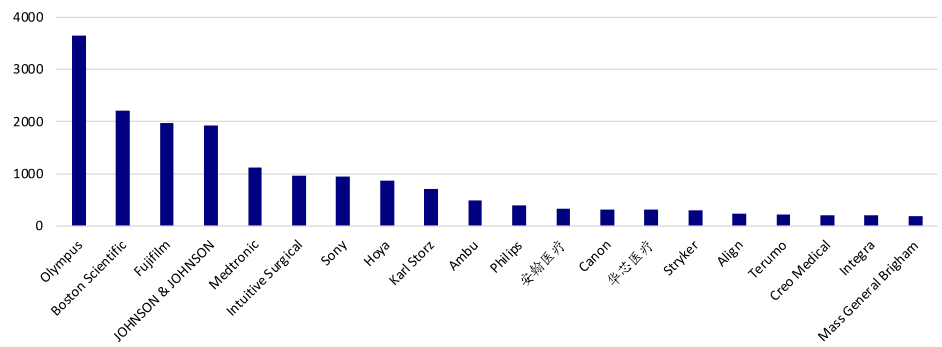
图 35 主要全球医疗器械公司研发投入占比（2023 年）



数据来源：BBG，HTI

开发内窥镜产品需要大量的技术积累，公司在照明、成像、设备本体、操作部等领域积累了众多专利，新进入者短期难以追赶。据“全球医用内窥镜设备发明专利排行榜”，2021/7/1 至 2024/6/30 期间，奥林巴斯以 3648 件专利的申请量排名第一。

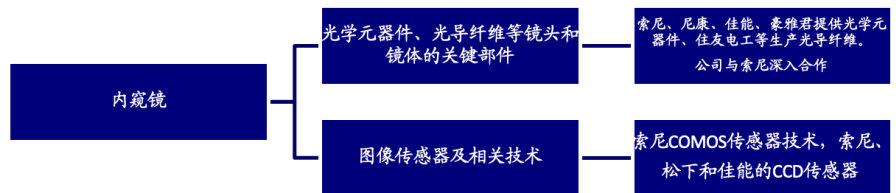
图 36 2021/7/1-2024/6/30 全球医用内窥镜专利申请数量排行 (件)



数据来源: IPR Daily, HTI

奥林巴斯在技术转化方面优势突出，与其在日本健全的软硬件产业链中的深度合作密不可分。技术转化持续推动产品迭代。在硬件方面，日本多家企业在光学元器件、光导纤维、图像传感器领域具有世界领先地位，奥林巴斯与索尼、佳能等企业深度合作，在零部件获取和产品性能方面保持领先。在软件以及软硬件结合方面，奥林巴斯的图像处理算法和微型化技术得益于公司数十年积累的精密加工和制造能力。


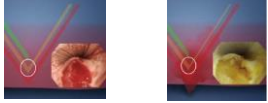
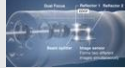
图 37 日本内窥镜产业涉及的关键零部件



数据来源: IPR Daily, HTI

目前公司拥有的图像处理技术领先，包括纹理与色彩增强成像、红色双色成像、扩展景深等。同时，公司研发储备新一代产品应用的技术，包括超高分辨率成像、多模态融合成像、智能辅助诊断、增强现实和虚拟现实、分子成像等。我们认为公司领先的成像技术和充足的技术储备将使得公司持续保持产品迭代和龙头优势地位。

图 38 奥林巴斯目前主要的图像处理技术和研发中的技术储备

当前	技术优势	技术效果
创新影像及其他技术 TXI (纹理与色彩增强成像)	通过增强纹理、亮度和色彩，更清晰地界定细微的组织差异，从而使潜在病变（如炎症区域、扁平或凹陷性病变，甚至微小的前期病变）更易于被观察到。凭借其先进的成像技术，TXI 有望革新内窥镜检查中的白光成像。	 <p>普通白光 TXI处理后</p>
RDI (红色双色成像)	针对胃肠道出血的难题，RDI提高了深部血管和胃肠道出血源的可视性。它利用绿、黄、红三种波长来使深部血管可视化。更容易识别出血点。	 <p>普通白光 RDI处理后</p>
EDOF (扩展景深)	EDOF技术将不同焦距的两幅图像合成为一幅图像，呈现增强可视性和始终清晰的图像，旨在减少对聚焦调整的必要性，有望提高工作效率并降低漏诊率。	
手术内窥镜 4K, 3D和IRI	奥林巴斯于 2022 年推出了 VISERA ELITE III 系统。该系统不仅支持 4K、3D、红外 (IR) 成像以及窄带成像 (NBI) 观察模式等更多选项，以满足外科医生的需求，还能与奥林巴斯现有的硬式内镜、软式内镜和摄像头兼容。截至2024年2月，该产品已在日本、欧洲和部分亚洲地区上市。	
荧光引导手术成像系统	荧光成像指利用针对特定解剖结构的荧光染料特性的特殊光学成像技术。2021 年，公司通过收购荷兰医疗器械制造商 Quest Photonic Devices B.V.，扩大其荧光成像市场的产品组合。公司已将 Spectrum® 纳入产品系列，这是一款适用于开放式手术和腹腔镜手术的荧光引导手术成像系统。	
研发中	超高分辨率成像、多模态融合成像、智能辅助诊断、增强现实和虚拟现实、微型化与高性能传感器、分子成像	

数据来源：奥林巴斯年报，HTI

我们预计，人工智能辅助可能成为下一个内窥镜行业发展的关键技术领域，主要优势体现在①通过经训练的 AI 大模型，实时分析视频和图像数据，提高疾病检出率、准确性、检查速度；②通过 AI 赋能的数据云处理，生成可视化的分析结果，并有可能通过 AI 创建图表、报告，大幅提升医生工作效率；③医生通过与 AI 交互，提高复杂病例的处理能力，提高学习曲线和学习效率，并可能带来产品的高效培训和加速渗透。例如，根据一项评估 AI 用于胃镜检查的研究，试验结果表明，AI 系统在记录图片的图像质量、记录速度方面更有优势，医师结合 AI 工作能进一步提升图像获取的完整性。AI 对单个解剖标志物的检查准确率达到 95.90%-99.60%。同时 AI 辅助能够减少胃镜检查期间的盲点，减少医生重复性劳动提高效率，提高诊断的准确性。

目前，奥林巴斯的新一代产品 EVIS X1 通过搭载 Endo-Aid CADE 计算机辅助程序，能过利用 AI 技术对内镜图像进行分析，可提示结肠息肉、恶性肿瘤和腺瘤等病变的潜在存在，有助于提高腺瘤检测率。同时，AI 可以将原视频加上 AI 分析结果的视频再输出至显示器，供医生观察和诊断。2024 年 9 月 5 日，奥林巴斯的 caddie 计算机辅助检测 (CADE) 设备获得了 FDA 510 (k) 认证，是首个用于结肠镜检查的基于云的 AI 技术产品。

图 39 Nature: 一项评估人工智能系统获取实时高质量照片用于胃镜检查的研究 (2025 年 2 月)

评估人工智能系统获取实时高质量照片用于胃镜检查	
研究方法	研究使用 APT 自动照片记录系统 (基于 AI, 训练数据集使用 2017-2022 年首尔国立大学医院进行的 3309 次胃镜检查的 10.3 万张内窥镜图像, 图像拍摄来自奥林巴斯、富士、宾得的产品, 使用快速傅立叶变换算法挑选最佳图像), 对比 7 名内窥镜医师, 观看 37 个胃镜检查视频进行虚拟检查, 按要求捕捉 11 个含有解剖标志的图像, 对胃镜检查中捕捉图像的完整性和图像质量、准确率进行评估。
研究终点	APT 捕捉标志物的准确性、敏感性、特异性, 摄影记录的完整性、无效图像比例和图像质量。
研究结果: 完整性	APT 在照片记录的完整性方面对比内窥镜医师无显著差异 (87.72% vs. 85.75%)
研究结果: 完整性	APT 与内窥镜医师结合的摄影记录完整性高于内窥镜医师单独记录, 说明 AI 辅助能够进一步提升医师的图像捕捉完整性 (91.89% vs. 85.75%)
研究结果: 图像质量	APT 捕捉图像的平均图像质量 (MOS 评分) 高于内窥镜医师 (3.88 vs. 3.41)
研究结果: 无效图像	APT 捕捉的无效图像比例低于内窥镜医师, 说明 AI 辅助能够提高捕捉图像的效率 (1.92% vs. 6.59%)
研究结果: 图像获取速度	APT 无延迟的呈现图像报告 (视频时间为 3.69 ± 1.15 分钟), 内窥镜医师胃镜检查平均时间为 4.62 ± 0.86 分钟 (内窥镜医师大约花费一分钟的时间, 占总检查时长的 20%, 进行倒带和冷冻以进行照片记录)
结论	APT 能提供实时自动化的摄影记录, 具有更高的完整性和质量, 可辅助内镜医师提高 EGD 摄影记录的质量和完整性, 提升诊断准确性, 能过减少胃镜检查期间的盲点, 减少医生重复性劳动提高效率。但该研究存在局限性, 如缺乏真实临床环境验证、样本量小、未纳入专家内镜医师等, 未来需进一步研究改进。此外, APT 训练使用的是奥林巴斯、富士、宾得产品获取的视频和图像, 需要迁移学习或调整算法才能用于其他内窥镜系统。

数据来源: Ahn, B.Y., Lee, J., Seol, J. et al. Evaluation of an artificial intelligence-based system for real-time high-quality photodocumentation during esophagogastroduodenoscopy. Sci Rep 15, 4693 (2025). <https://doi.org/10.1038/s41598-024-83721-9>, HTI

4.2 服务能力: 全球本地化部署培训和维修中心

奥林巴斯产品最早于 1979 年进入中国市场, 最终能在与欧美产品的竞争中胜出, 本土化的售前和售后服务是其产品领先的重要一环。内窥镜结构精密, 维修复杂, 需要专业培训和本土化的维修服务。因频繁进出患者体内, 弯曲部位长期承受机械应力, 血液、组织液等污染物长期腐蚀镜体, 内窥镜需要及时高效的维保服务。截至 2023 年, 奥林巴斯在美洲、欧洲、亚洲、大洋洲等主要市场设置 17 个培训中心, 全球拥有超过 200 个维修中心。公司培训、保养和维修服务体系完善, 本土化优势突出。

五、盈利预测及估值

5.1 盈利预测

我们预计公司 2025 财年至 2027 财年收入保持稳健增长, EVISX1 在北美的持续放量对冲一部分中国市场入院受阻带来的影响, 中国市场预计在 FY26 恢复性增长, 待市场监管环境企稳, 逐渐进入新品的换代和放量期。我们预计公司 2025-2027 财年分别实现收入 Yen 1,025.4bn/ 1,100.1bn/ 1,167.0bn, 实现可持续经营净利润 Yen 126.8bn/ 180.0bn/ 200.0bn。

图 40 盈利预测

Olympus		JGAAP	JGAAP	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
yen billion		FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18	FY3/19	FY3/20	FY3/21	FY3/22	FY3/23	FY3/24	FY3/25e	FY3/26e	FY3/27e
Sales		764.7	804.6	740.6	786.5	793.9	797.4	730.5	868.9	881.9	936.2	1,025.4	1,100.1	1,167.0
	yoy		5%	-8%	6%	1%	0%	-8%	19%	2%	6%	10%	7%	6%
1) Medical Business		558.3	608.9	570.4	616.3	634.3	641.8	625.5	737.1	870.0	923.9	1,013.2	1,087.9	1,154.7
	yoy		9%	-6%	8%	3%	1%	-3%	18%	18%	6%	10%	7%	6%
Endoscopic Solutions Division (ESD)						418.8	425.7	393.7	461.5	551.8	586.6	652.0	705.5	750.7
	yoy						2%	-8%	17%	20%	6%	11%	8%	6%
Therapeutic Solutions Division (TSD)						215.5	216.1	231.8	275.6	318.2	337.3	361.2	382.4	404.0
	yoy						0%	7%	19%	15%	6%	7%	6%	6%
2) Other Business		206.3	195.7	170.2	170.2	159.6	155.6	105.0	131.7	11.9	12.3	12.3	12.3	12.3
Scientific Solutions (Discontinued)		103.9	101.6	93.4	100.0	104.2	105.2	95.9	119.1					
Imaging (Discontinued)		79.4	78.3	62.8	60.3	48.7	43.6							
Others		23.0	15.8	14.0	9.9	6.7	6.8	9.2	12.6	11.9	12.3			
Medical Business % of Sales	%	73%	76%	77%	78%	80%	80%	86%	85%	99%	99%			
Sales by region														
Japan		161.4	163.1	159.6	153.8	146.3	132.5	123.5	135.2	122.5	121.5	122.0	123.2	124.5
	yoy		1%	-2%	-4%	-5%	-9%	-7%	10%	-9%	-1%	0%	1%	1%
North America		249.9	282.1	255.7	262.5	267.4	259.8	237.0	293.4	322.2	351.3	407.8	439.7	471.6
	yoy		13%	-9%	3%	2%	-3%	-9%	24%	10%	9%	16%	8%	7%
Europe		195.2	195.6	174.9	191.1	192.0	175.3	181.2	217.9	222.2	242.8	264.5	281.0	291.8
	yoy		0%	-11%	9%	0%	-9%	3%	20%	2%	9%	9%	6%	4%
China							101.8	110.4	125.4	117.1	106.3	102.1	114.8	125.2
	yoy							8%	14%	-7%	-9%	-4%	12%	9%
Asia and Oceania		139.3	146.0	143.5	160.5	168.5	66.8	63.6	77.5	77.8	88.1	97.8	106.4	115.0
	yoy		5%	-2%	12%	5%		-5%	22%	0%	13%	11%	9%	8%
Others		18.8	17.8	14.4	18.7	19.6	19.0	15.0	19.5	20.2	26.1	31.3	35.0	38.8
Overseas % of Sales		79%	80%	78%	80%	82%	83%	83%	84%	86%	87%	20%	12%	11%
Consolidated P&L Statement														
Sales		764.7	804.6	740.6	786.5	793.9	797.4	730.5	868.9	881.9	936.2	1,025.4	1,100.1	1,167.0
Cost of sales		274.8	269.3	262.1	276.0	284.3	297.8	271.0	297.2	285.1	311.1	330.1	350.0	367.1
Gross Profit		489.9	535.2	478.5	510.5	509.6	499.6	459.5	571.7	596.8	625.1	695.3	750.1	799.9
SGA expenses		398.9	430.8	397.7	426.6	437.5	405.0	357.0	405.4	420.5	473.2	492.3	498.4	521.6
GL of investment				-1.3	0.0	0.6	0.5	0.6	1.5	0.5	-0.4	0.0	0.0	0.0
Other income				5.7	7.9	6.2	3.0	8.5	14.4	23.7	4.7	3.6	3.6	3.6
Other expense				14.0	10.7	50.6	14.5	29.6	28.3	13.9	112.6	30.2	8.3	8.3
Operating Profit		91.0	104.5	71.2	81.0	28.3	83.5	82.0	153.9	186.6	43.6	176.3	247.1	273.6
Adjusted operating profit										176.8	151.5	209.3	256.6	283.1
Finance income		5.7	5.5	2.2	2.7	2.2	1.9	1.2	1.4	3.9	2.6	2.6	2.6	2.6
Finance costs		23.8	19.1	10.9	7.0	10.3	7.6	6.4	5.4	8.2	10.3	10.3	10.3	10.3
Interest rate	%			4%	3%	6%	3%	2%	1%	2%	3%	3%	3%	3%
Profit before tax		72.8	90.9	62.5	76.7	20.1	77.8	76.8	149.9	182.3	35.9	168.6	239.3	265.8
Income taxes		17.8	8.1	19.7	19.6	12.1	26.1	11.1	33.9	44.3	8.9	41.8	59.3	65.8
Profit from continuing operations		55.0	82.7	42.8	57.1	8.0	51.7	65.7	116.0	138.0	27.0	126.8	180.0	200.0
	yoy		51%	-48%	33%	-86%	542%	27%	77%	19%	-80%	370%	42%	11%
Profit from discontinued operation		-63.8	-20.1				60.6	65.7		5.6	216.0			
Profit		-8.9	62.7	42.8	57.1	8.0	112.2	131.3	116.0	143.6	242.9	126.8	180.0	200.0
Profit attributable to owners of parent		-8.7	62.6	42.8	57.1	8.1	51.7	12.9	115.7	143.4	242.6	126.8	180.0	200.0

数据来源：奥林巴斯年报，HTI

5.2 估值

我们认为公司作为全球内窥镜市场龙头，技术和精密制造能力领先，产品持续迭代，具有长期品牌价值。我们使用相对估值法进行估值，选取日本市场医疗器械板块，业务可比，规模相近的保谷光学（豪雅）、富士胶片和泰尔茂作为可比公司。我们预计奥林巴斯 2025 年（2026 财年）净利润为 1,800 亿日元（约 11.7 亿美元），根据行业可比公司平均水平，给予 2025 年（2026 财年）23xPE，对应市值 41,400 亿日元，目标价 3411.90 日元/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。

图 41 Nature: 一项评估人工智能系统获取实时高质量照片用于胃镜检查的研究 (2025 年 2 月)

Ticker	2025/2/13 Company	市值 亿美元	净利润			PE (x)			PEG (x)
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2025E
7741.JT	保谷光学	439.2	12.6	13.5	15.5	36	33	29	2.0
4901.JT	富士胶片	253.6	16.9	16.4	18.0	17	15	14	1.4
4543.JT	泰尔茂	273.3	7.4	8.4	9.9	38	32	28	1.6
Average						30	27	23	1.7

数据来源：BBG, HTI; 截至 2025 年 2 月 13 日; USDJPY=154

六、风险提示

产品医疗质量及法规的风险、汇率波动风险、关税等地缘政治风险、行业竞争加剧的风险、产品研发和上市进展不及预期的风险。

财务报表分析和预测

yen/bn				
Profit & Loss (Rmb'm)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E
Total turnover	882	936	1,025	1,100
Cost of sales	285	311	330	350
Gross profit	597	625	695	750
Total operating costs	410	582	519	503
Operating profit	187	44	176	247
Other income	24	5	4	4
Interest income (expense)	4	3	3	3
Share of loss from others	8	10	10	10
Pre-tax profit	182	36	169	239
Taxation	44	9	42	59
Net Income	144	243	127	180
Minorities	0	0	-	-
Net Income to ord equity	143	243	127	180
One-off expense	(6)	(216)	-	-
Normalized net income	138	27	127	180
Balance Sheet (Rmb'm)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E
Total cash and equivalents	169	341	379	561
Inventories	163.0	190.0	187.3	198.6
Account and other receivables	-	-	-	-
Trade receivables	175	198	204	219
Other current assets	219	72	351	351
Total current assets	726	800	1,122	1,330
Property, plant and equipment	239	260	288	306
Other non-current assets	544	474	472	479
Total non-current assets	782	734	761	785
Total assets	1,509	1,534	1,882	2,115
Contract liabilities	23	28	28	28
Trade and other payable	63	62	66	70
Bank borrowing	50	70	70	70
Other current liabilities	326	272	345	345
Total current liabilities	462	432	509	513
Bank borrowing	290	230	230	230
Contract liabilities	62	62	62	62
Other liabilities	54	53	53	53
Total non-current liabilities	406	345	345	345
Total liabilities	867	777	855	859
Shareholder's equity	640	757	862	1,010
Minority interests	0	-	-	-
Total equity	640	757	862	1,010
Total liabilities & shareholders' equity	1,508	1,534	1,716	1,869

X				
Cash flow (Rmb'm)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E
Operating profit	187	44	176	247
Deprecation and amortisation	64	66	68	79
Changes in working capital	(1)	70	(17)	28
Other operating cash flow	(150)	(137)	(38)	(12)
Cash generated from operations	98	42	189	343
Capex	72	81	90	90
Other investing cash flow	(130)	279	(153)	(153)
Net cash flow from investing activities	(58)	360	(63)	(63)
Change in borrowings	(0)	(0)	(0)	(0)
Proceeds from changes in capital	(50)	(180)	-	-
Other financing cash flow	(93)	(96)	(88)	(98)
Net cash flow from financing	(143)	(276)	(88)	(98)
Cash at beginning of period	303	169	341	379
Net change in cash	(97)	135	38	182
Forex effects	6	9	-	-
Implied cash at end of period	206	305	379	561
Free cash flow	171	123	279	433

X				
Key Ratios	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E
Growth				
Revenue growth	1.5%	6.2%	9.5%	7.3%
Operating profit growth	21.3%	-76.6%	304.5%	40.1%
Net profit growth	23.8%	69.2%	-47.8%	41.9%
Margins				
Gross margin	67.7%	66.8%	67.8%	68.2%
Pretax profit margin	20.7%	3.8%	16.4%	21.8%
Tax rate	24.3%	24.8%	24.8%	24.8%
Net profit margin	16.3%	25.9%	12.4%	16.4%
Key Ratios				
ROE	22.4%	32.1%	14.7%	17.8%
ROA	9.5%	15.8%	6.7%	8.5%
Capex/revenue	8.2%	8.6%	8.8%	8.2%
Current ratio (x)	1.6	1.9	2.2	2.6
Creditor days	79	73	73	73
Debtor days	13	18	14	15
Inventory days	211	207	207	207
Sales/assets	0.6	0.6	0.5	0.5
Credit analysis				
Debt/EBITDA (x)	4.6	17.8	4.8	3.5
Debt/equity	0.6	0.5	0.5	0.5
Net debt to equity	27%	-5%	-9%	-26%

Source: 公司年报, HTI 预测; 截至 2025 年 2 月 13 日

APPENDIX 1

Summary

Global Endoscopy Leader, Maintaining a Leading Market Position for the Long Term. Olympus, founded in 1919, has become the global leader in the endoscopy industry after a century of development. Its endoscopy products cover a wide range of areas, including flexible endoscopes, rigid endoscopes, and endoscopic diagnostic and therapeutic consumables. The company holds a 24% market share in the global endoscopy market, with an absolute dominant position in the gastrointestinal endoscopy segment, where its market share exceeds 70%. It also enjoys a high brand recognition.

Demand in the core markets of Europe and America is stable, while emerging markets such as China and India are growing rapidly. Benefiting from an aging population, increased penetration of minimally invasive surgeries, and the growth of emerging markets, the global endoscopy market is expected to grow at a compound annual growth rate (CAGR) of 7.1% over the next five years. Olympus has a global operating capability, with overseas revenue accounting for 87% of its total revenue. The core markets in Europe and America are stable, while emerging markets such as China, India, and Latin America are growing rapidly, with significant potential for market growth.

Technology Innovation Drives Continuous Product Iteration. The company has built core barriers in optics and digital technology, with strong capabilities in precision manufacturing, product innovation, and iteration. On average, Olympus launches a new generation of flexible endoscopes every 6-8 years. In 2020, the company launched its new-generation flexible endoscope, the EVIS X1, which integrates various image processing technologies, including extended depth of field, red dual-color imaging, texture and color enhancement imaging, and narrow-band imaging. It also incorporates AI-assisted diagnostic functions, which are expected to further consolidate its market position. We anticipate that AI assistance may become the next key technological area for the development of the endoscopy industry. In September 2024, Olympus' Caddie computer-aided detection device received FDA 510(k) clearance, continuing to lead in technological innovation.

Comprehensive Training and Maintenance Service System. The company has established a global network for repair and training services across approximately 40 countries, with over 200 repair centers to provide timely and efficient equipment maintenance services for customers. Additionally, Olympus supports more than 150 endoscopy training programs annually, significantly enhancing customer loyalty.

Revenue and Valuation Forecast

We expect the company's revenue to maintain stable growth over the next three years. The continued ramp-up of EVIS X1 in North America is expected to offset some of the impact from the slow adoption in the Chinese market. The Chinese market is anticipated to experience a recovery in fiscal year 2026, with a gradual stabilization of the regulatory environment and the entry into a new product replacement and ramp-up phase. We forecast that the company will achieve revenues of 1025.44 billion yen, 1100.13 billion yen, and 1166.95 billion yen in fiscal years 2025-2027, with year-on-year growth rates of 10%, 7%, and 6%, respectively. Sustainable operating net profits are expected to be 126.84 billion yen, 180.04 billion yen, and 199.97 billion yen, with year-on-year growth rates of -48%, 42%, and 11%, respectively.

Valuation

We believe that as the global leader in the endoscopy market, Olympus has leading technology and precision manufacturing capabilities, continuous product iteration, and long-term brand value and barriers. Based on the average level of comparable companies in the industry, we assign a 2025 P/E ratio of 23x, corresponding to a market value of 4,140 billion yen. We initiate coverage with an "Outperform" rating.

Risk Factors

Risks related to product medical quality and regulatory compliance, exchange rate fluctuations, geopolitical risks such as tariffs, intensified industry competition, and the risk of product development and launch delays.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，孟科含，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kehan Meng, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，孙旭东，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xudong Sun, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case,

评级分布 Rating Distribution

ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

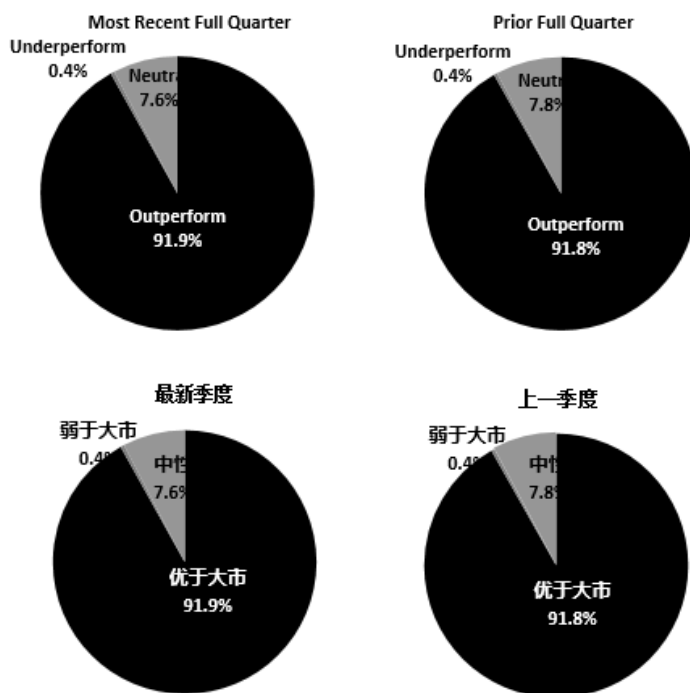
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

Ratings Distribution



截至 2024 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	2.1%	2.2%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	2.1%	2.2%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH), 海通国际于上海的母公司, 也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是, 海通国际使用与海通证券不同的评级系统, 所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的
/ 不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司（“HTISCL”）负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL、HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL、HSIPL、HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话（212）

351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI’s research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料，其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布, 旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL"))第 61 (1) 条, 第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称"ASIC")公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India ("SEBI") 监管的 Haitong Securities India Private Limited ("HTSIPL") 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited ("BSE") 和 National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证"。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
