

南微医学 (688029.SH) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2023年05月07日

评级: 买入(维持)

市场价格: 87.37

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

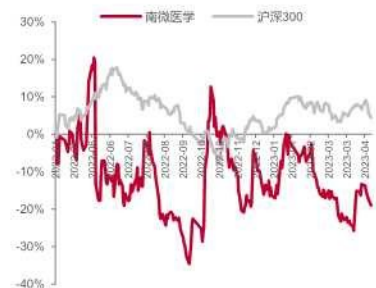
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,947	1,980	2,639	3,456	4,495
增长率 yoy%	47%	2%	33%	31%	30%
净利润(百万元)	325	331	473	633	849
增长率 yoy%	25%	2%	43%	34%	34%
每股收益(元)	1.73	1.76	2.52	3.37	4.52
每股现金流量	0.92	1.33	1.75	3.41	4.30
净资产收益率	11%	10%	13%	15%	17%
P/E	50.5	49.6	31.3	23.4	17.4
P/B	5.6	5.1	4.0	3.5	2.9

注: 股价信息截止至 2023 年 5 月 5 日

基本状况

总股本(百万股)	188
流通股(百万股)	188
市价(元)	87.37
市值(百万元)	16,412
流通市值(百万元)	16,412

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 南微医学公司点评: 内镜耗材业务持续高增长, 胆道镜新品加速推广
- 2 南微医学公司点评: 业绩持续快速增长, 加大研发投入奠定长期成长
- 3 南微医学公司点评: 内镜耗材实现较快速增长, 可视化产品快速上量

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报以及 2023 年一季报, 2022 年公司实现营业收入 19.80 亿元, 同比增长 1.72%, 归母净利润 3.31 亿元, 同比增长 1.80%, 扣非净利润 2.99 亿元, 同比增长 8.64%, 剔除股份支付及税费影响后, 2022 年归母净利润 3.32 亿元, 同比下降 15.58%。
- **分区域来看,** 2022 年公司国内市场收入约 11.45 亿元, 同比下降 4.58%, 主要因国内疫情反复扰动导致常规诊疗、手术活动受损; 国际市场收入约 8.28 亿元, 同比增加 11.64%, 其中美洲市场同比增长 14.63%, EMEA 市场同比增长 6.08%, 主要得益于公司海外渠道建设的持续优化以及产品组合的日益丰富。
- **分季度来看:** 2022 年单四季度实现收入 4.68 亿元, 同比下降 16.09%, 归母净利润 1.04 亿元, 同比增长 35.96%, 扣非净利润 0.83 亿元, 同比增长 22.53%, 单季度收入增速放缓, 主要因国内疫情扰动影响常规手术开展, Q4 利润表观增长主要受到股权激励费、汇兑收益影响。2023Q1 公司实现营业收入 5.50 亿元, 同比增长 24.26%, 其中国内收入 3.46 亿元, 同比增长 25.49%, 海外收入 2.03 亿元, 同比增长 22.08%。23Q1 公司归母净利润 1.01 亿元, 同比增长 133.98%, 实现扣非净利润 0.99 亿元, 同比增长 131%, 剔除股权激励费后归母净利润增速 74.16%。Q1 收入端实现良好增长, 主要得益于院内诊疗量复苏, 同时叠加 22Q1 同期低基数, 公司 23Q1 单季度利润实现爆发式增长。
- **可视化产品解育成熟, 2023 年有望成为新的利润增长点。** 2022 年公司可视化产品实现收入约 1.90 亿元, 同比增长 1850.61%, 占全年收入比例大约 9.6%。可视化产品是公司重点发展的第二成长曲线, 2022 年公司完成 15 台自动化设备开发导入, 同时通过商务议价开发寻源、突破关键工艺、核心零部件自产等方式, 实现一次性胆道镜和支气管镜成本的大幅优化; 在渠道端公司建立专业的营销团队, 截至 2022 年底基本完成一次性内镜在消化领域的布局, 我们预计 2023 年公司可视化产品有望加速量产, 快速占领终端市场, 为公司贡献可观业绩。此外, 公司也在积极开发一次性可视化脑部灌注等更多创新品种, 为中长期业绩的持续增长奠定良好基础。
- **2022 年传统内镜耗材增长稳健, 2023 年有望全面复苏。** 2022 年国内疫情反复扰动, 海外市场面临地缘冲突、供应链波动、通货膨胀等负面因素, 公司传统耗材整体增速略有放缓, 保持稳健的增长趋势, 其中 EUS/EBUS 产品实现收入 0.24 亿元, 同比增长 31.92%, 活检产品收入 2.50 亿元, 同比增长 5.60%。子公司康友医疗持续优化消融产品体系, 2022 年肿瘤消融设备业务实现收入 584 万元, 同比增长 14.97%, 同样表现良好。我们预计 2023 年随着国内诊疗秩序的持续回暖, 消化道手术量有望快速回升, 公司各条产品线有望迎来加速恢复。
- **盈利预测与估值:** 根据年报、一季报数据, 我们调整盈利预测, 预计公司内镜产品有望加速恢复, 2023-2025 年营业收入 26.39、34.56、44.95 亿元 (+33%、31%、30%), 调整前 23-24 年 26.08、33.83 亿元; 预计归母净利润 4.73、6.33、8.49 亿元 (+43%、34%、34%), 调整前 23-24 年 4.64、6.07 亿元。考虑到公司所处微创诊疗器械行业国产化率低, 一次性胆道镜等新产品上市有望推动业绩加速, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业政策变化风险、新冠疫情持续风险、市场竞争加剧风险等。

内容目录

疫情扰动下全年业绩稳健，手术量恢复带动 Q1 业绩高增.....	- 3 -
可视化产品加速放量，EUS/EBUS、肿瘤消融等表现亮眼.....	- 5 -
风险提示.....	- 7 -

图表目录

图表 1: 南微医学主要财务指标变化 (百万元)	- 3 -
图表 2: 南微医学主营业务收入情况 (百万元)	- 3 -
图表 3: 南微医学归母净利润情况 (百万元)	- 3 -
图表 4: 南微医学分区域业务收入情况 (亿元)	- 4 -
图表 5: 南微医学期间费用率变化情况.....	- 4 -
图表 6: 南微医学盈利能力变化.....	- 4 -
图表 7: 南微医学分季度财务数据 (百万元)	- 5 -
图表 8: 南微医学分季度营业收入变化 (百万)	- 5 -
图表 9: 南微医学分季度归母净利润变化 (百万)	- 5 -
图表 10: 南微医学止血及闭合产品收入 (百万元)	- 6 -
图表 11: 南微医学扩张类产品收入 (百万元)	- 6 -
图表 12: 南微医学 EMR/ESD 产品收入 (百万元)	- 6 -
图表 13: 南微医学 ERCP 类产品收入 (百万元)	- 6 -
图表 14: 南微医学活检类产品收入 (百万元)	- 7 -
图表 15: 南微医学 EUS/EBUS 产品收入 (百万元)	- 7 -
图表 16: 南微医学财务报表预测.....	- 8 -

疫情扰动下全年业绩稳健，手术量恢复带动 Q1 业绩高增

- 2022 年公司实现营业收入 19.80 亿元，同比增长 1.72%，归母净利润 3.31 亿元，同比增长 1.80%，扣非净利润 2.99 亿元，同比增长 8.64%，剔除股份支付及税费影响后，2022 年归母净利润 3.32 亿元，同比下降 15.58%。

图表 1: 南微医学主要财务指标变化 (百万元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2: 南微医学主营业务收入情况 (百万元)



来源：wind，中泰证券研究所

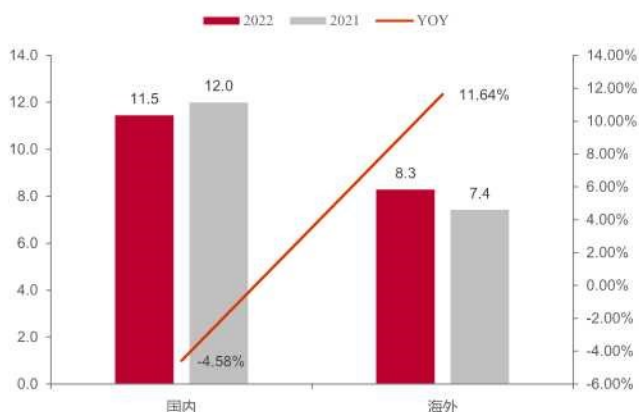
图表 3: 南微医学归母净利润情况 (百万元)



来源：wind，中泰证券研究所

- 分区域来看，2022 年公司国内市场收入约 11.45 亿元，同比下降 4.58%，主要因国内疫情反复扰动导致常规诊疗、手术活动受损；国际市场收入约 8.28 亿元，同比增加 11.64%，其中美洲市场同比增长 14.63%，EMEA 市场业绩同比增长 6.08%，主要得益于公司海外渠道建设的持续优化以及产品组合的日益丰富。

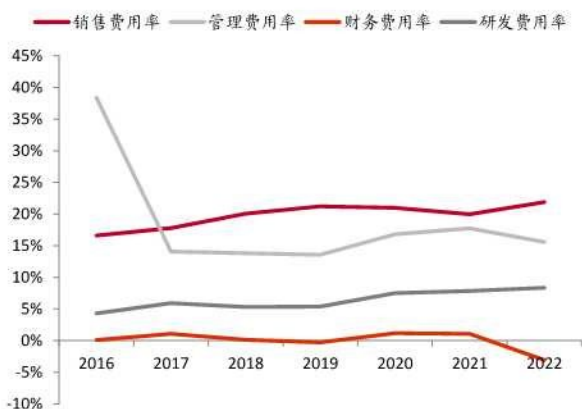
图表 4: 南微医学分区域业务收入情况 (亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

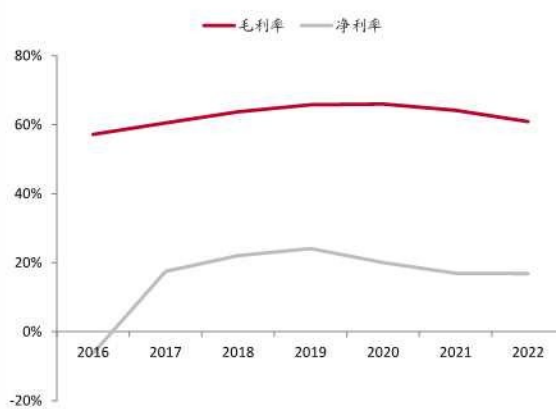
- 产品结构变化影响短期利润率。**公司 2022 年销售费用率 21.88%，同比提升 1.92pp，主要系销售团队扩大，差旅、宣传推广活动等支出增加，管理费用率 15.61%，同比下降 2.15pp，主要因股权激励摊销费用减少，财务费用率-3.06%，同比下降 4.13pp，主要因汇率变动带来的汇兑收益增加，研发费用率 8.35%，同比提升 0.50pp。2022 年公司毛利率 60.95%，同比下降 3.23pp，主要因一次性胆道镜等可视化产品数量提升以及高毛利的止血夹等产品占比下降，随着公司自动化设备的陆续投入以及可视化产品工艺的持续优化，未来毛利率有望持续改善，2022 年公司净利率 16.81%，同比下降 0.11pp。

图表 5: 南微医学期间费用率变化情况



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 南微医学盈利能力变化



来源: wind, 中泰证券研究所

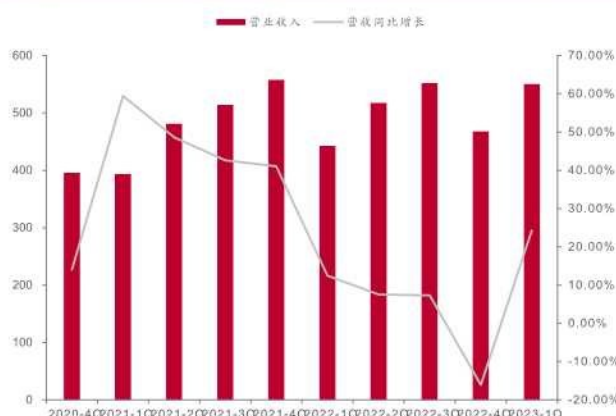
- 分季度来看:** 2022 年单四季度实现收入 4.68 亿元，同比下降 16.09%，归母净利润 1.04 亿元，同比增长 35.96%，扣非净利润 0.83 亿元，同比增长 22.53%，单季度收入增速放缓，主要因国内疫情扰动影响常规手术开展，Q4 利润表观增长主要受到股权激励费、汇兑收益影响。2023 年一季度公司实现营业收入 5.50 亿元，同比增长 24.26%，其中国内收入 3.46 亿元，同比增长 25.49%，海外收入 2.03 亿元，同比增长 22.08%。

23Q1 公司归母净利润 1.01 亿元，同比增长 133.98%，实现扣非净利润 0.99 亿元，同比增长 131%，剔除股权激励费后归母净利润增速 74.16%。Q1 收入端实现良好增长，主要得益于院内诊疗量复苏，同时叠加 22Q1 同期低基数，公司 23Q1 单季度利润实现爆发式增长。

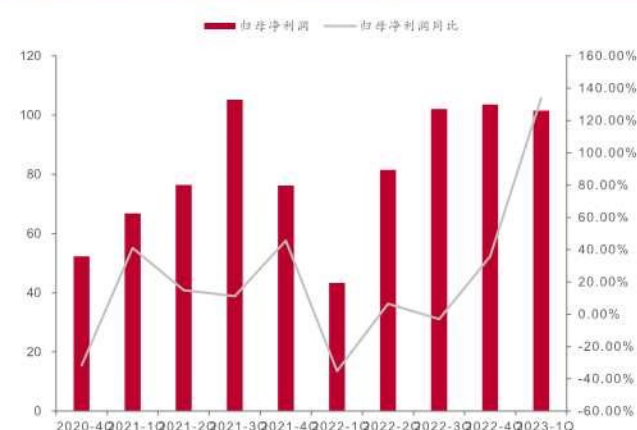
图表 7：南微医学分季度财务数据（百万元）

	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q
营业收入	395.40	393.52	481.21	514.23	557.77	442.69	517.6	551.81	468.04	550.1
营收同比增长	13.98%	59.47%	48.66%	42.63%	41.06%	12.49%	7.56%	7.31%	-16.09%	24.26%
营收环比增长	9.67%	-0.48%	22.28%	6.86%	8.47%	-20.63%	16.92%	6.61%	-15.18%	17.53%
营业成本	131.36	132.47	169.13	191.57	204.11	169.56	210.06	215.38	178.24	204.23
营业费用	85.69	72.07	88.78	92.77	134.94	88.71	103.76	115.36	125.43	111.18
管理费用	69.24	82.47	89.38	90.27	83.66	85.58	85.26	89.66	48.56	76.25
财务费用	15.48	0.24	7.62	-0.84	13.83	5.84	-26.78	-28.62	-11.11	-1.07
营业利润	56.19	81.33	90.53	129.87	65.46	50.87	105.4	120.05	87.84	121.35
利润总额	56.08	83.46	92.76	130.77	70.35	51.77	101.14	122.58	92.38	121.99
所得税	2.35	14.86	13.67	21.83	-2.37	6.25	16.69	18.75	-6.67	18.59
归母净利润	52.33	66.85	76.44	105.24	76.22	43.37	81.48	102.11	103.63	101.49
归母净利润同比	-31.67%	41.09%	14.98%	11.27%	45.65%	-35.12%	6.59%	-2.97%	35.96%	134.01%

来源：wind，中泰证券研究所

图表 8：南微医学分季度营业收入变化（百万）


来源：wind，中泰证券研究所

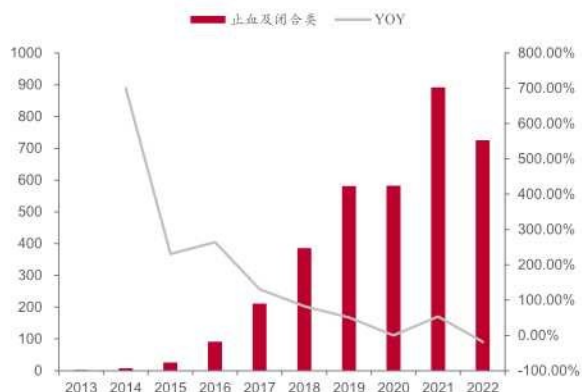
图表 9：南微医学分季度归母净利润变化（百万）


来源：wind，中泰证券研究所

可视化产品加速放量，EUS/EBUS、肿瘤消融等表现亮眼

- **可视化产品孵育成熟，2023 年有望成为新的利润增长点。**2022 年公司可视化产品实现收入约 1.90 亿元，同比增长 1850.61%，占全年收入比例大约 9.6%。可视化产品是公司重点发展的第二成长曲线，2022 年公司完成 15 台自动化设备开发导入，同时通过商务议价开发寻源、突破关键工艺、核心零部件自产等方式，实现一次性胆道镜和支气管镜成本的大幅优化；在渠道端公司建立专业的营销团队，截至 2022 年底基本完成一次性内镜在消化领域的布局，我们预计 2023 年公司可视化产品有望加速量产，快速占领终端市场，为公司贡献可观业绩。此外，公司也在积极开发一次性可视化脑部灌洗等更多创新品种，为中长期业绩的持续增长奠定良好基础。
- **2022 年传统内镜耗材增长稳健，2023 年有望全面复苏。**2022 年国内疫情反复扰动，海外市场面临地缘冲突、供应链波动、通货膨胀等负面因素，公司传统耗材整体增速略有放缓，保持稳健的增长趋势，其中

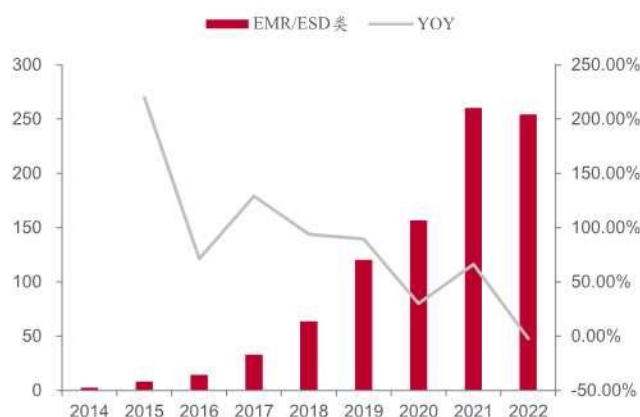
EUS/EBUS 产品实现收入 0.24 亿元，同比增长 31.92%，活检产品收入 2.50 亿元，同比增长 5.60%。子公司康友医疗持续优化消融产品体系，2022 年肿瘤消融设备业务实现收入 584 万元，同比增长 14.97%，同样表现良好。我们预计 2023 年随着国内诊疗秩序的持续回暖，消化道手术量有望快速回升，公司各条产品线有望迎来加速恢复。

图表 10: 南微医学止血及闭合产品收入 (百万元)


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11: 南微医学扩张类产品收入 (百万元)


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 12: 南微医学 EMR/ESD 产品收入 (百万元)


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13: 南微医学 ERCP 类产品收入 (百万元)

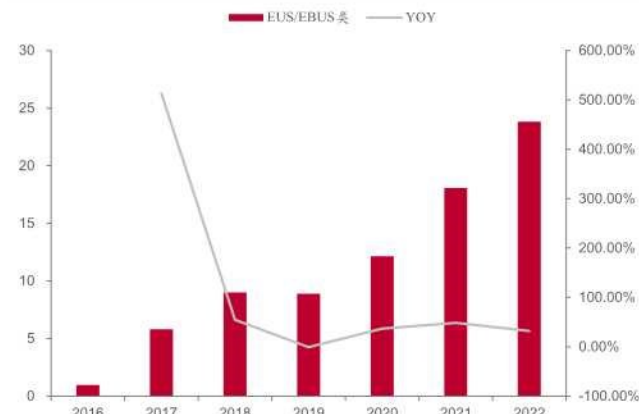

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14: 南微医学活检类产品收入 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 15: 南微医学 EUS/EBUS 产品收入 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

风险提示

- **行业政策变化风险。**国内医药行业受政策直接影响,国家对行业也是重点监控,在当前医保控费、医改深入的阶段,在生产、流通、终端应用、医保支付等领域均可能出现政策变化的可能性,对公司现有体系带来影响。
- **新冠疫情持续风险。**公司产品主要用于临床诊疗及手术,新冠疫情对医院诊疗量影响比较大,若国内外新冠疫情持续,则可能对公司业绩产生持续的负面影响。
- **市场竞争加剧风险。**公司主要产品为医用耗材,近两年国内企业在技术上持续突破,已开始逐步实现进口替代,未来可能出现市场竞争进一步加剧的风险。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 16: 南微医学财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,875	1,836	2,182	2,728	营业收入	1,980	2,639	3,456	4,495
应收票据	0	0	0	0	营业成本	773	1,017	1,324	1,705
应收账款	282	348	429	547	税金及附加	16	24	30	39
预付账款	28	15	20	26	销售费用	433	528	691	899
存货	567	641	596	614	管理费用	309	422	518	629
合同资产	0	0	0	0	研发费用	165	211	266	346
其他流动资产	230	209	270	348	财务费用	-61	-43	-38	-27
流动资产合计	2,983	3,049	3,497	4,262	信用减值损失	-1	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-22	0	-7	-7
长期股权投资	44	44	44	44	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	283	684	1,133	1,628	投资收益	43	43	43	43
在建工程	277	377	377	277	其他收益	0	0	0	0
无形资产	98	126	163	183	营业利润	364	522	701	941
其他非流动资产	210	218	227	234	营业外收入	10	10	10	9
非流动资产合计	911	1,449	1,944	2,366	营业外支出	6	6	6	6
资产合计	3,894	4,499	5,441	6,627	利润总额	368	526	705	944
短期借款	0	97	226	335	所得税	35	50	67	90
应付票据	0	0	0	0	净利润	333	476	638	854
应付账款	332	305	401	522	少数股东损益	2	3	4	6
预收款项	1	5	4	5	归属母公司净利润	331	473	634	848
合同负债	40	47	62	81	NOPLAT	278	437	603	830
其他应付款	48	48	48	48	EPS (按最新股本摊薄)	1.76	2.52	3.37	4.52
一年内到期的非流动负债	6	6	6	6					
其他流动负债	130	169	204	244					
流动负债合计	558	679	951	1,241					
长期借款	0	50	120	200					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	61	61	61	61					
非流动负债合计	61	111	181	261					
负债合计	620	790	1,133	1,502					
归属母公司所有者权益	3,225	3,656	4,252	5,063					
少数股东权益	49	53	57	63					
所有者权益合计	3,274	3,709	4,309	5,125					
负债和股东权益	3,894	4,499	5,441	6,627					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	250	329	641	806
现金收益	319	459	642	889
存货影响	-173	-74	45	-18
经营性应收影响	107	-53	-79	-116
经营性应付影响	-40	-23	94	122
其他影响	37	21	-62	-71
投资活动现金流	669	-520	-495	-440
资本支出	-140	-555	-529	-477
股权投资	5	0	0	0
其他长期资产变化	804	35	34	37
融资活动现金流	-74	152	200	179
借款增加	0	147	199	189
股利及利息支付	-101	-55	-82	-114
股东融资	36	0	0	0
其他影响	-9	60	83	104

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	1.7%	33.3%	31.0%	30.1%
EBIT增长率	-22.9%	57.2%	38.0%	37.6%
归母公司净利润增长率	1.8%	43.0%	34.0%	34.0%
获利能力				
毛利率	60.9%	61.4%	61.7%	62.1%
净利率	16.8%	18.0%	18.4%	19.0%
ROE	10.1%	12.7%	14.7%	16.6%
ROIC	9.7%	13.0%	14.7%	16.6%
偿债能力				
资产负债率	15.9%	17.6%	20.8%	22.7%
债务权益比	2.1%	5.8%	9.6%	11.8%
流动比率	5.3	4.5	3.7	3.4
速动比率	4.3	3.5	3.0	2.9
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	58	43	40	39
应付账款周转天数	167	113	96	97
存货周转天数	224	214	168	128
每股指标 (元)				
每股收益	1.76	2.52	3.37	4.52
每股经营现金流	1.33	1.75	3.41	4.29
每股净资产	17.17	19.46	22.63	26.95
估值比率				
P/E	50	31	23	17
P/B	5	4	3	3
EV/EBITDA	74	52	37	27

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。